Archiv

Financial Research Journal

Print ISSN: 1024-8153
Online ISSN: 2423-5377

The Role of Internal and External Dimensions of Corporate Governance on the Relationship between Information Asymmetry and Investment Efficiency

Gholamreza Mansourfar
*Corresponding Author, Associate Prof., Department of Finance, Faculty of Management and Economics, Urmia University, West Azarbaijan, Urmia, Iran. E-mail: g.mansourfar@urmia.ac.ir

Samira Joudi
MSc., Department of Accountin, Faculty of Management and Economics, Urmia University, West Azarbaijan, Urmia, Iran. E-mail: joudi.samira@yahoo.com

Ehsan Poursoleiman
MSc., Department of Accountin, Faculty of Management and Economics, Urmia University, West Azarbaijan, Urmia, Iran. E-mail: epoursoleiman@gmail.com

Abstract

Objective: This research is aimed at investigating the impact of internal and external corporate governance on the relationship between information asymmetry and investment efficiency.

Methods: For the purpose of analyzing the research hypothesis, 106 publicly traded firms on the Tehran Stock Exchange, between 2009 and 2018, have been selected using the elimination method. The analysis of the hypotheses was carried out by using a multivariate regression model with panel data method and employing the fixed effects approach.

Results: According to theoretical bases and research finding, information asymmetry has a negative and significant relationship with investment efficiency. Also, corporate governance variables, in both external and internal governance, and both variables of information asymmetry and both dimensions of corporate have a positive and significant relationship with investment efficiency.

Conclusion: The results of the research show that the existence of asymmetric information and ambiguity in financial information may lead to inefficient investments. Hence, one of the ways to reduce information asymmetry and increase investment efficiency is enhanced corporate governance quality. According to the existing principle, current expectations, and the findings of this study, the interaction of information and corporate governance have a positive and significant relationship with investment efficiency. This means that in the condition of information asymmetry, the existence of internal and external corporate governance reduces inefficient investments and urges managers to make optimal and efficient investment decisions.

Keywords: Investment efficiency, Information asymmetry, Internal corporate governance, External corporate governance.

Citation: Mansourfar, Gh., Joudi, S., & Poursoleiman, E. (2020). The Role of Internal and External Dimensions of Corporate Governance on the Relationship between Information Asymmetry and Investment Efficiency. *Financial Research Journal*, 22(2), 227-248. (*in Persian*)

Financial Research Journal, 2020, Vol. 22, No.2, pp. 227-248
DOI: 10.22059/frj.2020.279145.1006855
Received: April 13, 2019; Accepted: February 02, 2020
© Faculty of Management, University of Tehran

www.SID.ir

Archive of SID

تحقیقات مالی
شاپا چاپی: ۱۰۲۴-۸۱۵۳
شاپا الکترونیکی: ۲۴۲۳-۵۳۷۷

نقش تعدیلگری ابعاد درونی و بیرونی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری

غلامرضا منصورفر
* نویسنده مسئول، دانشیار، گروه مالی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران. رایانامه: g.mansourfar@urmia.ac.ir

سمیرا جودی
کارشناس ارشد، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران. رایانامه: joudi.samira@yahoo.com

احسان پورسلیمان
کارشناس ارشد، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران. رایانامه: epoursoleiman@gmail.com

چکیده

هدف: این پژوهش به‌دنبال بررسی نحوه اثرگذاری حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری است.

روش: برای دستیابی به اهداف پژوهش، ۱۰۶ شرکت با روش نمونه‌گیری حذفی به‌عنوان نمونه پژوهش برای دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ انتخاب شدند. تجزیه و تحلیل آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از مدل رگرسیونی چندمتغیره و روش داده‌های تابلویی و رویکرد اثرهای ثابت انجام گرفت.

یافته‌ها: طبق مبانی نظری و یافته‌های پژوهش، متغیر عدم تقارن اطلاعاتی با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معناداری دارد. همچنین متغیر حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی و متغیر متقابل عدم تقارن اطلاعاتی و حاکمیت شرکتی، دارای رابطه مثبت و معناداری با کارایی سرمایه‌گذاری است.

نتیجه‌گیری: نتایج پژوهش نشان می‌دهد وجود عدم تقارن اطلاعاتی و ابهام در اطلاعات مالی، می‌تواند به سرمایه‌گذاری‌های ناکارا توسط مدیریت منجر شود. از این رو، یکی از راه‌های کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری، وجود حاکمیت شرکتی مناسب است. طبق مبانی موجود و انتظارهای رایج و بر اساس یافته‌های پژوهش حاضر، متغیر متقابل عدم تقارن اطلاعاتی و حاکمیت شرکتی، رابطه مثبت و معناداری با کارایی سرمایه‌گذاری دارد و این بدان معناست که در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، وجود حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی، سرمایه‌گذاری‌های ناکارا را کاهش داده و باعث می‌شود مدیران تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بهینه و کارا اتخاذ کنند.

کلیدواژه‌ها: کارایی سرمایه‌گذاری، عدم تقارن اطلاعاتی، حاکمیت شرکتی درونی، حاکمیت شرکتی بیرونی.

استناد: منصورفر، غلامرضا؛ جودی، سمیرا؛ پورسلیمان، احسان (۱۳۹۹). نقش تعدیلگری ابعاد درونی و بیرونی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری. *تحقیقات مالی*، ۲۲(۲)، ۲۲۷- ۲۴۸.

تحقیقات مالی، ۱۳۹۹، دوره ۲۲، شماره ۲، صص. ۲۲۷- ۲۴۸
DOI: 10.22059/frj.2020.279145.1006855
دریافت: ۱۳۹۸/۰۱/۲۴، پذیرش: ۱۳۹۸/۱۱/۱۳
© دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

www.SID.ir

Archive of SID

مقدمه

امروزه سرمایه‌گذاری را می‌توان یکی از ارکان اساسی اقتصاد کشورها و از عوامل مهم تعیین‌کننده نرخ رشد اقتصادی بلندمدت سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دانست (تهرانی و نوربخش، ۱۳۸۵). مهم‌ترین مشکل در انجام سرمایه‌گذاری، محدودیت وجود و دسترسی به منابع است، از این رو واحدهای تجاری باید در برخورد با فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تصمیم‌هایی منطقی و بهینه اتخاذ کنند. منظور از محدودیت‌های مالی، محدودیت‌هایی هستند که مانع تأمین همه وجوه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری مطلوب شرکت‌ها می‌شوند (چن، هاپ، لی و ونگ[1]، ۲۰۱۱). اما گزینش بهینه طرح‌های سرمایه‌گذاری توسط مدیرانی صورت می‌گیرد که ممکن است بر اساس منافع شخصی‌خود عمل کنند. به بیان دیگر، تضاد منافع و عدم تقارن اطلاعاتی، مانع انجام سرمایه‌گذاری بهینه و کارا می‌شود (یانگ و جیانگ[2]، ۲۰۰۸). بنابراین، با توجه به محدودیت و کمیاب بودن منابع، توجه به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از جمله مسائل بسیار مهم و اساسی در توسعه سرمایه‌گذاری است. کارایی سرمایه‌گذاری به‌صورت مفهومی به‌معنای پذیرش پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت است. در مقابل ناکارایی سرمایه‌گذاری به‌معنای انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی یا از دست دادن پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت است (ثقفی و عرب مازاریزدی، ۱۳۸۹). کارایی سرمایه‌گذاری مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش از حد مطلوب صورت‌گرفته ممانعت شود (جلوگیری از بیش سرمایه‌گذاری) و از سوی دیگر، منابع به‌سمت فعالیت‌هایی که به سرمایه‌گذاری نیاز بیشتری دارند، هدایت شوند (جلوگیری از کم‌سرمایه‌گذاری) (چن و همکاران، ۲۰۱۱).

زمانی که بین هزینه‌های داخلی و خارجی وجوه تخصیص داده‌شده شکافی وجود داشته باشد، شرکت‌ها در محدودیت تأمین مالی قرار می‌گیرند. شایان توجه است که مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی از دلایل عمده وجود این شکاف محسوب می‌شوند (عرب صالحی و اشرفی، ۱۳۹۰). میلر و مودیلیانی[3] (۱۹۶۱) نشان دادند، با فرض وجود بازار سرمایه کامل، تصمیم‌های سرمایه‌گذاری یک بنگاه از شرایط مالی آن مستقل است. اما فازاری، هوبارد و پترسن[4] (۱۹۸۸) نشان دادند که در صورت وجود مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی ممکن است تأمین مالی خارجی از تأمین مالی داخلی پر هزینه‌تر بوده و جانشین ناکاملی برای تأمین مالی داخلی باشد. بنابراین زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی بالاست، مدیران از اطلاعات بازار، تخمینی محافظه‌کارانه ایجاد خواهند کرد. از این رو، عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند به‌طور بالقوه به اشتباه یا خطرهای بزرگ منجر شود.

سرمایه‌گذاران به‌واسطه وجود عدم تقارن اطلاعاتی، همواره نگران منافع خود در شرکت‌ها هستند. آنان بر تصمیم‌های مدیران شرکت‌ها نظارت می‌کنند تا از بازدهی مناسب سرمایه‌گذاری شرکت که منافع آنها را نیز در پی دارد، اطمینان حاصل کنند. پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهند که در بازارهای نیمه‌کامل، عواملی همچون مشکلات نمایندگی

1. Chen, Hope, Li & Wang
2. Yang & Jiang
3. Miller & Modigliani
4. Fazzari, Hubbard & Petersen

www.SID.ir

Archive of SID

و عدم تقارن اطلاعاتی، ممکن است مدیران را مجبور کند تا تصمیم‌های سرمایه‌گذاری غیرکارا که به سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد منجر می‌شود، اتخاذ کنند (لای و لیو[1]، ۲۰۱۷).

از سوی دیگر و با گسترش تضادهای نمایندگی، سهامداران برای محافظت از منافع خود در برابر اقدام‌های خودسرانه مدیران به اعمال توجه و کنترل‌های ویژه بر تصمیم‌گیری‌های مدیران مبادرت می‌کنند. در این راستا، رویکردهای حاکمیت شرکتی برای هم‌سو کردن منافع سهامداران با مدیران گسترش یافته است (صفری گرایلی و بالارستاقی، ۱۳۹۴). در این ساختار نه تنها منافع سهامداران تضمین می‌شود، بلکه شرکت در مقابل اشخاصی نظیر طلبکاران، بانک‌ها، مصرف‌کنندگان و در نهایت جامعه نیز پاسخ‌گو است (نیکبخت و طاهری، ۱۳۹۳). سازوکارهای حاکمیت شرکتی، میزان انحراف از تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بهینه را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و رفع مشکلات نمایندگی کاهش می‌دهند (بیلت، گارفینکل و جیانگ[2]، ۲۰۱۱). یک نظام حاکمیت شرکتی خوب علاوه بر ایجاد انگیزه در مدیران و هیئت مدیره برای دنبال کردن اهداف مرتبط با منافع شرکت و سهامداران، باید آنان را به استفاده کاراتر از منابع تشویق کند (بیلت و همکاران، ۲۰۱۱). از این رو، پیش‌بینی می‌شود سازوکارهای حاکمیت شرکتی در کنترل کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نقش‌آفرینی کنند. بنابراین در شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی بالاتر، عدم تقارن اطلاعاتی کاهش یافته و نظارت بهتری بر مدیران صورت می‌گیرد. این شرایط موجب می‌شود تا مدیریت شرکت، خود را تحت نظارت سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان احساس کند و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را به‌گونه‌ای اتخاذ کند که موجب افزایش حداکثری ثروت تأمین‌کنندگان سرمایه شود.

با بررسی اجزای مدل‌های حاکمیت شرکتی در سطح کشورهای مختلف می‌توان این گونه نتیجه‌گیری کرد که اثرهای مالکیت، شفافیت، اثربخشی هیئت مدیره و حقوق سهامداران، در اکثر آنها مشترک بوده و می‌توانند به‌عنوان «سازوکارهای درونی» برای بررسی و رتبه‌بندی کیفیت حاکمیت شرکت‌ها به‌کار گرفته شود. علاوه بر این، پژوهش‌های اخیر نشان داده‌اند که افزون بر سازوکارهای درونی شرکت، عوامل خارج از مرزهای شرکت همچون فعالیت رقابتی و وضعیت رقبا بر رتبه‌بندی کیفیت حاکمیت شرکتی تأثیر می‌گذارند (دیدار، منصورفر و زارع، ۱۳۹۶) که می‌توان آنها را به‌عنوان «سازوکار بیرونی کیفیت حاکمیت شرکتی» در نظر گرفت؛ زیرا در صنایعی که رقابت زیاد است، سازوکارهای حاکمیت شرکتی قوی‌تری بر آن حاکم است. همچنین وجود رقابت فشرده در بازار و در بین شرکت‌های فعال در یک صنعت، در مدیران انگیزه لازم را برای عملکردی کارا ایجاد می‌کند (آلن و گال[3]، ۲۰۰۰). از طرفی، افزایش رقابت در بازار محصول، کاهش مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های کنترلی را در پی دارد. این مسئله، برای سرمایه‌گذاران و رقبا فرصت بزرگی ایجاد می‌کند تا بتوانند میزان عملکرد شرکت را با توجه به عملکرد آن در بین رقبا، در بازار محصول اندازه‌گیری کنند و در نهایت هزینه‌های کنترلی را کاهش دهند. به گفته فاما و جنسن[4] (۱۹۸۳) در خصوص سازوکارهای حاکمیت شرکتی بیرونی، شرکت‌هایی که در صنایع رقابتی فعالیت می‌کنند، سیاست‌های افشای بهتری را دنبال می‌کنند.

1. Lai & Liu
2. Billett, Garfinkel, & Jiang
3. Allen, & Gale
4. Fama, & Jensen

www.SID.ir

Archive of SID

با توجه به مباحث بالا و بررسی انجام‌گرفته مبنی بر نبود پژوهش‌های شایان توجه، ضرورت انجام پژوهش‌هایی که بتوانند اهمیت سازوکارهای حاکمیت شرکتی را بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری بررسی کنند به‌خوبی احساس می‌شود. بر این اساس، این پژوهش در پی یافتن پاسخ مناسبی به این پرسش‌ها است که نحوه اثرگذاری عدم تقارن اطلاعاتی بر کارایی سرمایه‌گذاری به چه صورت است؟ همچنین، نقش تعدیلگری کیفیت حاکمیت شرکتی از دو بعد درونی و بیرونی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی به چه صورت است؟ برای دستیابی به این اهداف، ادامه مطالب به این صورت ساختاربندی شده است. ابتدا پیشینه نظری و پیشینه تجربی بیان می‌شوند. سپس با تحلیل داده‌ها و استنباط آماری در خصوص فرضیه‌های پژوهش، نتایج به‌دست‌آمده ارائه می‌شوند. در نهایت، مطالب با بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادها خاتمه می‌یابند.

پیشینه نظری پژوهش

پژوهش‌های انجام‌شده در زمینه سرمایه‌گذاری، به دو فرضیه درباره علل انحراف برخی از شرکت‌ها از میزان سرمایه‌گذاری بهینه (کارا) اشاره دارد. یکی از فرضیه‌ها، به وجود مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران و مدیران به‌عنوان علت انحراف اشاره می‌کند (مایرز و ماجلوف[1]، ۱۹۸۴ و فازاری و همکاران، ۱۹۸۸) و فرضیه دیگر، به وجود اختیارات مدیریتی اشاره دارد و بیان می‌کند که معمولاً بیش‌سرمایه‌گذاری به این سبب ایجاد می‌شود که مدیران منافع شخصی خود را دنبال می‌کنند (گرابسکی و مولر[2]، ۱۹۷۲). مدیران برای دستیابی به سطح کارا و بهینه سرمایه‌گذاری، باید تلاش کنند تا هم رضایت سهامداران را جلب کنند و هم فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری را از دست ندهند (فازاری و همکاران، ۱۹۸۸). به‌صورت مفهومی زمانی که شرکت در تمامی طرح‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری کند، سرمایه‌گذاری بهینه حاصل می‌شود (وردی[3]، ۲۰۰۶ و بیدل، هیلاری و وردی[4]، ۲۰۰۹). برای تعیین کارایی سرمایه‌گذاری دو معیار نظری وجود دارد. نخست اینکه، اگر یک شرکت تصمیم به تأمین مالی بگیرد، تضمینی برای انجام سرمایه‌گذاری کارا و صحیح آن وجود ندارد. به‌طور معمول، انتخاب پروژه‌های نامناسب توسط مدیران، شرکت را به‌سمت بیش‌سرمایه‌گذاری هدایت می‌کند (استین[5]، ۲۰۰۳). دوم، سرمایه‌گذاری ناکارا در نظریه اقتصاد اطلاعات و نظریه نمایندگی و مسائلی چون عدم تقارن اطلاعاتی ریشه دارد. به بیان دیگر، در بازار سرمایه کامل، تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی از یکدیگر مستقل نیستند و ناقص بودن بازار سرمایه، از قبیل هزینه‌های نمایندگی و وجود عدم تقارن اطلاعاتی، ناکارایی سرمایه‌گذاری، بیش‌سرمایه‌گذاری و کم‌سرمایه‌گذاری را به وجود می‌آورند (یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸).

بر اساس نظریه نمایندگی، فلسفه وجودی حاکمیت شرکتی ناشی از جدایی مالکیت از مدیریت و به‌تبع آن وجود هزینه‌های نمایندگی از قبیل هزینه‌های مرتبط با مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و اهداف متفاوت مدیریت و مالکان

1. Myers, & Majluf
2. Grabowski & Mueller
3. Verdi
4. Biddle, Hilary & Verdi
5. Stein

www.SID.ir

Archive of SID

است. از این رو، سازوکاری که بتواند با ترغیب و اجبار مدیران، مانع از دنبال کردن اهداف مدیران و در نهایت مانع از متضرر شدن سهامداران شود وجود سازوکارهای حاکمیت شرکتی مناسب است، زیرا بدون وجود سازوکارهای حاکمیت شرکتی مناسب، احتمال اتخاذ تصمیم‌های مغایر با منافع سرمایه‌گذاران و انحراف از حداکثرسازی منافع سهامداران توسط مدیران افزایش پیدا می‌کند (فاما و جنسن، ۱۹۸۳).

حاکمیت شرکتی به دو روش بر کارایی سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد. نخست اینکه، شرکت‌ها در تأمین منابع مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری به‌واسطه وجود مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای سرمایه، با محدودیت‌های اساسی مواجه هستند و تأمین منابع مالی همیشه سطح بهینه و کارای سرمایه‌گذاری را به‌دنبال نخواهد داشت. با وجود این، سازوکارهای حاکمیت شرکتی مناسب، به کاهش تضاد منافع احتمالی بین سهامداران و اعتباردهندگان شرکت قادر است. با کاهش تضاد منافع بین سهامداران و اعتباردهندگان، شرکت‌ها به بدهی‌هایی با ریسک پایین‌تر دست یافته، هزینه تأمین مالی را کاهش داده و از این طریق کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهند. بنابراین، شرکت‌هایی با سازوکارهای حاکمیت شرکتی قوی‌تر و مناسب‌تر می‌توانند از طریق کاهش هزینه پروژه‌های سرمایه‌گذاری جدید و تسهیل فرایند دسترسی به منابع، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش دهند (چانگ و زانگ[1]، ۲۰۱۱). دوم اینکه، در پاسخ به مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران ترجیح می‌دهند تمام وجوه نقد و منابع را در پروژه‌هایی حتی با خالص ارزش فعلی منفی با دید توسعه اندازه شرکت، برای دستیابی به منافع شخصی بیشتر، مصرف کنند. به چنین نگرشی در اصطلاح «پدیده ساختن امپراطوری» گفته می‌شود. با وجود این، در صورتی که شرکت فرصت رشد کمی داشته باشد، افزایش اندازه شرکت تضاد مستقیمی با منافع سهامداران دارد (فاما و جنسن، ۱۹۸۳). مدیران به‌دلیل منفعت‌طلبی خود تمایل دارند حتی در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی تا زمانی که ضمن افزایش اندازه شرکت بر منافع شخصی آنان نیز می‌افزاید، سرمایه‌گذاری کنند که نتیجه آن بیش‌سرمایه‌گذاری است (دگریز و دی جونگ[2]، ۲۰۰۱). سازوکار حاکمیت شرکتی مناسب می‌تواند از طریق فرآهم آوردن سازوکارهای کنترلی و نظارتی مناسب در انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری، مانع از ساختن امپراطوری جدید مدیران و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی (بیش سرمایه‌گذاری) شود، تا از این طریق کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش دهد (چانگ و زانگ، ۲۰۱۱).

پیشینه تجربی

دیو، لی، لین و وانگ[3] (۲۰۱۸) دریافتند که با افزایش یکپارچگی حاکمیت مشکل کم سرمایه‌گذاری کاهش یافته و در نتیجه آن کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. همچنین استدلال کردند که رابطه بین یکپارچگی حاکمیت و کارایی سرمایه‌گذاری فقط در صنایعی که از طرف دولت سیاست‌های حمایتی دریافت می‌کنند، معنادار است. ایشان بین یکپارچگی حاکمیت و بیش‌سرمایه‌گذاری هیچ رابطه معناداری پیدا نکردند. لی، هی و کیو[4] (۲۰۱۸) طی پژوهشی در

1. Chung & Zhang
2. Degryse & DeJong
3. Du, Li, Lin & Wang
4. Li, He & Xiao

www.SID.ir

Archive of SID

بررسی اثر افشای ریسک در گزارش‌های سالیانه بر کارایی سرمایه‌گذاری استدلال کردند که با افزایش تعداد شاخص‌های افشای ریسک در گزارش تفسیری مدیریت، کارایی سرمایه‌گذاری بهبود می‌یابد. سعیدی و دستگیر[1] (۲۰۱۷) دریافتند که بین ضعف‌های کنترل داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه منفی معناداری وجود داشته و با افزایش ضعف‌های کنترل داخلی، ناکارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. چن، گوال، گودهامی و وانگ[2] (۲۰۱۷) به بررسی اهمیت نقش نوع مالکیت شرکت بر رفتارها و کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته و ادعا کردند که در شرکت‌هایی که حاکمیت شرکتی بیشتر است، کارایی سرمایه‌گذاری بالاتر است. بر اساس یافته‌های ژی و وانگ[3] (۲۰۱۶) کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند سبب بهینه‌سازی گزینه‌های سرمایه‌گذاری شده و عملکرد حاکمیت شرکتی را بهبود و قدرت بخشد و از این طریق کارایی سرمایه‌گذاری افزایش پیدا می‌کند. گوماریز و بالستا[4] (۲۰۱۴) دریافتند که کاهش عدم تقارن اطلاعاتی از طریق افزایش کیفیت گزارشگری مالی، بیش‌سرمایه‌گذاری را کاهش داده و کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد. چین[5] (۲۰۱۳) در بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری دریافت که حاکمیت شرکتی، عامل کلیدی در کنترل کارایی سرمایه‌گذاری و اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بهینه است. نصرم محمد[6] (۲۰۱۳) بر اساس پژوهشی در بورس اوراق بهادار اندونزی نتیجه گرفت که ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت تأثیر مثبت دارد. چن، چانلی و گانیا[7] (۲۰۱۳) به بررسی تأثیر مالکیت دولتی و خارجی بر کارایی سرمایه‌گذاری در ۶۶ کشور پرداختند. یافته‌های آنها اهمیت نوع مالکیت (مؤلفه‌های اثرهای مالکیت در نظام حاکمیت شرکتی) را در تعیین رفتار سرمایه‌گذاری شرکت برجسته می‌کند. چونگ، استرایس و تان[8] (۲۰۱۱) به این نتیجه رسیدند که یک نظام حاکمیت حاکمیت شرکتی خوب به تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بهتر و کاراتر منجر می‌شود. بر اساس بررسی بیدل، هیلاری و وردی (۲۰۰۸)، سازوکاری که به کاهش مشکلات خطر اخلاقی و گزینش نادرست منجر می‌شود، ضروری است. این سازوکار همان نظام حاکمیت شرکتی مناسب است که از طریق بعد شفافیت، کیفیت گزارشگری مالی را افزایش داده و کارایی سرمایه‌گذاری نتیجه آن است. بیدل و هیلاری[9] (۲۰۰۶) نشان دادند که کیفیت بالاتر اطلاعات حسابداری، عدم تقارن اطلاعاتی موجود بین افراد مطلع (آگاه) و افراد بی‌خبر (ناآگاه) را کاهش داده، موجب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری در اقلام سرمایه‌ای بر اثر رفع عیوب محتمل ناشی از گزینش نادرست و خطر اخلاقی می‌شود. آنها به این نتیجه دست یافتند که شرکت‌های دارای کیفیت بالای اطلاعات حسابداری در سرمایه‌گذاری‌های خود، دارای بازگشت سرمایه بهتر و همچنین بازدهی بالاتر هستند. بیتی، لیو و وبر[10] (۲۰۰۷) نقش کیفیت اطلاعات حسابداری در کاهش عدم کارایی سرمایه‌گذاری در شرایط وجود اطلاعات اختصاصی را بررسی کردند. آنها انتظار داشتند دستیابی به اطلاعات اختصاصی و

1. Saedi & Dastgir
2. Chen, Ghoul, Guedhami & Wang
3. Zhai & Wang
4. Gomariz & Ballesta
5. Chen
6. Nasrum
7. Chen, Chunlei & Guanyu
8. Cheung, Stouraitis & Tan
9. Biddle & Hilary
10. Beatty, Liao & Webber

www.SID.ir

Archive of SID

اعمال محدودیت‌های مستقیم بر سرمایه‌گذاری‌ها بتواند با افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش دهد. ریچاردسون[1] (۲۰۰۶) به بررسی میزان بیش‌سرمایه‌گذاری و ارتباط آن با جریان‌های نقدی آزاد پرداخت و از داده‌های ۵۸۰۵۳ سال - شرکت برای دوره زمانی ۱۹۸۸ تا ۲۰۰۲ استفاده کرد. شواهد نشان دادند که برخی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی به کاهش بیش‌سرمایه‌گذاری منجر شده و کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. کاریولا، روکا و روکا[2] (۲۰۰۵) مشکلات منتج به سرمایه‌گذاری کمتر (بیشتر) از حد را بررسی کرده و نشان دادند که تقابل تقابل بالقوه موجود میان مدیریت، مالکیت و وام‌دهندگان بر ساختار سرمایه، حاکمیت شرکتی و سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت اثر گذاشته، به افزایش اتخاذ تصمیم‌های ناکارا توسط مدیریت و انجام سرمایه‌گذاری‌های غیربهینه که هر دو از عوامل اصلی سرمایه‌گذاری کمتر و بیشتر از حد هستند، منجر می‌شود. میر و ماجلوف (۱۹۸۴) مدلی ارائه کردند که در آن، عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران، به سرمایه‌گذاری کمتر از حد منجر می‌شود. آنها نتیجه گرفتند در زمانی که شرکت به تأمین مالی برای پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت نیاز دارد و مدیران شرکت‌ها در راستای منافع سهام‌داران کنونی عمل می‌کنند، این امکان وجود دارد که حتی به قیمت صرف نظر کردن از فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود، از تأمین مالی به‌وسیله انتشار سهام به قیمت کمتر اجتناب شود. لامبرت، لیوز و ورچاییم[3] (۲۰۰۷) دریافتند که مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند بر کارایی سرمایه‌گذاری اثرگذار باشد و در صورتی که سرمایه‌گذاران پیش‌بینی کنند که مدیران می‌توانند از منابع سوءاستفاده کنند، موجبات افزایش هزینه‌های تأمین مالی را فراهم خواهند کرد. صلواتی و اسعدی (۱۳۹۶) به بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و جریان نقدی با کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند و حاکمیت شرکتی را با مؤلفه نسبت اعضای موظف، تمرکز مالکیت و نسبت مالکیت نهادی در نظر گرفتند و در نهایت دریافتند که بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری برقرار است. بادآور نهندی و تقی‌زاده خانقاه (۱۳۹۳) با بررسی ارتباط بین برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری در مراحل چرخه عمر، به‌صورت کلی به این نتیجه دست یافتند که سازوکارهای حاکمیت شرکتی به بهبود کارایی سرمایه‌گذاری کمک کرده و با افزایش میزان متغیرهای حاکمیت شرکتی، شرکت‌ها در زمینه سرمایه‌گذاری تصمیم‌های مطلوب‌تری خواهند داشت. کاشانی پور و مؤمنی یانسری (۱۳۹۱) به بررسی نقش عدم تقارن اطلاعاتی در تصمیم‌های ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان دادند که بین عدم تقارن اطلاعاتی با نسبت کل بدهی به کل حقوق صاحبان سهام، نسبت کل بدهی به کل دارایی و نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و این در حالی است که بین عدم تقارن اطلاعاتی و بدهی بلندمدت به کل دارایی، رابطه معناداری وجود ندارد.

فرضیه‌های پژوهش

تئوری اقتصاد اطلاعاتی، عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت‌های موجود در بازار سرمایه و سرمایه‌گذاران بیرونی را عامل

1. Richardson
2. Cariola, Rocca & Rocca
3. Lambert, Leuz, & Verrecchiam

www.SID.ir

Archive of SID

کلیـدی در ایجـاد پدیده بیش‌سرمایه‌گذاری می‌داند. از دید تئوری نمایندگی، وجـود رابطـه نمایندگی بین اعتباردهندگان و سهام‌داران، با حمایت مدیران از منافع سـهام‌داران و رابطه نمایندگی بین سـهام‌داران جدید و قدیمی با حمایت بیشتر مدیران از منافع سهام‌داران قدیمی، به ایجـاد پدیده کم‌سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. هنگامـی کـه شرکت دارای بدهی پرریسکی باشد، مدیرانی که از تحمل بدهی پرریسک برای تـأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری اجتنـاب کـرده و در راستای منافع سهام‌داران حرکت می‌کنند، ممکن است تصمیم‌هایی مبنی بر رد سرمایه‌گذاری‌های سودآور با خالص ارزش فعلـی مثبـت اتخـاذ کننـد که پدیده کم‌سرمایه‌گذاری را در پـی خواهد داشت (روکـا و همکـاران، ۲۰۰۵). در ایـن صـورت، شرکت از سهام‌داران جدید به‌جای اعتباردهندگان فاقد اطمینان خاطر برای تأمین مالی استفاده می‌کند. بدین صـورت، بین سـهام‌داران جدید و قدیمی تضاد منافع ایجاد شـده و سـهام‌داران جدیـد به‌دلیل آگـاه نبـودن از کیفیت واقعی سرمایه‌گذاری‌های مد نظر شرکت، خواستار اضافه ارزشی برای حفاظت خود از رفتارهای فرصت‌طلبانه بعدی می‌شوند که چنـــین عملـــی منـــافع سرمایه‌گذاری‌های با خالص ارزش فعلی مثبت را خنثی کـرده و موجب مـی‌شـود کـه ارزش شرکت کـاهش یافتـه و فرصـت سرمایه‌گذاری‌های مطلوب از دست برود. در این میان، سازوکارهای حاکمیت شرکتی می‌توانند این مشـکلات را کاهش داده و باعث کارایی سرمایه‌گذاری شوند. بر اساس مبانی نظری و تجربی موجود در ادبیـات مـالی، انحراف از سیاست‌های مطلوب سرمایه‌گذاری بهینه، افزایش هزینه‌های نمایندگی و به‌دنبال آن افزایش هزینه تأمین مالی را در پـی دارد. از طرف دیگر نبود حاکمیت شرکتی مناسب، این مسئله را شـدیدتر می‌کند (روکـا و همکـاران ۲۰۰۵). از این رو، انتظار می‌رود حاکمیت شرکتی مناسب، بتواند تصمیم‌های سرمایه‌گذاری غیرکارا را کاهش داده و به‌دنبال آن کارایی سرمایه‌گذاری به وجود آید. به بیـان دیگر، انتظار می‌رود کـه سـازوکارهای حاکمیت شرکتی با تمرکز بر افزایش کیفیت و افشای اطلاعات، مد نظر قرار دادن ابعاد مختلف مالکیت شرکت و حقوق ســـهام‌داران، همراه با ســـازوکارهای نظارتی و کنترلی بر مدیران، موجب کاهش مشکلات نمایندگی و مشـــکلات عدم تقارن اطلاعاتی شونـــد و در نهایت افزایش کارایـــی سرمایه‌گذاری‌های شرکت را به‌دنبال داشته باشند. با توجه به مطالب مطرح‌شده، فرضیه‌های پژوهش حاضر به‌شرح زیر تدوین می‌شوند:

فرضیه نخست: حاکمیت شرکتی درونی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری اثرگذار است.

فرضیه دوم: حاکمیت شرکتی بیرونی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری اثرگذار است.

روش‌شناسی پژوهش

قلمرو زمانی این پژوهش دوره نه‌ساله بین سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ و جامعه آماری شرکت‌های پذیرفتـه‌شـده در بـورس اوراق بهادار تهران هستند. روش نمونه‌برداری مبتنی بر روش حذف سیستماتیک است، بدین صورت که پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند بوده و سال مالی خود را تغییر نداده باشند. همچنین شرکت‌های مد نظر تولیدی بوده و جزء شرکت‌های مالی نظیر بانک‌ها، مؤسسه‌های بیمه و سرمایه‌گذاری نباشند. علاوه بر این، تا سال ۹۶ وقفه معاملاتی بیش از شش ماه نداشته باشند. با توجه به معیارهای بیان‌شده تعداد ۱۰۶ شرکت به‌عنوان نمونـه نهـایی پـژوهش در دوره زمـانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ برای آزمون فرضیه‌ها انتخاب شد. داده‌های جمع‌آوری‌شده بعد از طبقه‌بندی‌های لازم بر اساس متغیرهای

www.SID.ir

Archive of SID

بررسی‌شده که در نرم‌افزار اکسل انجام گرفت، با استفاده از نسخه ۹ نرم‌افزار Eviews و نسخه ۱۴ نرم‌افزار Stata تجزیه و تحلیل شدند.

متغیرها و مدل‌های پژوهش

الف) متغیر وابسته

کارایی سرمایه‌گذاری: در این پژوهش برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری، از دو مدل به شرح زیر استفاده شده است که به‌ترتیب عبارت‌اند از مدل چن و همکاران (۲۰۱۱) و مدل بیدل و هیلاری (۲۰۰۶):

مدل نخست محاسبه کارایی سرمایه‌گذاری

مدل نخست که برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری استفاده شده، مدل چن و همکاران (۲۰۱۱) است. بر اساس این رویکرد، سرمایه‌گذاری کل تابعی از رشد منفی فروش، فرصت‌های رشد، تعامل رشد منفی فروش و فرصت‌های رشد است.

رابطه ۱)
$$Inv_{i.t} = \alpha_0 + \alpha_1 Neg_{i,t-1} + \alpha_2 sales\ Growth_{i,t-1} + \alpha_3 Neg_{i,t-1} \times sales\ Growth_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

که درآن؛ $Inv_{i.t}$ (سرمایه‌گذاری کل) نسبت افزایش در دارایی‌های مشهود و نامشهود بر دارایی‌های کل، $Neg_{i,t-1}$ (رشد فروش منفی) اگر رشد فروش شرکت در سال قبل منفی باشد ۱ در غیر این صورت صفر $sales\ Growth_{i,t-1}$ (رشد فروش) درصد رشد فروش شرکت از سال t−۲ به سال t−۱، از طریق رقم محاسبه‌شده بابت سرمایه‌گذاری کل در مدل پسماندهای این معادله محاسبه می‌شود. پسماندهای مثبت (انحراف مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) بیانگر انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی یا همان سرمایه‌گذاری بیش از حد ($\varepsilon_{i,t} > 0$) و پسماندهای منفی (انحراف منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) نشانگر گذر از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت یا در واقع سرمایه‌گذاری کمتر از حد ($\varepsilon_{i,t} < 0$) خواهند بود. در این پژوهش از همه خطاهای به‌دست‌آمده از مدل که نشان‌دهنده ناکارایی سرمایه‌گذاری است قدر مطلق گرفته می‌شود. پس از قدر مطلق گرفتن از مقادیر جملات خطا با توجه به اینکه خطای بیشتر بیانگر عدم کارایی بیشتر و خطای کمتر نشان‌دهنده ناکارایی کمتر است، برای دستیابی به یک معیار اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری، معکوس مقادیر حاصل از قدر مطلق جملات خطا به‌عنوان میزان کارایی سرمایه‌گذاری لحاظ شده است.

مدل دوم محاسبه کارایی سرمایه‌گذاری

مدل دوم که برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری استفاده شده، مدل بیدل و هیلاری (۲۰۰۶) است. مبنای نظری این مدل، بر اینکه فرصت‌های رشد شرکت (GO)، باید سرمایه‌گذاری‌های جدید شرکت را توجیه کنند، استوار است. بنابراین در صورتی که فرصت‌های رشد نتوانند سرمایه‌گذاری‌ها را توضیح دهند، مقادیر خطای حاصل، ناکارایی سرمایه‌گذاری را

www.SID.ir

Archive of SID

نشان خواهند داد. در این مدل، ε_I، نشان‌دهنده آن میزان از سرمایه‌گذاری (I) است که توسط فرصت‌های رشد (GO)، توضیح داده نمی‌شود. این مقادیر خطا، ممکن است مثبت یا منفی باشد. مقادیر مثبت خطا، بیش سرمایه‌گذاری و مقادیر منفی، کم‌سرمایه‌گذاری نامیده شده است. بنابراین قرینه اندازه این مقادیر، می‌تواند شاخصی برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری باشد. در این پژوهش از دارایی‌های غیرجاری (ثابت) به‌عنوان معیاری برای اندازه‌گیری سرمایه‌گذاری‌های شرکت استفاده شده است. مدل بیدل و هیلاری (۲۰۰۶) به شرح زیر است:

$$I_x = \beta_0 + \beta_1 \times CFO/x_{t-1} + GO + \varepsilon_I \quad \text{رابطه ۲)}$$

$$GO = MTB\ , SR_{t-1}$$

که در آن، I سرمایه‌گذاری‌های شرکت؛ CFO جریان وجه نقد حاصل از عملیات؛ x معیار اندازه‌گیری سرمایه‌گذاری‌های شرکت؛ G فرصت‌های رشد شرکت؛ MTB توبین Q شاخص و SR رشد درآمد فروش در پایان سال مالی قبل است. بیدل و هیلاری (۲۰۰۶)، از معیار Q توبین یا MTB که حاصل نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌هاست، برای اندازه‌گیری فرصت‌های رشد استفاده کردند. در این پژوهش‌ها متغیر جریان‌های نقد حاصل از عملیات (CFO) نیز به‌عنوان متغیر کنترلی وارد مدل شده است.

ب) متغیرهای مستقل

عدم تقارن اطلاعاتی

برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی، دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام استفاده شده که ونکاتش و چیانگ[1] (۱۹۸۶) آن را طراحی کرده‌اند. هیلی، هیوتن و پالپو[2] (۱۹۹۹)، لوز و ورچیا[3] (۲۰۰۰)، کورمیر، سیلواین و ماری[4] (۲۰۱۳)، راوی و هانگ[5] (۲۰۱۵)، جهانگیرنیا، رهنمای رود پشتی و وکیلی فرد (۱۳۹۶) و آقایی، احمدیان و سفیدگران (۱۳۹۶) برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی از این الگو بهره گرفته‌اند. این الگو به شرح زیر است:

$$SPREAD_{i.t} = \frac{(AP - BP) \times 100}{(AP + BP) \div 2} \quad \text{رابطه ۳)}$$

که در آن، SPREAD دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، AP میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در دوره t و BP میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در دوره t است. هرچه تفاوت قیمت پیشنهادی خریدوفروش سهام عدد بزرگ‌تری باشد، حاکی از عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری است.

1. Venkatesh & Chiang
2. Healy, Hutton & Palepu
3. Leuz & Verrecchia
4. Cormier, Sylvain & Marie
5. Ravi & Hong

www.SID.ir

Archive of SID

حاکمیت شرکتی درونی

برای سنجش کیفیت حاکمیت شرکتی درونی از شاخص چندبعدی و ترکیبی حساس یگانه و سلیمی (۱۳۹۰) استفاده شده است. آنها با بررسی اجزای مدل‌های کیفیت سازوکارهای حاکمیت شرکتی در مؤسسه‌های رتبه‌بندی بین‌المللی و در سطح کشورهای مختلف، اثرهای مالکیت، شفافیت، حقوق سهام‌داران و اثربخشی هیئت مدیره را به‌عنوان ابعاد مدل انتخاب کردند. تفاوت این مدل با مدل‌های ارائه‌شده دیگر در این است که هر یک از این شاخص‌ها دارای وزن خاصی هستند که نمره نهایی کیفیت حاکمیت شرکتی (CGQ) را دقیق‌تر محاسبه می‌کند. در ایران بسیاری از پژوهشگران از جمله دیدار و همکاران (۱۳۹۶) و شعری، حساس یگانه، سدیدی و نره ئی (۱۳۹۵) برای اندازه‌گیری حاکمیت شرکتی از این مدل استفاده کرده‌اند.

رابطه ۴)
$$\begin{aligned}\mathrm{CGI} = {} & 0.034\,C_{11} + 0.050\,\mathrm{C}_{12} + 0.068\,\mathrm{C}_{13} + 0.075C_{21} + 0.038\,C_{22} \\ & + 0.109\,\mathrm{C}_{23} + 0.077\,\mathrm{C}_{31} + 0.184\,\mathrm{C}_{32} + 0.083\,\mathrm{C}_{33} + 0.058\,\mathrm{C}_{34} \\ & + 0.082\,\mathrm{C}_{41} + 0.020\,\mathrm{C}_{42} + 0.042\,\mathrm{C}_{43} + 0.087\,\mathrm{C}_{44}\end{aligned}$$

که در آن، C_{11} تمرکز مالکیت؛ C_{12} شفافیت مالکیت؛ C_{13} مالکیت سهام‌داران نهادی؛ C_{21} رویه‌های رأی‌دهی و جلسه‌های مجمع؛ c_{22} حقوق مربوط به سود تقسیمی؛ C_{23} رفتار یکسان با سهام‌داران؛ C_{31} رعایت آیین‌نامه افشای اطلاعات شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس؛ C_{32} کیفیت و کفایت افشای اطلاعات؛ C_{33} اطلاعات مربوط به حسابرسی؛ C_{34} افشاهای مربوط به پاداش اعضای هیئت مدیره؛ C_{41} ساختار و ترکیب هیئت مدیره؛ C_{42} جلسه‌های هیئت مدیره؛ C_{43} پاداش و ارزیابی عملکرد و C_{44} ساختار حاکمیتی.

حاکمیت شرکتی بیرونی

برای اندازه‌گیری کیفیت حاکمیت شرکتی بیرونی (رقابت صنایع) نیز از شاخص هرفیندال ـ هیرشمن استفاده شده است. هرچه مقدار این شاخص به عدد صفر نزدیک شود، بازار به‌سمت رقابتی شدن، میزان تمرکز کمتر و رقابت بیشتر و هر چه به عدد ۱ نزدیک شود، بازار به‌سمت انحصاری شدن، میزان تمرکز بیشتر و رقابت در صنعت حرکت می‌کند. اندازه‌گیری این شاخص به‌شرح زیر است:

رابطه ۵)
$$HHI_{j.t} = \sum_{j=1}^{n} \left(\frac{MV_{i,j,t}}{\sum_{i=1}^{I} MV_{i,j,t}} \right)^2$$

که در آن، $HHI_{j.t}$ شاخص هرفیندال ـ هیرشمن، $MV_{i,j,t}$ ارزش بازار سهام i در صنعت j در سال t است. از این شاخص در پژوهش‌های پژوهشگرانی از جمله تیرول[1] (۱۹۸۸)، گرولون و میچیلی[2] (۲۰۰۸)، گیرود و موئلر[3] (۲۰۱۱) و لیو[4] (۲۰۱۶)، استفاده شده است.

1. Tirole
2. Grullon & Michaely
3. Giroud & Mueller
4. Liu

www.SID.ir

Archive of SID

ج) متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی عبارت‌اند از:

$\boldsymbol{CASH_{i,t}}$: نسبت جمع وجوه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت شرکت i در دوره t به کل دارایی‌های شرکت در دوره t تعریف‌شده که میزان نقدینگی و توانایی سرمایه‌گذاری شرکت را نشان می‌دهد.

$\boldsymbol{SIze_{i,t}}$: اندازه شرکت است که از لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در سال t به دست می‌آید.

$\boldsymbol{MBV_{i,t}}$: نشان‌دهنده فرصت‌های رشد بوده و از نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در سال t به دست می‌آید.

$\boldsymbol{LEV_{i,t}}$: (اهرم مالی) از نسبت کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها در سال t به دست می‌آید.

$\boldsymbol{ROA_{i,t}}$: (بازده دارایی‌ها) نسبت سود عملیاتی بر کل دارایی‌ها در سال t به دست می‌آید.

$\boldsymbol{TANG_{i,t}}$: (دارایی‌های مشهود) نسبت اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات بر کل دارایی‌ها در سال t است.

$\boldsymbol{CFO_{i,t}}$ **:** نشان‌دهنده جریان‌های نقدی حاصل از عملیات است.

الگوی رگرسیونی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش

الگوی رگرسیونی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش در قالب رابطه ۶ مشاهده می‌شود.

رابطه ۶)

$$Invst_{i.t} = \beta_0 + \beta_1 Info - Asyn_{i.t} + \beta_2 CGV_{i.t} + \beta_3 Info - Asyn \times CGv_{i.t} + \beta_4 Cash_{i,t} + \beta_5 SIze_{i,t} + \beta_6 MBV_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 TANG_{i,t} + \beta_{10} CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن، $INFO - Asyn$ عدم تقارن اطلاعاتی است که مقدار عددی آن از رابطه ۳ به دست آمده است، CGV بیانگر حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی است که با استفاده از رابطه ۴ و ۵ محاسبه شده و $INFO - Asyn \times CGV$ متغیر متقابل عدم تقارن اطلاعاتی و حاکمیت شرکتی است. شایان ذکر است که در آزمون فرضیه دوم به‌جای متغیر مستقل CGV از متغیر HHI استفاده شده است.

تجزیه و تحلیل داده‌ها

انتخاب مدل و نتایج آزمون فروض رگرسیون

به‌منظور آزمون فرضیه‌ها از روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. در داده‌های ترکیبی برای انتخاب از بین داده‌های تلفیقی و داده‌های تابلویی از آزمون F لیمر استفاده شده است. بر اساس نتایج حاصل از آزمون‌های F لیمر و نیز آزمون

www.SID.ir

Archive of SID

هاسمن، مدل داده‌های تابلویی مبتنی بر اثرهای ثابت مناسب‌ترین مدل تشخیص داده شد. در برآورد پارامترهای مدل رگرسیون، آزمون فروض کلاسیک اهمیت ویژه‌ای دارد. از جمله فروض مهم کلاسیک، نبود هم‌خطی بالا بین متغیرهای مستقل، نبود خودهم‌بستگی بین جمله‌های خطا و نبود ناهم‌سانی واریانس بین باقی‌مانده‌های مدل است. به‌منظور بررسی هم‌خطی، از آزمون تورم واریانس (F) استفاده شده است. نتایج بررسی‌ها نشان می‌دهند که بین متغیرهای آزمایش‌شده هم‌خطی وجود ندارد. برای رفع مشکل ناشی از ناهم‌سانی واریانس بین جمله‌های خطای مدل که بر اساس آزمون والد تعدیل شده، مشخص شد که برای انجام تخمین مدل از روش حداقل مربعات تعدیل‌شده (EGLS) استفاده شده است.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه نخست به این صورت مطرح شده بود که وجود حاکمیت شرکتی بیرونی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است. فرضیه دوم نیز بیانگر این است که حاکمیت شرکتی درونی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است. همان‌طور که اشاره شد، در این پژوهش برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری از دو مدل چن و همکاران (۲۰۱۱) و مدل بیدل و همکاران (۲۰۰۸) استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه اول و دوم پژوهش با استفاده از مدل چن و همکاران (۲۰۱۱) در جدول‌های ۱ و ۲ آورده شده است.

جدول ۱. آزمون فرضیه نخست پژوهش از طریق مدل چن و همکاران (۲۰۱۱)
با حاکمیت شرکتی درونی و کارایی سرمایه‌گذاری

	سطح معناداری	T	خطا	ضرایب
INFO-ASY	−۰/۰۰۸	۰/۰۰۳	−۲/۷۵۷	۰/۰۰۶
CGI	۰/۰۰۴	۲/۸۵۱	۱۴/۷۹۵	۰/۰۰۱
INFO-ASY*CGI	۰/۰۰۵	۰/۰۰۲	۲/۱۰۱	۰/۰۳۵
CASH	۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	۲/۷۳۵	۰/۰۰۶
LEV	۰/۰۰۱	۰/۰۰۳	۰/۲۷۵	۰/۷۸۳
MBV	۹/۵۳۰	۷/۶۸۰	۱/۲۴۱	۰/۲۱۴
SIZE	−۰/۳۰۴	۰/۰۴۰	−۷/۶۰۱	۰/۰۰۱
ROA	۰/۰۰۱	۰/۰۰۵	۲/۶۴۳	۰/۰۰۸
TANG	−۰/۱۵۳	۰/۰۶۵	−۲/۳۶۱	۰/۰۱۸
CFO	۰/۰۲۳	۰/۰۴۹	۰/۴۸۱	۰/۶۳۰
C	۰/۳۲۳	۰/۰۶۱	۵/۲۴۲	۰/۰۰۱
AR(۱)	۰/۶۴۷	۰/۰۵۸	۱۱/۵۲۵	۰/۰۰۱
R^2	۰/۸۵۸			
دوربین واتسون	۲/۰۹۵			
آماره F	۴۳/۸۴۴			
احتمال آماره F	۰/۰۰۰۱			

www.SID.ir

Archive of SID

جدول ۲. آزمون فرضیه دوم پژوهش از طریق مدل چن و همکاران (۲۰۱۱)
با حاکمیت شرکتی بیرونی و کارایی سرمایه‌گذاری

	سطح معناداری	T	خطا	ضرایب
INFO-ASY	−۰/۰۷۹	۰/۰۲۳	−۳/۴۱۱	۰/۰۰۰۱
HHI	۸/۶۷۹	۰/۲۵۵	۳۳/۹۳۶	۰/۰۰۰۱
INFO-ASY*HHI	۰/۰۰۷	۰/۰۰۳	۲/۲۴۰	۰/۰۲۵
CASH	۰/۰۵۲	۰/۰۳۴	۱/۵۰۳	۰/۱۳۳
LEV	۰/۰۳۰	۰/۰۲۲	۱/۳۴۱	۰/۱۸۰
MBV	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۹۸۰	۰/۳۲۷
SIZE	۰/۰۲۵	۰/۰۰۶	۴/۱۷۵	۰/۰۰۰۱
ROA	۰/۰۰۵	۰/۰۰۸	۶/۴۰۹	۰/۰۰۰۱
TANG	۰/۵۲۰	۰/۳۸۰	۱/۳۶۹	۰/۱۷۱
CFO	۰/۰۸۹	۰/۰۲۹	۳/۰۶۳	۰/۰۰۲
C	۰/۳۲	۰/۰۷۱	−۴/۵۴۶	۰/۰۰۰۱
AR(۱)	۰/۲۰۹	۰/۰۶۵	۳/۲۰۱	۰/۰۰۱
R^2	۰/۷۹۵			
دوربین واتسون	۲/۱۹۴			
آماره F	۲۷/۹۹۶			
احتمال آماره F	۰/۰۰۰۱			

با توجه به نتایج برازش مدل برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم پژوهش که در جدول‌های ۱ و ۲ ارائه شده، سطح معناداری آماره F (۰/۰۰۰۱) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنادار است. آماره دوربین واتسون در این جدول‌ها بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بنابراین بین اجزای خطای مدل خودهم‌بستگی وجود ندارد. بر اساس نتایج منعکس در این جدول‌ها، ضریب متغیر CGI و HHI به‌ترتیب برابر با ۰/۰۰۴ و ۸/۶۷۹ بوده و با کارایی سرمایه‌گذاری دارای رابطه مثبت و معناداری است. این بدان معنا است که وجود حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها می‌شود. همچنین متغیر $INFO - ASY$ در سطح اطمینان ۹۵ درصد، با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معناداری دارد. این موضوع نشان می‌دهد که مطابق با مبانی نظری و بر اساس انتظارهای رایج، وجود عدم تقارن اطلاعاتی کارایی سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. با وجود این، متغیر متقابل $INFO - ASY \times CGI$ و $INFO - ASY \times HHI$ که به‌ترتیب متغیر اصلی و تعیین‌کننده نتیجه آزمون فرضیه اول و دوم پژوهش هستند، به‌ترتیب دارای ضرایب ۰/۰۰۵ و ۰/۰۰۷ بوده و با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری دارند. مفهوم برآمده از این رابطه نشان‌دهنده آن است که وجود حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر داشته و از سرمایه‌گذاری‌های ناکارا جلوگیری می‌کند. بنابراین، فرضیه اول و دوم

www.SID.ir

Archive of SID

پژوهش که به‌ترتیب مدعی هستند که حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است، تأیید می‌شوند.

برای بررسی بیشتر و تفسیر دقیق‌تر نتایج حاصل از تأثیر مثبت حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی بر کارایی سرمایه‌گذاری و همچنین برای بررسی دقیق‌تر نحوه اثرگذاری متغیر متقابل عدم تقارن اطلاعاتی و حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی، بر کارایی سرمایه‌گذاری، علاوه بر محاسبه کارایی سرمایه‌گذاری با استفاده از مدل چن و همکاران (۲۰۱۱)، از مدل بیدل و هیلاری (۲۰۰۶) نیز استفاده شده که نتایج آن در جدول‌های زیر آورده شده است.

جدول ۳. آزمون فرضیه اول پژوهش به‌کمک مدل بیدل و هیلاری (۲۰۰٦)
با حاکمیت شرکتی درونی و کارایی سرمایه‌گذاری

	سطح معناداری	T	خطا	ضرایب
INFO-ASY	-۰/۳۷۳	۰/۱۲۲	-۳/۰۴۳	۰/۰۰۲
CGI	۰/۹۲۶	۰/۰۳۲	۲۸/۴۸۶	۰/۰۰۱
INFO-ASY*CGI	۰/۲۱۷	۰/۰۷۷	۲/۷۹۶	۰/۰۰۵
CASH	۱۸/۰۱۷	۶/۶۷۰	۲/۷۰۱	۰/۰۰۷
LEV	۳/۸۱۷	۴/۴۸۸	۰/۸۵۰	۰/۳۹۵
MBV	۰/۰۴۲	۰/۰۲۳	۱/۸۳۶	۰/۰۶۶
SIZE	-۲/۵۴۵	۰/۹۲۲	-۲/۷۶۱	۰/۰۰۵
ROA	۳۱/۳۶۴	۷/۱۱۵	۴/۴۰۷	۰/۰۰۱
TANG	۸/۳۳۹	۴/۵۹۵	۱/۸۱۴	۰/۰۶۹
CFO	۱۹/۷۶۳	۱۲/۴۹۱	۱/۵۸۲	۰/۱۱۴
C	۱۶/۷۵۷	۱۱/۹۵۲	۱/۴۰۱	۰/۱۶۱
AR(۱)	۰/۳۵۲	۰/۰۷۹	۴/۴۱۵	۰/۰۰۱
R^2	۰/۶۸۵			
دوربین واتسون	۱/۸۵۹			
آمارهF	۱۵/۷۴۸			
احتمال آماره F	۰/۰۰۰۱			

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول و دوم پژوهش، زمانی که کارایی سرمایه‌گذاری با استفاده از مدل بیدل و هیلاری (۲۰۰۶) اندازه‌گیری می‌شود در جدول‌های ۳ و ۴ آورده شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود، نتایج حاصل از این مدل، نتایج به‌دست‌آمده از مدل چن و همکاران (۲۰۱۱) را تأیید می‌کند.

www.SID.ir

Archive of SID

جدول ٤. آزمون فرضیه دوم پژوهش با حاکمیت شرکتی بیرونی و کارایی سرمایه‌گذاری از طریق مدل بیدل و هیلاری (۲۰۰٦)

	سطح معناداری	T	خطا	ضرایب
INFO-ASY	-۰/۰۴۱	۰/۰۱۴	-۲/۹۳۲	۰/۰۰۳
HHI	۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	۴/۶۹۴	۰/۰۰۱
INFO-ASY*HHI	۰/۰۰۳	۵/۴۷۱	۶/۶۳۶	۰/۰۰۱
CASH	۰/۰۰۷	۰/۰۲۷	۰/۲۸۵	۰/۷۷۵
LEV	-۰/۰۱۵	۰/۰۱۲	-۱/۲۲۴	۰/۲۲۱
MBV	۰/۱۶۵	۰/۱۰۵	۱/۵۶۹	۰/۱۱۶
SIZE	-۰/۰۰۴	۰/۰۰۲	-۲/۲۰۲	۰/۰۲۷
ROA	۰/۰۰۱	۷/۹۴۱	۱/۶۵۸	۰/۰۹۷
TANG	-۰/۴۱۴	۰/۲۷۸	-۱/۴۵۸	۰/۰۳۷
CFO	۰/۰۱۶	۰/۰۱۷	۰/۹۲۰	۰/۳۵۷
C	۰/۲۲۳	۰/۰۳۷	۵/۹۱۳	۰/۰۰۱
AR(۱)	۰/۰۶۸	۰/۰۲۴	۲/۸۳۸	۰/۰۰۴
R^2	۰/۵۸۲			
دوربین واتسون	۱/۸۷۷			
آمارهF	۱۰/۰۵۵			
احتمال آماره F	۰/۰۰۰۱			

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هدف پژوهش حاضر بررسی نحوه اثرگذاری حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. نتایج آزمون فرضیه نخست پژوهش نشان دادند که در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، وجود حاکمیت شرکتی بیرونی، سرمایه‌گذاری‌های کارا را افزایش داده و مانع از سرمایه‌گذاری‌های ناکارا می‌شود. نتایج به‌دست‌آمده با نظر فاما و جنسن (۱۹۸۳) مطابق است. بنابراین بر اساس شواهد به‌دست‌آمده و مطابق با تئوری نمایندگی، وجود انواع مختلف سازوکارهای حاکمیت شرکتی، هزینه‌های نمایندگی (هزینه‌های مرتبط با مشکلاتی از قبیل اهداف متفاوت سهامداران و مدیران و عدم تقارن اطلاعاتی) را کاهش می‌دهد، زیرا وجود سیستم حاکمیت شرکتی مناسب موجب می‌شود که مدیران در دنبال کردن اهداف و منافع شخصی خود و ضرر رساندن به منافع سهامداران دل‌سرد شوند و این امر باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. با کاهش شرایط عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه با شرکت، نتیجه عملکرد مدیران به‌صورت شفاف و به‌موقع در اختیار ذی‌نفعان گذاشته می‌شود. این شرایط باعث ایجاد شرایط تصمیم‌گیری بهینه و عکس‌العمل به‌موقع ذی‌نفعان و در نهایت بالا رفتن سطح کارایی در شرکت می‌شود. بر این اساس، باید برای نظارت کافی و لازم بر تصمیم‌گیری‌های مدیران، سازوکارهای مناسب ایجاد شود. از آنجا که حاکمیت شرکتی درونی، یکی از راه‌های کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهامداران بوده و تبع آن یکی

www.SID.ir

Archive of SID

از ابزارهای قدرتمند برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی است، به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود با بازبینی آیین‌نامه حاکمیت شرکتی بورس اوراق بهادار بر اساس شاخص‌های درونی حاکمیت شرکتی موجود در پژوهش حاضر، نظام رتبه‌بندی کیفیت و اثربخشی حاکمیت شرکتی را طراحی و تدوین کنند و بر اساس این نظام کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار را رتبه‌بندی کرده و به عموم اطلاع‌رسانی کنند. زیرا به نظر می‌رسد در شرایط سیاسی و اقتصادی حاکم بر کشور، بسیاری از سهام‌داران از نظام کیفیت حاکمیت شرکتی و تأثیری که این نظام بر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری دارند، بی‌اطلاع هستند.

با توجه به تأیید فرضیه دوم پژوهش مبنی بر اینکه در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، وجود حاکمیت شرکتی بیرونی از سرمایه‌گذاری‌های ناکارا جلوگیری می‌کند، می‌توان نتیجه گرفت که رقابت در بازار محصول به‌عنوان یک سازوکار نظارتی باعث کاهش سوءاستفاده مدیریت از منابع شرکت می‌شود و سرمایه‌گذاری کارا افزایش می‌یابد. زمانی که شرکت در یک بازار رقابتی به فعالیت مشغول است، مدیران امنیت شغلی خود را در معرض خطر بیشتری می‌بینند و باید کارایی خود را بالا ببرند، زیرا سهام‌داران و ذی‌نفعان به‌دلیل وجود رقابت، کمتر از قبل می‌توانند اشتباه‌ها و ناکارآمدی مدیران را بپذیرند (بینر، اشمید و وانزنرید [1]، ۲۰۰۸). از طرفی دیگر با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، رقابت در بازار محصول، مشکلات نمایندگی و به‌تبع آن عدم تقارن اطلاعاتی را تا حد زیادی کاهش می‌دهد و شرکت‌های در صنایع کمتر رقابتی، در مقایسه با شرکت‌های فعال در صنایع رقابتی‌تر کارایی کمتری دارند. شرکت‌های موجود در صنایع بیشتر رقابتی به‌احتمال زیاد برای هم‌تراز کردن منافع مدیریت با سهام‌داران سازوکارهای حاکمیتی قوی‌تری را به‌کار می‌گیرند. رقابت در بازار محصول این انگیزه را برای مدیران ایجاد می‌کند که به شیوه کاراتری رفتار کنند. زیرا همان‌طور که بینر و همکاران (۲۰۰۸) بیان می‌کنند، رقابتی بودن بازار، ایجاد فرهنگ مؤثر و اثر بخشی حاکمیتی را تسهیل می‌کند. این امر می‌تواند از طریق افزایش شفایت در تصمیم‌گیری، افزایش کارایی مدیران، ارتقای سطح پاسخ‌گویی مدیران، واقعی شدن قیمت‌های موجود در بازار و کاهش ریسک ناشی از تصمیم‌های نادرست سرمایه‌گذاری صورت گیرد، بنابراین به‌دلیل وجود تضاد منافع بین مدیران و سرمایه‌گذاران لازم است بر سرمایه‌گذاری‌ها نظارت وجود داشته باشد تا از سرمایه‌گذاری ناکارا در جریان نقد آزاد جلوگیری شود.

نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهند که افزایش رقابت در بازار محصول، ناکارایی‌های سرمایه‌گذاری‌ها را کاهش می‌دهد و سرمایه‌گذاری‌ها به‌شکل مؤثرتر و کاراتری انجام می‌شوند، از این رو، به مدیران سطح بالا و اعضای هیئت مدیره پیشنهاد می‌شود تا با در نظر گرفتن عوامل نظارتی در بازار و رقابت در بازار محصول با اتخاذ تصمیم‌های مناسب در خصوص کاهش سرمایه‌گذاری‌هایی که به‌صورت ناکارا انجام می‌شود، اقدام‌های لازم را انجام دهند. همچنین به تحلیلگران مالی و سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که هنگام تحلیل شرکت‌ها، احتمال ناکارایی سرمایه‌گذاری را در آن دسته از شرکت‌هایی که بازار محصول آنها در شرایط رقابتی نیست، در نظر داشته باشند.

با توجه به نتایج و یافته‌های این پژوهش که نشان‌دهنده نقش پررنگ حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی بر رابطه

1. Beiner, Schmid & Wanzenried

www.SID.ir

Archive of SID

عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری است، به سازمان بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان یک نهاد نظارتی در سازمان بورس ایران پیشنهاد می‌شود به‌منظور جهت‌دهی بازار به‌سمت کارایی، راهکارهای جدید و عملی اتخاذ کند تا از این طریق از وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران جلوگیری کند.

پیشنهادها برای پژوهش‌های آتی

نتایج حاصل از این پژوهش در بین صنایع مختلف بورس و با استفاده از روش‌های دیگر محاسبه کارایی سرمایه‌گذاری و حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی برای گروه‌بندی شرکت‌ها و نیز سنجه‌های دیگری از عدم تقارن اطلاعاتی قابل بررسی دقیق‌تر است.

منابع

آقایی، محمدعلی؛ احمدیان، وحید؛ سفیدگران، میرسعید (۱۳۹۶). تأثیر پیچیدگی و پویایی محیطی بر رابطه مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی، *مجله علمی پژوهشی دانش حسابداری*، ۴ (۴)، ۱-۲۲.

بادآور نهندی، یونس؛ تقی‌زاده خانقاه، وحید (۱۳۹۳). ارتباط بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری در مراحل چرخه عمر. *مجله علمی پژوهشی دانش حسابداری*، ۵ (۱۸)، ۱۱۳- ۱۳۴.

تهرانی، رضا؛ عسگر، نوربخش (۱۳۸۵). *مدیریت سرمایه‌گذاری*. تهران. انتشارات نشر نگاه دانش.

ثقفی، علی؛ عرب مازار یزدی، مصطفی (۱۳۸۹). کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۴(۶)، ۱-۲۰.

جهانگرنیا، حسین؛ رهنمای رود پشتی، فریدون؛ وکیلی فرد، حمیدرضا (۱۳۹۶). تأثیر کیفیت افشای رویه‌های حسابداری انتقادی بر عدم تقارن اطلاعاتی، *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت*، ۱۰ (۳۳)، ۱-۲۲.

حساس یگانه، یحیی؛ سلیمی، محمدجواد (۱۳۹۰). مدلی برای رتبه‌بندی حاکمیت شرکتی در ایران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۸ (۳۰)، ۱-۳۵.

دیدار، حمزه؛ منصورفر، غلامرضا؛ زارع، الهام (۱۳۹۶). بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر کیفیت افشا با تأکید بر نقش تعدیل‌کننده رقابت بازار محصول در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۹(۱)، ۹۷- ۱۱۸.

شعری آناقیر، صابر؛ حساس یگانه، یحیی؛ سدیدی، مهدی؛ نره‌ئی، بنیامین (۱۳۹۵). ارتباط حاکمیت شرکتی و ابعاد آن با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۳(۵۲)، ۹- ۳۶.

صفری گرایلی، مهدی؛ بالارستاقی، عالیه (۱۳۹۴) بررسی عوامل مؤثر بر کیفیت حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۲(۴۷)، ۹۳- ۱۱۲.

صلواتی، سمانه‌السادات؛ اسعدی، عبدالرضا (۱۳۹۶). بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و جریان نقدی با ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، *مجله دانش سرمایه‌گذاری*، ۶(۲۴)، ۱۸۷- ۲۰۲.

www.SID.ir

Archive of SID

عرب صالحی، مهدی؛ اشرفی، مجید (۱۳۹۰). نقش ذخایر در تعیین حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۳(۳)، ۷۵-۹۴.

کاشانی‌پور، محمد؛ مؤمنی یانسری، ابوالفضل (۱۳۹۱). بررسی نقش عدم تقارن اطلاعاتی در تصمیم‌های ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۴(۱۴)، ۴-۲۰.

نیکبخت، محمدرضا؛ طاهری، زهرا (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۱(۱)، ۱۰۹- ۱۲۶.

References

Aghaei, M. A., Ahmadian, V., & Sefidgaran, M. S (2017). Effect of complexity and environmental dynamics on the relationship between profit management and information asymmetry. *Quartely Journal of Financial Accounting*, 4(4), 1-21. (*in Persian*)

Allen, F.J., & Gale, D. (2000). *Corporate Governance and Competition, Corporate Governance Theoretical and Empirical Perspectives*. Cambridge University Press, Cambridge.

Arabsalehi, M., & Ashrafi, A. (2011). The role of cash reseves in determining investment – cash flow sensitivity of listed companies in TSE. *Journal of Financial Accounting Researches*, 3(3), 75-94. (*in Persian*)

Badavar Nahandi, Y., Taghizadeh Khangah, V. (2014). The relationship between some corporate governance mechanismsand investment efficiency in life cycle stages. *Journal of Accounting Knowledge,* 18(5), 113-140. (*in Persian*)

Beatty, A., Liao, S., & Webber, J. (2007*). The Effect of Private Information and Monitoring on the Role of Accounting Quality in Investment Decisions*. Available in: www.TDP.com.

Beiner, S., Schmid, M. & Wanzenried, G. (2008). Product Market Competition, Managerial Incentives, and Firm Valuation*. European Financial Management,* 5(1), 79-95.

Biddle, G., & Hilary, G (2006). Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment. *The Accounting Review*. 81(5), 963-982.

Biddle, G., Hilary, G., Verdi, R. (2008). How Does Financial Reporting Quality Improve Investment Efficiency? *Journal of Accounting and Economics,* 48(2-3), 112-131.

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

Cariola, A., La Rocca, M., & La Rocca, T. (2005). Overinvestment and underinvestment problems: determining factors, consequences and solutions. *Working Paper,* University of Calabria.

Chen, F., Hope, O., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*, 48 (2), 112-131.

www.SID.ir

Archive of SID

Chen, L., Chunlei, L., & Guanyu, W (2013). Financial constraints, investment efficiency and corporate governance. Empirical evidence from China, Service Systems and Service Management (ICSSSM). *10th International conference*.

Chen, R., El Ghoul, S., Guedhami, O., & Wang, H (2017). Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations. *Journal of Corporate Finance,* 42, 408-421.

Chen, W.J. (2013). Can Corporate Governance Mitigate the Adverse Impact of Investor Sentiment on Corporate Investment Decisions? Evidence from Taiwan . *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(2), 705-836.

Cheung, Y., Stouraitis, A., & 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.

Cormier, D., Sylvain, H., & Marie, L (2013). The incidence of earnings management on information asymmetry in an certain environment: Some Canadian evidence. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 22(6), 26– 38.

Degryse, H., & De Jong, A. (2001). Investment spending in the Netherlands: Asymmetric information or managerial discretion*? Working Papers of Department of Economics,* Leuven ces0114, KU Leuven, Faculty of Economics and Business (FEB), Department of Economics, Leuven.

Didar, H., Mansourfar, G. R., & Zare, E. (2016). Investigating the effect of corporate governance quality on disclosure quality, emphasizing the moderating role of product market competitiveness in the companies accepted in Tehran Stock exchange. *Journal Financial Accounting Research,* 9(1), 97-118. (*in Persian*)

Du, J., Li, W., Lin, B & Wang, Y (2018). Government integrity and corporate investment efficiency. *Journal of Accounting Research*, 11(3), 213-232.

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

Fazzari, S., Hubbard, R, G., & Petersen, B. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brooking Papers on Economic Activity*. 19(2), 141-195.

Giroud, X., & Mueller, H.M. (2011). Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices. *Journal of Finance*, 66(7), 563-600.

Gomariz, M. F. C., & Ballesta, J. P. S. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 40, 494-506.

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

www.SID.ir

Archive of SID

Grullon, G., & Michaely, R (2008). Corporate payout policy & product market competition. Dol: 10.2139/ssrn.972221. In *AFA 2008 New Orleans meetings paper*.

Hassas Yeganeh, Y., Salimi, M. J. (2010). A model for ranking corporate governance in Iran. *Journal Emprical Studies On Financial Accounting,* 8(30), 1-35. (*in Persian*)

Healy, P., Hutton, A., & Palepu, A. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding increase in disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 16(5), 485-520.

Jahangirnia, H., Rahnamaei Roudposhti, F., Vakili Fard, R. (2012). Effect of the quality of disclosure of critical accounting procedure on information asymmetry. *Journal Management Accounting*, 10(33), 1-12. (*in Persian*)

Kashanipour, M., Moumeni Yanseri, A. (2011). Investigatian of role of information asymmetry in decision structure decisions of companies adopted in Tehran stock exchange. *Quarterly Review of Accounting and Accounting Studies*, 4(14), 4-20. (*in Persian*)

Lai, SH. M., & Liu, CH. L (2017). Management characteristics and corporate investment efficiency. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics,* 25(3-4), 295-312.

Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchiam, R. E. (2007). Accounting information ،disclosure ،and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 385- 420.

Leuz, C., & Verrecchia, R.E. (2000). The economice consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research,* 38(2), 313-328.

Li, Y., He, J., & Xiao, M (2018). Risk disclosure in annual reports and corporate investment efficiency. *International Review of Economics and Finance*, 11(8), 1-14.

Liu, J. (2016). *Two Essays on Information Asymmetry and Agency Effects*. (Doctoral dissertation), The George Washington University.

Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation pf shares. *Journal of Business*, 34(4). 411-433.

Myers, S.C., & 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.

Nikbaakht, M. R., & Taheri, Z. (2014). Investigating the rwlationship between corporate governance and systematic risk. *Journal of Accounting and Auditing Reviw*, 21(1), 109-126. (*in Persian*)

Ravi, R., & Hong, Y. (2015). Information asymmetry around S & P 500 index changes. *Review of accounting and finance*, 14(2), 106-127.

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

www.SID.ir

Archive of SID

Sadat Salavati, S., Asadi, A. (2017). Investigatian of relationship between corporate governance and cash flow with firms investment efficiency. *Journal Management System,* 6(24), 187-202. (*in Persian*)

Saedi, R., & Dastgir, M. (2017). The effect of internal control weakness on investment efficiency of companies listed in Tehran stock exchange. *International Journal of Finance and Managerial Accounting,* 2(7), 34-42.

Safari Grayeli, M., & Balarastaghi, A. (2016). Factors affecting the quality of corporate governance in listed companies in Tehran stock exchange. *Empirical Studies in Financial Accounting Quarterly*, 47(12), 93-112. (*in Persian*)

Saghafi, A., Arabmazar Yazdi, M. (2011). Financial reporting quality and investment inefficiency. *Journal of Financial Accounting Researches*, 2(4), 1-20. (*in Persian*)

Sheri Anagir, S., Hassas Yeganeh, Y., Sadidi, M., & Narei, B. (2017). Relationship between corporate governance and its dimensions with investment performance of companies accepted in Tehran stock exchange. *Journal Emprical Studies On Financial Accounting,* 13(52), 9-36. (*in Persian*)

Stein, J. (2003). Agency, information and corporate investment," Handbook of the Economics of Finance. *in: G.M. Constantinides & M. Harris & R. M. Stulz (ed.), Handbook of the Economics of Finance, (1th Ed.)* volume 1, chapter 2, pages 111-165 Elsevier.

Tehrani, R., Nourbakhsh, A. (2005). *Tehran investment management*, Knowledge Glancce Publications. (*in Persian*)

Tirole, J. (1988). *The Theory of Industrial Organization.* MIT Press: Cambridge, Mass.

Venkatesh, P., & Chiang, R. (1986). Information Asymmetry and the Dealer â€TM s Bid-Ask Spread: A Case Study of Earnings and Dividend Announcements. *Journal of Finance*, 41(5), 1089–1102.

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

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

Zhai, J., & Wang, Y (2016). Accounting information quality, governance efficiency and capital investment choice. *China Journal of Accounting Research*, 9(4), 251-266.

www.SID.ir