Archive of SID

فصلنامه علمی ـ پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی ـ سال ۱۳ ـ شماره ۵۲ ـ زمستان ۱۳۹۵
صفحات ۱ تا ۲۸

ارتباط حاکمیت شرکتی و اَبعاد آن با کارائی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

صابر شعری آناقیر *
یحیی حساس یگانه **
مهدی سدیدی ***
بنیامین نره ئی****

چکیده

اعتقاد بر این است که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی به سرمایه‌گذاران در تحریک و اجبار ارکان مدیریت به استفاده کارآمدتر از منابع شرکت‌ها در راستای ایفای وظیفه مباشرتی، کمک می‌کند. ارکان مدیریتی با اتخاذ تصمیماتی مطلوب درباره سرمایه‌گذاری‌های بهینه، نقشی حیاتی در استفاده از منابع ایفا می‌کند. سیاست‌های ناکارآمد سرمایه-گذاری می‌تواند نتیجه حاکمیت شرکتی ضعیف باشد. به عبارتی دیگر، حاکمیت شرکتی عاملی کلیدی نظارتی و کنترلی در مدیریت کارآمد و کارائی سرمایه‌گذاری است. هدف این پژوهش، تحلیل ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کارائی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون خطی چند متغیره به روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی(EGLS) استفاده شد. برای دستیابی به اهداف پژوهش، نمونه‌ای متشکل از ۱۳۸ شرکت به روش غربال‌گری، در طی سال‌های ۱۳۹۳-۱۳۸۷ انتخاب گردید. ارزیابی حاکمیت شرکتی و ابعاد آن شامل شفافیت، اثربخشی هیات‌مدیره، حقوق سهامداران و اثرات مالکیت بر اساس طیف متنوعی از شاخص‌ها(۹۳شاخص) برمبنای مدل رتبه‌بندی ارائه شده از سوی حساس‌یگانه-سلیمی(۱۳۹۰) و سنجش کارائی سرمایه‌گذاری بر اساس مدل ریچاردسون (۲۰۰۶) صورت گرفت. به طورکلی، نتایج پژوهش نشان می‌دهد حاکمیت شرکتی و ابعاد آن، اثر مثبت و معناداری برکارائی سرمایه‌گذاری دارند

واژگان کلیدی: *کارائی سرمایه گذاری، حاکمیت شرکتی، ابعاد حاکمیت شرکتی.*

---

* دانشیار، عضوهیات علمی دانشگاه علامه طباطبائی
** استاد، عضوهیات علمی دانشگاه علامه طباطبائی
*** استادیار، عضوهیات علمی دانشگاه علامه طباطبائی
**** دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی (نویسنده مسئول) b.narrei@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۸/۲۴ **تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۱۰/۲۲**

www.SID.ir

Archive of SID

مقدمه

ابلاغ سیاست‌های کلی بند (ج) اصل ۴۴ قانون اساسی از سوی مقام معظم رهبری و اهتمام جدی مسئولین دولت جمهوری اسلامی ایران به گسترش دامنه مالکیت خصوصی از طریق واگذاری شرکت‌های دولتی و کاهش تصدی‌گری دولت، تدابیر اجرایی تحقق این سیاست‌ها و جلب اعتماد عمومی و صیانت از حقوق و منافع صاحبان سرمایه را ضروری می‌سازد. برای این منظور، تقویت فرهنگ پاسخگویی و ارتقای شفافیت اطلاعات در شرکت‌ها و واحدهای اقتصادی که تمام یا بخشی از سرمایه آن‌ها از طریق مردم تامین شده است، امری ضروری است. برای حصول اطمینان از ایفای مسئولیت پاسخگویی بنگاه‌های اقتصادی در مقابل عموم و افراد ذینفع باید نظارت و مراقبت کافی به عمل آید. اعمال نظارت و مراقبت در این زمینه مستلزم وجود ساز و کارهای مناسبی است. از جمله این ساز و کارها، طراحی و اجرای نظام حاکمیتی مناسب در شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی است. نظام حاکمیت شرکتی که با حفظ تعادل میان اهداف اجتماعی و اقتصادی و اهداف فردی و جمعی سروکار دارد، موجب ترغیب استفاده کارآمد از منابع و الزام پاسخگویی شرکت‌ها در خصوص ایفای وظیفه مباشرت برای اداره منابع می‌شود. پیچیدگی روابط اقتصادی و اجتماعی در بنگاه‌های اقتصادی و بروز تضاد منافع در حوزه‌های متفاوت میان گروه‌های مختلفی که به نحوی با بنگاه‌های اقتصادی در تعامل هستند، علاوه بر نیاز به استقرار یک نظام حاکمیت شرکتی مناسب در شرکت‌ها که حامی حقوق و منافع همه گروه‌های ذینفع باشد، انجام پژوهش‌هائی در راستای حاکمیت شرکتی را ضروری می‌سازد.

به طور کلی، حاکمیت شرکتی عملی اخلاقی با گستره سازما نی است که طیف وسیعی از ذی‌نفعان(سهامداران، اعتباردهندگان، کارکنان، مشتریان، قانون‌گذاران،...) را در چارچوبی یکپارچه مد نظر قرار می‌دهد(آل‌ملکاوی، پیلای ۲۰۱۴).

واحدهای تجاری، همواره با فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیادی روبرو می‌شوند و نیازمند تصمیماتی منطقی نسبت به سرمایه‌گذاری‌های بهینه هستند. سرمایه‌گذاری در هر واحد تجاری باید با توجه به محدودیت منابع و کارائی آن صورت گیرد. بسط و توسعه سرمایه‌گذاری‌های کارا با فرآهم نمودن رشد و توسعه پایدار، مشکلات اقتصادی کشورها، به ویژه کشورهای در حال توسعه را برطرف نموده و از اتلاف منابع کمیاب اقتصادی جلوگیری می‌کند. اما انتخاب طرح‌ها و اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری توسط مدیرانی

www.SID.ir

Archive of SID

صورت می‌گیرد که ممکن است براساس منافع شخصی‌شان باشد. به عبارتی دیگر، تضاد منافع و عدم تقارن اطلاعاتی، مانع انجام سرمایه‌گذاری بهینه و کارا می‌شود(یانگ و جیانگ ۲۰۰۸). جدائی مالکیت از کنترل شرکت‌ها علاوه بر ایجاد مشکلات نمایندگی و چالش‌های حاکمیت شرکتی، شرایطی را برای مدیران فرآهم می‌کند تا به جای تامین منافع سهامداران، در راستای منافع خود عمل کنند(لیائو ۲۰۱۱). مدیران، اطلاعاتی را که منافعی دارد به طور محرمانه نگهداری کرده و سایر اطلاعات را برای سهامداران و دیگران منتشر می‌کنند. از این‌رو، با ایجاد و تشدید عدم تقارن اطلاعاتی علاوه بر شروع مشکلات حاکمیت شرکتی، جهت همسوئی منافع مدیران با سهامداران هزینه‌های نمایندگی نیز رخ می‌دهد. از طرفی دیگر، به خاطر اینکه مدیران بر مبنای عملکرد کوتاه‌مدت خود پاداش می‌گیرند، ممکن است منافع بلندمدت را فدای منافع کوتاه‌مدت کرده و دست به اقداماتی بزنند که کارائی سرمایه‌گذاری را برای شرکت در پی نداشته باشد(مولر و پیو ۲۰۰۷). مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، میزان انحراف از تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و رفع مشکلات نمایندگی کاهش می‌دهند(بیلت، گارفینکل و جیانگ ۲۰۱۱). یک نظام حاکمیت شرکتی خوب علاوه بر ایجاد انگیزه در مدیران و هیات مدیره جهت دنبال کردن اهداف مرتبط با منافع شرکت و سهامداران، باید آنان را به استفاده کاراتر از منابع تشویق کند(سَرور، ولی، سمیول و آشکور ۲۰۱۶). بنابراین، پیش-بینی می‌شود مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در کنترل کارائی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نقش آفرینی کنند که دلیلی بر اهمیت پژوهش پیش‌رو است. این پژوهش با نگاه به بخشی از کارکرد حاکمیت شرکتی مبنی بر ترغیب ارکان مدیریتی شرکت‌ها جهت استفاده کارآمد از منابع و الزام پاسخگویی شرکت‌ها در راستای ایفای وظیفه مباشرت برای اداره منابع، به دنبال بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کارائی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. از طرفی دیگر، تصویب آئین نامه نظام راهبری شرکتی(حاکمیت شرکتی) از سوی هیات‌مدیره شرکت بورس اوراق بهادار تهران در تاریخ ۱۳۸۶/۸/۱۱ و لازم الاجرا شدن آئین نامه مذکور از ابتدای سال۱۳۸۷ برای شرکت‌های بورسی باعث افزایش ضرورت و اهمیت این پژوهش می‌شود. به توجه به مباحث مطرح شده در مقدمه، سؤال اصلی پژوهش این است که آیا حاکمیت شرکتی و ابعاد آن؛ شفافیت، اثربخشی هیات‌مدیره، حقوق سهامداران و اثرات مالکیت با کارائی سرمایه‌گذاری رابطه‌ای دارد؟ در ادامه این پژوهش پس از بررسی مبانی نظری و پیشینه

www.SID.ir

Archive of SID

پژوهش‌های مربوط، فرضیه‌ها و روش‌شناسی پژوهش مورد بحث قرار می‌گیرد. در نهایت به تجزیه و تحلیل یافته‌ها و نتیجه‌گیری پرداخته شده و پژوهش با ارائه پیشنهاداتی به پایان می‌رسد.

مبانی نظری و مروری بر مطالعات گذشته

مطالعات صورت گرفته در زمینه سرمایه‌گذاری شامل دو مجموعه فرضیه بیان‌کننده علل انحراف برخی از شرکت‌ها از میزان سرمایه‌گذاری بهینه(کارا) است. یکی از فرضیه‌ها، وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران را به عنوان علت انحراف بیان می‌کند(فازاری، هوبارد و پیترسون ۱۹۸۸؛ مایرز و ماجلوف ۱۹۸۴). مدیران از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب مطلع‌اند، در حالی‌که سرمایه‌گذاران از چنین فرصت‌هائی اطلاع کافی ندارند. از این‌رو، شرکت‌ها ممکن است نتوانند پروژه‌هائی با خالص ارزش فعلی مثبت را تامین مالی کنند و دچار کم‌سرمایه‌گذاری شوند. فرضیه‌دیگر، وجود اختیارات مدیریتی است، که به تبع آن دنبال کردن منافع شخصی از سوی مدیران معمولاً منجر به بیش‌سرمایه‌گذاری می‌شود(گرابسکی و مولر ۱۹۷۲).

ارزیابی مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری، بر عهده مدیران است. مدیران باید به صورتی بهینه در طرح‌هائی سرمایه‌گذاری کنند که برای شرکت ارزش آفرینی کند؛ طرح‌هائی با خالص ارزش فعلی مثبت پذیرفته و طرح‌هائی با خالص ارزش فعلی منفی رد شوند(بیدل و هیلاری ۲۰۰۶). مدیران برای دستیابی به سطح بهینه سرمایه‌گذاری، باید تلاش کنند تا هم فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری را از دست ندهند و هم رضایت سهامداران را جلب نمایند(فازاری، هوبارد و پیترسون ۱۹۸۸). اما بازارهای ناکارا دارای نواقصی‌اند که سطح سرمایه‌گذاری بهینه شرکت را تحت تأثیر قرار داده و در نهایت، پدیده "بیش‌سرمایه‌گذاری " و یا " کم‌سرمایه‌گذاری " به وجود می‌آید. به صورت مفهومی، سرمایه‌گذاری بهینه زمانی حاصل می‌شود که شرکت در تمامی طرح‌هائی با خالص ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری کند(وردی ۲۰۰۶؛ بیدل، هیلاری و وردی ۲۰۰۹). به‌علاوه، کارائی سرمایه‌گذاری یا سرمایه‌گذاری در حد بهینه مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هائی که سرمایه‌گذاری در آن به بیش از حد مطلوب انجام شده جلوگیری شود و از دیگر سو، منابع به سمت فعالیت‌هائی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارند هدایت شود(عرب‌صالحی، امیری و کاظمی‌نوری، ۱۳۹۳).

www.SID.ir

Archive of SID

دو معیار نظری برای تعیین کارائی سرمایه‌گذاری وجود دارد اول اینکه، اگر یک شرکت تصمیم به تأمین مالی بگیرد، هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری کارا و صحیحی با آن انجام شود. مدیران ممکن است با انتخاب پروژه‌های نامناسب در جهت منافع خویش و یا جهت سوء استفاده از منابع موجود، اقدام به سرمایه‌گذاری ناکارا نمایند. معمولاً، انتخاب پروژه‌ای نامناسب شرکت را به سمت بیش‌سرمایه‌گذاری سوق می‌دهد(استین ۲۰۰۳). دوم اینکه، یک شرکت نیاز دارد برای تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع را جمع‌آوری کند. در یک بازار کارا، همه پروژه‌ها با خالص ارزش فعلی مثبت باید تأمین مالی شوند. هر چند که محدودیت‌های مالی، توانایی مدیران را برای تأمین مالی محدود می‌سازد(هوبارد ۱۹۸۸)، زیرا شرکت‌های مواجه با محدودیت مالی ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد تأمین مالی، از قبول و انجام پروژه‌هائی با خالص ارزش فعلی مثبت صرف‌نظر نمایندکه چنین اقدامی به کم‌سرمایه‌گذاری منجر می‌شود(عرب‌صالحی، امیری و کاظمی‌نوری، ۱۳۹۳).

سرمایه‌گذاری غیربهینه ریشه در نظریه نمایندگی و نظریه اقتصاد اطلاعات و مسائلی چون هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی دارد. به عبارتی دیگر، در بازار سرمایه کامل، تصمیمات تامین مالی و سرمایه‌گذاری مستقل از یکدیگر نیستند و نقایص بازار سرمایه، از قبیل عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی ناکارائی سرمایه‌گذاری؛ بیش-سرمایه‌گذاری و کم‌سرمایه‌گذاری را به وجود می‌آورند. با وجود این مسائل، همه طرح‌ها با خالص ارزش فعلی مثبت پذیرفته نمی‌شوند(کم‌سرمایه‌گذاری) و برخی از طرح‌ها با خالص ارزش فعلی منفی رد نمی‌شوند(بیش‌سرمایه‌گذاری)، در نتیجه کارائی سرمایه-گذاری به وجود نمی‌آید. فرآیند بیش‌سرمایه‌گذاری ممکن است به دلیل وجود تضاد منافع بین مدیران و سهامداران رخ دهد. زمانی‌که عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد و مکانیزم‌های همسوئی منافع سهام‌داران و مدیران کاملاً کارا نباشد، مدیران ممکن است مازاد جریان نقدی لازم برای تامین مالی پروژه‌هائی با خالص ارزش فعلی مثبت(جریان‌های نقدی آزاد) را در طرح‌هائی با خالص ارزش فعلی منفی با هدف افزایش منافع خود سرمایه‌گذاری کنند که این اقدام به بیش‌سرمایه‌گذاری منتهی می‌شود(یانگ و جیانگ ۲۰۰۸). طبق نظریه نمایندگی، فلسفه وجودی انواع مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی ناشی از جدائی مالکیت از مدیریت و به تبع آن تحقق هزینه‌های نمایندگی از قبیل هزینه‌های مرتبط با مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و اهداف متفاوت مالکان و مدیریت است. از این‌رو، وجود سیستم

www.SID.ir

Archive of SID

حاکمیت شرکتی مناسب با ترغیب و اجبار مدیران، مانع از دنبال کردن اهداف مدیران و در نهایت متضرر شدن سهامداران می‌شود. بدون وجود مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی مناسب، احتمال انحراف مدیران از حداکثرسازی منافع سهامداران و اتخاذ تصمیماتی مغایر با منافع سرمایه‌گذاران افزایش پیدا می‌کند(فاما و جنسن ۱۹۸۳).

حاکمیت شرکتی به دو طریق بر کارائی سرمایه‌گذاری اثرگذار است. اول اینکه، مشکلات ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای سرمایه، شرکت‌ها را در تامین منابع مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری دچار محدودیت‌های اساسی می‌نماید و تامین منابع مالی همیشه سطح بهینه سرمایه‌گذاری را در پی نخواهد داشت. با وجود ساختار حاکمیت شرکتی مناسب، شرکت‌ها قادر به کاهش تضاد منافع احتمالی بین اعتباردهندگان و سهامداران شرکت هستند. با کاهش تضاد منافع موجود، شرکت‌ها به بدهی‌هائی با ریسک پائین‌تر دست یافته، هزینه تامین مالی را کاهش یافته و از این طریق کارائی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد. چنین کاهشی در هزینه تامین مالی، فرآیند تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری را تسهیل می‌نماید، که در غیر این صورت شرکت‌ها ممکن است به دلیل کمبود وجه نقد قادر به تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت نباشند و پدیده کم‌سرمایه‌گذاری رخ دهد. بنابراین، شرکت‌هائی با مکانیزم‌های حاکمیت-شرکتی مناسب‌تر می‌توانند کارائی سرمایه‌گذاری را از طریق تسهیل فرآیند دسترسی به منابع و کاهش هزینه پروژه‌های سرمایه‌گذاری جدید، افزایش دهند(چانگ و زانگ، ۲۰۱۱). دوم اینکه، در پاسخ به مشکلات نمایندگی، مدیران ترجیح می‌دهند تمام منابع و وجوه نقد را در پروژه‌هائی حتی با خالص ارزش‌فعلی منفی با دید توسعه اندازه شرکت برای دستیابی به منافع شخصی بیشتر، مصرف نمایند. به چنین نگرشی اصطلاحاً "پدیده ساختن امپراطوری" گفته می‌شود. با این وجود، در صورتی که شرکت دارای فرصت رشد کمی باشد، افزایش اندازه شرکت تضاد مستقیمی با منافع سهامداران دارد(فاما و جنسن ۱۹۸۳). در واقع، گرایش مدیریت به ساختن امپراطوری باعث می‌شود، تمام منابع اعم از جریان‌های نقد آزاد به سمت سرمایه‌گذاری در پروژه‌هائی که موجب افزایش اندازه شرکت شده و بر ارزش شرکت و ثروت سهامداران تاثیری ندارد، سوق داده شود. اساساً مدیران به دلیل منفعت طلبی خود تمایل دارند حتی در پروژه‌هائی با خالص ارزش فعلی منفی تا زمانی که ضمن افزایش اندازه شرکت بر منافع شخصی آنان می‌افزاید، سرمایه-گذاری کنند که نتیجه آن بیش‌سرمایه‌گذاری است(دگریز و دی‌جونگ ۲۰۰۱). مکانیزم

www.SID.ir

Archive of SID

حاکمیت شرکتی مناسب می‌تواند از طریق فرآهم آوردن مکانیزم‌های نظارتی وکنترلی مناسب در انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری، مانع از ساختن امپراطوری جدید مدیران و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی(بیش‌سرمایه‌گذاری) شود، تا از این طریق کارائی سرمایه‌گذاری را بهبود بخشد(چانگ و زانگ، ۲۰۱۱).

پیشینه پژوهش

وی‌جیوچن(۲۰۱۳) در بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و تصمیمات سرمایه‌گذاری دریافت که حاکمیت شرکتی، عاملی کلیدی در کنترل کارائی سرمایه‌گذاری و اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه است. نصرم محمد(۲۰۱۳) براساس پژوهشی در بورس اوراق بهادار اندونزی نتیجه گرفت؛ ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت تاثیر مثبت دارند. گیلان و استارکس (۲۰۰۳) بیان می‌کنند، سهامداران نهادی(مؤلفه اثرات مالکیت در حاکمیت شرکتی)، نقش اصلی در تغییرات در سیستم حاکمیت شرکتی دارند. در همین راستا بیلت، گارفینکل و جیانگ (۲۰۱۱) ثابت کردند که سهامداران نهادی نقش مهمی در بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری دارند. آنها در پژوهش خود نشان دادند با وجود سهامداران نهادی میزان انحراف مدیران از تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه کاهش می‌یابد. همچنین آنها بیان می‌کنند که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی مناسب می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی بین مدیران و سرمایه-گذاران را تا حدی کاهش دهد. از این‌رو، هزینه‌های انتخاب ناسازگار با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی کاهش یافته و در نتیجه کارائی سرمایه‌گذاری بهبود می‌یابد. چن، چانلی و گُانیا (۲۰۱۳) به بررسی تاثیر مالکیت دولتی و خارجی برکارائی سرمایه‌گذاری در ۶۶ کشور پرداختند. یافته‌های آنها اهمیت نوع مالکیت(مولفه‌ی اثرات مالکیت در نظام حاکمیت شرکتی) را در تعیین رفتار سرمایه‌گذاری شرکت برجسته می‌کند. چونگ، استُرایتس و تان(۲۰۱۱) به بررسی سازو کارهای حاکمیت شرکتی، سرمایه‌گذاری و ارزیابی شرکت در بازارهای آسیا پرداختند، به این نتیجه رسیدند که یک نظام حاکمیت شرکتی خوب به تصمیمات سرمایه‌گذاری بهتر و کاراتر منجر می‌شود. بیدل، هیلاری و وردی (۲۰۰۹) در پژوهشی در خصوص ارتباط کیفیت گزارشگری مالی با کارائی سرمایه‌گذاری به تبیین این موضوع پرداختند که مکانیزمی که منجر به کاهش مشکلات ناشی از خطر اخلاقی و گزینش نادرست می‌شود، ضروری است. این مکانیزم همان نظام حاکمیت شرکتی مناسب

www.SID.ir

Archive of SID

است که از طریق بُعد شفافیت، کیفیت گزارشگری مالی را افزایش داده و کارائی سرمایه-گذاری ماحصل آن می‌باشد. ریچاردسون(۲۰۰۶) در پژوهشی دریافت که برخی از ساز و کارهای نظام حاکمیت شرکتی منجر به کاهش بیش‌سرمایه‌گذاری شده و باعث کارائی سرمایه‌گذاری می‌شود. کانیون و پک(۱۹۹۸) و ویسباج و همکاران(۱۹۸۸) در تحقیقات تجربی خود نشان داده‌اند سهامداران و اعتبار دهندگان تمایل بیشتری جهت حفاظت از سلامت سرمایه‌گذاری‌های شرکت دارند. و با نظارت مؤثر بر رفتار مدیران، هزینه‌های نمایندگی تعدیل شده و کارائی تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت بهبود می‌یابد. بادآورنهندی و تقی‌زاده خانقاه(۱۳۹۳) با بررسی ارتباط بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و کارائی سرمایه‌گذاری در مراحل چرخه عمر، به‌صورت کلی به این نتیجه دست یافتند که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی به بهبود کارائی سرمایه‌گذاری کمک نموده و با افزایش میزان متغیرهای حاکمیت شرکتی، شرکت‌ها تصمیمات مطلوب‌تری در زمینه سرمایه‌گذاری خواهند داشت.

فرضیه‌های پژوهش

مبانی نظری و فلسفه شکل‌گیری فرضیه‌های این پژوهش را می‌توان در تئوری نمایندگی و تئوری اقتصاد اطلاعاتی جستجو کرد. در واقع مبانی نظری و مکانیسم شکل‌گیری ناکارائی سرمایه‌گذاری، تئوری نماینده–مدیر و تئوری اقتصاد اطلاعاتی و به دنبال آن عدم تقارن اطلاعاتی و مسائلی چون مخاطره اخلاقی و گزینش نادرست است(یانگ و جیانگ ۲۰۰۸). تئوری نمایندگی استنتاج می‌کند، عمدتاً تضاد منافع بین سهامداران و اعتباردهندگان و تضاد منافع بین سهامداران و مدیران منجر به بیش‌سرمایه‌گذاری می‌شود. از طرفی دیگر، تئوری اقتصاد اطلاعاتی، عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران بیرونی و شرکت‌های موجود در بازار سرمایه را عاملی کلیدی در شکل‌گیری پدیده بیش‌سرمایه‌گذاری می‌داند. از دید تئوری نمایندگی، رابطه نمایندگی بین سهامداران و اعتباردهندگان با حمایت مدیران از منافع سهامدان و رابطه نمایندگی بین سهامداران جدید و قدیمی با حمایت بیشتر مدیران از منافع سهامداران قدیمی، منجر به شکل‌گیری پدیده کم‌سرمایه‌گذاری می‌شود. هنگامیکه شرکت دارای بدهی پر ریسکی است، مدیرانی که در راستای منافع سهامداران حرکت کرده و از تحمل بدهی پر ریسک برای تامین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری اجتناب می‌کنند، ممکن است تصمیماتی مبنی بر رد سرمایه‌گذاری‌های سودآور با خالص

www.SID.ir

Archive of SID

ارزش فعلی مثبت اتخاذ نمایندکه پدیده کم‌سرمایه‌گذاری را به دنبال خواهد داشت. از نقطه نظر تئوری اقتصاد اطلاعات، در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی موجود بین اعتباردهندگان و مدیران شرکت، اعتباردهندگان منافع خود را ضمن محدود کردن اعتبار خود افزایش داده و مانع از فرصت‌طلبی مدیران و سهامداران می‌شوند و در نتیجه ممکن است سرمایه‌گذاری‌های سودآور با توجه با ساختار سرمایه و هزینه‌های بالای بدهی پذیرفته نشوند(روکا، کاریولا و اِلویرا ۲۰۰۷). در این حالت، شرکت برای تامین مالی از سهامداران جدید به جای اعتباردهندگان فاقد اطمینان خاطر استفاده می‌کند. بدین طریق تضاد منافع بین سهامداران جدید و قدیمی به وجود آمده و به دلیل ناآگاهی سهامداران جدید از کیفیت واقعی سرمایه‌گذاری‌های مد نظر شرکت، آنها خواستار اضافه ارزشی برای حفاظت خود از رفتارهای فرصت‌طلبانه بعدی می‌شوند. که چنین عملی منافع سرمایه-گذاری‌هائی با خالص ارزش فعلی مثبت را خنثی و در نتیجه موجب کاهش ارزش شرکت و رد سرمایه‌گذاری‌های مطلوب خواهد شد.

همان‌طوری که در مطالب قبلی عنوان شد، عدم تقارن اطلاعاتی و مسائل نمایندگی باعث به وجود آمدن مسأله بیش(کم) سرمایه‌گذاری می‌شود. سوال قابل مطرح این است که چه عاملی می‌تواند این مسائل را کاهش دهد و باعث کارائی سرمایه‌گذاری شود. در مبانی نظری مربوط، مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی برای کارا شدن سرمایه‌گذاری‌های شرکت وجود دارند. این مبانی بیان می‌کندکه انحراف از سیاست‌های مطلوب سرمایه-گذاری بهینه، افزایش هزینه‌های نمایندگی و به دنبال آن افزایش هزینه تامین مالی را به دنبال دارد. از طرفی دیگر نبود حاکمیت شرکتی مناسب، این مسأله را حادتر می‌کند. از این رو، انتظار می‌رود حاکمیت شرکتی، بتواند تصمیمات سرمایه‌گذاری غیر بهینه را کاهش داده و به دنبال آن کارائی سرمایه‌گذاری به وجود آید(روکا، کاریولا و اِلویرا ۲۰۰۷).

با توجه به مباحث مطرح شده، انتظار می‌رود مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با تمرکز بر افزایش کیفیت و افشای اطلاعات، مدنظر قرار دادن حقوق سهامداران و ابعاد مختلف مالکیت شرکت، همراه با مکانیزم‌های نظارتی و کنترلی بر مدیران، موجب کاهش مشکلات ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی و نمایندگی شود و در نهایت افزایش کارائی سرمایه‌گذاری‌های شرکت را در پی داشته باشد. در نتیجه، به دلیل نقش حاکمیت شرکتی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش مسائل نمایندگی، در این پژوهش انتظار می‌رود

www.SID.ir

Archive of SID

حاکمیت شرکتی، کارائی سرمایه‌گذاری را به دنبال داشته باشد. بنابراین، همان‌طور که بیان شد این پژوهش به دنبال بررسی ارتباط بین ابعاد حاکمیت شرکتی و کارائی سرمایه‌گذاری است. با توجه به مطالب پیش‌گفته شده حاکمیت شرکتی متشکل از چهار بُعد؛ شفافیت، اثربخشی هیات‌مدیره، حقوق سهامداران و اثرات مالکیت بر مبنای مدل ارائه شده از سوی حساس‌یگانه و سلیمی(۱۳۹۰) است، که هر یک از ابعاد مذکور می‌تواند بر کلیت نظام حاکمیت شرکتی اثر داشته باشد و آن را تقویت یا تضعیف کند. بنابراین بر مبنای سؤال‌ها و مبانی نظری، این پژوهش دارای فرضیه‌هائی به صورت زیر است:

فرضیه ۱: بین شفافیت و کارائی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۲: بین اثربخشی هیات‌مدیره و کارائی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۳: بین حقوق سهامداران و کارائی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۴: بین اثرات مالکیت و کارائی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۵: بین حاکمیت‌شرکتی و کارائی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

روش‌شناسی پژوهش

طرح پژوهشی این پژوهش، نیمه تجربی است. از لحاظ طبقه‌بندی پژوهش بر مبنای هدف، از نوع کاربردی و از لحاظ طبقه‌بندی بر حسب روش گردآوری داده‌ها، از نوع توصیفی است. از میان انواع پژوهش‌های توصیفی، از نوع همبستگی بوده، چرا که در آن، ارتباط بین چند متغیر مورد مطالعه قرار می‌گیرد. به منظور بررسی و آزمون فرضیه‌ها از تحلیل رگرسیون چند متغیره با رویکردی پس‌رویدادی(از طریق اطلاعات واقعی گذشته) استفاده شده است. همچنین جهت اطمینان از قابل‌اتکا بودن نتایج، آزمون‌های پیش‌فرض استفاده از رگرسیون، انجام شده است. بر این اساس، روش انجام این پژوهش، به صورت گام‌های زیر دنبال می‌شود: گام اول، تعیین سرمایه‌گذاری مورد انتظار هر شرکت بر اساس مدل ریچاردسون(۲۰۰۶) و مقایسه آن با سرمایه‌گذاری واقعی هر شرکت، که نتیجه آن تعیین بیش‌سرمایه‌گذاری و کم‌سرمایه‌گذاری شرکت‌های نمونه از پسماندهای مثبت و منفی مدل مذکور است. از قرینه مجموع قدرمطلق پسماندهای مدل برای اندازه‌گیری کارائی سرمایه-گذاری استفاده می‌شود. هرچه حاصل به صفر نزدیکتر باشد سرمایه‌گذاری کاراتر است. گام دوم، اندازه‌گیری حاکمیت شرکتی و ابعاد چهارگانه آن بر اساس مدل حساس‌یگانه-سلیمی(۱۳۹۰) است که امتیاز حاکمیت شرکتی هر شرکت بین صفر و یک می‌باشد.

www.SID.ir

Archive of SID

سپس درگام سوم، برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از مدل رگرسیون چند متغیره استفاده شد. بدین طریق، رابطه حاکمیت شرکتی و ابعاد آن؛ شفافیت، اثربخشی هیات مدیره، حقوق سهامداران و اثرات مالکیت با کارائی سرمایه‌گذاری، مشخص می‌شود.

جامعه آماری و حجم نمونه‌ی پژوهش

نظر به هدف پژوهش و با توجه به تعریف متغیرهای پژوهش، جامعه‌ی آماری تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق‌بهادار تهران است. کیفیت اطلاعات و سهولت دسترسی به اطلاعات صورت‌های مالی و سایر اطلاعات لازم در پژوهش و از طرفی دیگر، با توجه به اقدامات و دستاوردهای سازمان بورس اوراق بهادار طی دهه‌ی اخیر که دامنه‌ای فراگیر از جمله بهبود وضعیت اطلاع رسانی به عموم ذی‌نفعان شرکت‌ها و ارتقای سطح شفافیت اطلاعاتی بازار را در برگرفته و علاقه‌ای که برای سرمایه‌گذاری در سهام این نوع شرکت‌ها در بین سرمایه‌گذاران در مقایسه با دهه‌های قبل به چشم می‌خورد، از مهم‌ترین دلایل انتخاب این جامعه آماری است. در ضمن فقدان هر گونه منبع اطلاعاتی قابل اطمینان در زمینه دسترسی به اطلاعات مالی شرکت‌های غیر بورسی و دسترسی بسیار پرهزینه و دشوار و بعضاً غیر قابل دسترس، باعث عدم شمول چنین شرکت‌هائی در جامعه آماری بوده، بنابراین جامعه آماری پژوهش به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران محدود شده است.

در این پژوهش برای نمونه‌گیری از روش هدفمند، معروف به روش غربال‌گری(حذف سیستماتیک) استفاده شده است. بدین منظور، برای انتخاب نمونه شرایط زیر مشخص و با توجه به محدودیت اعضای جامعه، کل عناصر جامعه با داشتن تمامی شرایط به عنوان نمونه(متشکل از ۱۳۸ شرکت) انتخاب شدند. این شرایط عبارت‌اند از:

۱) گزارش‌های سالانه و اطلاعات مورد نیاز آنها برای محاسبه متغیرهای تحقیق برای دوره زمانی۱۳۹۳-۱۳۸۷ در دسترس باشد.
۲) تغییرات فعالیتی یا تغییرات سال مالی در طی دوره زمانی پژوهش نداشته باشند.
۳) به منظور محاسبه بازده سالانه سهام، معاملات سالانه سهام آنها بیش از ۶ ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد.
۴) برای افزایش هم‌سنجی و همسان‌سازی شرایط انتخابی شرکت‌ها و قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها آخرین روز اسفند ماه باشد.

www.SID.ir

Archive of SID

۵) جهت همگن بودن اطلاعات؛ بنا به تفاوت ماهیت اقتصادی شرکت‌ها، نمونه پژوهش شامل بانک‌ها و مؤسسات مالی(شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، و لیزینگ‌ها) نباشند. زیرا افشاهای مالی و ساختارهای حاکمیت شرکتی در آن‌ها متفاوت از سایر شرکت‌ها است.

قلمرو زمانی پژوهش

نظر به استفاده از اطلاعات مربوط به نظام حاکمیت شرکتی در پژوهش و تصویب آئین نامه نظام راهبری شرکتی(حاکمیت شرکتی) از سوی هیات‌مدیره شرکت بورس اوراق بهادار تهران در تاریخ ۱۳۸۶/۸/۱۱ و لازم الاجرا شدن آئین نامه مذکور از ابتدای سال ۱۳۸۷ و آخرین اطلاعات سالانه موجود از شرکت‌های جامعه در هنگام انجام پژوهش که گزارش-های سالانه منتهی به پایان اسفند ۱۳۹۳ می‌باشد، دوره‌ی زمانی پژوهش حاضر از ابتدای سال ۱۳۸۷ تا پایان سال ۱۳۹۳ (دوره‌ای ۷ ساله) می‌باشد. البته برای محاسبه کارائی سرمایه-گذاری داده‌های سال ۱۳۸۶ نیز لازم بود که جمع‌آوری گردید.

تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته: کارائی سرمایه‌گذاری متغیر وابسته است. برای محاسبه کارائی سرمایه-گذاری شرکت‌ها از مدل ریچاردسون(۲۰۰۶) (مدل ۱) استفاده گردید.

مدل (۱):

$$\begin{aligned} INVEST_{i,t} = {} & \beta_0 + \beta_1 GROWTH_{i,t-1} + \beta_2 LEVERAGE_{i,t-1} \\ & + \beta_3 CASH_{i,t-1} + \beta_4 Ln(AGE)_{i,t-1} + \beta_5 Ln(SIZE)_{i,t-1} \\ & + \beta_6 STOCK\ RETRUN_{i,t-1} + \beta_7 INVEST_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

با استفاده از مدل ریچاردسون(۲۰۰۶) مدل(۱)، ابتدا سرمایه‌گذاری مورد انتظار در شرکت‌ها برآورد شده است و از تفاوت آن با سرمایه‌گذاری واقعی(به صورت باقی‌مانده رگرسیون) بیش‌سرمایه‌گذاری و کم‌سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به دست می‌آید که قرینه مجموع قدرمطلق آنها بیانگر کارائی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است. هرچه عدد محاسبه شده نزدیکتر به صفر باشد سرمایه‌گذاری کاراتر است.

در مدل(۱) StockRetrun بازده سالانه سهام، مجموعه مزایائی است که در طول دوره به سهم تعلق می‌گیرد و به شرح رابطه (۱) محاسبه می‌شود:

www.SID.ir

Archive of SID

رابطه(۱): $StockRetrun_{i,t}(or\ R_{i,t}) = [(1+x+y)P_{i,t} - P_{i.t-1} - yP_{n,i} + DPS] / P_{i.t-1} - yP_{n,i}$

که در مدل (۱) و رابطه (۱):

متغیر	تعریف عملیاتی متغیرهای مدل ریچاردسون و بازده سهام
$Invest_{i,t}$	سرمایه‌گذاری جدید شرکت i در دوره t است که از طریق خالص جریان‌های نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری محاسبه می‌شود و بر کل دارائی‌های ثابت اول دوره تقسیم می‌شود تا اثر خطا از بین رود.
$Growth_{i,t-1}$	فرصت سرمایه‌گذاری شرکت i دردوره $t-1$ است که فرصت‌های رشد شرکت باید سرمایه‌گذاری‌های شرکت را توجیه نماید و از طریق نرخ رشد درآمد فروش(تفاوت درآمد فروش سال جاری با درآمد فروش سال گذشته تقسیم بر درآمد فروش سال گذشته) محاسبه می‌شود.
$Levrage_{i,t-1}$	اهرم مالی: نسبت کل بدهی به کل دارائی‌های شرکت i در دوره $t-1$ را نشان می‌دهد و بیانگر میزان توانائی شرکت در بازپرداخت بدهی‌ها است
$Cash_{i,t-1}$	نسبت جمع وجوه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه مدت شرکت iدر دوره $t-1$ به کل دارائی-های شرکت در دوره$t-1$، تعریف شده که میزان نقدینگی و توانائی سرمایه‌گذاری شرکت را نشان می‌دهد
$Ln(Age)_{i,t-1}$	سن: لگاریتم سال‌های پذیرش نماد شرکت i در دوره $t-1$
$Ln(Size)_{i,t-1}$	لگاریتم کل دارائی‌های شرکت iدر دوره$t-1$ است. اندازه شرکت عامل مهمی است که سیاست بدهی شرکت‌ها و در نتیجه ریسک شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد
$StockRetrun_{i,t-1}$	بازده سالانه سهام شرکت iدر دوره $t-1$ است
$Invest_{i,t-1}$	بیانگر سرمایه‌گذاری شرکتi در دوره $t-1$ است
$\varepsilon_{i,t}$	باقی‌مانده رگرسیون در شرکت iبرای دوره $t-1$ (جلمه خطا)که نشان‌دهندهآن میزان از سرمایه‌گذاری که توسط فرصت رشد($Growth$) توضیح داده نمی‌شود.
β_i	ضریب متغیرهای مدل(که β_0 برابر با مقدار ثابت(عرض از مبداء) مدل)است
$StockRetrun_{i,t}(or\ R_{i,t})$	بازده سالانه سهام
x	درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها و سود سهمی
y	درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات سهامداران
$P_{i,t}$	قیمت سهم شرکت i در دوره t
$P_{i.t-1}$	قیمت سهم شرکت i در دوره $t-1$
$P_{n,i}$	ارزش اسمی سهام(معمولاً ۱۰۰۰ریالی) شرکت i
DPS	سود نقدی هرسهم

در مدل (۱) لازم است علاوه بر معنی‌داری مدل، ضریب متغیرGrowth نیز معنی‌دار محاسبه شود. بر اساس مطالعات انجام شده(تهرانی و حصارزاده ۱۳۸۸؛ بیدل و هیلاری

www.SID.ir

Archive of SID

۲۰۰۶؛ فازاری، هوبارد و پیترسون ۱۹۸۸؛ وردی ۲۰۰۶؛ عرب‌صالحی، امیری و کاظمی-نوری ۱۳۹۳) جهت اندازه‌گیری سرمایه‌گذاری‌های جدید شرکت از پنج معیار و فرصت‌های رشد از دو معیاراستفاده شده است. اما در بورس اوراق بهادار تهران تنها زمانی که معیار اندازه‌گیری سرمایه‌گذاری‌های جدید، خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و معیار اندازه‌گیری فرصت‌های رشد، رشد فروش باشد، ضریب متغیر Growth مثبت و معنی دار محاسبه شده بود(عرب‌صالحی، امیری و کاظمی‌نوری ۱۳۹۳). بنابراین در این پژوهش از معیار خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان معیار اندازه‌گیری سرمایه‌گذاری‌های جدید و معیار رشد فروش به عنوان معیار اندازه‌گیری فرصت‌های رشد استفاده می‌شود.

متغیرهای مستقل: کیفیت حاکمیت شرکتی متاثر از عوامل مختلفی از قبیل؛ اندازه شرکت، اهرم مالی، سودآوری، کیفیت حسابرسی و ... است(صفری گرایلی، بالارستاقی ۱۳۹۴). اما در این پژوهش عوامل اثرگذار مورد بررسی قرارنمی‌گیرند بلکه ارتباط حاکمیت شرکتی و ابعاد آن که با شاخص‌های متعددی ارزیابی می‌شوند با کارائی سرمایه-گذاری مورد بررسی قرار می‌گیرد. بنابراین متغیرهای مستقل در این پژوهش عبارتند از: حاکمیت شرکتی و ابعاد آن شامل؛ شفافیت، اثربخشی هیات‌مدیره، حقوق سهامداران و اثرات مالکیت برای اندازه‌گیری متغیرهای مستقل از مدل حساس‌یگانه- سلیمی(۱۳۹۰) استفاده شده است زیرا، ضمن جامع بودن مدل، آنها با در نظر گرفتن مشخصه‌های یک سیستم مناسب برای ارزیابی حاکمیت شرکتی در هر کشوری از قبیل شرایط اجتماعی، اقتصادی، سیاسی و فرهنگی، مدلی برای رتبه‌بندی حاکمیت شرکتی در شرکت‌های ایرانی ارائه نموده‌اند. در مدل مذکور امتیاز حاکمیت شرکتی از طریق ابعاد(چهار بُعد) و شاخص-های متعددی (۹۳شاخص) با توجه به ضریب اهمیت آنها مد نظر قرار گرفته است. این مدل از ۹۳ شاخص برای محاسبه امتیاز حاکمیت شرکتی و ابعاد آن(شفافیت، ۴۰ شاخص؛ اثربخشی هیات‌مدیره، ۲۹شاخص؛ حقوق سهامداران، ۱۸ شاخص؛ اثرات مالکیت، ۶ شاخص) استفاده می‌کند. در این پژوهش از ۹۳ شاخص مدل مذکور استفاده شده است. ارائه جزئیات مربوط به مدل از حوصله این پژوهش خارج است و تنها نتایج ارزیابی متغیرهای مستقل در بخش آمار توصیفی ارائه شده است. از رابطه (۲) می‌توان امتیاز حاکمیت شرکتی را برای هر شرکت محاسبه نمود.

www.SID.ir

Archive of SID

رابطه (۲):

$$CGI_{i,t} = \sum_{J=1,i=1,t=1}^{93,\ 138,\ 7} W_J \cdot D_{i,t}$$

که در رابطه (۲):

$CGI_{i,t}$ امتیاز حاکمیت شرکتی برای شرکت i در سال t .

W_J ضریب اهمیت شاخص jدر مدل .

$D_{i,t}$ ارزش شاخص j برای شرکت i در سال t .

متغیرهای کنترلی: برای کنترل تاثیر عوامل شناخته‌شده و ناشناخته در رابطه بین متغیرهای وابسته و مستقل اصلی از متغیر کنترلی در مدل‌ها استفاده می‌شود. در این پژوهش سه متغیر کنترلی وجود دارد: *جریان نقد، فرصت سرمایه‌گذاری و اندازه شرکت*. رابطه مثبتی بین موجودی نقد و مخارج سرمایه‌گذاری وجود دارد(گرندی و لی ۲۰۱۰؛ ریچاردسون ۲۰۰۶) علاوه برآن میزان جریان‌های نقدی برسطح سرمایه‌گذاری‌ها تاثیرگذار است (عرب‌صالحی، امیری و کاظمی‌نوری ۱۳۹۳). بنابراین اثر جریان نقدی به عنوان متغیر کنترلی(هاشمی و همکاران ۱۳۹۳) در این پژوهش کنترل می‌شود و از طریق وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی محاسبه گردید و در تحلیل داده‌ها حاصل آن بر کل دارائی-ها تقسیم شد. هنگامی که شرکت‌ها با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری مواجه هستند مدیران با هدف افزایش ارزش شرکت تمایل بیشتری به توسعه سرمایه‌گذاری شرکت تحت مدیریت خود دارند. از متغیر کیوتوبین به عنوان نماینده فرصت سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود(ریچاردسون ۲۰۰۶؛ پلک و ساپینزا ۲۰۰۹؛ چن و یو ۲۰۰۰). کیوتوبین نسبت بین ارزش بازار و ارزش جایگزینی کل دارائی‌ها است. به دلیل در دسترس نبودن ارزش جایگزینی، از ارزش دفتری به‌جای آن استفاده می‌شود. و از حاصل‌جمع ارزش بازار سهام عادی(تعداد سهام ضربدر قیمت سهام در پایان سال) با ارزش دفتری بدهی تقسیم بر ارزش دفتری دارائی محاسبه گردید. در نهایت اندازه شرکت کنترل می‌شود که از طریق لگاریتم طبیعی کل دارائی‌های شرکت محاسبه شد(ریچاردسون ۲۰۰۶؛ وی‌جیوچن ۲۰۱۳)

مدل پژوهش

براساس مطالبی که قبلاً بیان شد مدل کلی پژوهش به شرح مدل(۲) می‌باشد.

www.SID.ir

Archive of SID

مدل(۲) $EF\text{-}INVEST_{i,t}= \beta_0+ \beta_1 CGI_{i,t} + \beta_2 CF_{i,t} + \beta_3 Tobin's\ Q_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} +\varepsilon_{i,t}$

در مدل(۲)، $EF\text{-}INVEST_{i,t}$؛ کارائی سرمایه‌گذاری شرکت i در پایان سال t، که با استفاده از مدل ریچاردسون(۲۰۰۶)- مدل(۱) سنجیده می‌شود. $CGI_{i,t}$؛ نشان‌دهنده حاکمیت شرکتی و ابعاد چهارگانه آن در شرکت i در پایان سال t، که از طریق مدل حساس‌یگانه و سلیمی سنجیده می‌شود. $CF_{i,t}$؛ جریان نقدی شرکتi در پایان سالt، $Tobin's\ Q_{i,t}$؛ فرصت سرمایه‌گذاری شرکت i در پایان سال t و $SIZE_{i,t}$؛ اندازه شرکت i در پایان سال t است.

گردآوری داده‌ها

با مطالعه منابع علمی معتبر از قبیل کتب و مجلات علمی و پژوهشی داخلی و خارجی، مبانی نظری و پیشینه پژوهش با هدف دانش‌افزائی به نحوی که بیانگر خلاء پژوهشی باشد جمع‌آوری گردید. تحلیل موضوع پژوهش نیازمند داده‌های غیر مالی مربوط به حاکمیت شرکتی و داده‌های مالی است. داده‌های استفاده شده در آزمون‌ها از گزارشات سالیانه هیات‌مدیره به مجمع، صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه آن، گزارش حسابرس و بازرس قانونی و گزارش‌ها و اطلاعیه‌های دوره‌ای اعلام شده شرکت‌ها به بورس جمع-آوری گردید. این اطلاعات از مجموعه گزارش‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس مندرج در سایت مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار(www.rdis.ir) و همچنین از نرم‌افزار آرشیو خبری شرکت تدبیر پرداز و ره‌آورد نوین، به صورت دستی و سیستمی استخراج شده است.

تحلیل داده‌ها

آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول۱ ارائه شده است. با مقایسه ضریب تغییرات متغیرهای مستقل با متغیر وابسته کارائی سرمایه‌گذاری، مشخص می‌شود کارائی سرمایه-گذاری نسبت به متغیرهای مستقل ضریب تغییرات بیشتری دارد؛ بدین معنا که در حالت کلی و به طور نسبی، حاکمیت شرکتی، شفافیت، اثربخشی هیات‌مدیره، حقوق سهامداران و اثرات مالکیت در مقایسه با کارائی سرمایه‌گذاری از ثبات و پایداری بیشتری برخوردارند.

www.SID.ir

Archive of SID

بنابراین کارائی سرمایه‌گذاری تحت تاثیر عوامل دیگری است. که در این پژوهش به آنها متغیرهای کنترلی گفته می‌شود. از میان متغیرهای کنترلی جریان نقد بیشترین پراکندگی (کمترین ثبات و پایداری) را طی دوره پژوهش نشان می‌دهد. در مقابل اندازه شرکت کمترین پراکندگی را دارد.

جدول ۱: آمارتوصیفی متغیرهای پژوهش

	متغیرهای پژوهش		میانگین	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	ضریب تغییرات(٪)
وابسته	کارائی سرمایه-گذاری	EF-INVEST	-۰/۰۴۵	-۰/۰۰۱	-۰/۰۲۱	۰/۰۳۴	[1]۷۵/۶
	حاکمیت شرکتی	CGI	۰/۵۹۵	۰/۶۹۳	۰/۴۸۹	۰/۰۶۸	۱۱/۴
	شفافیت	TRANC	۰/۵۹۱	۰/۷۳۲	۰/۴۳۲	۰/۰۹۸	۱۶/۵
مستقل	اثربخشی هیات-مدیره	EFFB	۰/۵۳۹	۰/۶۹۲	۰/۳۸۴	۰/۱۰۶	۱۷/۸
	حقوق سهامداران	STR	۰/۷۷۹	۰/۸۵۲	۰/۴۵۲	۰/۰۵۲	۶/۶
	اثرات مالکیت	EOWN	۰/۴۳۲	۰/۷۶۳	۰/۳۵۲	۰/۲۵۱	۵۸/۱
	جریان نقد	CF	۰/۲۸۱	۰/۴۵۲	۰/۰۱۵	۰/۱۴۵	۵۱/۶
کنترلی	کیوتوبین	Tobin's Q	۲/۶۲	۷/۵۴	۰/۱۵۰	۱/۱۶	۴۴/۳
	اندازه	SIZE	۱۲/۱۶	۱۸/۶۹	۸/۱۵	۱/۶۴	۱۳/۴

منبع: یافته‌های پژوهش

آمار استنباطی

در این پژوهش از داده‌های پانلی استفاده شد. نخستین مرحله در اقتصادسنجی داده‌های پانلی پیش از انجام هر آزمونی تشخیص وابستگی یا استقلال مقطعی داده‌ها است. زیرا وابستگی مقاطع منجر به تورش در نتایج آزمون‌ها می‌شود. جهت آزمون اینکه پسماندها در میان مقاطع همبسته هستند یا خیر، از آزمون استقلال مقطعی پسران استفاده می‌گردد. آماره

۱. با توجه به نحوه محاسبه کارائی سرمایه‌گذاری که داده‌هائی منفی به وجود می‌آید و ضریب تغییرات برای داده‌های مثبت تعریف می‌شود، برای محاسبه ضریب تغییرات کارائی سرمایه‌گذاری، کافیست داده‌های آن را در ۱-(منفی) ضرب کنیم تا ضریب تغییرات آن را محاسبه شود(اگر داده‌ها در یک عدد ثابت ضرب یا تقسیم شود ضریب تغییرات هیچ تغییری نمی کند).

www.SID.ir

Archive of SID

آزمون پسران از توزیع نرمال استاندارد پیروی کرده و توانائی کاربرد در پانل‌های متوازن و غیر متوازن و مدل‌های اثرات ثابت و تصادفی را دارد. فرضیه صفر در این آزمون آنست که پسماندها همبسته نیستند و در نتیجه وابستگی مقطعی وجود ندارد. نتایج آزمون وابستگی مقطعی(CD test)هاشم پسران[1] برای متغیر وابسته‌ی کارائی سرمایه‌گذاری[2] بیانگر وابستگی مقطعی نبود(p-value =۰/۸۶۳۶ >۰/۰۵) و فرضیه صفر آزمون پسران در سطح معناداری ۹۵ درصد رد نمی‌شود، به عبارتی دیگر پسماندها در میان مقاطع همبستگی ندارند و وابستگی مقطعی وجود ندارد. با وجود عدم وابستگی مقطعی، آزمون‌های ریشه واحد(مانائی، ایستائی) و آزمون هم‌انباشتگی نیز انجام گرفت. زیرا، با وجود برتری و مزایای داده‌های پانلی نسبت به داده‌های مقطعی و سری زمانی، نگرانی ویژه‌ای ناشی از وجود رگرسیون‌های کاذب با ظاهری آراسته و وجود روندهای تصادفی بین متغیرها وجود دارد.

آزمون ریشه واحد در داده‌های پانلی: برای مانائی متغیرهای پژوهش از میان روش‌های متعدد موجود، از آزمون‌های لوین، لین، چو[3]؛ ایم، پسران، شیم[4]؛ و هادری[5](استفاده از سه آزمون به منظور افزایش قابلیت اتکاء نتایج آماری) در نرم افزار ای‌ویوز[6] استفاده شده است. نتایج آزمون‌های ریشه واحد، بیانگر مانائی متغیرهاست. بدین معنا که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت است. نتایج آزمون‌های مذکور حاکی از آن بود که مقدار P-Value در مورد همه متغیرها کمتر ار ۵ درصد(۰/۰۵) است. بنابراین تمام متغیرهای مدل مانا(ایستا) بوده و رگرسیون کاذب (رگرسیونی با R^2 بالا ولی بدون رابطه معنادار بین متغیرها) به‌وجود نمی‌آید.

آزمون هم‌انباشتگی در داده‌های پانلی: آزمون هم‌انباشتگی به هنگام استفاده از داده‌های پانلی عموماً به روش پیشنهادی پدرونی انجام می‌شود. در نتایج حاصل از آزمون پدورنی مقدار P-Value محاسبه شده کمتر از ۵ درصد (۰/۰۵) بوده که بیانگر رد فرضیه صفر آزمون پدرونی مبنی بر عدم وجود هم‌انباشتگی است. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد روند تصادفی بین متغیرها وجود ندارد.

---

1. Pesaran's Cross-Section Test.

۲. برای اندازه‌گیری متغیر وابسته کارائی سرمایه‌گذاری از پسماندهای مدل ریچاردسون استفاده شده است. بررسی استقلال(عدم همبستگی در میان مقاطع) پسماندها اهمیت ویژه‌ای دارد.

3. Levin, Lin & Chu t(LLC)
4. Im, Pesaran and Shin W-stat(IPS)
5. Hadri Z-tast
6. Eviews

www.SID.ir

Archive of SID

آزمون نرمال بودن توزیع متغیرها: با توجه به اینکه در جامعه‌ای با توزیع نرمال روش‌های پارامتریک و در جامعه‌ای با توزیع غیرنرمال روش‌های ناپارامتریک به کار گرفته می‌شود، در این پژوهش به منظور بررسی نرمال بودن توزیع داده‌ها از آزمون کولموگروف-اسمیرنف استفاده شده است. نتایج حاصل از این آزمون(پس از نرمال سازی توزیع برخی از متغیرها) بیانگر نرمال بودن توزیع داده‌هاست. برای نرمال سازی توزیع متغیرها، داده‌هائی با فاصله ۳ انحراف معیار از میانگین حذف شدند، که منجر به نرمال شدن توزیع متغیرها به ویژه متغیر وابسته شد. به دلیل اهمیت ویژه متغیر وابسته و افزایش قابلیت اتکاء نتایج آماری پژوهش، توزیع آن از طریق آزمون جارکیو - برا (به علت قابلیت اطمینان بیشتر در مقایسه با سایر آزمون‌های نرمالیتی داده‌ها) نیز مورد بررسی قرار گرفت. نتایج آزمون نشان‌دهنده آماره ۲/۰۰۴ و سطح معناداری ۰/۰۰۲ کمتر از ۵٪(۰/۰۵) بیانگر رد نرمال بودن متغیر وابسته است. لذا این متغیر با استفاده از تابع انتقال جانسون به کمک نرم‌افزار مینی‌تب نرمال سازی شد. نتایج آزمون جارکیو-برا پس از نرمال سازی (آماره ۰/۶۱۶، سطح معناداری ۰/۸۴۲) بیانگر نرمال شدن توزیع متغیر وابسته (۰/۸۴۲>۰/۰۵) است.

انتخاب الگوی مناسب مدل رگرسیونی: داده‌های پژوهش دارای دو جنبه زمانی و مکانی(شرکتی) هستند. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، ابتدا بایستی جهت انتخاب بین داده‌های پولین[1] و پانل[2] [3] با رویکرد اثرات ثابت، از آزمون اف‌لیمر (چاو) استفاده شود. اما از آنجائی که در الگوی داده‌های پانلی رویکرد اثرات تصادفی نیز وجود دارد، درصورت رد فرضیه صفر آزمون اف‌لیمر(تائید استفاده از الگوی داده‌های پانلی با رویکرد اثرات ثابت) باید رویکرد اثرات تصادفی نیز از طریق آزمون بروش پاگان(ضریب لاگرانژ) مورد آزمون قرار گیرد. در صورت رد فرضیه صفر آزمون بروش پاگان(تائید استفاده از الگوی داده‌های پانلی با رویکرد اثرات تصادفی) باید آزمون هاسمن برای انتخاب از بین رویکرد اثرات ثابت و تصادفی در داده‌های پانلی انجام شود. البته در صورت تائید فرضیه صفر آزمون‌های اف‌لیمر و بروش پاگان نیازی به آزمون هاسمن نمی‌باشد و داده‌ها به صورت

1. Pooling
2. Panel
۳. برای کلمه PANEL در متون فارسی اصطلاحات متعددی از جمله داده‌های تلفیقی، ترکیبی، تابلوئی و پانلی پیشنهاد شده است. اصطلاح تابلوئی یک اصطلاح فرانسوی برای کلمه انگلیسی پانل است، بنابراین مناسب به نظر نمی‌رسد. همچنین از اصطلاحات تلفیقی و ترکیبی نیز برای اصطلاح POOL استفاده شده است ، لذا در این مقاله کلمه پانل و پولین استفاده می‌شود.

www.SID.ir

Archive of SID

پولین برای آزمون مدل فرضیه‌ها استفاده خواهد شد. نتایج آزمون‌های مذکور برای تعیین الگوی مناسب مدل رگرسیونی در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲: نتایج آزمون‌های اف‌لیمر(چاو)، بروش‌پاگان و هاسمن

فرضیه	آزمون اف‌لیمر(چاو)		آزمون بروش‌پاگان		آزمون هاسمن		نتیجه
	آماره	معنی‌داری	آماره	معنی‌داری	آماره	معنی‌داری	
۱	۴/۵۰	۰/۰۰۰	۲/۰۴	۰/۰۴۸	۲۴/۵۶	۰/۰۰۰۹	اثرات ثابت
۲	۱/۵۵	۰/۰۰۰۳	۲۱/۱۰	۰/۰۰۳	۱۴/۵۶	۰/۰۴۲۱	اثرات ثابت
۳	۱/۵۶	۰/۰۰۰۲	۳۸۳/۶۵	۰/۰۰۰	۱۳/۶۷	۰/۰۵۷۳	اثرات تصادفی
۴	۷/۰۴	۰/۰۰۰۰	۶۲/۵۸	۰/۰۰۰	۵/۶۵	۰/۵۸۱۶	اثرات تصادفی
۵	۳/۶۹	۰/۰۰۰۱	۲/۳۶	۰/۰۰۶۷	۱۶/۱۵	۰/۰۰۰۸	اثرات ثابت
H_0 آزمون	پولین		پولین		اثرات تصادفی		
H_1 آزمون	اثرات ثابت		اثرات تصادفی		اثرات ثابت		

منبع: یافته‌های پژوهش

در آزمون‌های اف‌لیمر و بروش‌پاگان در صورتی‌که سطح معنی‌داری کمتر از ۵٪(۰/۰۵) باشد فرضیه صفر آنها، استفاده از داده‌های پولین پذیرفته نمی‌شود و فرضیه یک آنها، استفاده از دادهای پانل با رویکرد اثرات ثابت در آزمون اف‌لیمر و با رویکرد اثرات تصادفی در آزمون بروش‌پاگان مورد پذیرش قرار می‌گیرد. در نتیجه آزمون هاسمن به منظور انتخاب از بین رویکرد تصادفی(H_0 آزمون هاسمن) و رویکرد ثابت(H_1 آزمون هاسمن) در داده‌های پانلی باید انجام شود. در صورت سطح معنی‌داری کمتر(بیشتر) از ۵٪ (۰/۰۵) فرضیه صفر(یک) آزمون هاسمن، استفاده از رویکرد تصادفی (ثابت) در داده‌های پانلی رد خواهد شد و رویکرد ثابت(تصادفی) استفاده خواهد شد. اما در صورتی که در آزمون‌های اف‌لیمر و بروش‌پاگان سطح معنی‌داری بیشتر از ۵٪(۰/۰۵) باشد فرضیه صفر آنها، استفاده از داده‌های پولین پذیرفته شده و نیازی به انجام آزمون هاسمن نیست.

آزمون فرضیه‌ها:

در این پژوهش از رگرسیون چند متغیره برای برازش میان متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی پژوهش استفاده می‌شود. برای استفاده از مدل رگرسیون لازم است پیش‌فرض‌های استفاده از آن مورد آزمون قرار گیرد. این پیش‌فرض‌ها عبارتند از: میانگین(امید ریاضی) خطاها صفر باشد(آزمون دوربین واتسون)؛ واریانس خطاها ثابت باشد(آزمون دوربین

www.SID.ir

Archive of SID

واتسون)؛ بین خطاهای مدل همبستگی وجود نداشته باشد(آزمون دوربین واتسون)؛ متغیر وابسته دارای توزیع نرمال باشد(آزمون کولموگروف اسمیرنف)؛ و بین متغیرهای مستقل همبستگی وجود نداشته باشد(آزمون بررسی هم‌خطی متغیرهای مستقل). برای آزمون فرضیه‌ها در مدل رگرسیونی به روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی (EGLS[1])، متغیر وابسته(کارائی سرمایه‌گذاری) به همراه متغیرهای مستقل و متغیرهای کنترلی مورد بررسی قرار گرفت. با توجه به فزرنی تعداد شرکت‌های نمونه از تعداد سال‌های مورد بررسی، مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد که بایستی هنگام انجام رگرسیون به آن توجه کرد. این مشکل با استفاده از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی(EGLS)رفع می‌شود. جدول ۳ نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۳: نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

مدل رگرسیون برای آزمون فرضیه‌ها	$EF\text{-}INVEST_{i,t}= \beta_0+ \beta_1 CGI_{i,t} + \beta_2 CF_{i,t} + \beta_3 Tobin's\ Q_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} +\varepsilon_{i,t}$				
فرضیه	۱	۲	۳	۴	۵
متغیر مستقل	شفافیت	اثربخشی هیات‌مدیره	حقوق سهامداران	اثرات مالکیت	حاکمیت شرکتی
نماد متغیر مستقل	TRANC	EFFB	STR	EOWN	CGI
ضریب متغیر مستقل	۰/۱۲۳	۰/۱۶۵	۰/۱۵۴	۰/۰۹۴	۰/۲۴۹
آماره t	۳/۰۲۴	۷/۶۲۷	۷/۰۹۱	۲/۳۲۴	۲/۷۳۹
Sig	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۲۰	۰/۰۰۷
VIF	۰/۷۹۸	۰/۶۵۰	۰/۶۳۰	۰/۷۹۷	۰/۹۸۳
Tolerance	۱/۲۵۳	۱/۵۳۹	۱/۵۸۶	۱/۲۵۵	۱/۰۱۸
آماره F	۳۶/۷۲۰	۱۳/۷۴	۸/۹۶۱	۸/۸۵۴	۲۵/۲۸۶
P-Value	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
آماره دوربین-واتسون	۲/۰۱۴	۱/۸۹	۲/۰۴۷	۲/۰۷۹	۲/۰۶۱
ضریب تعیین تعدیل شده(R^2)	۰/۴۳۲	۰/۴۸۹	۰/۲۰۱	۰/۲۰۰	۰/۵۳۷
نتیجه فرضیه	تائید	تائید	تائید	تائید	تائید

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به آزمون مدل برای فرضیه‌ها که در جدول ۵ ارائه شده است، سطح معنی‌داری آماره F(۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش(۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی

1. Estimated Generalized Least Square Method

www.SID.ir

Archive of SID

در سطح اطمینان ۹۵٪، معنی‌دار است. آماره دوربین واتسون در فاصله بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بنابراین همبستگی بین جملات خطای مدل وجود ندارد. عامل تورم واریانس(VIF) برای تمامی متغیرهای مدل کمتر از ۱۰ می‌باشد که نشان از نبود مشکل هم‌خطی چندگانه بین متغیرهای مدل است. از سوی دیگر تلورانس‌ها همگی بالاتر از صفر هستند و با آنها فاصله دارند، بنابراین موجب متورم شدن انحراف استاندارد مدل رگرسیونی نخواهند شد. با توجه به پائین بودن (Sig) آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب متغیرهای مستقل پژوهش، نتایج آزمون بیانگر تاثیر معنی‌دار و مثبت متغیرهای مستقل مورد آزمون در هر یک از فرضیه‌ها بر کارائی سرمایه‌گذاری است. در نتیجه تمامی فرضیه‌های پژوهش پذیرفته می‌شود.

همچنین، نتایج آزمون نشان می‌دهد متغیرهای کنترلی فرصت سرمایه‌گذاری(کیوتوبین) و اندازه تاثیر مثبت و رابطه معنی‌داری با کارائی سرمایه‌گذاری دارد اما متغیر کنترلی جریان نقدی رابطه منفی معناداری با کارائی سرمایه‌گذاری دارد. که از ارائه جزئیات آنها صرف-نظر شد. در ضمن ضریب تعیین تعدیل شده در آزمون فرضیه‌ها، درصد تغییرات متغیر وابسته که توسط متغیرهای وارد شده در رگرسیون توضیح داده شده‌اند را نشان می‌دهد.

بحث و نتیجه‌گیری

با توجه به محدودیت منابع و لزوم برنامه‌ریزی شرکت‌ها برای جلوگیری از رکود و عقب-ماندگی، علاوه بر اتخاذ تصمیمات مطلوب و بهینه در توسعه سرمایه‌گذاری‌ها، افزایش کارائی سرمایه‌گذاری از اهمیت قابل توجهی برخوردار است. این پژوهش در راستای بررسی ارتباط حاکمیت شرکتی و ابعاد آن با کارائی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران صورت پذیرفت. یافته‌های پژوهش حاضر در بررسی فرضیه اول، حاکی از آن است که شفافیت به عنوان یکی از ابعاد حاکمیت شرکتی با کارائی سرمایه‌گذاری رابطه مستقیم و معنی‌دار دارد. مطابق با مبانی نظری موجود ، با افزایش شفافیت اطلاعات و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران و ایجاد راهکارهائی جهت کاهش توزیع نابرابرِ اطلاعات بین استفاده‌کنندگان، اطلاعات به صورت عمومی و کامل در اختیار همگان قرار گرفته و در محیط اطلاعاتی دارای شفافیت، امکان گزینش نادرست و تصمیمات غیر بهینه مدیران در انجام پروژه‌های سرمایه‌گذاری کاهش یافته و در نهایت کارائی سرمایه‌گذاری بهبود می‌یابد. با این وجود، نتایج این

www.SID.ir

Archive of SID

پژوهش با مبانی نظری موجود و نتایج تحقیقات بیدل، هیلاری و وردی (۲۰۰۹)؛ بیدل و هیلاری(۲۰۰۶)؛ وردی(۲۰۰۶) و مدرس و حصارزاده(۱۳۸۸) که به بررسی ارتباط کیفیت گزارشگری مالی (با شاخصه شفافیت اطلاعاتی) و کارائی سرمایه‌گذاری پرداختند همسو می‌باشد. اما با یافته‌های بادآورنهندی و همکاران(۱۳۹۳) که به بررسی ارتباط شفافیت اطلاعات حسابداری و کارائی سرمایه‌گذاری پرداختند، مغایر است.

در بررسی فرضیه دوم پژوهش رابطه مستقیم و معنادار اثربخشی هیات‌مدیره به عنوان دومین بُعد حاکمیت شرکتی با کارائی سرمایه‌گذاری تائید شد. براساس مبانی نظری موجود، مسئولیت نهائی حاکمیت شرکتی مناسب و با کیفیت با هیات‌مدیره شرکت است. یک هیات‌مدیره اثربخش می‌تواند در دستیابی به حاکمیت شرکتی خوب و به تبع آن، در محافظت از منافع ذی‌نفعان به ویژه مالکان شرکت بسیار مؤثر باشد. از طرفی دیگر، ارزیابی و تصمیم‌گیری نسبت به طرح‌های سرمایه‌گذاری با مدیران می‌باشد. لذا با داشتن هیات مدیره اثربخش، مدیران تصمیمات بهینه‌ای اتخاذ نموده و سرمایه‌گذاری‌های شرکت از کارائی لازم برخوردار خواهد شد. در این راستا، یافته‌های پژوهش با نتایج تحقیقات کانیون و پک(۱۹۹۸)، ویسباج (۱۹۸۸) و وی جیوچن(۲۰۱۳) سازگار است.

در سومین فرضیه پژوهش به بررسی ارتباط حقوق سهامداران از ابعاد حاکمیت شرکتی و کارائی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های مورد مطالعه پرداخته شد. یافته‌های پژوهش بیانگر ارتباط مستقیم و معنی‌دار بین حقوق سهامداران و کارائی سرمایه‌گذاری است. مطابق با مبانی نظری، هنگامی که شرکت و مجموعه مدیران آن مورد پاسخ‌خواهی بیشتری از سوی نهادها و ذی‌نفعان به ویژه سهامداران قرار گرفته و در کانون توجه دیگران قرار می‌گیرد، تصمیمات بهینه‌تری اتخاذ می‌نمایند که نتیجه آن تقویت نظام حاکمیت‌شرکتی از طریق توجه بیشتر به حقوق سهامداران و در نهایت کارائی سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها که منابع مالی سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها، وجوه تامین شده از سوی سهامداران است. نتایج پژوهش فرضیه سوم همسو با مبانی نظری است.

در فرضیه چهارم پژوهش رابطه بین اثرات مالکیت از ابعاد حاکمیت شرکتی و کارائی سرمایه‌گذاری بررسی شد که نتیجه، وجود رابطه مستقیم و معنی دار بین آنها است. علت وجود چنین رابطه‌ای از وجود سهامداران نهادی به عنوان با اهمیت‌ترین شاخصه اثرات مالکیت، در مالکیت سهام شرکت‌ها است. زیرا این گروه از سهامداران بنا به داشتن درصد قابل توجهی از مالکیت سهام، از نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکت برخوردارند و توانائی اثر

www.SID.ir

Archive of SID

گذاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت و همچنین نقش موثری در نظارت بر رویه‌های اتخاذ شده از سوی مدیران را دارند. لذا انتظار می‌رود حضور آنها در ترکیب سهامداران نقش مهمی در بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری داشته باشد. نتایج پژوهش در فرضیه چهارم با یافته‌های گیلان و استارکس(۲۰۰۳)؛ بیلت، گارفینکل و جیانگ (۲۰۱۱) مبنی بر کاهش میزان انحراف مدیران از تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه وکاراتر شدن سرمایه‌گذاری‌ها به دلیل وجود سهامداران نهادی از مؤلفه‌های اثرات مالکیت، همسو می‌باشد.

در فرضیه پنجم این پژوهش به بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کارائی سرمایه-گذاری پرداخته شد. نتیجه بیانگر تأثیر مستقیم و معنادار حاکمیت شرکتی بر کارائی سرمایه‌گذاری است. با نگاهی گذرا به مبانی نظری پژوهش و اهمیت کارائی سرمایه-گذاری در شرکت‌های دارای نظام حاکمیت شرکتی کارآمد، انتظار می‌رود نظام حاکمیت شرکتی بتواند یکی از عوامل تاثیرگذار بر کارائی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باشد. نتایج پژوهش با مبانی نظری همسو است؛ چرا که با توجه به نتایج تحقیقات در این حوزه در طی دو دهه اخیر به نظر می‌رسد، علاوه بر افزایش آگاهی و نظارت کارآمدتر سهامداران نهادی، افزایش احساس مسئولیت پاسخگوئی مدیران در قبال نهادهای پاسخ‌خواه و ایفای شایسته‌تر وظایف سازمانی از سوی مدیران در کنار نظارت بیشتر سهامداران و هیات‌مدیره برآنها، منجر به کارائی سرمایه‌گذاری شرکت-های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران شده است. البته نتیجه پژوهش در فرضیه پنجم با یافته‌های وی‌جیو چن(۲۰۱۳) و بادآورنهندی و همکاران(۱۳۹۳) همخوانی دارد.

محدودیت‌ها و پیشنهادها

در یک پژوهش علمی نظیر هر فعالیت دیگری مشکلاتی وجود دارد که مانع از روند فعالیت در شرایط عادی می‌شود و نتایج پژوهش را تحت تاثیر قرار می‌دهد. محدودیت-هائی در راستای انجام پژوهش حاضر قابل ذکر است تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به نسبت بورس‌های توسعه یافته کم می‌باشد. لذا نمونه مورد بررسی پائین‌تر از پژوهش‌های مشابه در کشورهای توسعه یافته است. اثرات ناشی از تورم و تفاوت در روش‌های حسابداری بر رویدادهای مالی ممکن است بر نتایج پژوهش اثر گذار باشد که به دلیل عدم دسترسی به اطلاعات، تعدیلی از این بابت در نتایج پژوهش صورت نگرفته است.

www.SID.ir

Archive of SID

با وجود آنکه نتایج پژوهش نشان داد، نظام حاکمیت شرکتی دارای رابطه با کارائی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها را ضمن وجود آئین‌نامه راهبری شرکتی مصوب سال ۱۳۸۶ و لزوم اجرای آن از سال ۱۳۸۷، با فرآهم نمودن زیر ساخت‌های مرتبط با آن به مفهومی که در دنیا روی آن سرمایه‌گذاری شده (تاسیس شرکت‌های رتبه‌بندی حاکمیت شرکتی به عنوان یکی از این زیرساخت‌ها می‌تواند شرایط کافی را برای ارتقای اصل حاکمیت شرکتی برای شرکت-های بورسی فراهم سازد) را بر اساس حاکمیت شرکتی رتبه‌بندی نماید تا با فرآهم شدن اطلاعات مربوط دیگری، اطمینان خاطر سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری‌های بیشتر در سهام شرکت‌ها و سایر مشارکت‌کنندگان در بورس فرآهم شده تا در نهایت با هدایت منابع به سمت شرکت‌های دارای رتبه حاکمیت شرکتی بالاتر و اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه از سوی شرکت‌ها، کارآئی سرمایه‌گذاری آنها در سطح فعلی حفظ یا افزایش یابد. علاوه بر این، به مدیران و مسئولان سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود تا در راستای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش کیفیت نظام حاکمیت شرکتی و بهبود کارائی سرمایه‌گذاری راه‌کارهائی عملی اتخاذ و ضمن انجام تلاش‌هائی در جهت ارائه رهنمودها و توصیه‌هائی در جهت کاربرد بهتر و دقیق‌تر آئین‌نامه راهبری شرکتی، نظارت بیشتری در زمینه اجرای آن داشته باشند.

نتایج این تحقیق، موجب افزایش آگاهی سرمایه‌گذاران و مدیران می‌شود و به آنها پیشنهاد می‌شود که همواره رابطه بین حاکمیت شرکتی و کارائی سرمایه‌گذاری را مد نظر قرار داده و در راستای شکل‌گیری رابطه قوی‌تری بین آنها تلاش کنند. تا از اتلاف منابع کمیاب اقتصادی جلوگیری شود.

با توجه به نتایج این پژوهش و پرسش‌هائی که طی انجام آن برای پژوهش‌گر مطرح شد، جهت تکمیل این پژوهش و انجام مطالعات بیشتر در حوزه‌های مرتبط با این پژوهش، پیشنهاد می‌شود رابطه بین حاکمیت شرکتی و کارائی سرمایه‌گذاری در صنایع مختلف به منظور کنترل تاثیر صنعت، مورد بررسی قرار گیرد.

www.SID.ir

Archive of SID

منابع

بادآورنهندی، یونس، خانقاه‌زاده، وحید(۱۳۹۳) "ارتباط بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و کارائی سرمایه‌گذاری در مراحل چرخه عمر"*دانش حسابداری*. سال پنجم(شماره ۱۸) کرمان. صص۱۳۴-۱۱۳.

تهرانی، رضا، حصارزاده، رضا(۱۳۸۸) "تاثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش‌سرمایه‌گذاری و کم‌سرمایه‌گذاری" *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*. شماره ۳. تهران. صص ۶۷-۵۰.

حساس‌یگانه، یحیی، سلیمی، محمدجواد(۱۳۹۰). "مدلی برای رتبه‌بندی حاکمیت شرکتی در ایران". *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*. سال نهم(شماره ۳۰). ، صص ۳۵-۱.

صفری گرایلی، مهدی، بالارستاقی، عالیه(۱۳۹۴)." بررسی عوامل موثر بر کیفیت حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، سال ۱۲، شماره ۴۷، پائیز ۱۳۹۴، صص ۹۳تا ۱۱۲.

عرب‌صالحی، مهدی.، امیری، هادی.، کاظمی نوری، سپیده. (۱۳۹۳)."بررسی تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی" . *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*. سال ششم(شماره ۲، پیاپی ۲۰). صص۱۲۸-۱۱۵.

مدرس، احمد.، حصارزاده، رضا. (۱۳۸۷). "کیفیت گزارش‌گری مالی و کارائی سرمایه-گذاری". فصل‌نامه بورس اوراق بهادار. ۱ (۲)صص۱۱۶-۸۵.

هاشمی، عباس. صمدی، سعید. هادیان، ریحانه(۱۳۹۳)." اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارائی سرمایه‌گذاری". *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، سال ۱۱، شماره ۴۴، زمستان ۱۳۹۳، صص ۱۱۷تا ۱۴۳.

Al-Malkawi, H.-A. N., et al. (2014). Corporate governance practices in emerging markets: The case of GCC countries. *Economic Modelling* 38: 133-141.

Biddle, G. & G. Hilary (2006). "Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment". *The Accounting Review*. Vol.81, No.5, PP. 963-982.

Biddle, G., G. Hilary & R. Verdi (2009), "How does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?" *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 48, PP. 112-131.

Billett, M. T., Garfinkel, A., and Jiang, Y. (2011). "The influence of governance on investment: Evidence from a hazard model". *Journal of Financial Economics*, 102 (3): 643–670.

Chen, L., Chunlei, L., and Guanyu, W. (2013). "*Financial constraints, investment efficiency and corporate governance*". Empirical

www.SID.ir

Archive of SID

evidence from China, Service Systems and Service Management (ICSSSM). 10th International conference.

Chen, S. S., Ho, K. W., Lee, C. f., & Yeo, G. H. H. (2000). "Investment opportunities, free cash flow and market reaction to international joint ventures".*Journal of Banking & Finance*, 24(11), 1747-1765. http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266(99)00103-X

Cheung, Y., Stouraitis, A., and Tan, W. (2011). "Corporate governance, investment, and firm valuation in Asian emerging markets".*Journal of International Financial Management & Accounting*, 22 (3): 246-273.

Chung, K. & Zhang, H. (2011). "Corporate governance and institutional ownership". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46 (1): 247-273.

Conyon, M.J., and Peck, S.I., (1998). "Board control, remuneration committees, and top management compensation". *Academy of Management Journal*, 41 (2): 146–157.

Degryse, H., and DeJong, A., (2001), "I*nvestment spending in the Netherlands: Asymmetric information or managerial discretion?*" working paper, Erasmus University Rotterdam.

Fama, E., and Jensen, M., (1983). "Agency problems and residual claims". *Journal of Law and Economics*, 26 (2): 327–349.

Fazzari, S., Hubbard, R, G., and Petersen, B. (1988). "*Financing Constraints and Corporate Investment*". Brooking Papers on Economic Activity. 19: 141-195.

Francis, H., Hasan, I., Song. L., and Waisman. M. (2013). "Corporate governance and investment cash flow sensitivity: Evidence from emerging markets". *Emerging Markets Review*, 15 (3): 57–71.

Gillan, S.L., and Starks, L. T. (2003). "Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: a global perspective". *Journal of Applied Finance*, 13 (2): 4 –22.

Grabowski, H., and Mueller, D.C. (1972). "Managerial and stockholder welfare models of firm expenditures". *Review of Economics and Statistics*, 54 (1): 9–24.

Grundy, B. D., & Li, H. (2010). "Investor sentiment, executive compensation, and corporate investment". *Journal of Banking & Finance*, 34(10), 2439-2449. http://dx.doi.org/10.1016/ j. jbankfin. 2010.03. 020.

Hubbard, R. (1998). "Capital-Market Imperfections and Investment". *Journal of Economic Literature*, 36(1): 193-225.

Li, Q., and Wang. T. (2010). " Financial reporting quality and corporate investment efficiency: Chinese experience". *Nankai Business Review International*, 1 (2): 197-213.

www.SID.ir

Archive of SID

Liao, Chih-Hsien (2011); "The effect of stock-based incentives and governance mechanisms on voluntary disclosure of intangibles", *Advances in Accounting*, 27(14), 294-307.

Mueller, D. C., and Peev, E. (2007). "Corporate governance and investment in Central and Eastern Europe". *Journal of Comparative Economics*, 35 (2): 414– 437.

Myers, S.C., and Majluf, N.S. (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics*, 13 (2): 187–221.

Nasrum, M. (2013). "The Influence of Ownership Structure, Corporate Governance, Investment Decision, Financial Decision and Dividend Policy on the Value of the Firm Manufacturing Companies Listed on The Indonesian Stock Exchange". *Journal Managerial*, 1(1): 1-10.

Polk, C., & Sapienza, P. (2009). "The stock market and corporate investment: A test of catering theory". *The Review of Financial Studies*, 22(1), 187-217. http://dx.doi.org/10.1093/rfs/hhn030.

Richardson, S. (2006). "Over-investment of free cash flow". *Review of Accounting Studies*. 11, 159–189.

Rocca, M. Cariola, and Elvira, T, L, R, (2007). "*Overinvestment and underinvestment problems: Determining factors, consequences and solutions*", Available at SSRN: http:/www.ssrn.com.

Sarwar Uddin. A, Wali Ullah. G. M., Samiul Parvez. A, Ashikur. R. (2016)." An Empirical Study on Corporate Governance and Islamic Bank Performance: A Case Study of Bangladesh". *Journal of Finance & Banking Studies* 5(4), 2016: 103-116. https://doi.org/10.20525/ijfbs.v5i4.478.

Stein, J.(2003) "*Agency, Information and corporate investment*" in Handbook of the Economics of Finance, edited by George constantinides, Milt Harris and Rene Stulz, Elsevier 2003, 111-165.

Verdi, R. (2006). "*Financial reporting quality and investment efficiency*". Unpublished PhD Dissertation, Faculties of the University of Pennsylvania in Partial Fulfillment, OR Working paper, Available at SSRN: http://www.ssrn.com.

Wei-Ju Chen. (2013). "Can Corporate Governance Mitigate the Adverse Impact of Investor Sentiment on Corporate Investment Decisions? Evidence from Taiwan ". *Asian Journal of Finance & Accounting* ISSN 1946-052X .2013, Vol. 5, No. 2.

Weisbach, M. (1988). "Outside directors and CEO turnover". *Journal of Financial Economics*, 20 (1-2): 431– 460.

Yang, J., and Jiang, Y. (2008). "Accounting information quality, free cash flow and overinvestment: A Chinese study". *The Business Review*, 11 (1): 159-166.

www.SID.ir