

فصلنامه علمی - مطالعات تجربی حسابداری مالی - سال ۱۷ - شماره ۶۷ - پائیز ۱۳۹۹  
صفحات ۱۷۷ تا ۲۰۱

مقاله پژوهشی:

## نقش پاداش مدیریت در تغییر ارتباط بین استراتژی‌های تجاری و سرمایه گذاری بیش (کمتر) از حد

\* محسن رشیدی

\*\* میلاد مردانی طلائی

\*\*\* محمد امیری

### چکیده

تمایل به تغییر شیوه سرمایه گذاری در نتیجه عدم شفافیت در وضعیت مالی و استراتژی نامطلوب تجاری ایجاد می‌شود به نحوی که مدیران به منظور پوشش ریسک ناشی از عدم دریافت پاداش، اقدام به تغییر استراتژی‌های تجاری می‌نمایند. در این مقاله، هدف بررسی نقش پاداش مدیریت در تغییر ارتباط بین استراتژی‌های تجاری و سرمایه گذاری بیش (کمتر) از حد است. به همین منظور، داده‌های مربوط به ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در سازمان بورس و اوراق بهادار برای دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۶ استخراج و از مدل رگرسیونی داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌های تحقیق استفاده شده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که استراتژی جسورانه منجر به سرمایه گذاری بیش از حد می‌شود. همچنین، نتایج حاصل از فرضیه دوم تحقیق بیانگر تاثیر معنادار پاداش مدیران بر ارتباط بین استراتژی جسورانه و سرمایه گذاری بیش از حد است. فرضیه سوم تحقیق مشخص می‌کند که استراتژی محافظه کارانه منجر به سرمایه گذاری کمتر از حد می‌شود. در نهایت، پاداش مدیریت اثر معناداری بر تعامل مشترک استراتژی محافظه کارانه و سرمایه گذاری کمتر از حد ندارد. در مجموع نتایج این تحقیق مویب آن است که به منظور کنترل رویکرد و استراتژی‌های خوش بینانه مدیران و اجتناب از تحمیل هزینه‌های ناشی از دید کوتاه مدت، رویکردهای انگیزشی و همراه با رفتار مدیران مبنای پرداخت قرار گیرد.

واژگان کلیدی: استراتژی تجاری، سرمایه گذاری بیش (کمتر) از حد، پاداش مدیریت

\* استادیار حسابداری، دانشگاه لرستان، خرم آباد، ایران (نویسنده مسئول) Rashidi.m@lu.ac.ir

\*\* دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه لرستان، خرم آباد، ایران

\*\*\* دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه لرستان، خرم آباد، ایران

تاریخ پذیرش: ۹۹/۰۶/۱۷

تاریخ دریافت: ۹۸/۰۴/۱۷

## مقدمه

مسئله مهمی که در مدیریت و تحقیقات حسابداری وجود دارد این است که آیا و چگونه استراتژی تجاری شرکت ممکن است باعث ایجاد انگیزه در مدیران برای انجام اقدامات متناقض با منافع سهامداران شود. تحقیقات پیشین با بررسی استراتژی‌های جسورانه و محافظه کارانه نشان دادند شرکت‌های با استراتژی جسورانه با سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ریسک بالا با مشکلات نمایندگی مواجه می‌شوند و بنابراین گزارش‌های فرصت طلبانه بیشتری را ارائه می‌دهند (راجاگوپالان<sup>۱</sup>، ۱۹۹۷). علاوه بر این، این شرکت‌ها استراتژی‌های اجتناب از مالیات جسورانه‌ای را بکار می‌گیرند. اختیارات مدیریتی بیشتر و نظارت‌های کنترلی محدودتر شرایط برای انگیزه‌های فرصت طلبانه مدیریت که ممکن است منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد شود را فراهم می‌کند (دیانتی‌دیلمی، بنی‌مهد و روستایی، ۱۳۹۴). از طرفی، استراتژی‌های محافظه کارانه که اختیارات مدیریتی محدودتر و نظارت بیشتر و دقیق‌تر را فراهم می‌کند منجر به افزایش انگیزه مدیران (سرمایه‌گذاری کمتر در پروژه‌های پر بازده و و ریسکی) برای حفظ جایگاه شغلی آنها می‌شود (بوید<sup>۲</sup> و سالامین<sup>۳</sup>، ۲۰۰۱؛ بنتلی و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۳؛ توماس<sup>۵</sup> و راماسوامی<sup>۶</sup>، ۱۹۹۶).

با توجه به اینکه استراتژی تجاری سطح سرمایه‌گذاری ثابت را تعیین می‌کند، مدیران جسور و محافظه کار ممکن است فرصت و انگیزه لازم برای شرکت در پروژه‌های سرمایه‌گذاری غیر بهینه را داشته باشند که با حداکثرسازی منافع خود موجب از بین رفتن منافع سایر سهامداران شوند (میلز<sup>۷</sup> و اسنو<sup>۸</sup>، ۱۹۷۸). از آنجا که استراتژی تجاری شرکت پیچیده است و تغییر استراتژی نیاز به تغییرات قابل توجهی در مسیر کسب و کار شرکت در دستیابی به اهداف خود دارد، درک انگیزه‌های مدیریتی بر اساس استراتژی‌های تجاری شرکت می‌تواند مفید واقع شود (هامبریک<sup>۹</sup> و اسنو، ۱۹۸۰؛ هامبریک، ۱۹۸۳). در همین راستا، بنتلی و همکاران (۲۰۱۳) نشان می‌دهند که استراتژی‌های جسورانه با کیفیت پایین گزارشگری مالی همراه هستند و بیدل<sup>۱۰</sup> و همکاران (۲۰۰۹) دریافتند که کیفیت کمتر

1. Rajagopalan
2. Boyd
3. Salamin.
4. Bentley et all
5. Thomas
6. Ramaswamy
7. Miles
8. Snow
9. Hambrick
10. Biddle et all

گزارشگری مالی منجر به تصمیمات سرمایه‌گذاری ناکارآمد می‌شود. شواهد حاصل از مطالعات صورت گرفته به این نکته اشاره می‌کند که استراتژی‌های تجاری، ممکن است موجب تصمیمات سرمایه‌گذاری ناکارآمد شود که در این تحقیق مورد بررسی قرار گرفته است.

پاداش‌های مبتنی بر سودآوری موجب تشویق رفتار ریسک‌پذیری مدیران، تغییر نوسانات بازده سهام و ارزش بازار سهام می‌شود (آرمسترانگ<sup>۱</sup> و واشیشثا<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲). به عبارتی، رفتار ریسک‌پذیری مدیران که با مشوق‌های مالی تحریک می‌شود، تعارضات بین مدیران و سهامداران را افزایش می‌دهد (چن<sup>۳</sup>، گرین<sup>۴</sup> و اوویر<sup>۵</sup>، ۲۰۱۵). از آنجا که استراتژی‌های جسورانه ناشی از تمایل به پرداخت پاداش بالاتر به مدیران است، احتمال سرمایه‌گذاری‌های غیربینه به منظور تغییر نوسانات بازده سهام و حداکثر کردن پاداش دریافتی توسط مدیران افزایش می‌یابد (راجاگوپلان ۱۹۹۷). در همین راستا، مدیران با استراتژی محافظه‌کارانه که مایل به دریافت پاداش نقدی هستند ممکن است از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مناسب اما دارای ریسک بالا به منظور افزایش پاداش‌های فعلی خود، خودداری کنند (راجاگوپلان و فینکلستین<sup>۶</sup>، ۱۹۹۲). سرمایه‌گذاری بیش از حد نسبت به سرمایه‌گذاری عادی (موردانتظار) به طور قابل توجهی با استراتژی جسورانه مرتبط است و احتمال سرمایه‌گذاری کمتر نسبت به سرمایه‌گذاری عادی به طور قابل توجهی با استراتژی محافظه‌کارانه مرتبط است. مدیران با پاداش مبتنی بر سهام بالاتر، سرمایه‌گذاری بیش از حد بیشتری انجام می‌دهند و در مقابل، رویکرد مدیریتی محافظه‌کارانه به دنبال دریافت پاداش نقدی بوده که منجر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌شود (نویسی و همکاران، ۲۰۱۷).

در تحقیقات صورت گرفته از جمله بهمن پور و صادقی (۱۳۹۷) و نظری، هاشمی‌گهر و ابراهیمی‌مقدم (۱۳۹۷) به نقش پاداش مدیران در کاهش تضاد منافع بین سرمایه‌گذاران و مدیران پرداخته شده است و نحوه سوء استفاده مدیران از اختیارات خود در قالب استراتژی‌های مختلف تجاری مورد بررسی قرار نگرفته است و این در حالی است که اختیار بخش جدایی‌ناپذیر استراتژی‌های تجاری از جمله استراتژی جسورانه است که

1. Armstrong  
2. Vashishtha  
3. Chen  
4. Greene  
5. Owers  
6. Finkelstein

خلاقیت را تسهیل می‌کند. از طرفی شرکت‌های دارای استراتژی جسورانه ممکن است ریسک بالایی از عدم تقارن اطلاعاتی داشته باشند که منجر به تصمیم‌گیری در جهت سرمایه‌گذاری بیش از حد شود. همچنین در پژوهش برزیده، جوانی قلندری و عظیمی (۱۳۹۷) جنبه اثربخش پاداش و عامل انگیزشی در انتخاب استراتژی‌های تجاری مد نظر قرار نگرفته شده است. بنابراین، نتایج این تحقیق به درک بهتر سرمایه‌گذاران نسبت به این که چگونه ممکن است تصمیمات مربوط به حفاظت از سرمایه خود را با انواع استراتژی‌های تجاری تغییر دهند، کمک می‌کند.

در شرایطی که شرکت فاقد استراتژی‌های سرمایه‌گذاری مناسب باشد، سرمایه‌گذاران با ریسک‌گزینش نادرست و هزینه فرصت مواجه می‌شوند. بررسی نقش پاداش و استراتژی‌های تجاری تاکید بر کنترل هزینه‌های نمایندگی بواسطه ایجاد محدودیت برای اقدامات پراکنده مدیران دارد چرا که چارچوب بندی و استانداردسازی بخش عمده‌ای از رفتارهای مدیریت بواسطه انتزاعی بودن، امکان‌پذیر نمی‌باشد. از طرفی، جنبه نمایندگی و فرصت‌طلبی مدیران و کنترل این رفتار به واسطه پاداش، به سهامداران در شناسایی فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری و کاهش ریسک‌گزینش نادرست کمک می‌کند.

### پیشینه پژوهش

#### پیشینه نظری

بر مبنای چارچوب اقتصاد نئوکلاسیک، سرمایه‌گذاری‌های ثابت بر اساس نرخ نهایی ارزیابی می‌شوند و نشان‌دهنده این است که مجموع مزایای کسب شده بالاتر از هزینه‌های سرمایه‌گذاری بوده و نسبت به سرمایه‌گذاری‌های جدید از تعدیل کمتری برخوردار است (بیدل و همکاران ۲۰۰۹). افزون بر این سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ارزش خالص فعلی مثبت نیاز به تامین مالی برون سازمانی دارد و پس از پرداخت بهره آن، مدیران باید مازاد وجوه را به سرمایه‌گذاران بازگردانند. در حالی که مودیلیانی<sup>۱</sup> و میلر<sup>۲</sup> (۱۹۵۸) معتقدند که شرکت‌ها همیشه می‌توانند سطوح بهینه سرمایه‌گذاری را در یک بازار کارآ حفظ کنند، مطالعات دیگر استدلال می‌کنند که نوسانات بازار از جمله تامین مالی و مسائل نمایندگی می‌تواند بر بهره‌وری سرمایه‌گذاری. بیدل و همکاران (۲۰۰۹) به صورت مفهومی سرمایه-

1. Modigliani  
2. Miller

گذاری کارآمد را پروژه‌ای با ارزش خالص فعلی مثبت بیان می‌کنند که پیش فرض آن نبود هیچ نوع محدودیت در بازار سرمایه از جمله گزینش نادرست و یا هزینه‌های نمایندگی است. بنابراین، سرمایه‌گذاری ناکارآمد موجب اجرای پروژه‌های با ارزش خالص فعلی منفی خواهد شد. پژوهش‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری کمتر از حد استدلال می‌کنند که مدیران ریسک‌گریز که نگران حفظ جایگاه شغلی هستند ممکن است پروژه-های دارای ارزش افزوده را رد کرده یا اگر احساس کنند که چنین پروژه‌هایی رفاه شخصی آنها را در معرض خطر قرار می‌دهد (پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ریسک بالا اما مطلوب)، از پذیرش آنها اجتناب کنند (لمبرت<sup>۱</sup>، ۱۹۸۶).

در مقابل در حالت سرمایه‌گذاری بیش از حد، مدیران شرکت‌های خود را فراتر از اندازه مطلوب (رویکرد توسعه‌طلبی) گسترش می‌دهند تا قدرت و منافع بیشتری کسب کنند (آگاروال<sup>۲</sup> و سامویک<sup>۳</sup>، ۲۰۰۶). در همین راستا، جنسن<sup>۴</sup> (۱۹۸۶) بیان می‌کند که مدیران خودمختار با جریان نقد آزاد به جای پرداخت سود به سهامداران، منابع نقدی را در پروژه‌های خالص ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری خواهند کرد که منجر به سرمایه-گذاری بیش از حد با مطلوبیت کمتر می‌شود. میلس و اسنو (۱۹۷۸) نوعی استراتژی را در مطالعات اخیر خود به کار گرفته‌اند که استراتژی تجاری را به پیامدهای مالی شرکت (از جمله کیفیت گزارشگری مالی و اجتناب از پرداخت مالیات) پیوند می‌دهد. شرکت‌ها یکی از استراتژی‌های جسورانه و یا محافظه‌کارانه را برای استقرار الگوهای مختلف ساختار سازمانی و فرآیندهای حفظ رقابت در بازار بکار می‌گیرند. بکارگیری استراتژی کسب و کار در شرکت بر هدایت سرمایه‌گذاری‌ها و همچنین بر میزان اختیارات مدیریتی و عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر می‌گذارد که به نوبه خود می‌تواند منجر به تغییر کارایی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شود (هیگینز و همکاران، ۲۰۱۵).

### استراتژی جسورانه، پاداش و کارایی سرمایه‌گذاری

انتظار بر این است که استراتژی جسورانه اختیارات بیشتری برای مدیران فراهم می‌کند، زیرا دنبال کردن استراتژی مبتنی بر بازار و نوآورانه نیازمند سرمایه‌گذاری در چندین تکنولوژی جدید است تا موجب طراحی محصولات و اکتشاف بازارهای جدید شود

1. Lambert  
2. Aggarwal  
3. Samwick  
4. Jensen

(کونانت<sup>۱</sup>، موکوا<sup>۲</sup> و وارادارجین<sup>۳</sup>، ۱۹۹۰). به کارگیری چندین تکنولوژی به صورت همزمان، منجر به افزایش سطح پیچیدگی عملیات شده و مستلزم بکارگیری منابع انسانی بسیار ماهر است که در این راستا مدیریت باید دارای اختیارات گسترده برای بهینه‌سازی استفاده از فناوری‌ها باشد (گومزمجیا<sup>۴</sup>، ولبورن<sup>۵</sup> و ویسمان<sup>۶</sup>، ۲۰۰۰). با توجه به تاکید بر کشف ایده‌های جدید و استراتژی‌های تهاجمی، کنترل رفتارهای مدیریت دشوار است (راجاگوپلان و فینکیلستن، ۱۹۹۲). استراتژی تجاری جسورانه نیاز به منابع مالی بالایی دارد و بر همین اساس شرایط را برای مدیران جهت سرمایه‌گذاری بیش از حد در پروژه‌های دارای ریسک را فراهم می‌کند زیرا اختیارات تصمیم‌گیری قابل توجهی را در اختیار مدیران قرار داده و از طرفی، ارزیابی‌های عملکرد نامطلوبی وجود دارد (نیکر و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۰۸). چنین اختیارات زیاد و فقدان ارزیابی عملکرد مطلوب باعث عدم اطمینان در مورد عملکرد مدیریتی می‌شود (هودارت<sup>۸</sup> و کی<sup>۹</sup>، ۲۰۰۷). مدیران جسور ممکن است از این فرصت برای سرمایه‌گذاری بیش از حد در پروژه‌های دارای ارزش خالص فعلی منفی استفاده کنند تا شرایط برای رشد بیش از اندازه شرکت را فراهم کنند (هارت<sup>۱۰</sup> و مور<sup>۱۱</sup>، ۱۹۹۵).

میرز<sup>۱۲</sup> و ماجلوف<sup>۱۳</sup> (۱۹۸۴) بیان می‌کنند که عدم تقارن اطلاعاتی منجر به کاهش کارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌شود و از آنجا که سرمایه‌گذاران، پروژه‌های سرمایه‌گذاری را به عنوان شاخصی از جریان‌های نقد آتی و افزایش ارزش شرکت در نظر می‌گیرند (گراهام<sup>۱۴</sup> و برگر<sup>۱۵</sup>، ۲۰۰۰)، مدیران ممکن است برای سرمایه‌گذاری بیش از حد به منظور حداکثرسازی پاداش خود تحریک شوند (بیزجاک<sup>۱۶</sup>، بریکلی<sup>۱۷</sup> و کولز<sup>۱۸</sup>، ۱۹۹۳).

1. Conant
2. Mokwa
3. Varadarajan
4. Gomez-Mejia
5. Welbourne
6. Wiseman
7. Naiker et all
8. Huddart
9. Ke
10. Hart
11. Moore
12. Myers
13. Majluf
14. Graham
15. Frankenberger
16. Bizjak,
17. Brickley
18. Coles

بنابراین، ممکن است که اختیارات مدیریتی بالاتر، نظارت کمتر و الزامات سرمایه‌گذاری (سابهروال<sup>۱</sup> و چان<sup>۲</sup>، ۲۰۰۱) در شرکت‌های دارای استراتژی تجاری جسورانه، مدیرانی با رویکرد رفتاری سرمایه‌گذاری بیش از حد در پروژه‌های دارای ارزش خالص فعلی منفی ایجاد کند.

افزون بر این، پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهد که ریسک مدیریتی تابعی از تغییر در میزان پاداش‌های نقدی است که می‌تواند منجر به افزایش نوسانات بازده سهام شود (آرمسترانگ و واشیشتا، ۲۰۱۲). به عبارتی، تعامل پاداش‌های نقدی پرداختی به مدیران و استراتژی‌های جسورانه منجر به تشدید مسائل نمایندگی بین مدیران و سهامداران می‌شود (چان و همکاران، ۲۰۱۵). مدیران ممکن است نسبت به تصمیمات سرمایه‌گذاری ناکارآمد که منجر به تضعیف عملکرد آینده شرکت‌ها شود آگاهی داشته باشند ولی مطالعات نشان می‌دهد (از جمله چنگ<sup>۳</sup>، ۲۰۰۴) که مدیران دیدگاهی کوتاه‌مدت نسبت به عملکرد شرکت دارند و در جهت منافع شخصی، شرکت را متحمل هزینه‌هایی در آینده می‌کنند. به عبارتی، ممکن است مدیران با استراتژی جسورانه، برای کسب پاداش بیشتر اقدام به سرمایه‌گذاری بیش از حد نمایند (ایسدورفر<sup>۴</sup>، گیاکو<sup>۵</sup> و وایت<sup>۶</sup>، ۲۰۱۳). مدیرانی که دارای حساسیت بیشتری نسبت به پاداش‌های نقدی هستند، کیفیت سود پایین‌تر و انگیزه قوی برای رانت اطلاعاتی داشته که در نهایت کارایی سرمایه‌گذاری را به خطر می‌اندازد (مالمندیر و تات، ۲۰۰۹).

### استراتژی محافظه‌کارانه، پاداش و کارایی سرمایه‌گذاری

مدیران محافظه‌کار برای به حداکثر رساندن بهره‌وری تولید، به طور مداوم بر تقویت توانایی‌های فنی و اداری در فناوری فعلی خود تمرکز می‌کنند (هامبریک، ۲۰۰۳). تمایل و رویکرد مدیران محافظه‌کار فقط به دلیل بهبود مستمر بهره‌وری و استفاده از تکنولوژی نیست، بلکه توانایی آنها برای از بین بردن سرمایه‌گذاری‌های غیرمرتبط است که نشان از سطح پایین سرمایه‌گذاری در یک استراتژی محافظه‌کارانه نسبت به استراتژی جسورانه دارد (هامبریک، ۲۰۰۳). شرکت‌های دارای استراتژی محافظه‌کارانه، با کاهش اختیارات

1. Sabherwal  
2. Chan  
3. Cheng  
4. Eisdorfer  
5. Giaccotto  
6. White

مدیریتی، اعمال قوانین و اتخاذ رویه‌های سخت‌گیرانه در فعالیت‌های تجاری خود (برای کاهش ریسک)، باعث ایجاد انگیزه در مدیران برای کاهش سرمایه‌گذاری در پروژه‌های ریسکی (علیرغم مثبت بودن خالص ارزش فعلی آنها) می‌شوند (توماس و راماسومی، ۱۹۹۶). در همین راستا، بینتلی و همکاران (۲۰۱۴) نشان دادند که شرکت‌های محافظه‌کار پوشش رسانه‌ای و تحلیلی کمتری داشته و میزان افشای اطلاعات داوطلبانه آنها محدود است و بیانگر این است که با کاهش میزان انتشار اطلاعات، ارزیابی سرمایه‌گذاران نسبت به این که آیا مدیران محافظه‌کار منابع شرکت را به نحو مناسبی سرمایه‌گذاری کرده‌اند یا عمداً سرمایه‌گذاری کمتر از حدی را انجام داده‌اند، محدود می‌شود.

سطوح پایین‌تر اختیارات مدیریتی، نظارت دقیق‌تر و الزامات سرمایه‌گذاری کمتر در شرکت‌های محافظه‌کار، مدیران را تحریک به تمرکز بر پروژه‌های سرمایه‌گذاری افزایش‌دهنده درآمد فعلی می‌کند و بنابراین، احتمال سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بلندمدت با ارزش خالص فعلی مثبت کاهش می‌یابد (چو و هامبریک، ۲۰۰۶). در همین راستا، راجاگوپلان و فینکیلستین (۱۹۹۲) نشان دادند که شرکت‌های با استراتژی محافظه‌کارانه تمایل به اتخاذ ساختار پاداش نقدی دارند، که در نتیجه آن ممکن است مدیران محافظه‌کار اولویت خود را متمرکز بر پروژه‌های سودآور کوتاه‌مدت نموده و بنابراین در پروژه‌های سودآور بلندمدت سرمایه‌گذاری کمتری انجام دهند تا سطح بالاتری از پاداش را دریافت کنند و همچنین، زمان‌بندی دریافت منابع نقدی مربوط به پاداش را تغییر داده و در کوتاه‌مدت به این منابع دسترسی پیدا کنند.

### پیشینه تجربی

پراتما و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۰) به بررسی تأثیر مدیریت سود تعهدی بر رابطه بین استراتژی تجاری و ریسک ورشکستگی پرداختند و به این نتیجه دست یافتند که هیچ ارتباطی بین مدیریت سود و ریسک ورشکستگی وجود ندارد، در حالی که شرکت‌هایی که یکی از دو استراتژی تجاری عمومی رهبری هزینه یا تمایز را اجرا می‌کنند، خطر ورشکستگی را به میزان قابل توجهی کاهش می‌دهند. بررسی تأثیر مدیریت سود بر خطر ورشکستگی برای ذینفعان خارجی مانند سرمایه‌گذاران و طلب‌کاران در جهت ارزیابی ریسک ورشکستگی، اعتبار مالی یک شرکت ضروری است. از طرفی استراتژی تجاری بر ریسک

1. Permatasari et all



ورشکستگی برای ذینفعان داخلی تاثیر مثبت دارد. هاکس و برهان (۲۰۱۹) نشان دادند شرکت‌هایی که دارایی‌های نقدی بالاتری دارند در سرمایه‌گذاری‌های بیش از حد مشارکت می‌کنند. چن و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی رابطه بین استراتژی تجاری و سود بدست آمده توسط افراد خود شرکت می‌پردازند. آن‌ها به این نتیجه دست یافتند که شناسایی استراتژی‌های تجاری مورد استفاده توسط شرکت‌هایی که معاملات خودی آن‌ها سود بیشتری دارند می‌تواند مربوط به قانون‌گذاران باشد.

حیب و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) به بررسی تأثیر استراتژی‌های تجاری در تعدیل رابطه بین ریسک سقوط قیمت سهام در آینده و میزان ارزیابی ارزش سهام پرداختند و به این نتیجه دست یافتند که شرکت‌هایی که استراتژی نوآورانه (آینده‌نگر) دارند نسبت به شرکت‌های دارای استراتژی محافظه کارانه، بیشتر در معرض خطر ریسک سقوط آتی سهام هستند. همچنین دریافتند که شرکت‌های با سود بالاتر بیشتر مستعد افزایش ارزش سهام هستند که این امر به نوبه خود، خطر سقوط در آینده را افزایش می‌دهد.

ژانگ<sup>۲</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین عدم اطمینان، انگیزه و سرمایه‌گذاری بیش از حد (کمتر از حد) پرداخت. نتیجه مطالعه وی نشان داد که عدم اطمینان محیطی بازده سرمایه‌گذاری را افزایش و سطح سرمایه‌گذاری بیش از حد را کاهش می‌دهد و انگیزه مدیر سطح سرمایه‌گذاری بیش از حد را کاهش و عدم سرمایه‌گذاری را ترویج می‌دهد.

جان<sup>۳</sup>، لیو<sup>۴</sup> و کریم<sup>۵</sup> (۲۰۱۸) نشان دادند که وجود مقررات بازپرداخت بطورقابل توجهی با کاهش سطح سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت ارتباط دارد. مهم‌تر این که کاهش در سرمایه‌گذاری بیش از حد برای سرمایه‌گذاران در شرکت‌های دارای ساختار راهبری ضعیف، از نظر مادی رضایت‌بخش است.

لیو (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین اعتماد به نفس بیش از حد و سرمایه‌گذاری بیش از حد پرداخت. نتیجه مطالعه وی بر خلاف مطالعات قبلی نشان داد که ممکن است اعتماد به نفس بیش از حد، زمانی که ظرفیت مالی شرکت پایین است سرمایه‌گذاری

1. Habib et all  
2. Zhang,H.H  
3. Gan  
4. liu  
5. Karim

بیش از حد را محدود کند و زمانی که ظرفیت مالی بالا است اعتماد به نفس بیش از اندازه سرمایه‌گذاری بیش از حد را تشدید می‌کند.

بنایی قدیم، واعظ و اصغری زنوزی (۱۳۹۹)، بیان کردند که استراتژی کسب‌وکار (استراتژی تهاجمی و استراتژی تدافعی) بر قابلیت مقایسه صورت‌های مالی به ترتیب تأثیر مثبت و منفی دارد. همچنین مشخص شد اثر تعاملی عدم تقارن اطلاعاتی با استراتژی کسب‌وکار (استراتژی تهاجمی و تدافعی) بر قابلیت مقایسه صورت‌های مالی به ترتیب تأثیر منفی و مثبت معنی‌دار دارد.

بیات و همکاران (۱۳۹۹)، استدلال کردند که در بین شرکت‌هایی که کم سرمایه‌گذاری (بیش سرمایه‌گذاری) می‌نمایند، خوش‌بینی (بدبینی) مدیریت تأثیر معناداری بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت ندارد. همچنین نتایج آن‌ها بیانگر این بود که در بین شرکت‌هایی که کم سرمایه‌گذاری (بیش سرمایه‌گذاری) می‌نمایند، خوش‌بینی (بدبینی) مدیریت باعث کاهش ارزش شرکت می‌شود. طبق نتایج بدست آمده خوش‌بینی (بدبینی) مدیریت تأثیری بر کارایی سرمایه‌گذاری ندارد، اما در مواقع ناکارایی سرمایه‌گذاری باعث کاهش ارزش شرکت می‌شود.

واعظ، منتظر حجت و بنایی قدیم (۱۳۹۸)، نشان دادند که بر اساس شاخص مخارج تحقیق و توسعه و تبلیغات و بازاریابی، به ازای افق‌زمانی بلندمدت، پاداش بیشتری در مقایسه با افق‌زمانی کوتاه‌مدت، اختصاص داده می‌شود. همچنین به کارگیری استراتژی افزایش درآمد، استراتژی افزایش سود عملیاتی و غیرعملیاتی، تأثیری بر پاداش هیئت مدیره ندارد.

شاکری و مرفوع (۱۳۹۷) نشان دادند که هر چه استراتژی کسب‌وکار شرکت تهاجمی‌تر باشد، عدم تقارن اطلاعاتی، تغییرپذیری بازده سهام و خطای پیش‌بینی سود در آن شرکت بیشتر است. در همین راستا سدید و احمدوند (۱۳۹۸) نشان دادند که استراتژی‌های شتاب کوتاه و میان‌مدت، عایدی مثبت و قابل‌ملاحظه‌ای را نصیب سرمایه‌گذاران می‌کنند، اما عایدی استراتژی شتاب در شرکت‌های ناقص حقوق سهامداران منفی است.

مقدم و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی تأثیر استراتژی تجاری بر رابطه بین ارزش‌گذاری بیش از حد سهام و ریسک سقوط سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس و اوراق بهادار پرداختند. آن‌ها به این نتیجه دست یافتند که بین ارزش‌گذاری بیش از حد

سهام و خطر سقوط قیمت سهام رابطه وجود دارد. و نیز بین استراتژی تجاری و خطر سقوط قیمت سهام رابطه معناداری وجود دارد. همچنین استراتژی تجاری بر رابطه بین ارزش‌گذاری بیش از حد سهام و خطر سقوط قیمت سهام تاثیرگذار است.

راشدی پور (۱۳۹۶) نشان داد که اندازه شرکت به صورت مستقیم و سیاست تقسیم سود به صورت معکوس بر سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورسی تاثیرگذار می‌باشند. هدایتی‌پور و نصیرزاده (۱۳۹۷) نشان دادند که کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر مثبت و معنادار دارد و از طرفی، کیفیت گزارشگری مالی بر بیش-سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری تاثیری ندارد.

گرچی زاده و خان‌محمدی (۱۳۹۶) نشان دادند که به ترتیب میزان بازده جاری کسب شده سرمایه‌گذار در بورس، پس انداز، سال‌های حضور در بورس، درآمد و افق سرمایه-گذاری بیشترین تاثیر را روی حجم سرمایه‌گذاری افراد در بورس اوراق بهادار دارا می-باشند.

در تحقیقات صورت گرفته به نقش پاداش مدیران در کاهش تضاد منافع بین سرمایه-گذاران و مدیران پرداخته شده است و نحوه سوء استفاده مدیران از اختیارات خود در قالب استراتژی‌های مختلف تجاری مورد بررسی قرار نگرفته است و این در حالی است که اختیار بخش جدایی‌ناپذیر استراتژی‌های تجاری از جمله استراتژی جسورانه است که خلاقیت را تسهیل می‌کند. از طرفی شرکت‌های دارای استراتژی جسورانه ممکن است ریسک بالایی از عدم تقارن اطلاعاتی داشته باشند که منجر به تصمیم‌گیری در جهت سرمایه‌گذاری بیش از حد شود. همچنین در پژوهش‌های قبلی جنبه اثربخش پاداش و عامل انگیزشی در انتخاب استراتژی‌های تجاری مد نظر قرار نگرفته شده است. بنابراین، نتایج این تحقیق به درک بهتر سرمایه‌گذاران نسبت به این که چگونه ممکن است تصمیمات مربوط به حفاظت از سرمایه خود را با انواع استراتژی‌های تجاری تغییر دهند، کمک می‌کند.

### روش پژوهش

تحقیق حاضر از نوع کمی و به سبب آنکه مفاهیم مورد تحقیق به صورت عینی در دنیای خارجی وجود دارد، در گروه تحقیقات اثبات‌گرایی است و واقعیت موضوع و محقق کاملاً مستقل از یکدیگر می‌باشند. روش شناسی غالب این گونه تحقیقات استفاده از

روشهای آماری متعدد است. از آنجا که روش این تحقیق مبتنی بر توصیف روابط واقعی میان داده‌های موجود است (توصیف آنچه هست) که در قالب مدل بیان می‌گردد، تحقیق در زمره تحقیقات توصیفی به شمار می‌رود. در این تحقیق نخست جنبه‌های واقعی روابط شناخته شده و سپس مدل بر مبنای فرضیات و روابط مربوطه طراحی شده است. در این پژوهش برای گردآوری داده‌ها و اطلاعات، ابتدا از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. در روش کتابخانه‌ای، مبنای نظری پژوهش، از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری می‌شود. سپس، برای گردآوری داده‌های پژوهش حاضر از آرشیو تصویری و آماری سازمان بورس اوراق بهادار، سایت رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار و دیگر پایگاه‌های اینترنتی مرتبط، استفاده شده است. در نهایت، به منظور بررسی و تحلیل فرضیات مطرح شده مطابق با مبنای نظری، از رویکرد رگرسیونی با استفاده از نرم افزار ایویوز استفاده شده است.

#### مدل و متغیرهای پژوهش

این تحقیق به دنبال بررسی تاثیر پاداش بر ارتباط بین استراتژی های تجاری و سرمایه گذاری بیش از حد یا کمتر از حد است. بدین منظور از مدل‌های زیر برای بررسی فرضیه-های تحقیق استفاده شده است.

فرضیه اول: استراتژی تجاری جسورانه تاثیر معناداری بر سرمایه گذاری بیش از حد دارد.  
فرضیه دوم: پاداش نقدی تاثیر معناداری بر احتمال وجود رابطه بین استراتژی تجاری جسورانه و سرمایه گذاری بیش از حد دارد.

مدل ۱ برای بررسی فرضیات اول و دوم

$$\begin{aligned} OVERINV_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 PSTRATEGY_{it} + \alpha_2 COMPENSATION_{it} \\ & + \alpha_3 PSTRATEGY_{it} * COMPENSATION_{it} + \alpha_4 AQ_{it} \\ & + \alpha_5 SIZE_{it} + \alpha_6 LEV_{it} + \alpha_7 MTB_{it} + \alpha_8 LOSS_{it} \\ & + \alpha_9 MGT_{it} + \alpha_{10} ASSET_{it} + \alpha_{11} CASH_{it} \\ & + \alpha_{12} LTDEBT_{it} + \alpha_{13} INST_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

فرضیه سوم: استراتژی تجاری محافظه کارانه تاثیر معناداری بر سرمایه گذاری کمتر از حد دارد.

فرضیه چهارم: پاداش نقدی تاثیر معناداری بر احتمال وجود رابطه بین استراتژی تجاری محافظه کارانه و سرمایه گذاری کمتر از حد دارد.

مدل ۲ برای بررسی فرضیات سوم و چهارم

$$\begin{aligned} UNDERINV_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 DSTRATEGY_{it} + \alpha_2 COMPENSATION_{it} \\ & + \alpha_3 DSTRATEGY_{it} * COMPENSATION_{it} + \alpha_4 AQ_{it} \\ & + \alpha_5 SIZE_{it} + \alpha_6 LEV_{it} + \alpha_7 MTB_{it} + \alpha_8 LOSS_{it} \\ & + \alpha_9 MGT_{it} + \alpha_{10} ASSET_{it} + \alpha_{11} CASH_{it} \\ & + \alpha_{12} LTDEBT_{it} + \alpha_{13} INST_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

در الگوهای مذکور:

OVERINV سرمایه‌گذاری بیش از حد؛ UNDERINV سرمایه‌گذاری کمتر از حد؛ PSTRATEGY استراتژی جسورانه؛ DSTRATEGY استراتژی محافظه‌کارانه؛ COMPENSATION پاداش نقدی؛ AQ کیفیت اطلاعات حسابداری؛ SIZE اندازه شرکت؛ LEV اهرم مالی؛ MTB نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری؛ LOSS زیان؛ MGT مالکیت مدیریتی؛ ASSET دارایی ثابت؛ CASH وجه نقد؛ LTDEBT بدهی بلندمدت و INST مالکیت نهادی می‌باشد. متغیرهای این پژوهش شامل سه دسته متغیرهای وابسته و مستقل و کنترلی به شرح زیر می‌باشد:

#### متغیر وابسته

سرمایه‌گذاری بیش از حد (کمتر از حد): در این تحقیق متغیر وابسته سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها است که در این تحقیق، از طریق باقیمانده خطای مدل زیر به بررسی آن می‌پردازیم. این نسبت بیانگر درآمد ناشی از هر ریال سرمایه‌گذاری شده می‌باشد که ممکن است عاملی برای استفاده کارا از دارایی‌ها باشد. اگر باقیمانده خطا بزرگ-تر (کوچکتر) از صفر باشد نشان‌دهنده سرمایه‌گذاری بیش از حد (کمتر از حد) بوده و عدد یک می‌پذیرد و در غیر این صورت صفر می‌پذیرد.

مدل ۳

$$\begin{aligned} INV_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{it} + \alpha_2 LnAGE_{it} + \alpha_3 FCF_{it} + \alpha_4 SaleGrowth \\ & + \alpha_5 LEV_{it} + \alpha_6 OCF_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

در الگوی مذکور:

INV سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها؛ ROA نرخ بازده دارایی‌ها؛ LnAGE عمر شرکت؛ FCF جریان‌های نقد آزاد؛ OCF جریان‌های نقد عملیاتی؛ LEV اهرم مالی و SaleGrowth رشد فروش است. i نماد شرکت مورد نظر و t نماد سال مورد نظر است.

#### متغیرهای مستقل

استراتژی تجاری: در این پژوهش برای طبقه‌بندی شرکت‌ها به گروه‌های استراتژی از معیاری استفاده می‌شود که در برگیرنده محتمل‌ترین استراتژی تجاری است که توسط شرکت‌های نمونه تایید شده است. برای ایجاد نمره استراتژی از ۴ پارامتر ارائه شده در تحقیقات قبلی از جمله بنتلی و همکاران (۲۰۱۳) و هیگینز و همکاران (۲۰۱۵) و به شرح جدول زیر استفاده شده است.

جدول ۱. معیارهای اندازه‌گیری استراتژی تجاری شرکت

ردیف	شرح
۱	درصد تغییر در فروش کل
۲	نسبت هزینه عمومی، اداری و فروش به فروش کل
۳	نسبت تعداد کارکنان به فروش کل
۴	انحراف معیار تعداد کارکنان در سال

شاخص‌های عنوان شده برای هر سال کوانتیل‌بندی شده و بر اساس کوانتیل مربوطه به شرکت‌ها امتیاز ۱ تا ۵ داده می‌شود. حداکثر نمره استراتژی که هر شرکت می‌تواند کسب نماید ۲۰ و حداقل نمره استراتژی یک شرکت ۴ است. بر این اساس شرکت‌هایی با امتیاز بالاتر از ۱۷ دارای استراتژی جسورانه (تهاجمی) بوده و شرکت‌هایی با امتیاز بین ۴ تا ۷ دارای استراتژی محافظه‌کارانه (تدافعی) هستند. پاداش نقدی: برابر با پاداش پرداختی به مدیران در هر سال بوده که از بخش هزینه‌های اداری، عمومی و فروش شرکت‌ها قابل استخراج است

### متغیرهای کنترلی

در این پژوهش متغیرهای کنترلی بر اساس تحقیقات پیشین تعیین و در الگوهای تحقیق لحاظ شده است.

اندازه شرکت (SIZE): برابر با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت می‌باشد. ارزش بازار به ارزش دفتری (MTB): برابر با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می‌باشد.

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 منتشره شرکت بدست می‌آید.

مالکیت مدیریتی (MGO): مالکیت مدیریت که از تقسیم سهام نگهداری شده توسط هیئت مدیره بر کل سهام شرکت در هر دوره بدست می‌آید.

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

اهرم مالی (LEV): برابر با نسبت مجموع بدهی‌ها به مجموع دارایی‌های شرکت می‌باشد.

کیفیت اطلاعات حسابداری (AIQ): در این تحقیق برای ارزیابی کیفیت اطلاعات حسابداری از مدل فرانسویس و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۵)، به شرح زیر استفاده شده است:

$$TCA_{j,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{j,t-1} + \alpha_2 CFO_{j,t} + \alpha_3 CFO_{j,t+1} + \alpha_4 \Delta REV_{j,t} + \alpha_5 PPE_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$$

که در آن، TCA کل اقلام تعهدی شرکت  $t$  سال است که از تفاوت سود خالص با جریان نقد عملیاتی به دست می‌آید؛ CFO جریان نقد حاصل از عملیات شرکت؛  $\Delta REV$  تغییر در درآمد فروش شرکت و EPP خالص دارایی‌های ثابت مشهود است. مدل فوق برای هر سال - صنعت برآورد و عکس انحراف استاندارد ۳ ساله جز خطا به عنوان متغیر کیفیت اطلاعات حسابداری در نظر گرفته می‌شود.

دارایی ثابت (ASSET): برابر با نسبت دارایی‌های ثابت به مجموع دارایی‌های شرکت در ابتدای دوره می‌باشد.

وجه نقد عملیاتی (CASH): برابر با جریان نقد عملیاتی در صورت جریان وجوه نقد است.

بدهی بلند مدت (LTDEBT): برابر با نسبت بدهی بلندمدت به مجموع دارایی‌های شرکت در ابتدای دوره است.

### جامعه‌ی آماری و نحوه‌ی انتخاب شرکت‌ها

جامعه‌ی آماری مورد مطالعه‌ی این تحقیق، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس و اوراق بهادار بین سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۶ است. برای انتخاب نمونه، از بین کلیه‌ی شرکت‌های موجود، شرکت‌هایی که واجد هر یک از شرایط زیر نبوده‌اند، حذف شده و در نهایت شرکت‌های باقی مانده برای انجام آزمون انتخاب شده‌اند:

۱- به منظور همگن شدن نمونه‌ی آماری در سال‌های مورد بررسی، شرکت‌ها پیش از سال ۱۳۸۵ در سازمان بورس و اوراق بهادار پذیرفته شده باشند.

۲- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره‌ی مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

۳- نمونه آماری شامل شرکت‌های واسطه‌گری مالی، سرمایه‌گذاری، لیزینگ، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه نمی‌شود زیرا، شرکت‌های مذکور ماهیت دارایی‌هایشان متفاوت می‌باشد.  
 ۴- شرکت‌ها طی دوره زمانی این تحقیق تغییر فعالیت یا تغییر دوره‌ی مالی نداده باشند.  
 ۵- داده‌های مورد نظر شرکت‌ها در دسترس باشد.  
 در نهایت شرکت‌های مورد بررسی در این تحقیق، شامل ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در سازمان بورس و اوراق بهادار بوده است. به ترتیبی که از بین کلیه شرکت‌های بورسی ۱۵۹ شرکت به علت عدم تطابق پایان سال مالی، ۶۳ شرکت به علت فعالیت در صنعت واسطه‌گری و سرمایه‌گذاری و ۱۴۴ شرکت نیز به علت عدم دسترسی به اطلاعات کامل طی دوره زمانی پژوهش حذف گردید.

## یافته‌های پژوهش

### آمار توصیفی

برای ارزیابی یک نمای کلی از خصوصیات مهم متغیرهای محاسبه شده، در جدول زیر برخی از آمارهای توصیفی این متغیرها، شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، حداقل و اکثر مشاهدات ارائه شده است.

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
سرمایه‌گذاری بیش از حد	۰/۵۰۸۱	۱/۰۰۰۰	۰/۵۰۰۱	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
سرمایه‌گذاری کمتر از حد	۰/۳۴۰۶	۰/۰۰۰۰	۰/۴۷۴۰	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
استراتژی جسورانه	۰/۲۹۱۳	۱/۰۰۰۰	۰/۴۸۷۶	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
استراتژی محافظه‌کارانه	۰/۶۱۰۶	۱/۰۰۰۰	۰/۴۸۷۷	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
پاداش	۰/۰۰۲۶	۰/۰۰۲۸	۰/۱۳۱۲	۰/۰۰۶۴	۰/۰۰۰۰
مالکیت نهادی	۰/۶۳۱۷	۰/۶۶۰۰	۰/۱۵۶۶	۰/۸۸۰۰	۰/۱۷۰۰
زیان	۰/۱۷۴۵	۰/۰۰۰۰	۰/۳۷۹۷	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی	۰/۶۵۱۰	۰/۷۰۰۰	۰/۱۱۱۷	۱/۷۷۰۰	۰/۰۱۰۰
بدهی بلند مدت	۰/۱۳۸۹	۰/۰۶۰۰	۰/۱۷۴۶	۰/۷۷۰۰	۰/۰۱۰۰
فرصت‌های رشد	۲/۵۳۸۲	۲/۹۲۰۰	۰/۶۳۴۱	۳/۰۳۰۰	۱/۱۸۰۰
کیفیت حسابداری	۰/۳۳۷۹	۰/۲۹۰۰	۰/۰۹۲۳	۰/۷۶۰۰	۰/۱۷۰۰
اندازه شرکت	۵/۴۳۳۶	۴/۵۰۰۰	۰/۳۳۷۹	۸/۴۰۰۰	۴/۲۵۰۰
دارایی ثابت	۰/۳۳۷۹	۰/۲۷۰۰	۰/۱۲۰۴	۰/۸۴۰۰	۰/۲۴۰۰
مالکیت مدیریت	۰/۶۰۴۸	۰/۷۲۰۰	۰/۲۱۵۲	۰/۷۸۰۰	۰/۱۱۰۰



میانگین به دست آمده سرمایه گذاری بیش از حد نشان می‌دهد که به طور متوسط ۵۰/۸ درصد از شرکت های بررسی شده دارای سرمایه گذاری بیش از حد هستند. ارزش به دست آمده برای سرمایه گذاری کمتر از حد نیز نشان می‌دهد که به طور متوسط ۳۴ درصد از شرکت های مورد بررسی دارای سرمایه گذاری کمتر از حد هستند. با بررسی میانگین استراتژی های تجاری می‌توان ابراز داشت که بخش عمده‌ای از شرکت های مورد مطالعه (۶۱ درصد)، استراتژی محافظه کارانه را بکار گرفته‌اند که می‌تواند ناشی از نوسانات موجود در بازار سرمایه باشد. میانگین پاداش پرداختی به مدیران شرکت های مورد مطالعه ۰/۰۰۲۶ می‌باشد که بیانگر سودآوری نسبی شرکت های مورد مطالعه است. میانگین کیفیت اطلاعات حسابداری ۰/۳۳ بوده که نشان دهنده انحراف بالای جریان نقدی و ناپایداری آنها است. میانگین جریان وجوه نقد ۰/۳۱ است که این مقدار نشان دهنده رویکرد محافظه کارانه در نگهداشت وجوه نقد عملیاتی است. میانگین ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام ۲/۵۳ بوده که بیانگر وجود فرصت های رشد در شرکت های مورد مطالعه می‌باشد. ساختار مالکیتی شرکت شامل ۰/۶۳ سهامداران مطلع است که بخش عمده ای از اعضای هیات مدیره (۰/۶۰) را تشکیل می‌دهند. ارزش میانگین اندازه شرکت ۵/۴۳۳۶ و دارایی ثابت ۰/۳۳۷۹ می‌باشد. به عبارتی، بخش عمده‌ای از دارایی های شرکت ها جاری می‌باشند که بیانگر بالاتر بودن سرمایه گذاری کوتاه مدت است. ارزش میانگین برای اهرم مالی ۰/۶۵ بوده و بیانگر این است که بخش عمده‌ای از دارایی های شرکت ار محل بدهی ها تامین مالی شده‌اند.

### آمار استنباطی

به منظور بررسی فرضیه اول و دوم پژوهش از مدل ۱ و جهت بررسی فرضیه سوم و چهارم از مدل ۲ و رگرسیون لاجیت استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیات پژوهش در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج حاصل از برآورد مدل پژوهش

متغیر	ضریب	آماره Z	احتمال	ضریب	آماره Z	احتمال
استراتژی جسورانه (A)	۱/۱۷۲۰	۳/۸۹۳۴	۰/۰۰۰۱	-	-	-
استراتژی محافظه کارانه (B)	-	-	-	-۰/۶۰۱۰	-۳/۰۳۸۱	۰/۰۰۲۴

۰/۳۰۴۵	۱/۰۲۶۸	۵/۰۳۲۳	۰/۱۰۹۰	۱/۶۰۲۵	۱/۴۵۲۸	پاداش (C)
-	-	-	۰/۰۹۹۳	-۱/۶۴۸۳	-۱/۸۸۲۶	A*C
۰/۹۲۴۱	۰/۰۹۵۲	۰/۰۶۵۱	-	-	-	B*C
۰/۰۰۰۳	۳/۵۸۰۳	۲/۸۶۴۱	۰/۰۰۰۴	۳/۵۷۱۸	۲/۸۶۹۴	کیفیت حسابداری
۰/۳۷۷۸	۰/۸۸۱۹	۰/۶۰۳۰	۰/۲۴۱۰	۱/۱۷۲۴	۰/۸۰۴۱	جریان وجوه نقد
۰/۹۸۲۷	۰/۰۲۱۶	۰/۰۰۹۶	۰/۵۶۸۳	۰/۵۷۰۵	۰/۲۵۶۷	دارایی ثابت
۰/۸۹۶۷	۰/۱۲۹۷	۰/۰۴۷۳	۰/۵۰۵۱	۰/۶۶۶۴	۰/۲۴۵۷	مالکیت نهادی
۰/۹۳۹۵	-۰/۰۷۵۸	-۰/۰۳۶۱	۰/۹۵۶۰	-۰/۰۵۵۱	-۰/۰۲۶۳	اهرم مالی
۰/۵۷۸۷	-۰/۵۵۵۳	-۰/۰۸۲۸	۰/۴۹۱۰	-۰/۶۸۸۷	-۰/۱۰۳۰	زیان
۰/۰۹۵۹	۱/۶۶۵۰	۰/۵۳۷۳	۰/۱۲۴۷	۱/۵۳۵۴	۰/۴۹۹۴	بدهی بلند مدت
۰/۰۰۰۰	۴/۵۱۵۹	۰/۸۳۹۳	۰/۰۰۰۰	۵/۲۶۵۴	۰/۹۹۸۶	مالکیت مدیریت
۰/۰۰۰۰	۴/۱۴۴۳	۰/۳۷۲۲	۰/۰۰۰۰	۴/۴۴۷۸	۰/۴۰۳۰	فرصتهای رشد
۰/۰۷۵۵	-۱/۷۷۷۴	-۰/۳۲۹۲	۰/۱۰۹۸	-۱/۵۹۹۰	-۰/۲۹۷۸	اندازه شرکت
۰/۸۷۹۴	۰/۱۵۱۷	۰/۱۵۰۵	۰/۱۷۹۰	-۱/۳۴۳۷	-۱/۳۹۶۸	جز ثابت
۰/۰۴۸۱	McFadden آماره		۰/۰۵۵۱			McFadden آماره
۹۲/۷۵۱۹	LR آماره		۱۰۶/۲۵۳۹			LR آماره
۰/۰۰۰۰	احتمال آماره LR		۰/۰۰۰۰			احتمال آماره LR

بر اساس نتایج تخمین مدل (۱)، سطح خطای مربوط به فرض اول مبنی بر اینکه استراتژی جسورانه تاثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری بیش از حد دارد، برابر با ۰/۰۰۰۱ است، بنابراین فرض اول در سطح خطای ۵ درصد تایید می‌شود. در نتیجه، استراتژی جسورانه بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد تاثیر مستقیم و معناداری دارد.

سطح خطای مربوط به فرض دوم مبنی بر اینکه پاداش بر ارتباط بین استراتژی جسورانه و سرمایه‌گذاری بیش از حد تاثیر معناداری دارد، برابر با ۰/۰۹۹۳ است، بنابراین فرض دوم در سطح خطای ۱۰ درصد تایید می‌شود. در نتیجه، تعامل پاداش و استراتژی جسورانه منجر به کاهش سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌شود.

بر اساس نتایج تخمین مدل (۲)، سطح خطای مربوط به فرض سوم مبنی بر اینکه استراتژی تجاری محافظه‌کارانه تاثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد دارد، برابر با ۰/۰۰۲۴ است، بنابراین فرض سوم در سطح خطای ۵ درصد تایید می‌شود. در نتیجه، استراتژی محافظه‌کارانه بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد تاثیر معکوس و معناداری دارد.

سطح خطای مربوط به فرض چهارم مبنی بر اینکه پاداش بر ارتباط بین استراتژی محافظه‌کارانه و سرمایه‌گذاری کمتر از حد تاثیر معناداری دارد، برابر با ۰/۹۲۴۱ است، بنابراین فرض چهارم در سطح خطای ۵ درصد تایید نمی‌شود. در نتیجه، تعامل پاداش و

استراتژی محافظه کارانه منجر به کاهش سرمایه‌گذاری کمتر از حد نمی‌شود.

### نتیجه‌گیری

این مطالعه نقش استراتژی تجاری را در میزان سرمایه‌گذاری با توجه به پاداش مدیریت بررسی می‌کند. استراتژی‌های جسورانه و محافظه کارانه، شرکت‌ها را در معرض سطوح مختلف سرمایه‌گذاری، نظارت و اختیارات مدیریتی قرار می‌دهند، که پیامدهایی برای تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریتی دارند. فرضیه اول و دوم پژوهش مبنی بر ارتباط بین استراتژی تجاری جسورانه و سرمایه‌گذاری بیش از حد تایید و تاثیرگذاری پاداش بر این رابطه نیز تایید شده است. نوآوری شرکت را در معرض پیچیدگی عملیاتی و عدم اطمینان محیطی قرار می‌دهد و از آنجا که عدم اطمینان محیطی موجب تغییر عملکرد شرکت می‌شود، عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سهامداران خارجی را تشدید می‌کند و در نتیجه شفافیت اطلاعات افشاء شده توسط مدیران کاهش می‌یابد. مدیران با استراتژی جسورانه به سرعت فناوری‌های خود را تغییر می‌دهند تا محصولات جدید و فرصت‌های بازار را کشف و راه‌اندازی کنند این امر باعث پیچیدگی عملیاتی و نوآوری بیشتر می‌شود و در نتیجه منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود. تعامل پاداش‌های نقدی پرداختی و استراتژی جسورانه منجر به تشدید مسائل نمایندگی بین مدیران و سهامداران می‌شود (چان و همکاران، ۲۰۱۵). مدیران دیدگاهی کوتاه‌مدت نسبت به عملکرد شرکت دارند و در جهت منافع شخصی، شرکت را متحمل هزینه‌هایی در آینده می‌کنند. به عبارتی، ممکن است مدیران با استراتژی جسورانه، برای کسب پاداش بیشتر اقدام به سرمایه‌گذاری بیش از حد نمایند (ایسدورفر، گیاکوتو و وایت، ۲۰۱۳).

فرضیه سوم و چهارم پژوهش مبنی بر ارتباط بین استراتژی تجاری محافظه کارانه و سرمایه‌گذاری کمتر از حد تایید ولی تاثیرگذاری پاداش بر این رابطه رد شده است. نتایج حاصل از این فرضیه با تحقیقات بنتلی و همکاران (۲۰۱۴) هماهنگی دارد. اعتقاد بر این است که شرکت‌های محافظه کار اولویت خود را متمرکز بر پروژه‌های سودآور کوتاه‌مدت نموده و بنابراین در پروژه‌های سودآور بلندمدت سرمایه‌گذاری کمتری انجام می‌دهند تا سطح بالاتری از پاداش را دریافت کنند (راجاگیلان و فینکلستین، ۱۹۹۲). از طرفی، کاهش اختیارات مدیریتی در نتیجه اعمال کنترل‌ها و اتخاذ رویه‌های سخت‌گیرانه تجاری در شرکت‌های محافظه کار (به منظور کاهش ریسک) باعث ایجاد انگیزه در مدیران برای

کنترل پروژه‌های تجاری و انجام سرمایه‌گذاری کارآمد می‌گردد (توماس و راماسونی، ۱۹۹۶). در توجیه رد شدن فرضیه چهارم تحقیق می‌توان ابراز داشت که بخش عمده‌ای از پاداش‌های پرداختی به مدیران مبتنی بر عملکرد آنها نبوده (جوادی و فتاحی، ۱۳۹۵) و بنابراین، نمی‌تواند تاثیر معناداری بر تغییر ارتباط بین استراتژی محافظه‌کارانه و سرمایه‌گذاری کمتر از حد داشته باشد.

با توجه به یافته‌های پژوهش، هیات مدیره‌ها می‌بایستی نسبت به اعمال محافظه‌کاری توجه بیشتری را داشته باشند زیرا، در صورت عدم اجرای رویه‌های مربوط به آن مدت زمان زیادی لازم است که پیامدهای عملکردی مشخص گردند. هیات مدیره می‌بایستی نسبت به انگیزه و فرصت‌های مرتبط با تغییرات در عوامل رفتاری مدیرعامل آگاهی داشته باشند زیرا، ممکن است فرصتی برای بهبود عملکرد، کاهش ریسک و یا به تاخیر انداختن پیامدهای منفی سرمایه‌گذاری فراهم شود. به عبارتی، در نظر گرفتن اثر پاداش در رفتار مدیران باعث افزایش کیفیت رویکردهای تجاری شرکت می‌شود. الگوهای کنونی پاداش مبتنی بر این فرض هستند که عملکرد مدیر بر اساس عوامل شرکتی در یک نقطه از زمان تعیین می‌شود و چسبندگی و مقاومت‌های موثر بر آن در نظر گرفته نمی‌شوند.

به منظور تکمیل نتایج این پژوهش پیشنهاد می‌شود در آینده به بررسی اثر تعاملی ساختار مالکیت و اعتماد به نفس بیش از اندازه بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته شود و به منظور شناخت رفتارهای عملکردی مدیران در بلند مدت به بررسی تفاوت‌های ناشی از استراتژی‌های شرکت پرداخته شود.

در پژوهش حاضر محدودیت‌هایی از جمله روش اندازه‌گیری استراتژی‌ها حاکم است. با توجه به اینکه خوش بینی مدیران جز خصوصیات شخصیتی و درونی مدیران بوده و به صورت مستقیم قابلیت مشاهده و اندازه‌گیری ندارد، لازم است در تعمیم نتایج دقت لازم صورت پذیرد.

## منابع

- برزیده، فرخ؛ جوانی قلندری، موسی و عابد عظیمی. (۱۳۹۷). «تأثیر استراتژی‌های تجاری بر کارایی سرمایه‌گذاری»، فصلنامه دانش حسابداری، ۹، (۴)،
- بنابی قدیم، رحیم؛ واعظ، سید علی و الهام اصغری زنوزی. (۱۳۹۹). «تأثیر استراتژی کسب‌وکار بر قابلیت مقایسه صورت‌های مالی با تأکید بر نقش عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران»، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۲، (۱)، ۳۹-۵۶.
- بهمن پور، فرید و احمد صادقی. (۱۳۹۷). «بررسی رابطه بین هزینه نمایندگی و پاداش پرداختی به مدیران در شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس ملی اندیشه‌های نوین و خلاق در مدیریت»، حسابداری مطالعات حقوقی و اجتماعی، خوی، دانشگاه آزاد اسلامی زرگان - آموزش عالی علامه خویی وابسته به وزارت علوم تحقیقات و فناوری.
- بیات، مرتضی؛ نوروزی، محمد، میر اشرفی، زهرا و علی اکبر پورموسی. (۱۳۹۹). «بررسی عوامل رفتاری مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت». پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۹، (۳)، ۵۳-۷۶.
- جوادی، نوید و سیروس فتاحی. (۱۳۹۵). «بررسی تأثیر پاداش مدیران بر ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». راهبرد مدیریت مالی، ۴، (۳)، ۶۹-۹۴.
- دیانتی دیلمی، زهرا؛ بنی مهد، بهمین؛ روستایی دره میانه، الهام. (۱۳۹۴). رابطه بین استراتژی‌های تجاری شرکت و سطح اجتناب مالیاتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه مالیات، ۲۵، ۱۰۵-۱۲۷.
- راشدی پور، مهناز. (۱۳۹۶). «بررسی تأثیر اندازه شرکت و سیاست تقسیم سود بر سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، همایش بین‌المللی جامع حسابداری ایران.
- سدیدی، مهدی، احمدوند، میثم. (۱۳۹۸). تأثیر ماهیت راهبری شرکتی بر سودآوری استراتژی‌های شتاب در قالب فرضیه‌های فشار بازار و جبهه‌گیری مدیریت. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۶، (۶۲)، ۹۷-۱۲۵.
- شاکری، رباب، مرفوع، محمد. (۱۳۹۷). تأثیر استراتژی‌های کسب‌وکار بر محیط اطلاعاتی

- شرکت‌ها. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۵(۵۹)، ۵۹-۸۲.
- گرچی زاده، داود و حامد خانمحمدی. (۱۳۹۶). «بررسی اثرات عوامل مالی رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران انفرادی». دانش سرمایه‌گذاری، ۶(۲۴)، ۲۷۵-۲۹۲.
- مقدم، عبدالکریم؛ محسن، حسنی و الهه طالبی. (۱۳۹۷). «تأثیر استراتژی تجاری بر رابطه بین ارزش‌گذاری بیش از حد سهام و خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، دومین کنفرانس بین‌المللی تحولات نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، تهران، موسسه آموزش عالی علامه خویی (ره) - شرکت بین‌المللی کوش.
- نظری، محدثه؛ محسن، هاشمی گهر و مهدی ابراهیمی مقدم. (۱۳۹۷). «بررسی ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی با پاداش مدیران در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، دومین کنفرانس بین‌المللی تحولات نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، تهران، موسسه آموزش عالی علامه خویی (ره) - شرکت بین‌المللی کوش.
- واعظ، سیدعلی؛ منتظر حجت، امیرحسین، بنایی قدیم، رحیم. (۱۳۹۸). «تأثیر ابعاد افق زمانی سود بر پاداش هیئت مدیره»، مجله علمی-پژوهشی دانش حسابداری، ۱۰، (۳)، ۲۳۳-۲۵۸.
- هدایتی‌پور، مرضیه، نصیرزاده، فرزانه. (۱۳۹۷). بررسی رابطه بین مدل‌های کیفیت گزارشگری مالی، زمانبندی تعهدات، کارایی و عدم کارایی سرمایه‌گذاری. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۵(۵۸)، ۷۹-۱۰۵.

- Aggarwal, R., and A. Samwick. (2006). "Empire-builders and shirkers: Investment, firm performance, and managerial incentive". *Journal of Corporate Finance*, 12 (3): 489-515.
- Agustia, D., Muhammad, N., & Permatasari, Y. (2020). "Earnings management, business strategy, and bankruptcy risk: evidence from Indonesia". *Heliyon*, 6,(2), e03317.
- Armstrong, C., and R. Vashishtha. (2012). "Executive stock options, differential risk-taking incentives, and firm value". *Journal of Financial Economics*, 104, (1): 70-88.
- Bentley, K. A., T. C. Omer, and N. Y. Sharp. (2013). "Business strategy, financial reporting irregularities, and audit effort". *Contemporary Accounting Research* 30, (2), 780-817.
- Bentley, K., T. C. Omer, and B. J. Twedt. (2014). "Does Business Strategy Impact a Firm's Information Environment?". *Working*

- paper, UNSW Australia and Texas A&M University.
- Biddle, G. C., G. Hilary, and R. S. Verdi. (2009). "How does financial reporting quality relate to investment efficiency?". *Journal of Accounting & Economics*, 48, (2/3), 112–131
- Bizjak, J. M., J. A. Brickley, and J. L. Coles. (1993). "Stock-based incentive compensation and investment behavior". *Journal of Accounting & Economics*, 16, (1/3), 349–372.
- Boyd, B. K., and A. Salamin. (2001). "Strategic reward systems: A contingency model of pay system design". *Strategic Management Journal* 22, (8), 777–792.
- Chen, G.Z., Keung, E.C. (2019). "The impact of business strategy on insider trading profitability". *Pac. Basin Finance J*, 55, (April), 270–282.
- Chen, M. A., D. T. Greene, and J. E. Owers. (2015). "The costs and benefits of clawback provisions in CEO compensation". *The Review of Corporate Finance Studies*, 4, (1), 108–154.
- Cheng, S. (2004). "R&D expenditures and CEO compensation". *The Accounting Review*, 79, (2), 305–328.
- Cho, T. S., and D. C. Hambrick. (2006). "Attention patterns as mediators between top management team characteristics and strategic change: The case of airline deregulation". *Organization Science*, 17, (4), 453–469.
- Conant, J. S., M. P. Mokwa, and P. R. Varadarajan. (1990). "Strategic types, distinctive marketing competencies and organizational performance: A multiple measures-based study". *Strategic Management Journal* 11, (5), 365–383.
- Eisdorfer, A., C. Giaccotto, and R. White. (2013). "Capital structure, executive compensation, and investment efficiency". *Journal of Banking & Finance*, 37, (2), 549–562.
- FRANCIS, J.; R. LAFOND; P. OLSSON; AND K. SCHIPPER. (2005). "The Market Pricing of Accruals Quality." *Journal of Accounting and Economics*, 39, 295–327.
- Gomez-Mejia, L. R., T. M. Welbourne, and R. M. Wiseman. (2000). "The role of risk sharing and risk taking under gainsharing". *The Academy of Management Review*, 25, (3), 492–507.
- Graham, R. C. Jr., and K. D. Frankenberger. (2000). "The contribution of changes in advertising expenditures to earnings and market values". *Journal of Business Research*, 50, (2), 149–155.
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). "Business strategy, overvalued equities, and stock price crash risk". *Research in International Business and Finance*, 39, 389–405.
- Hambrick, D. (1983). "Some tests of the effectiveness and functional attributes of Miles and Snow's strategic types". *Academy of Management Journal*, 26, (1), 5–26.

- Hambrick, D. (2003). "On the staying power of Miles and Snow's defenders, analyzers and prospectors". *The Academy of Management Executive*, 17, (4), 115-118.
- Hart, O., and J. Moore. (1995). "Debt and seniority: An analysis of the role of hard claims in constraining management". *The American Economic Review*, 85, (3), 567-585.
- Higgins, D., T. C. Omer, and J. D. Phillips. (2015). "The influence of a firm's business strategy on its tax aggressiveness". *Contemporary Accounting Research*, 32, (2), 674-702.
- Huddart, S. J., and B. Ke. (2007). "Information asymmetry and cross-sectional variation in insider trading". *Contemporary Accounting Research*, 24, (1), 195-232.
- Jensen, M. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers". *The American Economic Review*, 76, (2), 323-329.
- Lambert, R. A. (1986). "Executive effort and selection of risky projects". *The RAND Journal of Economics*, 17, (1), 77-88.
- Liu, X.B. (2017). "Can Overconfident Executives Restrain Overinvestment?". *Modern Economy*, 2017, 8, 1056-1068.
- Malmendier, U., and G. Tate. (2009). "Superstar CEOs". *The Quarterly Journal of Economics*, 124, (4), 1593-1638.
- Miles, R. E., and C. C. Snow. (1978). *Business Strategy, Structure and Process*. New York, NY, McGraw-Hill.
- Modigliani, F., and M. H. Miller. (1958). "The cost of capital, corporation finance, and the theory of investments". *The American Economic Review*, 48, (3), 261-297.
- Myers, S. C. (1977). "Determinants of corporate borrowing". *Journal of Financial Economics*, 5, (2), 147-176.
- Myers, S. C., and N. S. Majluf. (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics*, 13, (2), 187-221.
- Naiker, V., F. Navissi, and V. G. Sridharan. (2008). "The agency cost effects of unionization on firm value". *Journal of Management Accounting Research*, 20, (1): 133-152.
- Navissi Farshid, VG Sridharan, Mehdi Khedmati, Edwin KiaYang Lim, and Egor Evdokimov. (2017). "Business Strategy, Over-(Under-) Investment, and Managerial Compensation". *Journal of Management Accounting Research*, 29,(2), 63-86.
- Rajagopalan, N. (1997). "Strategic orientations, incentive plan adoptions, and firm performance: Evidence from electric utility firms". *Strategic Management Journal*, 18, (10), 761-785.
- Rajagopalan, N., and S. Finkelstein. (1992). "Effects of strategic orientation and environmental change on senior management reward systems". *Strategic Management Journal*, 13, (S1), 127-141.



- Sabherwal, R., and Y. E. Chan. (2001). "Alignment between business and IS strategies: A study of prospectors, analyzers and defenders". *Information Systems Research*, 12, (1), 11–33.
- Snow, C., and D. Hambrick. (1980). "Measuring organizational strategies: Some theoretical and methodological problems". *The Academy of Management Review*, 5, (4), 527–538.
- Thomas, A. S., and K. Ramaswamy. (1996). "Matching managers to strategy: Further tests of the Miles and Snow typology". *British Journal of Management*, 7, (3), 247–261.
- Xin chen, and Yong Son, and Xiaodong Xu. (2016). "Free cash flow, over-investment and corporate governance in China". *Pacific-Basin Finance Journal Volume*, 37, April 2016, 81-103.
- Yin liu, Huiqi Gan, KHondkar Karim. (2018). *Advances in Accounting Volume 40*, March 2018, 61-75.
- Zhang, H.H. (2017). "Uncertainty, Incentive and Over/Under-Investment". *Open Journal of Business and Management*, 5, 450-457.

