

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

## ارتباط حاکمیت شرکتی و ابعاد آن با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

\* صابر شعری آناقیر

\*\* یحیی حساس یگانه

\*\*\* مهدی سدید

\*\*\*\* بنیامین نره‌ئی

### 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 می‌باشند، کمک می‌کند. ارکان مدیریتی با اتخاذ تصمیماتی مطلوب درباره سرمایه‌گذاری‌های بهینه، نقشی حیاتی در استفاده از منابع ایفا می‌کند. سیاست‌های ناکارآمد سرمایه‌گذاری می‌تواند نتیجه حاکمیت شرکتی ضعیف باشد. به عبارتی دیگر، حاکمیت شرکتی عاملی کلیدی نظارتی و کنترلی در مدیریت کارآمد و کارایی سرمایه‌گذاری است. هدف این پژوهش، تحلیل ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون خطی چند متغیره به روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی (EGLS) استفاده شد. برای دستیابی به اهداف پژوهش، نمونه‌ای متشکل از ۱۳۸ شرکت به روش غربال‌گری، در طی سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۹۳ انتخاب گردید. ارزیابی حاکمیت شرکتی و ابعاد آن شامل شفافیت، اثربخشی هیات‌مدیره، حقوق سهامداران و اثرات مالکیت بر اساس طیف متنوعی از شاخص‌ها (۹۳ شاخص) بر مبنای مدل رتبه‌بندی ارائه شده از سوی حساس یگانه - سلیمی (۱۳۹۰) و سنجش کارایی سرمایه‌گذاری بر اساس مدل ریچاردسون (۲۰۰۶) صورت گرفت. به طور کلی، نتایج پژوهش نشان می‌دهد حاکمیت شرکتی و ابعاد آن، اثر مثبت و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارند  
**واژگان کلیدی:** کارایی سرمایه‌گذاری، حاکمیت شرکتی، ابعاد حاکمیت شرکتی.

\* دانشیار، عضو هیات علمی دانشگاه علامه طباطبائی

\*\* استاد، عضو هیات علمی دانشگاه علامه طباطبائی

\*\*\* استادیار، عضو هیات علمی دانشگاه علامه طباطبائی

\*\*\*\* دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی (نویسنده مسئول) b.narrei@gmail.com

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۱۰/۲۲

تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۸/۲۴

## 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 پژوهش‌هایی در راستای حاکمیت شرکتی را ضروری می‌سازد.

به طور کلی، حاکمیت شرکتی عملی اخلاقی با گستره سازمانی 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 کارایی آن صورت گیرد. بسط و توسعه سرمایه‌گذاری‌های کارا با فراهم 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

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 فراهم می‌کند تا به جای تامین منافع سهامداران، در راستای منافع خود عمل کنند (لیائو ۲۰۱۱). مدیران، اطلاعاتی را که منفعی 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 کارایی سرمایه‌گذاری را برای شرکت در پی نداشته باشد (مولر و پيو ۲۰۰۷). مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، میزان انحراف از تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و رفع مشکلات نمایندگی کاهش می‌دهند (بیل، 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 کارا تر از منابع تشویق کند (سرور، ولی، سمیول و آشکور ۲۰۱۶). بنابراین، پیش-بینی می‌شود مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در کنترل کارایی 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 کارایی 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 سال ۱۳۸۷ برای شرکت‌های بورس 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 کارایی سرمایه‌گذاری رابطه‌ای دارد؟ در ادامه این پژوهش پس از بررسی مبانی نظری و پیشینه

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 حالی که سرمایه‌گذاران از چنین فرصت‌هایی اطلاع کافی ندارند. از این‌رو، شرکت‌ها ممکن است نتوانند پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت را تامین مالی کنند و دچار کم‌سرمایه‌گذاری شوند. فرضیه دیگر، 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 طرح‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که برای شرکت ارزش آفرینی کند؛ طرح‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت پذیرفته و طرح‌هایی 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 طرح‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری کند (وردی ۲۰۰۶؛ بیدل، هیلاری و وردی ۲۰۰۹). به علاوه، کارایی سرمایه‌گذاری یا سرمایه‌گذاری در حد بهینه مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن به بیش از حد مطلوب انجام شده جلوگیری شود و از دیگر سو، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارند هدایت شود (عرب‌صالحی، امیری و کاظمی‌نوری، ۱۳۹۳).

دو معیار نظری برای تعیین کارایی سرمایه گذاری وجود دارد اول اینکه، اگر یک شرکت تصمیم به تأمین مالی بگیرد، هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه گذاری 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 سرمایه گذاری ناکارا نمایند. معمولاً، انتخاب پروژه‌های نامناسب شرکت را به سمت بیش سرمایه گذاری سوق می‌دهد (استین، ۲۰۰۳). دوم اینکه، یک شرکت نیاز دارد برای تأمین مالی فرصت‌های سرمایه گذاری، 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 پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت صرف نظر نمایند که چنین اقدامی به کم سرمایه گذاری منجر می‌شود (عرب صالحی، امیری و کاظمی نوری، ۱۳۹۳).

سرمایه گذاری غیربهبه 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 تأمین مالی و سرمایه گذاری مستقل از یکدیگر نیستند و نقایص بازار سرمایه، از قبیل عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی ناکارایی سرمایه گذاری؛ بیش - سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری را به وجود می‌آورند. با وجود این مسائل، همه طرح‌ها با خالص ارزش فعلی مثبت پذیرفته نمی‌شوند (کم سرمایه گذاری) و برخی از طرح‌ها با خالص ارزش فعلی منفی رد نمی‌شوند (بیش سرمایه گذاری)، در نتیجه کارایی سرمایه - گذاری به وجود نمی‌آید. فرآیند بیش سرمایه گذاری ممکن است به دلیل وجود تضاد منافع بین مدیران و سهامداران رخ دهد. زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد و مکانیزم‌های همسوئی منافع سهامداران و مدیران کاملاً کارا نباشد، مدیران ممکن است مازاد جریان نقدی لازم برای تأمین مالی پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت (جریان‌های نقدی آزاد) را در طرح‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی با هدف افزایش منافع خود سرمایه گذاری کنند که این اقدام به بیش سرمایه گذاری 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

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 کارایی 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 بدهی‌هایی با ریسک پائین‌تر دست یافته، هزینه تامین مالی را کاهش یافته و از این طریق کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد. چنین کاهش 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، شرکت‌هایی با مکانیزم‌های حاکمیت-شرکتی مناسب‌تر می‌توانند کارایی 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 جوه نقد را در پروژه‌هایی حتی با خالص ارزش فعلی 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 پروژه‌هایی که موجب افزایش اندازه شرکت شده و بر ارزش شرکت و ثروت سهامداران تأثیری ندارد، سوق داده شود. اساساً مدیران به دلیل منفعت طلبی خود تمایل دارند حتی در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی تا زمانی که ضمن افزایش اندازه شرکت بر منافع شخصی آنان می‌افزاید، سرمایه‌گذاری کنند که نتیجه آن بیش سرمایه‌گذاری است (دگریز و دی‌جونگ ۲۰۰۱). مکانیزم

حاکمیت شرکتی مناسب می‌تواند از طریق فراهم آوردن مکانیزم‌های نظارتی و کنترلی 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 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 کارایی 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 سرمایه‌گذاران را تا حدی کاهش دهد. از این‌رو، هزینه‌های انتخاب ناسازگار با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی کاهش یافته و در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری بهبود می‌یابد. چن، چانلی و گانیا (۲۰۱۳) به بررسی تاثیر مالکیت دولتی و خارجی بر کارایی سرمایه‌گذاری در ۶۶ کشور پرداختند. یافته‌های آنها اهمیت نوع مالکیت (مؤلفه‌ی اثرات مالکیت در نظام حاکمیت شرکتی) را در تعیین رفتار سرمایه‌گذاری شرکت برجسته می‌کند. چونگ، استرایتس 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 کارایی 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

است که از طریق بُعد شفافیت، کیفیت گزارشگری مالی را افزایش داده و کارایی سرمایه‌گذاری را محصل آن می‌باشد. ریچاردسون (۲۰۰۶) در پژوهشی دریافت که برخی از ساز و کارهای نظام حاکمیت شرکتی منجر به کاهش بیش سرمایه‌گذاری شده و باعث کارایی 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 کارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت بهبود می‌یابد. بادآورنهدی و تقی‌زاده خانقاه (۱۳۹۳) با بررسی ارتباط بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری در مراحل چرخه عمر، به صورت کلی به این نتیجه دست یافتند که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی به بهبود کارایی 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 ناکارایی 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 اعتبار دهندگان و تضاد منافع بین سهامداران و مدیران منجر به بیش سرمایه‌گذاری 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 بیش سرمایه‌گذاری می‌داند. از دید تئوری نمایندگی، رابطه نمایندگی بین سهامداران و اعتبار دهندگان 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 کم سرمایه‌گذاری 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

ارزش فعلی مثبت اتخاذ نمایند که پدیده کم سرمایه گذاری 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 فرصت طلبی مدیران و سهامداران می شوند و در نتیجه ممکن است سرمایه گذاری های سودآور با توجه با ساختار سرمایه و هزینه های بالای بدهی پذیرفته نشوند (روکا، کاریولا و الویرا ۲۰۰۷). در این حالت، شرکت برای تامین مالی از سهامداران جدید به جای اعتباردهندگان فاقد اطمینان خاطر استفاده می کند. بدین طریق تضاد منافع بین سهامداران جدید و قدیمی به وجود آمده و به دلیل ناآگاهی سهامداران جدید از کیفیت واقعی سرمایه گذاری های مد نظر شرکت، آنها خواستار اضافه ارزشی برای حفاظت خود از رفتارهای فرصت طلبانه بعدی می شوند. که چنین عملی منافع سرمایه گذاری هائی با خالص ارزش فعلی مثبت را خنثی و در نتیجه موجب کاهش ارزش شرکت و رد سرمایه گذاری های مطلوب خواهد شد.

همان طوری که در مطالب قبلی عنوان شد، عدم تقارن اطلاعاتی و مسائل نمایندگی باعث به وجود آمدن مسأله بیش (کم) سرمایه گذاری می شود. سوال قابل مطرح این است که چه عاملی می تواند این مسائل را کاهش دهد و باعث کارایی سرمایه گذاری شود. در مبانی نظری مربوط، مکانیزم های حاکمیت شرکتی برای کارا شدن سرمایه گذاری های شرکت وجود دارند. این مبانی بیان می کند که انحراف از سیاست های مطلوب سرمایه گذاری بهینه، افزایش هزینه های نمایندگی و به دنبال آن افزایش هزینه تامین مالی را به دنبال دارد. از طرفی دیگر نبود حاکمیت شرکتی مناسب، این مسأله را حادتر می کند. از این رو، انتظار می رود حاکمیت شرکتی، بتواند تصمیمات سرمایه گذاری غیر بهینه را کاهش داده و به دنبال آن کارایی سرمایه گذاری به وجود آید (روکا، کاریولا و الویرا ۲۰۰۷).

با توجه به مباحث مطرح شده، انتظار می رود مکانیزم های حاکمیت شرکتی با تمرکز بر افزایش کیفیت و افشای اطلاعات، مدنظر قرار دادن حقوق سهامداران و ابعاد مختلف مالکیت شرکت، همراه با مکانیزم های نظارتی و کنترلی بر مدیران، موجب کاهش مشکلات ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی و نمایندگی شود و در نهایت افزایش کارایی سرمایه گذاری های 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 می رود

حاکمیت شرکتی، کارایی سرمایه‌گذاری را به دنبال داشته باشد. بنابراین، همان‌طور که بیان شد این پژوهش به دنبال بررسی ارتباط بین ابعاد حاکمیت شرکتی و کارایی 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 فرضیه‌هایی به صورت زیر است:

- فرضیه ۱: بین شفافیت و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه ۲: بین اثربخشی هیات‌مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه ۳: بین حقوق سهامداران و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه ۴: بین اثرات مالکیت و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه ۵: بین حاکمیت شرکتی و کارایی 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 بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری شرکت‌های نمونه از پسماندهای مثبت و منفی مدل مذکور است. از قرینه مجموع قدر مطلق پسماندهای مدل برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود. هرچه حاصل به صفر نزدیکتر باشد سرمایه‌گذاری کارا تر 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.

سپس در گام 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 کارایی سرمایه گذاری، 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 اوراق بهادار 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 بر گرفته 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 شرکت‌هایی 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 (مشکل از ۱۳۸ شرکت) انتخاب شدند. این شرایط عبارت‌اند از:

- ۱) گزارش‌های سالانه و اطلاعات مورد نیاز آنها برای محاسبه متغیرهای تحقیق برای دوره زمانی ۱۳۹۳-۱۳۸۷ 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.

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 گزارش‌های 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 سرمایه‌گذاری داده‌های سال ۱۳۸۶ نیز لازم بود که جمع‌آوری گردید.

### تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

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

$$\text{INVEST}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{GROWTH}_{i,t-1} + \beta_2 \text{LEVERAGE}_{i,t-1} + \beta_3 \text{CASH}_{i,t-1} + \beta_4 \text{Ln}(\text{AGE})_{i,t-1} + \beta_5 \text{Ln}(\text{SIZE})_{i,t-1} + \beta_6 \text{STOCK RETRUN}_{i,t-1} + \beta_7 \text{INVEST}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

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) بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری 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:

ارتباط حاکمیت شرکتی و ابعاد آن با کارایی سرمایه گذاری ... ۱۳

$$\text{StockRetrun}_{i,t}(\text{or } R_{i,t}) = [(1+x+y)P_{i,t} - P_{i,t-1} - yP_{n,i} + \text{DPS}] / P_{i,t-1} - yP_{n,i}$$

رابطه (۱):

که در مدل (۱) و رابطه (۱):

متغیر	تعریف عملیاتی متغیرهای مدل ریچاردسون و بازده سهام
$Invest_{i,t}$	سرمایه گذاری جدید شرکت $i$ در دوره $t$ است که از طریق خالص جریان های نقد حاصل از فعالیت های سرمایه گذاری محاسبه می شود و بر کل دارائی های ثابت اول دوره تقسیم می شود تا اثر خطا از بین رود.
$Growth_{i,t-1}$	فرصت سرمایه گذاری شرکت $i$ در دوره $t-1$ است که فرصت های رشد شرکت باید سرمایه گذاری های 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 می شود.
$Lverage_{i,t-1}$	اهرم مالی: نسبت کل بدهی به کل دارائی های شرکت $i$ در دوره $t-1$ را نشان می دهد و بیانگر میزان توانائی شرکت در بازپرداخت بدهی ها است
$Cash_{i,t-1}$	نسبت جمع وجوه نقد و سرمایه گذاری کوتاه مدت شرکت $i$ در دوره $t-1$ به کل دارائی های شرکت در دوره $t-1$ ، تعریف شده که میزان نقدینگی و توانائی سرمایه گذاری شرکت را نشان می دهد
$Ln(Age)_{i,t-1}$	سن: لگاریتم سال های پذیرش نماد شرکت $i$ در دوره $t-1$
$Ln(Size)_{i,t-1}$	لگاریتم کل دارائی های شرکت $i$ در دوره $t-1$ است. اندازه شرکت عامل مهمی است که سیاست بدهی شرکت ها و در نتیجه ریسک شرکت ها را تحت تاثیر قرار می دهد
$StockRetrun_{i,t-1}$	بازده سالانه سهام شرکت $i$ در دوره $t-1$ است
$Invest_{i,t-1}$	بیانگر سرمایه گذاری شرکت $i$ در دوره $t-1$ است
$\epsilon_{i,t}$	باقی مانده رگرسیون در شرکت $i$ برای دوره $t-1$ (جمله خطا) که نشان دهنده آن میزان از سرمایه گذاری که توسط فرصت رشد ( $Growth$ ) توضیح داده نمی شود.
$\beta_i$	ضریب متغیرهای مدل (که $\beta_0$ برابر با مقدار ثابت (عرض از مبدا) مدل) است
$StockRetrun_{i,t}(\text{or } R_{i,t})$	بازده سالانه سهام
$x$	درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته ها 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 ۱۰۰۰ ریالی) شرکت $i$
$DPS$	سود نقدی هر سهم

در مدل (۱) لازم است علاوه بر معنی داری مدل، ضریب متغیر  $Growth$  نیز معنی دار محاسبه شود. بر اساس مطالعات انجام شده (تهرانی و حصارزاده ۱۳۸۸؛ بیدل و هیلاری

۲۰۰۶؛ فازاری، هویارد و پیترسون ۱۹۸۸؛ وردی ۲۰۰۶؛ عرب‌صالحی، امیری و کاظمی - نوری (۱۳۹۳) جهت اندازه‌گیری سرمایه‌گذاری‌های جدید شرکت از پنج معیار و فرصت‌های رشد از دو معیار استفاده 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 کاظمی نوری 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 حسابداری و ... است (صفری گرایی، بالارستاقی ۱۳۹۴). اما در این پژوهش عوامل اثرگذار مورد بررسی قرار نمی‌گیرند بلکه ارتباط حاکمیت شرکتی و ابعاد آن که با شاخص‌های متعددی ارزیابی می‌شوند با کارایی سرمایه‌گذاری 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 شاخص‌های متعددی (۹۳ شاخص) 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، ۲۹ شاخص؛ 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.

رابطه (۲):

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

که در رابطه (۲):

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

$W_j$  ضریب اهمیت شاخص  $j$  در مدل.

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

متغیرهای کنترلی: برای کنترل تاثیر عوامل شناخته شده 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 (گرنندی و لی ۲۰۱۰؛ ریچاردسون ۲۰۰۶) علاوه بر آن میزان جریان‌های نقدی بر سطح 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 دارایی‌ها 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 کیوتوین به عنوان نماینده فرصت سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود (ریچاردسون ۲۰۰۶؛ پلک و ساپینزا ۲۰۰۹؛ چن و یو ۲۰۰۰). کیوتوین نسبت بین ارزش بازار و ارزش جایگزینی کل دارایی‌ها است. به دلیل در دسترس نبودن ارزش جایگزینی، از ارزش دفتری به جای آن استفاده می‌شود. و از حاصل جمع ارزش بازار سهام عادی (تعداد سهام ضربدر قیمت سهام در پایان سال) با ارزش دفتری بدهی تقسیم بر ارزش دفتری دارایی محاسبه گردید. در نهایت اندازه شرکت کنترل می‌شود که از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت محاسبه شد (ریچاردسون ۲۰۰۶؛ وی‌جیوچن ۲۰۱۳)

#### مدل پژوهش

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

$$\text{EF-INVEST}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{CGI}_{i,t} + \beta_2 \text{CF}_{i,t} + \beta_3 \text{Tobin's } Q_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

در مدل (۲)،  $\text{EF-INVEST}_{i,t}$ ؛ کارائی سرمایه‌گذاری شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ ، که با استفاده از مدل ریچاردسون (۲۰۰۶) - مدل (۱) سنجیده می‌شود.  $\text{CGI}_{i,t}$ ؛ نشان‌دهنده حاکمیت شرکتی و ابعاد چهارگانه آن در شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ ، که از طریق مدل حساس‌یگانه و سلیمی سنجیده می‌شود.  $\text{CF}_{i,t}$ ؛ جریان نقدی شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ ،  $\text{Tobin's } Q_{i,t}$ ؛ فرصت سرمایه‌گذاری شرکت  $i$  در پایان سال  $t$  و  $\text{SIZE}_{i,t}$ ؛ 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 دانش‌افزایی 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 بازرسی قانونی و گزارش‌ها و اطلاعیه‌های دوره‌ای اعلام شده شرکت‌ها به بورس جمع‌آوری 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](http://www.rdis.ir)) و همچنین از نرم‌افزار آرشو خبری شرکت تدبیر پرداز و ره‌آورد نوین، به صورت دستی و سیستمی استخراج شده است.

### تحلیل داده‌ها

#### آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۱ ارائه شده است. با مقایسه ضریب تغییرات متغیرهای مستقل با متغیر وابسته کارائی سرمایه‌گذاری، مشخص می‌شود کارائی سرمایه‌گذاری 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.

ارتباط حاکمیت شرکتی و ابعاد آن با کارایی سرمایه گذاری .... ۱۷

بنابراین کارایی سرمایه گذاری تحت تاثیر عوامل دیگری است. که در این پژوهش به آنها متغیرهای کنترلی گفته می شود. از میان متغیرهای کنترلی جریان نقد بیشترین پراکندگی (کمترین ثبات و پایداری) را طی دوره پژوهش نشان می دهد. در مقابل اندازه شرکت کمترین پراکندگی را دارد.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	میانگین	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	ضریب تغییرات (%)	
کارایی سرمایه گذاری - وابسته	EF-INVEST	-۰/۰۴۵	-۰/۰۰۱	-۰/۰۲۱	۰/۰۳۴	۱۷۵/۶
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
اثر بخشی هیات - مستقل	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
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 می شود. جهت آزمون اینکه پسماندها در میان مقاطع همبسته هستند یا خیر، از آزمون استقلال مقطعی پسران استفاده می گردد. آماره

۱. با توجه به نحوه محاسبه کارایی سرمایه گذاری که داده‌هایی منفی به وجود می آید و ضریب تغییرات برای داده‌های مثبت تعریف می شود، برای محاسبه ضریب تغییرات کارایی سرمایه گذاری، کفایت 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).

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<sup>۱</sup> برای متغیر وابسته‌ی کارائی سرمایه‌گذاری<sup>۲</sup> بیانگر وابستگی مقطعی نبود ( $p\text{-value} = 0/8636 > 0/05$ ) 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<sup>۳</sup>؛ ایم، پسران، شیم<sup>۴</sup>؛ و هادری<sup>۵</sup> (استفاده از سه آزمون به منظور افزایش قابلیت اتکاء نتایج آماری) در نرم افزار ای‌ویوز<sup>۶</sup> 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 از 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) به وجود 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 پدرونی 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

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، داده‌هایی 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  $2/004$  و سطح معناداری  $0/002$  کمتر از  $0/05$  (بیانگر رد نرمال بودن متغیر وابسته است). لذا این متغیر با استفاده از تابع انتقال جانسون به کمک نرم‌افزار مینی تب نرمال سازی شد. نتایج آزمون جارکیو-برا پس از نرمال سازی (آماره  $0/616$ ، سطح معناداری  $0/842$ ) بیانگر نرمال شدن توزیع متغیر وابسته ( $0/05 < 0/842$ ) 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<sup>۱</sup> و پانل<sup>۲</sup> با رویکرد اثرات ثابت، از آزمون اف‌لیمر (چاو) استفاده شود. اما از آنجائی که در الگوی داده‌های پانلی رویکرد اثرات تصادفی نیز وجود دارد، در صورت 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.

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)، بروش پاگان و هاسمن

فرضیه	آزمون افلیمر (چاو)		آزمون بروش پاگان		آزمون هاسمن		نتیجه
	آماره	معنی داری	آماره	معنی داری	آماره	معنی داری	
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 بروش پاگان در صورتی که سطح معنی داری کمتر از ۵٪ (۰/۰۵) باشد فرضیه صفر آنها، استفاده از داده‌های پولین پذیرفته نمی‌شود و فرضیه یک آنها، استفاده از داده‌های پانل با رویکرد اثرات ثابت در آزمون افلیمر و با رویکرد اثرات تصادفی در آزمون بروش پاگان 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 معنی داری 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 بروش پاگان سطح معنی داری 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 برآزش میان متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی پژوهش استفاده می‌شود. برای استفاده از مدل رگرسیون لازم است پیش فرض‌های استفاده از آن مورد آزمون قرار گیرد. این پیش فرض‌ها عبارتند از: میانگین (امید ریاضی) خطاها صفر باشد (آزمون دوربین واتسون)؛ واریانس خطاها ثابت باشد (آزمون دوربین

واتسون)؛ بین خطاهای مدل همبستگی وجود نداشته باشد (آزمون دوربین واتسون)؛ متغیر وابسته دارای توزیع نرمال باشد (آزمون کولموگروف اسمیرنوف)؛ و بین متغیرهای مستقل همبستگی وجود نداشته باشد (آزمون بررسی هم خطی متغیرهای مستقل). برای آزمون فرضیه‌ها در مدل رگرسیونی به روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی (EGLS)<sup>۱</sup>، متغیر وابسته (کارایی سرمایه گذاری) به همراه متغیرهای مستقل و متغیرهای کنترلی مورد بررسی قرار گرفت. با توجه به فزونی 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 تعمیم یافته برآوردی (EGLS) رفع می‌شود. جدول ۳ نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۳: نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

EF-INVEST <sub>i,t</sub> = β <sub>0</sub> + β <sub>1</sub> CGI <sub>i,t</sub> + β <sub>2</sub> CF <sub>i,t</sub> + β <sub>3</sub> Tobin's Q <sub>i,t</sub> + β <sub>4</sub> SIZE <sub>i,t</sub> + ε <sub>i,t</sub>					
فرضیه	۱	۲	۳	۴	۵
متغیر مستقل	شفافیت	اثربخشی هیات مدیره	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 <sup>2</sup> )	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

در سطح اطمینان ۰.۹۵، معنی دار است. آماره دورین 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 می باشد که نشان از نبود مشکل هم خطی چندگانه بین متغیرهای مدل است. از سوی دیگر تلورانس ها 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 معنی دار و مثبت متغیرهای مستقل مورد آزمون در هر یک از فرضیه ها بر کارایی سرمایه گذاری است. در نتیجه تمامی فرضیه های پژوهش پذیرفته می شود.

همچنین، نتایج آزمون نشان می دهد متغیرهای کنترلی فرصت سرمایه گذاری (کیوتوبین) و اندازه تاثیر مثبت و رابطه معنی داری با کارایی سرمایه گذاری دارد اما متغیر کنترلی جریان نقدی رابطه منفی معناداری با کارایی سرمایه گذاری دارد. که از ارائه جزئیات آنها صرف نظر شد. در ضمن ضریب تعیین تعدیل شده در آزمون فرضیه ها، درصد تغییرات متغیر وابسته که توسط متغیرهای وارد شده در رگرسیون توضیح داده شده اند را نشان می دهد.

### بحث و نتیجه گیری

با توجه به محدودیت منابع و لزوم برنامه ریزی شرکت ها برای جلوگیری از رکود و عقب ماندگی، علاوه بر اتخاذ تصمیمات مطلوب و بهینه در توسعه سرمایه گذاری ها، افزایش کارایی سرمایه گذاری از اهمیت قابل توجهی برخوردار است. این پژوهش در راستای بررسی ارتباط حاکمیت شرکتی و ابعاد آن با کارایی سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران صورت پذیرفت. یافته های پژوهش حاضر در بررسی فرضیه اول، حاکی از آن است که شفافیت به عنوان یکی از ابعاد حاکمیت شرکتی با کارایی سرمایه گذاری رابطه مستقیم و معنی دار دارد. مطابق با مبانی نظری موجود، با افزایش شفافیت اطلاعات و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه گذاران و ایجاد راهکارهایی جهت کاهش توزیع نابرابر اطلاعات بین استفاده کنندگان، 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 پروژه های سرمایه گذاری کاهش یافته و در نهایت کارایی سرمایه گذاری بهبود می یابد. با این وجود، نتایج این

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 کارایی سرمایه گذاری پرداختند همسو می باشد. اما با یافته های بادآورنهدی و همکاران (۱۳۹۳) که به بررسی ارتباط شفافیت اطلاعات حسابداری و کارایی سرمایه گذاری پرداختند، مغایر است.

در بررسی فرضیه دوم پژوهش رابطه مستقیم و معنادار اثربخشی هیات مدیره به عنوان دومین بُعد حاکمیت شرکتی با کارایی سرمایه گذاری تأیید شد. براساس مبانی نظری موجود، مسئولیت نهائی حاکمیت شرکتی مناسب و با کیفیت با هیات مدیره شرکت است. یک هیات مدیره اثربخش می تواند در دستیابی به حاکمیت شرکتی خوب و به تبع آن، در محافظت از منافع ذی نفعان به ویژه مالکان شرکت بسیار مؤثر باشد. از طرفی دیگر، ارزیابی و تصمیم گیری نسبت به طرح های سرمایه گذاری با مدیران می باشد. لذا با داشتن هیات مدیره اثربخش، مدیران تصمیمات بهینه ای اتخاذ نموده و سرمایه گذاری های شرکت از کارایی لازم برخوردار خواهد شد. در این راستا، یافته های 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 کارایی سرمایه گذاری در شرکت های مورد مطالعه پرداخته شد. یافته های پژوهش بیانگر ارتباط مستقیم و معنی دار بین حقوق سهامداران و کارایی سرمایه گذاری است. مطابق با مبانی نظری، هنگامی که شرکت و مجموعه مدیران آن مورد پاسخ خواهی بیشتری از سوی نهادها و ذی نفعان به ویژه سهامداران قرار گرفته و در کانون توجه دیگران قرار می گیرد، تصمیمات بهینه تری اتخاذ می نمایند که نتیجه آن تقویت نظام حاکمیت شرکتی از طریق توجه بیشتر به حقوق سهامداران و در نهایت کارایی سرمایه گذاری های شرکت ها که منابع مالی سرمایه گذاری های شرکت ها، 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 کارایی سرمایه گذاری بررسی شد که نتیجه، وجود رابطه مستقیم و معنی دار بین آنها است. علت وجود چنین رابطه ای از وجود سهامداران نهادی به عنوان با اهمیت ترین شاخصه اثرات مالکیت، در مالکیت سهام شرکت ها است. زیرا این گروه از سهامداران بنا به داشتن درصد قابل توجهی از مالکیت سهام، از نفوذ قابل ملاحظه ای در شرکت برخوردارند و توانائی اثر

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 و کاراتر 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 کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته شد. نتیجه بیانگر تأثیر مستقیم و معنادار حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری است. با نگاهی گذرا به مبانی نظری پژوهش و اهمیت کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دارای نظام حاکمیت شرکتی کارآمد، انتظار می‌رود نظام حاکمیت شرکتی بتواند یکی از عوامل تأثیرگذار بر کارایی 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 پاسخگویی مدیران در قبال نهادهای پاسخ‌خواه و ایفای شایسته‌تر وظایف سازمانی از سوی مدیران در کنار نظارت بیشتر سهامداران و هیات‌مدیره بر آنها، منجر به کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران شده است. البته نتیجه پژوهش در فرضیه پنجم با یافته‌های وی‌جیو‌چن (۲۰۱۳) و بادآورنهدی 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 تأثیر قرار می‌دهد. محدودیت‌هایی 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 اثرگذار باشد که به دلیل عدم دسترسی به اطلاعات، تعدیلی از این بابت در نتایج پژوهش صورت نگرفته است.

با وجود آنکه نتایج پژوهش نشان داد، نظام حاکمیت شرکتی دارای رابطه با کارایی سرمایه گذاری شرکتها است به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می شود که شرکتها را ضمن وجود آئین نامه راهبری شرکتی مصوب سال ۱۳۸۶ و لزوم اجرای آن از سال ۱۳۸۷، با فراهم نمودن زیر ساخت های مرتبط با آن به مفهومی که در دنیا روی آن سرمایه گذاری شده (تاسیس شرکت های رتبه بندی حاکمیت شرکتی به عنوان یکی از این زیرساختها می تواند شرایط کافی را برای ارتقای اصل حاکمیت شرکتی برای شرکت های بورسی فراهم سازد) را بر اساس حاکمیت شرکتی رتبه بندی نماید تا با فراهم شدن اطلاعات مربوط دیگری، اطمینان خاطر سرمایه گذاران برای سرمایه گذاری های بیشتر در سهام شرکتها و سایر مشارکت کنندگان در بورس فراهم شده تا در نهایت با هدایت منابع به سمت شرکت های دارای رتبه حاکمیت شرکتی بالاتر و اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری بهینه از سوی شرکتها، کارآئی سرمایه گذاری آنها در سطح فعلی حفظ یا افزایش یابد. علاوه بر این، به مدیران و مسئولان سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می شود تا در راستای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش کیفیت نظام حاکمیت شرکتی و بهبود کارایی سرمایه گذاری راه کارهائی عملی اتخاذ و ضمن انجام تلاش هائی در جهت ارائه رهنمودها و توصیه هائی در جهت کاربرد بهتر و دقیق تر آئین نامه راهبری شرکتی، نظارت بیشتری در زمینه اجرای آن داشته باشند.

نتایج این تحقیق، موجب افزایش آگاهی سرمایه گذاران و مدیران می شود و به آنها پیشنهاد می شود که همواره رابطه بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری را مد نظر قرار داده و در راستای شکل گیری رابطه قوی تری بین آنها تلاش کنند. تا از اتلاف منابع کمیاب اقتصادی جلوگیری شود.

با توجه به نتایج این پژوهش و پرسش هائی که طی انجام آن برای پژوهش گر مطرح شد، جهت تکمیل این پژوهش و انجام مطالعات بیشتر در حوزه های مرتبط با این پژوهش، پیشنهاد می شود رابطه بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری در صنایع مختلف به منظور کنترل تاثیر صنعت، مورد بررسی قرار گیرد.

## منابع

- بادآورندهدی، یونس، خانقاهزاده، وحید(۱۳۹۳) "ارتباط بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و کارائی سرمایه‌گذاری در مراحل چرخه عمر" دانش حسابداری. سال پنجم(شماره ۱۸) کرمان. صص ۱۱۳-۱۳۴.
- تهرانی، رضا، حصارزاده، رضا(۱۳۸۸) "تاثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری" تحقیقات حسابداری و حسابرسی. شماره ۳. تهران. صص ۶۷-۵۰.
- حساس یگانه، 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، عالی(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 ۹۳ تا ۱۱۲.
- عرب صالحی، 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). صص ۱۲۸-۱۱۵.
- مدرس، احمد، حصارزاده، رضا. (۱۳۸۷). "کیفیت گزارش‌گری مالی و کارائی سرمایه‌گذاری". فصل‌نامه بورس اوراق بهادار. ۱(۲) صص ۱۱۶-۸۵.
- 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 ۱۱۷ تا 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

- 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](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), "Investment 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.

- 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.