Archive of SID.ir

Journal of Public Administration
Print ISSN: 2008-5877
Online ISSN: 2423-5342

Investigating the Impact of Corporate Governance on the Capital Allocation Efficiency

Hamed Vares
Assistant Prof., Department of Marketing and Business Strategy, Faculty of Management, University of Tehran, Tehran, Iran. E-mail: vares@ut.ac.ir

Ali Salavatizadeh
MSc. Department of MBA, Faculty of Management, University of Tehran, Tehran, Iran. E-mail: ali.salavatizadeh@ut.ac.ir

Mohammad Javad Bannazadeh*
*Corresponding Author, PhD. Candidate, Department of Financial Engineering, Faculty of Management, University of Tehran, Tehran, Iran. E-mail: m.j.bannazadeh@ut.ac.ir

Abstract

Objective
The role of corporate governance in matching the interests of senior executives with those of the shareholders' interests has been investigated in previous studies. If corporate governance can reduce agency costs, companies with good governance may have fewer unfavorable issues in their capital allocation. The main purpose of this study is to examine the relationship between the components of corporate governance and the efficiency of capital allocation in public joint stock companies.

Methods
In order to study and achieve the objectives of the research, 80 companies listed on the Tehran Stock Exchange (TSE), from 2015 to 2018, were selected via the purposive sampling method. The research hypotheses were tested using the panel data and fixed effects model.

Results
According to research findings, corporate governance has a significant relationship with investment efficiency. The results also showed no significant relationship between investment efficiency and corporate governance variables including independence of the board of directors, leadership structure, the number of members of the board of directors, block-holder ownership, and the presence of outside directors in the audit committee. There is also a significant and positive relationship between institutional ownership and investment efficiency

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

Conclusion

The achieved results of the present study confirm the significant relationship between investment efficiency and corporate governance. Accordingly, investment efficiency is expected to improve as the quality of the corporate governance structure increases. Only a significant relationship between the existence of institutional investors as a corporate governance variable with investment efficiency was proved. The presence of institutional shareholders in the ownership structure and, consequently, their representative on the board of directors, can lead to better control and more efficient decision-making in capital allocation. On the other hand, there was found no empirical evidence for the relationship between other corporate governance variables such as board independence, leadership structure, board size, block ownership, and the presence of outside directors in the audit committee with investment efficiency as the agency theory proposes. The agency theory cannot explain the empirical findings; therefore, the behavioral aspect and legal limitations and requirements are required to be considered.

Keywords: Corporate governance, Capital allocation, Investment efficiency, Corporate governance components, Tehran Stock Exchange (TSE).

Citation: Vares, Hamed; Salavatizadeh, Ali & Bannazadeh, Mohammad Javad (2022). Investigating the Impact of Corporate Governance on the Capital Allocation Efficiency. *Journal of Public Administration*, 14(4), 509-530. (*in Persian*)

Journal of Public Administration, 2022, Vol. 14, No.4, pp. 509-530
Published by University of Tehran, Faculty of Management
https://doi.org/10.22059/JIPA.2022.346457.3188
Article Type: Research Paper
© Authors
Received: July 29, 2022
Received in revised form: September 17, 2022
Accepted: October 28, 2022
Published online: January 14, 2023

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

مدیریت دولتی
شاپا چاپی: ۲۰۰۸-۵۸۷۷
شاپا الکترونیکی: ۲۴۲۳-۵۳۴۲

بررسی تجربی تأثیر حاکمیت شرکتی در کارایی تخصیص سرمایه شرکت‌های عمومی

حامد وارث
استادیار، گروه بازاریابی و استراتژی کسب‌وکار، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران. رایانامه: vares@ut.ac.ir

علی صلواتی‌زاده
نویسنده مسئول، کارشناس ارشد، گروه مدیریت کسب‌وکار، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران. رایانامه: ali.salavatizadeh@ut.ac.ir

محمد جواد بناءزاده*
*دانشجوی دکتری، گروه مهندسی مالی، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران. رایانامه: m.j.bannazadeh@ut.ac.ir

چکیده

هدف: پژوهش‌های پیشین بر نقش حاکمیت شرکتی بر همراستا کردن منافع مدیران ارشد و سهامداران و بهبود عملکرد شرکت تأکید کرده‌اند. اگر ساختار حکمرانی هزینه نمایندگی را کاهش می‌دهد، می‌توان انتظار داشت شرکت‌هایی که حکمرانی مطلوبی دارند، در تخصیص سرمایه، مشکلات کمتری داشته باشند و سرمایه‌گذاری کاراتری انجام دهند. در این پژوهش، رابطه میان مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی و کارایی تخصیص سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است.

روش: به‌منظور دستیابی به هدف پژوهش، ۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به‌روش حذف سیستماتیک برای دوره زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۷ انتخاب شد و تجزیه‌وتحلیل آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از مدل رگرسیونی چندمتغیره و روش داده‌های پانل با اثرهای ثابت انجام گرفت.

یافته‌ها: مطابق با مبانی نظری و یافته‌های پژوهش، حاکمیت شرکتی با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری دارد. همچنین، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که میان متغیرهای حاکمیت شرکتی استقلال هیئت‌مدیره، ساختار رهبری، اندازه هیئت‌مدیره، مالکیت بلوکی و وجود اعضای غیرموظف در کمیته حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین میان مالکیت نهادی و کارایی سرمایه گذاری رابطه معنادار و مثبت وجود دارد.

نتیجه‌گیری: نتایج پژوهش مؤید ارتباط معنادار کارایی سرمایه‌گذاری و حاکمیت شرکتی است. در واقع انتظار می‌رود با افزایش کیفیت ساختار حاکمیت شرکتی، کارایی سرمایه‌گذاری بهبود یابد. از سوی دیگر، از میان مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی، فقط ارتباط معنادار و مثبت میان وجود سرمایه‌گذاران نهادی و کارایی سرمایه‌گذاری تأیید شد. در واقع، حضور سهامداران نهادی در ساختار مالکیت و به‌تبع آن، نماینده آن‌ها در هیئت‌مدیره، می‌تواند نظارت بهتر و اتخاذ تصمیم‌های کاراتر در تخصیص سرمایه را سبب شود. میان سایر مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی، یعنی مالکیت بلوکی، اندازه هیئت‌مدیره، تعداد اعضای مستقل کمیته حسابرسی و ساختار رهبری با کارایی تخصیص سرمایه مبتنی بر نظریه نمایندگی رابطه‌ای وجود ندارد؛ بنابراین نظریه نمایندگی قادر نیست که این روابط را تبیین کند و باید به جنبه‌های رفتاری و محدودیت‌های ناشی از الزامات قانونی نیز توجه شود.

کلیدواژه‌ها: حاکمیت شرکتی، تخصیص سرمایه، کارایی سرمایه‌گذاری، مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی، بورس اوراق بهادار تهران.

استناد: وارث، حامد؛ صلواتی‌زاده، علی و بناءزاده، محمد جواد (۱۴۰۱). بررسی تجربی تأثیر حاکمیت شرکتی در کارایی تخصیص سرمایه شرکت‌های عمومی. *مدیریت دولتی*، ۱۴(۴)، ۵۰۹-۵۳۰.

مدیریت دولتی، ۱۴۰۱، دوره ۱۴، شماره ۴، صص. ۵۰۹- ۵۳۰
ناشر: دانشکدهٔ مدیریت دانشگاه تهران
نوع مقاله: علمی پژوهشی
© نویسندگان
تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۵/۰۷
تاریخ ویرایش: ۱۴۰۱/۰۶/۲۶
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۸/۰۶
تاریخ انتشار: ۱۴۰۱/۱۰/۲۴
doi: https://doi.org/10.22059/JIPA.2022.346457.3188

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

مقدمه

نظریه‌های مالی نشان می‌دهند که مسئلهٔ عدم تقارن اطلاعاتی[1] و نمایندگی[2] تأثیر چشمگیری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد (جنسن[3]، ۱۹۸۶، ۱۹۹۳؛ برتراند و مولایناتهان[4]، ۲۰۰۳؛ استاین[5]، ۲۰۰۳). پژوهش‌های پیشین بر نقش حاکمیت شرکتی بر هم‌راستا نمودن منافع مدیران ارشد و سهام‌داران و بهبود عملکرد شرکت تأکید کرده‌اند (مانند: شلیفر، ویشنی[6]، ۱۹۹۷؛ تیرول[7]، ۲۰۰۱؛ بچ، بولتون و روئل[8]، ۲۰۰۲). اگر ساختار حکمرانی، هزینه نمایندگی را کاهش می‌دهد، می‌توان انتظار داشت که شرکت‌های دارای حکمرانی مطلوب، مشکلات کمتری در تخصیص سرمایه داشته باشند و کاراتر سرمایه‌گذاری کنند (چن و چن[9]، ۲۰۱۲). تصمیمات سرمایه‌گذاری اهمیت بسیار زیادی دارند و درواقع مسیر استراتژیک شرکت را مشخص می‌کنند. نتایج تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری‌ها ممکن است تا سال‌ها همراه شرکت باشد که به کاهش انعطاف‌پذیری شرکت منجر خواهد شد. اگر شرکت مبالغ هنگفتی را به‌صورت ناکارآمد سرمایه‌گذاری کند، شرکت با هزینه‌های بالای استهلاک و سایر هزینه‌های غیرضروری مواجه خواهد شد. همچنین، اگر سرمایه‌گذاری به مقدار کافی صورت نپذیرد، ممکن است از تولید رقابتی دور بماند (لارا، اسما و پنالوا[10]، ۲۰۱۶). مسئلهٔ تخصیص سرمایه در سطح ملی و برای دولت‌ها نیز حائز اهمیت است؛ زیرا ادبیات پژوهش اقتصاد کلان و توسعه، به تخصیص ناکارای منابع در بین شرکت‌ها می‌پردازد تا پراکندگی در بهره‌وری تجمیعی و درآمد سرانه را بین کشورهای توسعه‌یافته و درحال‌توسعه توضیح دهد (دیوید، ونکاتسواران، کاسولیتو و دیدیه[11]، ۲۰۲۱). حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری، شاخص‌های مهمی برای ارزیابی و نظارت بر سلامت مالی، استراتژی‌ها، مسیر آینده و مدیریت شرکت‌ها هستند. باوجود این، مطالعات کمی در زمینهٔ ارتباط بین ساختار حاکمیت شرکتی و کیفیت سرمایه‌گذاری شرکت وجود دارد (نور، نووی و سلین[12]، ۲۰۱۷).

در ایران تأثیر حاکمیت شرکتی، به‌عنوان عامل اثرگذار بر کارایی تخصیص سرمایه، کمتر در کانون توجه قرار گرفته است؛ برای مثال، دستگیر، جلالی جلال‌آبادی و گوگردچیان (۱۳۹۵) تأثیر حکمرانی شرکتی بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش را به‌صورت تجربی بررسی کرده‌اند و دریافته‌اند که دوگانگی وظیفهٔ مدیرعامل و درصد مالکیت نهادی، موجب کارایی مدیریت سرمایه در گردش می‌شود؛ اما رابطهٔ معناداری بین کیفیت حسابرسی، استقلال هیئت‌مدیره و اندازهٔ هیئت‌مدیره باکیفیت حسابرسی وجود ندارد. بنابراین بررسی‌های صورت گرفته از شکاف مطالعاتی در زمینهٔ ارتباط میان

1. Asymmetric information
2. Agency
3. Jensen
4. Bertrand & Mullainathan
5. Stein
6. Shleifer & Vishny
7. Tirole
8. Becht, Bolton & Roell
9. Chen & Chen
10. Lara, Osma & Penalva
11. David, Venkateswaran, Cusolito & Didier
12. Nor, Nawawi & Salin

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری حکایت دارد که همین موضوع ضرورت انجام پژوهش‌هایی را که بتوانند نحوهٔ ارتباط میان این مؤلفه‌ها با کارایی سرمایه‌گذاری را در شرایط کشور ایران بهتر نشان دهند، به‌خوبی احساس می شود. در مطالعهٔ حا ضر، ارتباط میان هر یک از مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی، اندازه هیئت‌مدیره، ا ستقلال هیئت‌مدیره، ساختار رهبری، مالکیت بلوکی، مالکیت نهادی و کیفیت کمیتهٔ حسابرسی با کارایی سرمایه‌گذاری نیز بررسی شده است. نتایج پژوهش مؤید تأثیر مثبت حکمرانی مطلوب بر کارایی سرمایه‌گذاری و حاکمیت شرکتی ا ست و ح ضور سهام‌داران نهادی در ساختار مالکیت و به‌تبع آن، نمایندهٔ آن‌ها در هیئت‌مدیره، می‌تواند سبب نظارت بهتر و اتخاذ ت صمیمات کاراتر در تخصیص سرمایه شود.

در ادامه، پژوهش حاضر، از این ساختار پیروی کرده است: در بخش دوم به پیشینه نظری و تجربی حاکمیت شرکتی و تخ صیص سرمایه پرداخته شده ا ست و بر ا ساس آن، مدل مفهومی و فر ضیه‌های پژوهش ارائه شده ا ست. در بخش سوم، روش شنا سی پژوهش آورده شده ا ست و در بخش چهارم، یافته‌ها به صورت مخت صر بیان شده‌اند و در نهایت، در بخش پنجم نتایج به‌دست‌آمده به بحث گذاشته شده‌اند.

پیشینهٔ نظری پژوهش

از نگاه نظری، نیاز به حاکمیت شرکتی زمانی اح ساس می شود که جدایی بین مالکیت و مدیریت شرکت اتفاق می‌افتد. رویکرد غالب نظری که در مطالعات حاکمیت شرکتی مورد استفاده قرار می‌گیرد، نظریه نمایندگی ا ست که توسط جنسن و مکلینگ[1] (۱۹۷۶) مطرح شده ا ست. فر ضیهٔ نظریه مکلینگ این ا ست که مدیران شرکت، به منافع شخ صی خود شان می‌اندی شند. بج و همکاران (۲۰۰۲) حاکمیت شرکتی را به‌عنوان مکانی سمی برای تراز کردن منافع مدیران و سهام‌داران عنوان کرده‌اند.

یکی از موضوعات بااهمیت در شرکت‌ها، نحوهٔ تخصیص سرمایه است. به‌طورکلی می‌توان کارایی سرمایه‌گذاری را به‌معنای پذیرش پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت و ناکارایی سرمایه‌گذاری را به‌معنای پذیرش پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی در نظر گرفت. در واقع، کارایی سرمایه‌گذاری زمانی وجود خواهد دا شت که هیچ‌گونه انحرافی از سطح سرمایه‌گذاری مورد انتظار وجود نداشته باشد (بیدل، هیلاری و وردی[2]، ۲۰۰۹).

حداقل دو معیار نظری برای تعیین کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد. معیار اول بیان می‌کند که به‌منظور تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، به جمع‌آوری منابع مالی نیاز است. در یک بازار کارا، همهٔ پروژه‌ها با خالص ارزش فعلی مثبت، باید تأمین مالی شوند. البته نباید فراموش کرد که محدودیت‌های مالی، توانایی مدیران در تأمین مالی را محدود می سازد. معیار دوم نیز بیان می‌کند که اگر شرکت تصمیم به تأمین مالی بگیرد، هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی انجام شود (چن و چن[3]، ۲۰۱۷).

1. Jense & Meckling
2. Biddle, Hillary & Verdi
3. Chen & Chen

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

یکی از موضوعاتی که کارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار می‌دهد، عدم تقارن اطلاعاتی است. مایرز و ماجلوف[1] (۱۹۸۴) عدم تقارن اطلاعاتی را یکی از دلایل برای ناکارآمدی سرمایه‌گذاری در سازمان‌ها عنوان کرده‌اند. باکساموسا، موهانتی و رائو[2] (۲۰۱۵) نیز توضیحاتی پیرامون نقش عدم تقارن اطلاعاتی در تصمیمات سرمایه‌گذاری عنوان کرده‌اند. مطابق با نظر آن‌ها، در پروژه‌هایی که عدم تقارن اطلاعاتی کمتری در مورد ریسک سرمایه‌گذاری وجود دارد، انتخاب مناسب سرمایه‌گذاری، استفاده از ابزار بدهی است. از طرف دیگر، در پروژه‌هایی که عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری در مورد ریسک آن‌ها وجود دارد، استفاده از ابزار حقوق صاحبان سهام انتخاب مناسبی خواهد بود.

تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، به‌عنوان یکی عوامل مهمی شناخته می‌شود که اثر چشمگیری بر عملکرد شرکت‌ها دارد. یکی از عوامل اصلی اثرگذار در تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت، ویژگی‌های تیم ارشد مدیریتی آن است. همبریک و ما سون[3] (۱۹۸۴) برای تو ضیح این مو ضوع در سال ۱۹۸۴، نظریهٔ اکلون فوقانی[4] را مطرح کردند. این نظریه بیان می‌کند که نتایج سازمانی تا حد زیادی از طریق توجه به ویژگی‌های مدیریتی سطوح بالای مدیریت سازمان، پیش‌بینی‌پذیر خواهد بود. در واقع، ویژگی‌های تیم ارشد مدیریتی، مستقیماً بر تصمیمات استراتژیک سازمان اثر می‌گذارد. سازوکار حاکمیت شرکتی مناسب، می‌تواند از طریق فراهم‌آوردن سازوکارهای کنترلی و نظارتی مناسب در انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری، مانع از ساختن امپراتوری جدید مدیران و سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی شود، تا از این طریق کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش دهد (چانگ و زانگ[5]، ۲۰۱۱) . همچنین، بسیاری از مطالعات پی شنهاد می‌کنند که سازوکارهای حاکمیت شرکتی، از طریق پیاده سازی ت صمیمات سرمایه‌گذاری کارا، به حل م سئله نمایندگی بپردازد (مانند: جنسن، ۱۹۸۶ و ۱۹۹۳؛ برتراند و مولاینا‌تهان، ۲۰۰۳). ما در این قسمت بحث می‌کنیم که هر یک از سازوکارهای حاکمیت شرکتی، چگونه بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارند.

- **اندازه هیئت‌مدیره**

ادبیات پژوهش مالی نشان می‌دهد که هیئت‌مدیرهٔ کارآمد، می‌تواند بر کیفیت تصمیمات مدیران تأثیر بگذارد (فاما و جن سن، ۱۹۸۳). جن سن (۱۹۹۳) و یرماک[6] (۱۹۹۶) شواهدی ارائه کردند که هیئت‌مدیره‌های کوچک‌تر، م سئله سواری رایگان[7] را کاهش می‌دهند و به‌طور اثربخش به مدیریت نظم می‌بخشند که این دال بر آن است که شرکت‌های با هیئت‌مدیره کوچک‌تر، سرمایه‌شان را به‌صورت اثربخش‌تری تخصیص می‌دهند. در ایران لایحهٔ اصلاحیه قانون تجارت، حداقل تعداد اعضای هیئت‌مدیره برای شرکت‌های سهامی عام را پنج نفر تعیین کرده است.

1. Myers & Majluf
2. Baxamusa, Mohanty & Rao
3. Hambrick & Mason
4. Upper Echelon Theory
5. Chung & Zhang
6. Yermack
7. Free rider problem

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

- **استقلال هیئت‌مدیره**

فاما (۱۹۸۰) و فاما و جنسن (۱۹۸۳) اهمیت استقلال هیئت‌مدیره در کنترل تصمیمات مدیریتی را در پژوهش‌های نشان دادند. چند مطالعهٔ تجربی بعدی، اندرسون، بیست، بیزجک و لمون[1] (۲۰۰۰) شواهد پشتیبانی‌کننده‌ای ارائه کردند. استقلال هیئت‌مدیره از طریق نسبت اعضای غیرموظف به‌اندازه هیئت‌مدیره اندازه‌گیری می‌شود. اعضای هیئت‌مدیره غیرموظف در سازمان تصدی سمت اجرایی را بر عهده ندارند.

- **ساختار رهبری هیئت‌مدیره**

جدا کردن جایگاه‌های مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره تأثیر مثبتی بر اثربخشی هیئت‌مدیره دارد (فاما و جنسن، ۱۹۸۳؛ جنسن، ۱۹۹۳). از منظر نظریهٔ نمایندگی، غیر اثربخش است که یک فرد هم‌زمان سمت مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره را داشته باشد (گویال و پارک[2]، ۲۰۰۲؛ لحن و ژاو[3]، ۲۰۰) و این موضوع موجب کاهش کارایی تخصیص دارایی‌ها خواهد شد. از سوی دیگر مطالعات زیادی نیز وجود دارد که نتایج متفاوتی را بیان می‌کند. ژانگ[4] (۲۰۱۸) بیان می‌کند که در بازارهای رقابتی، تجمیع دو نقش مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره در یک فرد در مواقعی که شرکت دارای حاکمیت شرکتی قدرتمندی باشد، آثار مثبتی به‌جای می‌گذارد که ناشی از کارایی مدیریت است. بنابراین تأثیر ساختار رهبری هیئت‌مدیره قدری مبهم است. ساختار رهبری هیئت‌مدیره به‌صورت یک متغیر باینری تعریف می‌شود که هنگامی‌که رئیس هیئت‌مدیره تصدی مدیرعامل را به عهده دارد یک و در غیر این صورت صفر است.

- **مالکیت بلوکی**

شلیفر و ویشنی (۱۹۹۷) ادعا کردند که مالکیت نهادی، صریح‌ترین راه برای هم‌راستا کردن جریان نقدی و حق کنترل سهام‌داران بیرونی، محدود سازی اثربخش اختیارات مدیریت و حذف ناکارایی‌هاست (شلیفر و ویشنی، ۱۹۸۶؛ شوم و سینگ[5]، ۱۹۹۵؛ آلن و فیلیپس[6]، ۲۰۰۰؛ سینگ، ماتور و گلیسن[7]، ۲۰۰۴؛ گلاسر و مولر[8]، ۲۰۱۰). بنابراین انتظار داریم کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به صورت مثبتی با مالکیت نهادی در ارتباط باشد. مالکیت بلوکی به صورت سهام‌داری با مالکیت بیش از ۵ درصد سهم تعریف می‌شود. مالکیت بلوکی از طریق نسبت سهام تحت تملک سهام‌داران بلوکی سنجیده می‌شود.

1. Anderson, Bates, Bizjak & Lemmon
2. Goyal & Park
3. Lehn & Zhao
4. Zhang
5. Shome & Singh
6. Allen & Phillips
7. Singh, Mathur & Gleason
8. Glaser & Müller

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

- **مالکیت نهادی**

سهام‌داران نهادی با کارآزمودگی و سهام زیاد، بیشتر احتمال دارد تا مدیران را کنترل و نظم بخشند (الیا سیانی و جیا[1]، ۲۰۱۰). بنابراین آن‌ها نقش مهمی در اینکه مدیران اثربخش‌تر سرمایه‌گذاری کنند و ارزش سازمان را بیشینه نمایند، ایفا می‌کنند (بوشی[2]، ۱۹۹۸). هرچند نهادهای مختلف انگیزه‌های مختلفی برای کنترل دارند. صندوق‌های بازنشستگی عمومی به‌طورکلی از تضادهای منافع و فشارهای شرکتی آزادتر از سایر سهام‌داران نهادی هستند و بنابراین راحت‌تر می‌توانند منافع سهام‌داران و مدیران را هم‌راستا کنند (کرمرس و نایر[3]، ۲۰۰۵). بنابراین انتظار داریم که درصد مالکیت نهادی تأثیر مثبتی روی اثربخشی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها داشته باشد.

- **کمیتهٔ حسابرسی**

ادبیات پژوهش حسابداری، بر اهمیت نظام‌های حسابرسی در تقویت حاکمیت شرکتی داخلی از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهام‌داران تأکید دارد (بوشمن و اسمیت[4]، ۲۰۰۱؛ هیلی و پالپو[5]، ۲۰۰۱؛ آدامز و فریرا[6]، ۲۰۰۷). اعضای مسئول حسابرسی بیشتر قادرند که بدیل‌های ارائه شده توسط مدیران را ارزیابی کنند، گزینه‌های خوب و بد را تفکیک کنند، به مدیران نظم بخشند و انتخاب سرمایه‌گذاران بد را کاهش دهند. چندین مطالعه شواهدی ارائه کرده‌اند که اعضای غیرموظف کمیته حسابرسی می‌توانند اثربخشی هیئت‌مدیره را افزایش دهند (بیسلی[7]، ۱۹۹۶؛ کار سلو و نیل[8]، ۲۰۰۰؛ کلین[9]، ۲۰۰۲). مک‌مولن و راغونندان[10] (۱۹۹۶) دریافتند که اثربخشی کمیتهٔ حسابرسی با افزایش تعداد جلسات می‌تواند افزایش یابد. بیسلی، کارسلو، هرمنسون و لپیدس[11] (۲۰۰۰) دریافتند که احتمال کلاه‌برداری در شرکت‌هایی بیشتر است که کمیتهٔ حسابرسی به صورت منظم برگزار نمی شود. بنابراین رابطهٔ مثبتی میان کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت کمیتهٔ حسابرسی وجود دارد. کیفیت کمیتهٔ حسابرسی با حضور اعضای غیرموظف در کمیتهٔ حسابرسی به‌صورت یک متغیر باینری سنجیده می‌شود.

پیشینهٔ تجربی پژوهش

مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی در سه دسته کلی ویژگی‌های هیئت‌مدیره، ساختار مالکیت و کیفیت کمیته حسابرسی قرار می‌گیرند که مطالعات متنوعی پیرامون رابطه مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری صورت گرفته است. در

1. Elyasiani & Jia
2. Bushee
3. Cremers & Nair
4. Bushman & Smith
5. Healy & Palepu
6. Adams & Ferreira
7. Beasley
8. Carcello & Neal
9. Klein
10. McMullen and Raghunandan
11. Beasley, Carcello, Hermanson & Lapides

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

ادامه، پیشینه مطالعات انجام‌شده در رابطه با مؤلفه‌های فوق بررسی شده است.

ویژگی‌های هیئت‌مدیره

۱. اندازه هیئت‌مدیره : مطالعات کولز، دنیل و ناوین[1] (۲۰۰۸) نشـــان می‌دهد که اندازه هیئت‌مدیره کاملاً به شـــرایط شـرکت بسـتگی دارد. هیئت‌مدیره با اندازه بزرگ‌تر برای شـرکت‌های بزرگ‌تر با عملیات پیچیده که مدیریت نیاز به مشورت و نظارت بیشتری دارد، مناسب‌تر است. بررسی‌های آروزا، ایتوردل و ماسدا[2] (۲۰۱۳) نیز مؤید این نکته است که اندازه بهینه هیئت‌مدیره وابسته به ویژگی‌های شرکت است. بررسی‌های هوآنگ و وانگ[3] (۲۰۱۵) نشان داده است که در کشور چین، اندازه هیئت‌مدیره تناسبی با اندازه شرکت ندارد. در مطالعهٔ صورت گرفته در کشور هند توسط بانسال و شارما[4] (۲۰۱۶) برای بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت، اندازه هیئت‌مدیره به‌عنوان یکی از مهم‌ترین عوامل بهبود عملکرد شرکت عنوان شده است.

۲. اســتقلال هیئت‌مدیره: می‌توان گفت که نقش کلیدی اعضــای مســتقل هیئت‌مدیره در شــرکت، اطمینان از وجود سازوکارهای کارآمد نظارت است (باسلی، ۱۹۹۶). در تحقیقات لیو، میلتکوف، وی و یانگ[5] (۲۰۱۵) روی شرکت‌های چینی مشخص شد که درجهٔ استقلال هیئت‌مدیره، مستقیماً و به‌طور چشمگیری بر عملکرد شرکت‌ها اثر می‌گذارد. مطالعات لو و وانگ[6] (۲۰۱۵) شواهدی را مبنی بر اثرگذاری استقلال هیئت‌مدیره در تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت از طریق کاهش معضل نمایندگی ارائه می‌کند. نتایج مطالعه تجربی وارث، برکوک رزم، ناصری و بناءزاده (۱۴۰۰) در بازار سرمایه ایران، تأثیر مثبت اندازهٔ هیئت‌مدیره بر عملکرد مالی شرکت را تأیید می‌کند.

۳. مشــغولیت هیئت‌مدیره: به‌طور طبیعی، مشــغولیت اعضــای هیئت‌مدیره باید یک عامل منفی تلقی شــود که نتایج مطالعات نیز به‌طورکلی این موضــوع را تأیید می‌کند. مطالعهٔ تان، کامارودین، نوردین و رحیم[7] (۲۰۱۹)، حاکی از اثر قابل‌توجه منفی مشغولیت اعضای هیئت‌مدیره بر کارایی شرکت دارد و آن‌ها پیشنهاد می‌کنند که دولت‌ها و نهادهای قانون‌گذار، از طریق اعمال محدودیت‌هایی، اجازه مشغولیت بیش‌ازحد را به اعضای هیئت‌مدیره ندهند.

۴. ســاختار رهبری: ســاختار رهبری بر موضــوع تجمیع دو نقش رئیس هیئت‌مدیره و مدیرعامل در یک فرد تأکید دارد. حدود ۲۷ ســال پیش، برای نخســتین بار، فینکلســتین و داونی[8] (۱۹۹۴) به موضــوع جدایی نقش مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره پرداختند و از این موضوع با اصطلاح شمشیر دو لبه یادکردند. ژانگ (۲۰۱۸) بیان می‌کند که در بازارهای

1. Coles, Daniel & Naveen
2. Arosa, Iturradle & Maseda
3. Huang & Wang
4. Bansal & Sharma
5. Liu, Miletkov, Wei & Yung
6. Lu & Wang
7. Tan, Kamarudin, Noordin & Rahim
8. Finkelstein & D'aveni

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

رقابتی، تجمیع دو نقش مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره در یک فرد در مواقعی که شرکت دارای حاکمیت شرکتی قدرتمندی باشد، آثار مثبتی به‌جای می‌گذارد که ناشی از کارایی مدیریت است. از سوی دیگر مطالعات زیادی نیز وجود دارد که نتایج متفاوتی را بیان می‌کند و بر جدایی نقش رئیس هیئت‌مدیره از مدیرعامل تأکید می‌کند. به‌طور مثال عزیز[1] (۲۰۱۴) در مطالعهٔ اثر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس سریلانکا دریافته است که جدایی مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره اثر مثبت قابل‌توجهی بر عملکرد شرکت دارد.

ساختار مالکیت

۱. مالکیت مدیران: هنگامی که مدیر مالک شرکت نیست، ممکن است که تصمیمات و اقداماتش نیز در راستای منافع مالکان شرکت نباشد. مطالعات آگراوال و سمویک[2] (۲۰۰۳) نیز این موضوع را تأیید می‌کند و نشان می‌دهد که تصمیمات مدیریتی تحت تأثیر منافع شخصی است. به‌طور طبیعی، انتظار می‌رود افزایش مالکیت مدیران، ناکارآمدی در تصمیمات سرمایه‌گذاری را کاهش دهد. در بررسی ۲۰۰ شرکت برتر پذیرفته شده در بورس مالزی، توسط نور و همکاران (۲۰۱۷) نیز این موضوع تأیید شده است.

۲. مالکیتی بلوکی: جیانگ، کای، وانگ و ژو[3] (۲۰۱۸) تأثیر حضور سهام‌داران بزرگ را در تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های چینی مورد بررسی قرار داده‌اند و متوجه شدند که حضور و قدرت چندین سهام‌دار بزرگ، به‌طور قابل‌توجهی با کارایی سرمایه‌گذاری بالاتر ارتباط دارد. البته تامسن، پدرسن و کویست[4] (۲۰۰۶) معتقدند مطالعاتی که در گذشته روی شرکت‌های آمریکایی انجام شده است، از عدم وجود یک ارتباط سیستماتیک میان سهام‌داران بلوکی و عملکرد شرکت خبر می‌دهد.

۳. مالکیت نهادی: الیا سیانی و جیا (۲۰۱۰) در بررسی‌های خود عنوان کرده‌اند که سرمایه‌گذاران نهادی از طریق سه سناریو محتمل در شرکت‌ها ایفای نقش می‌کنند: نظارت فعال، نظارت منفعل و همکاری با مدیران برای استثمار سهام‌داران کوچک. مطابق با نظر کریمر و همکاران (۲۰۰۵) مهم‌ترین سهام‌داران نهادی صندوق‌های بازنشستگی هستند. به‌طورکلی انتظار می‌رود که افزایش در صد سهام صندوق‌های بازنشستگی، به‌عنوان نماینده سهام‌داران بلوکی، سبب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها شود (چن و چن، ۲۰۱۲).

۴. مالکیت عضو غیرموظف هیئت‌مدیره: حضور اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره که احتمالاً استقلال عملکردی بیشتری نسبت به سایر اعضا دارند، می‌تواند اعتماد سهام‌داران را جلب کند. هلند و سیکوتا[5] (۲۰۰۵) این موضوع را بررسی کرده‌اند و در نهایت نتیجه گرفتند هیئت‌مدیره‌ای که اعضای موظف زیادی دارد، کمتر مورد اعتماد سهام‌داران قرار می‌گیرد که علت اصلی آن، عدم نظارت صحیح بر مدیریت شرکت است. بررسی مین و چیزما[6] (۲۰۱۸) نیز این

1. Azeez
2. Aggrawal & Samwick
3. Jiang, Cai, Wang & Zhu
4. Thomsen, Pedersen & Kvist
5. Helland & Sykute
6. Min & Chizema

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

موضوع را تأیید می‌کند که حضور منظم اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره در بهبود کارایی حاکمیت شرکتی اهمیت فراوانی دارد. همچنین کیم، مولدین و پاترو[1] (۲۰۱۴) به نتایج محکمی دست یافتند که تصدی اعضای غیرموظف رابطهٔ مستقیمی با عملکرد نقش مشورتی هیئت‌مدیره دارد که نهایتاً سیاست‌های سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد.

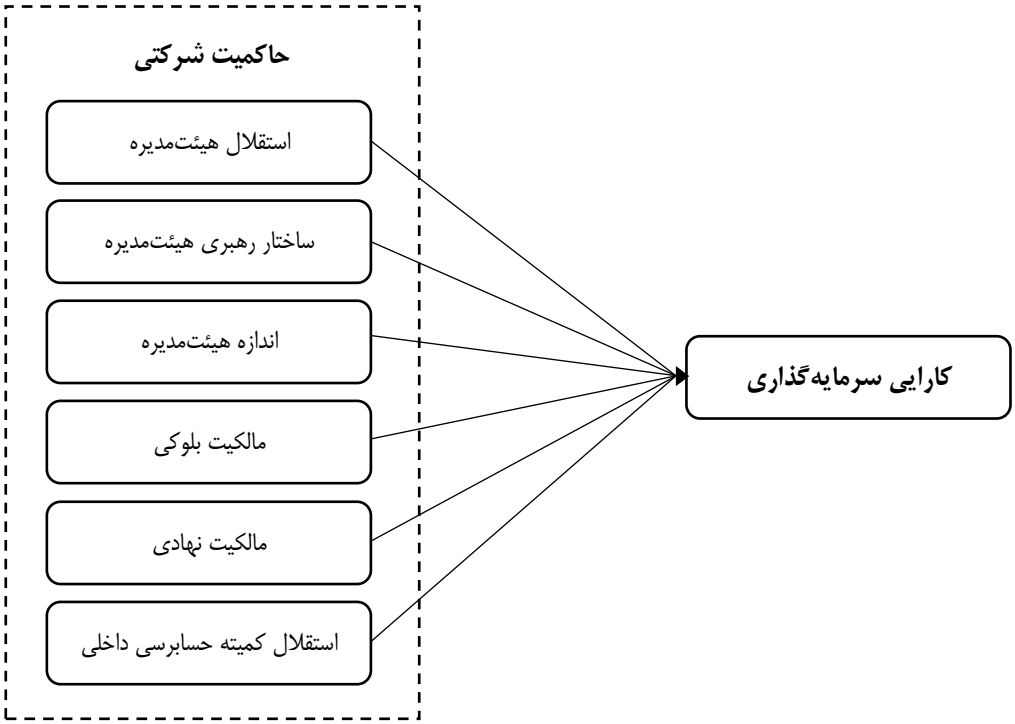
کیفیت کمیته حسابرسی

مطابق با تحقیقات بیدل، هیلاری و وردی[2] (۲۰۰۹)، هر چه کیفیت گزارش‌های مالی یک شرکت بهتر باشد، آن شرکت انحراف کمتری از سطوح سرمایه‌گذاری پیش‌بینی شده خود خواهد داشت که این موضوع کارایی تخصیص سرمایه را افزایش می‌دهد. مطالعهٔ محمدی[3] (۲۰۱۴) روی بورس اوراق بهادار تهران نیز این موضوع را تأیید می‌کند. مطالعهٔ همامی و زاده[4] (۲۰۱۹) نشان داده است که کیفیت حسابرسی و ارائه به عموم، اصلی‌ترین علل شفافیت سه‌گانه حاکمیتی، محیطی و اجتماعی[5] است و ارتباط مستقیمی میان کیفیت شفافیت سه‌گانه و سطح کارآمدی سرمایه‌گذاری در شرکت وجود دارد. موضوع دیگری که در بحث کمیته حسابرسی حائز اهمیت است، نظم جلسه‌های کمیتهٔ حسابرسی است. بانسال و شارما (۲۰۱۶) این موضوع را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که استقلال کمیتهٔ حسابرسی و جلسه‌های مکرر کمیتهٔ حسابرسی، عملکرد برخی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی را بهبود می‌بخشد. این موضوع می‌تواند ناشی از تشخیص به‌موقع فریب‌کاری در صورت‌های مالی و ارائه وضعیت واقعی مالی به هیئت‌مدیره باشد.

1. Kim, Mauldin & Patro
2. Biddle, Hillary & Verdi
3. Mohammadi
4. Hammami & Zadeh
5. ESG Trancparency

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش

فرضیه‌های این مطالعه عبارت‌اند از:

۱. میان حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطهٔ معناداری وجود دارد.

۲. میان استقلال هیئت‌مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری رابطهٔ معناداری وجود دارد.

۳. میان ساختار رهبری و کارایی سرمایه‌گذاری رابطهٔ معناداری وجود دارد.

۴. میان اندازهٔ هیئت‌مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری رابطهٔ معناداری وجود دارد.

۵. میان مالکیت بلوکی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطهٔ معناداری وجود دارد.

۶. میان مالکیت نهادی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطهٔ معناداری وجود دارد.

۷. میان وجود اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره در کمیتهٔ حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطهٔ معناداری وجود دارد.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نوع توصیفی همبستگی است. از لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ زمانی، پژوهشی میان‌مدت است. در این پژوهش، از مدل رگرسیونی چندگانه بر مبنای مشاهده‌های پانل استفاده شده است و آزمون فرضیه‌ها از طریق نسخهٔ ۱۰ نرم‌افزار ایویوز[1] انجام‌گرفته است. الگوی رگرسیونی در پژوهش حاضر مطابق با رابطهٔ ۱ است.

1. EViews

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

رابطهٔ ۱)
$$EFF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t} + \beta_2 IND_{i,t} + \beta_3 LEAD_{i,t} + \beta_4 BOW_{i,t} + \beta 5IOWi,t + \beta_6 COM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

برای محاسبهٔ متغیر وابسته، یعنی کارایی سرمایه‌گذاری (EFF) از دو متغیر فرصت‌های رشد (MBV) و رشد فروش (SG) استفاده شده است که مطابق با مطالعهٔ تقی‌زاده، بادآور نهندی، متقی و تقی زاده (۱۳۹۸)، بالاترین قدرت توضیح‌دهندگی را برای کارایی سرمایه‌گذاری دارند. متغیر کارایی سرمایه‌گذاری، به صورت ترکیب خطی دو متغیر فوق مطابق با رابطهٔ ۲ و بهترین ترکیب خطی از روش تجزیه‌وتحلیل مؤلفه‌های اصلی[1] محاسبه شده است.

رابطهٔ ۲)
$$EFF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SG_{i,t} + \beta_2 MBV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

هر یک از متغیرهای مستقل به‌صورت زیر محاسبه شده است:

اندازه هیئت‌مدیره (SIZE): تعداد اعضای هیئت‌مدیره شرکت.

استقلال هیئت‌مدیره (IND): درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره.

ساختار رهبری (LEAD): عدد صفر در صورت جدایی نقش مدیرعامل و نائب رئیس هیئت‌مدیره و در غیر این صورت عدد یک.

مالکیت سهام‌داران بلوکی (BOW): درصد تجمعی میزان سهام سهام‌داران با بیش از ۵ درصد سهم.

مالکیت سهام‌داران نهادی (IOW): درصد در اختیار سهام‌داران دولتی و عمومی.

وجود اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره (COM): درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره در کمیته حسابرسی.

رشد فروش (SG) مطابق با رابطهٔ ۳:

رابطهٔ ۳)
$$\text{رشد فروش} = \frac{\text{فروش سال جاری} - \text{فروش سال قبل}}{\text{فروش سال قبل}}$$

فرصت‌های رشد (MBV) مطابق با رابطهٔ ۴:

رابطهٔ ۴)
$$\text{فرصت‌های رشد} = \frac{\text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام} - \text{دارایی‌ها کل} + \text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}}{\text{دارایی‌ها کل}}$$

جامعهٔ آماری پژوهش انجام شده، تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و دورهٔ مطالعه از سال ۱۳۹۴ تا سال ۱۳۹۷ ا ست. به‌منظور انتخاب نمونهٔ آماری از روش حذف سی ستماتیک ا ستفاده شده ا ست؛ یعنی شرکت‌هایی که دارای ویژگی‌های زیر هستند، انتخاب و مابقی حذف شده‌اند:

۱. شرکت پیش از سال ۱۳۹۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته‌شده باشد.

۲. تاریخ تشکیل کمیتهٔ حسابرسی شرکت مذکور، پیش از سال ۱۳۹۴ باشد.

1. Principal Components Analysis

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

۳. شرکت مذکور جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، مؤسسه‌های بیمه و لیزینگ‌ها نباشد؛ زیرا این شرکت‌ها از لحاظ ماهیت با سایر شرکت‌ها متفاوت هستند.

۴. سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند باشد؛ زیرا پایان سال مالی برخی از شرکت‌ها به تاریخ‌های دیگری ختم می‌شود و در این صورت مقایسه یکسانی نمی‌توان انجام داد.

۵. شرکت در طی دوره زمانی پژوهش سال مالی خود را تغییر نداده باشد.

۶. صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه شرکت اصلی در بازه موردبررسی، به‌گونه‌ای مجزا از صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه شرکت‌های تلفیقی موجود باشد.

۷. شرکت مذکور طی دوره پژوهش، بیش از ۶ ماه وقفهٔ معاملاتی نداشته باشد.

با در نظر گرفتن شرایط فوق، حجم نمونه انتخابی برابر با ۸۰ شرکت شد.

یافته‌های پژوهش

در ابتدا مانایی[1] متغیرها را موردبررسی قرار می‌دهیم. برای بررسی مانایی متغیرها، از آزمون لوین، لین و چو استفاده شده و نتایج در جدول ۱ درج شده است.

جدول ۱. بررسی مانایی متغیرهای مطالعه

نام متغیر	نماد	آماره	سطح معناداری	وضعیت
کارایی سرمایه‌گذاری	EFF	-۲۳/۴۵۳۲	۰/۰۰۰۰	مانا
فرصت رشد	MBV	-۳۴/۷۳۱۵	۰/۰۰۰۰	مانا
رشد فروش	SG	-۹/۲۲۷۶۶	۰/۰۰۰۰	مانا
اندازه هیئت‌مدیره	SIZE	-۱/۳۷۰۲	۰/۰۸۵۳	نامانا
استقلال هیئت‌مدیره	IND	-۱۹/۵۹۲۳	۰/۰۰۰۰	مانا
ساختار رهبری	LEAD	-۰/۶۳۰۴۷	۰/۲۶۴۲	نامانا
مالکیت بلوکی	BOW	-۸۶/۸۴۳	۰/۰۰۰۰	مانا
مالکیت نهادی	IOW	-۲۳/۸۷۶۷	۰/۰۰۰۰	مانا
کیفیت کمیته حسابرسی	COM	-۲/۰۹۹۷۵	۰/۰۱۷۹	مانا

بررسی مانایی متغیرها نشان می‌دهد که دو متغیر اندازهٔ هیئت‌مدیره و ساختار رهبری مانا نیستند. با توجه به وجود متغیرهای نامانا، آزمون هم‌انباشتگی[2] با استفاده از آزمون کائو انجام شده است که نتایج آن در جدول ۲ مشاهده می‌شود.

جدول ۲. نتایج آزمون کائو

آماره آزمون(t)	سطح معناداری	نتیجه آزمون
-۴/۹۸۵۶۴	۰/۰۰۰۰	وجود هم‌انباشتگی

1. Stationary
2. Cointegration

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

همان‌طور که مشخص است، میان متغیرهای مستقل و متغیر وابسته در مدل هم‌انباشتگی وجود دارد و با وجود عدم مانایی دو متغیر ساختار رهبری و اندازهٔ هیئت‌مدیره، خللی در صحت رگرسیون ایجاد نخواهد شد.

در ادامه به‌منظور تعیین و انتخاب مدل رگرسیونی، آزمون‌های F لیمر و هاسمن به‌کار گرفته شده است. نتایج آزمون F لیمر در جدول ۳ مشاهده می‌شود.

جدول ۳. نتایج آزمون F لیمر

آماره آزمون(F)	سطح معناداری	نتیجه آزمون
۴/۳۶۷۷۵	۰/۰۰۰۰	دارای اثر

همان طور که مشخص است، مدل رگرسیونی دارای اثر است و به‌منظور تشخیص نوع اثر، سراغ آزمون هاسمن می‌رویم. نتایج آزمون هاسمن در جدول ۴ درج شده است.

جدول ۴. نتایج آزمون هاسمن

آماره آزمون(F)	سطح معناداری	نتیجه آزمون
۴/۳۶۷۷۵	۰/۰۰۰۰	دارای اثر

مطابق با نتایج جدول ۴، مدل رگرسیونی دارای اثر ثابت است. در ادامه، مفروضات رگرسیون کلاسیک مورد بررسی قرار گرفته است تا از صحت نتایج اطمینان حاصل شود.

فرض اول) صفر بودن میانگین جملات خطا: اگر در مدل رگرسیونی جمله ثابت در نظر گرفته شود، این فرض هرگز نقض نخواهد شد.

فرض دوم) ثابت‌بودن مقدار واریانس خطاها یا عدم وجود ناهم‌سانی واریانس: فرض ثابت‌بودن مقدار واریانس خطاها به هم سانی واریانس[1] معروف است. برای آزمون این فرض، از آزمون وایت استفاده شده است. با توجه به مقدار احتمال ۰/۰۵۱ عدم وجود هم‌سانی واریانس‌ها رد شده است و خللی در رگرسیون وجود ندارد.

فرض سوم) عدم وجود هم‌بستگی بین خطاها: عدم وجود هم‌بستگی بین خطاها، به‌معنای صفر بودن کوواریانس بین اجزای اخلال است. به‌منظور شناسایی خودهم‌بستگی، از آزمون دوربین ـــ واتسون استفاده شده است. مقدار آمارهٔ آزمون دوربین ـ واتسون برابر با ۱/۸۷۶۰۰۲ است که مؤید عدم وجود هم‌بستگی بین خطاهاست.

فرض چهارم) نرمال بودن خطاها: زمانی که اندازهٔ نمونه به میزان کافی بزرگ باشد، انحراف از فرض نرمال بودن معمولاً بی‌اهمیت و پیامدهای ناچیزی خواهد داشت. با توجه به اینکه رگرسیون در این پژوهش با استفاده از داده‌های پانل انجام شده است، می‌توان از این فرض چشم‌پوشی کرد.

فرض پنجم) عدم وجود هم‌خطی: یکی از مفروضات اساسی رگرسیون، عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل

1. Homoscedasticity

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

است. وجود هم‌خطی می‌تواند سبب ایجاد خطا در مدل شود. در واقع، وجود هم‌خطی وضعیتی است که نشان می‌دهد یک متغیر مستقل تابعی خطی از سایر متغیرهای مستقل است. اگر هم‌خطی در یک معادلهٔ رگرسیون بالا باشد، بدین معناست که بین متغیرهای مستقل هم‌بستگی زیادی وجود دارد و با وجود ضریب تعیین بالا، رگرسیون چندان معتبر نیست.

جهت تشخیص وجود هم‌خطی، از شاخص عامل تورم واریانس (VIF)[1] استفاده شده است.. نتایج آزمون عامل تورم واریانس در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵. نتایج آزمون عامل تورم واریانس

متغیر	علامت اختصاری	مقدار آزمون
اندازه هیئت‌مدیره	SIZE	۱/۰۴۴۵
استقلال هیئت‌مدیره	IND	۱/۰۶۸۰
ساختار رهبری	LEAD	۱/۰۶۲۵
مالکیت بلوکی	BOW	۱/۱۴۱۹
مالکیت نهادی	IOW	۱/۱۶۶۸
درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره در کمیته حسابرسی	COM	۱/۰۳۳۲

با توجه به اینکه مقدار آماره آزمون برای تمامی متغیرها کمتر از عدد ۵ است، هم‌خطی میان متغیرهای مستقل وجود ندارد. نتایج حاصل از تحلیل معادله رگرسیون در جدول ۶ قابل‌مشاهده است.

جدول ۶. نتایج تحلیل معادله رگرسیون

متغیر	علامت اختصاری	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
اندازه هیئت‌مدیره	SIZE	۰/۰۶۰۲۲	۰/۱۷۲۸۰۵	۰/۳۴۸۴۹	۰/۷۲۷۸
استقلال هیئت‌مدیره	IND	-۰/۲۲۷۶۹	۰/۲۰۶۶۸۴	-۱/۱۰۱۶۴	۰/۲۷۱۹
ساختار رهبری	LEAD	۰/۰۰۲۱۶	۰/۰۹۱۳۹۹	۰/۰۲۳۶۵	۰/۹۸۱۲
مالکیت بلوکی	BOW	-۰/۶۶۲۲۹	۰/۵۷۴۶۱۰	-۱/۱۵۲۶۰	۰/۲۵۰۴
مالکیت نهادی	IOW	۰/۹۷۶۷۴	۰/۴۷۲۵۱۹	۲/۰۶۷۰۸۹	۰/۰۴۴۳
کیفیت کمیته حسابرسی	COM	-۰/۳۲۲۴۲	۰/۱۹۱۹۶۰	-۱/۶۸۴۸۳	۰/۰۹۳۵
عرض از مبدأ	β_0	۲/۴۱۱۵۵	۰/۹۷۸۷۶	۲/۴۶۴۱۰	۰/۰۱۴۵
ضریب تعیین			۰/۶۴۹۱		
ضریب تعیین تعدیل‌شده			۰/۵۰۹۳		
آماره F			۴/۶۴۵۶		
سطح معناداری			۰/۰۰۰۰		

1. Variance Inflation Factor

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

با توجه به نتایج جدول ۶، مقدار معناداری آمارهٔ F برابر ۰/۰۰۰۰ است؛ یعنی مدل در سطح اطمینان ۹۵درصد معنادار است و ضریب تعیین مدل نشان می‌دهد که ۶۴درصد رفتار متغیر وابسته، توسط تغییرات متغیرهای وابسته توضیح داده می‌شود که برای مدل‌های مالی مقدار مناسبی است. مدل نهایی رگرسیون مطابق با رابطهٔ ۵ است.

رابطهٔ ۵)
$$EFF = 0.06Size - 0.22IND + 0.002LEAD - 0.66BOW + 0.97LOW - 0.32COM + 2.44$$

با توجه به یافته‌های جدول ۵ آزمون فرضیه‌های پژوهش در ادامه توضیح داده شده است.

فرضیهٔ اول) میان حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطهٔ معناداری وجود دارد: با توجه به سطح معناداری و مقدار آمارهٔ آزمون، وجود ارتباط معنادار میان حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری را نمی‌توان رد کرد.

فرضیهٔ دوم) میان استقلال هیئت‌مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری رابطهٔ معناداری وجود دارد: با توجه به سطح معناداری و مقدار آمارهٔ آزمون، وجود ارتباط معنادار میان استقلال هیئت‌مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری رد می‌شود.

فرضیهٔ سوم) میان ساختار رهبری و کارایی سرمایه‌گذاری رابطهٔ معناداری وجود دارد: با توجه به سطح معناداری و مقدار آمارهٔ آزمون، وجود ارتباط معنادار میان ساختار رهبری و کارایی سرمایه‌گذاری رد می‌شود.

فرضیهٔ چهارم) میان اندازهٔ هیئت‌مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری رابطهٔ معناداری وجود دارد: با توجه به سطح معناداری و مقدار آمارهٔ آزمون، وجود ارتباط معنادار میان اندازهٔ هیئت‌مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری رد می‌شود.

فرضیهٔ پنجم) میان مالکیت بلوکی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطهٔ معناداری وجود دارد: با توجه به سطح معناداری و مقدار آمارهٔ آزمون، وجود ارتباط معنادار میان مالکیت بلوکی و کارایی سرمایه‌گذاری رد می‌شود.

فرضیهٔ ششم) میان مالکیت نهادی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطهٔ معناداری وجود دارد: با توجه به سطح معناداری و مقدار آمارهٔ آزمون، وجود ارتباط معنادار میان مالکیت نهادی و کارایی سرمایه‌گذاری را نمی‌توان رد کرد.

فرضیهٔ هفتم) میان وجود اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره در کمیتهٔ حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطهٔ معناداری وجود دارد: با توجه به سطح معناداری و مقدار آمارهٔ آزمون، وجود ارتباط معنادار میان وجود اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره در کمیتهٔ حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری رد می‌شود.

بحث و نتیجه‌گیری

حاکمیت شرکتی اساساً به‌دنبال کاهش تضاد منافع میان سهامداران و مدیران است. از طرف دیگر، جدایی بین مدیران و سهامداران که مالکان شرکت به‌حساب می‌آیند، امروزه به امری رایج تبدیل شده است؛ به‌گونه‌ای که در بیشتر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مدیران شرکت که از طرف سهامداران انتخاب می شوند، ا شتراکی با اعضای سهامدار شرکت ندارند و همین موضوع نقش حاکمیت شرکتی را پُررنگ می‌کند؛ زیرا کارکرد صحیح سازوکارهای حاکمیت شرکتی، سبب جلب اعتماد سهامداران و جلوگیری از سوء رفتارهای مدیریت می‌شود.

از سوی دیگر، اثرگذاری حاکمیت شرکتی فقط در بُعد عملکرد مالی شرکت‌ها خلاصه نمی‌شود؛ به‌طوری که امروزه

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

مطالعات متنوعی در خصوص اثر حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری، مسئولیت‌پذیری اجتماعی، عملکرد شرکت‌ها، ارزش بازار شرکت‌ها و سایر ابعاد شرکت‌ها انجام می‌گیرد. موضوع تخصیص بهینهٔ منابع مالی که یکی از اهداف اصلی بازار سرمایه به شمار می‌رود، در این تحقیق مطالعه و بررسی شد. به همین منظور، تلاش شد که از طریق کمّی سازی کارایی سرمایه‌گذاری و حاکمیت شرکتی، ارتباط میان این دو متغیر بررسی شود. جامعهٔ آماری مطالعهٔ حاضر جهت آزمون فرضیه‌ها، اطلاعات ۸۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، در سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۷ بود و داده‌ها به‌صورت پانل جمع‌آوری شدند. درنهایت پس از جمع‌آوری داده‌ها، برای تجزیه‌وتحلیل از رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شد.

نتایج پژوهش مؤید ارتباط معنادار کارایی سرمایه‌گذاری و حاکمیت شرکتی است. در واقع انتظار می‌رود با افزایش کیفیت ساختار حاکمیت شرکتی، کارایی سرمایه‌گذاری بهبود یابد (فرضیهٔ اول). از سوی دیگر، از میان مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی، تنها ارتباط معنادار و مثبتی میان وجود سرمایه‌گذاران نهادی و کارایی سرمایه‌گذاری تأیید شد (فرضیهٔ ششم)؛ اما وجود رابطهٔ معنادار میان سایر مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی، از جمله اندازهٔ هیئت‌مدیره، استقلال هیئت‌مدیره، ساختار هیئت‌مدیره، سهام‌دار بلوکی و درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره در کمیتهٔ حسابرسی رد شد (فرضیه‌های دوم، سوم، چهارم، پنجم و هفتم).

در فرضیهٔ اصلی، ارتباط کلی میان ویژگی حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری بررسی شد که شواهد رابطهٔ مثبت و معناداری را نشان داد. در واقع، هرچه سازوکارهای حاکمیت شرکتی تقویت شود، کارایی سرمایه‌گذاری افزایش خواهد یافت. این یافته با نظر چن و چن (۲۰۱۲) مطابقت دارد.

در فرضیهٔ دوم، رابطهٔ استقلال هیئت‌مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری بررسی شد که پس از مشاهدهٔ نتایج رگرسیون، عدم وجود رابطه معنادار این دو متغیر محرز شد. بیشتر مطالعات نظیر مطالعهٔ لیو و همکاران (۲۰۱۵) از وجود ارتباط معنادار بین استقلال هیئت‌مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری خبر می‌دهد؛ اما نتایج این پژوهش با نتیجهٔ مطالعهٔ سلین، نور و نووی[1] (۲۰۱۸) که بر عدم وجود رابطه معنادار بین این دو متغیر تأکید کرده‌اند، مطابقت دارد. هرچند که استقلال هیئت‌مدیره از منظر نظریهٔ نمایندگی موجب بهبود کنترل تصمیمات مدیریتی می‌شود؛ لئورا و ون‌دن‌برگ[2] (۲۰۰۷) دریافتند که با افزایش استقلال هیئت‌مدیره انسجام هیئت‌مدیره کاهش می‌یابد و با کاهش انسجام از طریق هنجارهای تلاش و به‌کارگیری مهارت‌ها به‌صورت غیرمستقیم بر عملکرد هیئت‌مدیره تأثیر منفی دارد (شریعت‌نیا، طاهرپور کلانتری، جهانگیری و رسولی قهرودی، ۱۴۰۰). سایر پژوهش‌های انجام شده روی شرکت‌های ایرانی، مانند نیک‌بخت، سیدی و هاشم‌الحسینی (۱۳۸۹) بر نتایج و تفسیر مشابهی تأکید دارد.

در فرضیهٔ سوم تحقیق، رابطهٔ میان ساختار رهبری و کارایی سرمایه‌گذاری بررسی شد که پس از مشاهدهٔ نتایج رگرسیون، رابطهٔ معناداری بین این دو متغیر مشاهده نشد. نتایج این پژوهش با نتایج مطالعات عزیز (۲۰۱۴) و شری‌استاو

1. Salin, Nor & Nawawi
2. Shrivastav & Kalsie

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

و کالسی[1] (۲۰۱۶) که بر اقتضایی‌بودن اثر ساختار رهبری بر کارایی سرمایه‌گذاری و عدم وجود رابطهٔ کلی تأکید کرده‌اند، مطابقت دارد.

در فرضیهٔ چهارم، رابطهٔ میان اندازهٔ هیئت‌مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری بررسی شد که پس از مشاهدهٔ نتایج رگرسیون، رابطهٔ معناداری بین این دو متغیر به‌دست نیامد. بیشتر مطالعات انجام شده، عدم وجود رابطهٔ کلی بین این دو متغیر را نشان داده‌اند که با نتایج حاصل از پژوهش مطابقت دارد. بر اساس مادهٔ ۱۰۷ لایحهٔ قانون تجارت، اعضای هیئت‌مدیرهٔ اغلب شرکت‌های سهامی عام، پنج نفر است و تعداد بسیار محدودی از شرکت‌ها هفت عضو هیئت‌مدیره دارند؛ در ضمن شرکت‌های مادر از طریق شرکت‌های مختلف تابعه و گاه کاغذی، اعضای متعدد هیئت‌مدیره را منصوب می‌کنند که این اعضا متناسب با خط‌مشی شرکت مادر، آرای مشابهی دربارهٔ مسائل بااهمیت دارند و این موضوعات تا حد زیادی تعداد اعضای هیئت‌مدیره، به‌عنوان یک سنجه را مغشوش می‌کند. تعیین تعداد اعضای هیئت‌مدیره، بر اساس الزامات قانونی به اندازه، صنعت و ماهیت شرکت توجه نمی‌کند (نیک‌بخت، سیدی و هاشم‌الحسینی، ۱۳۸۹).

در فرضیهٔ پنجم، رابطهٔ بین سهام‌داران بلوکی و کارایی سرمایه‌گذاری بررسی شد که پس از مشاهدهٔ نتایج رگرسیون، رابطهٔ معنادار بین این دو متغیر مشاهده نشد. نتایج به‌دست‌آمده با یافته‌های مطالعهٔ تریبو، برون و ساروکا[2] (۲۰۰۷) مطابقت دارد. آن‌ها نیز اذعان می‌کنند که رابطهٔ بین این دو متغیر به‌صورت اقتضایی است و در حالت کلی ارتباط معناداری وجود ندارد. شلیفر و ویشنی (۱۹۹۷) ادعا کردند که مالکیت نهادی صریح‌ترین راه برای هم‌راستا نمودن جریان نقدی و حق کنترل سهام‌داران بیرونی، محدودسازی اثربخش اختیارات مدیریت و حذف ناکارایی‌هاست (شلیفر و ویشنی، ۱۹۸۶؛ شوم و سینگ، ۱۹۹۵؛ آلن و فیلیپس، ۲۰۰۰؛ سینگ و همکاران، ۲۰۰۴؛ گلاسر و مولر، ۲۰۱۰)؛ اما آن‌ها در مطالعاتشان صرفاً بر نظریهٔ نمایندگی تکیه دارند و عوامل رفتاری را لحاظ نکرده‌اند؛ برای مثال، هاشمی، معینیان و نرگسیان (۱۳۹۹) با لحاظ نمودن عوامل رفتاری دریافتند که سهام‌داران بلوکی و اختلاط مالکیت موجب کاهش اثربخشی تصمیم‌گیری در هیئت‌مدیره می‌شود.

در فرضیهٔ ششم، رابطهٔ بین سهام‌داران نهادی و کارایی سرمایه‌گذاری بررسی شد که پس از مشاهدهٔ نتایج رگرسیون، وجود رابطهٔ معنادار و مثبت تأیید شد. بیشتر مطالعات نشان از وجود رابطه معنادار مثبت بین این دو متغیر دارند. نتایج پژوهش به‌صورت کلی با مطالعه چن و چن (۲۰۱۲) و سلا[3] (۲۰۲۰) مطابقت دارد.

در فرضیهٔ هفتم، رابطهٔ میان وجود اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره در کمیتهٔ حسابرسی بررسی شد که پس از مشاهدهٔ نتایج رگرسیون، رابطهٔ معناداری بین این دو متغیر مشاهده نشد. مطالعهٔ کلین (۲۰۰۲) و کار سلو و نل (۲۰۰۰)، نشان می‌دهد که وجود اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره، کیفیت کمیتهٔ حسابرسی را افزایش می‌دهد و افزایش کیفیت کمیتهٔ حسابرسی، سبب کارایی بهتر تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌شود. کیفیت حسابرسی دو بُعد ترکیب کمیتهٔ حسابرسی و تعداد جلسه‌ها را در بردارد که با توجه به عدم افشای تعداد جلسه‌های کمیتهٔ حسابرسی، کیفیت کمیتهٔ حسابرسی به‌علت

1. Shrivastav & Kalsie
2. Tribo, Berrone & Surroca
3. Cella

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

محدودیت پژوهش به‌طور جامع سنجیده نشده است.

بررسی‌های پژوهش نشان می‌دهد که به صورت کلی، حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری اثر دارد که ارتباط معنادار یکی از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی با کارایی سرمایه‌گذاری در این پژوهش به تأیید رسیده است. ارتباط معنادار بین درصد سرمایه‌گذاران نهادی و کارایی سرمایه‌گذاری بسیار جالب‌توجه است و با توجه به اینکه سهام‌داران نهادی بخش بزرگی از سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در اختیاردارند، اهمیت موضوع دوچندان می‌شود. از طرفی، بیشتر مطالعات صورت گرفته در دنیا نیز ارتباط مثبت و معنادار این دو متغیر را تأیید می‌کند. بدون شک، سایر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری بی‌تأثیر نیستند و شاید استفاده از بعضی متغیرهای کنترلی و ارائهٔ تعریف‌های بهتر برای کمّی‌کردن این ویژگی‌ها، بتواند ارتباط بین این ویژگی‌ها و کارایی سرمایه‌گذاری را بهتر نشان دهد. به‌طور کلی، نکتهٔ حائز اهمیت، وجود متغیرهای کنترلی است که می‌تواند نتایج پژوهش را بهتر نشان دهد؛ زیرا با توجه به وضعیت اقتصادی و سیاسی کشور، پارامترهای دیگری وجود دارند که بر عملکرد کلی شرکت‌ها اثر می‌گذارند.

با توجه به اینکه بر اساس یافته‌های پژوهش کیفیت حاکمیت شرکتی موجب کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود، پیشنهاد می‌شود که دولت‌ها به‌منظور ارتقای بهره‌وری تجمیعی و درآمد سرانه که برآیند کارایی تخصیص سرمایه است، به قانون‌گذاری در راستای کیفیت حکمرانی مطلوب شرکت‌ها اهتمام ویژه داشته باشند و سرمایه‌گذاران به‌خصوص سرمایه‌گذاران بنیادی و بلوکی، در تحلیل‌های قبل از سرمایه‌گذاری، به وضعیت حکمرانی شرکت توجه کنند و شرکت‌های دارای سرمایه‌گذار نهادی را در شرایط یکسان در اولویت قرار دهند.

پژوهش حاضر دارای محدودیت‌های متعددی است. پایگاه دادهٔ آرشیوی از داده‌های حاکمیت شرکتی وجود ندارد و در نتیجه، در این مطالعه پنج سال بررسی شده است. داده‌های بعضی از متغیرهای حاکمیت شرکتی داخلی، مانند تعدد عضویت در هیئت‌مدیره شرکت‌های مختلف، پاداش هیئت‌مدیره، تعداد جلسه‌های کمیتهٔ حسابرسی داخلی در دسترس نیست یا به‌دشواری جمع‌آوری می‌شود.

مطالعات آتی می‌تواند عوامل حاکمیت شرکتی، مانند قانون‌گذاری و شفافیت رسانه‌ای را به‌عنوان متغیر مستقل دخیل کند. موضوع مهم دیگر صنعت و همچنین، تأثیر تنوع سبد کسب‌وکار است که می‌تواند به‌عنوان متغیر کنترل در مدل در نظر گرفته شود.

منابع

تقی‌زاده خانقاه، وحید؛ بادآور نهندی، یونس؛ متقی، علی‌اصغر؛ تقی زاده، هوشنگ (۱۳۹۸). ارائه مدل سنجش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۱(۲)، ۲۳۷-۲۶۴.

دستگیر، محسن؛ جلالی جلال آبادی، مژگان و گوگردچیان، احمد (۱۳۹۵). تأثیر نظام حاکمیت شرکتی بر شاخص واحد کارایی مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۴(۱)، ۶۹-۸۶.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

شـــریعت نیا، اکبر؛ طاهرپور کلانتری، حبیب‌اله؛ جهانگیری، علی و رســـولی قهرودی، مهدی (۱۴۰۰). تبیین تأثیر کیفیت فرایندهای هیئت‌مدیره بر عملکرد نقش‌های هیئت‌مدیره در شرکت‌های دولتی ایران. *مدیریت دولتی*، ۱۳(۲)، ۲۷۷-۳۰۸.

نیک‌بخت، محمدرضا؛ سیدی، سید عزیز و هاشم‌الحسینی، روزبه (۱۳۸۹). بررسی تأثیر ویژگی‌های هیات مدیره بر عملکرد شرکت. *مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، ۳(۵۸)، ۲۵۱-۲۷۰.

هاشـــمی، محمدصـــادق؛ معینیان، امین و نرگســـیان، عباس (۱۳۹۹). تبیین نقش ســـاختار مالکیت بنگاه در فرایند تصـــمیم‌گیری استراتژیک هیئت‌مدیره: مطالعه چندموردی بانک‌های دولتی، شبه‌خصوصی و خصوصی. *مدیریت دولتی*، ۱۲(۳)، ۵۵۰-۵۸۳.

وارث، حامد؛ برکوک، محمدحســـن؛ ناصـــری طاهری، زهره و بناءزاده، محمدجواد (۱۴۰۰). تأثیر ترکیب و رهبری هیئت‌مدیره بر عملکرد مالی شـــرکت: بررســـی تجربی الگوی حاکمیت شـــرکتی داخلی در شـــرکت‌های ایرانی. *پژوهش‌های کاربردی در مدیریت و حسابداری*، ۶ (۲۴)، ۷۲-۷۶.

References

Adams, R. & Ferreira, D. (2008). A theory of friendly boards. *Journal of Finance*, 62, 217- 250.

Aggarwal, R. K., & Samwick, A. A. (2003). Why do managers diversify their firms? Agency reconsidered. *The Journal of Finance*, 58(1), 71-118.

Allen, J. & Phillips, G. (2000). Corporate equality ownership, strategic alliances, and product market relationships. *Journal of Finance*, 55, 2791–2815.

Anderson, R., Bates, T., Bizjak, J., Lemmon, M. (2000). Corporate governance and firm diversification. *Financial Management*, 29, 5–22.

Arosa, B., Iturralde, T. & Maseda, A. (2013). The board structure and firm performance in SMEs: Evidence from Spain. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, *19*(3), 127-135.

Azeez, A. A. (2015). Corporate governance and firm performance: evidence from Sri Lanka. *Journal of Finance*, 3(1), 180-189.

Baesley, 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.

Bansal, N. & Sharma, A. K. (2016). Audit committee, corporate governance and firm performance: Empirical evidence from India. *International Journal of Economics and Finance*, *8*(3), 103.

Baxamusa, M. Mohanty, S. & Rao, R. P. (2015). Information asymmetry about investment risk and financing choice. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(7-8), 947-964.

Beasley, M. S., Carcello, J. V., Hermanson, D. R., & Lapides, P. D. (2000). Fraudulent financial reporting: Consideration of industry traits and corporate governance mechanisms. *Accounting horizons*, 14(4), 441-454.

Becht, M., Bolton, P. & Roell, A. (2002). *Corporate governance and control. European corporate governance institute (No. 02)*. Finance Working Paper.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

Bertrand, M., & Mullainathan, S. (2003). Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences. *Journal of political Economy*, 111(5), 1043-1075.

Biddle, G. C., Hilary, G. & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of accounting and economics*, *48*(2-3), 112-131.

Bushee, B. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *Accounting Review*, 73, 305–333.

Bushman, R. & Smith, A. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 237–333.

Carcello, J. V., & Neal, T. L. (2000). Audit committee composition and auditor reporting. *The accounting review*, 75(4), 453-467.

Cella, C. (2020). Institutional investors and corporate investment. *Finance Research Letters*, 32, 101169.

Chen, I. J., & Chen, S. S. (2017). Corporate governance and the investment efficiency of diversified corporate asset buyers. *Journal of Applied Corporate Finance*, *29*(1), 99-114.

Chung, K. H., & Zhang, H. (2011). Corporate governance and institutional ownership. *Journal of financial and quantitative analysis*, 247-273.

Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of financial economics*, *87*(2), 329-356.

Cremers, K. M., & Nair, V. B. (2005). Governance mechanisms and equity prices. *The Journal of Finance*, 60(6), 2859-2894.

Dastgir, M., Jalali Jalal Abadi, M. & Googerdchian, A. (2016). The Impact of Corporate Governance System on the Unit Index of Working Capital Management Efficiency for the Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Asset Management and Financing*, 4(1), 69-86. (*in Persian*)

David, J. M., Venkateswaran, V., Cusolito, A. P., & Didier, T. (2021). Capital Allocation in Developing Countries. *The World Bank Economic Review*, 35(4), 1102-1121.

Elyasiani, E. & Jia, J. (2010). Distribution of institutional ownership and corporate firm performance. *Journal of banking & finance*, *34*(3), 606-620.

Fama, E. & Jensen, M. (1983). Agency problem and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 26, 327–349.

Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88, 288–307.

Finkelstein, S. & D'aveni, R. A. (1994). CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management journal*, *37*(5), 1079-1108.

Glaser, M. & Müller, S. (2010). Is the diversification discount caused by the book value bias of debt? *Journal of Banking and Finance*, 34, 2307–2317.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

Goyal, V. & Park, C. (2002). Board leadership structure and CEO turnover. *Journal of Corporate Finance*, 8, 49–66.

Hambrick, D. C. & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of management review*, *9*(2), 193-206.

Hammami, A. & Zadeh, M. H. (2019). Audit quality, media coverage, environmental, social, and governance disclosure and firm investment efficiency. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(1), 45-72.

Hashemi, M. S., Moeinian, A. & Nargesian, A. (2020). Understanding the role of Ownership Structure in the Board Strategic Decision-Making Process: A Multiple Case Study of State-owned, Pseudo-Private and Private Banks in Iran. *Journal of Public Administration*, 12(3), 550-583. (*in Persian*)

Healy, P. & Palepu, K. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405–440.

Helland, E. & Sykuta, M. (2005). Who's monitoring the monitor? Do outside directors protect shareholders' interests? *Financial Review*, 40(2), 155-172.

Huang, Y. S., & Wang, C. J. (2015). Corporate governance and risk-taking of Chinese firms: The role of board size. *International Review of Economics & Finance*, *37*, 96-113.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.

Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure En: *Journal of Finance Economics*, 3(4), 305-360.

Jiang, F., Cai, W., Wang, X. & Zhu, B. (2018). Multiple large shareholders and corporate investment: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 50, 66-83.

Kim, K., Mauldin, E., & Patro, S. (2014). Outside directors and board advising and monitoring performance. *Journal of accounting and economics*, 57(2-3), 110-131.

Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of accounting and economics*, 33(3), 375-400.

Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Penalva, F. (2016). Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 221-238.

Lehn, K., Zhao, M. (2006). CEO turnover after acquisitions: are bad bidders fired? *Journal of Finance*, 61, 1759–1811.

Levrau, A., and Van den Berghe, L.A.A. (2007). Corporate governance and board effectiveness: Beyond formalism. *The ICFAI Journal of Corporate Governance*, 6(4), 58-85.

Liu, Y., Miletkov, M. K., Wei, Z., & Yang, T. (2015). Board independence and firm performance in China. *Journal of Corporate Finance*, *30*, 223-244.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

Lu, J. & Wang, W. (2015). Board independence and corporate investments. *Review of Financial Economics*, 24, 52-64.

McMullen, D. & Raghunandan, K. (1996). Enhancing audit committee effectiveness. *Journal of Accountancy*, 182, 79–81.

Min, B. S. & Chizema, A. (2018). Board meeting attendance by outside directors. Journal of Business Ethics, 147(4), 901-917.

Mohammadi, S. M. (2014). The relationship between financial reporting quality and investment efficiency in Tehran stock exchange. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, *4*(6), 104.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have* (No. w1396). National Bureau of Economic Research.

Nikbakht, M., Sayedi, A. & Hashem Alhosseni, R. (2010). Surveying the effects of board characteristic on firm's performance. *Journal of Accounting*, *3*(58), 251-270. (*in Persian*)

Nor, N. H. M., Nawawi, A., & Salin, A. S. A. P. (2017). The influence of board independence, board size and managerial ownership on firm investment efficiency. *Pertanika Journal of Social Science and Humanities*, *25*(3), 1039-1058.

Salin, A. S. A. P., Nor, N. H. M., & Nawawi, A. (2018, September). Corporate Governance And Investment Efficiency: Malaysian Evidence. In *Artikel dipresentasikan pada International Conference on Relegion, Social Sciences and Technological Education* (pp. 25-26).

Shariatnia, A., Taherpoor Kalantari, H. T., Jahangiri, A., & Rasouli Ghahroudi, M. (2021). The Effect of the Quality of Board Processes on the Performance of Board Roles in Iranian State-owned Enterprises. *Journal of Public Administration*, 13(2), 277-308. (*in Persian*)

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.

Shleifer, A., Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94, 461–488.

Shome, D., Singh, S. (1995). Firm value and external block holdings. *Financial Management*, 24, 3–14.

Shrivastav, S. M., & Kalsie, A. (2016). The Relationship Between CEO Duality and Firm Performance: An Analysis Using Panel Data Approach. *IUP Journal of Corporate Governance*, *15*(2).

Singh, M., Mathur, I., Gleason, K. (2004). Governance and performance implications of diversification strategies: evidence from large US firms. *Financial Review*, 39, 489–526.

Stein, J. C. (2003). Agency, information and corporate investment. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 111-165.

Taghizadeh Khanqah, V., Badavar Nahandi, Y., Mottagi, A., & Taghizadeh, H. (2019). Presentation of Firm's Investment Efficiency Measurement Model in Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 21(2), 237-264. (*in Persian*)

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

Tan, K. M., Kamarudin, F., Noordin, B. A. A., & Rahim, N. A. (2019). Firm Efficiency of East Asia Countries: The Impact of Board Busyness. *Vision*, *23*(2), 111-124.

Thomsen, S., Pedersen, T., & Kvist, H. K. (2006). Blockholder ownership: Effects on firm value in market and control based governance systems. *Journal of Corporate finance*, 12(2), 246-269.

Tirole, J. (2001). Corporate governance. *Econometrica*, 69, 1–35.

Tribo, J. A., Berrone, P., & Surroca, J. (2007). Do the type and number of blockholders influence R&D investments? New evidence from Spain. Corporate Governance: *An International Review*, 15(5), 828-842.

Vares, H., Barkok, M., Naseri Taheri, Z. Bannaadeh, M. J. (2021). The Effect of Board Composition and Leadership on Firm's Performance: An Empirical Study of Corporate Governance Pattern in Iranian Companies. *Journal of Applied Research in Accounting and Management*, 6(24), 72-86. (*in Persian*)

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185–211.

Zhang, H. (2018). *Product market competition and corporate governance: substitutes or complements? Evidence from CEO duality*. *Evidence from CEO Duality* (October 6, 2018). Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3088768

Archive of SID.ir