

بررسی تأثیر نظام راهبری شرکت بر ارزش شرکت با تأکید بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

حیدر محمدزاده سالطه^۱، یونس بادآور نهندي^۲، مجید اسماعیل نژاد^۳

چکیده: هدف از این پژوهش، بررسی تأثیر نظام راهبری شرکتی، شامل درصد مالکیت نهادی، درصد مالکیت مدیریتی، درصد سهام شناور آزاد و استقلال هیئت مدیره بر ارزش شرکت با تأکید بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش نسبت کیوتوبین، معیار سنجش ارزش شرکت در نظر گرفته شد و کارایی سرمایه گذاری نیز به کمک مدل وردی اندازه گیری شد. همچنین در این پژوهش آثار سه متغیر اندازه شرکت، نسبت بدهی و نسبت نقدینگی که انتظار می رفت بر روابط بین متغیرهای مستقل و وابسته اثر گذار باشد، کنترل شد. جامعه آماری این پژوهش شامل ۱۳۲ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران است که در دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۳۸۶ بررسی شده اند. برای آزمون فرضیه های پژوهش از تحلیل رگرسیونی پانل دیتا استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می دهد سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر ارزش شرکت و کارایی سرمایه گذاری تأثیر معناداری ندارد. همچنین سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر ارتباط بین کارایی سرمایه گذاری و ارزش شرکت، تأثیر معناداری نشان نداد.

واژه های کلیدی: ارزش شرکت، کارایی سرمایه گذاری، نظام راهبری شرکتی.

۱. استادیار گروه حسابداری، واحد مرنده، دانشگاه آزاد اسلامی، مرنده، ایران

۲. استادیار گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران

۳. کارشناس ارشد حسابداری، واحد مرنده، دانشگاه آزاد اسلامی، مرنده، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۲/۱۰/۱۸

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۳/۱۲/۱۹

نویسنده مسئول مقاله: حیدر محمدزاده سالطه

E-mail: h_salteh@marandiau.ac.ir

مقدمه

پس از پیدایش مشکلات نمایندگی، به منظور حفظ منافع عمومی باید اطلاعات مصون‌سازی می‌شد و منافع مدیران و مالکان در یک راستا قرار می‌گرفت. بنابراین از سازوکارهای گوناگونی در این خصوص استفاده شد، مانند کاربرد تئوری اخلاق در حسابداری، ایجاد چارچوب نظری و استانداردهای حسابداری، کنترل‌های داخلی، حسابرسی داخلی و مستقل، وجود مدیران غیر اجرایی در هیئت‌مدیره، به کارگیری رویه‌های بلندمدت پاداش و حتی قانون‌گذاری دولت. با این همه، نه تنها مشکلات کمتر نشد بلکه بر پیچیدگی‌های آن افزوده شد. شاید دلیل این پیچیدگی بهره‌نبردن از سازوکارهای راهبری شرکتی است. با بهره‌گیری از سازوکارهای راهبری می‌توان ضمن مطابقت تمام معیارهای گفته‌شده، به هدف غایی شرکت یعنی افزایش ارزش شرکت دست یافت. نظام راهبری شرکتی عاملی است که می‌تواند سبب بهبود عملکرد شرکت و به‌دنبال آن، افزایش ارزش شرکت و ثروت سهامداران شود (وکیلی‌فرد و باوندپور، ۱۳۸۹). براساس یافته‌های پژوهشگرانی همچون بلک (۲۰۰۱)، کلاپر و لاو (۲۰۰۳)، گامپرس، ایشیل و متریک (۲۰۰۳) و بینر و اسچیمد (۲۰۰۵) نظام راهبری نقش مهمی در بهبود عملکرد شرکت ایفا می‌کند و ارتباط مستقیمی بین نظام راهبری و عملکرد شرکت در بازارهای مالی توسعه‌یافته و در حال توسعه وجود دارد.

بر اساس مطالعات انجام‌گرفته، شرکت‌ها با تلاش در جهت بهبود و ارتقای وضعیت نظام راهبری شرکتی، می‌توانند تأثیر مثبتی بر عملکرد و ارزش شرکت بگذارند (وکیلی‌فرد و باوندپور، ۱۳۸۹). در مطالعات محققانی همچون بیدل، گیلرز و رودریگو (۲۰۰۶، ۲۰۰۷ و ۲۰۰۹)، وردی (۲۰۰۶)، فرانسیس و همکاران (۲۰۰۵) و... و مبانی نظری بارها تأکید شده است نظام راهبری شرکت خوب، با افزایش کیفیت گزارش‌های مالی به‌مثابه منبع اطلاعاتی بسیار مهم و کاربردی برای گروه‌های مختلف، به افراد و به‌خصوص وام‌دهندگان و سرمایه‌گذاران، کمک می‌کند تصمیم‌های بهتری اتخاذ کنند. شرکت‌هایی که در تأمین مالی با محدودیت مواجه‌اند، پروژه‌های با ارزش‌های خالص مثبت را به‌دلیل هزینه‌های بالای تأمین مالی کنار می‌گذارند، این عمل به سرمایه‌گذاری کمتر از حد در شرکت منجر می‌شود (عبور از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت). حتی در وضعیتی که شرکت موفق به تأمین مالی کافی شود نیز هیچ ضمانتی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی انجام شود؛ زیرا مدیران ممکن است بر اثر انتخاب پروژه‌های نامناسب و ناکارا، منابع موجود را در زمینه اشتباه مصرف کنند و آن را هدر دهند که در این صورت شرکت به سمت سرمایه‌گذاری بیش از حد (سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی) یا سرمایه‌گذاری کمتر از حد سوق داده می‌شود (بر اثر دست‌دادن منابع

به دلیل سرمایه‌گذاری در پروژه‌های نامناسب و ناکارا و از دست‌دادن فرصت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مناسب با ارزش فعلی خالص مثبت) (مکنایت و ویر، ۲۰۰۹).

سازوکارهای راهبری شرکتی با ارزش ایجادشده برای سهامداران، رابطه مستقیمی دارد (برادران حسن‌زاده، بادآورنهدی و بابایی، ۱۳۹۱). در نتیجه انتظار می‌رود ضمن رعایت حقوق تمام ذی‌نفعان از جمله سهامداران، ارزش شرکت و کارایی سرمایه‌گذار نیز در این شرکت‌ها بیشتر شود. یکی از راهکارهای عملیاتی برای کاهش مشکلات نمایندگی، تدوین آیین‌نامه‌ای برای اعمال راهبری شرکتی مناسب است که در سال‌های اخیر کشور ما نیز به آن توجه می‌کند. یکی از فواید این آیین‌نامه، رتبه‌بندی شرکت‌ها از نظر ساختار راهبری شرکتی است. برای تدوین درست و کاربردی این آیین‌نامه به اطلاعاتی نیاز است که تأثیر تمام جوانب و سازوکارهای راهبری را برای همه ذی‌نفعان در نظر بگیرد (دیدار، منصورفر و کفعمی، ۱۳۹۳). در بیشتر مطالعات قبلی در زمینه راهبری شرکتی و ارزش شرکت، نقش کارایی سرمایه‌گذاری نادیده گرفته شده است و فقط بادآور نهدی و تقی‌زاده در سال ۱۳۹۳ به بررسی رابطه بین برخی سازوکارهای راهبری شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند. پژوهش آنان چهار سازوکار را با جنبه نظارتی راهبری شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری آزموده است؛ این درحالی است که در پژوهش حاضر از برخی شاخص‌های متفاوت راهبری شرکتی استفاده شده است.

پژوهش پیش رو به دنبال پاسخگویی به این پرسش است که آیا معیارهای راهبری شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد؟ با توجه به وضعیت اقتصادی ایران و تشریح ابعاد مختلف اقتصاد مقاوتی، تبیین تأثیر سازوکارهای نظام راهبری شرکتی در بازار سرمایه ایران بر ارزش شرکت و به‌خصوص کارایی سرمایه‌گذاری از اهمیت خاصی برخوردار است.

پیشینه پژوهش

تعریف‌های راهبری شرکتی در طیف گسترده‌ای است که دیدگاه‌های محدود در یک سو و دیدگاه‌های گسترده در سوی دیگر آن قرار دارد. در دیدگاه‌های محدود، راهبری شرکتی به رابطه شرکت و سهامداران محدود می‌شود. این الگویی قدیمی است که در قالب نظریه نمایندگی بیان می‌شود. در آن سوی طیف، راهبری شرکتی را می‌توان به صورت شبکه‌ای از روابط در نظر گرفت که نه تنها میان شرکت و مالکان آنها (سهامداران) برقرار است، بلکه میان شرکت و ذی‌نفعان زیادی از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و... وجود دارد (حساس‌یگانه، ۱۳۸۷). چنین دیدگاهی در قالب نظریه ذی‌نفعان دیده می‌شود. تعاریف محدود اساساً برای مقایسه میان کشوری مناسب‌اند و قوانین هر کشور، نقش تعیین‌کننده‌ای در سیستم

راهبری شرکتی دارد. تعریف‌های گسترده‌تر راهبری شرکتی، بر سطح پاسخگویی وسیع‌تری نسبت به سهامداران و سایر ذی‌نفعان تأکید می‌کنند. تعریف‌های تریگر (۱۹۸۴)، مگینسون (۱۹۹۴) و رابرت مانگز و نل مینو (۱۹۹۵) که بر گروه بیشتری از ذی‌نفعان تأکید دارند، نزد صاحب‌نظران از مقبولیت بیشتری برخوردار است (حساس‌یگانه، ۱۳۸۴).

این تفکر و نگاه سنتی که توزیع مالکیت سهام شرکت اثری بر ارزش شرکت ندارد، با مطالعات جنسن و مک‌لینگ به چالش کشیده شد. این مطالعات پیش‌بینی کردند ارزش شرکت تابعی از چگونگی تخصیص سهام بین افراد درونی (مانند مدیران) و بیرونی (مانند سرمایه‌گذاران نهادی) شرکت است. کورت و همکارانش درباره اهمیت نقش سرمایه‌گذاران بزرگ بر ارزش شرکت مطالعه کردند. جنسن معتقد است تملک سهام بیشتر توسط مدیریت و هیئت‌مدیره، سبب بهبود ارزش شرکت می‌شود. ماگ به این نتیجه رسید که استفاده سرمایه‌گذاران نهادی از توانایی‌هایشان برای نظارت بر مدیریت و عملکرد شرکت، تابعی از میزان سرمایه‌گذاری آنها است. هر چه سطح مالکیت نهادی بیشتر باشد، نظارت بر مدیریت بهتر انجام می‌شود و این به معنای ارتباط مستقیم است. کاراتاناسیس و دراکوس دریافتند بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت با استفاده از شاخص کیو - تویینز، رابطه مثبت معناداری ایجاد می‌شود و ساختار مالکیت بر ارزش شرکت مؤثر است (حساس‌یگانه، مرادی و اسکندر، ۱۳۸۷).

مطالعات مختلف نشان می‌دهد چنانچه مدیران جزئی از سهامداران شرکت باشند، انگیزه آنان برای نظارت بیشتر می‌شود؛ زیرا هر چه سهم مالکیت مدیر بیشتر شود، برای افزایش ارزش شرکت بیشتر تلاش می‌کند (مجتهدزاده، ۱۳۹۰).

نظام راهبری کارآمد، نظامی است که با افزایش هزینه‌های ناشی از سوء رفتار مدیریت، هزینه‌های نظارت بر او را کاهش دهد. این نظام نه تنها منافع سهامداران را تضمین می‌کند، بلکه موجب پاسخگویی بنگاه در برابر طلبکاران، بانک‌ها، مصرف‌کنندگان و نهایتاً جامعه می‌شود. پاسخگویی، شفافیت و حمایت از حقوق ذی‌نفعان، از مهم‌ترین شاخص‌های نظام راهبری کارآمد است. برابر اصل پاسخگویی، هر کسی که به نام شخص یا گروهی عملی را انجام می‌دهد، باید به همان شخص یا گروه گزارش دهد و به نوعی در برابر آنها مسئول باشد. در بنگاه‌های دولتی، نظام پاسخگویی تا حدودی به هم می‌خورد؛ زیرا به سختی می‌توان تشخیص داد که مالکان اصلی شرکت چه کسانی هستند، دولت یا ملت؟ برای اینکه مدیر پاسخگو باشد، باید تعریفی توافق‌شده از وظایف محوله، ارزیابی عملکرد، کنترل منابع، سیستم‌های نظارتی و گزارش‌دهی و در نهایت، مشوق‌ها و محدودیت‌ها وجود داشته باشد. این مهم می‌تواند از طریق ایجاد نظام راهبری شرکتی فراهم شود. در سیطره نظام راهبری کارآمد، مدیران شرکت‌ها مایل‌اند با افشای اطلاعات از

مجرای صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه، هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهند و بر ارزش شرکت بیفزایند (مجتهدزاده و اثنی‌عشری، ۱۳۹۱).

میزان استقلال اعضای هیئت‌مدیره، یکی از عواملی است که بر کارایی هیئت‌مدیره می‌افزاید. در بسیاری از تحقیقات حسابداری برای کمی‌سازی این شاخص، از نسبت مدیران غیرموظف به کل اعضای هیئت‌مدیره استفاده شده است. اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره، کارشناسان خبره‌ای هستند که در کنترل و تصمیم‌گیری، عملکرد ماهرانه‌ای دارند. این افراد در شرکت مسئولیت اجرایی ندارند و حقوق ماهانه دریافت نمی‌کنند. در مطالعات بسیاری ثابت شده است حضور مدیران غیراجرایی در هیئت‌مدیره، اثرهای مثبتی بر عملکرد و ارزش آفرینی شرکت‌ها می‌گذارد (برادران حسن‌زاده و همکاران، ۱۳۹۱).

نویسی و نایکر (۲۰۰۶) در پژوهشی به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و ارزش شرکتی، در نیوزیلند پرداختند. یافته‌های پژوهش آنها حاکی از این است که تملک سهام از طریق سرمایه‌گذاران نهادی در سطح پایین‌تر مالکیت، رابطه مثبتی با ارزش شرکت دارد؛ هرچند با افزایش مالکیت سهام، تأثیر آن بر ارزش شرکت منفی می‌شود. در نتیجه ارتباط بین ارزش شرکت و نهادها تا سطح مشخصی از تملک سهام، اثر مثبتی بر ارزش شرکت دارد و مالکیت سهام فراتر از آن سطح، بر ارزش شرکت تأثیر منفی خواهد داشت.

چونگ و همکاران (۲۰۱۱)، به بررسی سازوکارهای نظام راهبری شرکتی، سرمایه‌گذاری و ارزشیابی شرکت در بازارهای آسیا پرداختند و به این نتیجه رسیدند راهبری خوب شرکت به تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بهتر و کاراتر منجر می‌شود.

نصرم محمد (۲۰۱۳) در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی، تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، تصمیم‌های تأمین مالی و سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت‌های تولیدی پذیرفته در بورس اوراق بهادار اندونزی پرداخت و نتیجه گرفت ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت تأثیر مثبت دارد.

قنبری (۱۳۸۷) در پژوهشی به بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های سهامی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج تجزیه‌وتحلیل‌ها نشان داد نسبت حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره و شفافیت اطلاعاتی بر عملکرد شرکت‌ها تأثیری ندارد، اما وجود حسابرس داخلی و سرمایه‌گذاران نهادی رابطه‌ای مستقیم و مثبت با عملکرد دارد.

حساس‌یگانه و همکارانش (۱۳۸۷) رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت را بررسی کردند. به‌طور کلی یافته‌های این پژوهش شواهدی از تأثیر مثبت سرمایه‌گذاران نهادی بر ارزش شرکت به‌دست می‌دهد که مؤید فرضیه نظارت کارآمد است و بیان می‌کند سرمایه‌گذاران نهادی،

ضمن برخورداری از محرک‌هایی برای بهبود عملکرد، توان تنبیه مدیرانی که در جهت منافعشان حرکت نمی‌کنند را نیز دارند.

کرمی و بیک‌بشروی (۱۳۹۰) در پژوهشی با عنوان «راهبری شرکتی و ارزشیابی شرکت: مدلی با استفاده از شبکه عصبی مصنوعی»، دریافتند استفاده از سازوکارهای راهبری شرکتی به‌مثابه بخش سایر اطلاعات در مدل اولسون، سبب افزایش قدرت توضیح‌دهندگی مدل ارزشیابی مذکور می‌شود و استفاده از شبکه عصبی مصنوعی نسبت به روش حداقل مربعات معمولی برای تحلیل روابط بین متغیرها، قدرت توضیح‌دهندگی و دقت مدل را افزایش می‌دهد.

خدادادی و تاکر (۱۳۹۱) به بررسی تأثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی شامل تمرکز مالکیت، سرمایه‌گذاران نهادی، مالکیت دولتی، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و درصد مدیران غیرموظف بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌های بورسی پرداختند. نتایج این پژوهش رابطه مثبت و معناداری میان تمرکز مالکیت و مالکیت دولتی با عملکرد و ارزش شرکت‌ها گزارش می‌دهد. سرمایه‌گذاران نهادی عمده با ارزش شرکت رابطه مثبتی نشان می‌دهد، اما با عملکرد شرکت رابطه منفی دارد. دوگانگی وظیفه مدیرعامل با ارزش شرکت رابطه منفی معناداری نشان می‌دهد، اما با عملکرد شرکت‌ها رابطه معناداری ندارد. همچنین ساختار حاکمیت شرکتی که شامل تمام ویژگی‌های ساختاری بررسی‌شده در این پژوهش بود، با ارزش شرکت و عملکرد آن رابطه مثبت و معناداری گزارش می‌دهد.

برادران حسن‌زاده و همکارانش (۱۳۹۱) به بررسی رابطه بین برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی با ارزش ایجادشده برای سهامداران و ارزش افزوده اقتصادی پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد از هشت سازوکار حاکمیت شرکتی بررسی‌شده، چهار سازوکار میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت سهامداران نهادی، ساختار سرمایه و میزان سهام شناور آزاد با ارزش ایجادشده برای سهامداران رابطه دارند. همچنین از هشت سازوکار حاکمیت شرکتی، سه سازوکار میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت سهامداران نهادی و میزان سهام شناور آزاد با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارند.

با توجه به آنچه بیان شد، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر مطرح می‌شود:

فرضیه اول: سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر ارزش شرکت تأثیر دارند.

فرضیه دوم: سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارند.

فرضیه سوم: سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر رابطه بین کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت تأثیر دارند.

روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری پژوهش، تمام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۶ تا پایان سال ۱۳۹۱ است. به دلیل گستردگی حجم جامعه آماری و دشواری‌های خاص آن و همچنین برخی ناهماهنگی‌ها میان اعضای جامعه، نمونه آماری پژوهش به روش حذف نظام‌مند با در نظر گرفتن شرایط زیر انتخاب شده است:

تمام شرکت‌هایی که از ابتدای سال ۱۳۸۶ تا پایان سال ۱۳۹۱ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شدند و به‌طور همزمان از ویژگی‌های زیر برخوردارند:

۱. سال مالی شرکت به ۲۹ اسفند ختم شود و شرکت در دوره مطالعه، سال مالی خود را تغییر نداده باشد و در بازه زمانی پژوهش از شرکت‌های فعال بورس محسوب شود؛
۲. جزء بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، مادر شرکت‌ها، بانک‌ها و لیزینگ‌ها) نباشد؛
۳. اطلاعات لازم برای محاسبه متغیرهای پژوهش در بازه زمانی پژوهش در دسترس باشد؛
۴. وقفه معاملاتی بیش از شش ماه نداشته باشد.

بدین ترتیب با توجه به محدودیت‌های ذکرشده، ۱۳۲ شرکت برای نمونه پژوهش بررسی شدند.

متغیرهای پژوهش و نحوه سنجش آنها

این پژوهش رابطه بین نظام راهبری شرکتی و ارزش شرکت را با تأکید بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بورسی بررسی می‌کند. برای این کار از تحلیل‌های رگرسیونی تلفیقی / ترکیبی در قالب مدل‌های رگرسیونی زیر استفاده شده است.

$$QTOBIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IO_{i,t} + \beta_2 IB_{i,t} + \beta_3 MO_{i,t} + \beta_4 FF_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 LIQ_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$IE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IO_{i,t} + \beta_2 IB_{i,t} + \beta_3 MO_{i,t} + \beta_4 FF_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 LIQ_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$QTOBIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IO_{i,t} \times IE_{i,t} + \beta_2 IB_{i,t} \times IE_{i,t} + \beta_3 MO_{i,t} \times IE_{i,t} + \beta_4 FF_{i,t} \times IE_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 LIQ_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

جدول ۱. تعریف متغیرهای عملیاتی

نام متغیر	تعریف عملیاتی
درصد مالکیت نهادی (IO)	درصد سهام تحت تملک اشخاص حقوقی، مانند بانکها، بیمهها، شرکت‌های مادر، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت‌شده در سازمان بورس و اوراق بهادار.
درصد مالکیت مدیریتی (MO)	میزان درصد سهام مدیریتی (اعم از اشخاص حقیقی و حقوقی) که از یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی مجموع درصد سهام مدیریتی مشخص می‌شود.
استقلال هیئت‌مدیره (IND)	نسبت مدیران غیر موظف هیئت‌مدیره به کل اعضای هیئت‌مدیره.
سهام شناور آزاد (FFS)	مقدار سهامی است که انتظار می‌رود در آینده نزدیک معامله شود.
کارایی سرمایه‌گذاری	بر اساس پژوهش وردی (۲۰۰۶) فروش نماندن برای تخمین و برآورد فرصت‌های سرمایه‌گذاری مورد انتظار در نظر گرفته می‌شود.
	$Investment_{i,t} = \beta_{i,t} + \beta_{i,t} Growth_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$ <p>پسماندهای مثبت (انحراف مثبت از سرمایه‌گذاری موردانتظار)، بیانگر انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی یا همان سرمایه‌گذاری بیش از حد است. پسماندهای منفی (انحراف منفی از سرمایه‌گذاری موردانتظار) نشان‌دهنده گذر از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت یا در واقع سرمایه‌گذاری کمتر از حد است.</p> <p>اگر $\varepsilon_{i,t} > 0$ باشد؛ سرمایه‌گذاری کمتر از حد (پسماندهای منفی مدل سرمایه‌گذاری) اگر $\varepsilon_{i,t} < 0$ باشد؛ سرمایه‌گذاری بیش از حد (پسماندهای مثبت مدل سرمایه‌گذاری)</p>
ارزش شرکت (Q-Toobin)	در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری ارزش شرکت از شاخص کیو توبین استفاده می‌شود که از تقسیم ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت به شکل زیر محاسبه می‌شود (مک‌کنل و سرواس، ۱۹۹۰):
	$Q - Toobin's = \frac{\text{تعداد سهام در دست سهامداران} \times \text{ارزش بازار هر سهم} + \text{ارزش دفتری کل بدهی‌ها}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی‌ها شرکت}}$
اندازه شرکت (Size)	از طریق لگاریتم فروش کل شرکت اندازه‌گیری می‌شود.
نسبت بدهی (LEV)	از تقسیم جمع کل بدهی‌ها به جمع کل دارایی‌ها به دست می‌آید.
نسبت نقدینگی (LIQ)	نسبت جاری است و از طریق تقسیم دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری محاسبه می‌شود.

تمام روش‌های آماری در محیط نرم‌افزار Eviews انجام گرفته است.

آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۲ درج شده است.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	نسبت کیوتوبین	کارایی سرمایه‌گذاری	میزان مالکیت نهادی	استقلال هیئت مدیره	میزان مالکیت مدیریتی	میزان سهام آزاد شناور	اندازه شرکت	نسبت بدهی	نسبت نقدینگی
تعداد	۷۹۲	۷۹۲	۷۹۲	۷۹۲	۷۹۲	۷۹۲	۷۹۲	۷۹۲	۷۹۲
میانگین	۲/۶۲	۰/۰۴	۰/۷۵	۰/۳۹	۰/۰۹	۰/۲۳	۱۳/۱۶	۰/۶۰	۱/۳۰
میانه	۱/۹۶	۰/۰۳	۰/۸۰	۰/۴۰	۰/۰۴	۰/۲۰	۱۳/۰۷	۰/۶۲	۱/۲۱
بیشینه	۹/۵۴	۰/۲۰	۰/۹۹	۱	۰/۳۸	۰/۵۵	۱۸/۴۹	۰/۹۳	۳/۵۳
کمینه	۰/۱۵	۰/۰۰۱	۰/۰۸	۰	۰	۰/۰۱	۹/۱۶	۰/۱۰	۰/۲۲
انحراف معیار	۲/۶۴	۰/۰۴	۰/۱۷	۰/۳۷	۰/۱۵	۰/۱۴	۱/۴۴	۰/۱۷	۰/۵۷
ضریب تغییرات	۱/۰۱	۱	۰/۲۳	۰/۹۴	۱/۶۷	۰/۶۱	۰/۱۱	۰/۲۸	۰/۴۴

با مقایسه ضریب تغییرات سازوکارهای نظام راهبری شرکتی (حاصل از تقسیم انحراف معیار بر میانگین)، نسبت کیوتوبین و کارایی سرمایه‌گذاری، مشخص شد نسبت کیوتوبین و کارایی سرمایه‌گذاری نسبت به سازوکارهای نظام راهبری شرکتی، ضریب تغییرات نسبتاً بیشتری دارند؛ به این معنا که در حالت کلی و به‌طور نسبی، سازوکارهای نظام راهبری شرکتی در مقایسه با ارزش شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری، از ثبات و پایداری بیشتری برخوردار است. بنابراین ارزش شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری باید علاوه بر سازوکارهای نظام راهبری شرکتی، تحت تأثیر عوامل دیگری نیز باشد که در این پژوهش به آنها متغیرهای کنترلی گفته می‌شود. از میان متغیرهای کنترلی پژوهش، متغیر نسبت نقدینگی بیشترین پراکندگی و در نتیجه کمترین ثبات و پایداری را طی دوره پژوهش نشان می‌دهد. در مقابل، در متغیر اندازه شرکت کمترین پراکندگی مشاهده می‌شود.

آمار استنباطی

نتایج آماره جارک برا حاکی از نرمال بودن متغیرهای نسبت کیوتوبین (ارزش شرکت) و کارایی سرمایه گذاری است.

جدول ۳. آزمون نرمال بودن متغیرهای تحقیق

متغیرها	نسبت کیوتوبین	کارایی سرمایه گذاری	میزان مالکیت نهادی	استقلال هیئت مدیره	میزان مالکیت مدیریتی	میزان سهام آزاد شناور	اندازه شرکت	نسبت بدهی	نسبت نقدینگی
تعداد	۷۹۲	۷۹۲	۷۹۲	۷۹۲	۷۹۲	۷۹۲	۷۹۲	۷۹۲	۷۹۲
مقدار آماره جارک برا	۲/۳۰۹	۳/۴۶۲	۶۶۶	۸۴/۴	۳۶۸	۶۲/۱	۱۸۶	۱۴/۸	۵۴۶
احتمال آماره جارک برا	۰/۳۱۵	۰/۱۷۷	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰

آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

قبل از تخمین مدل های رگرسیونی برای آزمون فرضیه پژوهش، به انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیونی پرداخته می شود. ابتدا با استفاده از آزمون F لیمر به انتخاب مدل داده های تلفیقی در برابر مدل داده های ترکیبی پرداخته خواهد شد. چنانچه مقدار احتمال آماره F لیمر کمتر از سطح معناداری ۵ درصد باشد، استفاده از روش داده های تلفیقی منتهی است. در غیر این صورت اگر سطح معناداری از ۵ درصد بیشتر باشد، استفاده از روش داده های تلفیقی مناسب است.

اگر مدل داده های تلفیقی در برابر داده های ترکیبی انتخاب نشود، آزمون هاسمن به منظور انتخاب الگوی اثرهای ثابت داده های ترکیبی در برابر الگوی اثرهای تصادفی داده های ترکیبی اجرا می شود. چنانچه مقدار احتمال آماره هاسمن کمتر از سطح معناداری ۵ درصد باشد، دلیل کافی برای رد الگوی اثرهای ثابت نداریم و برای آزمون فرضیه مذکور باید از الگوی اثرهای ثابت استفاده کنیم. در غیر این صورت اگر سطح معناداری از ۵ درصد بیشتر باشد، استفاده از الگوی اثرهای تصادفی مناسب است.

نتیجه آزمون F لیمر در جدول ۴ درج شده است. مقدار احتمال آماره F لیمر در جدول ۴ برای هر سه فرضیه کمتر از سطح معناداری ۵ درصد است، بنابراین برای آزمون فرضیه‌ها استفاده از روش داده‌های تلفیقی منتفی است.

جدول ۴. انتخاب داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های ترکیبی

فرضیه‌ها	احتمال آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار آماره آزمون	نوع آزمون
اول	۰/۰۰۰۳	(۱۳۱ و ۶۵۳)	۱/۵۵	F لیمر
دوم	۰/۰۰۰۰	(۱۳۱ و ۶۵۳)	۷/۰۴	F لیمر
سوم	۰/۰۰۰۲	(۱۳۱ و ۶۵۳)	۱/۵۶	F لیمر

از آنجا که مدل داده‌های ترکیبی انتخاب شده است، در ادامه به اجرای آزمون هاسمن به منظور انتخاب الگوی اثرهای ثابت در برابر الگوی اثرهای پرداخته می‌شود. نتیجه آزمون هاسمن در جدول ۵ آمده است. مقدار احتمال آماره هاسمن برای هر سه فرضیه در جدول ۵ کمتر از سطح معناداری ۵ درصد است، بنابراین دلیل کافی برای رد الگوی اثرهای ثابت وجود ندارد و برای آزمون فرضیه‌ها باید از الگوی اثرهای ثابت استفاده کرد.

جدول ۵. انتخاب الگوی اثرهای ثابت در برابر الگوی تصادفی

فرضیه‌ها	احتمال آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار آماره آزمون	نوع آزمون
اول	۰/۰۴۲۱	۷	۱۴/۵۶	هاسمن
دوم	۰/۵۸۱۶	۷	۵/۶۵	هاسمن
سوم	۰/۰۵۷۳	۷	۱۳/۶۷	هاسمن

یافته‌های پژوهش

نتایج آزمون فرضیه اول به شرح جدول ۶ است. نتایج ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در کل دوره پژوهش، حدود ۲۴ درصد از تغییرات ارزش شرکت تحت تأثیر سازوکارهای نظام راهبری شرکتی و متغیرهای کنترلی بوده است. نتایج آماره چارک برا نشانگر نرمال بودن باقی مانده‌های رگرسیونی مدل مذکور است. با توجه به معنادار نبودن تأثیر سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر ارزش شرکت، فرضیه اول تأیید نمی‌شود.

جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه اول

متغیرها	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره t	احتمال آماره t
مقدار ثابت	۷/۷۱	۱/۸۷	۰/۰۶۱۶
میزان مالکیت نهادی	-۲/۳۶	-۰/۹۱	۰/۳۶۴۱
استقلال هیئت مدیره	-۰/۱۳	-۰/۴۲	۰/۶۷۳۳
میزان مالکیت مدیریتی	۱/۱۳	۰/۷۸	۰/۴۳۷۹
میزان سهام آزاد شناور	-۱/۵۱	-۰/۴۴	۰/۶۵۷۸
اندازه شرکت	-۰/۰۹	-۰/۴۰	۰/۶۸۶۸
نسبت بدهی	-۱/۹۹	-۱/۲۲	۰/۲۲۳۵
نسبت نقدینگی	-۰/۳۹	-۰/۹۷	۰/۳۳۰۳
ضریب تعیین	۰/۳۷	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۴
باقی مانده مقدار چارک برا	۱/۴۸	باقی مانده احتمال چارک - برا	۰/۴۸
احتمال آماره F	۰/۰۰۰	آماره دوربین - واتسون	۲/۱۷

نتایج آزمون فرضیه دوم در جدول ۷ درج شده است.

جدول ۷. نتایج آزمون فرضیه دوم

متغیرها	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره t	احتمال آماره t
مقدار ثابت	۰/۰۷	۱/۸۹	۰/۰۵۸۵
میزان مالکیت نهادی	۰/۰۲	۰/۷۳	۰/۴۶۶۲
استقلال هیئت مدیره	۰/۰۰۰۰۲	۰/۰۰۵	۰/۹۹۹۶
میزان مالکیت مدیریتی	-۰/۰۲	-۱/۰۶	۰/۲۹۱۴
میزان سهام آزاد شناور	-۰/۰۱	-۰/۳۳	۰/۷۴۰۰
اندازه شرکت	۰/۰۰۱	۰/۵۸	۰/۵۶۱۷
نسبت بدهی	-۰/۰۵	-۳/۰۷	۰/۰۰۲۲
نسبت نقدینگی	-۰/۰۲	-۳/۹۹	۰/۰۰۰۱
ضریب تعیین	۰/۰۳	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۲
باقی مانده مقدار چارک برا	۱/۰۷	باقی مانده احتمال چارک - برا	۰/۵۹
احتمال آماره F	۰/۰۰۳۲	آماره دوربین - واتسون	۱/۶۴

نتایج آزمون فرضیه دوم حاکی از تأثیر منفی نسبت بدهی و نسبت نقدینگی بر معیار معکوس کارایی سرمایه‌گذاری است. به بیان دیگر، شرکت‌هایی که در ساختار سرمایه بدهی زیادی دارند و همچنین شرکت‌هایی که به دلیل کارایی کمتر نقدینگی زیادی دارند، در سرمایه‌گذاری از کارایی بیشتری برخوردارند.

علاوه بر آن، ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد در کل دوره پژوهش فقط ۲ درصد از تغییرات کارایی سرمایه‌گذاری تحت تأثیر سازوکارهای نظام راهبری شرکتی و متغیرهای کنترلی است. نتایج آماره جارک برا نشان دهنده نرمال بودن باقی مانده‌های رگرسیونی مدل مذکور است. با توجه به معنادار نبودن تأثیر سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری، فرضیه دوم هم تأیید نمی‌شود. نتایج آزمون فرضیه سوم در جدول ۸ نشان داده شده است.

جدول ۸. نتایج آزمون فرضیه سوم

متغیرها	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره t	احتمال آماره t
مقدار ثابت	۱۰/۵۲	۸/۹۵	۰/۰۰۰۰
میزان مالکیت نهادهای در کارایی سرمایه‌گذاری	۴/۱۱	۱/۱۶	۰/۳۴۵۷
استقلال هیئت‌مدیره در کارایی سرمایه‌گذاری	-۲/۶۶	-۰/۷۰	۰/۴۸۱۴
میزان مالکیت مدیریتی در کارایی سرمایه‌گذاری	-۶/۰۴	-۰/۶۸	۰/۴۹۴۰
میزان سهام آزاد شناور در کارایی سرمایه‌گذاری	۵/۶۹	۰/۵۷	۰/۵۷۰۵
اندازه شرکت	-۰/۷۴	۱۰/۵۴	۰/۰۰۰۰
نسبت بدهی	۱/۸۸	۲/۴۲	۰/۰۱۵۸
نسبت نقدینگی	۰/۴۲	۱/۸۸	۰/۰۶۲۲
ضریب تعیین	۰/۱۳	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۲
باقی مانده مقدار جارک برا	۰/۸۳	باقی مانده احتمال جارک - برا	۰/۶۶
احتمال آماره F	۰/۰۰۰	آماره دوربین - واتسون	۱/۸۱

نتایج ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد در کل دوره پژوهش، حدود ۱۲ درصد از تغییرات ارزش شرکت تحت تأثیر اثر تعاملی سازوکارهای نظام راهبری شرکتی در کارایی سرمایه‌گذاری و متغیرهای کنترلی بوده است. نتایج آماره جارک برا نشانگر نرمال بودن باقی مانده‌های رگرسیونی مدل مذکور است. با توجه به معنادار نبودن تأثیر اثر تعاملی سازوکارهای نظام راهبری شرکتی در کارایی سرمایه‌گذاری بر ارزش شرکت، فرضیه سوم نیز به تأیید نمی‌رسد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این پژوهش به بررسی تأثیر نظام راهبردی شرکتی بر ارزش شرکت با تأکید بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ با نمونه آماری ۱۳۲ شرکت پرداخته شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد سازوکارهای نظام راهبردی شرکتی بر ارزش شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری ندارد. همچنین سازوکارهای نظام راهبردی شرکتی بر ارتباط بین کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت تأثیر معناداری ندارند. با نگاهی گذرا به مبانی نظری پژوهش، شرکت‌هایی که از نظام راهبردی بالقوه‌ای برخوردارند، اهمیت ارزش شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری در آنها بیشتر احساس می‌شود. بنابراین، نظام راهبردی شرکتی می‌تواند نقشی در بهبود ارزش شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت ایفا کند. انتظار می‌رود نظام راهبردی شرکتی بتواند یکی از عوامل تأثیرگذار بر ارزش شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های تحت بررسی این پژوهش باشد، اما مطالب مذکور با نتایج پژوهش تناقض دارد؛ چرا که با توجه به نتایج پژوهش، در بورس اوراق بهادار ایران، ارزش شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری تحت تأثیر نظام راهبردی شرکتی قرار نمی‌گیرد. در تحلیل این مطلب می‌توان گفت به نظر می‌رسد در بازار سرمایه ایران، سهامداران نهادی به مسئله ارزش شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری نظارت کارآمدی ندارند و یکی از دلایل آن را می‌توان در ناآگاهی مالکان نهادی و مدیران غیرموظف از وظایف سازمانی دانست. این مدیران خود را مسئول پاسخگویی در قبال نهادهای پاسخ‌خواه نمی‌دانند. لذا وظایف نظارتی خود را به نحو شایسته‌ای انجام نمی‌دهند. حضور این مدیران در ترکیب اعضای هیئت‌مدیره جنبه تشریفاتی دارد، در نتیجه نمی‌توانند نقش مؤثری در امر راهبردی شرکت‌ها ایفا کنند و سبب تغییرات ارزش شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری شوند. به بیانی، با توجه به اینکه سهامداران نهادی در بازار سرمایه ایران در موقعیتی قرار نمی‌گیرند که بتوانند وظایف سازمانی خودشان را به خوبی اعمال کنند، در نتیجه کارهای نظارتی و کنترلی از طرف سهامداران نهادی بر مدیریت شرکت‌ها مهم جلوه نمی‌کند و این عامل سبب می‌شود تأثیرگذاری سهامداران نهادی بر کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت در کانون توجه نباشد.

ضمن آنکه شرکت‌هایی که عمده سهامدارانش را همان اعضای هیئت‌مدیره شرکت شکل می‌دهد یا به بیانی دیگر، شرکت‌هایی که اعضای هیئت‌مدیره از میان سهامداران عمده شرکت انتخاب شده است، اهمیت مفهوم ارزش شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری برای آنها ناشناخته است. با توجه به اینکه در بازار سرمایه ایران، مفهوم ارزش شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری برای مدیران شرکت‌ها درست تبیین و تشریح نشده است، مفاهیم مذکور متوجه واکنش مدیران شرکت‌های

ایرانی نیست و از جانب مدیران، اهتمام و کوشش بیشتری برای راهبری مناسب شرکت و در نتیجه تحت تأثیر قرار گرفتن ارزش شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری صرف‌نشده یا انجام نگرفته است.

نتیجه دیگر پژوهش حاکی از تأثیرگذار نبودن سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر رابطه بین کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت است. با توجه به مبانی نظری پژوهش، می‌توان به اهمیت نظام راهبری شرکتی بر رابطه بین کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت پی برد و آن متغیر را محرکی برای کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت دانست. نتایج پژوهش با چارچوب نظری پژوهش و همچنین با نتایج پژوهش‌های خارجی سنخیتی ندارد. برای توجیه این ناهماهنگی نمی‌توان وضعیت بازار سرمایه ایران را نادیده گرفت. پس نمی‌توان نظام راهبری را عامل مؤثری بر کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت در بازار سرمایه ایران دانست. بنابراین نقش نظام راهبری شرکتی در بورس ایران اهمیت چندانی در ارزیابی کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت ندارد. به بیانی، نظام راهبری شرکتی در ارتباط با کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت در بورس اوراق بهادار ایران نقشی ایفا نمی‌کند و سازوکار کاملاً بی‌اثری تلقی می‌شود.

نتایج این پژوهش مغایر با یافته‌های نویسی و نایکر (۲۰۰۶) (تأثیر مثبت و معنادار مالکیت سهام تا سطح مشخصی بر ارزش شرکت و تأثیر منفی و معنادار مالکیت سهام فراتر از آن سطح بر ارزش شرکت)، لاروکا (۲۰۰۷) (تأثیر معنادار راهبری شرکتی بر ارتباط بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت) و زهینگ (۲۰۰۸) (تأثیر مثبت و معنادار راهبری شرکتی بر ارتباط بین کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت) است، اما با یافته حساس‌یگانه و قنبری (۱۳۸۷) مبنی بر تأثیرگذار نبودن نسبت اعضای غیرموظف بر عملکرد شرکت، سازگاری دارد.

نتایج پژوهش‌های خارجی متفاوت از نتایج پژوهش‌های ایران است. دلیل این امر را می‌توان وضعیت محیطی ایران دانست. با استناد به نتایج پژوهش، به‌طور کلی می‌توان گفت نظام راهبری شرکتی در شرکت‌های ایرانی، بازارهای سرمایه و محافل علمی، هنوز در ابتدای راه خود است و با مفهوم حاکمیت در سایر کشورها فاصله بسیاری دارد.

با تحلیل نتایج پژوهش، می‌توان پیشنهادهای زیر را مطرح کرد:

هرچند نتایج فرضیه‌های پژوهش به کشف تأثیر نظام راهبری شرکتی بر ارزش شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری منجر نشد و مغایر با چارچوب نظری بود، به اعتباردهندگان، سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و سایر ذی‌نفعان پیشنهاد می‌شود توجه بیشتری به نظام راهبری شرکتی داشته باشند و آن را در مدل‌های تصمیم‌گیری خود لحاظ کنند.

با توجه به یافته‌های پژوهش، به‌طور کلی می‌توان گفت نظام راهبری شرکتی (استقلال هیئت‌مدیره، مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و مالکیت سهام شناور آزاد) بررسی شده و تأکید شده در نظام‌نامه راهبری شرکتی مصوب بورس تهران، سبب بهبود ارزش شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری در ایران نشده است. به بیانی با توجه به نتایج پژوهش، به نظر می‌رسد ویژگی‌های بیان شده در این نظام‌نامه، نمی‌تواند در بستر خاص فرهنگی و اقتصادی ایران، سبب بهبود کیفیت ارزش شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری شود که این موضوع زنگ هشدار برای سیاست‌گذاران سازمان بورس است و به آنها پیشنهاد می‌شود به بررسی و مذاقه اثر بخشی و کارایی نظام‌نامه راهبری ایران بپردازند.

References

- Badavar Nahandi, Y. & Tagizadeh, V. (2013). The Relationship between Audit Quality and Investment Efficiency. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 20 (2):19-42. (in Persian)
- Baradarn Hasanzadeh, R., Badavr Nahandi, Y. & Hosein Babaie, G. (2012). A Survey of the relationship between Corporate Governance with Created Shareholder Value (CSV) and Economic Value Added (EVA). *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 19(68):1-16. (in Persian)
- Beiner, S. & Schmid, M. & Drobetz, W. & Zimmermann, H. (2005). An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation. *European Financial Management*, 12(2): 249-283.
- Biddle, G., Gilles, H., Rodrigo, S. & Verdi. (2009). How does Financial Reporting Quality relate to investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 48 (2-3): 112-131.
- Biddle, G. & Gilles, H. (2006). Accounting Quality and Firm – level capital Investment. *the Accounting Review*, 81(5): 963-982.
- Biddle, G. & Gilles, H. (2007). How Does Financial Accounting Quality Improve Investment? *The Accounting Review*, 52: 369–378.
- Black, S. (2001). The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms. *Emerging Markets Review*, 2 (2): 89-108.
- Chong-En, B., Liu, Q., Lu, J., Song, F.M. & Zhang, J. (2005). An empirical Study on Corporate Governance and Market Valuation in China, *Economic Research Journal*, 2: 83-111.

- Chung, K. & Zhang, H. (2011). Corporate governance and institutional ownership. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46 (1): 247-273.
- Diadar, H., Mansourfar, G. & Kafami, M. (2015). The impact of corporate governance mechanisms on the tax gap of listed companies in Tehran Stock Exchange. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 21(4): 409-430. (in Persian)
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. & Schipper, K. (2005). The Market pricing Of Accruals Quality. *Journal of Accounting and Economics*, 15: 295-327.
- Ghanbari, F. (2008). The effect of corporate governance mechanisms on performance of firms listed in Tehran Stock Exchange. Alzahra University, Tehran. (in Persian)
- Gompers, P., Ishii, J. & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices Quarterly. *Journal of Economics, forthcoming*, 118 (1): 107-155.
- Hassas Yeghaneh, Y., Moradi, M. & Eskandar, H. (2008). The Relationship between Institutional Investors and Corporate Value. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 15(3): 107-122. (in Persian)
- Hassas Yeghaneh, Y. & Yazdani, N. (2007). The effect of corporate governance in reducing earnings management. *Journal of Accounting Studies*, 17: 151-172. (in Persian)
- Hassas Yeghaneh, Y. (2005). Concepts of Corporate Governance. *Journal of Accounting*, 167: 30-33. (in Persian)
- Hassas Yeghaneh, Y. (2006). Corporate Governance in Iran. *Journal of Auditor*, 8(32): 32-40. (in Persian)
- Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, *Journal of Finance*, 48(3): 831-880 .
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Managerial and Decision Economics*, 25: 537-547.
- Karami, G. & Beik Boshrouyeh, S. (2011). Corporate Governance and Equity Valuation: The Model by Using Artificial Neural Network. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 18(64): 129-150. (in Persian)
- Khodadadi, V. & Takor, R. (2012). Investigation the impact corporate governance structure on financial Performance and valuation in public firms. *Journal of Accounting and Auditing Researches*, 15: 88-102. (in Persian)

- Klapper, L. & Inessa, L. (2003). Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets. *World Bank Working*: WPS 2818.
- McKnight, P. J. & Weir, C. (2009). Agency Costs, Corporate Governance Mechanisms and Ownership Structure in Large UK Publicly Quoted Companies: A Panel Data Analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49 (2): 139-158.
- Mojtahedzadeh, V. & Esna Ashari, H. (2012). The Relationship between Earnings Quality and corporate governance and Reformed Laws and Regulations in Public companies transformed through Privatization. *Journal of Accounting and Auditing Researches*, 15: 42-60. (in Persian)
- Mojtahedzadeh, V. (2011). The relationship between agency theory and management ownership. *Journal of Accounting and Auditing Researches*, 10: 1-10. (in Persian)
- 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.
- Navissi, F. & Naiker, V. (2006). Institutional Ownership and corporate value, *Managerial Finance*, 32 (3): 247- 256.
- Vakilifard, H. & Bavandpour, L. (2008). The effect of corporate governance on the performance of listed companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Studies*, 8: 119-139. (in Persian)
- Verdi, S. (2006). *Financial Reporting Quality and Investment Efficiency*, A Dissertation, University of Pennsylvania, USA.