

Corporate Governance, Investment and Business Growth in Companies Listed on Tehran Stock Exchange

Hadi Amouzad

PhD student, Master of Insurance, Manager of "Ma" Insurance in Golestan Province, Iran.
hadiamouzad1358@gmail.com

Abstract

The present study investigated the relationship between the level of corporate governance with the level of investment and the growth rate of companies. The statistical population of the present study includes all companies listed on Tehran Stock Exchange in a 5 year - period during 2015 to 2019. Using systematic removal sampling method, a total of 174 companies (including a total of 870 years-companies) selected and analyzed as the statistical sample. The present study is applied in terms of purpose with post-event design and a descriptive-inductive study in terms of inference method. Multivariate regression models were used to analyze the research hypotheses using Eviews8 software. The results of regression models show that the level of corporate governance has a significant relationship with the level of investment and the growth rate of GDP. However it is needed to mention that different results were obtained for the indicators intended for corporate governance.

Keywords: corporate governance, investment rate, GDP.

تاریخ دریافت مقاله:

۱۴۰۰/۰۹/۱۱

تاریخ پذیرش مقاله:

۱۴۰۰/۱۲/۲۵

حاکمیت شرکتی، سرمایه گذاری و رشد کسب و کار در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

هادی عموزاد

دانشجوی دکتری، کارشناس ارشد بیمه، مدیر بیمه "ما" استان گلستان، ایران.

hadiamouzad1358@gmail.com

چکیده:

در پژوهش حاضر به بررسی ارتباط بین سطح حاکمیت شرکتی با سطح سرمایه گذاری و نرخ رشد شرکت ها پرداخته شده است. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۵ ساله بین سال های ۱۳۹۴ الی ۱۳۹۸ بود که با استفاده از روش نمونه گیری حذف سیستماتیک، تعداد ۱۷۴ شرکت (در مجموع ۸۷۰ سال-شرکت) به عنوان نمونه آماری انتخاب و مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی با طراحی پس رویدادی و از نظر روش استنتاج از جمله پژوهش های توصیفی - استقرایی می باشد که برای تحلیل فرضیه ها از مدل های رگرسیونی چندمتغیره با استفاده از نرم افزار Eviews8 بهره گرفته شد. نتایج بررسی مدل های رگرسیونی نشان می دهد سطح حاکمیت شرکتی دارای ارتباط معناداری با سطح سرمایه گذاری و نرخ رشد تولید ناخالص داخلی کشور می باشد. اما در مورد شاخص های در نظر گرفته شده برای حاکمیت شرکتی نتایج متفاوتی به دست آمد.

واژگان کلیدی: حاکمیت شرکتی، نرخ سرمایه گذاری، تولید ناخالص داخلی.

۱. مقدمه

سرمایه گذاری، یکی از استراتژی های مجزا کردن شرکت ها از نظارت خارجی می باشد. به عنوان مثال، سرمایه گذاری داخلی شرکت ها می تواند منجر به افزایش سرمایه گذاری های شخصی در بین بخش ها گردد و وابستگی آنها را به بدهکاران خارجی کمتر گرداند. عدم نظارت از طرف بدهکاران خارجی می تواند منجر به افزایش فرصت ها برای مدیران به منظور دنبال کردن استراتژی های سرمایه گذاری برای پیشرفت مواضع خود گردد. در مقابل، شرکت هایی که وابسته به سرمایه سهام های خارجی می باشند، خود را درگیر سرمایه گذاری هایی می کنند که خصوصاً برای اجزای غیر اساسی ارزش سهام، حیاتی باشد (بادآور نهندی و درخور، ۱۳۹۲). در حقیقت، سرمایه گذاری سودآور، نبض حیات شرکت و عاملی بنیادین در تعیین ارزش آن تلقی می گردد. بر اساس مبانی نظری موجود، انتظاری رود ارزش شرکت، تابعی از ارزش فعلی جریان های نقدی آتی آن است که به شدت از سرمایه گذاری های آن متأثر می گردد (افسرده و همکاران، ۱۳۹۴). اینکه تامین مالی سرمایه گذاری های جدید در شرکت از چه طریقی انجام شود؛ متأثر از تصمیمات مدیریت است ولی به طور کلی به نظری رسد که هرچه جریانات وجوه نقدی شرکت بالاتر باشد، میزان سرمایه گذاری هایش افزایش یابد. بنابراین می توان این گونه برداشت نمود که دسترسی شرکت به منابع مالی، عامل مهمی در میزان سرمایه گذاری محسوب می شود. زمانیکه نوسانات نسبتاً شدیدی در جریانات نقدی به وجود می آید؛ مدیران واحدهای انتفاعی، ناگزیر از تعدیل سرمایه گذاری هایشان هستند (آلمیدا و همکاران^۱، ۲۰۰۷).

از سوی دیگر، موضوع حاکمیت شرکتی در قرن ۲۱، به یک الزام استراتژیک در محیط کسب و کار تبدیل شده است. در بازار های سرمایه و اقتصاد جهانی امروز که سهامداران متنوع و مالکیت گسترده می باشد، حاکمیت مناسب در افزایش و حمایت از ثروت سهام داران مهم می باشد. بنابراین، نیاز به مدلی برای ارزیابی حاکمیت شرکتی در بازارهای سرمایه ایجاد گردید تا سهامداران از آن به عنوان یکی از عوامل تصمیم گیری در تصمیمات سرمایه گذاری استفاده کنند (نائری^۲، ۲۰۱۴). نظام حاکمیت شرکتی واکنشی به مسئله نمایندگی است که از جدایی کنترل از مالکیت ناشی می شود. تا قبل از دهه ۱۹۷۰ که جنسن تئوری نمایندگی و تضاد و منافع را ارائه کرد، کمتر به موضوع حاکمیت شرکتی

توجه می شد. در پی ارائه تئوری نمایندگی، روابط نمایندگی به صورت گسترده تری موضوعات مختلف ادبیات مالی را تحت تأثیر قرار داد و به تدریج و به خصوص با پدیدار شدن رسوایی های مالی و ورشکستگی شرکت ها و سوء استفاده ها و فساد های مالی که در اواخر قرن بیستم رخ داد، بحث نظام حاکمیت شرکتی نیز توجه بیشتری را به خود معطوف نمود (گرایلی و همکاران، ۱۳۹۴). با توجه به مطالب ارایه شده، در پژوهش حاضر به بررسی سطح حاکمیت شرکتی با سطح سرمایه گذاری و نرخ رشد شرکت ها پرداخته شده است. در بخش های بعدی ابتدا ادبیات پژوهش در قالب مبانی نظری و پیشینه ارایه می شود و سپس به توسعه مدل و تجزیه و تحلیل داده ها پرداخته می شود.

۲. مبانی نظری پژوهش

لوفی^۳ (۲۰۰۰)، حاکمیت شرکتی را به عنوان پایگاه موسسات تعریف می نماید که طبق قانون نیروی کار تنظیم می گردد. بر اساس لاپورتا، لویز و اشلیفز و ویشنی^۴ (۲۰۰۰) حاکمیت شرکتی مجموعه مکانیزم هایی است که سرمایه گذاران بیرونی از طریق آن، از خودشان در برابر بهره کشی افراد داخلی حمایت می کنند. یعنی هدف طراحی سیستم، از فرآیند ها، سنت ها، سیاست ها و موسسات شکل می گیرد با تناسب با روش کنترل و مدیریت شرکت می باشد. از این سیستم با توجه به اهداف مربوط به حاکمیت بر شرکت، برای تنظیم و مدیریت روابط میان ذینفعان، شامل مدیران و سهام داران، استفاده می شود. این سیستم به آن دسته از مکانیزم ها کنترل های کاهش دهنده و از بین برنده ی مشکلات نماینده - مسئول در سازمان نیز می پردازد. حاکمیت شرکتی استاندارد حیاتی برای ایجا یک محیط سرمایه گذاری مناسب است، محیطی که تمامی شرکت های رقابتی برای تقویت موقعیت خود در بازار مالی کارآمد، به آن نیازمند می باشند. حاکمیت شرکتی مناسب برای اقتصادهای دارای پیشینه ی کسب و کار و رشد اقتصادی پایدار ضروری است. حاکمیت شرکتی، یک اقلیم سرمایه گذاری مناسب خلق می کند و موفقیت کارآفرینی را ارتقا می بخشد (میلود^۵، ۲۰۱۷).

هدف ساختار حاکمیت شرکتی یک کشور متوقف سازی بهره کشی منافع سهام داران اقلیت توسط سهام داران بزرگ و مدیران می باشد. لاپورتا^۶ (۲۰۰۰)، استدلال نمود که در نظام های قضایی

متفاوت، قوانین حمایت کننده سرمایه گذاران ریشه در منابع متفاوت دارد، شامل شرکت، امنیت، ورشکستگی، قوانین رقابتی، قوانین مبادله سهام و استانداردهای حسابداری از بعد از گزارش کادبوری^۷ (۱۹۹۲)، حاکمیت شرکتی در سراسر دنیا به شهرت و اهمیت رسید، دلیل این شهرت جهانی، رسوایی مالی متعدد موثر بر کسب و کار جهان، افشاگری ناکامی و شیوه های کسب و کاری غیر اخلاقی بوده است. در اروپای قاره ای، کشور هایی که از قانون مدنی پیروی می کنند. از چهار چوب های حاکمیت شرکتی استفاده می کنند که بر ذینفعان متمرکز می باشند. سلیمان^۸ (۲۰۱۰)، اشاره نمود که نقش حاکمیت شرکتی در چنین کشور هایی متعادل سازی منافع کارکنان، مدیران، بستانکاران، تامین کنندگان و جامعه می باشد. این مدل بیشتر به عنوان مدل داخلی کنترل شرکت شناخته می شود. نیاز به جذب اجرایی شدید تر اصول بنیادی حاکمیت شرکت در شرکت های خودشان سوق داد.

گولر و کروکسترو^۹ (۲۰۰۹)، حاکمیت شرکتی را به عنوان محیطی برای ارزش های اخلاقی، اعتقاد و اطمینان معرفی نمودند. به منظور درک کامل این موضوع پیچیده ی جدید و شفاف سازی تفاوت ها و شباهت های شرکت های سراسر دنیا، باید عوامل فرهنگی و محیط جغرافیایی را در نظر بگیریم. در این کشورها، بر اساس یافته های لاپورتا، لویز دی سیلانز و اشلیفز (۱۹۹۹) شرکت توسط سهام داران بزرگ کنترل می شوند در محیط های داران مالکیت بسیار متمرکز، ابتدا بر سر منافع مدیریت و سهام دار تعارض وجود دارد، این تعارض سپس به میان سهام داران کوچک و سهام داران کنترلی می رود. اشلیفز و ویشنی^{۱۰} (۱۹۹۷) استدلال نمودند که مکانیزم های حاکمیت شرکتی خوب، باعث رفاه و اعتماد و سرمایه گذاران می شود. اگر این مکانیزم ها وجود نداشته باشد یا به درستی عمل کنند، سرمایه گذاران بیرونی، به شرکت قرضی نمی دهند یا سهام آنها را نمی خرند. بنابراین، کسب و کار باید کاملاً بر جریان های نقدی درونی متکی باشند و منابع مالی را برای تامین مالی عملیات های در حال اجرا و فرصت های سرمایه گذاری سودآوری انباشته نمایند. بنابراین، عملکرد اقتصادی کل، دچار مشکل خواهد شد چون بسیاری از فرصت های کسب و کاری خوب از دست خواهد رفت و آشفته گی مالی در یک شرکت به سایر شرکت ها کارکنان و مشتریان سرایت خواهد کرد. تیرو^{۱۱} (۲۰۰۱) استدلال نمود که حاکمیت شرکتی طرح یک موسسه است و مدیران را به سوی درونی سازی رفاه ذینفعان اجبار یا سوق می دهد.

برای تحقق اهداف استراتژیک در یک شرکت، باید مکانیزم های متعددی را ترکیب نماییم. بر اساس یافته های جان و سنبت^{۱۲} (۱۹۹۸) ساختار های حاکمیت شرکتی را می توان به دو گروه درونی و بیرونی تقسیم کرد. هیئت مدیره یک نوع ساختار حاکمیت رونی است و مسئولیت تصمیم گیری و نظارت بر شرکت را بر عهده دارد. نظریه ی نمایندگی اصلی ترین موضوع مورد بررسی تحقیقات مربوط به نقش نظارتی هیئت مدیره می باشد. فاما^{۱۳} (۱۹۸۰) استدلال نمود که مشکلات نمایندگی ناشی از تفکیک مالکان ریسک پذیر و عملکرد مدیریت می باشد. به عبارت دیگر، مسئول متحمل ریسک می شود اما نماینده عملیات ها را انجام می دهد.

بر اساس یافته های فاما و جنسن^{۱۴} (۱۹۸۳)، ذینفعان بیشتر مسئولیت کنترل و تصمیم گیری را به هیئت مدیره محول می نمایند و هیئت مدیره بیشتر مسئولیت کنترل و تصمیم گیری خود را به مدیر یا واگذار می نماید. در نتیجه، دولایه از روابط نمایندگی پدیدار می گردد. یکی میان ذینفعان و هیئت مدیره، دیگری میان مدیریت و هیئت مدیره. به طور کلی، بر اساس یافته های زهرا و پیرس^{۱۵} (۱۹۸۹)، فرضیه و ماموریت هیئت مدیره حفاظت از منافع سهام داران و مدیریت شرکت بدون دخالت در امور مدیریت روزمره است. البته، جنسن^{۱۶} (۱۹۹۳)، نشان می دهد که ساختار کنترل درونی خیلی دیر واکنش نشان می دهد و اعمال تغییرات اساسی خیلی زمان می برد. جان و سنبت (۱۹۹۸) بر این باورند که استقلال مدیر، میل و تخصص برای کارآیی و اثر بخشی هیئت مدیره ضروری است. در مقابل، هارت^{۱۷} (۱۹۹۵)، بیان کرد، مدیران غیر اجرایی به مدیریتی که انتخابشان می کنند نوعی وفاداری دارند. بنابر این به نظر می رسد، برای اینکه بتوان مدیران را به سمت منافع سهام داران سوق داد، وجود اوراق قرضه داران در ساختار مالکیت یکی از عوامل اصلی حاکمیت شرکتی و اثر بخشی آن است. آگراوال و ماندلکار^{۱۸} (۱۹۹۰) اعلام نمود که تمرکز مالکیت ضامن کنترل مثر از سوی سهام داران است. میتون^{۱۹} (۲۰۰۰) این فرضیه را رد نمود، چون سهام داران کنترلی خود انگیزه ی قوی تری برای بهره کشی منافع سهام داران اقلیت دارند. جنایلی، اشلیفر و ویشینی^{۲۰} (۲۰۱۲) اعلام نمودند که تمرکز مالیکت ضامن حمایت از سهامداران اقلیت است، سهامدارانی که به سود بالاتر و به حداکثرسانی سود خود علاقمند هستند، این امر باعث برتر مشکلات نمایندگی می گردد.

ساختار مالکیت به طور چشم گیری در میان اقتصادهای اروپایی متفاوت است. در فرانسه خانواده ها در حدود ۵۰ درصد حق رأی را در شرکت دارند. فرانکس و میر^{۲۱}(۱۹۹۸) عقیده دارند که کنترل در دستان خود مالکان متمرکز است. طبق ساختار هرمی، بارکا و ترنتو^{۲۲}(۱۹۹۷) نتیجه گرفتند که خانواده ها شرکتی را بر می گزینند که کنترل تقریبی دارد تا بتوانند شرکتی جدید با حداقل سرمایه گذاری به وجود آورند. جنایلی^{۲۳}(۲۰۱۲) مشاهده نمودند که شرکت های اروپایی تحت کنترل موسس هستند به اعتقاد او مالکیت حداقل، اثربخشی بیشتری در محیط های حقوقی قوی دارد، محیط هایی که از حقوق سهام داران اقلیت بسیار حمایت می نمایند. جنسن و مک لینگ^{۲۴}(۱۹۷۶)، منابع متعدد تعارض میان نماینده (مدیر) و مسئول شرکت را بررسی کردند. نماینده به دنبال سرمایه گذاری سرمایه ی پر هزینه در پروژه های کم ریسک است، بنابراین، ارزش فعلی شرکت کاهش می یابد. کاهش رفاه مسئول، که ناشی از این شرایط است، باعث هزینه های بیشتر و مازاد نمایندگی می شود که به آن ضرر باقی مانده می گویند. این محققان هزینه های نمایندگی را به عنوان مجموعه ای از مخارج نظارتی مسئول تعریف نمودند، مخارج ضمانت نماینده و ضرر باقی مانده، ریسک گریزی مدیریت عامل هزینه های ماندگی است اگر مدیریت از طریق صرف و خرج هزینه، سرمایه گذاری ایمنی انتخاب کند، و ارزش آن پروژه کمتر باشد، این امر خلق ارزش در شرکت را کاهش می دهد. جنسن(۱۹۸۶) نظریه ی جریان نقدی آزاد را مطرح می سازد، و طبق آن رابطه میان جریان نقدی آزاد و هزینه های نمایندگی را بررسی نمود و او استدلال کرد که مدیران سرمایه گذاری مجدد جریان نقدی آزاد را به برگشت آن به سرمایه گذاران ترجیح می دهند. در ادبیات تحقیقی بسیار به موضوع نمایندگی رسیدگی و پرداخته شده است. مهم ترین موضوعات مربوط و تحقیقات نمایندگی، هزینه های نمایندگی ناشی از تفکیک مالکیت و کنترل می باشد.

فاما(۱۹۸۰) بیان نمودند که سهام دارن قادر به متنوع سازی پرتفوی سرمایه گذاری خود میان شرکت های متفاوت با هزینه های نسبتا کمی هستند. به علاوه، با توجه به بازار کار مدیریتی، مدیران تلاش بیشتری صرف تضمین موفقیت و بقای شرکت می نمایند. در غیر این صورت، سهام داران، فشار های مستقیم و غیر مستقیم اعمال می دارند. فاما و جنسن (۱۹۸۳) نتیجه گرفتند که سهام داران دارای پرتفوی سرمایه گذاری متنوع تمایل دارند کنترل مدیریت را به نمایندگان دیگری محول نمایند. براساس

یافته های اشلیفر و ویشینی (۱۹۹۷)، بهره کشی از سرمایه گذارانی که هیچ قانون حمایتی از آنها وجود ندارد کار بسیار آسانی است. در بازارهای نو ظهور، مدیران به آسانی می توانند با استفاده از رویکرد های غیر مستقیم بودجه ها را مورد بهره کشی قرار دهند. مورک، اشلیفر و ویشینی (۱۹۸۸) اعلام نمودند که ذینفعان درونی یک کسب و کار (مدیران، کارمندان)، به دنبال استراتژی هایی برای حفظ موقعیت خود در شرکت هستند.

بر اساس جنسن (۱۹۹۳)، تعارض میان سرمایه گذاران و مدیران بر سر منافع هنوز هم در شرکت های مدرن رو به رشد است. به منظور همسویی منافع این دو طرف، مالکان باید قرارداد های انگیزشی و پاداشی برای مدیران تنظیم نمایند و همچنین سیستم های نظارتی موثری فراهم آورند. ادبیات تحقیقی موجود مکانیزم های متعددی برای تحقق این هدف (همسویی منافع مدیر و سرمایه گذار) پیشنهاد نمودند مانند تهدید و بر کناری در صورت وجود عملکرد ضعیف، اختیار سهام و مالکیت سهام. فاما و جنسن (۱۹۸۳)، استدلال نمودند که نظارت متعلق به سهام داران اکثریت است تا بتوانند تصمیمات مهم و تنظیم پاداش ها را تحت نظارت در بیاورند، چون آن ها قدرت کاهش مشکلات نمایندگی دارند. در مقابل، وقتی مالکیت پراکنده باشد، مدیریت قابل کنترل نخواهد بود. دنیس و سارین^{۲۵} (۱۹۹۹)، بیان نمودند که اگر مکانیزم های حاکمیت رعایت شوند، هیچ ارتباطی میان مکانیزم های فردی مدیر و عملکرد شرکت وجود نخواهد داشت. آن ها اشاره کردند که حل مشکلات نمایندگی و کاهش هزینه های نمایندگی از طریق بازار کار مدیریتی و تشویق مدیران ممکن می گردد. از سوی دیگر، ویزباچ^{۲۶} (۱۹۸۸)، اعلام کرد که هیئت مدیرات یک شکل سازمانی موثر رد سیستم کنترل تصمیمات شرکتی است، که در اختیار استخدام و اخراج، تنظیم و تعیین پاداش و کنترل بر تصمیم گیری دارد. موریس^{۲۷} (۱۹۸۹) اعتقاد دارد که نبود تفکیک میان مالکیت و مدیریت باعث بروز یک دیدگاه ابدی در شرکت می شود. فرانزینی^{۲۸} (۲۰۰۹) استدلال نمود که حاکمیت شرکتی به رشد اقتصاد و سطح سرمایه گذاری اثر می گذارد. او استدلال نمود که شیوه های حاکمیت شرکتی خوب تامین مالی شرکت را تسهیل می بخشد، عملکرد را ارتقا می دهد و هزینه های سرمایه را کمتر می نماید.

پیشینه پژوهش

در ارتباط با موضوع پژوهش و در مطالعات داخلی، فتحی قره تپه و همکاران (۱۳۹۵) نشان دادند که رقابت در بازار محصول بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر منفی و معنادار دارد و برای تاثیر گذاری توانایی حاکمیت شرکتی و نقش تعدیلی محدودیت های مالی بر روی کارایی سرمایه گذاری در این پژوهش چیزی مشاهده نگردید. پیری و همکاران (۱۳۹۵) به این نتیجه رسیدند که رقابت بازار محصول بر رابطه بین مالکیت هیئت مدیره و کارایی سرمایه گذاری تاثیر منفی و معنادار، بر رابطه بین درصد مالکیت نهادی و کارایی سرمایه گذاری تاثیر منفی و معنادار، و بر رابطه بین اندازه هیئت مدیره و کارایی سرمایه گذاری تاثیر مثبت و معنادار دارد، ولی بر رابطه بین استقلال هیئت مدیره و کارایی سرمایه گذاری و همچنین دوگانگی وظیفه مدیر عامل و کارایی سرمایه گذاری تاثیر معناداری یافت نشد. در مجموع نتایج نشان می دهد که رقابت بازار محصول به عنوان یک عامل برون سازمانی در تقویت نقش نظارتی و کنترلی مکانیزم های مالکیت هیئت مدیره، مالکیت نهادی و اندازه هیئت مدیره تاثیر چشم گیری داشته و یک عامل تعیین کننده می باشد. که این نشان می دهد رقابت بازار محصول در کارایی سرمایه گذاری شرکت ها نقش موثری داشته است. نتایج بدست آمده از مقاله شیرازی پور و همکاران (۱۳۹۵) حکایت از تاثیر معنادار میزان مالکیت سهامدار عمده و مالکیت نهادی بر رابطه جریان های نقدی و سرمایه گذاری دارد، همچنین نتایج بدست آمده حکایت از رد تاثیر گذاری مالکیت مدیریتی و مالکیت شرکتی بر رابطه بین جریان های نقدی و سرمایه گذاری دارد. افسرده و همکاران (۱۳۹۴) دریافته اند بین میزان مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت، استقلال هیئت مدیره و حساسیت جریان های نقدی سرمایه گذاری ارتباط معناداری وجود دارد به عبارت دیگر بین حاکمیت شرکتی و حساسیت جریان های نقدی سرمایه گذاری رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. یافته های تحقیق نشان داد که مکانیزم های قوی حاکمیت شرکتی در هر شرکت موجب کاهش محدودیت های مالی و حساسیت جریان های نقدی سرمایه گذاری از طریق تخصیص بهینه سرمایه گذاری می شود، که این نتایج بر پایه تئوری نمایندگی استوار است. نتایج مطالعه علی بالایی و همکاران (۱۳۹۴) نشان داد که یک رابطه مثبت و معنادار بین هر یک از متغیرهای حاکمیت شرکتی، جریان وجه نقد، سود تقسیمی و اهرم مالی و متغیر کارایی سرمایه گذاری وجود دارد. هم چنین،

برای متغیرهای عمر شرکت و اندازه شرکت با توجه به منفی بودن ضرایب، یک رابطه معکوس بین آنها و متغیر کارایی سرمایه گذاری رابطه مستقیم و معناداری دارد، بنابراین، فرضیه پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید شد. مراد پور و همکاران (۱۳۹۴) ثابت کردند بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری ارتباط مثبت وجود دارد، یعنی هرچه حاکمیت شرکتی قوی تر باشد تصمیمات مربوط به سرمایه گذاری کارا تر خواهد شد. نتایج مطالعه کیان (۱۳۹۳) حاکی از آن است که در شرکت های با سطح بالای تنوع محصول؛ رابطه بین سهام شناور آزاد با نرخ نسبی سرمایه گذاری منفی و معنادار، و رابطه بین مالکیت بلوکی و نقش دو گانه مدیرعامل با ارزش افزوده نسبی مثبت و معنادار است. در حالیکه بین سایر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی با کارایی سرمایه گذاری (نرخ نسبی سرمایه گذاری و ارزش افزوده نسبی) در شرکتهای با سطح بالای تنوع محصول رابطه معناداری وجود ندارد. یافته های پژوهش جرجرزاده و همکاران (۱۳۹۲) در خصوص ارتباط بین برخی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت بیانگر وجود رابطه مثبت بین عملکرد و نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره و رابطه منفی بین شاخص ساختار سرمایه و عملکرد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. همچنین، بین شاخص درصد مالکیت سهامداران نهادی و عملکرد رابطه مستقیم معنی دار وجود دارد. این در حالی است که بین تفکیک مسؤلیت های مدیرعامل و رئیسهیئت مدیره از یکدیگر و عملکرد شرکت، رابطه معنی داری دیده نشد. همچنین، بین شاخص سیاست تقسیم سود و عملکرد شرکت با استفاده از معیار بازده سرمایه گذاری ها رابطه ای معکوس و معنی دار وجود دارد.

هم چنین، در مطالعات خارجی، میلود (۲۰۱۷) نشان داد که اولاً حاکمیت شرکتی خوب با سطح سرمایه گذاری و نرخ رشد تولید ناخالص داخلی کشورها ارتباط دارد. دوماً، سیستم های ضعیف قانونی در کشورها می تواند تشریح کننده ناکارایی های مربوط به سازوکارهای حاکمیت شرکتی باشد. نتایج به دست آمده در مطالعه ژان و وانگ^{۲۹} (۲۰۱۶) نشان داد کیفیت بالاتر اطلاعات حسابداری خصوصاً زمانی که حاکمیت شرکتی ضعیف باشد، همبستگی محکمی با انتخاب سرمایه گذاری دارد. بنابراین، آنها نتیجه گرفتند که کیفیت اطلاعات حسابداری می تواند انتخاب سرمایه گذاری شرکت ها را بهینه سازد. یان و دیست^{۳۰} (۲۰۱۶) آنها نشان دادند که هم سرمایه گذاری بیش از اندازه و هم کمتر از اندازه

در بین شرکت های دولتی در چین وجود دارد و سطح کم سرمایه گذاری در بیش شرکت ها بیشتر از بیش سرمایه گذاری است. در نهایت، آنها دریافتند مشوق های مثبتی بر سهام می تواند موجب محدود شدن سرمایه گذاری بیش از اندازه و نیز کمتر از اندازه گردد. جی^{۳۱}(۲۰۱۶) بر این عقیده بود که اندازه هیئت مدیره بر سطح کارایی سرمایه گذاری شرکت ها آمریکایی اثر معکوس و معناداری دارد. یونس و همکاران^{۳۲}(۲۰۱۴) ثابت کردند که هیأت های دارای حداقل چهار جلسه کمیته حسابرسی به صورت سالانه و هیأت مدیره های دارای مدیران مستقل بالاتر و تخصص مالی بیشتر، در شناسایی اخبار بد مربوط به سود، سریع تر از شناسایی اخبار خوب عمل می کنند. این امر اثبات می نماید که هم مدیران مستقل و هم متخصصان مالی در کمیته حسابرسی و اندازه هیأت مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل با محافظه کاری مرتبط نیستند. جی فوی کا^{۳۳}(۲۰۱۳) دریافتند که ارتباط مثبت و معناداری بین سرمایه گذاری بیش از اندازه و جریان نقدی وجود دارد. بیشتر اینکه تجزیه و تحلیل های اضافی نشان داد که این ارتباط مثبت عمدتاً ناشی از بنگاه های ایالتی است. در نهایت، این تحقیق آشکار ساخت که نقش حاکمیت شرکتی مدیران شرکت و تامین مالی از طریق بدهی در کنترل سرمایه گذاری بیش از اندازه بسیار مهم است. نتایج دلالت بر این امر دارد که شرکت های ایالتی با مدیریت ارشد بزرگ تر احتمالاً درگیر سرمایه گذاری بیش از اندازه بر جریان نقدی می باشند.

با توجه به مطالب نظری ارائه شده در بخش های بالا، فرضیه های پژوهش به شرح ذیل تدوین می شوند:

➤ سطح حاکمیت شرکتی با سطح سرمایه گذاری شرکت ها رابطه دارد.

➤ سطح حاکمیت شرکتی با نرخ رشد رابطه دارد.

۳. شیوه پژوهش

۳.۱. جامعه آماری پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر روش گردآوری داده ها در گروه پژوهش های توصیفی - پس رویدادی قرار دارد. هم چنین، جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشند که از سال ۱۳۹۴ لغایت ۱۳۹۸ در بورس فعال بوده اند. هم چنین، برای

آزمون فرضیه های این بخش نمونه تحقیق بر اساس چارچوب زیر گزینش شد که در نهایت ۱۷۴ شرکت مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند:

- شرکت در صنعت واسطه گریهای مالی نباشد. زیرا ساختار سرمایه این موسسات متفاوت می باشد.
- شرکت در ابتدای سال ۱۳۹۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
- نماد شرکت در دوره تحقیق، وقفه با اهمیت نداشته باشد (بیش از ۳ ماه در تابلوی بورس متوقف نباشد).
- داده های شرکت قابل دسترسی باشد.
- تعداد شرکت هایی که پایان سال مالی آنها منتهی به ۱۲/۲۹ نبوده است.
- تعداد شرکت هایی که طی بازه ۹۴-۹۸ تغییر سال مالی داده اند.

۳,۲. توسعه مدل های رگرسیونی و اندازه گیری متغیرها

به منظور بررسی فرضیه های پژوهش، از تجزیه و تحلیل های رگرسیونی با استفاده از دو متغیر وابسته استفاده شده است. (۱) سطح سرمایه گذاری به صورت درصدی از تولید ناخالص داخلی برای فرضیه اول و (۲) رشد تولید ناخالص داخلی به منظور بررسی فرضیه دوم پژوهش. برای بررسی هر یک از فرضیه ها از مدل های رگرسیونی جداگانه ای استفاده شده است که در صورت تایید ضریب در نظر گرفته شده برای حاکمیت شرکتی، می توان پذیرفت که فرضیه پژوهش نیز تایید شده است. این مدل ها به پیروی از پژوهش میلود (۲۰۱۷)، به شرح ذیل می باشد:

مدل های رگرسیونی فرضیه اول پژوهش:

(۱)

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 cgIndex_{i,t} + \beta_2 cgEffect_{i,t} + \beta_3 logGdp_{i,t} + \beta_4 Mgr_{i,t} + \beta_5 Lendr_{i,t} + \beta_6 GROW_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 SIZE_{i,t} + \beta_9 BIG_{i,t} + \beta_{10} MB_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(۲)

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 cg1_{i,t} + \beta_2 cg2_{i,t} + \beta_3 cg3_{i,t} + \beta_4 cg4_{i,t} + \beta_5 cg5_{i,t} + \beta_6 cg6_{i,t} + \beta_7 cg7_{i,t} + \beta_8 cgEffect_{i,t} + \beta_9 logGdp_{i,t} + \beta_{10} Mgr_{i,t} + \beta_{11} Lendr_{i,t} + \beta_{12} GROW_{i,t} + \beta_{13} LEV_{i,t} + \beta_{14} SIZE_{i,t} + \beta_{15} BIG_{i,t} + \beta_{16} MB_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل های رگرسیونی فرضیه دوم پژوهش:

(۳)

$$GrGDP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 cgIndex_{i,t} + \beta_2 cgEffect_{i,t} + \beta_3 logGdp_{i,t} + \beta_4 Mgr_{i,t} + \beta_5 Lendr_{i,t} + \beta_6 GROW_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 SIZE_{i,t} + \beta_9 BIG_{i,t} + \beta_{10} MB_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(۴)

$$GrGDP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 cg1_{i,t} + \beta_2 cg2_{i,t} + \beta_3 cg3_{i,t} + \beta_4 cg4_{i,t} + \beta_5 cg5_{i,t} + \beta_6 cg6_{i,t} + \beta_7 cg7_{i,t} + \beta_8 cgEffect_{i,t} + \beta_9 logGdp_{i,t} + \beta_{10} Mgr_{i,t} + \beta_{11} Lendr_{i,t} + \beta_{12} GROW_{i,t} + \beta_{13} LEV_{i,t} + \beta_{14} SIZE_{i,t} + \beta_{15} BIG_{i,t} + \beta_{16} MB_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

سطح حاکمیت شرکتی ($cgIndex_{i,t}$)

به پیروی از وکیلی فرد (۱۳۹۳) برای اندازه گیری سطح حاکمیت شرکتی از مدل امتیازبندی حاکمیت شرکتی استفاده شده است. در این مدل ابتدا مهم ترین مولفه های حاکمیت شرکتی مدنظر قرار می گیرد و سپس با توجه به ویژگی ها و شرایط این مولفه ها، به هر یک از آنها امتیازی تعلق می گیرد و در نهایت، جمع امتیاز اختصاص یافته به این مولفه ها نشان دهنده امتیاز حاکمیت شرکتی می باشد. بدیهی است که هر چه امتیاز حاکمیت شرکتی بالاتر باشد، سطح حاکمیت شرکتی نیز قوی تر می باشد. به منظور اندازه گیری متغیر حاکمیت شرکتی براساس مهم ترین مولفه های دورن سازمانی و برون سازمانی آن به شرح ذیل عمل می شود:

مرحله اول: ابتدا مولفه های حاکمیت شرکتی به شرح ذیل اندازه گیری می شوند:

- دوره تصدی مدیرعامل ($cg1$): اگر دوره تصدی مدیرعامل بیشتر از یک سال باشد، متغیر دوره تصدی مدیرعامل برابر با یک و در غیر این صورت صفر می باشد.
- دوگانگی وظیفه مدیرعامل ($cg2$): اگر دوگانگی وظیفه مدیرعامل در هیئت مدیره وجود نداشته باشد یک و در غیر این صورت صفر می باشد.
- استقلال هیئت مدیره ($cg3$): اگر تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره بیشتر از تعداد اعضای موظف باشد، این متغیر مقدار یک و در غیر این صورت صفر می باشد.

- مالکیت اعضای هیئت مدیره (cg4): در صورتی که میزان مالکیت اعضای هیئت مدیره بیشتر از ۵۰ درصد باشد یک و در غیر صورت صفر می باشد.
 - اندازه موسسه حسابرسی (cg5): در صورتی که موسسه حسابرسی شرکت مربوطه سازمان حسابرسی باشد یک و در غیر این صورت صفر می باشد.
 - دوره تصدی حسابرس (cg6): در صورتی که دوره تصدی حسابرس حداقل برابر با ۳ سال باشد یک و در غیر این صورت صفر می باشد.
 - مالکیت سرمایه گذاران نهادی (cg7): در صورتی که میزان مالکیت سرمایه گذاران نهادی در شرکت حداقل برابر با ۲۰ درصد باشد برابر است با یک و در غیر این صورت صفر می باشد.
- مرحله دوم: پس از اندازه گیری مولفه های حاکمیت شرکتی براساس متغیرهای مصنوعی یک و صفر در مرحله اول، در مرحله دوم، امتیازهای اختصاص یافته به مولفه ها جمع و با یکدیگر جمع می شوند. حاصل جمع امتیازهای اختصاص یافته به مولفه های نظام راهبری هر شرکت برابر با امتیاز کلی نظام راهبری آن شرکت یا سطح نظام راهبری شرکت مربوط می باشد. در این صورت بدیهی است که سطح حاکمیت شرکتی مقدار مابین عدد صفر و هفت خواهد بود.

سطح سرمایه گذاری شرکت ($INV_{i,t}$)

به منظور بررسی سطح سرمایه گذاری شرکت ها از مدل ارایه شده از سوی افسرده و نیازی (۱۳۹۴)، استفاده شده است. در این مدل، حساسیت سرمایه گذاری به تغییرات جریان نقدی است که از طریق ارتباط بین میزان سرمایه گذاری در اموال، ماشین آلات و تجهیزات با جریان نقدی بررسی می شود. این مدل به صورت زیر می باشد:

مدل (۵)

$$INV_{i,t} = \frac{PPE_{i,t} - PPE_{i,t-1}}{Assets_{i,t}}$$

$INV_{i,t}$: میزان سرمایه گذاری شرکت در دارایی های ثابت جاری.

$PPE_{i,t}$: ارزش دفتری اموال، ماشین آلات و تجهیزات دوره جاری.

$PPE_{i,t-1}$: ارزش دفتری اموال، ماشین آلات و تجهیزات دوره گذشته.

$Assets_{i,t}$: دارایی کل دوره جاری.

رشد تولید ناخالص داخلی ($GrGDP_{i,t}$)

به پیروی از میلود (۲۰۱۷) برای اندازه گیری رشد تولید ناخالص داخلی از مدل زیر استفاده شده است:

مدل (۶)

$$GrGDP_{i,t} = \frac{GDP_{i,t} - GDP_{i,t-1}}{GDP_{i,t-1}}$$

$GrGDP_{i,t}$: رشد تولید ناخالص داخلی کشور در دوره جاری.

$GDP_{i,t}$: تولید ناخالص داخلی کشور در دوره جاری.

$GDP_{i,t-1}$: تولید ناخالص داخلی کشور در دوره گذشته.

متغیرهای کنترلی:

به پیروی از ادبیات پژوهش (میلود، ۲۰۱۷) اثر برخی از متغیرهای مالی و حسابداری در مدل های رگرسیونی کنترل شده است که در ادامه تعریف شده اند:

➤ اثربخشی حاکمیت شرکتی ($cgEffect_{i,t}$): متغیر مجازی که وقتی مقدار به دست آمده

برای شاخص های حاکمیت شرکتی بالاتر از میانه کل نمونه باشد یک و در غیر این صورت صفر می باشد.

➤ تولید ناخالص داخلی ($logGdp_{i,t}$): لگاریتم طبیعی تولید ناخالص داخلی.

➤ رشد حجم پول ($Mgr_{i,t}$): رشد حجم پول در کشور.

➤ نرخ بهره ($Lendr_{i,t}$): نرخ بهره.

متغیرهای کنترلی:

به پیروی از پژوهش های پیشین در این حوزه (پیری و همکاران، ۱۳۹۵؛ افسرده و همکاران، ۱۳۹۴؛ یان

دیست، ۲۰۱۶؛ جی، ۲۰۱۶؛ جی فوی کا، ۲۰۱۳) اثر برخی از متغیرهای مالی و حسابداری در مدل های

رگرسیونی کنترل شده است که در ادامه تعریف شده اند:

- **رشد فروش (GROW):** برابر است با نسبت تغییرات فروش به کل فروش اول دوره شرکت در پایان سال مالی.
- **اهرم مالی (LEV):** برابر است با نسبت ارزش دفتری کل بدهی های به ارزش ترازنامه ای کل دارایی های شرکت در پایان سال مالی.
- **اندازه شرکت (SIZE):** برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش ترازنامه ای کل دارایی های شرکت در پایان سال مالی
- **نوع حسابرس (BIG):** متغیر ساختگی که اگر حسابرس شرکت از حسابرسان معتمد تراز اول (رتبه الف) سازمان بورس باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می شود.
- **ارزش بازار به دفتری (MB):** برابر است با نسبت ارزش بازار سهام (تعداد در قیمت سهام) به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت در پایان سال مالی.

۱. یافته‌ها و تحلیل

۱.۵. آمار توصیفی

خلاصه آمار توصیفی در پژوهش حاضر در جدول (۱) آمده است که شامل پارامترهای میانگین، میانه، حداکثر، حداقل و انحراف معیار می باشد. تعداد کل مشاهدات پژوهش حاضر، ۸۷۰ سال-شرکت می باشد که داده های مربوط به ۱۷۴ شرکت در دوره زمانی ۵ ساله بین سال های ۱۳۹۴ الی ۱۳۹۸ می باشد:

جدول (۱) آماره های توصیفی متغیرها

پارامتر/متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
دوره تصدی مدیرعامل	CG_1	0.757	1.000	1.000	0.000	0.428
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	CG_2	0.837	1.000	1.000	0.000	0.368
استقلال هیئت مدیره	CG_3	0.671	1.000	1.000	0.000	0.470
مالکیت اعضای هیئت مدیره	CG_4	0.732	1.000	1.000	0.000	0.443
اندازه موسسه حسابرسی	CG_5	0.241	0.000	1.000	0.000	0.428
دوره تصدی حسابرس	CG_6	0.336	0.000	1.000	0.000	0.472
مالکیت سرمایه گذاران نهادی	CG_7	0.648	1.000	1.000	0.000	0.477

1.292	1.000	7.000	4.000	4.225	CG_INDEX	سطح حاکمیت شرکتي
0.496	0.000	1.000	0.000	0.437	CGEFFECT	اثربخشي حاکمیت شرکتي
0.154	-0.168	0.265	-0.074	-0.022	GRGDP	رشد توليد ناخالص داخلي
0.260	-0.861	0.984	0.035	0.103	INV	سطح سرمایه گذاري شرکتي
3.201	15.000	22.000	15.000	17.600	LENDR	نرخ بهره
0.166	5.974	6.383	6.237	6.204	LOGGDP	لگاریتم طبیعی توليد ناخالص داخلي
0.432	-0.776	0.454	0.194	0.041	MGR	رشد حجم پول در کشور
0.586	-0.972	4.689	0.219	0.341	GROW	رشد فروش
0.206	0.013	0.988	0.549	0.538	LEV	اهرم مالی
1.612	11.197	20.76	14.56	14.81	SIZE	اندازه شرکتي
0.397	0.000	1.000	0.000	0.195	BIG	نوع حسابرس
2.978	0.476	13.92	2.720	2.906	MB	ارزش بازار به دفتری

نتایج به دست آمده برای متغیرهای پژوهش نشان می دهد بیش از ۷۵ درصد شرکتهای از مدیرانی با دوران تصدی بالاتر از یک سال بهره گرفته اند. عدم وجود دوگانگی وظیفه مدیرعامل در بین شرکتهای نمونه بیش از ۸۳ درصد می باشد. استقلال هیئت مدیره شرکتهای نشان می دهد بیش از ۶۷ درصد شرکتهای نمونه دارای مدیران مستقل بیشتری نسبت به مدیران موظف می باشند. مالکیت اعضای هیئت مدیره شرکتهای نشان می دهد بیش از ۷۳ درصد شرکتهای، مالکیت مدیریت آنها بیش از ۵۰ درصد می باشد. اندازه موسسه حسابرسی نشان می دهد بیش از ۲۴ درصد شرکتهای از سازمان برای حسابرسی بهره گرفته اند. دوره تصدی حسابرس نشان می دهد در بیش از ۳۳ درصد شرکتهای دوره تصدی حسابرس حداقل برابر با ۳ سال می باشد. و در نهایت، مالکیت سرمایه گذاران نهادی شرکتهای نشان می دهد بیش از ۶۴ درصد شرکتهای مالکان نهادی با سطح مالکیت بالاتر از ۲۰ درصد می باشند. سطح حاکمیت شرکتهای نشان می دهد شرکتهای نمونه به طور متوسط ۴ شاخص از ۷ شاخص در نظر گرفته شده را دارا می باشند که در این بین برخی از شرکتهای ۷ شاخص و برخی دیگر تنها یک شاخص را لحاظ کرده اند. هم چنین، اثربخشی حاکمیت شرکتهای نشان می دهد ۴۳ درصد شرکتهای دارای نمره ای بالاتر از میانه کل نمونه است. رشد توليد ناخالص داخلي نشان می دهد در

دوره بررسی رشد تولید ناخالص داخلی منفی بوده اما مقدار حداکثر مثبت نشان می دهد در برخی از دوره ها رشد تولید ناخالص داخلی مثبت بوده است. سطح سرمایه گذاری شرکت ها نشان می دهد ارزش دفتری اموال، ماشین آلات و تجهیزات نسبت به دوره قبل بیش از ۱۰ درصد رشد داشته است. مقدار منفی آن نیز نشان می دهد برخی از شرکت ها در دوره بررسی با کاهش ارزش دفتری اموال، ماشین آلات و تجهیزات روبرو شده اند. نرخ بهره در دوره بررسی حدود ۱۷ بوده که در بالاترین و کمترین حالت به ۲۲ و ۱۵ رسیده است. لگاریتم طبیعی تولید ناخالص داخلی کشور به طور متوسط (6.204867) بوده و در نهایت، نرخ رشد حجم پول در کشور ۴ درصد بوده که در بالاترین مقدار به بیش از ۴۵ درصد نیز رسیده است. اما مقدار منفی به دست آمده برای حداقل نشان می دهد رشد حجم پول در دوره بررسی با کاهش ۷۷ درصدی روبرو شده است. در نهایت، یافته های مربوط به متغیرهای کنترلی نشان می دهند که رشد فروش شرکت ها نسب به اول دوره ۳۴ درصد رشد داشته است و بدهی های آنها نیز ۵۳ درصد کل دارایی های آنها می باشد. علاوه بر این، اندازه شرکت ها دارای میانگین ۱۴ بوده و بیش از ۱۹ درصد شرکت های نمونه در دوره بررسی از خدمات سازمان حسابرسی بهره گرفته اند. ضمن اینکه ارزش بازار سهام شرکت ها ۲/۹ برابر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می باشد که این موضوع نشان از فرصت های رشد بالای شرکت دارد.

۴,۲. نتایج تجزیه و تحلیل مدل های رگرسیونی فرضیه اول

برای انتخاب بین روش داده های تابلویی و داده های تلفیقی از آماره آزمون لیمر استفاده شده است. با توجه به مقدار F گزارش شده در جدول (۲) فرض صفر مبنی بر انتخاب روش داده های تلفیقی و اولویت آن نسبت به داده های تابلویی در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نمی شود. بنابراین، باید از روش داده های تلفیقی استفاده کرد.

جدول (۲) نتایج آزمون چاو (F لیمر)

مدل	آماره آزمون F لیمر	درجه آزادی	سطح معناداری
رگرسیونی اول	0.996	(173,691)	0.502
رگرسیونی دوم	1.006	(173,685)	0.468

در ادامه به بررسی مدل رگرسیونی پرداخته شده است. نتایج برآورد آماره دورین واتسون در جهت تایید استقلال اجزای خطا نشان از برآورد این آماره بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. از آنجا که این مقدار نزدیک به مقدار تجربی ۲ قرار دارد می توان فرض استقلال اجزای خطا را پذیرفت. مقادیر شاخص VIF که در جهت سنجش عدم همخطی میان متغیرهای مستقل تحقیق محاسبه می شود، کوچکتر از مقدار بحرانی ۱۰ به دست آمده اند که نشان از عدم وجود همخطی شدید میان متغیرهای مستقل تحقیق دارد و از این رو می توان پذیرفت که دقت ضرایب تاثیر متغیرهای مستقل در مدل تحقیق، تحت تاثیر روابط درونی متغیرهای مستقل قرار نگرفته است. نتایج به دست آمده برای سطح معناداری آزمون بروش-پاگان که جهت بررسی عدم وجود ناهمسانی واریانس در بین اجزای خطا مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است، بالاتر از ۰/۰۵ می باشد که بیانگر عدم رد فرضیه مخالف مبنی بر همسانی واریانس در بین اجزای خطای مدل می باشد. از این رو می توان پذیرفت که مفروضات اولیه رگرسیون برقرار بوده و نتایج مدل در تعیین اثرات قابل استناد است. بر اساس شاخص های نیکویی برازش مدل مشاهده می شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد. هم چنین، ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می دهد چند درصد از تغییرات موجود در سطح سرمایه گذاری شرکت های نمونه در دوره بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل ها تبیین می گردد.

جدول (۳) نتایج آماری آزمون مدل رگرسیونی

دوم			اول				مدل		
VIF	سطح معناداری	آماره تی	ضریب	VIF	سطح معناداری	آماره تی	ضریب	نماد	نام متغیر
-	0.013	2.461	2.419	-	0.000	6.021	0.001	C	ضریب ثابت
-	-	-	-	3.066	0.000	4.433	-0.057	CG_IND EX	سطح حاکمیت شرکتی
۳,۱۶۸	0.088	-1.704	-0.036	3.059	0.051	-1.945	-0.004	CGEFFE CT	اثر بخشی حاکمیت شرکتی

فصلنامه تحلیل بازار سرمایه. سال یکم، شماره سوم. زمستان ۱۴۰۰.

۱,۳۳۵	0.038	2.066	0.033	-	-	-	-	CG_1	دوره تصدی مدیرعامل
۱,۱۶۸	0.000	-3.996	-0.070	-	-	-	-	CG_2	دوگانگی وظیفه مدیرعامل
۱,۲۸۹	0.003	-2.917	-0.042	-	-	-	-	CG_3	استقلال هیئت مدیره
۱,۲۰۷	0.038	-2.073	-0.030	-	-	-	-	CG_4	مالکیت اعضای هیئت مدیره
۱,۸۲۴	0.969	0.038	0.0007	-	-	-	-	CG_5	اندازه موسسه حسابرسی
۱,۸۹۳	0.001	3.209	0.055	-	-	-	-	CG_6	دوره تصدی حسابرس
۱,۳۶۷	0.159	-1.406	-0.020	-	-	-	-	CG_7	مالکیت سرمایه گذاران نهادی
۵,۵۲۳	0.023	-2.266	-0.320	2.219	0.001	-3.129	-0.002	LOGGDP	لگاریتم طبیعی تولید ناخالص داخلی
۲,۷۲۶	0.608	0.512	0.011	2.515	0.000	-5.127	-0.198	MGR	رشد حجم پول در کشور
۴,۲۶۷	0.462	-0.735	-0.004	3.641	0.137	1.487	0.001	LENDR	نرخ بهره
1.249	0.173	1.359	0.971	1.049	0.000	3.761	0.265	GROW	رشد فروش
1.661	0.000	-6.271	-0.302	1.163	0.000	-79.146	-0.376	LEV	اهرم مالی
1.147	0.004	2.858	0.030	1.026	0.000	23.672	0.025	SIZE	اندازه شرکت
1.120	0.521	-0.640	-0.277	1.134	0.512	-0.655	-0.280	BIG	کیفیت حسابرس
1.237	0.000	44.775	0.448	1.004	0.000	16.565	0.404	MB	ارزش بازار به دفتری
0.309				0.203				ضریب تعیین تعدیل شده	
10.519				9.271				آماره F	
0.000				0.000				سطح معناداری	
2.009				1.986				آماره دوربین واتسون	
14.062				4.471				آماره بروش-پاگان	
0.229				0.483				سطح معناداری	

همان گونه که در جدول (۳) مشاهده می شود، با توجه به سطح معناداری متغیر سطح حاکمیت شرکتی که پایین تر از خطای ۵ درصد به دست آمده، فرضیه تحقیق دال بر ارتباط بین سطح حاکمیت شرکتی با سطح سرمایه گذاری شرکت ها مورد تایید قرار گرفته است. علاوه بر این، از آن جایی که ضریب به دست آمده برای سطح حاکمیت شرکتی منفی می باشد بنابراین ارتباط بین دو متغیر معکوس می باشد. اما با توجه به سطح معناداری متغیر اثربخشی حاکمیت شرکتی که بالاتر از خطای ۵ درصد به دست آمده، فرضیه تحقیق دال بر ارتباط بین سطح حاکمیت شرکتی با سطح سرمایه گذاری شرکت ها مورد تایید قرار نگرفته است (مدل رگرسیونی اول).

همان گونه که در جدول (۳) مشاهده می شود، با توجه به سطح معناداری شاخص های حاکمیت شرکتی شامل دوره تصدی مدیرعامل، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، استقلال هیئت مدیره، مالکیت اعضای هیئت مدیره و دوره تصدی حسابرس دارای ارتباط معناداری با سطح سرمایه گذاری شرکت ها می باشند. ضمن اینکه در این بین متغیرهای دوره تصدی مدیرعامل و دوره تصدی حسابرس دارای اثر مثبت و معناداری بر سطح سرمایه گذاری شرکت ها می باشند و این در حالی است که متغیرهای دوگانگی وظیفه مدیرعامل، استقلال هیئت مدیره و مالکیت اعضای هیئت مدیره دارای ارتباط منفی و معناداری با سطح سرمایه گذاری شرکت ها می باشند. علاوه بر این، ارتباط بین اندازه موسسه حسابرسی با سطح سرمایه گذاری شرکت ها مورد تایید قرار نگرفته است (مدل رگرسیونی دوم).

۴.۳. نتایج تجزیه و تحلیل مدل های رگرسیونی فرضیه دوم

برای انتخاب بین روش داده های تابلویی و داده های تلفیقی از آماره آزمون لیمر استفاده شده است. با توجه به مقدار F گزارش شده در جدول (۳) فرض صفر مبنی بر انتخاب روش داده های تلفیقی و اولویت آن نسبت به داده های تابلویی در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نمی شود. بنابراین، باید از روش داده های تلفیقی استفاده کرد.

جدول (۴) نتایج آزمون چاو (F لیمر)

مدل	آماره آزمون F لیمر	درجه آزادی	سطح معناداری
رگرسیونی اول	1.0665	(173,493)	0.3141
رگرسیونی دوم	1.063	(173,493)	0.3219

در ادامه به بررسی مدل رگرسیونی پرداخته شده است. نتایج برآورد آماره دورین واتسون در جهت تایید استقلال اجزای خطا نشان از برآورد این آماره بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. از آنجا که این مقدار نزدیک به مقدار تجربی ۲ قرار دارد می توان فرض استقلال اجزای خطا را پذیرفت. مقادیر شاخص VIF که در جهت سنجش عدم همخطی میان متغیرهای مستقل تحقیق محاسبه می شود، کوچکتر از مقدار بحرانی ۱۰ به دست آمده اند که نشان از عدم وجود همخطی شدید میان متغیرهای مستقل تحقیق دارد و از این رو می توان پذیرفت که دقت ضرایب تاثیر متغیرهای مستقل در مدل تحقیق، تحت تاثیر روابط درونی متغیرهای مستقل قرار نگرفته است. نتایج به دست آمده برای سطح معناداری آزمون بروش-پاگان که جهت بررسی عدم وجود ناهمسانی واریانس در بین اجزای خطا مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است، بالاتر از ۰/۰۵ می باشد که بیانگر عدم رد فرضیه مخالف مبنی بر همسانی واریانس در بین اجزای خطای مدل می باشد. از این رو می توان پذیرفت که مفروضات اولیه رگرسیون برقرار بوده و نتایج مدل در تعیین اثرات قابل استناد است. بر اساس شاخص های نیکویی برازش مدل مشاهده می شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد. هم چنین، ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می دهد چند درصد از تغییرات موجود در رشد تولید ناخالص داخلی (رشد کسب و کار) شرکت های نمونه در دوره بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل ها تبیین می گردد.

جدول (۵) نتایج آماری آزمون مدل رگرسیونی

چهارم				سوم				مدل	
VIF	سطح معناداری	آماره تی	ضریب	VIF	سطح معناداری	آماره تی	ضریب	نماد	نام متغیر
-	0.000	-4.678	-0.160	-	0.000	-4.673	-0.160	C	ضریب ثابت
3.168	0.322	-0.990	-0.002	3.066	0.000	5.595	0.004	CG_INDEX	سطح حاکمیت شرکتی
-	-	-	-	3.059	0.135	-1.494	-0.613	CGEFFECT	اثر بخشی حاکمیت شرکتی
1.335	0.000	12.283	0.021	-	-	-	-	CG_1	دوره تصدی مدیرعامل
1.168	0.112	1.585	0.002	-	-	-	-	CG_2	دوگانگی وظیفه مدیرعامل
1.289	0.937	-0.078	0.0001	-	-	-	-	CG_3	استقلال هیئت مدیره
1.207	0.005	2.798	0.004	-	-	-	-	CG_4	مالکیت اعضای هیئت مدیره
1.824	0.000	-7.661	-0.015	-	-	-	-	CG_5	اندازه موسسه حسابرسی
1.893	0.000	13.631	0.025	-	-	-	-	CG_6	دوره تصدی حسابرس
1.367	0.264	1.117	0.001	-	-	-	-	CG_7	مالکیت سرمایه گذاران نهادی
5.523	0.000	4.007	0.746	2.219	0.000	5.841	0.902	LOGGDP	لگاریتم طبیعی تولید ناخالص داخلی
2.726	0.000	-125.02	-0.307	2.515	0.000	-133.31	-0.319	MGR	رشد حجم پول در کشور
4.267	0.000	114.459	0.078	3.641	0.000	117.772	0.080	LENDR	نرخ بهره
1.066	0.000	65.623	0.117	1.230	0.001	3.107	0.125	GROW	رشد فروش
1.021	0.000	6.793	0.822	1.085	0.000	-23.793	-0.648	LEV	اهرم مالی
1.007	0.000	4.812	0.129	1.008	0.000	14.189	0.086	SIZE	اندازه شرکت
1.039	0.016	-2.391	-0.260	1.362	0.000	-5.924	-0.145	BIG	کیفیت حسابرس
1.032	0.033	-2.126	-0.535	1.229	0.328	0.977	0.554	MB	ارزش بازار به دفتری
0.802				0.796				ضریب تعیین تعدیل شده	
4177.683				8878.289				F آماره	

0.000	0.000	سطح معناداری
2.101	2.127	آماره دورین واتسون
12.376	9.221	آماره بروش-پاگان
0.260	0.324	سطح معناداری

همان گونه که در جدول (۵) مشاهده می شود، با توجه به سطح معناداری متغیر سطح حاکمیت شرکتی که پایین تر از خطای ۵ درصد به دست آمده، فرضیه تحقیق دال بر ارتباط بین سطح حاکمیت شرکتی با رشد کسب و کار مورد تایید قرار گرفته است. علاوه بر این، از آن جایی که ضریب به دست آمده برای سطح حاکمیت شرکتی مثبت می باشد بنابراین ارتباط بین دو متغیر مستقیم می باشد. اما با توجه به سطح معناداری متغیر اثربخشی حاکمیت شرکتی که بالاتر از خطای ۵ درصد به دست آمده، فرضیه تحقیق دال بر ارتباط بین سطح حاکمیت شرکتی با سطح سرمایه گذاری شرکت ها مورد تایید قرار نگرفته است (مدل رگرسیونی سوم).

همان گونه که در جدول (۵) مشاهده می شود، با توجه به سطح معناداری شاخص های حاکمیت شرکتی شامل دوره تصدی مدیرعامل، مالکیت اعضای هیئت مدیره، اندازه موسسه حسابرسی و دوره تصدی حسابرس دارای ارتباط معناداری با سطح سرمایه گذاری شرکت ها می باشند. این ارتباط در مورد دره تصدی مدیرعامل، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و دوره تصدی حسابرس دارای ارتباط مثبت و معناداری با رشد کسب و کار می باشد و این موضوع در مورد اندازه موسسه حسابرسی منفی به دست آمده است. اما این ارتباط در مورد دوگانگی وظیفه مدیرعامل، استقلال هیئت مدیره و مالکیت سرمایه گذاران نهادی مورد تایید قرار نگرفته است (مدل رگرسیونی چهارم).

۵. بحث و نتیجه گیری

در فرضیه اول پژوهش به بررسی سطح حاکمیت شرکتی با سطح سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. در مجموع نتایج به دست آمده نشان می دهد حاکمیت شرکتی دارای ارتباط معناداری با سطح سرمایه گذاری شرکت ها می باشد اما این ارتباط به صورت سازمان یافته و مشخص نمی باشد که این امر را می توان ناشی از عدم کارایی حاکمیت شرکتی بر سطح

سرمایه گذاری شرکت ها دانست. به هر حال، هزینه های نمایندگی بین مدیران و مالکان شرکت می تواند بر فعالیت های شرکت ها اثر منفی بگذارد. زمانی که این تعارضات افزایش پیدا می کند، تمرکز مدیران بر کارایی کاهش می یابد. به هر حال، عدم داشتن استراتژی مناسب برای فعالیت های شرکت ها می تواند این نتایج را به بار آورد. با توجه به نتایج به دست آمده پیشنهاد می شود مدیران و سیاست گذاران شرکت ها از استراتژی های مناسب تری در حوزه سرمایه گذاری بهره بگیرند. برای این کار داشتن یک حاکمیت شرکتی مناسب ضروری است. این یافته ها با پژوهش های پیری و همکاران (۱۳۹۵)، شیرازی پور و همکاران (۱۳۹۵)، افسرده و همکاران (۱۳۹۴)، علی بالایی و همکاران (۱۳۹۴)، مرادپور و همکاران (۱۳۹۴)، بادآورنهدی و همکاران (۱۳۹۳)، کیان (۱۳۹۳)، میلود (۲۰۱۷)، یان و دیست (۲۰۱۶)، جی (۲۰۱۶) و جی فوی کا (۲۰۱۳) منطبق می باشد.

در فرضیه دوم پژوهش به بررسی حاکمیت شرکتی با نرخ رشد پرداخته شد. نتایج به دست آمده برای این فرضیه نشان می دهد که حاکمیت شرکتی دارای ارتباط چندان مشخصی با نرخ رشد نمی باشد چراکه نتایج به دست آمده متفاوت و گاهی متضاد می باشند. یکی از دلایل اصلی این موضوع را می توان در عدم وجود نظارت و قوانین مشخص و قابل اجرا در این حوزه دانست. به هر ترتیب، در کشورهای در حالی توسعه این ساختارها همواره با مشکلاتی همراه می باشند. با توجه به نتایج به دست آمده برای پیشنهاد می شود سازمان بورس اوراق بهادار تهران و حتی نظام های اقتصادی کشور، طرحی مناسب برای حاکمیت شرکتی ارائه دهند و شرکت ها را براساس این شاخص رتبه بندی نمایند تا از این طریق، بتواند اثرات آن را بر نرخ رشد کسب و کار بهبود بخشند. این یافته ها با پژوهش میلود (۲۰۱۷) سازگار می باشد.

۲. یادداشت ها

- | | |
|----------|----------------------------------|
| ۱ Almida | ۱۷ Hart, O |
| ۲ Aery | ۱۸ Agrawal, A., and N. Mandelker |
| ۳ Luffy | ۱۹ Barca and Trento |

- | | | | |
|----|---|----|------------------------------|
| ۴ | La Porta, R., de-Silanes. Lopez, A. Shleifer, and R. Vishny | ۲۰ | Franks, J., and C. Mayer |
| ۵ | Miloud, T | ۲۱ | Janali, Ashlifar and Vishini |
| ۶ | La Porta | ۲۲ | Janali |
| ۷ | Cadbury Code | ۲۳ | Jensen, M., and W. Meckling |
| ۸ | Solomon | ۲۴ | Denis, D., and A. Sarin |
| ۹ | Güler, A., and D. Croxther | ۲۵ | Weisbach, M |
| ۱۰ | Shleifer, A., and R. Vishny | ۲۶ | Morris, D.M |
| ۱۱ | Tirole, J | ۲۷ | Franzini, S |
| ۱۲ | John and Sanbat | ۲۸ | Zhai, J., Wang, Y |
| ۱۳ | Fama, E | ۲۹ | Yan, Liu, Dist, J |
| ۱۴ | Fama, E., and Jensen, M. | ۳۰ | Ji, A. E |
| ۱۵ | Jensen, M., | ۳۱ | Yunes.A,Zabiholah.K |
| ۱۶ | Zahra, S., and J. Pearce | ۳۲ | Ji-Fu, Cai, |

فهرست منابع:

افسرده، مجتبی. نیازی، رحیم (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر حساسیت جریانهای نقدی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ماهنامه پژوهش های مدیریت و حسابداری، شماره چهاردهم.

بادآور نهندی، یونس، درخور، سعید، (۱۳۹۲)، بررسی رابطه بین محدودیت مالی، ارزش وجه نقد و خالص سرمایه گذاری، پژوهش های تجربی حسابداری، سال دوم، شماره ۸، صص ۱۶۷-۱۸۹.

پیری، پرویز، ایمانی برندق، محمد، صمدی قوشچی، احسان (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین رقابت بازار محصول و صحت پیش بینی سود هر سهم با اثر کیفیت حاکمیت شرکتی بعنوان متغیر تعدیلگر در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانشکده اقتصاد و حسابداری.

جررزاده، علیرضا؛ میاحیون، سعیده (۱۳۹۲)، بررسی تاثیر برخی ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر معیار عملکرد بازده سرمایه گذاری های شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین همایش ملی بررسی راهکارهای ارتقاء مباحث مدیریت، حسابداری و مهندسی صنایع در سازمان ها، صص ۹-۱.

شیرازی پور، محمدعلی؛ خسروی نیا، مصطفی؛ پرچمی نژاد، آمنه؛ قاسم زاده، آنا، (۱۳۹۵)، بررسی تاثیرپذیری رابطه بین جریان های نقدی و سرمایه گذاری از سازو کارهای حاکمیت شرکتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین همایش حسابداری، اقتصاد و نوآوری در مدیریت، صص ۹-۱.

صفری گرایلی، مهدی؛ بالارستاقی، عالییه؛ (۱۳۹۴)، بررسی عوامل مؤثر بر کیفیت حاکمیت شرکتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی سال ۱۲ شماره ۴۷، صص ۹۳-۱۱۲.

علی بالائی، مهدی. ایزدی نیا، ناصر (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین المللی پژوهش های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری.

فتحی قره تپه، مهربی؛ محمدزاده سالطه، حیدر؛ شیر، حسن؛ محمودی، محمود (۱۳۹۵)، بررسی تاثیر رقابت در بازار محصول و توانایی حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه گذاری با تاکید بر محدودیت های مالی شرکت، چهارمین کنفرانس ملی مدیریت، اقتصاد و حسابداری، صص ۱-۱۳.

کیان، نرگس، (۱۳۹۳)، بررسی رابطه بین سازو کارهای حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری در شرکت های دارای محصولات متنوع، کنفرانس بین المللی حسابداری، اقتصاد و مدیریت مالی، صص ۱-۱۴.

مرادپور، مجتبی. قیطولی، زهرا (۱۳۹۴)، تأثیر حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه گذاری، دومین کنفرانس بین المللی رویکردهای نوین در علوم، مهندسی و تکنولوژی.

وکیلی فرد، حمیدرضا. باوندپور، لیدا (۱۳۸۹)، تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله مطالعات مالی، شماره هشتم.

Agrawal, A., and N. Mandelker, 1990, Large shareholders and the monitoring of managers: The case of antitakeover charter amendments, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 25(2), 143-161.

- Cadbury Code, the (December 1992) "Report of the Committee on Financial Aspects of Corporate Governance" the Code of Best Practice, Gee Professional Publishing, London.
- Denis, D., and A. Sarin, 1999, Ownership and board structures in publicly traded corporations, *Journal of Financial Economics* 52(2), 187-223.
- Fama, E., 1980, Agency problems and the theory of a firm, *Journal of Political Economy* 88(2), 288-307
- Fama, E., and Jensen, M., (1983). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 26 (2): 327-349.
- Franks, J., and C. Mayer, 1998, Bank control, takeovers and corporate governance in Germany, *Journal of Banking and Finance* 22(1385-1403).
- Franzini, S., 2009, Corporate governance in theory and practice, *Journal of Politics and International Affairs* 5(Spring), 77-93.
- Güler, A., and D. Croxther, 2009. Global perspectives on corporate governance and CSR (Gower, England).
- Hart, O., 1995, Corporate governance: Some theory and implications, *The Economic Journal* 105(430), 678-689.
- Jensen, M., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeover, *American Economic Review* 76(2), 323-329.
- Jensen, M., 1993, The model industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, *Journal of Finance* 48(3), 831-880.
- Jensen, M., and W. Meckling, 1976, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3(4), 305-360.
- Ji, A. E., (2016), The Impact of Board Size on Firm-Level Capital Investment Efficiency, *International Journal of Economics and Finance*, 8(10), 110-121.
- Ji-Fu, Cai, (2013), Does Corporate Governance Reduce the Overinvestment of Free Cash Flow? Empirical Evidence from China, *Journal of Finance and Investment Analysis*, 2(3), 97-121.
- La Porta, R., de-Silanes. Lopez, A. Shleifer, and R. Vishny, 2000, Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics* 58(1-2), 3-27.
- Miloud, T., (2017), Corporate Governance, Investment and Business Growth, *The Journal of Applied Business Research*, 33(1), 1-8.
- Morris, D.M., 1989, Family businesses: High candidates for financial distress, *Small Business Reports* 14(3), 43-45.
- Shleifer, A., and R. Vishny, 1997, A survey of corporate governance, *The Journal of Finance* 82(2), 737-783.
- Shleifer, Andrei; Vishny, Robert. (۲۰۱۲). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance* 2 (2).
- Solomon, J., 2010. Corporate governance and accountability (Wiley).
- Tirole, J., 2001, Corporate governance, *Econometrica* 69(1), 1-35.

- Weisbach, M., 1988, Outside directors and ceo turnover, *Journal of Financial Economics* 20(1-2), 431-460.
- Yan, Liu, Dist, J., (2016), Effect of equity incentives on inefficient investment in Chinese Sate-Owned enterprises, *International Journal of Economics and Finance*, 8(8), 222-229.
- Yunes.A, Zabiholah.K(2014)"The effect of internal governance mechanisms on accounting conservatism" *The Internal Auditor*, pp. 65-72.
- Zahra, S., and J. Pearce, 1989, Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrativemodel, *Journalof Management* 15(2), 291-334.
- Zhai, J., Wang, Y., (2016), Accounting information quality, governance efficiency and capital investment choice, *China Journal of Accounting Research*, 12(2), 34-47.