

Board Busyness and Financial Decisions with Emphasis on Firm's Life Cycle Stages

Meysam Noshadi^{*1}, Zeynab Karimi²

1. Assistant Professor in Accounting, Jahrom University, Shiraz, Iran. Corresponding author:
Meysam.noshadi85@gmail.com

2. Ph. D in Accounting, Shahid University of Ahwaz, Khuzestan, Iran.
Zeynabkarimi11@yahoo.com

ARTICLE INF	ABSTRACT
Received: 2024-01-02 Last Revision: 2024-03-05 Accepted: 2024-03-10	The board of director's busyness in the sense of simultaneously being a member of the board in other companies is one of the manager's characteristics in the corporate governance mechanisms of a company, which has also been considered in recent studies. The aim of this paper is to investigate the relationship between the busyness of the board members and financial decisions and the moderating effect of life cycle stages on this relationship. Statistical analysis was done using sample data consisting of 174 companies accepted in Tehran Stock Exchange during the years 2011 to 2023. To test hypotheses, regression models with least squares estimator and dynamic panel method with generalized moments of moments estimator were used as complementary methods. The results showed that the board of director's busyness has a positive and significant relationship with the variables of cash holdings, also positive and significant relationship with sales, general and administrative expenses, and a negative and significant relationship with capital expenditures. Also, the findings indicate the moderating role of the stages of the life cycle stages in the relationship between the busyness of the board members with cash holdings and capital expenditures. Supplementary tests confirm the strength of the main results. The results of the research show that caution should be used in recruiting busy members in the structure of the board of directors because a high ratio of busy members causes ineffective decisions such as reducing capital expenditures, increasing cash holdings and increasing sales, general and administrative costs.
* Corresponding author: Meysam Noshadi Assistant Professor in Accounting, Jahrom University, Shiraz, Iran. Email: Meysam.noshadi85@gmail.com	

Introduction

After the financial scandals at the beginning of present century, many legislative bodies tried to reform the corporate governance system. One of the things that most of the legislators emphasized was the increase in the use of non-commissioned (independent) members in the structure of the board of directors as one of the main pillars of the corporate governance system. In the Iranian capital market, the stock exchange organization in the corporate governance guidelines approved in 2008, which was revised in 2018 and 2022, article four of the guidelines states that "the majority of the board members must be non-commissioned and the number of independent members of the board of directors should not be less than 20% of the total number of members of the board" (Instructions for corporate governance of issuers registered in the Stock Exchange Organization, 2022). It seems that the requirement of laws to use non-commissioned members in the board of directors encourages managers to serve in the board of directors of many companies. This has caused a number of members of the board of directors of companies to be simultaneously and jointly members of the board of directors of other companies. In recent financial literature, this phenomenon is referred to as the busyness of board members. Board member busyness means, being a member of the board of directors as a member of the board of directors of other companies at the same time (Fitch and Shivadasani, 2006; Jiraporn et al., 2009). The significant increase in the number of busy managers in recent years raises an important question about their effectiveness in the corporate governance mechanism and the company's financial decisions. The aim of this paper is to investigate the relationship between the busyness of the board members and financial decisions and the moderating effect of life cycle stages on this relationship. **Hypothesis**

H1: There is a positive and significant relationship between the busyness of the board members and the firm's cash holdings.

H2: There is a positive and significant relationship between the busyness of the board members and the firm's capital expenditures.

H3: There is a positive and significant relationship between the busyness of the board members and the firm's sale, general and administrative costs.

H4: The relationship between the busyness of board members and cash holdings is stronger in the introduction stage of the life cycle compared to the growth stage.

H5: The relationship between the busyness of board members and cash holdings is stronger in the decline stage of the life cycle compared to the maturity stage.

H6: The relationship between the busyness of board members and capital expenditures is stronger in the growth stage of the life cycle compared to the introduction stage.

H7: The relationship between the busyness of board members and capital expenditures is stronger in the maturity stage of the life cycle compared to the decline stage.

H8: The relationship between the busyness of board members and sales, general and administrative costs is stronger in the introduction stage of the life cycle compared to the growth stage.

H9: The relationship between the busyness of board members and sales, general and administrative costs is stronger in the decline stage of the life cycle compared to the maturity stage.

Methods

The statistical population in this research included the companies accepted in Tehran Stock Exchange (TSE) during the period of 2011 to 2022. The sample consist of companies with financial year ending in March and have not changed their financial year during the period of time, companies that are not active in the field of finance, investment, banking, insurance, and holding, and companies that have information about those who disclosed the need to calculate research variables were selected for statistical tests. Finally, 174 companies were selected for statistical analysis in the form of a balanced panel work file with 2088 firm – year observations. Variables definitions are coming below.

The dependent variables of the research include cash holdings, capital expenditures, and sales, general, and administrative (SG&A) costs. The independent variable is the busyness of the board members (Busyness) and the moderating variable is the stages of the life cycle (LCS). Control Variables are firm size, debt ratio, tangibility, cash flow, sale growth, return on asset, working capital ratio, Concentration of ownership, and firm's age.

Results

The results showed that the busyness of the board members has a significant relationship with the variables of cash holding, capital expenditures and sales, general and administrative (SG&A) expenses. Also, the findings show the moderating role of the life cycle stages in the

relationship between the busyness of the board members with cash holding and capital expenditures, while the moderating effect of the life cycle stages on the relationship between the busyness of the board members and SG&A costs was not meaningful. Supplementary tests with generalized methods of moments (GMM) confirm the strength of the main results.

Discussion and Conclusion

Corporate policy makers and researchers are not agreed on the effectiveness of busy board members. Policy makers believe that a ceiling should be set for board members in other companies, while researchers have reported conflicting results about the effectiveness of these managers. The findings of this research show that the busyness of the board members can be harmful to the company's financial decisions in general and through increasing the cash holdings, increasing the level of sales, general and administrative (SG&A) expenses and reducing capital expenditures, and finally, it reduce the shareholder's wealth. Also, the findings of the present study showed that the effect of the busyness of board members on financial decisions (cash holdings and capital expenditures) is affected by firm's life cycle stages. These findings are in agreement with the evidence presented in previous researches, including Amin et al. (2023), Alqahtani et al. (2022), Bolton and Zhao (2022) and Li and Luke (2020), which confirm the view of busyness about the effectiveness of busy board members. As a result, it can be implicitly stated that the busyness of board members in Tehran Stock Exchange companies reduces the effectiveness of corporate governance mechanisms and has a negative effect on financial performance and weakens financial decisions.

Keywords: Busyness of Board Members, Financial Decisions, Corporate Life Cycle, Generalized Methods of Moments.



مشغله اعضای هیات مدیره و تصمیم‌های مالی با تأکید بر مراحل چرخه عمر شرکت

دکتر میثم نوشادی^{۱*}، دکتر زینب کریمی^۲

چکیده: مشغله اعضای هیات مدیره به معنای عضویت همزمان در هیات مدیره سایر شرکت‌ها، از جمله ویژگی‌های مدیران در مکانیسم‌های راهبری شرکتی است که در پژوهش‌های اخیر نیز مورد توجه قرار گرفته است. هدف پژوهش حاضر بررسی ارتباط بین مشغله اعضای هیات مدیره و تصمیم‌های مالی و اثر تعدیلی مراحل چرخه عمر بر این رابطه است. تجزیه و تحلیل آماری با استفاده از داده‌های نمونه‌ای متشکل از ۱۷۴ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۴۰۱ صورت پذیرفت. برای آزمون فرضیه‌ها از الگوهای رگرسیونی با برآوردگر حداقل مربعات و روش پانل پویا با برآوردگر گشتاورهای تعمیم یافته به عنوان روش مکمل استفاده شد. نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان داد مشغله اعضای هیات مدیره با متغیرهای نگهداشت وجه نقد ارتباط مثبت و معنادار، با هزینه‌های فروش، عمومی و اداری نیز ارتباط مثبت و معنادار و با مخارج سرمایه‌ای ارتباط منفی و معنادار دارد. همچنین یافته‌ها بیانگر نقش تعدیل‌گری مراحل چرخه عمر در ارتباط بین مشغله اعضای هیات مدیره با نگهداشت وجه نقد و مخارج سرمایه‌ای است. آزمون‌های تکمیلی استحکام نتایج اصلی را تایید می‌نماید. نتایج پژوهش نشان می‌دهد برای استفاده از اعضای پرمشغله در ساختار هیات مدیره بایستی احتیاط شود زیرا نسبت بالای اعضای پرمشغله باعث تصمیم‌های ناکارا از جمله کاهش مخارج سرمایه‌ای، افزایش نگهداشت وجه نقد و افزایش هزینه‌های فروش، عمومی و اداری می‌شود.

کلیدواژه‌ها: مشغله اعضای هیات مدیره، تصمیم‌های مالی، چرخه عمر، گشتاورهای تعمیم یافته.

۱. استادیار حسابداری، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه جهرم، شیراز، ایران Meysam.noshadi85@gmail.com

۲. دکتری حسابداری، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی، دانشگاه شهید چمران اهواز، خوزستان، ایران

Zeynabkarimi11@yahoo.com

پذیرش: ۱۴۰۲/۱۲/۲۰

اصلاحات نهایی: ۱۴۰۲/۱۲/۱۵

دریافت: ۱۴۰۲/۱۰/۱۲

۱. مقدمه

پس از رسوایی‌های مالی ابتدای قرن حاضر بسیاری از نهادهای قانون‌گذار اقدام به اصلاح ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی نمودند. یکی از مواردی که غالب قانون‌گذاران بر آن تأکید نمودند افزایش استفاده از اعضای غیرموظف (مستقل) در ساختار هیأت مدیره به عنوان یکی از اصلی‌ترین ارکان نظام راهبری شرکتی بود. یکی از مهم‌ترین قوانین در این راستا توسط کمیسیون بورس اوراق بهادار ایالات متحده تحت عنوان قانون ساربینز - اکسلی^۱ در سال ۲۰۰۲ تصویب و اجرا شد که مطابق با مفاد این قانون شرکت‌های ملزم به استفاده حداکثری از اعضای مستقل در هیأت مدیره شدند (آندرس^۲ و همکاران، ۲۰۱۳؛ هاوسر^۳، ۲۰۱۸). در بازار سرمایه ایران نیز سازمان بورس اوراق بهادار در دستورالعمل حاکمیت شرکتی مصوب سال ۱۳۸۶ که در سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۴۰۱ مورد بازنگری قرار گرفت، ماده چهار دستورالعمل بیان می‌کند «اکثریت اعضای هیأت مدیره باید غیرموظف باشند و تعداد اعضای مستقل هیأت مدیره نباید کمتر از ۲۰٪ تعداد کل اعضای هیأت مدیره باشد» (دستورالعمل حاکمیت شرکتی ناشران ثبت شده در سازمان بورس اوراق بهادار، ۱۴۰۱). به نظر می‌رسد الزام قوانین به استفاده از اعضای غیرموظف در هیأت مدیره باعث تشویق مدیران به خدمت در هیأت مدیره شرکت‌های متعدد می‌شود. این امر سبب شده است تا تعدادی از اعضای هیأت مدیره شرکت‌ها به طور همزمان و مشترک عضو هیأت مدیره سایر شرکت‌ها باشند. در ادبیات مالی اخیرا از این پدیده تحت عنوان مشغله اعضای هیأت مدیره یاد می‌شود. مشغله یک عضو هیأت مدیره به معنی عضویت همزمان در هیأت مدیره سایر شرکت‌ها است (فیچ و شیواداسانی^۴، ۲۰۰۶؛ جیراپورن^۵ و همکاران، ۲۰۰۹). طبق دستورالعمل حاکمیت شرکتی سازمان بورس اوراق بهادار «هیچ یک از اعضای هیأت مدیره شرکت‌ها نباید اصالتاً یا به نمایندگی از شخص حقوقی همزمان در بیش از سه شرکت ثبت شده نزد سازمان بورس یا نهادهای مالی، به عنوان عضو هیأت مدیره انتخاب شوند» (دستورالعمل حاکمیت شرکتی سازمان بورس اوراق بهادار، ۱۴۰۱).

افزایش چشمگیر تعداد مدیران پرمشغله در سال‌های اخیر سوال مهمی را در مورد اثربخشی آنها در مکانیسم راهبری شرکتی و نحوه اثرگذاری آنان بر تصمیم‌های مالی و سرمایه‌گذاری ایجاد می‌کند. زیرا نظارت و مشاوره نیازمند زمان و تلاش قابل توجه توسط مدیران برای جمع‌آوری اطلاعات و نظم بخشیدن به اقدامات آنها است (هاوسر، ۲۰۱۸). این مسأله زمانی که مشغله اعضای هیأت مدیره باعث غیبت آنها در جلسات هیأت مدیره شود دارای اهمیت بیشتری نیز خواهد بود (جیراپورن و همکاران، ۲۰۰۹). در پژوهش‌های اخیر تأثیر وجود اعضای پرمشغله در هیأت مدیره

شرکت‌ها بر کیفیت ساز و کارهای راهبری شرکتی و تصمیم‌های مالی بررسی شده است. جیراپورن و همکاران (۲۰۰۹)، فریس^۶ و همکاران (۲۰۰۳)، فیچ و شیواداسانی (۲۰۰۶) و فیلد^۷ و همکاران (۲۰۱۳) تأثیر مشغله اعضای هیأت مدیره بر اثربخشی مکانیسم‌های راهبری شرکتی را بررسی کرده‌اند. ویلسون^۸ و همکاران (۲۰۱۳) تأثیر مدیران پرمشغله بر تامین مالی را بررسی نمودند، فیلد و همکاران (۲۰۱۳)، آندرس و همکاران (۲۰۱۳)، پاندى^۹ و همکاران (۲۰۱۹) و لی و لوک^{۱۰} (۲۰۲۰) تأثیر مدیران پرمشغله بر عملکرد شرکت را بررسی کردند. تأثیر مدیران پرمشغله بر تصمیم‌های مالی شرکتی نیز در برخی از پژوهش‌های قبلی از جمله تارکوفسکا^{۱۱} (۲۰۱۳)، چو و فنگ^{۱۲} (۲۰۱۹)، القحطانی^{۱۳} و همکاران (۲۰۲۲)، و امین و همکاران (۲۰۲۳) موضوع پژوهش بوده است. در پژوهش‌های اندک داخل کشور نیز، فروغی و علیداد شمس‌آبادی (۱۳۹۶) تأثیر هیأت مدیره مشترک بر افشای اختیاری و کیفیت سود و بذرافشان و خراسانیان (۱۳۹۸) رابطه بین مدیران پرمشغله و مدیریت سود را بررسی نموده‌اند. یکی از مسائل مهم در ارتباط با اعضای پرمشغله هیأت مدیره که تاکنون پاسخ مناسبی به آن داده نشده است ارتباط و نحوه اثرگذاری این مدیران با تصمیم‌های مالی شرکتی از جمله تصمیم‌های نگهداشت وجه نقد، مخارج سرمایه‌ای و هزینه‌های فروش، عمومی و اداری است. برخی از پژوهش‌گران درباره تأثیر مثبت مشغله هیأت مدیره بر عملکرد مالی و سایر تصمیم‌های مالی شواهد تجربی ارائه نموده‌اند و برای توصیف اثرگذاری مثبت مشغله هیأت مدیره به تجربه کاری (فاما و جنسن، ۱۹۸۳)، روابط سیاسی (فاما و جنسن، ۱۹۸۳)، واکنش مثبت بازار (فریس و همکاران، ۲۰۰۳) و توانایی این مدیران (ماسولیس و موبز، ۲۰۱۴) استناد نموده‌اند. در مقابل دسته دیگری معتقدند مشغله هیأت مدیره آثار منفی بر عملکرد مالی و تصمیم‌های مالی می‌گذارند که برای توصیف این نتایج به دلایلی مانند کاهش اثربخشی نظارت (کیم و همکاران، ۲۰۲۰)، تضعیف عملکرد شرکت و افزایش احتمال اخراج مدیران (فیچ و شیواداسانی، ۲۰۰۶)، غیبت‌های متوالی در جلسات هیأت مدیره به دلیل کمبود وقت (جیراپورن و همکاران، ۲۰۰۹) و واکنش منفی بازار (آن و همکاران، ۲۰۱۰) استناد نموده‌اند. لذا این مسأله که چه ارتباطی بین مشغله اعضای هیأت مدیره و تصمیم‌های مالی وجود دارد تاکنون پاسخ روشنی به آن داده نشده است. همچنین ارتباط بین مشغله اعضای هیأت مدیره و تصمیم‌های مالی در طی مراحل چرخه عمر نیز از جمله سوالاتی است که در پژوهش‌های قبلی کمتر مورد توجه بوده است. پژوهش‌های قبلی دیدگاه ایستا نسبت به مشغله اعضای هیأت مدیره داشته‌اند و تفاوت در میزان مشغله مدیران در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت را لحاظ نکرده‌اند.

پژوهشگرانی از قبیل بون و پتیگرو^{۱۴} (۲۰۰۹)، پرولت و مک‌هیو^{۱۵} (۲۰۱۵)، و القحطانی و همکاران (۲۰۲۲) اعتقاد دارند ارتباط بین مشغله اعضای هیأت مدیره و تصمیم‌های مالی در طی مراحل چرخه عمر بایستی به دقت بررسی شود. اگرچه نقش نظارتی مدیران پرمشغله به ارزش و عملکرد شرکت می‌افزاید، اما اهمیت این عملکرد می‌تواند در طول مراحل چرخه عمر شرکت متفاوت باشد، زیرا منابع، نقش‌های استراتژیک و استراتژی‌های شرکتی می‌توانند در مراحل چرخه عمر متفاوت باشند (فیلاتوچف و رایت^{۱۶}، ۲۰۰۵؛ آقایی و همکاران، ۱۳۹۷).

با توضیحات ارائه شده، هدف این پژوهش بررسی ارتباط بین اعضای پرمشغله هیأت مدیره و تصمیم‌های مالی و اثر تعدیلی مراحل چرخه عمر بر این روابط بوده است. ساختار بخش‌های بعدی مطالعه این گونه است که ابتدا مبانی نظری و تجربی پژوهش و طرح فرضیه‌های پژوهش توصیف شده است. در ادامه روش پژوهش و جزئیات آن تشریح شده و سپس یافته‌ها به تفصیل تشریح شده است. در بخش پایانی نیز نتیجه‌گیری آورده شده است.

۲. مبانی نظری و تجربی پژوهش

ادبیات راهبری شرکتی دو دیدگاه رقیب را در مورد اثربخشی اعضای پرمشغله هیأت مدیره مطرح نموده‌اند: دیدگاه شهرت (کارشناسی) و دیدگاه مشغله. دیدگاه اول با استفاده از نظریه مبتنی بر منابع^{۱۷}، بیان می‌کند مدیرانی که همزمان در چندین هیأت مدیره خدمت می‌کنند واجد شرایط-تر از مدیران کم‌مشغله هستند زیرا آنها به منابع مختلف اطلاعات و تجربه موقعیت‌های مختلف دسترسی دارند و قادر به افزایش شهرت خود و شرکتی هستند که به آن خدمت می‌کنند (فاما و جنسن^{۱۸}، ۱۹۸۳؛ فیلد و همکاران، ۲۰۱۳؛ ماسولیس و موبز^{۱۹}، ۲۰۱۱؛ امین و همکاران، ۲۰۲۳). ماسولیس و موبز (۲۰۱۱) بیان کردند بازار کار، کیفیت مدیران پرمشغله را می‌شناسد و بسیاری از شرکت‌ها مدیران پرمشغله را به خاطر صلاحیت‌های بالایشان استخدام می‌کنند. فیلد و همکاران (۲۰۱۳) بیان کردند شرکت‌ها عمداً مدیران پرمشغله را به دلیل داشتن تخصص و تجربه بالا انتخاب می‌کنند. میس (۱۹۸۶) نشان داد شرکت‌ها از شهرت یا روابط مدیران پرمشغله برای دیده شدن و قراردادهای تجاری خود بهره می‌برند. ویلسون و همکاران (۲۰۱۳) طبق این دیدگاه بیان کردند مدیران پرمشغله از شهرت و روابط خود در طی دوران پریشانی مالی بهره می‌برند تا منابع مالی کم‌هزینه برای شرکت‌های متبوع جذب کنند. طبق این دیدگاه مشغله اعضای هیأت مدیره بایستی باعث افزایش اثربخشی نظام راهبری شرکتی و بهبود عملکرد شرکت شود. نتایج پژوهش‌های قبلی

از جمله فیلد و همکاران (۲۰۱۳) و پاندی و همکاران (۲۰۱۹) موید پیش‌بینی دیدگاه اول بوده و ارتباط مثبت بین مشغله اعضای هیات مدیره و عملکرد و ارزش شرکت را گزارش کرده‌اند. دیدگاه دوم منعکس‌کننده دیدگاه مشغله کاری است (آدامز^{۲۰} و همکاران، ۲۰۱۰؛ آن و همکاران، ۲۰۱۰؛ کر^{۲۱} و همکاران، ۱۹۹۹؛ فیچ و شیوداسانی، ۲۰۰۶؛ هاوسر، ۲۰۱۸، پری و پیر^{۲۲}، ۲۰۰۵) و محدودیت مدیران پرمشغله برای اختصاص زمان کافی جهت نظارت و مشاوره برای تصمیم‌گیری‌های شرکتی را بیان می‌کند. این دیدگاه عملکرد منفی شرکت را به مشغله اعضای هیات مدیره نسبت می‌دهد. کر و همکاران (۱۹۹۹) بیان کردند مدیران پرمشغله باعث پرداخت دستمزد بیش از حد به مدیران عامل شده و غیبت بیشتری در جلسات هیات مدیره دارند، که ناشی از نظارت و مشاوره مدیریتی ضعیف‌تر این اعضا است. برخی دیگر شواهدی ارائه دادند که اعضای هیات مدیره پرمشغله باعث کاهش ارزش سهامداران (فریس و همکاران، ۲۰۰۳؛ آن و همکاران، ۲۰۱۰؛ امین و همکاران، ۲۰۲۳)، افزایش احتمال تقلب در گزارشگری مالی (بیزلی، ۱۹۹۶)؛ کاهش انگیزه و احتمال دریافت اظهارنظر مقبول حسابرس (هانتون و رز^{۲۳}، ۲۰۰۸) و در نهایت موجب افزایش بیش از حد دستمزد و پاداش مدیر عامل می‌شوند (کر و همکاران، ۱۹۹۹؛ آندرس و همکاران، ۲۰۱۳). طبق دیدگاه دوم بایستی مشغله اعضای هیات مدیره باعث کاهش کیفیت نظام راهبری شرکتی و تضعیف عملکرد و ارزش شرکت شود.

۲-۱. مشغله اعضای هیات مدیره و نگهداشت وجه نقد

نگهداری وجه نقد مازاد به دلیل داشتن هزینه نمایندگی جریان نقد آزاد باعث کاهش ارزش وجه نقد و واکنش منفی بازار می‌شود (نوروزی و خدادادی، ۱۳۹۵). بنابراین افزایش نگهداشت وجه نقد در منظر سرمایه‌گذاران به عنوان تصمیمی ناکارا تلقی می‌شود و لذا انتظار می‌رود ساز و کارهای حاکمیت شرکتی اثربخش از نگهداری وجه نقد مازاد بر نیازهای ضروری اجتناب نمایند. طبق نظریه نمایندگی، نقش هیات مدیره می‌تواند از مشغله اعضای هیات مدیره متأثر شود (فریس و همکاران، ۲۰۰۳؛ فالاتو و همکاران، ۲۰۱۴). این تأثیر با محدودیت‌های زمانی بر اعضای پرمشغله هیات مدیره به دلیل عضویت‌های متعدد آن‌ها توضیح داده می‌شود، که مشکلات جدی برای انجام وظایف محوله هر مدیر و مشارکت وی در تصمیم‌گیری‌های مهم شرکتی ایجاد می‌کند (والش و سوارد^{۲۴}، ۱۹۹۰). افزایش سطح مشغله اعضای هیات مدیره بر حضور آنها در جلسات هیات مدیره شرکت‌های متبوع تأثیر منفی می‌گذارد (جیراپورن و همکاران، ۲۰۰۹). در نتیجه، اعضای پرمشغله

هیأت مدیره در انجام وظایف خود در مورد تصمیم‌های استراتژیک در مورد مدیریت نقدینگی کمتر مؤثر هستند و مشارکت آنها در پیشنهادها چالش برانگیز مدیریتی محدود است، که ممکن است در نهایت منجر به افزایش نگهداشت وجه نقد شود. فالاتو و همکاران (۲۰۱۴) نشان دادند که نقش نظارتی اعضای مستقل هیأت مدیره زمانی که دارای چندین سمت مدیریت هستند، کمتر مؤثر است. بنابراین، هنگامی که مدیران عامل در انتصاب اعضای هیأت مدیره دخالت دارند، تمایل دارند مدیران پرمشغله را برای نظارت آزاد بر فعالیت‌های خود انتخاب کنند (شیوداسانی و پرماک^{۲۵}، ۱۹۹۹). کالجوا و لینز^{۲۶} (۲۰۰۷) استدلال کردند حاکمیت شرکتی با کیفیت پایین در محیط‌هایی با حمایت ضعیف سرمایه‌گذار می‌تواند منجر به نگهداری وجه نقد بالاتر شود. بنابراین فرضیه اول به فرم زیر طرح می‌شود:

فرضیه ۱: بین مشغله اعضای هیأت مدیره و نگهداشت وجه نقد رابطه مستقیم و معنی‌داری وجود دارد.

۲-۲. مشغله اعضای هیأت مدیره و مخارج سرمایه‌ای

ناکارآمدی نقش مشورتی اعضای پرمشغله هیأت مدیره ممکن است منجر به تصمیمات مخارج سرمایه‌ای ضعیف و ناکارا شود. در حمایت از این دیدگاه، چن و چن (۲۰۱۲) استدلال کردند که محدودیت‌های زمانی اعضای پرمشغله منجر به ارزیابی ناکارآمد فرصت‌های سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی می‌شود که در هیأت مدیره آنها خدمت می‌کنند. علاوه بر این، مفهوم خطوط گسل که از نظریه هویت اجتماعی کازمارک^{۲۷} و همکاران (۲۰۱۲) استنباط شده است بر انسجام اعضای هیأت مدیره تأثیر دارد. بر اساس این دیدگاه، انتصاب اعضای پرمشغله در هیأت مدیره یک شرکت باعث افزایش برجستگی شکاف میان اعضای هیأت مدیره می‌شود، در نتیجه اثربخشی اعضای هیأت مدیره از نظر کیفیت مشاوره مورد نیاز برای تصمیم‌گیری کارآمد در رابطه با مخارج سرمایه‌ای را تضعیف می‌کند (کازمارک و همکاران، ۲۰۱۲). تصمیمات سرمایه‌گذاری نیاز به بحث عمیق و درک گزینه‌های سرمایه‌گذاری و شرایط محیطی دارد. ژيرو و مولر^{۲۸} (۲۰۱۰) ادعا کردند شرکت‌هایی با شیوه‌های حاکمیتی ضعیف به احتمال زیاد تصمیمات سرمایه‌گذاری ناکارا را تجربه می‌کنند و سطح مخارج سرمایه‌ای را کاهش می‌دهند که این مسأله در فرضیه دوم پژوهش بررسی شده است:

فرضیه ۲: بین مشغله اعضای هیأت مدیره و سطح مخارج سرمایه‌ای رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد.

۲-۳. مشغله اعضای هیأت مدیره و هزینه‌های فروش، عمومی و اداری

افزایش بالقوه در هزینه‌های فروش، عمومی و اداری یکی دیگر از اثرات نامطلوب احتمالی اعضای پرمشغله هیأت مدیره است. مطالعات نشان می‌دهد که این هزینه‌ها تحت تأثیر پیامدهای اقتصادی نیستند، بلکه بیشتر تحت تأثیر مشکلات نمایندگی هستند و افزایش این هزینه‌ها بیانگر ناکارایی تصمیم‌های هیأت مدیره است (اندرسون و همکاران، ۲۰۰۳؛ چن و همکاران، ۲۰۱۲). این مشکل نمایندگی در نتیجه وجود جریان‌های نقدی آزاد بیش از حد در شرکت ایجاد می‌شود (جنسن، ۱۹۸۶؛ ماسولیس و همکاران، ۲۰۰۷). حضور اعضای پرمشغله در هیأت مدیره ممکن است به مدیران این امکان را بدهد که در صورت وجود جریان‌های نقدی آزاد بیش از حد در هزینه‌های عملیاتی مانند فروش، عمومی و اداری سرمایه‌گذاری کنند. از این رو، افزایش هزینه‌های فروش، عمومی و اداری می‌تواند نشان‌دهنده افزایش تقاضای خروجی و همچنین عدم تقارن بیشتری در هزینه‌های فروش، عمومی و اداری باشد (اندرسون و همکاران، ۲۰۰۳؛ بانکر و همکاران، ۲۰۱۴). عدم تقارن هزینه‌های فروش، عمومی و اداری و مشکل نمایندگی در شرکت‌هایی که مکانیسم‌های راهبری شرکتی ضعیف وجود دارد، قابل مشاهده است (آقا و یولاوی^{۲۹}، ۲۰۲۰؛ لارکر^{۳۰} و همکاران، ۲۰۰۷). چن و همکاران (۲۰۱۲) تخصیص نادرست وجوه برای هزینه‌های فروش، عمومی و اداری را با مشکلات نمایندگی ناشی از عدم نظارت اعضای پرمشغله هیأت مدیره و مقررات ضعیف راهبری شرکتی مرتبط می‌دانند. توضیحات ارائه شده فرضیه سوم را شکل می‌دهد:

فرضیه ۳: بین مشغله اعضای هیأت مدیره و هزینه‌های فروش، عمومی و اداری رابطه مستقیم و معنی‌داری وجود دارد.

۲-۴. مشغله اعضای هیأت مدیره، تصمیم‌های مالی و چرخه عمر شرکت

به طور معمول، هیأت مدیره متشکل از «مدیران پرمشغله» است که عضو متعدد در هیأت مدیره شرکت‌های مختلف بوده، دارای تعهدات متعدد و اغلب متناقض هستند. این دسته از مدیران ممکن است مانع کارایی هیأت مدیره در جهت‌دهی و بهینه‌سازی برنامه‌های استراتژیک یک شرکت در مراحل چرخه عمر شوند (آدامز و فریرا^{۳۱}، ۲۰۰۷؛ هریس و راویو^{۳۲}، ۲۰۰۸). چرخه عمر یک شرکت شامل مراحل مجزایی است که توسط عواملی مانند توانایی مدیریتی، محیط رقابتی، منابع مالی، انتخاب‌های استراتژی و سایر عوامل اقتصادی کلان مشخص می‌شود (دیکینسون^{۳۳}، ۲۰۱۱). میلر و فریسن^{۳۴} (۱۹۸۴) پنج مرحله چرخه عمر را معرفی کردند که عبارتند از مراحل تولد، رشد،

بلوغ، احیا و افول. ویژگی‌های هر مرحله متفاوت است و می‌توان با تغییرات در محیط، استراتژی، ساختار و سبک تصمیم‌گیری مراحل چرخه عمر را شناسایی کرد (میلر و فریسن، ۱۹۸۴). طبق نظریه مراحل چرخه عمر، شرکت‌ها در مراحل مختلف چرخه عمر خود تغییرات نظام‌مندی را در تصمیم‌ها و فعالیت‌های مالی، عملیاتی و سرمایه‌گذاری، ریسک‌پذیری، منابع و ظرفیت‌های سازمانی تجربه می‌کنند (هلفات و پیتراف^{۳۵}، ۲۰۰۳). ادبیات قبلی نشان می‌دهد تصمیم‌های مالی در مراحل تولد و افول ریسک‌پذیرتر هستند و پیامدهای مثبت کمتری دارند، اما در مراحل رشد و بلوغ ریسک‌پذیری کمتر و سودآوری بالاتری دارند (دی‌آنجلو^{۳۶} و همکاران، ۲۰۰۶؛ دیکنسون، ۲۰۱۱؛ حسن و همکاران، ۲۰۱۵؛ صفرزاده و همکاران، ۱۴۰۱). انتظار می‌رود این تفاوت‌ها بر نوع تصمیمات مالی در هر مرحله از چرخه عمر شرکت تأثیر بگذارد به طوری که شرکت‌ها در مراحل تولد و افول تصمیم‌های مالی کاراتری را برای بهبود وضعیت موجود و افزایش سهم بازار و رشد شرکت اخذ نمایند و در مراحل رشد و بلوغ نیز به دلیل وجوه نقد مازادی که در دسترس مدیران است اقدام به اخذ تصمیم‌های مالی ناکارا مانند نگهداری وجوه نقد مازاد، افزایش سطح هزینه‌های فروش، عمومی و اداری و همچنین کاهش مخارج سرمایه‌ای که از ویژگی‌های مراحل رشد و بلوغ چرخه عمر است نمایند (آقایی و همکاران، ۱۳۹۷). فیلاتوچف و همکاران (۲۰۰۶) استدلال کردند معیارهای راهبری شرکتی با تغییرات از یک مرحله به مرحله دیگر در چرخه عمر شرکت تغییر می‌کنند. وجود خطاها در هیأت مدیره متشکل از اعضای پرمشغله، بر روابط وظیفه، روابط اجتماعی و وحدت درک شده هیأت مدیره تأثیر می‌گذارد (کازمارک و همکاران، ۲۰۱۲). این خطاها مانع از توانایی هیأت مدیره شرکت برای ارائه مشاوره با کیفیت و نظارت بر امور شرکت و مشارکت فعال در تصمیم‌های مالی می‌شود. وجود تعداد زیاد اعضای پرمشغله در ساختار هیأت مدیره باعث تضعیف مکانیسم‌های راهبری شرکتی می‌شوند، زیرا این اعضای پرمشغله وقت و تمرکز کافی برای نظارت موثر بر همه شرکت‌های متبوع ندارند. بنابراین، فرض می‌شود مشغله مدیران به تضعیف ساز و کارهای راهبری شرکتی کمک می‌کند و می‌تواند منجر به تصمیم‌های مالی ناکارا در مراحل چرخه عمر شرکت شود. بنابراین انتظار می‌رود مشغله هیأت مدیره باعث افزایش نگهداشت وجوه نقد و هزینه‌های فروش، عمومی و اداری در مراحل تولد و افول و کاهش نگهداشت وجوه نقد و هزینه‌های فروش، عمومی و اداری در مراحل رشد و بلوغ شده و مخارج سرمایه‌ای را در مراحل رشد و بلوغ افزایش و در مراحل تولد و افول کاهش دهد که در فرضیه‌های چهارم تا نهم بررسی شده‌اند.

فرضیه ۴: رابطه بین مشغله اعضای هیأت مدیره و نگهداشت وجوه نقد در مرحله تولد چرخه

عمر در مقایسه با مرحله رشد قوی‌تر است.

فرضیه ۵: رابطه بین مشغله اعضای هیات مدیره و نگهداشت وجه نقد در مرحله افول چرخه

عمر در مقایسه با مرحله بلوغ قوی‌تر است.

فرضیه ۶: رابطه بین مشغله اعضای هیات مدیره و مخارج سرمایه‌ای در مرحله رشد چرخه

عمر در مقایسه با مرحله تولد قوی‌تر است.

فرضیه ۷: رابطه بین مشغله اعضای هیات مدیره و مخارج سرمایه‌ای در مرحله بلوغ چرخه

عمر در مقایسه با مرحله افول قوی‌تر است.

فرضیه ۸: رابطه بین مشغله اعضای هیات مدیره و هزینه‌های فروش، عمومی و اداری در

مرحله تولد چرخه عمر در مقایسه با مرحله رشد قوی‌تر است.

فرضیه ۹: رابطه بین مشغله اعضای هیات مدیره و هزینه‌های فروش، عمومی و اداری در

مرحله افول چرخه عمر در مقایسه با مرحله بلوغ قوی‌تر است.

۵-۲. پیشنهاد تجربی

یافته‌های پژوهش انجام شده توسط امین و همکاران (۲۰۲۳) نشان می‌دهد شرکت‌هایی که

اعضای پرمشغله بیشتری در هیات مدیره دارند تمایل به کاهش استفاده از بدهی کوتاه‌مدت دارند.

تحلیل‌های اضافی نشان داد بین مشغله اعضای هیات مدیره و نگهداشت وجه نقد ارتباط مثبت

معنی‌داری وجود دارد. افزون بر این بین مشغله اعضای هیات مدیره و سرمایه‌گذاری ارتباط منفی

معنی‌داری گزارش شد. شواهد ارائه شده توسط بولتون و ژائو^{۳۷} (۲۰۲۲) نیز بیانگر این است جبهه-

گیری هیات مدیره و مشغله اعضای هیات مدیره باعث کاهش نوآوری شرکتی می‌شوند. القحطانی و

همکاران (۲۰۲۲) نیز شواهدی ارائه کردند که نشان می‌دهد مشغله اعضای هیات مدیره باعث

افزایش سطح نگهداشت وجه نقد، کاهش سرمایه‌گذاری، افزایش هزینه‌های فروش و اداری و

تضعیف عملکرد مالی شرکت می‌شود. افزون بر این شواهد ایشان نشان داد چرخه عمر نقش

تعدیل‌گری معنی‌داری در نتایج بدست آمده دارد. رابین (۲۰۲۱) نتیجه گرفت که مشغله اعضای

هیات مدیره تأثیر مستقیم معنی‌داری بر پاداش مدیر عامل و اعضای مستقل هیات مدیره دارد. لی

و لوک (۲۰۲۰) با انجام پژوهشی نشان دادند مشغله اعضای هیات مدیره تأثیر منفی بر عملکرد

مالی شرکت دارد. همچنین یافته‌های ایشان نشان داد مشغله اعضای هیات مدیره باعث افزایش

ریسک عملیاتی شرکت می‌شود. افزون بر این نتایج بیانگر این بود که ارتباط بین مشغله اعضای هیأت مدیره و عملکرد مالی شرکت به مرحله چرخه عمر شرکت بستگی دارد. در شرکت‌های مرحله رشد، مشغله اعضای هیأت مدیره باعث افزایش عملکرد مالی می‌شود اما در شرکت‌های مرحله بلوغ باعث تضعیف عملکرد مالی شرکت می‌شوند. نتایج پژوهش پانندی و همکاران (۲۰۱۹) نیز بیانگر وجود ارتباط مثبت (ضعیف) بین مشغله اعضای هیأت مدیره و عملکرد مالی شرکت‌های هندی بود. شواهد ارائه شده در پژوهش‌های خارجی مبین اثرگذاری مشغله اعضای هیأت مدیره بر عملکرد مالی و تصمیم‌های مالی شرکتی است و این نتایج تحت تأثیر مراحل چرخه عمر نیز قرار می‌گیرند.

در پژوهش‌های داخلی صفرزاده و همکاران (۱۴۰۱) ارتباط بین چرخه عمر و اعتبار تجاری را بررسی نمودند. نتایج آنها نشان می‌دهد شرکت‌ها در مراحل تولد، رشد و افول در مقایسه با مرحله احیاء از اعتبار تجاری بیشتری استفاده می‌کنند در حالی که اعتبار تجاری در مرحله بلوغ تفاوت معناداری با مرحله احیاء ندارد. بذرافشان و خراسانیان (۱۳۹۸) گزارش کردند که مشغله اعضای هیأت مدیره تأثیر منفی و معنی‌داری بر مدیریت سود واقعی دارد در حالی که رابطه بین مشغله اعضای هیأت مدیره با مدیریت سود تعهدی معنادار نمی‌باشد. یافته‌های پژوهش سواری و همکاران (۱۳۹۷) بیانگر این است که در مرحله رشد نسبت به مرحله بلوغ و افول، سرمایه‌گذاری بیشتر است از طرفی بین مرحله رشد و انتشار بدهی رابطه مثبت معنی‌داری گزارش شد. فروغی و علیداد شمس‌آبادی (۱۳۹۶) نیز شواهدی ارائه کردند که نشان می‌دهد مشغله اعضای هیأت مدیره تأثیر مثبت معنی‌داری بر کیفیت سود دارد و همچنین باعث افزایش سطح افشای اختیاری می‌شود. بر خلاف پژوهش‌های خارجی، نتایج پژوهش‌های داخلی درباره اثربخشی مشغله اعضای هیأت مدیره، دیدگاه شهرت را تایید می‌نمایند که حاکی از اثربخشی مثبت مشغله اعضای هیأت مدیره در نظام راهبری شرکتی است.

۳. روش پژوهش

در این پژوهش، از اطلاعات شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۴۰۱ استفاده شده است. شرکت‌هایی که سال مالی منتهی به اسفند دارند و طی دوره زمانی سال مالی خود را تغییر نداده‌اند، شرکت‌هایی که در حوزه مالی، سرمایه‌گذاری، بانکی، بیمه و هلدینگ فعالیت ندارند، و شرکت‌هایی که اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش را

افشا نموده باشند برای آزمون‌های آماری انتخاب شدند. با رعایت شروط مذکور، ۱۷۴ شرکت در بازه زمانی ۱۲ ساله در قالب فایل کاری پانل متوازن^{۳۸} با ۲۰۸۸ سال - شرکت برای تجزیه و تحلیل‌های آماری انتخاب شدند.

۳-۱. مدل‌های اقتصادسنجی و متغیرها

الگوهای رگرسیونی (۱) و (۲) به ترتیب برای آزمون فرضیه‌های (۱) تا (۳) و (۴) تا (۹) به پیروی از القحطانی و همکاران (۲۰۲۲) استفاده شده است:

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Busyness}_{i,t} + \beta_2 \text{Lev}_{i,t} + \beta_3 \text{Size}_{i,t} + \beta_4 \text{PPE}_{i,t} + \beta_5 \text{SG}_{i,t} + \beta_6 \text{CFO}_{i,t} + \beta_7 \text{ROA}_{i,t} + \beta_8 \text{NWC}_{i,t} + \beta_9 \text{OwnCon}_{i,t} + \beta_{10} \text{Age}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Busyness}_{i,t} + \beta_2 \text{LCS} - \text{Intro}_{i,t} + \beta_3 \text{LCS} - \text{Gro}_{i,t} + \beta_4 \text{LCS} - \text{Matu}_{i,t} + \beta_5 \text{LCS} - \text{Decl}_{i,t} + \beta_6 \text{Busyness}_{i,t} \times \text{LCS} - \text{Intro}_{i,t} + \beta_7 \text{Busyness}_{i,t} \times \text{LCS} - \text{Gro}_{i,t} + \beta_8 \text{Busyness}_{i,t} \times \text{LCS} - \text{Matu}_{i,t} + \beta_9 \text{Busyness}_{i,t} \times \text{LCS} - \text{Decl}_{i,t} + \beta_{10} \text{Lev}_{i,t} + \beta_{11} \text{Size}_{i,t} + \beta_{12} \text{PPE}_{i,t} + \beta_{13} \text{SG}_{i,t} + \beta_{14} \text{CFO}_{i,t} + \beta_{15} \text{ROA}_{i,t} + \beta_{16} \text{NWC}_{i,t} + \beta_{17} \text{OwnCon}_{i,t} + \beta_{18} \text{Age}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

در الگوهای (۱) و (۲)، متغیر وابسته (Y) بیانگر نگهداشت وجه نقد، مخارج سرمایه‌ای و هزینه‌های فروش، عمومی و اداری است. متغیر مستقل در الگوها مشغله اعضای هیأت مدیره (Busyness) بوده و متغیر تعدیل‌گر در الگوی (۲) مراحل چرخه عمر (LCS) است. سایر متغیرها نقش کنترلی را در الگوها دارند. تعریف متغیرها به شرح نگاره (۱) است.

نگاره ۱. تعریف متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	نقش	تعریف عملیاتی
نگهداشت وجه نقد	Cash	وابسته	مانده وجه نقد تقسیم بر جمع دارایی‌ها اندازه‌گیری خواهد شد.
مخارج سرمایه‌ای	CapEx	وابسته	تفاوت جمع دارایی ثابت ناخالص دو سال متوالی تقسیم بر جمع دارایی‌ها
هزینه‌های فروش عمومی و اداری	SG&A	وابسته	نسبت هزینه‌های فروش عمومی و اداری تقسیم بر جمع دارایی‌ها
مشغله اعضای هیأت مدیره	Busyness	مستقل	نسبت تعداد اعضای هیأت مدیره پرمشغله (عضویت همزمان در هیأت مدیره دو شرکت یا بیشتر) به تعداد اعضای هیأت مدیره

تعریف عملیاتی	نقش	نماد	متغیر
<p>رویکرد دیکینسون (۲۰۱۱) به شرح زیر:</p> <p>مرحله تولد (LCS-Intro): جریان نقد عملیاتی (CFO) و سرمایه‌گذاری (CFI) منفی، جریان نقد فعالیت‌های تامین مالی (CFF) مثبت.</p> <p>مرحله رشد (LCS-Gro): $CFO > 0$، $CFI < 0$ و $CFF > 0$</p> <p>مرحله بلوغ (LCS-Matu): $CFO > 0$، $CFI < 0$ و $CFF < 0$</p> <p>مرحله افول (LCS-Decl): $CFO < 0$، $CFI > 0$ و $CFF < 0$</p> <p>مرحله احیا: باقیمانده مشاهدات</p> <p>برای هر مرحله یک متغیر مجازی تعریف شده است به طوری که اگر شرکتی در آن مرحله قرار گرفته باشد متغیر مورد نظر مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر را گرفته است.</p>	تعدیل‌گر	LCS	چرخه عمر
لگاریتم طبیعی فروش سالانه	کنترلی	Size	اندازه شرکت
جمع کل بدهی تقسیم بر جمع کل دارایی	کنترلی	Lev	نسبت بدهی
جمع دارایی ثابت تقسیم بر جمع کل دارایی‌ها	کنترلی	PPE	نسبت دارایی ثابت
جریان نقد عملیاتی تقسیم بر جمع کل دارایی	کنترلی	CFO	جریان نقدی
تفاوت فروش دو سال متوالی تقسیم بر فروش سال پایه	کنترلی	SG	رشد فروش
سود خالص تقسیم بر جمع کل دارایی‌ها	کنترلی	ROA	سودآوری
تفاوت بین جمع دارایی جاری و بدهی جاری تقسیم بر جمع کل دارایی‌ها	کنترلی	NWC	خالص سرمایه در گردش
درصد سهام در اختیار بزرگترین سهامدار شرکت	کنترلی	OwnCon	تمرکز مالکیت
لگاریتم طبیعی تعداد سال‌های فعالیت شرکت از زمان تاسیس	کنترلی	Age	عمر شرکت

به منظور برازش الگوهای رگرسیونی (۱) و (۲) از روش حداقل مربعات به عنوان روش اصلی و روش گشتاورهای تعمیم یافته^{۳۹} به عنوان روش مکمل جهت کنترل اثرات درون‌زایی استفاده شد.

۴. یافته‌های پژوهش

۴-۱. آمار توصیفی

نگاره (۲) آمار توصیفی متغیرها را نشان می‌دهد. میانگین مشغله اعضای هیات مدیره ۰/۲۹ است که در مقایسه با کشور ایالات متحده با میانگین ۰/۷۴ مقدار پایین‌تری است (امین و همکاران، ۲۰۲۳). در مورد مراحل چرخه عمر ۰/۰۹۳ ۰/۵۶۳ مشاهدات (۱۷۸ سال - شرکت) در مرحله تولد، ۰/۱۸۱ مشاهدات (۳۴۶ سال - شرکت) در مرحله رشد، ۰/۵۶۳ مشاهدات (۱۰۷۶ سال - شرکت) در مرحله بلوغ، ۰/۰۴۷ مشاهدات (۹۱ سال - شرکت) در مرحله افول و ۰/۱۱۴ مشاهدات (۲۲۰ سال - شرکت) در مرحله احیاء بوده‌اند. متوسط نسبت بدهی ۰/۵۴ بوده است که بالاتر رفتن این نسبت به معنای افزایش ریسک شرکت است. بیشینه متغیر نسبت بدهی مقداری بزرگتر از یک محاسبه شده است که به دلیل منفی بودن جمع حقوق صاحبان سهام در تعداد اندکی از سال-شرکت‌ها اتفاق افتاده است. در مورد تمرکز مالکیت، میانگین ۰/۵۰ بوده است در حالی که بیشینه آن ۰/۹۹ است که نشان می‌دهد تنها ۰/۱ از سهام شرکت مزبور در اختیار سهامداران جزء بوده است.

نگاره ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	میانگین	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
مشغله اعضای هیات مدیره	Busyness	۰/۲۹۶	۰/۸۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۵۹
مخارج سرمایه‌ای	CapEx	۰/۰۹۹	۷/۳۴۰	-۱/۵۵۹	۰/۳۷۳
نگهداشت وجه نقد	Cash	۰/۰۸۰	۰/۸۲۱	۰/۰۰۰۲	۰/۰۹۶
هزینه‌های فروش، عمومی اداری	SG&A	۰/۰۶۱	۰/۵۱۳	۰/۰۰۲	۰/۰۴۹
جریان نقدی	CFO	۰/۱۲۵	۰/۷۲۶	-۰/۴۶۰	۰/۱۳۸
نسبت بدهی	Lev	۰/۵۴۰	۲/۰۷۷	۰/۰۲۵	۰/۲۲۲
خالص سرمایه در گردش	NWC	۰/۱۷۸	۰/۸۳۶	-۰/۹۸۱	۰/۲۳۸
تمرکز مالکیت	OwnCon	۰/۵۰۴	۰/۹۹۴	۰/۰۴۵	۰/۲۰۰
نسبت دارایی ثابت	PPE	۰/۲۶۲	۰/۹۴۷	۰/۰۰۲	۰/۱۸۵
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۵۱	۰/۷۶۴	-۰/۵۶۲	۰/۱۵۶
رشد فروش	SG	۰/۳۸۶	۴/۶۵۱	-۱/۰۰۰	۰/۵۲۸

۴-۲. برازش الگوها و آزمون فرضیه‌ها

قبل از اقدام به برازش نهایی الگوها، ابتدا آزمون‌های تشخیصی داده‌های ترکیبی شامل آزمون لیمر و هاسمن و سپس آزمون‌های فروض کلاسیک شامل آزمون ناهمسانی واریانس، عدم خودهمبستگی سریالی و آزمون عدم هم‌خطی انجام شدند. نتایج این آزمون‌ها در ادامه ارائه شده است. لازم به ذکر است برای برازش الگوها با استفاده از روش مکمل یعنی گشتاورهای تعمیم یافته نیازی به انجام آزمون‌های تشخیصی نیست (افلاطونی، ۱۴۰۲).

نگاره ۳. نتایج آزمون‌های تشخیصی

الگو	معناداری آزمون لیمر	معناداری آزمون هاسمن	نتیجه نهایی
الگوی (۱)-Cash	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	ارجحیت پانل اثرات ثابت
الگوی (۱)-CapEx	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	ارجحیت پانل اثرات ثابت
الگوی (۱)-SG&A	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	ارجحیت پانل اثرات ثابت
الگوی (۲)-Cash	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	ارجحیت پانل اثرات ثابت
الگوی (۲)-CapEx	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	ارجحیت پانل اثرات ثابت
الگوی (۲)-SG&A	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	ارجحیت پانل اثرات ثابت

نتایج آزمون‌های تشخیصی ارجحیت رویکرد پانل اثرات ثابت را برای الگوها تایید می‌نمایند.

نگاره ۴. نتایج آزمون‌های فروض کلاسیک رگرسیون

الگو	معناداری آزمون ناهمسانی واریانس	نتیجه آزمون لیمر	معناداری آزمون عدم خودهمبستگی سریالی	نتیجه آزمون
الگوی (۱)-Cash	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی
الگوی (۱)-CapEx	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس	۰/۴۱۱	عدم خودهمبستگی سریالی
الگوی (۱)-SG&A	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی
الگوی (۲)-Cash	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی

الگو	معناداری آزمون ناهمسانی واریانس	نتیجه آزمون	معناداری آزمون عدم خودهمبستگی	نتیجه آزمون
الگوی (۲) - CapEx	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس	۰/۳۶۸	عدم خودهمبستگی سریالی
الگوی (۲) - SG&A	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی

نتایج نگاره (۴) نشان می‌دهد که الگوها دارای ناهمسانی واریانس هستند (آزمون ویگینز-پوی^{۴۰}) لذا بایستی جهت تخفیف اثر ناهمسانی واریانس از روش حداقل مربعات تعمیم یافته و جهت محاسبه ضرایب t از خطای استاندارد تقویت شده استفاده شود. همچنین برخی از الگوها دارای خودهمبستگی سریالی هستند (آزمون براش-گادفری^{۴۱}) که در مورد آنها با افزودن یک وقفه به الگو فرض عدم خودهمبستگی سریالی نیز برقرار شد. لازم به ذکر است جهت بررسی فرض عدم هم‌خطی نیز مقادیر عامل تورم واریانس^{۴۲} برای الگوها محاسبه شدند که تمامی مقادیر آن کمتر از ۵ بودند که به معنای عدم وجود هم‌خطی شدید بین متغیرهای توضیحی الگوها است (افلاطونی، ۱۴۰۲).

نگاره ۵. نتایج برآورد الگوی (۱) - حداقل مربعات تعمیم یافته

الگوی (۱) - SG&A		الگوی (۱) - CapEx		الگوی (۱) - Cash		متغیر
معناداری	ضریب	معناداری	ضریب	معناداری	ضریب	
آماره T	رگرسیون	آماره T	رگرسیون	آماره T	رگرسیون	
۰/۰۱۰۶	۰/۰۰۴۸۸	۰۰۹۱	-۰/۰۳۶۳۵	۰/۰۰۰۳	۰/۰۵۰۶۷	Busyness
۰/۰۰۰۰	-۰/۰۲۴۴۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۹۱۲۹	۰/۰۰۰۵	۰/۰۱۱۸۴	Size
۰/۰۰۶۲	۰/۰۱۰۳۷	۰/۰۰۰۰	-۰/۱۲۲۳۶	۰/۰۰۰۱	۰/۰۴۱۸۳	Lev
۰/۰۰۰۲	-۰/۰۱۴۹۶	۰/۰۰۰۰	۰/۶۹۴۰۹	۰/۰۰۰۰	-۰/۰۴۸۵۲	PPE
۰/۰۰۰۰	۰/۰۱۲۷۳	۰/۹۹۱۹	۰/۰۰۰۱۶	۰/۰۰۰۰	۰/۱۳۴۴۱	CFO
۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۳۶۰	۰/۰۰۰۰۵	-۰/۰۱۲۵۴	۰/۷۸۴۶	۰/۰۰۰۴۰	SG
۰/۰۰۰۰	-۰/۰۱۷۲۵	۰/۰۰۰۰	۰/۱۷۷۳۰	۰/۰۰۲۰	۰/۰۳۶۲۰	ROA
۰/۰۰۱۶	۰/۰۱۱۶۱	۰/۰۳۸۷	-۰/۰۴۸۷۳	۰/۰۰۰۰	۰/۰۷۸۴۸	NWC
۰/۷۵۰۷	۰/۰۰۱۶۱	۰/۱۶۲۶	۰/۰۲۹۵۴	۰/۷۱۲۵	-۰/۰۰۴۵۴	OwnCon

الگوی (۱) - SG&A		الگوی (۱) - CapEx		الگوی (۱) - Cash		متغیر
معناداری	ضریب	معناداری	ضریب	معناداری	ضریب	
آماره T	رگرسیون	آماره T	رگرسیون	آماره T	رگرسیون	
۰/۰۰۰۰	۰/۲۰۲۴۵	۰/۰۰۰۰	-۰/۲۵۶۳۰	۰/۱۵۶۰	۰/۰۳۲۹۷	Age
۰/۰۰۰۰	۰/۶۱۳۶۲	-	-	۰/۰۰۰۰	۰/۳۴۶۸۶	AR(1)
۰/۰۰۰۰	-۰/۳۵۶۵۲	۰/۰۱۷۰	-۰/۱۷۱۴۱	۰/۰۰۱۷	-۰/۱۹۳۲۳	عرض از مبدا
۰/۸۳۵		۰/۳۸۱		۰/۶۶۵		R ² تعدیل شده
۰/۰۰۰۰		۰/۰۰۰۰		۰/۰۰۰۰		معناداری آماره F
۱/۹۸۳		۱/۸۳۲		۱/۹۶۱		آماره دوربین واتسون

قبل از آزمون فرضیه‌های (۱) تا (۳)، آماره‌های موزون بایستی بررسی شوند. معناداری آماره F (۰/۰۰۰) بیانگر معناداری الگوی رگرسیونی در هر سه حالت است. ضرایب تعیین تعدیل شده نیز به ترتیب ۰/۶۶۵، ۰/۳۸۱ و ۰/۸۳۵ هستند که بیانگر میزان توضیح تغییرات متغیر وابسته به ازای یک واحد تغییر در متغیرهای توضیحی می‌باشد. مقادیر آماره دوربین واتسون نیز با توجه به اینکه در هر سه حالت الگو در بازه مجاز ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد لذا می‌توان فرض عدم خودهمبستگی را پذیرفت. برای قضاوت درباره فرضیه‌ها از آزمون t استفاده شده است. معناداری آماره t برای متغیرهای مستقل فرضیه‌های (۱) تا (۳) یعنی نگهداشت وجه نقد، مخارج سرمایه‌ای و هزینه‌های فروش، عمومی و اداری به ترتیب ۰/۰۰۰۳، ۰/۰۰۹۱ و ۰/۰۱۰۶ است که بیانگر پذیرش فرضیه پژوهشی در سطح معناداری ۰/۹۵ است. یعنی فرضیه‌های (۱) تا (۳) رد نمی‌شوند. به عبارت دیگر بین مشغله اعضای هیأت مدیره با نگهداشت وجه نقد، مخارج سرمایه‌ای و هزینه‌های فروش، عمومی و اداری ارتباط معناداری وجود دارد. با توجه به مثبت بودن ضریب رگرسیونی متغیر مستقل در دو فرضیه (۱) و (۳) می‌توان بیان کرد ارتباط بین مشغله اعضای هیأت مدیره با نگهداشت وجه نقد و هزینه‌های فروش، عمومی و اداری مستقیم است؛ منفی بودن ضریب رگرسیون متغیر مستقل در فرضیه (۲) نیز بیانگر وجود ارتباط منفی بین مشغله اعضای هیأت مدیره و مخارج سرمایه‌ای است. در مورد متغیرهای کنترلی نیز، ارتباط معنادار بین اندازه شرکت، نسبت بدهی، نسبت دارایی ثابت، بازده دارایی‌ها و خالص سرمایه در گردش با متغیر وابسته در هر

سه حالت پذیرفته می‌شود در حالی که سایر متغیرهای کنترلی نیز در برخی حالت‌های الگو ارتباط معناداری با متغیر وابسته را نشان می‌دهند.

نگاره ۶. نتایج برآورد الگوی (۲) - حداقل مربعات تعمیم یافته

الگوی (۲) - SG&A		الگوی (۲) - CapEx		الگوی (۲) - Cash		متغیر
معناداری	ضریب	معناداری	ضریب	معناداری	ضریب	
آماره T	رگرسیون	آماره T	رگرسیون	آماره T	رگرسیون	
۰/۰۳۳۶	۰/۰۰۹۲۴	۰/۳۲۴۴	۰/۰۳۴۰۹	۰/۴۵۴۲	-۰/۰۱۱۸۶	Busyness
۰/۴۷۳۳	۰/۰۰۱۳۶	۰/۰۰۰۰	۰/۰۸۸۵۰	۰/۰۰۱۰	۰/۰۲۰۶۵	LCS-Intro
۰/۵۳۱۳	-۰/۰۰۱۰۲	۰/۰۰۰۱	۰/۰۵۴۶۱	۰/۴۴۶۸	۰/۰۰۴۴۴	LCS-Gro
۰/۷۵۲۴	۰/۰۰۰۴۴	۰/۰۱۰۹	۰/۰۳۰۹۳	۰/۷۲۹۵	-۰/۰۰۱۸۸	LCS-Matu
۰/۴۴۰۶	۰/۰۰۱۷۳	۰/۵۰۶۴	۰/۰۱۴۸۶	۰/۰۴۹۷	۰/۰۱۵۷۵	LCS-Decl
۰/۰۱۳۲	-۰/۲۹۰۷۱	۰/۰۳۶۳	۰/۱۵۴۰۲	۰/۰۲۰۴	-۰/۲۹۹۵۱	Busyness×LCS-Intro
۰/۰۰۴۱	-۰/۴۱۵۵۳	۰/۰۴۴۶	-۰/۲۸۹۸۳	۰/۰۳۵۵	۰/۴۲۷۱۲	Busyness×LCS-Gro
۰/۰۰۳۷	-۰/۳۹۵۸۰	۰/۰۶۰۰	-۰/۱۰۲۵۹	۰/۱۰۲۷	۰/۱۲۶۹۰	Busyness×LCS-Matu
۰/۰۰۸۸	۰/۲۲۰۰۷	۰/۰۰۹۸	۰/۸۸۵۳۲	۰/۰۰۲۵	-۰/۹۱۳۴۷	Busyness×LCS-Decl
۰/۰۰۰۰	-۰/۰۲۹۵۳	۰/۰۰۰۰	۰/۰۶۹۲۱	۰/۰۰۲۱	۰/۰۰۵۸۴	Size
۰/۰۰۳۷	۰/۰۱۱۲۴	۰/۰۰۰۰	-۰/۱۲۳۹۱	۰/۰۰۳۸	۰/۰۳۱۹۴	Lev
۰/۰۰۰۰	-۰/۰۱۶۴۲	۰/۰۰۰۰	۰/۶۷۸۷۰	۰/۰۰۰۰	-۰/۰۵۹۴۲	PPE
۰/۰۰۰۰	۰/۰۱۰۸۶	۰/۰۰۹۳	۰/۰۵۴۱۳	۰/۰۰۰۰	۰/۱۶۸۳۹	CFO
۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۳۷۷	۰/۰۶۳۲	-۰/۰۰۷۱۷	۰/۸۹۹۵	-۰/۰۰۰۱۹	SG
۰/۰۰۰۰	-۰/۰۱۶۶۳	۰/۰۰۰۰	۰/۱۶۸۷۸	۰/۰۰۴۲	۰/۰۳۳۳۹	ROA
۰/۰۰۲۵	۰/۰۱۱۱۶	۰/۰۱۳۳	-۰/۰۵۶۸۶	۰/۰۰۰۰	۰/۰۷۳۷۳	NWC
۰/۸۰۳۷	۰/۰۰۱۲۵	۰/۱۸۹۷	۰/۰۲۸۶۶	۰/۷۳۳۷	۰/۰۰۴۰۰	OwnCon
۰/۰۰۰۰	۰/۱۹۳۴۷	۰/۰۰۰۰	-۰/۲۴۶۵۵	۰/۱۹۶۶	۰/۰۳۰۲۳	Age
۰/۰۰۰۰	۰/۶۰۵۴۹	-	-	۰/۰۰۰۰	۰/۳۵۰۴۷	AR(1)
۰/۰۰۰۰	-۰/۳۳۳۱۶	۰/۰۰۷۸	-۰/۱۹۹۱۶	۰/۰۰۸۲	-۰/۱۶۶۳۹	عرض از مبدا

الگوی (۲) - SG&A		الگوی (۲) - CapEx		الگوی (۲) - Cash		متغیر
معناداری	ضریب	معناداری	ضریب	معناداری	ضریب	
آماره T	رگرسیون	آماره T	رگرسیون	آماره T	رگرسیون	
	۰/۸۳۷		۰/۳۷۶		۰/۶۷۸	R ² تعدیل شده
	۰/۰۰۰۰		۰/۰۰۰۰		۰/۰۰۰۰	معناداری آماره F
	۱/۹۷۸		۱/۹۱۹		۱/۹۵۳	آماره دوربین واتسون

قبل از اقدام به آزمون فرضیه‌های (۴) تا (۹) نیز لازم است آماره‌های موزون الگو در هر سه حالت بررسی شوند. سطح معناداری آماره F یعنی ۰/۰۰۰ بیانگر معناداری الگو در هر سه حالت است. ضرایب تعیین تعدیل شده نیز به ترتیب ۰/۶۷۸، ۰/۳۷۶ و ۰/۸۳۷ هستند. مقادیر آماره دوربین واتسون نیز در هر سه حالت الگو در بازه ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد که بیانگر عدم خودهمبستگی اجزاء اخلاص می‌باشد. برای قضاوت درباره فرضیه‌های (۴) تا (۹) از آزمون والد استفاده شد. در صورتی که سطح معناداری آزمون والد کمتر از ۰/۰۵ باشد، فرض صفر آزمون والد رد می‌شود که به معنای عدم رد فرض مقابل است. با توجه به نگاره (۶)، ارتباط بین مشغله اعضای هیأت مدیره با نگهداشت وجه نقد و مخارج سرمایه‌ای در مراحل تولد، رشد و افول چرخه عمر معنادار است در حالی که مرحله بلوغ چرخه عمر تاثیر معناداری بر این ارتباط ندارد. همچنین ارتباط بین مشغله اعضای هیأت مدیره و هزینه‌های فروش، عمومی و اداری در تمامی مراحل چرخه عمر معنادار بوده است.

در مورد فرضیه (۴) معناداری آماره آزمون والد روی ضرایب رگرسیونی متغیرهای تعاملی مشغله اعضای هیأت مدیره و مراحل چرخه عمر در الگوی (۲) - نگهداشت وجه نقد بیانگر وجود تفاوت معنادار بین مرحله تولد با رشد (۰/۰۰۰۵) است به عبارت دیگر ارتباط بین مشغله هیأت مدیره و نگهداشت وجه نقد در مرحله تولد قوی‌تر از مرحله رشد است (عدم رد فرضیه ۴). در مورد فرضیه (۵)، سطح معناداری آزمون والد بیانگر وجود تفاوت معنادار بین مرحله افول با بلوغ (۰/۰۰۰۰) است (عدم رد فرضیه ۵). در مورد فرضیه‌های (۶) و (۷) نیز، سطح معناداری آزمون والد روی ضرایب رگرسیونی متغیرهای تعاملی مشغله اعضای هیأت مدیره و مراحل چرخه عمر در الگوی (۲) - مخارج سرمایه‌ای بیانگر عدم وجود تفاوت معنادار بین مراحل تولد با رشد و همچنین بلوغ با افول است که به معنای رد فرضیه‌های (۶) و (۷) است. در مورد فرضیه‌های (۸) و (۹)، سطح

معناداری آزمون والد روی ضرایب رگرسیونی متغیرهای تعاملی مشغله اعضای هیأت مدیره و مراحل چرخه عمر در الگوی (۲)-هزینه‌های فروش، عمومی و اداری بیانگر وجود تفاوت معنادار بین مراحل تولد با رشد و همچنین بلوغ با افول است که به معنای عدم رد فرضیه‌های (۸) و (۹) است به عبارت دیگر ارتباط بین مشغله اعضای هیأت مدیره و هزینه‌های فروش، عمومی و اداری در مرحله تولد قوی‌تر از مرحله رشد بوده و در مرحله افول نیز قوی‌تر از مرحله بلوغ است.

۳-۴. آزمون تکمیلی

برای سنجش استحکام نتایج و لحاظ نمودن پویایی موجود در متغیرهای وابسته و همچنین کنترل درون‌زایی، الگوها به پیروی از القحطانی و همکاران (۲۰۲۲) با لحاظ نمودن وقفه اول متغیرهای وابسته با استفاده از روش پانل پویا^{۴۳} با برآوردگر گشتاورهای تعمیم یافته مجدد برازش شدند که نتایج در جداول (۷) و (۸) ارائه شده است.

نگاره ۷. نتایج برآورد الگوی (۱)-گشتاورهای تعمیم یافته

الگوی (۱) - SG&A		الگوی (۱) - CapEx		الگوی (۱) - Cash		متغیر
معناداری آماره T	ضریب رگرسیون	معناداری آماره T	ضریب رگرسیون	معناداری آماره T	ضریب رگرسیون	
-	-	-	-	۰/۰۰۰۰	۰/۴۵۷۵۹	Cash(-1)
-	-	۰/۰۰۰	-۰/۵۷۵۴۷	-	-	CapEx(-1)
۰/۰۰۳۱	۰/۰۶۵۱۹	-	-	-	-	SG&A(-1)
۰/۷۶۵۳	-۰/۰۰۰۸۴	۰/۰۰۰۰	-۰/۰۳۱۲۶	۰/۰۰۰۰	۰/۰۹۳۹۰	Busyness
۰/۰۰۰۰	-۰/۰۴۸۴۱	۰/۰۰۰۰	۰/۰۵۸۱۱	۰/۰۰۰۰	۰/۰۶۳۰۲	Size
۰/۷۹۵۵	۰/۰۰۱۳۶	۰/۰۱۳۸	-۰/۲۰۴۸۵	۰/۰۰۰۰	۰/۰۸۶۲۳	Lev
۰/۰۰۵۱	-۰/۰۱۶۱۸	۰/۰۰۰۰	۲/۰۷۵۳۸	۰/۰۲۶۳	-۰/۰۵۱۸۸	PPE
۰/۰۰۰۰	۰/۰۱۳۱۸	۰/۲۶۶۳	-۰/۰۲۴۹۱	۰/۰۰۰۰	۰/۲۲۴۳۷	CFO
۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۶۹۸	۰/۰۰۰۰۵	-۰/۰۲۱۲۲	۰/۶۵۷۸	-۰/۰۰۱۱۵	SG
۰/۰۷۵۵	۰/۰۰۹۴۶	۰/۴۳۱۶	۰/۰۴۵۶۷	۰/۰۶۶۳	-۰/۰۴۳۷۹	ROA
۰/۶۴۴۱	-۰/۰۰۲۹۹	۰/۹۶۷۲	۰/۰۰۲۸۰	۰/۰۰۰۰	۰/۱۶۳۹۲	NWC
۰/۸۵۵۲	-۰/۰۰۱۲۱	۰/۹۲۰۹	۰/۰۰۶۲۱	۰/۲۵۹۸	۰/۰۲۰۹۸	OwnCon

الگوی (۱) - SG&A		الگوی (۱) - CapEx		الگوی (۱) - Cash		متغیر
معناداری آماره T	ضریب رگرسیون	معناداری آماره T	ضریب رگرسیون	معناداری آماره T	ضریب رگرسیون	
۰/۰۸۶۶	۰/۰۳۰۸۶	۰/۵۳۸۶	۰/۱۵۸۴۸	۰/۱۴۲۷	-۰/۰۶۳۰۸	Age
۰/۰۰۰۰	۰/۰۱۱۰۹	۰/۰۰۰۰	-۰/۱۰۹۴۰	۰/۰۲۵۹	-۰/۰۰۸۶۴	عرض از مبدا
۰/۷۵۲		۰/۲۴۹		۰/۲۰۸		معناداری آماره سارگان- هنسن
۰/۰۰۲۱		۰/۰۰۰۰		۰/۰۰۰۰		معناداری آزمون آرلانو-باند:
۰/۹۴۶۷		۰/۱۸۹۵		۰/۱۳۰۰		وقفه اول وقفه دوم

نتایج برازش الگوها با روش گشتاورهای تعمیم یافته نشان می‌دهد که در هر سه حالت الگو آماره سارگان-هنسن^{۴۴} معنادار نیست که به معنای مناسب بودن ابزارهای مورد استفاده در برازش الگوها است. افزون بر این نتایج آزمون آرلانو-باند^{۴۵} بیانگر معناداری نتایج در وقفه اول و عدم معناداری آن در وقفه دوم الگو در هر سه حالت است که بیانگر عدم وجود خودهمبستگی سریالی بین اجزای اخلاص و معتبر بودن نتایج الگوها است. با توجه به نتایج الگوها و انجام آزمون t، سطح معناداری آماره T متغیر مشغله اعضای هیأت مدیره در الگوی (۱)-نگهداشت وجه نقد ۰/۰۰۰۰ است که بیانگر رد فرض صفر آزمون بوده و به معنای عدم رد فرضیه اول است (موید نتایج روش حداقل مربعات). در مورد فرضیه دوم سطح معناداری آماره T متغیر مشغله اعضای هیأت مدیره در الگوی (۱)-مخارج سرمایه‌ای ۰/۰۰۰۰ است که به معنای عدم رد فرضیه دوم است (موید نتایج روش حداقل مربعات)، اما در فرضیه سوم سطح معناداری آماره T متغیر مشغله اعضای هیأت مدیره در الگوی (۱)-هزینه‌های فروش، عمومی و اداری ۰/۷۶۵۳ است که موید پذیرش فرض صفر آزمون به معنای رد فرضیه سوم است (خلاف نتایج روش حداقل مربعات).

نگاره ۸. نتایج برآورد الگوی (۲) - گشتاورهای تعمیم یافته

الگوی (۲) - SG&A		الگوی (۲) - CapEx		الگوی (۲) - Cash		متغیر
معناداری آماره T	ضریب رگرسیون	معناداری آماره T	ضریب رگرسیون	معناداری آماره T	ضریب رگرسیون	
-	-	-	-	۰/۰۰۰۰	۰/۴۶۴۷۱	Cash(-1)
-	-	۰/۰۰۰۰	-۰/۵۸۶۲۹	-	-	CapEx(-1)
۰/۰۰۰۱	۰/۰۶۴۴۱	-	-	-	-	SG&A(-1)
۰/۸۸۴۰	۰/۰۰۰۹۱	۰/۸۶۸۹	۰/۰۰۶۵۰	۰/۵۷۳۶	-۰/۰۱۲۰۴	Busyness
۰/۵۲۷۳	۰/۰۰۲۱۲	۰/۲۸۰۳	۰/۰۲۵۲۳	۰/۰۰۰۰	۰/۰۴۰۹۵	LCS-Intro
۰/۷۵۳۳	۰/۰۰۰۹۴	۰/۲۹۰۴	۰/۰۲۰۷۵	۰/۰۱۲۱	۰/۰۲۴۶۳	LCS-Gro
۰/۹۹۸۷	۰/۰۰۰۰۳	۰/۱۰۶۷	-۰/۰۲۲۷۷	۰/۸۲۰۶	۰/۰۰۱۶۰	LCS-Matu
۰/۷۸۲۲	۰/۰۰۱۳۲	۰/۳۱۰۳	۰/۰۲۸۰۳	۰/۴۲۹۲	۰/۰۱۱۱۰	LCS-Decl
۰/۰۱۳۰	-۰/۱۰۱۲۵	۰/۰۲۶۹	۰/۱۵۸۹۴	۰/۰۳۸۵	-۰/۱۲۶۲۵	Busyness×LCS-Intro
۰/۰۰۲۱	-۰/۷۸۰۵۶	۰/۰۴۱۹	-۰/۱۱۳۹۷	۰/۰۲۶۹	۰/۲۴۱۹۳	Busyness×LCS-Gro
۰/۰۰۱۳	-۰/۸۰۵۳۴	۰/۰۱۶۶	-۰/۶۷۵۲	۰/۱۴۲۸	۰/۴۷۳۰۲	Busyness×LCS-Matu
۰/۰۰۱۳	-۰/۹۱۹۰۴	۰/۰۰۷۸	-۰/۹۳۵۷	۰/۰۰۵۶	-۰/۸۹۳۰۶	Busyness×LCS-Decl
۰/۰۰۰۰	-۰/۰۵۰۵۳	۰/۰۰۰۰	۰/۵۶۳۶۲	۰/۰۰۰۰	۰/۰۳۹۲۷	Size
۰/۷۸۳۷	۰/۰۰۱۴۷	۰/۰۱۲۱	-۰/۲۰۱۳۱	۰/۰۰۰۰	۰/۰۹۰۴۱	Lev
۰/۰۰۴۵	-۰/۰۱۶۸۶	۰/۰۰۰۰	۲/۰۵۶۲۲	۰/۰۲۴۹	-۰/۰۴۶۶۷	PPE
۰/۰۰۱۶	۰/۰۱۳۴۲	۰/۷۰۲۵	۰/۰۱۰۹۱	۰/۰۰۰۰	۰/۲۵۹۱۱	CFO
۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۷۱۰	۰/۰۰۱۹	-۰/۰۱۹۵۸	۰/۴۱۴۱	-۰/۰۰۲۱۸	SG
۰/۰۵۰۷	-۰/۰۱۰۳۱	۰/۷۷۰۷	۰/۰۱۷۶۸	۰/۴۹۶۳	-۰/۰۱۶۲۰	ROA
۰/۷۰۰۱	-۰/۰۰۲۵۰	۰/۸۱۲۹	-۰/۰۱۲۷۷	۰/۰۰۰۰	۰/۱۵۹۳۵	NWC
۰/۹۶۴۶	۰/۰۰۰۲۹	۰/۶۸۲۷	۰/۰۲۴۵۸	۰/۲۷۰۸	۰/۰۱۹۱۲	OwnCon
۰/۰۶۹۴	۰/۰۳۳۰۰	۰/۷۷۴۸	۰/۰۷۵۰۳	۰/۱۸۶۶	۰/۰۵۱۰۸	Age
۰/۰۰۰۰	۰/۰۱۱۱۳	۰/۰۰۰۰	-۰/۱۱۱۱۵	۰/۱۱۲۶	-۰/۰۰۶۰۳	عرض از مبدا
۰/۶۸۳		۰/۰۸۰		۰/۴۵۴		معناداری آماره سارگان-هنسن
۰/۰۰۱۹		۰/۰۰۰۰		۰/۰۰۰۰		معناداری آزمون آرلانو-باند:
۰/۹۰۴۷		۰/۱۶۱۰		۰/۱۵۸۸		وقفه اول وقفه دوم

نتایج برازش الگوها با روش گشتاورهای تعمیم یافته بیانگر عدم معناداری آماره سارگان-هنسن معنادار است که به معنای مناسب بودن ابزارهای مورد استفاده است. نتایج آزمون آرلانو-باند نیز بیانگر معناداری نتایج در وقفه اول و عدم معناداری آن در وقفه دوم الگو در هر سه حالت است که بیانگر عدم وجود خودهمبستگی سریالی بین اجزای اخلاص و معتبر بودن نتایج الگوها است. با انجام آزمون والد برای قضاوت درباره فرضیه‌های (۴) تا (۹)، در مورد فرضیه (۴) سطح معناداری آماره آزمون والد روی ضرایب رگرسیونی متغیرهای تعاملی مشغله اعضای هیأت مدیره و مراحل چرخه عمر در الگوی (۲)-نگهداشت وجه نقد بیانگر وجود تفاوت معنادار بین مرحله تولد با رشد (۰/۰۰۰۰) است به عبارت دیگر ارتباط بین مشغله هیأت مدیره و نگهداشت وجه نقد در مرحله تولد قوی‌تر از مرحله رشد است (عدم رد فرضیه ۴). در فرضیه (۵)، سطح معناداری آزمون والد بیانگر وجود تفاوت معنادار بین مرحله افول با بلوغ (۰/۰۰۰۰) است (عدم رد فرضیه ۵). در مورد فرضیه‌های (۶) و (۷)، سطح معناداری آزمون والد روی ضرایب رگرسیونی متغیرهای تعاملی در الگوی (۲)-مخارج سرمایه‌ای بیانگر عدم وجود تفاوت معنادار بین مراحل تولد با رشد و همچنین بلوغ با افول است (رد فرضیه‌های ۶ و ۷). در فرضیه‌های (۸) و (۹)، سطح معناداری آزمون والد روی ضرایب رگرسیونی متغیرهای تعاملی در الگوی (۲)-هزینه‌های فروش، عمومی و اداری بیانگر وجود تفاوت معنادار بین مراحل تولد با رشد و همچنین بلوغ با افول است (عدم رد فرضیه‌های ۸ و ۹). به عبارت دیگر ارتباط بین مشغله اعضای هیأت مدیره و هزینه‌های فروش، عمومی و اداری در مرحله تولد قوی‌تر از مرحله رشد بوده و در مرحله افول نیز قوی‌تر از مرحله بلوغ است که در مجموع با نتایج روش حداقل مربعات مطابقت دارد.

۵. بحث و نتیجه‌گیری

سیاست‌گذاران شرکت‌ها و محققان در مورد اثربخشی اعضای پرمشغله هیأت مدیره توافق ندارند. سیاست‌گذاران معتقدند بایستی سقفی برای عضویت اعضای هیأت مدیره در سایر شرکت‌ها تعیین نمود در حالی که محققان نیز نتایج متناقضی در مورد اثربخشی این مدیران را گزارش نموده‌اند. در این پژوهش ارتباط بین مشغله اعضای هیأت مدیره با تصمیم‌های مالی شامل نگهداشت وجه نقد، هزینه‌های فروش، عمومی و اداری و مخارج سرمایه‌ای و همچنین نقش تعدیلی مراحل چرخه عمر بر این روابط بررسی شده است. نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان داد مشغله اعضای هیأت مدیره باعث افزایش نگهداشت وجه نقد، افزایش هزینه‌های فروش، عمومی و اداری و در

نهایت کاهش مخارج سرمایه‌ای می‌شود. افزون بر این نتایج نشان داد ارتباط بین مشغله اعضای هیأت مدیره با نگهداشت وجه نقد در مرحله تولد قوی‌تر از مرحله رشد و در مرحله افول نیز قوی‌تر از مرحله بلوغ است که مطابق با پیش‌بینی فرضیه بوده است. به‌علاوه نتایج آزمون فرضیه‌های هشتم و نهم موید این بود که ارتباط بین مشغله اعضای هیأت مدیره و هزینه‌های فروش، عمومی و اداری در مرحله تولد قوی‌تر از مرحله رشد و همچنین در مرحله افول قوی‌تر از مرحله بلوغ است. در مجموع یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که مشغله اعضای هیأت مدیره می‌تواند به طور کلی برای تصمیم‌های مالی شرکتی مضر باشد و از طریق افزایش انباشت وجه نقد، افزایش سطح هزینه‌های فروش، عمومی و اداری و کاهش مخارج سرمایه‌ای باعث کاهش ثروت سهامداران شود. همچنین یافته‌های پژوهش حاضر نشان داد تأثیر مشغله اعضای هیأت مدیره بر تصمیم‌های مالی (نگهداشت وجه نقد و هزینه‌های فروش، عمومی و اداری) تحت تأثیر مراحل چرخه عمر قرار می‌گیرد و در مراحل تولد و افول قوی‌تر از مراحل رشد و بلوغ است. این یافته‌ها با شواهد ارائه شده در پژوهش‌های قبلی از جمله امین و همکاران (۲۰۲۳)، القحطانی و همکاران (۲۰۲۲)، بولتون و ژائو (۲۰۲۲) و لی و لوک (۲۰۲۰) که موید دیدگاه مشغله در مورد اثربخشی اعضای هیأت مدیره پرمشغله است همخوانی دارد. در نتیجه می‌توان به صورت تلویحی بیان کرد که مشغله اعضای هیأت مدیره در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران باعث کاهش اثربخشی مکانیسم‌های راهبردی شرکتی شده و تأثیر منفی بر عملکرد مالی و پذیرش تصمیم‌های مالی ناکارآمد می‌شود.

با توجه به نتایج بدست آمده به مجامع عمومی و فوق‌العاده شرکت‌های بورسی توصیه می‌شود در انتخاب اعضای هیأت مدیره دقت بیشتری صرف نمایند و تعداد حداقلی از اعضای پرمشغله را در ساختار هیأت مدیره جای دهند تا از اثربخشی هیأت مدیره کاسته نشود. همچنین سازمان بورس اوراق بهادار می‌تواند برای عضویت همزمان افراد در هیأت مدیره شرکت‌های بورسی حد مجاز (بطور مثال حداکثر سه عضویت همزمان در هیأت مدیره شرکت‌ها) تعیین نماید تا افزایش مشغله این افراد اثرات منفی بر شرکت‌های متبوع این افراد نگذارد. همچنین با توجه به نتایج پژوهش به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود در هنگام تصمیم‌گیری به ساختار هیأت مدیره و به ویژه میزان مشغله اعضای هیأت مدیره توجه بیشتری داشته باشند. به اعضای هیأت مدیره شرکت‌های بورسی نیز توصیه می‌شود قبل از عضویت در هیأت مدیره وضعیت مالی و مرحله چرخه عمر شرکت را بررسی نمایند و با توجه به استعداد، توانایی و زمان مورد نیاز به تصمیم‌گیری درباره عضویت یا عدم عضویت در هیأت مدیره سایر شرکت‌ها اقدام نمایند تا امنیت شغلی خود را حفظ نموده و شهرت

خود را در معرض خطر قرار ندهند.

در اجرای پژوهش حاضر برخی محدودیت‌های عمومی (از جمله محدودیت زمانی، مکانی و هزینه) و خصوصی وجود داشت که محتملاً بر دقت نتایج تأثیرگذار بوده‌اند. برای اندازه‌گیری مشغله اعضای هیأت مدیره تنها اطلاعات اعضای هیأت مدیره شرکت‌های عضو بورس و فرابورس در دسترس نویسندگان بوده است و اطلاعاتی از سایر شرکت‌های خارج از بورس و فرابورس در دسترس نیست. در دسترس بودن این اطلاعات می‌توانست به اندازه‌گیری دقیق‌تر این متغیر و متعاقباً بر نتایج آزمون‌ها تسری یابد.

به منظور انجام پژوهش‌های آتی توصیه می‌شود پژوهشگران به بررسی رابطه بین مشغله اعضای هیأت مدیره با میزان پاداش و مزایای مدیران عامل و سایر اعضای هیأت مدیره بررسی شود تا علت استقبال مدیران عامل از اعضای پرمشغله تبیین شود. همچنین رابطه بین مشغله اعضای هیأت مدیره با سیاست تقسیم سود و کارایی سرمایه‌گذاری از جمله موضوعاتی است که می‌تواند مکمل پژوهش حاضر باشد تا به درک بهتری نسبت به اثرگذاری مدیران پرمشغله بر کلیه تصمیم‌های مالی منجر شود.

یادداشت‌ها

- | | |
|------------------------------------|--------------------------|
| 1. Sarbanes-Oxley | 2. Andres |
| 3. Hauser | 4. Fitch & Shivadasani |
| 5. Jiraporn | 6. Ferris |
| 7. Field | 8. Wilson |
| 9. Pandey | 10. Lee & Lok |
| 11. Tarkovska | 12. Chou & Feng |
| 13. Alghahtani | 14. Bonn & Pettigrew |
| 15. Perrault & McHugh | 16. Filatotchev & Wright |
| 17. Resource Base View | 18. Fama & Jensen |
| 19. Masulis & Mobbs | 20. Adams |
| 21. Core | 22. Perry & Peyer |
| 23. Hunton & Rose | 24. Walsh & Seward |
| 25. Shivdasani & Yermack | 26. Kalcheva & Lins |
| 27. Kaczmarek | 28. Giroud & Mueller |
| 29. Agha & Eulaiwi | 30. Larcker |
| 31. Adams & Ferreira | 32. Harris & Raviv |
| 33. Dickinson | 34. Miller & Friesen |
| 35. Helfat & Peteraf | 36. DeAngelo |
| 37. Bolton & Zhao | 38. Balanced Panel |
| 39. Generalized Methods of Moments | 40. Wiggins & Poi |

41. Breusch-Godfrey
43. Dynamic Panel
45. Arellano & Bond

42. Variance Inflation Factor
44. Sargan - Hansen

منابع

الف. فارسی

- افلاطونی، عباس. ۱۴۰۲. کاربرد/اقتصادسنجی در پژوهش‌های کمی حسابداری، چاپ اول، انتشارات ترمه، تهران.
- آقایی، محمدعلی و نوروزی، محمد و بیات، مرتضی و محب‌خواه، محمد. ۱۳۹۷. چرخه عمر، ریسک‌پذیری و احساسات سهامداران: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، پیشرفت‌های حسابداری، (۱)، ۱۰، ۲۸-۱.
- بذرافشان، آمنه و خراسانیان، آیناز. ۱۳۹۸. بررسی رابطه بین مدیران چندشغله و مدیریت سود با تأکید بر نقش راهبردی شرکتی در صنایع تولیدی بورس اوراق بهادار تهران، دوفصلنامه صنعت و دانشگاه، (۱)، ۱۲، ۶۲-۵۱.
- سازمان بورس اوراق بهادار تهران. ۱۴۰۱. دستورالعمل حاکمیت شرکتی ناشران ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، ۲۲ آذر ۱۴۰۱، تهران.
- سواری، ضحی و رستمی، محمدرضا و عباسی، ابراهیم. ۱۳۹۷. بررسی تأثیر چرخه عمر بر سیاست‌های مالی، سرمایه‌گذاری، بدهی و نقدینگی، پژوهش‌های تجربی حسابداری، (۲)، ۸، ۱۷۳-۱۵۵.
- صفرزاده، محمدحسین و ارجمند، فاطمه و مهدی‌قلی، مینا. ۱۴۰۱. چرخه عمر و اعتبار تجاری، پیشرفت‌های حسابداری، (۲)، ۱۴، ۱۶۲-۱۳۹.
- فروغی، داریوش و علیدادی شمس‌آبادی، جمال. ۱۳۹۶. تأثیر هیأت مدیره مشترک بر افشای اختیاری اطلاعات و کیفیت سود، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، (۲)، ۹، ۸۴-۶۱.
- نوروزی، محمد و خدادادی، ولی. ۱۳۹۵. هزینه نمایندگی جریان نقد آزاد و قیمت‌گذاری نادرست سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی، (۲)، ۸، ۸۵-۱۰۰.

ب. انگلیسی

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2007). A theory of friendly boards. *Journal of Finance*, 62 (1), 217–250.
- Aflatooni, A. (2023). *Econometrics in Quantitative Accounting Research*, first edition, Termeh, Tehran [In Persian].
- Agha, M., & Eulaiwi, B. (2020). The alignment effects of CEO stock incentives in the presence of government ownership: international evidence from Gulf Cooperation Council countries. *Australian Journal of Management*, 45 (2), 195–222.
- Aghaei, M. A., Norouzi, M., Bayat, M., & Mohebkhah, M. (2018). Corporate Life Cycle, Risk-Taking and Investor Sentiment: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Advances*, 10(1), 1-29 [In Persian].
- Ahn, S., Jiraporn, P., & Kim, Y. S. (2010). Multiple directorships and acquirer returns. *Journal of Banking & Finance*, 34 (9), 2011-2026.
- Alghahtani, J., Doung, L., Taylor, G., & Eulaiwi, B. (2022). Outside directors, firm life cycle, corporate financial decisions and firm performance. *Emerging Markets Review*, 50 (1), 1-20.
- Amin, M. R., Mazumdar, S., & Aktas, E. (2023). Busy board and corporate debt maturity structure. *Global Finance Journal*, 58, ID. 100890.
- Anderson, M. C., Banker, R. D., & Janakiraman, S. N. (2003). Are selling, general, and administrative costs “sticky”? *Journal of Accounting Research*, 41 (1), 47–63.
- Andres, C., Van Den Bongard, I., & Lehmann, M. (2013). Is busy really busy? Board governance revisited. *Journal of Business Finance & Accounting*, 40 (9–10), 1221–1246.
- Banker, R.D., Byzalov, D., Ciftci, M., & Mashruwala, R. (2014). The moderating effect of prior sales changes on asymmetric cost behavior. *Journal of Management Accounting Research*, 26 (2), 221–242.
- Beasley, M.S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review*, 71 (4), 443–465.
- Bolton, B., & Zhao, J. (2022). Busy Boards, Entrenched Directors and Corporate Innovation. *International Journal of Financial Studies*, 10 (4), 1-34.
- Bonn, I., & Pettigrew, A. (2009). Towards a dynamic theory of boards: an organisational life cycle approach. *Journal of Management & Organization*, 15 (1), 2–16.

- Chen, C.X., Lu, H., & Sougiannis, T. (2012). The agency problem, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs. *Contemporary Accounting Research*, 29 (1), 252–282.
- Chen, S. S., & Chen, I. J. (2012). Corporate governance and capital allocations of diversified firms. *Journal of Banking and Finance*, 36 (2), 395–409.
- Chou, T. K., & Feng, H. L. (2019). Multiple directorships and the value of cash holdings. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 53 (3), 663–699.
- Core, J.E., Holthausen, R.W., & Larcker, D.F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*. 51 (3), 371–406.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., Stulz, R.M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81 (2), 227–254.
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *Accounting Review*, 86(6), 1969–1994.
- Falato, A., Kadyrzhanova, D., & Lel, U. (2014). Distracted directors: does board busyness hurt shareholder value? *Journal of Financial Economics*, 113 (3), 404–426.
- Fama, E. F., & M. C. Jensen. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 301-325.
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2006). Are Busy Boards Effective Monitors? *Journal of Finance*, 61 (2), 689-724.
- Field, L., Lowry, M., & Mkrtchyan, A. (2013). Are busy boards detrimental? *Journal of Financial Economics*, 109 (1), 63–82.
- Filatotchev, I., & Wright, M. (2005). *The Life Cycle of Corporate Governance*. Edward Elgar Publishing.
- Giroud, X., & Mueller, H.M. (2010). Does corporate governance matter in competitive industries? *Journal of Financial Economics*, 95 (3), 312–331.
- Harris, M., & Raviv, A. (2008). A theory of board control and size. *Review of Financial Studies*, 21 (4), 1797–1832.
- Hasan, M. M., Hossain, M., Cheung, A., & Habib, A. (2015). Corporate life cycle and cost of equity capital. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(1), 46–60.
- Hauser, R. (2018). Busy directors and firm performance: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics*, 128 (1), 16-37.
- Helfat, C. E., & Peteraf, M. A. (2003). The dynamic resource-based view: Capability life cycles. *Strategic Management Journal*, 24(10), 997-1010.

- Hunton, J. E. & Rose, J. M. (2008). Can directors' self-interests influence accounting choices? *Accounting, Organization and Society*, 33 (7-8), 783–800.
- Jiraporn, P., Davidson, W. N., DaDalt, P., & Ning, Y. (2009). Too busy to show up? An analysis of directors' absences. *Quarterly Review of Economics & Finance*, 49 (3), 1159-1171.
- Kaczmarek, S., Kimino, S., & Pye, A. (2012). Board task-related faultlines and firm performance: a decade of evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 20 (4), 337–351.
- Kalcheva, I., & Lins, K.V. (2007). International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems. *Review of Financial Studies*, 20 (4), 1087–1112.
- Larcker, D.F., Richardson, S.A., & Tuna, I. (2007). Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *The Accounting Review*, 82 (4), 963–1008.
- Lee, K., & Lok, C. (2020). Busy boards, firm performance and operating risk. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 16 (2), 1-21.
- Mace, M.L. (1986). *Directors: Myth and Reality*. Harvard Business School Press, Boston.
- Masulis, R. W., & Mobbs, S. (2011). Are All Inside Directors the Same? Evidence from the External Directorship Market. *Journal of Finance*, 66 (3), 823-872.
- Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F. (2007). Corporate governance and acquirer returns. *Journal of Finance*, 62 (4), 1851–1889.
- Miller, D., & Friesen, P.H. (1984). A longitudinal study of the corporate life cycle. *Management Science*, 30 (10), 1161–1183.
- Norouzi, M., & Khodadadi, V. (2016). Agency Costs of Free Cash flow and Stock Mispricing in Companies Listed on Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Research*, 8(2), 85-100.
- Pandey, A., Sehgal, S., & Mittal, A. (2019). Board Busyness and Firm Performance: Evidence from India. *Theoretical Economics Letters*, 9 (3), 453-476.
- Perrault, E., & McHugh, P. (2015). Toward a life cycle theory of board evolution: considering firm legitimacy. *Journal Management & Organization*, 21 (5), 627–649.
- Robin, R. (2021). Busy board: Evidence from CEOs and director's compensation. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 25 (1), 162-173.

- Shivdasani, A., & Yermack, D. (1999). CEO involvement in the selection of new board members: an empirical analysis. *Journal of Finance*, 54 (5), 1829–1853.
- Tarkovska, V. (2013). Busy Boards, Corporate Liquidity and Financial Risk: Evidence from UK Panel Data. *Paper Presented at the European Financial Management Association Annual Conference*.
- Walsh, J. P., & Seward, J. K. (1990). On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. *The Academy of Management Review*, 15 (3), 421–458.
- Wilson, N., Wright, M., & Scholes, L. (2013). Family business survival and the role of boards. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37 (6), 1369–1389.