



## The Impact of Operational Diversification and Investment Opportunities on the Relationship between Cost of Capital and CEO Change

**Mohsen Rashidi**

Assistant Prof., Department of Accounting, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Lorestan University, Khoram Abad, Iran. E-mail: rashidi.m@lu.ac.ir

### Abstract

**Objective:** The opportunistic approach of managers leads to decisions on personal interests and the imposition of costs on the part of shareholders through increased agency costs. This paper, aims to examine the interaction between cost of capital and manager change based on operational diversification and investment opportunities.

**Methods:** To empirically examine this effect, data on companies listed on the Tehran Stock Exchange for the period of 2009 to 2018 were collected and a hybrid data regression model was used to test the research hypotheses.

**Results:** The results of the research show that cost of capital (expected returns) and investment opportunities have a significant effect on management turnover. On the other hand, we do not find evidence on the impact of under-investment and operational diversification on the possibility of CEO change. Furthermore, the interactive effect of investment opportunities and cost of capital on management turnover is also confirmed. Finally, our results indicate that the change of CEO is a function of the interactive effect of operational diversification and cost of capital.

**Conclusion:** Managerial opportunism and inefficiency of investment increase the cost of corporate capital because the manager's inappropriate decision leads to an increase in the risk of wrong choices for investors. Changing the managerial decision approach leads to the transmission of information to shareholders in order to maintain or change management.

**Keywords:** Cost of capital, Manager change, Operational diversification, Investment opportunity.

**Citation:** Rashidi, M. (2020). The Impact of Operational Diversification and Investment Opportunities on the Relationship between Cost of Capital and CEO Change. *Financial Research Journal*, 22(3), 428- 450. (in Persian)

Financial Research Journal, 2020, Vol. 22, No.3, pp. 428- 450

DOI: 10.22059/frj.2020.279441.1006858

Received: April 22, 2019; Accepted: May 3, 2020

© Faculty of Management, University of Tehran

## تأثیر متنوع‌سازی عملیاتی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین هزینه سرمایه و تغییر مدیرعامل

محسن رشیدی

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه لرستان، خرم‌آباد، ایران. رایانامه: rashidi.m@lu.ac.ir

### چکیده

**هدف:** رویکرد فرصت‌طلبی مدیران، به تصمیم‌گیری در راستای منافع شخصی و تحمیل هزینه به سهام‌داران به‌واسطه افزایش هزینه‌های نمایندگی منجر می‌شود. در این مقاله، هدف بررسی تأثیر متنوع‌سازی عملیاتی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین هزینه سرمایه و تغییر مدیرعامل در شرکت‌های بورسی است.

**روش:** به‌منظور بررسی موضوع، داده‌های مربوط به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۶ استخراج شده و برای آزمون و بررسی فرضیه‌های پژوهش، از مدل رگرسیونی لجستیک استفاده شده است.

**یافته‌ها:** نتایج پژوهش نشان می‌دهد که هزینه سرمایه و فرصت‌های سرمایه‌گذاری، بر تغییر مدیرعامل شرکت تأثیر معناداری دارد. از طرفی، تأثیر سرمایه‌گذاری کمتر از حد و متنوع‌سازی عملیاتی بر احتمال تغییر مدیرعامل شرکت رد شده است. فرضیه سوم پژوهش، مبنی بر اثر تعاملی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و هزینه سرمایه بر تغییر مدیرعامل نیز رد نشده است. در نهایت، بر اساس نتایج پژوهش، تغییر مدیرعامل تابعی از اثر تعاملی متنوع‌سازی عملیاتی و هزینه سرمایه است.

**نتیجه‌گیری:** فرصت‌طلبی مدیران و ناکارآمدی سرمایه‌گذاری، هزینه سرمایه شرکت را افزایش می‌دهد، زیرا تصمیم‌گیری نامناسب مدیر به افزایش ریسک‌پذیری نادرست برای سرمایه‌گذاران منجر می‌شود. تغییر رویکرد تصمیم‌گیری مدیر، سبب مخابره اطلاعات به سهام‌داران در راستای حفظ یا تغییر مدیریت می‌شود.

**کلیدواژه‌ها:** هزینه سرمایه، تغییر مدیرعامل، متنوع‌سازی عملیاتی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری.

**استناد:** رشیدی، محسن (۱۳۹۹). تأثیر متنوع‌سازی عملیاتی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین هزینه سرمایه و تغییر مدیرعامل. *تحقیقات مالی*، ۲۲(۳)، ۴۲۸-۴۵۰.

تحقیقات مالی، ۱۳۹۹، دوره ۲۲، شماره ۳، صص. ۴۲۸-۴۵۰

DOI: 10.22059/frj.2020.279441.1006858

دریافت: ۱۳۹۸/۰۲/۰۲، پذیرش: ۱۳۹۹/۰۲/۱۴

© دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

## مقدمه

مدیران رده بالا، در عملیات تجاری و ایجاد ارزش، نقشی اساسی ایفا می‌کنند. سهام‌داران و هیئت مدیره، مسئول شناسایی مدیران با عملکرد ضعیف و در صورت لزوم، جایگزینی آنها هستند تا از شدت زیان‌های احتمالی و تحمیل هزینه‌های نمایندگی اجتناب به عمل آید (بوشمن، دای و وانگ،<sup>۱</sup> ۲۰۱۰). مسئله اصلی در این رابطه این است که هیئت مدیره یا سهام‌داران چگونه می‌توانند عملکرد مدیران ارشد را ارزیابی کنند، به‌ویژه زمانی که هیئت مدیره درباره اتمام کار مدیران تصمیم‌گیری می‌کند. عدم امکان مشاهده عینی فعالیت‌ها و توانایی مدیران، استفاده از معیارهای قراردادی مبتنی بر عملکرد، از جمله سودهای حسابداری و بازده‌های سهم (اسمیت و واتز،<sup>۲</sup> ۱۹۹۲)، برای ارزیابی عملکرد مدیران و تشریح رویدادهای منجر به تغییر مدیران را سبب می‌شود (بریکلی،<sup>۳</sup> ۲۰۰۳). در همین راستا، به گفته بوشمن و همکاران (۲۰۱۰)، توانایی مدیران بر عملکرد و عدم اطمینان شرکت در قالب جریان‌های نقد جاری و آتی تأثیر می‌گذارد. سودهای حسابداری به‌طور عمده بر اثرهای نقدی تصمیم‌های مدیریتی تأکید داشته و از اثرهای مبتنی بر ریسک چشم‌پوشی می‌کنند. لحاظ نشدن ریسک در مدل‌های ارزیابی عملکرد مدیران می‌تواند به انحراف در اثرهای سود برآوردشده منجر شود (استون و موناхан،<sup>۴</sup> ۲۰۰۵).

نوسان در رفتار مدیران، در خصوص عملکرد، اطلاعات مفیدی ارائه می‌کند که می‌تواند به هیئت مدیره در شناسایی توانایی‌های مدیران کمک کرده و بر تصمیم‌های راهبردی برای جایگزینی مدیران ارشد فاقد صلاحیت، تأثیرگذار باشد. بازده مورد انتظار سهام‌داران، بر ریسک و منابع سرمایه‌گذاری شده آنها در شرکت، مبتنی بوده و هزینه سرمایه نشان‌دهنده عدم اطمینان مربوط به نتایج اقتصادی فعالیت‌های مدیریت است. هزینه سرمایه دربرگیرنده ریسک‌های سرمایه‌گذاری است که به‌واسطه تضادهای نمایندگی بین مدیران و سهام‌داران افزایش می‌یابد زیرا، عدم تقارن اطلاعاتی و رفتارهای خودخواهانه مدیران به ایجاد مسئله خطر اخلاقی منجر شده که سهام‌داران را در معرض ریسک نمایندگی قرار می‌دهد (هو و لین،<sup>۵</sup> ۲۰۱۵). به‌عبارتی، سطح بهینه هزینه سرمایه می‌تواند نشان‌دهنده رفتارهای مدیران در راستای کاهش هزینه‌های نمایندگی و کنترل ریسک باشد که در صورت نوسان غیرعادی و ناپایدار هزینه سرمایه، به تغییر مدیریت توسط سهام‌داران و هیئت مدیره منجر می‌شود.

هزینه سرمایه بر توانایی شرکت در دستیابی به منابع مالی و نیز سرمایه‌گذاری خارجی تأثیرگذار است. هزینه سرمایه بالاتر ممکن است شرکت را به کنار گذاشتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب به‌علت نبود سرمایه کافی، مجبور کند. این حالت برای شرکت‌هایی رخ می‌دهد که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالایی دارند، اما منابع مالی لازم را در اختیار ندارند یا علی‌رغم وجود منابع مالی کافی، بازارهای سرمایه داخلی برای سرمایه‌گذاری، کارایی لازم را نداشته باشند. اثرهای تعاملی هزینه سرمایه و سرمایه‌گذاری عملیاتی، به هیئت مدیره و سهام‌داران، علامت و اطلاعات مشخصی درباره توانایی

1. Bushman, Dai & Wang  
3. Brickley  
5. Hu & Lin

2. Smith & Watts  
4. Easton & Monahan

و کیفیت تصمیم‌های مدیر مخابره می‌کنند و می‌توانند معیاری برای ارزیابی عملکرد و تصمیم‌گیری درباره خاتمه کار مدیر به شمار آید. به عبارتی، در شرکت‌هایی که توان عملیاتی کردن فرصت‌های سرمایه‌گذاری وجود ندارد، به علت کمبود منابع مالی در اختیار شرکت و سرمایه‌گذاری کمتر از حد، هزینه سرمایه افزایش می‌یابد که در نتیجه آن، احتمال تغییر مدیر وجود دارد.

از طرفی، با افزایش فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نیاز شرکت‌ها به سرمایه و منابع مالی نیز افزایش می‌یابد و این در حالی است که متنوع‌سازی عملیاتی، اتکا بر تأمین مالی برون‌سازمانی را به واسطه عملکرد بازارهای سرمایه داخلی افزایش می‌دهد (داچین<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰). شرکت‌های دارای متنوع‌سازی بالا، مشکلات ناشی از سرمایه‌گذاری کمتر از حد عمده‌ای دارند، زیرا، افزایش متنوع‌سازی به سرمایه‌گذاری بالایی نیاز دارد که در نتیجه آن، سرمایه داخلی شرکت کاهش پیدا کرده و نیاز به تأمین مالی با هزینه بالا افزایش پیدا می‌کند. در این شرایط، احتمال تغییر مدیرعامل به واسطه کمبود منابع و ایجاد مشکلات ناشی از نقدینگی، افزایش می‌یابد (آشباک، کالینز، کینی و لافوند<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹).

در پژوهش‌های روش‌شناسی اربطانی و شیروانی ناغانی (۱۳۹۴) و احمدپور، اصابت طبری و طالب تبار (۱۳۹۴)، تأثیر متقابل ثبات مدیریت بر مبنای کیفیت سودهای ارائه‌شده و عملکرد مالی، بررسی شده و بر جنبه عملیاتی تصمیم‌های مدیر تأکید شده است. در این پژوهش‌ها، به عوامل مؤثر درون‌سازمانی و نیز محدودیت‌های موجود در بازار سرمایه توجهی نشده است. از طرفی، در پژوهش‌های رضایی و چاوشی نیا (۱۳۹۳) و آشباک و همکاران (۲۰۰۹)، بر مبنای ساختار مالکیت و ساختار سرمایه، متنوع‌سازی شده و اثر محدودیت‌کننده آن بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری مد نظر قرار نگرفته است. در این پژوهش، با لحاظ کردن اثر ریسک در تصمیم‌گیری‌های مدیران در قالب هزینه سرمایه، عملکرد مدیران از هر دو جنبه ریسک و بازده مربوطه بررسی شده و امکان شناسایی رفتارهای متناقض مدیران برای هیئت مدیره و سهام‌داران به واسطه اثرهای متنوع‌سازی عملیاتی، فراهم شده است. در این پژوهش، از چند جنبه به توسعه ویژگی‌های رفتاری مدیران توجه شده است. به منظور بررسی و کسب شناخت از عملکرد مدیران ارشد و تصمیم‌گیری در خصوص ارتقا یا خاتمه کار آنها، ریسک در قالب هزینه سرمایه در مدل‌های بررسی عملکرد لحاظ شده است. از طرفی با به کارگیری مدل پنج‌عاملی فاما و فرنچ تعدیل‌شده، اثرهای متغیرهای بااهمیت و تأثیرگذار بر انتظارات سهام‌داران و سرمایه‌گذاران در مدل‌های پژوهش کنترل شده است. همچنین، هزینه سرمایه به عنوان مبنایی برای انعکاس عملکرد مدیریت به سهام‌داران و سرمایه‌گذاران مطرح شده است.

ادعای دیگری نیز در این پژوهش بررسی می‌شود. تغییر مدیران برگرفته از وضعیت مالی و سرمایه‌گذاری شرکت است. به بیان دیگر، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تصمیم‌گیری‌های مدیران در قبال آنها، بر ملاحظات عملکرد مؤثر است. از این رو، پرسش اصلی پژوهش عبارت است از اینکه آیا هزینه سرمایه بر تغییر مدیرعامل تأثیر دارد؟ و پرسش‌های فرعی نیز به شرح زیر هستند:

۱. آیا سرمایه‌گذاری نامناسب بر تغییر مدیرعامل مؤثر است؟
  ۲. آیا سرمایه‌گذاری کمتر از حد و هزینه سرمایه بر تغییر مدیرعامل تأثیر دارد؟
  ۳. آیا سرمایه‌گذاری کمتر از حد و متنوع‌سازی عملیاتی بر تغییر مدیرعامل تأثیر دارد؟
- در ادامه پژوهش ابتدا، مبانی نظری و پیشینه پژوهش‌های انجام‌شده، فرضیه‌ها و سپس، مدل‌ها و روش‌های پژوهش و در نهایت نتیجه‌گیری و پیشنهادهای ارائه می‌شوند.

## پیشینه نظری پژوهش

### هزینه سرمایه و تغییر مدیرعامل

تصمیم‌های مدیر، هم بر نتایج عملیاتی شرکت به شکل جریان‌های نقد جاری و آتی و هم بر عدم اطمینان به عملکرد شرکت تأثیرگذارند. بر مبنای جریان‌های نقدی کسب‌شده، می‌توان ابراز داشت که مدیر توانمند با هدف افزایش ارزش شرکت، در راستای منافع و کاهش ریسک تحمیلی به سهام‌داران برنامه‌ریزی می‌کند. در نهایت، با توجه به اینکه مدیران، مسئول کنترل و کاهش ریسک هستند، افزایش ریسک شرکت علامتی را به بازار مخابر می‌کند، مبنی بر اینکه تصمیم‌گیری‌های مدیران از کارایی لازم برخوردار نبوده و جریان‌های نقدی رشد نخواهند داشت. بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران تابعی از ریسک تحمیل‌شده به آنها بوده و هزینه سرمایه، ریسکی است که در نتیجه تصمیم‌گیری‌های مدیر به سهام‌داران منتقل می‌شود (فیلیپون<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶).

تضاد منافع بین مدیران و سهام‌داران می‌تواند به افزایش اثر ریسک در هزینه سرمایه منجر شود. عدم تقارن اطلاعاتی و رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیر باعث قرار گرفتن سهام‌داران در معرض ریسکی شده که به کاهش کارایی سرمایه‌گذاری و ایجاد هزینه فرصت منجر می‌شود (چوی و لی<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳) و این، ناشی از انگیزه مدیر برای دستیابی به منافع شخصی به هزینه سهام‌داران است (آشباق و همکاران، ۲۰۰۹). استفاده مدیر از منابع شرکت در راستای منافع شخصی به افزایش ریسک سیستماتیک شرکت (گارمیس و لیو<sup>۳</sup>، ۲۰۰۵) و هزینه‌های نظارت برون‌سازمانی تحمیل‌شده به سرمایه‌گذاران (لومباردو و پاگانو<sup>۴</sup>، ۲۰۰۲)، منجر می‌شود و مانع از تأمین منابع توسط سرمایه‌گذاران شده که در نتیجه آن، تسهیم ریسک و نقدشوندگی سهام شرکت کاهش می‌یابد (گیاننتی و سیمونوف<sup>۵</sup>، ۲۰۰۶). در همین راستا، گارمیس و لیو (۲۰۰۵) نشان دادند که مسئله نمایندگی به افزایش قرار گرفتن شرکت در معرض ریسک سیستماتیک منجر می‌شود. آلبیکوئروکو و وانگ<sup>۶</sup> (۲۰۰۸) نیز نشان دادند که هزینه‌های نمایندگی و هزینه سرمایه تابعی از تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و شدت تضاد منافع در شرکت هستند.

دستکاری ارقام حسابداری باعث می‌شود، توانایی سود برای نشان دادن ضعف تصمیم‌های اتخاذشده و نیز استفاده از

1. Philippon  
3. Garmaise & Liu  
5. Giannetti & Simonov

2. Choi & Lee  
4. Lombardo & Pagano  
6. Albuquerque & Wang

منابع شرکت در راستای منافع شخصی توسط مدیر، کاهش پیدا کند (فاسیو<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶). رویه‌های حسابداری فقط می‌توانند بیانگر پیامدهای شناسایی‌شده در نتیجه تصمیم‌های مدیر در گذشته باشد و برای نشان دادن کیفیت و نتایج تصمیم‌گیری‌های مدیر طی زمان، معیار مناسبی نیستند (ایستون و موناهان، ۲۰۰۵). در مقابل، هزینه سرمایه به‌عنوان بازده مورد انتظار نسبت به سرمایه شرکت (لمبرت، لئوز و ورچیا<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷)، توانایی انعکاس فعالیت‌های جاری و مورد انتظار مدیر طی زمان را دارد. به‌عبارتی، تفاوت بین سود و هزینه سرمایه در شناسایی نتایج حاصل از تصمیم‌گیری‌های مدیر است. هزینه، سرمایه اطلاعات مربوط به عملکرد شرکت و تصمیم‌های مدیر را به بازار و سهام‌داران منتقل می‌کند. در نتیجه، در صورت افزایش هزینه سرمایه، احتمال تغییر مدیر به‌علت عملکرد نامساعد و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری ناکارآمد، افزایش می‌یابد (هو و لین، ۲۰۱۵).

### اثر تعاملی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری کمتر از حد بر هزینه سرمایه و تغییر مدیر عامل

در صورت به‌کارگیری مدیران ناکارآمد، نوسان و ریسک سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد (هسو، نووسلوف و وانگ<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷). در چنین شرایطی، مدیران به تغییر زمان شناسایی اخبار بد اقدام می‌کنند که با رویکرد رفتاری مدیران هم‌راستا است. در نتیجه، سرمایه‌گذاران با ریسک‌گزینش نادرست و هزینه فرصت مواجه می‌شوند. شناخت اثرهای ناشی از ضعف در استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری، به‌مخبره اطلاعات به سهام‌داران در راستای تعیین سبد بهینه سرمایه‌گذاری و گزینش درست منجر شده و به سهام‌داران در کنترل رفتارهای مدیران که سبب تشدید نوسان می‌شود، کمک می‌کند (رشیدی، ۱۳۹۷).

توانایی مدیر و تضادهای نمایندگی به‌همراه هزینه سرمایه، می‌توانند توانایی شرکت برای سرمایه‌گذاری و تأمین مالی برون‌سازمانی را بهبود بخشند. افزایش هزینه سرمایه در نتیجه تصمیم‌های ناکارآمد مدیر، به کنارگذاری فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری منجر می‌شود، زیرا تصمیم‌گیری نامناسب مدیر، باعث رکود منابع داخلی شرکت در فرصت‌های با بازدهی پایین‌تر می‌شود و منابع کافی برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهینه وجود ندارد (هو و لین، ۲۰۱۵). به‌عبارتی، تعامل هزینه سرمایه و سرمایه‌گذاری عملیاتی، مخبره‌کننده توانایی مدیر در اتخاذ تصمیم‌های باکیفیت است.

شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا، عدم تقارن اطلاعاتی بالاتری دارند، ولی با این حال، به‌سادگی امکان مشاهده اقدامات مدیر وجود ندارد (بیزاک، بریکلی و کولز<sup>۴</sup>، ۱۹۹۳). این حقیقت که اقدامات مدیر به‌سادگی مشاهده‌شدنی نیست، به افزایش کنترل مدیر بر سرمایه‌گذاری‌های عملیاتی منجر شده (مایرز و ماجلوف<sup>۵</sup>، ۱۹۸۴) و باعث ایجاد انگیزه رفتارهای فرصت‌طلبانه در مدیر می‌شود. رفتار فرصت‌طلبانه می‌تواند خود را در قالب مسئله سرمایه‌گذاری کمتر از حد و کاهش رشد شرکت نشان دهد که ناشی از نبود سرمایه کافی به‌علت هزینه‌های بالای تأمین مالی است (فن، وی و ژو<sup>۶</sup>، ۲۰۱۱). این حالت از مسئله سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌تواند به افزایش احتمال تغییر مدیریت توسط سهام‌داران به‌منظور کاهش ریسک‌های آتی منجر شود.

1. Faccio  
3. Hsu, Novoselov & Wang  
5. Myers & Majluf

2. Lambert, Leuz & Verrecchia  
4. Bizjak, Brickley & Coles  
6. Fan, Wei & Xu

### اثر تعاملی متنوع‌سازی عملیاتی و هزینه سرمایه بر تغییر مدیر عامل

ناکارآمدی بازار شامل عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه‌های نمایندگی و هزینه‌های معاملاتی، به افزایش هزینه سرمایه و هزینه تأمین منابع مالی منجر می‌شود (جنسن و مک‌لینگ<sup>۱</sup>، ۱۹۷۶). تفاوت در هزینه‌های تحمیلی به سرمایه‌گذاران، از محدود بودن اطلاعات سرمایه‌گذاران در خصوص فرصت‌های سرمایه‌گذاری و توانایی مدیر درباره مدیران و سهام‌داران فعلی نشئت می‌گیرد. از طرفی، سرمایه‌گذاران بالقوه، توانایی کسب اطمینان از این موضوع را ندارند که اقدامات مدیر در راستای منافع آنهاست یا خیر. در مقابل، سرمایه داخلی متعلق به سهام‌داران فعلی بوده که می‌توانند مدیر را از طریق سازوکارهای راهبری، کنترل کنند (هوگان و لویس<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵). تقاضای شرکت برای منابع مالی برون‌سازمانی تابعی از میزان تنوع عملیاتی است. تفاوت در هزینه تأمین مالی داخلی و برون‌سازمانی می‌تواند به مسئله سرمایه‌گذاری کمتر از حد در شرکت‌های با متنوع‌سازی محدود منجر شود، زیرا هزینه تأمین مالی برای این دسته از شرکت‌ها بالا است (داچین، ۲۰۱۰).

توانایی کسب منافع شخصی در شرکت‌های دارای متنوع‌سازی، مدیران فرصت‌طلب را به کاهش سرمایه‌گذاری بلندمدت تحریک می‌کند (شارفستین و استین<sup>۳</sup>، ۲۰۰۰). مزایای شخصی ناشی از متنوع‌سازی، شامل منفعت‌طلبی فرصت‌طلبانه (از جمله لابی‌گری) و قدرت‌طلبی فردی است (چن و کانگ<sup>۴</sup>، ۲۰۱۸). مدیران، به افزایش متنوع‌سازی در شرکت به منظور افزایش مابه‌ازای دریافتی (جنسن و مورفی<sup>۵</sup>، ۱۹۹۰) یا فرصت‌تسانی (برتراند و مالیاناتان<sup>۶</sup>، ۲۰۰۱) و سرقت منابع تمایل دارند. از طرفی، با افزایش تنوع و پیچیدگی فعالیت‌های شرکت، هزینه تغییر مدیریت برای شرکت افزایش پیدا کرده و آینده شغلی مدیریت نیز تا حدی تضمین می‌شود (اشلايفر و ویشنی<sup>۷</sup>، ۱۹۸۹). مدیران به منظور جلوگیری از کشف دستکاری سود و حفظ منافع فرصت‌طلبانه کسب‌شده (از جمله کنترل شرکت و پاداش‌های دریافتی)، به افزایش متنوع‌سازی عملیاتی تمایل دارند. بر مبنای تئوری نمایندگی، مدیران در شرکت‌های دارای متنوع‌سازی در راستای ایجاد محیط کنترلی مبهم تلاش کرده (چن و کانگ، ۲۰۱۸) و منافع خود را با افزایش پیچیدگی‌های ناشی از متنوع‌سازی حفظ می‌کنند.

ماهیت پیچیده متنوع‌سازی در شرکت‌ها، بر عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر بین مدیران و سرمایه‌گذاران خارجی دلالت دارد. در این راستا، بست، هودجز و لین<sup>۸</sup> (۲۰۰۴) نشان دادند که متنوع‌سازی به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش شفافیت اطلاعاتی منجر می‌شود و این عدم تقارن اطلاعاتی، در نتیجه افزایش حجم اطلاعات ناشی از جریان‌های نقدی بخش‌های متنوع است. به عبارتی، تعاملات گسترده بین بخش‌های مختلف ایجادشده در یک شرکت، به ایجاد دارایی‌های مشترک منجر شده و درک عملیات و فعالیت‌ها توسط سرمایه‌گذاران خارجی را با مشکل مواجه می‌کند (آئوکی<sup>۹</sup>، ۲۰۱۰).

1. Jensen & Meckling  
3. Scharfstein & Stein  
5. Jensen & Murphy  
7. Shleifer & Vishny  
9. Aoki

2. Hogan & Lewis  
4. Chen & Keung  
6. Bertrand & Mullainathan  
8. Best, Hodges & Lin

متنوع‌سازی، سبب ایجاد مزایای مختلفی از جمله ایجاد دارایی‌های استراتژیک (هی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹)، کاهش هزینه سرمایه و افزایش جذب سرمایه به‌واسطه ایجاد جریان‌های نقدی (هوچل، اسمید، والتر و یرماک<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲) و محدودسازی مشکلات ناشی از سرمایه‌گذاری کمتر از حد به‌واسطه تسهیم اثربخش دارایی‌های در دسترس (تانگ<sup>۳</sup>، ۲۰۰۸)، می‌شود. فرضیات رقیب بیان می‌کند که متنوع‌سازی علی‌رغم منافی که برای سازمان به‌همراه دارد، به از بین رفتن ثروت سهام‌داران منجر می‌شود (اشمید و والتر<sup>۴</sup>، ۲۰۰۹). از دیدگاه تئوری نمایندگی، مدیران برای دستیابی به منافع شخصی خود به متنوع‌سازی، اقدام می‌کنند (آگاروال و سامویک<sup>۵</sup>، ۲۰۰۳). آنها با افزایش متنوع‌سازی، به افزایش اندازه شرکت و در نتیجه افزایش اعتبار و قدرت خود اقدام می‌کنند. در همین راستا، آمیهود و لو<sup>۶</sup> (۱۹۸۱) بیان می‌کنند که مدیران از متنوع‌سازی به‌منظور کاهش ریسک عدم تغییر خود استفاده می‌کنند.

عملکرد و تداوم مدیریت، به نرخ تأمین مالی و ریسک‌های مرتبط با آن وابسته است که با توجه به دیدگاه سرمایه‌گذاران و سهام‌داران درباره پیش‌بینی ریسک در صورت‌های مالی، متغیر است و در همین راستا، نوسان در هزینه سرمایه با ایجاد بی‌ثباتی در عملکرد شرکت، به افزایش احتمال تغییر مدیریت منجر می‌شود. نتایج پژوهش‌های پیشین حاکی از آن است که گزارشگری مالی محافظه‌کارانه، در کنار هیئت مدیره مستقل و کارآمد، می‌تواند انگیزه و اختیارات مدیران را برای دستکاری اطلاعات حسابداری و پنهان کردن هزینه‌های ناشی از عدم تقارن در توزیع اطلاعات، کاهش دهد. نتایج حاکی از آن است که با توجه به رفتارهای مدیران در بازار و ریسک‌های بالقوه ناشی از افشا نکردن به‌موقع اخبار بد، محافظه‌کاری به سازوکاری محتوایی برای سهام‌داران نهادی و سرمایه‌گذاران به‌منظور پیش‌بینی تبدیل شده است. همچنین، تداوم انتخاب مدیر و اعتبار در بازار سرمایه تابعی از وضعیت مالی و عملکرد شرکت هستند. زبان شرکت به‌همراه نوسانات محیطی و با تأثیری که بر تأمین مالی برون‌سازمانی دارند، به‌سادگی به سرمایه‌گذاری غیرکارا و تغییر در عملکرد مورد انتظار مدیر منجر می‌شود. در نهایت، ساختار مالکیت و استقلال هیئت مدیره، سبب کنترل رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیر شده و شرایط را برای ابقا یا خاتمه کار مدیر فراهم می‌آورد.

### پیشینه تجربی

دنگ، اینتنتولی و ژانگ<sup>۷</sup> (۲۰۱۹)، با بررسی تغییر مدیرعامل بر مبنای عدم اطمینان محیطی و قراردادهای بدهی، نشان دادند که تغییر مدیر با افزایش بعدی در هزینه تأمین مالی همراه است. تأثیر منفی که تغییر مدیران بر هزینه‌های استقراض دارد، به‌طور عمده به‌دلیل تغییر انتظارات و روابط قراردادی است. شواهد نشان می‌دهند که جایگزینی دارایی‌ها و تغییرات در کیفیت اطلاعات حسابداری، به توضیح شرایط تغییر مدیر کمک می‌کند. از سوی دیگر، خروج داوطلبانه مدیر، با تغییر ارزش شرکت و نرخ وام، ارتباطی ندارد.

1. He  
3. Tong  
5. Aggarwal & Samwick  
7. Deng, Intintoli & Zhang

2. Hoehle, Schmid, Walter & Yermack  
4. Schmid & Walter  
6. Amihud & Lev



ویسینتین، پیتینو و مینیچیلی<sup>۱</sup> (۲۰۱۷)، با بررسی عملکرد مالی و تغییر مدیرعامل در شرکت‌های خانوادگی به این نتیجه رسیدند که اگر مالکیت خانوادگی شرکت محدود باشد یا تعداد کمی از اعضای خانواده عضو هیئت مدیره باشند، احتمال کنارگذاری مدیران اجرایی غیرخانوادگی بعد از عملکرد ضعیف آنها، کمتر می‌شود، زیرا در این شرکت‌ها تمرکز بر اهداف بلندمدت بوده، اما در شرکت‌هایی که مالکیت خانوادگی بالاتری دارند، اهداف کوتاه‌مدت در اولویت قرار می‌گیرند. ماویس، الکساندریدیس و دوکاس<sup>۲</sup> (۲۰۱۴)، نشان دادند که سرمایه‌گذاری‌های ناکارآمد تجاری محرک اصلی تغییر مدیران است. کاهش شایان توجه در بازده مورد انتظار سهام‌داران به انتصاب مدیران ارشد جدید با مهارت‌های مدیریتی بالاتری منجر می‌شود که بر افزایش ارزش شرکت تمرکز بیشتری داشته باشند. مدیران جدید به‌طور سیستماتیک تلاش می‌کنند تا سرمایه‌گذاری‌های قبلی را از طریق کنارگذاری دارایی‌ها و توقف برخی فعالیت‌ها تعدیل کرده و ارزش سهام‌داران شرکت را افزایش دهند.

داو<sup>۳</sup> (۲۰۱۳) نشان داد که هیئت مدیره شرکت‌ها به جایگزینی مدیران اجرایی تمایلی ندارد، زیرا تغییر مدیرعامل، علامتی منفی در خصوص توانایی‌های هیئت مدیره به بازار مخابره می‌کند و به افزایش هزینه‌های تأمین مالی منجر می‌شود. محدودیت در تغییر مدیرعامل، ناشی از مسائل نمایندگی یا اختیارات مدیر نیست، بلکه از منافع اختصاص یافته به فرصت‌های سرمایه‌گذاری نشئت می‌گیرد که هیئت مدیره به کاهش ارزش آنها به‌واسطه تغییر مدیرعامل، تمایلی ندارد. خوش‌طینت، زمانیان فر و دهقان نیری (۱۳۹۷)، با بررسی نقش عملکرد مالی شرکت و شاخص‌های آن در تغییر مدیرعامل در ساختار شرکت‌های ایرانی نشان دادند که شاخص‌های مالی شرکت‌ها، با احتمال تغییر مدیرعامل در این شرکت‌ها، رابطه معکوس معناداری دارند. بر اساس شاخص نیجل کرک در رگرسیون لججیت، عملکرد مالی در حدود ۱۰ درصد و سایر عوامل بیش از ۹۰ درصد تغییرات مدیرعامل در شرکت‌های بررسی شده را تبیین کرده است.

سجادی، نیک‌کار و حاجیزاده (۱۳۹۷)، با بررسی جنبه‌های گوناگون فرایند رشد شرکت (شامل رشد فروش، استخدام و دارایی‌ها) در دوره‌های متفاوت تنوع‌بخشی محصول (دوره‌های قبل، طی و بعد از تنوع‌بخشی) در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که بین متغیرهای رشد دارایی‌ها، درآمد فروش و تعداد کارکنان شرکت و میزان تنوع‌پذیری محصولات، در دوره تنوع‌پذیری محصول و دوره قبل از آن ارتباط معناداری وجود دارد، اما این ارتباط در دوره پس از تنوع محصول در هیچ یک از متغیرها مشاهده نشد. در زمان تنوع‌بخشی، شرکت برای اجرای برنامه‌های رشد به سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها نیاز دارد. افزون بر این، در زمان تنوع‌بخشی، شرکت‌ها شروع به ارائه محصولات جدید کرده و محدوده بزرگ‌تری از بازارها را افزایش خواهند داد که سبب افزایش سطح فروش به‌دلیل فروش محصولات جدید می‌شود. از سوی دیگر، درونی کردن کارکنان جدید به زمان و تلاش طولانی نیاز دارد، بنابراین استخدام کارکنان جدید در زمان تنوع‌بخشی نمی‌تواند برای شرکت از لحاظ به‌موقع بودن مفید باشد، زیرا آنان برای آموزش و آشنایی با محیط کار، به زمان طولانی نیاز دارند.

احمدپور و همکاران (۱۳۹۴)، با بررسی ارتباط بین کیفیت سود و دوره تصدی مدیرعامل به این نتیجه رسیدند که مدیران عامل با دوره تصدی بلندمدت در مقایسه با مدیران عامل با دوره تصدی کوتاه‌مدت، گزارشگری جسورانه‌تری دارند. افزون بر این، مدیران عامل با دوره تصدی بلندمدت در نیمه نخست دوره تصدی خود در مقایسه با نیمه دوم، گزارشگری محافظه‌کارانه‌تری دارند.

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش‌های انجام‌شده و با توجه به اینکه هدف این پژوهش، بررسی تعامل بین هزینه سرمایه و تغییر مدیرعامل بر مبنای متنوع‌سازی عملیاتی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری است، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر هستند:

**فرضیه اول:** تغییر هزینه سرمایه بر تغییر مدیرعامل شرکت، تأثیر مثبت و معناداری دارد.

**فرضیه دوم:** فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر تغییر مدیرعامل شرکت، تأثیر مثبت و معناداری دارند.

**فرضیه سوم:** فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین هزینه سرمایه و تغییر مدیرعامل شرکت، تأثیر معناداری دارند.

**فرضیه چهارم:** سرمایه‌گذاری کمتر از حد بر احتمال تغییر مدیرعامل شرکت، تأثیر منفی و معناداری دارد.

**فرضیه پنجم:** سرمایه‌گذاری کمتر از حد بر ارتباط بین هزینه سرمایه و تغییر مدیرعامل شرکت، تأثیر معناداری دارد.

**فرضیه ششم:** متنوع‌سازی عملیاتی بر تغییر مدیرعامل شرکت، تأثیر منفی و معناداری دارد.

**فرضیه هفتم:** متنوع‌سازی عملیاتی بر ارتباط بین هزینه سرمایه و تغییر مدیرعامل شرکت، تأثیر معناداری دارد.

## روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر، از نوع کمی و به سبب آنکه مفاهیم بررسی‌شده به صورت عینی در دنیای خارجی وجود دارد، در گروه پژوهش‌های اثبات‌گرایی است و واقعیت موضوع و پژوهشگر کاملاً مستقل از یکدیگر هستند. روش‌شناسی غالب این گونه پژوهش‌ها، استفاده از روش‌های آماری متعدد است. از آنجا که روش این پژوهش مبتنی بر توصیف روابط واقعی میان داده‌های موجود است (توصیف آنچه هست) که در قالب مدل بیان می‌شود، پژوهش در زمره پژوهش‌های توصیفی به شمار می‌رود. در این پژوهش، نخست جنبه‌های واقعی روابط شناخته شده و سپس مدل بر مبنای فرضیات و روابط مربوط به آن طراحی شده است. در این پژوهش، برای گردآوری داده‌ها و اطلاعات، ابتدا از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. در روش کتابخانه‌ای، مبانی نظری پژوهش، از کتاب‌ها و مجلات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری می‌شود. سپس، برای گردآوری داده‌های پژوهش حاضر از آرشیو آماری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سایت رسمی شرکت بورس اوراق بهادار تهران و سایر پایگاه‌های اینترنتی مرتبط از جمله سایت کدال و ره‌آورد نوین، استفاده شده است.

## الگوی پژوهش

این پژوهش، به دنبال بررسی تعامل بین هزینه سرمایه و تغییر مدیرعامل بر مبنای متنوع‌سازی عملیاتی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری با توجه به الگوهایی است که هو و لین (۲۰۱۵) ارائه کرده‌اند. بدین منظور، برای بررسی فرضیه‌ها، از الگوهای زیر استفاده شده است.

الگوی ۱ برای بررسی فرضیه نخست

$$\begin{aligned} Turnover_{it+1} &= \alpha_0 + \alpha_1 CC_{it} + \alpha_2 CONSER_{it} + \alpha_3 Indboard_{it} + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 Bsize_{it} \\ &+ \alpha_6 ROA_{it} + \alpha_7 MGO_{it} + \alpha_8 LOSS_{it} + \alpha_9 INST_{it} + \alpha_{10} LEV_{it} + \alpha_{11} RETVOL_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

الگوی ۲ برای بررسی فرضیه دوم و سوم

$$\begin{aligned} Turnover_{it+1} &= \alpha_0 + \alpha_1 CC_{it} + \alpha_2 Opportunity_{it} + \alpha_3 CC * Opportunity_{it} + \alpha_4 CONSER_{it} \\ &+ \alpha_5 Indboard_{it} + \alpha_6 SIZE_{it} + \alpha_7 Bsize_{it} + \alpha_8 ROA_{it} + \alpha_9 MGO_{it} + \alpha_{10} LOSS_{it} \\ &+ \alpha_{11} INST_{it} + \alpha_{12} LEV_{it} + \alpha_{13} RETVOL_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

الگوی ۳ برای بررسی فرضیه چهارم و پنجم

$$\begin{aligned} Turnover_{it+1} &= \alpha_0 + \alpha_1 CC_{it} + \alpha_2 Under_{it} + \alpha_3 CC * Under_{it} + \alpha_4 CONSER_{it} \\ &+ \alpha_5 Indboard_{it} + \alpha_6 SIZE_{it} + \alpha_7 Bsize_{it} + \alpha_8 ROA_{it} + \alpha_9 MGO_{it} + \alpha_{10} LOSS_{it} \\ &+ \alpha_{11} INST_{it} + \alpha_{12} LEV_{it} + \alpha_{13} RETVOL_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

الگوی ۴ برای بررسی فرضیه ششم و هفتم

$$\begin{aligned} Turnover_{it+1} &= \alpha_0 + \alpha_1 CC_{it} + \alpha_2 Diversification_{it} + \alpha_3 CC * Diversification_{it} \\ &+ \alpha_4 CONSER_{it} + \alpha_5 Indboard_{it} + \alpha_6 SIZE_{it} + \alpha_7 Bsize_{it} + \alpha_8 ROA_{it} \\ &+ \alpha_9 MGO_{it} + \alpha_{10} LOSS_{it} + \alpha_{11} INST_{it} + \alpha_{12} LEV_{it} + \alpha_{13} RETVOL_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

در الگوهای نام‌برده، Turnover تغییر مدیرعامل، CC هزینه سرمایه، CONSER محافظه‌کاری در حسابداری، Diversification متنوع‌سازی، Opportunity فرصت‌های سرمایه‌گذاری، Under سرمایه‌گذاری کمتر از حد، SIZE اندازه شرکت، Bsize اندازه هیئت مدیره، Indboard استقلال هیئت مدیره، LEV اهرم مالی، ROA بازده دارایی‌ها، RETVOL نوسان بازده، INST مالکیت نهادی، MGO مالکیت مدیریت و LOSS زیان شرکت را نشان می‌دهند. متغیرهای این پژوهش شامل متغیرهای وابسته، مستقل و کنترل به شرح زیر هستند.

#### متغیر وابسته

**تغییر مدیرعامل (Turnover):** در این پژوهش تغییر مدیرعامل متغیری مجازی است که اگر مدیرعامل در سال جاری نسبت به سال قبل تغییر کرده باشد، عدد ۱ و در غیر این صورت صفر می‌پذیرد (هو و لین، ۲۰۱۵). این متغیر از یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی (صفحه‌ای که هیئت مدیره اقدام به امضای آن کرده‌اند) استخراج می‌شود و اگر نام مدیرعامل در دوره جاری با نام مدیرعامل در دوره قبل متفاوت باشد، بیانگر تغییر مدیرعامل است.

## متغیرهای مستقل

هزینه سرمایه (CC): برای محاسبه هزینه سرمایه از مدل پنج‌عاملی تعدیل شده فاما و فرنچ که مبتنی بر عوامل بازار و اندازه است، استفاده می‌شود:

$$R_{Ht} = a_H + \beta_1(R_M - R_F) + \beta_2 SMB + \beta_3 HML + \beta_4 DMA + \beta_5 PMU + \varepsilon_t \quad (\text{رابطه ۱})$$

$R_H$  بازده مربوط به پرتفوی پوششی است. برای محاسبه عوامل مدل، به شرح ذیل عمل می‌شود:

الف) کل شرکت‌های جامعه مفروض بر اساس ارزش بازار رتبه‌بندی شده و با توجه به نقطه میانی ارزش بازار، به دو گروه شرکت‌های بزرگ (B) و شرکت‌های کوچک (S) دسته‌بندی می‌شوند.

ب) هم‌زمان و به صورت مستقل از گام قبلی، شرکت‌ها بر حسب نسبت ارزش دفتری به بازار (B/M) رتبه‌بندی شده و به سه دسته تقسیم‌بندی می‌شوند که عبارت‌اند از: ۳۰ درصد شرکت‌های با نسبت بالا (H)، ۴۰ درصد میانی شرکت‌ها (M) و ۳۰ درصد شرکت‌های با نسبت پایین (L).

ج) با توجه به دو دسته‌بندی صورت‌گرفته مستقل، در مجموع شش پرتفوی به شرح جدول ذیل ساخته می‌شود. برای نمونه، در پرتفوی S/L سهامی قرار دارد که کوچک اندازه است و همین سهام، در گروه نسبت به ارزش دفتری به بازار پایین نیز وجود دارد.

جدول ۱. پرتفوبندی عوامل مدل هزینه سرمایه

بر حسب اندازه		شرح
کوچک (S)	بزرگ (B)	
S/H	B/H	بالا (H)
S/M	B/M	میانی (M)
S/L	B/L	پایین (L)

د) عامل SMB (اندازه)، تفاوت میانگین ساده بازده ماهانه سه پرتفوی کوچک (S/H، S/M و S/L) با میانگین ساده بازده ماهانه سه پرتفوی بزرگ (B/H، B/M و B/L) است. بنابراین این عامل، به نوعی تفاوت بین بازده پرتفوی‌های کوچک و بزرگ است که نسبت ارزش دفتری به بازار تقریباً مشابهی دارند.

ه) عامل HML (نسبت ارزش دفتری به بازار)، تفاوت میانگین بازده ماهانه دو پرتفوی با نسبت ارزش دفتری به بازار بالا (B/H و S/H) و میانگین بازده ماهانه دو پرتفوی با نسبت ارزش دفتری به بازار پایین (B/L و S/L) است. بنابراین، در اینجا اندازه کنترل شده است.

و) عامل  $(R_M - R_F)$  برابر است با تفاوت بین نرخ بازده بازار با نرخ بازده بدون ریسک (نرخ بهره بانکی اعلام‌شده توسط بانک مرکزی).

ز) DMA عامل سودآوری است که از تفاوت بین بازده سهام شرکت‌ها با سودآوری بالا و سهام شرکت‌ها با سودآوری پایین به دست می‌آید.

ح) PMU عامل سرمایه‌گذاری است که از تفاوت بین بازده سهام شرکت‌ها با سرمایه‌گذاری بالا و سهام شرکت‌ها با سرمایه‌گذاری پایین به دست می‌آید.

**متنوع‌سازی عملیاتی (Diversification):** به منظور بررسی و محاسبه تنوع کل یک شرکت، می‌توان از رابطه زیر استفاده کرد (پالپو<sup>۱</sup>، ۱۹۸۵):

$$TD = \sum_{j=1}^m \sum_{i=1}^n P_{ij} \ln \left( \frac{1}{P_{ij}} \right) \quad \text{رابطه ۲}$$

در این رابطه، P نسبت فروش شرکت در کسب‌وکار نام از صنعت زام به فروش کل شرکت، M تعداد صنایعی که شرکت در آنها فعالیت می‌کند و N تعداد کسب‌وکارهایی که شرکت در آنها فعالیت می‌کند، هستند.

**فرصت‌های سرمایه‌گذاری (Opportunity):** برای محاسبه فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطابق با پژوهش‌های ایتوریگا و کریستومو<sup>۲</sup> (۲۰۱۰)، از نسبت ارزش بازار به دفتری استفاده شده که برابر با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است. ایتوریگا و کریستومو (۲۰۱۰) اعتقاد دارند که این نسبت، دارای بیشترین محتوای اطلاعاتی در رابطه با فرصت‌های سرمایه‌گذاری است.

**سرمایه‌گذاری کمتر از حد (Under):** در این پژوهش، متغیر سرمایه‌گذاری کمتر از حد یکی از متغیرهای مستقل بوده که از طریق باقی‌مانده خطای مدل زیر آن را بررسی می‌کنیم. اگر باقی‌مانده خطا کوچک‌تر از صفر باشد، نشان‌دهنده سرمایه‌گذاری کمتر از حد بوده و عدد ۱ می‌پذیرد.

$$INV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{it} + \alpha_2 LnAGE_{it} + \alpha_3 FCF_{it} + \alpha_4 SaleGrowth + \alpha_5 LEV_{it} + \alpha_6 OCF_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه ۳}$$

در الگوی نام‌برده، INV سرمایه‌گذاری در کل دارایی‌ها، ROA نرخ بازده دارایی‌ها (نسبت سود قبل از بهره و مالیات به مجموع دارایی‌ها)، LnAGE عمر شرکت (تعداد سال‌هایی که شرکت در بورس پذیرفته شده است)، FCF جریان‌های نقد آزاد (تفاوت بین جریان نقد عملیاتی و خالص مخارج سرمایه‌گذاری)، OCF جریان‌های نقد عملیاتی (نسبت فعالیت‌های عملیاتی در صورت جریان وجوه نقد به مجموع دارایی‌ها)، LEV اهرم مالی (نسبت بدهی بلندمدت به مجموع دارایی‌ها) و SaleGrowth رشد فروش شرکت صاحبکار است. i نماد شرکت مد نظر و t نماد سال مد نظر است.

### متغیرهای کنترلی

در این پژوهش، متغیرهای کنترلی بر اساس پژوهش‌های پیشین تعیین شده و در الگوهای پژوهش لحاظ شده‌اند. **محافظه‌کاری در حسابداری (CONSER)**: در پژوهش حاضر، برای محاسبه محافظه‌کاری در حسابداری به پیروی از کالن، سگال و هوپ<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) از الگوی زیر استفاده شده و به‌علت ایجاد هم‌خطی سریالی بین اثر تعاملی بازده، اعتماد به نفس بیش از اندازه، عدم اطمینان محیطی و محدودیت تأمین مالی و نیز انحراف در اندازه‌گیری (پاتاتوکاس و توماس<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶)، از الگوی باسو استفاده نشده است.

$$Return_{it} = \log Return_{it} + \log (1 + Roe)_{it} + \log (B/M)_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{الگوی ۵})$$

در الگوی بالا Return بازده ماهانه، Roe بازده سرمایه و B/M بیانگر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام واحد تجاری است.

**اندازه شرکت (size)**: با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت برابر است.

**بازده دارایی‌ها (ROA)**: با نسبت سود قبل از بهره و مالیات به مجموع دارایی‌ها برابر است.

**زیان (LOSS)**: متغیر موهومی است که اگر شرکت در سال جاری، سال قبل یا در دو سال قبل زیان داشته باشد، عدد ۱ و در غیر این صورت صفر است.

**اهرم مالی (LEV)**: با نسبت مجموع بدهی‌های بلندمدت به مجموع دارایی‌های شرکت برابر است.

**انحراف معیار بازده (RETVOL)**: با انحراف معیار سه‌ساله بازده سالانه شرکت برابر است.

**مالکیت نهادی (INST)**: میزان مالکیت نهادی، از مجموع سهام در اختیار بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، نهادهای دولتی و شرکت‌های دولتی بر کل سهام منتشرشده شرکت به دست می‌آید که از یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی و معین سرمایه استخراج‌شده است.

**مالکیت مدیریتی (MGO)**: مالکیت مدیریت که از تقسیم سهام نگهداری‌شده توسط هیئت مدیره بر کل سهام شرکت در هر دوره به دست می‌آید که از تطبیق اعضای هیئت مدیره (امضاکننده صورت‌های مالی) با یادداشت سرمایه در یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی، درصد مالکیت آنها استخراج‌شده است.

**اندازه هیئت مدیره (Bsize)**: با تعداد اعضای هیئت مدیره برابر است.

**استقلال هیئت مدیره (Indboard)**: با نسبت تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره برابر است. موظف و غیرموظف بودن اعضای هیئت مدیره از گزارش‌های تفسیری هیئت مدیره و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی استخراج‌شده است.

### جامعه آماری و نحوه انتخاب شرکت‌ها

جامعه آماری مورد مطالعه این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۶ است. برای انتخاب نهایی از بین کلیه شرکت‌های موجود، شرکت‌هایی که واجد هر یک از شرایط زیر نبوده‌اند، حذف شده و در نهایت شرکت‌های باقی‌مانده برای انجام آزمون انتخاب شده‌اند. باید به‌منظور همگن شدن نمونه آماری در سال‌های بررسی‌شده، شرکت‌ها قبل از سال ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند و به‌منظور افزایش مقایسه‌پذیری، پایان سال مالی شرکت‌های بررسی‌شده اسفند باشد. نمونه آماری شامل شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی، واسپاری، بانک‌ها و بیمه‌ها نمی‌شود و طی دوره زمانی این پژوهش شرکت‌ها دوره مالی خود را تغییر نداده باشند.

در نهایت، شرکت‌های بررسی‌شده در این پژوهش، شامل ۱۲۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. به‌ترتیبی که از بین کلیه شرکت‌های بورسی ۱۵۹ شرکت به‌علت تطابق نداشتن پایان سال مالی، ۶۳ شرکت به‌علت فعالیت در صنعت واسطه‌گری و سرمایه‌گذاری و ۱۴۴ شرکت نیز به‌علت دسترسی نداشتن به اطلاعات کامل طی دوره زمانی پژوهش حذف شدند.

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

برای ارائه‌ی کلی از خصوصیات مهم متغیرهای محاسبه‌شده، در جدول زیر برخی از آمارهای توصیفی این متغیرها، شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، حداقل و اکثر مشاهدات ارائه شده است. با بررسی نتایج کمی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش و با توجه به جدول بالا، ارزش ۳۰۹ بیانگر تعداد مشاهدات مربوط به تغییر مدیرعامل است. به‌عبارتی، تقریباً ۲۹ درصد از شرکت‌های بررسی‌شده، به تغییر یا تمدید نکردن قراردادهای مدیران اقدام کرده‌اند. ارزش میانگین برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری کمتر از حد به‌ترتیب برابر با ۱/۱۵۷۵ و ۰/۵۰۹۳ است که بیانگر وجود فرصت‌های محدود سرمایه‌گذاری در بین شرکت‌های بررسی‌شده بوده و محدود بودن این فرصت‌ها به سرمایه‌گذاری کمتر از حد منجر شده است. میانگین متنوع‌سازی عملیاتی برابر با ۱/۸۵۱۶ است که محدودیت متنوع‌سازی در بین شرکت‌های بورسی را نشان می‌دهد. میانگین متغیرهای انحراف بازده و اندازه شرکت به‌ترتیب برابر با ۰/۳۸۶۲ و ۶/۰۰۴۲ است. به‌عبارتی، به‌دلیل اینکه متغیر محاسبه‌شده، انحراف و تغییر بازدهی را ثبت می‌کند، ارزش کوچک‌تر نشان‌دهنده کیفیت بهتر بازده سهام ایجادشده است. میانگین اهرم مالی شرکت برابر با ۰/۶۲۹۰ است. به‌عبارتی، بخش عمده‌ای از دارایی‌های شرکت از محل بدهی‌ها تأمین مالی شده است. همچنین، ارزش ۰/۱۲۰۷ برای بازده دارایی‌ها، نشان می‌دهد که به‌ازای هر ریال سرمایه‌گذاری‌شده در دارایی‌ها، ۰/۱۲ ریال سودآوری ایجاد شده است. میانگین محافظه‌کاری ۰/۰۰۵- بوده و می‌تواند بیانگر مربوط نبودن اطلاعات ترازنامه و نیز رویکرد محافظه‌کارانه شرکت‌ها باشد. بخش

عمده‌ای از این تغییرات را می‌توان ناشی از وجود تورم عنوان کرد. ساختار مالکیتی شرکت شامل ۰/۷۲ سهام‌داران مطلع است که بخش عمده‌ای از اعضای هیئت مدیره (۰/۶۷) را تشکیل می‌دهند. ارزش میانگین تعداد و استقلال اعضای هیئت مدیره به ترتیب برابر با ۵/۲۲۴۸ و ۰/۶۷۱۶۸ است که نسبت بالاتر اعضای غیرموظف در ساختار هیئت مدیره شرکت‌ها را نشان می‌دهد.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میان	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
هزینه سرمایه	۰/۱۸۰۹	۰/۱۸۹۵	۰/۰۶۰۳	۰/۲۷۸۵	۰/۰۸۶۲
فرصت سرمایه‌گذاری	۱/۱۵۷۵	۱/۱۰۶۸	۰/۱۷۵۰	۱/۹۲۷۱	-۰/۱۷۰۱
سرمایه‌گذاری کمتر از حد	۰/۵۰۹۳	۱/۰۰۰۰	۰/۵۰۰۳	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
متنوع‌سازی	۱/۸۵۱۶	۱/۹۲۵۸	۰/۱۸۹۳	۴/۱۹۴۰	۰/۰۴۲۱
محافظه‌کاری	-۰/۰۰۰۵	-۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۲۳	۰/۰۱۷۴	-۰/۰۰۵۸
بازده دارایی	۰/۱۲۰۷	۰/۰۴۹۵	۰/۱۷۹۵	۱/۱۸۵۴	-۰/۰۷۵۱
اندازه شرکت	۶/۰۰۴۲	۵/۹۳۴۷	۰/۶۲۳۹	۸/۵۲۰۰	۴/۳۹۵۱
اهرم مالی	۰/۶۲۹۰	۰/۶۴۴۱	۰/۲۰۱۱	۱/۳۱۰۸	۰/۰۵۱۹
انحراف معیار بازده	۰/۳۸۶۹	۰/۳۳۸۱	۰/۲۲۵۲	۰/۹۸۰۰	۰/۰۱۱۲
مالکیت نهادی	۰/۷۲۷۱	۰/۸۱۹۸	۰/۲۶۱۷	۰/۹۹۰۰	۰/۰۱۰۰
مالکیت مدیریت	۰/۶۷۳۰	۰/۷۰۳۸	۰/۲۰۳۷	۰/۹۹۰۰	۰/۰۱۰۰
اندازه هیئت مدیره	۵/۲۲۴۸	۵/۰۰۰۰	۰/۶۴۸۳	۹/۰۰۰۰	۵/۰۰۰۰
استقلال هیئت مدیره	۰/۶۷۱۶	۰/۶۰۰۰	۰/۱۴۱۰	۱/۰۰۰۰	۰/۲۰۰۰

## متغیرهای مجازی

متغیرها	فراوانی مشاهدات	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
تغییر مدیرعامل	۳۰۹	۰/۴۵۲۳	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
زیان	۱۵۵	۰/۲۰۵۹	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰

## آزمون فرضیه‌ها

در پژوهش حاضر، از آزمون وولدریج و بروش پاگان به ترتیب برای تشخیص خودهم‌بستگی مدل و ناهم‌سانی واریانس استفاده شده است. اگر مقدار آماره وولدریج و بروش پاگان بزرگ‌تر از ۵ درصد باشد، استقلال جمله خطای مدل می‌تواند پذیرفته شود و ناهم‌سانی واریانس وجود ندارد. علاوه بر این، از آزمون LR برای بررسی معناداری کل مدل استفاده شده است. جدول ۳ نتایج حاصل از برآورد مدل ۱ پژوهش را نشان می‌دهد.



جدول ۳. نتایج حاصل از برآورد الگوی ۱ پژوهش به روش لوجیت

متغیر	ضریب	آماره Z	سطح معناداری	VIF
هزینه سرمایه	۳/۳۴۵۲	۲/۱۸۵۹	-/۰۲۸۸	۱/۰۹
محافظه کاری	۰/۶۰۳۹	۱/۶۴۲۰	-/۱۰۰۶	۱/۰۸
بازده دارایی	۰/۴۰۳۲	۰/۷۲۵۵	-/۴۶۸۱	۱/۲۶
اندازه شرکت	۰/۱۹۸۶	۱/۲۴۶۱	-/۲۱۲۷	۱/۲۵
زیان	-۱/۰۱۵۹	-۱/۷۹۰۸	-/۰۷۳۳	۱/۰۵
اهرم مالی	۰/۴۶۹۸	۱/۰۵۶۱	-/۲۹۰۸	۱/۰۵
انحراف معیار بازده	۰/۴۸۵۷	۱/۱۵۵۳	-/۲۴۷۹	۱/۱۳
مالکیت نهادی	۰/۱۲۴۰	۰/۲۹۵۰	-/۷۶۸۰	۱/۶۴
مالکیت مدیریت	-۰/۸۶۵۱	-۱/۵۹۹۰	-/۱۰۹۸	۱/۶۲
اندازه هیئت مدیره	۰/۰۹۶۷	۰/۷۰۰۳	-/۴۸۳۷	۱/۰۲
استقلال هیئت مدیره	۱/۵۲۱۷	۲/۳۰۱۴	-/۰۲۱۴	۱/۰۸
جزء ثابت	-۴/۲۱۱۰	-۳/۰۱۸۳	-/۰۰۲۵	-
آماره مک فادن		-/۲۳۰۸		
آماره فیشر		۱/۷۹۵ (-/۲۲۲)		
آزمون ناهمسانی		۱/۲۹۰ (-/۲۵۵)		
آماره LR		۲۳/۸۱۳۵		
احتمال آماره LR		-/۰۱۳۵		

بر اساس الگوی ۱، فرضیه نخست پژوهش مبنی بر اینکه تغییر هزینه سرمایه تأثیر معناداری بر احتمال تغییر مدیریت شرکت دارد، رد نشده است. با توجه به فرضیه نخست، انتظار بر این بود که  $B_1$  مثبت باشد. نتایج الگوی ۱ در جدول ۳ نشان دهنده این است که افزایش هزینه سرمایه به افزایش احتمال تغییر مدیریت شرکت منجر می‌شود. نتایج بررسی فرضیه‌های دوم تا هفتم پژوهش به شرح جدول ۴ است.

بر اساس مدل ۲ در جدول بالا، آماره  $t$  مربوط به فرضیه دوم مبنی بر تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر تغییر مدیرعامل، برابر با  $۲/۴۳$  است، بنابراین فرض صفر در سطح خطای ۵ درصد رد می‌شود. در نتیجه، فرضیه دوم پژوهش رد نشده و فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر تغییر مدیرعامل تأثیر معناداری دارند.

آماره  $t$  مربوط به فرضیه سوم پژوهش مبنی بر اینکه فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری بر ارتباط بین هزینه سرمایه و تغییر مدیرعامل شرکت دارند، برابر با  $-۲/۰۰۳$  بوده و سطح معناداری آن کوچک‌تر از ۵ درصد است. بنابراین، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، بر ارتباط بین هزینه سرمایه و تغییر مدیرعامل شرکت، تأثیر معناداری دارند.

جدول ۴. نتایج حاصل از برآورد مدل‌های پژوهش به روش لوجیت

مدل ۴			مدل ۳			مدل ۲			متغیر
VIF	آماره z	ضریب	VIF	آماره z	ضریب	VIF	آماره z	ضریب	
۱/۰۹	**۲/۱۵۶۰	۳/۶۲۳۲	۱/۰۹	**۲/۴۷۳۴	۴/۰۵۳۳	۱/۰۶	***۱/۸۶۷۰	۳/۱۹۴۶	هزینه سرمایه (CC)
-	-	-	-	-	-	۱/۱۲	**۲/۴۳۳۳	۱/۳۹۷۲	فرصت‌های سرمایه‌گذاری (OP)
-	-	-	-	-	-	-	**۲/۰۰۳۷	-۲/۱۶۶۹	CC × OP
-	-	-	۱/۰۶	۱/۵۱۵۹	۰/۲۸۸۹	-	-	-	سرمایه‌گذاری کمتر از حد (Un)
-	-	-	-	-۱/۱۱۲۰	-۱/۱۱۴۲	-	-	-	CC × Un
۱/۰۴	-۰/۴۱۴۱	-۰/۱۵۲۴	-	-	-	-	-	-	متنوع‌سازی (Diver)
-	**۲/۵۱۴۶	-۰/۱۹۴۶	-	-	-	-	-	-	CC × Diver
۱/۰۹	۱/۶۱۸۵	۰/۶۰۱۷	۱/۰۹	***۱/۶۸۷۷	۰/۶۲۳۷	۱/۰۶	۱/۴۵۸۳	۰/۵۸۳۶	محافظه‌کاری
۱/۰۸	**۲/۲۷۲۸	۱/۵۰۶۶	۱/۱۰	**۲/۲۷۴۶	۱/۵۲۴۲	۱/۰۸	***۱/۶۶۱۳	۱/۱۵۵۷	استقلال هیئت مدیره
۱/۶۴	۰/۳۹۲۶	۰/۱۶۶۲	۱/۶۴	۰/۲۷۵۸	۰/۱۱۶۵	۱/۶۶	۰/۴۴۶۷	۰/۲۰۶۵	مالکیت نهادی
۱/۰۵	۱/۰۲۶۳	۰/۴۵۸۹	۱/۰۵	۱/۰۹۲۹	۰/۴۸۷۹	۱/۰۷	۰/۶۵۴۸	۰/۳۱۹۹	اهرم مالی
۱/۰۵	***۱/۷۹۹۱	-۱/۰۲۸۵	۱/۰۵	***۱/۸۲۹۱	-۱/۰۳۶۷	۱/۰۴	-۱/۵۰۰۰	-۰/۸۶۶۱	زیان
۱/۶۲	***۱/۷۸۹۶	-۰/۹۷۷۰	۱/۶۲	-۱/۵۴۱۳	-۰/۸۳۸۱	۱/۶۴	***۱/۶۶۳۰	-۰/۹۷۳۱	مالکیت مدیریت
۱/۱۴	۱/۲۸۵۱	۰/۵۴۹۱	۱/۱۳	۱/۱۹۱۱	-۰/۵۰۱۸	۱/۱۰	***۱/۶۸۱۵	۰/۷۷۷۶	انحراف معیار بازده
۱/۲۷	۰/۸۳۴۰	۰/۴۶۵۴	۱/۲۶	۰/۷۴۵۰	۰/۴۱۴۶	۱/۲۶	۰/۵۰۷۹	۰/۲۹۳۷	بازده دارایی
۱/۲۵	۱/۳۳۰۱	۰/۲۱۴۰	۱/۲۶	۱/۲۰۵۱	۰/۱۹۳۵	۱/۲۹	۰/۷۸۵۱	۰/۱۳۰۹	اندازه شرکت
۱/۰۲	۰/۴۴۱۸	۰/۰۶۱۹	۱/۰۴	۰/۶۸۷۸	۰/۰۹۶۵	۱/۰۲	۰/۷۷۵۰	۰/۱۱۳۶	اندازه هیئت مدیره
-	*۲/۶۴۱۱	-۳/۷۳۸۳	-	*۳/۱۰۵۱	-۴/۳۸۰۶	-	*۳/۰۲۸۷	-۴/۹۰۶۸	جزء ثابت
	۰/۲۴۰۰			۰/۲۳۴۴			۰/۲۴۰۳		آماره مک فادن
	(۰/۱۴۸)۲/۶۳۸			(۰/۲۳۶)۱/۶۴۷			(۰/۲۲۳)۱/۴۸۰		آماره فیشر
	(۰/۱۰۳)۲/۶۵۰			(۰/۲۵۴)۱/۳۰۰			(۰/۲۰۸)۱/۹۱۸		آزمون ناهمسانی
	۳۱/۰۸۰۱			۲۶/۵۷۱۰			۲۸/۳۳۹۸		آماره LR
	۰/۰۰۳۲			۰/۰۱۴۲			۰/۰۰۸۱		احتمال آماره LR

\*\*\*, \*\*, \* به ترتیب بیانگر معناداری در سطح خطای ۱، ۵ و ۱۰ درصد هستند.

بر اساس مدل ۳، آماره t مربوط به فرضیه صفر چهارم مبنی بر بی‌تأثیر بودن سرمایه‌گذاری کمتر از حد بر تغییر مدیرعامل، برابر با ۱/۵۱ است، بنابراین فرض صفر در سطح خطای ۵ درصد رد نمی‌شود. در نتیجه، سرمایه‌گذاری کمتر از حد بر تغییر مدیرعامل تأثیر معناداری ندارد.

همچنین، در ارتباط با فرضیه پنجم پژوهش، مطابق با آزمون نقش سرمایه‌گذاری کمتر از حد در تعدیل ارتباط بین هزینه سرمایه و تغییر مدیرعامل، آماره t مد نظر برابر با ۱/۱۱- است که بیانگر رد این فرضیه در سطح خطای ۵ درصد است.

بر اساس مدل ۴ در جدول بالا، آماره  $t$  مربوط به فرض صفر ششم مبنی بر بی‌تأثیر بودن متنوع‌سازی بر تغییر مدیرعامل، برابر با  $۰/۴۱-$  است، بنابراین فرض صفر در سطح خطای ۵ درصد رد نمی‌شود. در نتیجه، متنوع‌سازی بر تغییر مدیرعامل تأثیر معناداری ندارد.

همچنین، در ارتباط با فرضیه هفتم پژوهش، بر اساس آزمون نقش متنوع‌سازی بر ارتباط بین هزینه سرمایه و تغییر مدیرعامل، آماره  $t$  مد نظر برابر با  $۲/۵۱-$  است که بیانگر تأیید فرضیه هفتم در سطح خطای ۵ درصد است.

## نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این پژوهش، تعامل بین هزینه سرمایه و تغییر مدیریت ارشد بر مبنای متنوع‌سازی عملیاتی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری، بررسی شده است.

نتایج فرضیه نخست پژوهش، مبنی بر اثر هزینه سرمایه بر تغییر مدیریت ارشد، تأیید شده است. تغییرات در انتظارات سرمایه‌گذاران و سهام‌داران، به ایجاد نوسان در سرمایه منجر شده و تضاد منافع بین مدیر و سهام‌داران را افزایش می‌دهد. افزایش تضاد منافع سبب کاهش ارزش شرکت و نیز افزایش احتمال تغییر مدیریت ارشد می‌شود، زیرا، اعتقاد بر این است که عملکرد نامناسب مدیر به افزایش هزینه سرمایه منجر شده است. نتایج حاصل از یافته‌های فرضیه اول با پژوهش‌های هوسان، پارینو و استارکس<sup>۱</sup> (۲۰۰۱) هماهنگی دارد.

نتایج فرضیه دوم و سوم پژوهش مبنی بر اثر فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اثر تعاملی آن با هزینه سرمایه بر تغییر مدیریت ارشد، تأیید شده است. شناخت اثرهای ناشی از ضعف در استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری، به مخابره اطلاعات به سهام‌داران در راستای تعیین سبد بهینه سرمایه‌گذاری و گزینش درست منجر شده و به سهام‌داران در کنترل رفتارهای مدیران که سبب تشدید نوسان می‌شود، کمک می‌کند. در این راستا، می‌توان ابراز داشت که عدم تقارن اطلاعاتی و ناکارآمدی سرمایه‌گذاری هزینه سرمایه شرکت را افزایش می‌دهد، زیرا سرمایه‌گذاران تشخیص می‌دهند که در وضعیت بد اطلاعاتی قرار دارند، در نتیجه دارایی‌های کمتری نگهداری می‌کنند. از طرفی، گردش و شناوری محدود سهام سبب رکود سرمایه و کاهش نقدشوندگی می‌شود و تمایل به سرمایه‌گذاری را محدود می‌کند. نتایج حاصل از یافته‌های فرضیه دوم و سوم با پژوهش‌های لائوکس<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) و آرمسترانگ، کور، تیلور و ورچیا<sup>۳</sup> (۲۰۱۱) هماهنگی دارد. نتایج فرضیه چهارم و پنجم پژوهش مبنی بر تأثیر سرمایه‌گذاری کمتر از حد و اثر تعاملی آن با هزینه سرمایه بر تغییر مدیریت ارشد، رد شده است. به احتمال زیاد، سرمایه‌گذاران، با شرکت‌هایی که عملکرد مدیریت آنها مساعد است، دادوستد کرده و در آنها سرمایه‌گذاری می‌کنند. کنترل مدیر بر سرمایه‌گذاری‌های عملیاتی باعث ایجاد انگیزه رفتارهای فرصت‌طلبانه در مدیر می‌شود. رفتار فرصت‌طلبانه می‌تواند خود را در قالب مسئله سرمایه‌گذاری کمتر از حد و کاهش رشد شرکت نشان دهد که ناشی از نبود سرمایه کافی به علت هزینه‌های بالای تأمین مالی است. سرمایه‌گذاران، به‌منظور

1. Huson, Parrino & Starks

2. Laux

3. Armstrong, Core, Taylor & Verrecchia

شناسایی فرصت‌های بهینه سرمایه‌گذاری به اطلاعات نیاز دارند. افزایش هزینه سرمایه و نیز سرمایه‌گذاری ناکارآمد به پیچیدگی تحلیل و شناسایی اطلاعات مالی برای اجتناب از گزینش نادرست منجر می‌شود و ممکن است موجب تحمیل هزینه‌های مازاد شود. نتایج حاصل از این فرضیه با پژوهش‌های فن و همکاران (۲۰۱۱) هم‌خوانی دارد.

نتایج فرضیه ششم و هفتم پژوهش مبنی بر تأثیر متنوع‌سازی عملیاتی و اثر تعاملی آن با هزینه سرمایه بر تغییر مدیریت ارشد، تأیید شده است. نتایج حاصل از این فرضیه مشابه نتایج پژوهش چن و کانگ (۲۰۱۸) است. اعتقاد بر این است که متنوع‌سازی می‌تواند به سرمایه‌گذاری ناکارا منجر شود. ریشه این مشکل، سوءاستفاده مدیران از منابع و سرمایه‌گذاری بیش از حد در پروژه‌های با ارزش فعلی منفی برای کسب منافع شخصی است (جنسن، ۱۹۸۶). چن و کانگ به این نتیجه رسیدند که مدیران به‌منظور توسعه رفتارهای فرصت‌طلبانه در شرکت‌ها، به افزایش تنوع محصولات اقدام می‌کنند تا از این طریق بتوانند مخابره اطلاعات منفی را پنهان کنند و از طرفی، ریسک کشف اطلاعات حسابداری و تصمیم‌گیری‌های ناکارا را کاهش دهند.

سرمایه‌گذاران انتظار مشاهده رفتار و واکنش مدیریت در راستای منافع آنها را دارند و در صورت مشاهده رفتارهای منفعت‌طلبانه مدیر، قابلیت اتکای رفتارهای مدیریت کاهش می‌یابد و جذب سرمایه‌گذاران با مشکل مواجه می‌شود و لازم به نظر می‌رسد، در راستای حفظ این دیدگاه، سهام‌داران عمده و هیئت مدیره، به‌صورت مداوم فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت و تنوع محصول را بررسی کرده و بر آن نظارت کنند تا مدیریت از آن سوءاستفاده نکند.

بر اساس نتایج پژوهش می‌توان بیان کرد که هزینه سرمایه می‌تواند در راستای کاهش هزینه‌های ناشی از عدم تقارن و نمایندگی، معیاری اثربخش و کارا باشد. می‌توان با استقرار سیستم‌های راهبری و کنترلی زمینه را برای حذف تصمیم‌های فرصت‌طلبانه مدیر فراهم کرد.

با توجه به نتایج پژوهش، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری به افزایش ارزش شرکت و دستیابی به بازده مورد انتظار منجر می‌شود. بنابراین، پیشنهاد می‌شود با بررسی دوره‌ای هزینه سرمایه شرایط برای ادامه همکاری با مدیران فراهم شود.

## منابع

احمدپور، احمد؛ اصابت طبری، عصمت؛ طالب تبار آهنگر، میثم (۱۳۹۴). رابطه بین کیفیت سود و دوره تصدی مدیرعامل. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۵(۲)، ۱-۱۴.

خوش‌طینت، محسن؛ زمانیان‌فر، لیلا؛ دهقان نیری، محمود (۱۳۹۷). ارتباط بین شاخص‌های مالی و تغییر مدیرعامل. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۰(۳۷)، ۱۰۷-۱۳۰.

رشیدی، محسن (۱۳۹۷). قیمت‌گذاری توزیع اطلاعات بر مبنای قابلیت مقایسه و ناکارآمدی بازار. *تحقیقات مالی*، ۲۰(۴)، ۵۳۱-۵۵۳.

رضایی، فرزین؛ چاوشی‌نیا، کاظم (۱۳۹۳). متنوع‌سازی (مرتبط/ غیرمرتبط) محصولات، ساختار مالکیت و ساختار سرمایه. *تحقیقات مالی*، ۱۶(۲)، ۲۷۱-۲۸۸.

- روشندل اربطانی، طاهر؛ شیروانی ناغانی، مسلم (۱۳۹۴). ارائه مدلی برای بهبود عملکرد مالی سازمان، با تأکید بر نقش «ترکیب منابع انسانی» و «ثبات مدیریت». *تحقیقات مالی*، ۱۷(۲)، ۱۹۹-۲۱۸.
- سجادی، سید حسین؛ نیک‌کار، جواد؛ حاجی‌زاده، سعید (۱۳۹۷). بررسی جنبه‌های گوناگون فرایند رشد شرکت در دوره‌های متفاوت تنوع‌بخشی محصول. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۱۰(۱)، ۹۵-۱۲۱.

## References

- Aggarwal, R. K., & Samwick, A. A. (2003). Why do managers diversify their firms? Agency reconsidered. *The Journal of Finance*, 58(1), 71-118.
- Ahmadpor, A., Esabat Tabari, E., Talebtabar, M. (2015). Earnings Quality and CEO Tenure. *Empirical Research in Accounting*, 5(2), 1-14. (in Persian)
- Albuquerque, R., & Wang, N. (2008). Agency conflicts, investment, and asset pricing. *Journal of Finance*, 63(1), 1-40.
- Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *The Bell Journal of Economics*, 12(2), 605-617.
- Aoki, M. (2010). *Corporations in Evolving Diversity, Cognition, Governance, and Institutions*. Oxford University Press, Oxford, NY.
- Armstrong, C., Core, J., Taylor, D. & Verrecchia, R. (2011). When does information asymmetry affect the cost of capital? *Journal of Accounting Research*, 49 (1), 1-40.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., Kinney Jr, W. R. & Lafond, R. (2009). The effect of SOX internal control deficiencies on firm risk and cost of equity. *Journal of Accounting Research*, 47(1), 1-43.
- Bertrand, M. & Mullainathan, S. (2001). Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(3), 901-932.
- Best, R. W., Hodges, C. W. & Lin, B.X. (2004). Does information asymmetry explain the diversification discount? *Journal of Financial Research*, 27(2), 235-249.
- Bizjak, J. M., Brickley, J. A. & Coles, J. L. (1993). Stock-based incentive compensation and investment behavior. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1-3), 349-372.
- Brickley, J. (2003). Empirical research on CEO turnover and firm-performance: a discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), 227-233.
- Bushman, R., Dai, Z. & Wang, X. (2010). Risk and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 96(3), 381-398.
- Callen, J. L., Segal, D. & Hope, O.K. (2010). The pricing of conservative accounting and the measurement of conservatism at the firm-year level. *Review of Accounting Studies*, 15, 145-178.

- Chen, G. & Keung, E. C. (2018). Corporate diversification, institutional investors and internal control quality. *Journal of Accounting and Finance*, 58(3), 751-786.
- Choi, J.H., & Lee, W.J. (2013). Association between Big 4 auditor choice and cost of equity capital for multiple-segment firms. *Working paper* (Hong Kong Polytechnic University).
- Deng, S., Intintoli, V., Zhang, A. (2019). CEO Turnover, Information Uncertainty, and Debt Contracting. *Quarterly Journal of Finance*, 9(2), 1- 54.
- Dow, J. (2013). Boards, CEO entrenchment, and the cost of capital. *Journal of Financial Economics*, 110(3), 680-695.
- Duchin, R. (2010). Cash holdings and corporate diversification. *Journal of Finance*, 65(3), 955–992.
- Easton, P. D., Monahan, S. J. (2005). An evaluation of accounting-based measures of expected returns. *The Accounting Review*, 80(2), 501–538.
- Faccio, M. (2006). Politically connected firms. *The American Economic Review*, 96(1), 369–386.
- Fan, J. P. H., Wei, K. C. J. & Xu, X. (2011). Corporate finance and governance in emerging markets: a selective review and an agenda for future research. *Journal of Corporate Finance*, 17(2), 207–214.
- Garmaise, M. J., & Liu, J. (2005). Corruption, firm governance, and the cost of capital. *Working paper* (University of California).
- Giannetti, M., & Simonov, A. (2006). Which investors fear expropriation? Portfolio choices. *Journal of Finance*, 61(3), 1507–1547.
- He, X. I. (2009). Corporate diversification and firm value: evidence from post-1997 data. *International Review of Finance*, 9(4), 359–385.
- Hoechle, D., Schmid, M., Walter, I., & Yermack, D. (2012). How much of the diversification discount can be explained by poor corporate governance? *Journal of Financial Economics*, 103(1), 41–60.
- Hogan, C. E., and Lewis, C. M. (2005). Long-run investment decisions, operating performance, and shareholder value creation of firms adopting compensation plans based on economic profits. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(4), 721–745.
- Hsu, Ch., Novoselov, K.E., & Wang, R. (2017). Does Accounting Conservatism Mitigate the Shortcomings of CEO Overconfidence? *The Accounting Review*, 92 (6). 77-101.
- Hu, J. & Lin, Z. (2015). The implied cost of equity capital, corporate investment and chief executive officer turnover. *Account Finance*, 55(4), 1041-1070.
- Huson, M.R., Parrino, R. and Starks, L.T. (2001). Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: A long term perspective. *Journal of Finance*, 56(6), 2265-2297.

- Iturriaga, F.J.L., & Crisostomo, V.L. (2010). Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms' Value Creation? *Emerging Markets Finance and Trade*, 46 (3), 80 – 94.
- Jensen, M. C. & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *The Journal of Political Economy*, 98(2), 225–264.
- Jensen, M., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Khosh Tienat, M., Zamani Far, L., Dehghan Nayyari, M. (2018). Relationship between financial indicators and manager change. *Financial Accounting and Audit Research*, 10 (37), 107-130. (in Persian)
- Lambert, R. I., Leuz, C. H. & Verrecchia, R. O. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 385–420.
- Laux, V. (2012). Stock option vesting conditions, CEO turnover, and myopic investment. *Journal of Financial Economics*, 106(3), 513-526.
- Lombardo, D., & Pagano, M. (2002). Law and equity markets: a simple model. in: J. Mccahery, P. Moerland, T. Raaijmakers, L. Renneboog, eds., *Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity (Oxford University Press, New York)*, 343–362.
- Mavis, C.P., Alexandridis, G. & Doukas, J.A. (2014). Does CEO Turnover Improve Investment Performance? In: *European Financial Management Association, Rome, Italy, 2014*, 6-25.
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Palepu, K. (1985). Diversification strategy, profit performance and the entropy measure. *Strategic Management Journal*, 6(3), 239–255.
- Patatoukas, P. N., & Thomas, J. K. (2016). Placebo tests of conditional conservatism. *The Accounting Review*, 91 (2), 625–648.
- Philippon, T. (2006). Corporate governance over the business cycle. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 30(11), 2117–2141.
- Rashidi, M. (2019). Pricing of Information Distribution Based on Comparability and Market Inefficiency. *Financial Research Journal*, 20(4), 531- 553. (in Persian)
- Rezaei, F., Chavoshi Nia, K. (2014). Product Diversification (Related/Unrelated), Ownership Structure and Capital Structure. *Financial Research Journal*, 16(2), 271-288. (in Persian)
- Rovshandel Arbatani, T., Shirvani Naghani, M. (2015). Introduction of a Model for Improving the Financial Performance of the Organization, with an Emphasis on the Role of “Human Resources Composition” and “Management Stability”. *Financial Research Journal*, 17(2), 199-218. (in Persian)
- Sajadi, H., Nickar, J., Hajizaddeh, S. (2018). A Study of Different Aspects of the Company's Growth in Different Periods of Product Diversification. *Journal of Accounting Advances*, 10(1), 95-121. (in Persian)

- Scharfstein, D., and Stein, J. (2000). The dark side of internal capital markets: divisional rent seeking and inefficient investment. *Journal of Finance*, 55(6), 2537–2567.
- Schmid, M. M., & Walter, I. (2009). Do financial conglomerates create or destroy economic value? *Journal of Financial Intermediation*, 18(2), 193–216.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: the case of manager specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123–139.
- Smith, C. W., & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3), 263–292.
- Tong, Z. (2008). Firm Diversification and the Value of Corporate Cash Holdings. *Journal of Corporate Finance*, 17 (3), 741- 758.
- Visintin, F., Pittino, D., Minichilli, A. (2017). Financial performance and non-family CEO turnover in private family firms under different conditions of ownership and governance. *Corporate Governance: An International Review*, 25(5), 312-337.