



The effect of audit quality on the relationship between corporate governance and investment efficiency

Ehsan Rajae Zadeh Harandi^{1*}, Elham Moghis²

¹M. A. in Accounting, University of Shahab Danesh, Qom, Iran

²M. A. in Accounting, University of Sobhe Sadegh, Esfahan, Iran

Abstract

The purpose of this study is to investigate the effect of corporate governance mechanism on investment efficiency and also the moderating role of audit quality among companies listed on the Tehran Stock Exchange. This research is applied in terms of purpose and descriptive-correlational in terms of research method. In other words, in this study, the existence of a relationship and correlation between variables through regression is investigated. In order to achieve the above goal, three hypotheses were formulated. Based on this, in order to test the research hypotheses, a sample consisting of 108 companies listed on the Tehran Stock Exchange in the period 2014 to 2020 was selected. To test the research hypotheses, a multivariate regression model based on composite data was used. The results of this study show that there is a positive and significant relationship between corporate governance and audit quality on investment efficiency, which means that by increasing these criteria, investment efficiency will increase. Also, there is a positive and significant relationship between corporate governance and investment efficiency with the moderating effect of audit quality.

Keywords: Investment efficiency, Corporate governance, Audit quality.

* Corresponding author: Ehsan Rajae Zadeh Harandi, Ehsanrajaezadeh@yahoo.com



تأثیر کیفیت حسابرسی بر ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری

احسان رجایی‌زاده هرندی*
الهام مغیث

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهاب دانش قم، ایران
کارشناسی ارشد حسابداری، مؤسسه آموزش عالی صبح صادق اصفهان، ایران

چکیده

هدف این پژوهش، بررسی تأثیر سازوکار حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری و همچنین نقش تعدیلگری کیفیت حسابرسی در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. این پژوهش، از لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ روش تحقیق، از نوع توصیفی - همبستگی می‌باشد. به عبارت دیگر، در این پژوهش به بررسی وجود رابطه و همبستگی بین متغیرها از طریق رگرسیون پرداخته می‌شود. به منظور دستیابی به هدف فوق، اقدام به تدوین سه فرضیه شد. بر این اساس به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، نمونه‌ای متشکل از ۱۰۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۹ انتخاب شد. جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش نیز از مدل رگرسیون چندمتغیره مبتنی بر داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج این پژوهش نشان‌دهنده آن است که بین حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ بدین معنی که با افزایش این معیارها، کارایی سرمایه‌گذاری افزایش خواهد یافت. همچنین، بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری با اثر تعدیلگری کیفیت حسابرسی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

واژگان کلیدی: کارایی سرمایه‌گذاری، حاکمیت شرکتی، کیفیت حسابرسی.

۱. مقدمه

رشد و دگرگونی سریع روابط اقتصادی، منجر به رقابت شدیدی در عرصه تجارت، صنعت و سرمایه‌گذاری شده است. لذا شرکت‌ها برای بقا و گسترش فعالیت‌های خود، نیاز به انجام سرمایه‌گذاری‌های مناسب و به‌موقع دارند. با توجه به تحولاتی که در جهان امروز رخ داده است، خصوصاً در کشورهای در حال توسعه که با تهدیدات عدیده‌ای روبه‌رو می‌باشند، این کشورها، جهت حل مشکلات اقتصادی خود نیازمند راهکارهای مناسب جهت استفاده بهتر از امکانات و ثروت‌های خدادادی خود می‌باشند. در این راستا یکی از راهکارهای مهم، بسط و توسعه سرمایه‌گذاری است (تهرانی و نوربخش، ۱۳۸۵). با توجه به محدودیت منابع، علاوه بر مسئله توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از جمله مسائل بسیار مهم می‌باشد. کارایی سرمایه‌گذاری مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش‌تر از حد مطلوب انجام شده است، ممانعت شود (جلوگیری از بیش سرمایه‌گذاری) و از سوی دیگر، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد، هدایت گردد (جلوگیری از کم سرمایه‌گذاری) (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷).

واژه «کیفیت حسابرسی» برای حسابرسان و کاربران صورت‌های مالی معانی متفاوتی دارد. کاربران زمانی حسابرسی را با کیفیت تلقی می‌کنند که حسابرس اطمینان دهد صورت‌های مالی فاقد هرگونه اشتباه و تقلب بااهمیت است. تعاریف زیادی از کیفیت حسابرسی وجود دارد که اگرچه متفاوت هستند، اما از یک ساختار مشابه پیروی می‌کنند. یک تعریف متداول از کیفیت حسابرسی به وسیله دی‌آنجلو (۱۹۸۱)، ارائه شده است. او کیفیت حسابرسی را ارزیابی و استنباط بازار از احتمال توانایی حسابرس در کشف تحریف‌های بااهمیت در صورت‌های مالی و یا سیستم حسابداری صاحبکار و گزارش تحریف‌های بااهمیت کشف شده، تعریف کرده است (بهار مقدم و همکاران، ۱۳۹۸). کیفیت حسابرسی، یکی از موضوعات بااهمیت در حوزه حسابرسی و بازار سرمایه است. بازده اصلی کار حسابرسی گزارش حسابرسی مستقل در مورد صورت‌های مالی سالانه است که سهامداران را مورد خطاب قرار می‌دهد. هدف اصلی حسابداری کمک به سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیمات مناسب اقتصادی است. در واقع جدایی مدیریت از مالکیت یک واحد تجاری باعث می‌شود تا سرمایه‌گذاران نتوانند آن‌طور که باید و شاید به اطلاعات داخل شرکت دسترسی داشته باشند. این امر باعث به وجود آمدن حسابرسی شده است. در واقع حسابرسی از طریق بررسی حرفه‌ای گزارش‌های مالی تهیه‌شده توسط مدیریت اطمینان بخشی لازم را جهت استفاده از گزارش‌های مالی در اختیار مدیریت قرار می‌دهد می‌کنند (احمد، ۲۰۰۴).

مفهوم حاکمیت شرکتی یک مفهوم نظارتی است. در حاکمیت شرکتی توجه عمده به سازوکارها و پویایی‌های تسهیل‌کننده و حیاتی سازمان‌ها از طریق نظارت است. حاکمیت شرکتی در معنای وسیع‌تر آن به دنبال ایجاد موازنه میان اهداف اقتصادی - اجتماعی و اهداف شخصی - گروهی است. چارچوب حاکمیت شرکتی نه تنها به تخصیص بهینه منابع می‌انجامد بلکه لزوم پاسخگویی در قبال آن منابع را نیز ایجاد می‌کند. در این راستا یکی از عوامل اصلی بهبود کارایی اقتصادی نظام راهبری بنگاه (حاکمیت شرکتی) است که در برگیرنده مجموعه‌ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیئت‌مدیره، سهامداران و سایر گروه‌های ذینفع است (پاسکال، ۲۰۰۴).

عوامل تعیین‌کننده کارایی سرمایه‌گذاری از طریق عدم تقارن اطلاعاتی ارائه می‌شود (سالین و همکاران، ۲۰۱۸). از آنجا که عدم تقارن اطلاعاتی به دلیل تفاوت اطلاعات بین اشخاص وابسته، از سرمایه‌گذاری مؤثر جلوگیری می‌کند و به مدیران

کمک می‌کند تا فرصت‌های سرمایه‌گذاری را که به نفع مالکان نیست اما برای مدیران مطلوب است، انتخاب کنند (وردی، ۲۰۰۶).

یکی از عوامل تعیین‌کننده کارایی سرمایه‌گذاری داشتن سازوکارهای حاکمیت شرکتی خوب است که اعتبار مدیریت را تأیید می‌کند مکانیزم‌های خوب حاکمیت شرکتی ممکن است شفافیت، صحت و اعتماد اظهارات مالی را افزایش دهند (رحمان و برمر، ۲۰۱۶؛ سالین، ۲۰۱۷) و نقش حساب‌رسان را برای انجام وظایف خود با توجه به کیفیت حسابرسی تسهیل می‌کند. در مقابل، مکانیزم‌های ضعیف حاکمیت شرکتی خط سوء مدیریت شرکت، تضعیف شهرت و تشویق به تقلب و اقدامات غیراخلاقی منجر می‌شود (کریم و همکاران، ۲۰۱۸). این سازوکارها با اعمال رسوایی‌های ناچیز به دلیل تقلب در صورت‌های مالی نادرست، باعث از بین رفتن اعتماد به اظهارات مالی می‌شوند (رحمان و برمر، ۲۰۱۶).

مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی از طریق کیفیت حسابرسی و عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر مستقیم یا غیرمستقیم بر سرمایه‌گذاری دارند. در مورد تأثیر مستقیم، مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی رفتار مدیریتی و تصمیمات مدیریت را محدود می‌کنند، که با ارائه پاسخگویی در کارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری منعکس می‌شود. این مکانیزم‌ها باید اطمینان حاصل کنند که دارایی‌های شرکت به طور مؤثر مدیریت می‌شود (چن و همکاران، ۲۰۱۷؛ سالین و همکاران، ۲۰۱۸). با این حال، یک ارتباط غیر مستقیم بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و اثر سرمایه‌گذاری از طریق کیفیت سود وجود دارد. تقویت کیفیت حسابرسی، از آنجا که داشتن مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی خوب فضای مناسبی را برای افزایش کیفیت حسابرسی فراهم می‌کند و سپس کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، که باعث ایجاد فشار و اعتماد به مدیریت برای تصمیم‌گیری صحیح می‌شود، به معنای افزایش اثر سرمایه‌گذاری است (کلینچ و همکاران، ۲۰۱۲). با توجه به مطالب فوق سؤال اصلی این پژوهش این است که آیا کیفیت حسابرسی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است؟

۲. مبانی نظری

مطالعات قبلی که تأثیر کیفیت حسابرسی بر کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی کردند، به دو گروه تقسیم می‌شوند. گروه اول این ارتباط را تأیید می‌کنند. ساغاف و معتمدی (۲۰۱۱) نشان می‌دهند که شرکت‌هایی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا از کیفیت حسابرسی بالا برای نمونه‌ای از شرکت‌های ذکر شده در ایران استفاده می‌کنند. دشتبایاز و محمدی (۲۰۱۶) ارتباط مثبتی بین کیفیت حسابرسی و اثربخشی سرمایه‌گذاری برای نمونه‌ای از شرکت‌های ذکر شده در ایران دارند. ایلود و جربویی (۲۰۱۷) شواهدی را نشان می‌دهند که تخصص حساب‌رس یکی از مکانیزم‌های افزایش اثربخشی سرمایه‌گذاری در موارد سرمایه‌گذاری کم است. پارک و همکاران (۲۰۱۷) نشان می‌دهند که وجود یکی از شرکت‌های بزرگ حسابرسی باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. چن و همکاران (۲۰۱۷) با استفاده از کیفیت اظهارات مالی، تأثیر مثبت حسابرسی بر اثر سرمایه‌گذاری را تأیید می‌کنند. مسروکی و هوشین (۲۰۱۹) معتقدند که دانش حساب‌رس تأثیر مثبتی بر سرمایه‌گذاری برای نمونه‌ای از شرکت‌های ذکر شده در تونس دارد. سیرگر و نوربانا (۲۰۱۹) تأثیر مثبت کیفیت حسابرسی بر اثر سرمایه‌گذاری را برای نمونه‌ای از شرکت‌های ذکر شده در اندونزی تأیید می‌کنند. سرانجام، شهزاد و رحمان (۲۰۱۹) این ارتباط را برای نمونه‌ای از شرکت‌های ذکر شده در پاکستان تأیید می‌کنند.

گروه دوم ارتباط کامل بین کیفیت حسابرس و تأثیر سرمایه‌گذاری را تأیید نمی‌کند. معین‌الدین و همکاران (۲۰۱۳) ارتباط معکوس بین تخصص حسابرس و سرمایه‌گذاری بیش از حد را تأیید می‌کنند. با این حال، هیچ ارتباطی بین سرمایه‌بیش از حد و تصدی حساب‌برسان برای نمونه‌ای از نمونه‌های ذکر شده در ایران وجود ندارد. اسلامی (۲۰۱۷) تأیید می‌کند که سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دارای حساب‌برسان تخصصی صنعت تأثیری بر اثر سرمایه‌گذاری برای نمونه‌ای از شرکت‌های ذکر شده در اندونزی ندارد. بوبکر و همکاران (۲۰۱۸) نشان می‌دهند که دانش حسابرس با یک مورد سرمایه‌گذاری بیش از حد، برای نمونه‌ای از شرکت‌های ذکر شده در فرانسه، سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد.

سلامی (۲۰۱۱) ارتباط مثبتی بین تمرکز مالکیت، ساختار حاکمیت و اثربخشی سرمایه‌گذاری برای نمونه‌ای از شرکت‌های ذکر شده در غنا را اثبات می‌کند. چن و همکاران (۲۰۱۷) تصدیق می‌کنند که شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی کارایی سرمایه‌گذاری را برای نمونه‌ای از شرکت‌های ذکر شده در چین کاهش می‌دهند. چن و همکاران (۲۰۱۷) همچنین ارتباط منفی بین تمرکز مالکیت و کارایی سرمایه‌گذاری را تأیید می‌کنند. علاوه بر این، جریان خسارت مبتنی بر انگیزه، اثر سرمایه‌گذاری برای نمونه‌ای از شرکت‌های ذکر شده در چین را بهبود می‌بخشد. فلیکس (۲۰۱۸) نشان می‌دهد که افزایش درصد مدیران خارجی منجر به افزایش سطح کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. سالین و همکاران (۲۰۱۸) دریافتند که اندازه هیئت‌مدیره، استقلال هیئت‌مدیره و مالکیت مدیریتی بر سطح سرمایه‌گذاری ۲۰۰ شرکت برتر مالزیایی تأثیر دارد. راشد و همکاران (۲۰۱۸) تأیید می‌کنند که اکثر شرکت‌های ذکر شده در مصر برای کاهش کارایی سرمایه‌گذاری و تسهیل نظارت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری، به مالکیت نهادی اعتماد می‌کنند. لای و همکاران (۲۰۲۰) دریافتند که مدیران در شرکت‌هایی که کنترل داخلی ضعیفی بر گزارشگری مالی دارند، احتمالاً سرمایه‌گذاری‌های مؤثر انجام می‌دهند.

آخرین مطالعات مربوط به رابطه بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری، شواهدی را نشان می‌دهد که تأثیر مثبت مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر اثر سرمایه‌گذاری وجود دارد.

۳. پیشینه پژوهش

ولید (۲۰۲۰) در پژوهشی تحت عنوان «تأثیر کیفیت حسابرسی بر حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری» به بررسی نقش تعدیل‌کنندگی کیفیت حسابرسی بر تأثیرات حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداخت. نمونه انتخابی شامل ۱۰۳ شرکت پذیرفته شده در بورس سهام مصر در بازه زمانی ۲۰۱۳ الی ۲۰۱۸ است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری دارند. همچنین، کیفیت حسابرسی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری نقش تعدیلگر دارد. بنابراین، نتایج پژوهش فوق حاکی از این است که کیفیت حسابرسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری را تعدیل می‌کند.

دیو و همکاران (۲۰۱۸) پژوهشی را با عنوان «یکپارچگی حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری» انجام دادند. نتایج پژوهش بیانگر این بود که با افزایش یکپارچگی حاکمیت مشکل کم سرمایه‌گذاری کاهش یافته و در نتیجه آن کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. همچنین استدلال کردند که رابطه بین یکپارچگی حاکمیت و کارایی سرمایه‌گذاری فقط در صنایعی که از طرف دولت سیاست‌های حمایتی دریافت می‌کنند، معنادار است. آن‌ها بین یکپارچگی حاکمیت و

بیش سرمایه‌گذاری هیچ رابطه معناداری پیدا نکردند. به طور کلی، یافته‌های این پژوهش بیانگر این است که بین حاکمیت شرکتی و کم سرمایه‌گذاری رابطه وجود دارد ولی بین حاکمیت شرکتی و بیش سرمایه‌گذاری ارتباطی وجود ندارد. نور و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی تحت عنوان «رابطه بین استقلال کمیته حسابرسی و انتخاب حسابرس با کارایی سرمایه‌گذاری» به بررسی ۲۰۰ شرکت برتر بورس اوراق بهادار کشور مالزی پرداختند. نتایج نشان دادند که استقلال کمیته حسابرسی، تأثیری بر کارایی سرمایه‌گذاری ندارد؛ اما انتخاب حسابرس تأثیر مستقیمی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. نتایج این پژوهش عدم رابطه بین استقلال کمیته حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری و وجود رابطه بین انتخاب حسابرس و کارایی سرمایه‌گذاری را نشان داد.

چن و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهشی تحت عنوان «ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری» به بررسی تأثیر ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بورسی چین پرداختند. آن‌ها دریافتند که تمرکز مالکیت تأثیر منفی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد و این تأثیر در شرکت‌های دولتی بیشتر از شرکت‌های خصوصی برجسته است. علاوه بر این، حاکمیت شرکتی قوی به بهبود کارایی سرمایه‌گذاری کمک می‌کند. بنابراین، پژوهش فوق یک رابطه مستقیم بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد.

منصورفر و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی تحت عنوان «نقش تعدیلگری ابعاد درونی و بیرونی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری» به بررسی ۱۰۶ شرکت از بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. تجزیه و تحلیل آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از مدل رگرسیونی چندمتغیره و روش داده‌های تابلویی و رویکرد اثرهای ثابت انجام گرفت. نتایج پژوهش نشان می‌دهد وجود عدم تقارن اطلاعاتی و ابهام در اطلاعات مالی، می‌تواند به سرمایه‌گذاری‌های ناکارا توسط مدیریت منجر شود. از این رو، یکی از راه‌های کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری، وجود حاکمیت شرکتی مناسب است. در مجموع، آن‌ها نتیجه‌گیری کردند که حاکمیت شرکتی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری را تعدیل می‌کند.

بهار مقدم و همکاران (۱۳۹۸) پژوهشی را تحت عنوان «اثر تعدیل‌کنندگی کیفیت حسابرسی بر رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری» انجام دادند. هدف اصلی این پژوهش، بررسی اثر تعدیل‌کنندگی کیفیت حسابرسی بر رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری است. بدین منظور، نمونه‌ای متشکل از ۸۶۴ سال-شرکت طی سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۹۵ با استفاده از روش داده‌های پانل بررسی شده است. نتایج پژوهش نشان داد حسابرسی مستقل و باکیفیت مکانیزیمی است که از طریق بهبود کیفیت اطلاعات حسابداری می‌تواند مشکلات ناشی از انتخاب نامطلوب و هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهد و بدین ترتیب منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شود. همچنین نتایج پژوهش حاکی از آن است که تأثیر کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد از طریق بهبود کیفیت اطلاعات حسابداری در شرکت‌هایی که از کیفیت حسابرسی بالاتری برخوردار هستند به مراتب بیشتر است. به طور خلاصه، نتایج پژوهش نشان داد کیفیت حسابرسی نقش تعدیل‌کننده بر رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری دارد.

صلواتی و اسعدی (۱۳۹۶) در پژوهشی تحت عنوان «بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و جریان نقدی با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها» به بررسی داده‌های مربوط به ۱۳۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۳ پرداختند. نتایج حاصل از آزمون مدل نشان داد که بین وجوه نقد آزاد و کارایی سرمایه‌گذاری

رابطه معناداری وجود نداشته اما حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری با یکدیگر دارد. در کل، یافته‌های پژوهش از عدم وجود رابطه معنادار بین وجوه نقد آزاد و کارایی سرمایه‌گذاری و رابطه معنادار بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری حکایت دارد.

شعری و همکاران (۱۳۹۵) پژوهشی را با عنوان «ارتباط حاکمیت شرکتی و ابعاد آن بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» انجام دادند. هدف این پژوهش، تحلیل ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. برای دستیابی به اهداف پژوهش، نمونه‌ای متشکل از ۱۳۸ شرکت به روش غربال‌گری، در طی سال‌های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۳ انتخاب گردید. نتایج پژوهش نشان می‌دهد حاکمیت شرکتی و ابعاد آن، اثر مثبت و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارند. به طور کلی، یافته‌های پژوهش وجود رابطه مثبت بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد.

۴. فرضیه‌های پژوهش

در این پژوهش سه فرضیه به شرح زیر مطرح می‌شود:

فرضیه اول: سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.

فرضیه دوم: کیفیت حساسی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.

فرضیه سوم: کیفیت حساسی بر رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.

۵. روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش‌های کاربردی است. پژوهش کاربردی، پژوهشی است که نظریه‌ها، قانونمندی‌ها، اصول و فنون را برای حل مسائل واقعی به کار می‌گیرد. همچنین این پژوهش از نوع پژوهش‌های همبستگی است، زیرا به دنبال یافتن ارتباط بین چندین متغیر است. روش‌شناسی پژوهش حاضر از نوع پس‌رویدادی است، بدین معنی که انجام پژوهش براساس اطلاعات گذشته انجام می‌شود. در این پژوهش به منظور انجام آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون چندمتغیره و مدل‌های اقتصادسنجی بهره گرفته شده است. تحلیل‌های آماری از طریق نرم‌افزار آماری ایویوز انجام پذیرفت.

قلمرو زمانی این پژوهش، برای یک دوره هفت‌ساله از سال ۱۳۹۳ لغایت ۱۳۹۹ تعیین شده و قلمرو مکانی آن نیز کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که کلیه شرایط زیر را داشته باشند:

۱- به دلیل افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.

۲- شرکت انتخابی جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گران مالی، شرکت‌های هلدینگ، لیزینگ‌ها و بیمه) نباشد.

۳- شرکت‌های موردبررسی طی دوره پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشد.

۴- کلیه اطلاعات مورد نیاز از شرکت‌ها برای پژوهش در دسترس باشد.

با توجه به شرایط فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۰۸ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شد.

۱,۵. مدل‌های پژوهش

به‌منظور آزمون فرضیه اول از مدل رگرسیونی چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی برحسب رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$IE_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 Lev_{it} + \beta_3 CA_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Loss_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در این مدل:

IE_{it} : کارایی سرمایه‌گذاری شرکت t در سال t

GOV_{it} : حاکمیت شرکتی در شرکت t در سال t

Lev_{it} : اهرم مالی شرکت t در سال t

CA_{it} : نوسانات جریان وجوه نقد عملیاتی شرکت t در سال t

Age_{it} : سن شرکت t در سال t

$Size_{it}$: اندازه شرکت t در سال t

$Loss_{it}$: وضعیت سودآوری شرکت t در سال t

کلیه فرضیه‌های پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد آزمون قرار می‌گیرد و به‌منظور آزمون فرضیه اول پژوهش، ضریب β_1 در نظر گرفته می‌شود و چنانچه در سطح اطمینان موردنظر معنادار باشد، فرضیه اول پژوهش رد نخواهد شد.

به‌منظور آزمون فرضیه دوم از مدل رگرسیونی چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی برحسب رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$IE_{it} = \beta_0 + \beta_1 AQ_{it} + \beta_2 Lev_{it} + \beta_3 CA_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Loss_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در این مدل:

AQ_{it} : کیفیت حسابرسی شرکت t در سال t

به‌منظور آزمون فرضیه دوم پژوهش، ضریب β_1 در نظر گرفته می‌شود و چنانچه در سطح اطمینان موردنظر معنادار باشد، فرضیه دوم پژوهش رد نخواهد شد.

به‌منظور آزمون فرضیه سوم از مدل رگرسیونی چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی برحسب رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$IE_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 AQ_{it} + \beta_3 GOV_{it} \times AQ_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 CA_{it} + \beta_6 Age_{it} + \beta_7 Size_{it} + \beta_8 Loss_{it} + \varepsilon_{it}$$

به‌منظور آزمون فرضیه سوم پژوهش، ضریب β_3 در نظر گرفته می‌شود و چنانچه در سطح اطمینان موردنظر معنادار باشد، فرضیه سوم پژوهش رد نخواهد شد.

۲,۵. تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

کارایی سرمایه‌گذاری: به‌منظور محاسبه آن، از مدل پیشنهادی بیدل و همکاران (۲۰۰۹) طبق رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$Investment_{it} = \beta_0 + \beta_1 SalesGrowth_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

$Investment_{it}$: کل سرمایه‌گذاری شرکت که به عنوان افزایش خالص دارایی‌های مشهود و نامشهود تعریف شده و از

طریق تقسیم بر جمع دارایی‌های ابتدای دوره همگن شده است.

$SalesGrowth_{it-1}$: نشان‌دهنده رشد فروش است که تفاوت نرخ فروش دوره $t-2$ از $t-1$ می‌باشد.

این مدل به صورت مقطعی برای هر سال جداگانه برآورد می‌شود. باقیمانده‌های مدل رگرسیون انحراف از سطح سرمایه‌گذاری مورد انتظار را منعکس می‌کند. لازم به ذکر است که برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری، از مقادیر باقیمانده مدل فوق قدر مطلق گرفته شده و سپس در منفی یک ضرب می‌شوند (گوماریز و بالستا، ۲۰۱۴).

متغیر مستقل

حاکمیت شرکتی: مطابق با پژوهش دانرو و کیم (۲۰۰۵)، براون و کی لر (۲۰۰۶) چک لیستی متشکل از ۴ مؤلفه مرتبط با حاکمیت شرکتی که با محیط گزارشگری ایران سازگار است، تهیه می‌شود. سپس به منظور عملیاتی نمودن شاخص حاکمیت شرکتی از امتیازدهی استفاده می‌شود. مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی و تعریف عملیاتی آن‌ها به شرح رابطه زیر است:

$$GSCORE_{it} = \sum (BD-IND_{it}, DUALITY_{it}, CEO-Stability_{it}, BD-KNOW_{it})$$

که در روابط فوق:

$GSCORE_{it}$: امتیاز حاکمیت شرکتی ناشی از ویژگی‌های هیئت مدیره

$BD-IND_{it}$: استقلال هیئت مدیره شرکت t در سال t که اگر نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای هیئت مدیره بیشتر از حد متوسط باشد برابر با یک و در غیر این صورت صفر می‌باشد.

$DUALITY_{it}$: دوگانگی مدیرعامل t در سال t می‌باشد که اگر مدیرعامل رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره نیز باشد دارای ارزش صفر و در غیر این صورت یک می‌باشد.

$CEO-Stability_{it}$: ثبات مدیرعامل شرکت t در سال t می‌باشد که اگر مدیرعامل در دو سال گذشته تغییر کرده باشد عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک می‌باشد.

$BD-KNOW_{it}$: دانش مالی هیئت مدیره شرکت t در سال t که اگر متخصص حسابداری و مالی در هیئت مدیره باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر به آن اختصاص می‌یابد.

متغیر تعدیل‌گر

کیفیت حسابرسی: در این پژوهش برای اندازه‌گیری شاخص کیفیت حسابرسی، از معیار کیفیت اقلام تعهدی استفاده می‌شود. در زیر مدل تعدیل‌شده دیچو و دیچف (۲۰۰۲) که توسط مک نیکولز (۲۰۰۲) ارائه شده است طبق رابطه زیر بیان شده است:

$$ACC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t-1} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t+1} + \beta_4 \Delta SALES_{i,t} + \beta_5 PPE_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

$$ACC = (\Delta CA - \Delta CASH) - (\Delta CL - \Delta STD)$$

در آن ACC اقلام تعهدی جاری، CFO جریان نقدی عملیاتی، $\Delta SALES$ تغییرات فروش، PPE ناخالص دارایی‌های ثابت مشهود، ΔCA تغییر در دارایی‌های جاری، $\Delta CASH$ تغییر در وجوه نقد، ΔCL تغییر در بدهی‌های جاری و ΔSTD تغییر در درآمد می‌باشد.

به منظور همگن و استاندارد شدن داده‌ها در سطح شرکت‌های مختلف، همه متغیرها بر جمع کل دارایی‌های ابتدای سال تقسیم می‌شود. متغیر ε_{it} جمله‌ای پسماند است که انحراف معیار جمله‌ای پسماند، کیفیت اقلام تعهدی را نشان می‌دهد.

لازم به ذکر است که به منظور تفسیر بهتر این متغیر، انحراف معیار باقیمانده‌ها در منفی یک ضرب شده است، که در این صورت هر چه مقدار باقیمانده‌ها بیشتر باشد، کیفیت حساسی بالاتر می‌باشد.

متغیرهای کنترلی

اهرم مالی: برای محاسبه اهرم مالی از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها در پایان سال مالی استفاده می‌گردد. نوسانات جریان وجوه نقد عملیاتی: انحراف معیار جریان وجوه نقد عملیاتی تقسیم بر کل دارایی‌ها. سن شرکت: برابر با لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی است که شرکت در بورس اوراق بهادار تهران پذیرش شده است. اندازه شرکت: جهت محاسبه اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها در پایان سال مالی استفاده می‌شود. وضعیت سودآوری: اگر شرکت زیان گزارش کرده باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر منظور می‌شود.

۶. یافته‌های پژوهش

۶.۱. آمار توصیفی

آمار توصیفی شامل مجموعه روش‌هایی می‌باشد که برای جمع‌آوری، خلاصه کردن، طبقه‌بندی و توصیف حقایق عددی به کار می‌رود. در واقع این آمار، داده‌ها و اطلاعات پژوهش را توصیف می‌کند و طرح یا الگوی کلی از داده‌ها برای استفاده صحیح و بهتر از آن‌ها به دست می‌دهد. در یک جمع‌بندی با استفاده مناسب از آمار توصیفی می‌توان ویژگی‌های یک دسته از اطلاعات را بیان کرد. پارامترهای مرکزی و پراکندگی به همین منظور به کار می‌روند. به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول شماره (۱)، آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۱. آمار توصیفی

پنل متغیرهای پیوسته						
نام متغیر	میانگین	میان	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	مشاهدات
کارایی سرمایه‌گذاری	-۰/۳۲۴	-۰/۳۳۲	-۰/۰۱۱	-۰/۶۳۲	۰/۱۹۰	۷۵۶
حاکمیت شرکتی	۲/۰۰۱	۲/۰۰۰	۴/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۸۹۶	۷۵۶
کیفیت حساسی	-۰/۰۷۱	-۰/۰۶۲	-۰/۰۰۵	-۰/۱۷۷	۰/۰۴۴	۷۵۶
اهرم مالی	۰/۶۰۷	۰/۶۰۳	۰/۹۵۲	۰/۲۳۶	۰/۱۹۵	۷۵۶
نوسانات جریان وجه نقد	۰/۰۷۵	۰/۰۶۰	۰/۳۱۸	۰/۰۱۰	۰/۰۵۸	۷۵۶
سن شرکت	۳/۱۲۱	۳/۰۹۱	۴/۱۸۹	۲/۱۹۷	۰/۴۵۴	۷۵۶
اندازه شرکت	۱۴/۳۳۳	۱۴/۲۷۶	۱۹/۱۶۹	۱۰/۷۸۹	۱/۵۰۰	۷۵۶
پنل متغیرهای گسسته						
نام متغیر	درصد یک	درصد صفر	تعداد مشاهدات			
وضعیت سودآوری	۱۵/۷۴	۸۴/۲۶	۷۵۶			

۲.۶. آزمون همبستگی

شدت وابستگی دو متغیر نسبت به یکدیگر را همبستگی می‌نامند. هدف روش‌های همبستگی، بررسی میزان رابطه بین دو یا چند متغیر است در حالی که رگرسیون به دنبال پیش‌بینی یک متغیر بر اساس مطالعه تغییرات یک یا چند متغیر دیگر می‌باشد. آنچه در خروجی نتایج رگرسیون و همبستگی باعث ایجاد تفاوت می‌شود آن است که در همبستگی همیشه رابطه متغیرها به صورت دوطرفه و موردسنجش قرار می‌گیرد اما، در یک مدل رگرسیون اثرات متغیرها به صورت هم‌زمان بررسی می‌شود.

جدول ۲. همبستگی بین متغیرها

	IE	GOV	AQ	Lev	CA	Age	Size	Loss
IE	۱/۰۰۰							
GOV	۰/۰۲۶	۱/۰۰۰						
AQ	۰/۰۸۰*	۰/۰۱۵	۱/۰۰۰					
Lev	۰/۱۱۰*	-۰/۱۲۱*	-۰/۰۵۳	۱/۰۰۰				
CA	-۰/۰۴۸	-۰/۰۵۲	-۰/۲۵۶*	-۰/۰۰۴	۱/۰۰۰			
Age	-۰/۰۲۴	۰/۰۶۸	۰/۰۰۶	۰/۰۵۳	۰/۰۲۸	۱/۰۰۰		
Size	-۰/۰۲۴	۰/۱۲۷*	۰/۰۶۳	۰/۱۳۰*	-۰/۱۳۰*	۰/۲۸۰*	۱/۰۰۰	
Loss	-۰/۰۵۱	-۰/۱۶۶*	-۰/۱۷۳*	۰/۳۷۳*	۰/۰۸۶*	-۰/۰۰۸	-۰/۰۴۶	۱/۰۰۰

* معناداری در سطح ۹۵ درصد

۳.۶. آزمون انتخاب نوع مدل

با توجه به اینکه داده‌های مورد استفاده در این پژوهش ترکیبی (سال - شرکت) می‌باشند و داده‌های ترکیبی به دو صورت تابلویی و تلفیقی می‌باشد، لذا به منظور انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و تلفیقی در برآورد مدل، از آزمون F لیمر استفاده شده است. برای بررسی نتایج F لیمر، در صورتی که احتمال آمار F بیشتر از ۰/۰۵ باشد، باید از روش داده‌های تلفیقی استفاده کرد، در غیر این صورت از روش داده‌های تابلویی استفاده می‌شود.

در صورت پذیرفته شده روش داده‌های تابلویی، سپس باید آزمون هاسمن را جهت انتخاب بین روش اثرات تصادفی یا ثابت بکار برد. در آزمون هاسمن، در صورتی که احتمال آماره کای دو بیشتر از ۰/۰۵ باشد، باید از روش اثرات تصادفی و در غیر این صورت از روش اثرات ثابت استفاده شود. خلاصه نتایج آزمون F لیمر و هاسمن در جدول (۳-۴) ارائه شده است.

جدول ۳. آزمون F لیمر و هاسمن

آزمون هاسمن			آزمون F لیمر			
نتیجه	احتمال	آماره کای دو	نتیجه	احتمال	آماره F لیمر	مدل
اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۳۶/۶۴۲	تابلویی	۰/۰۰۰	۴/۷۳۹	اول
اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۳۰/۶۱۶	تابلویی	۰/۰۰۰	۴/۶۰۳	دوم
اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۳۵/۱۲۸	تابلویی	۰/۰۰۰	۴/۹۷۹	سوم

۴,۶. آزمون فرضیه اول

جدول زیر نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول را با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی نشان می‌دهد.

جدول ۴. آزمون فرضیه اول

متغیر	نماد متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال آماره t
حاکمیت شرکتی	GOV	۰/۰۵۲	۰/۰۱۰	۵/۰۹	۰/۰۰۰
اهرم مالی	Lev	۰/۱۰۷	۰/۰۳۱	۳/۴۱	۰/۰۰۰
نوسانات جریان وجه نقد	CA	-۰/۰۹۳	۰/۰۴۰	-۲/۳۳	۰/۰۲۰
سن شرکت	Age	-۰/۰۳۸	۰/۰۱۳	-۲/۸۰	۰/۰۰۵
اندازه شرکت	Size	-۰/۰۱۵	۰/۰۰۶	-۲/۴۵	۰/۰۱۴
وضعیت سودآوری	Loss	-۰/۱۲۳	۰/۰۲۸	-۴/۳۳	۰/۰۰۰
مقدار ثابت	C	-۰/۱۵۸	۰/۰۹۳	-۱/۷۰	۰/۰۸۸
ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین - واتسون	آماره F	احتمال آماره F		
۰/۲۸۰	۱/۹۶۹	۱۲/۰۶۵	۰/۰۰۰		

همان‌طور که می‌توان مشاهده کرد، در آزمون مدل، مقدار احتمال آماره F برابر صفر و این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است. پس می‌توان گفت با ۹۵ درصد اطمینان مدل معنادار می‌باشد. همچنین نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود ۲۸ درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند. مقدار آماره دوربین - واتسون در این مدل برابر ۱/۹۶۹ می‌باشد و می‌توان نتیجه گرفت که بین خطاها خودهمبستگی وجود ندارد.

بر اساس نتایج حاصل شده، ضریب متغیر حاکمیت شرکتی برابر ۰/۰۵۲ می‌باشد و همچنین احتمال آماره t مربوط به متغیر مورد نظر نشان می‌دهد با سطح اطمینان ۹۵ درصدی، ضریب متغیر حاکمیت شرکتی معنادار است. علاوه بر این، علامت مثبت این ضریب نشان‌دهنده رابطه مستقیم بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد. بر این اساس فرضیه "سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارد" رد نمی‌شود.

افزون بر این، احتمال آماره t مربوط به متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که کلیه متغیرها در سطح ۹۵ درصد معنادار می‌باشند. علاوه بر این علامت ضریب متغیرهای نوسانات جریان نقد عملیاتی، سن شرکت، اندازه شرکت و وضعیت سودآوری منفی است که نشان‌دهنده رابطه معکوس با متغیر وابسته بوده و علامت ضریب متغیر اهرم مالی مثبت می‌باشد که نشان‌دهنده رابطه مستقیم با متغیر وابسته است.

۵,۶. آزمون فرضیه دوم

جدول زیر نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم را با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی نشان می‌دهد.

جدول ۵. آزمون فرضیه دوم

متغیر	نماد متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال آماره t
کیفیت حسابرسی	AQ	۰/۵۰۲	۰/۱۵۷	۳/۱۹	۰/۰۰۱
اهرم مالی	Lev	۰/۰۹۶	۰/۰۳۱	۳/۰۵	۰/۰۰۲
نوسانات جریان وجه نقد	CA	-۰/۰۸۱	۰/۰۴۰	-۲/۰۰	۰/۰۴۵
سن شرکت	Age	-۰/۰۳۳	۰/۰۱۴	-۲/۳۵	۰/۰۱۸
اندازه شرکت	Size	-۰/۰۱۴	۰/۰۰۶	-۲/۲۹	۰/۰۲۱
وضعیت سودآوری	Loss	-۰/۱۲۵	۰/۰۲۸	-۴/۳۳	۰/۰۰۰
مقدار ثابت	C	-۰/۰۳۷	۰/۰۹۴	-۰/۴۰	۰/۶۸۸
ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین - واتسون	آماره F	احتمال آماره F		
۰/۲۶۱	۱/۹۶۸	۹/۲۷۵	۰/۰۰۰		

همان‌طور که می‌توان مشاهده کرد، در آزمون مدل، مقدار احتمال آماره F برابر صفر و این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است. پس می‌توان گفت با ۹۵ درصد اطمینان مدل معنادار می‌باشد. همچنین نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود ۲۶ درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند. مقدار آماره دوربین - واتسون در این مدل برابر ۱/۹۶۸ می‌باشد و می‌توان نتیجه گرفت که بین خطاها خودهمبستگی وجود ندارد.

بر اساس نتایج حاصل شده، ضریب متغیر کیفیت حسابرسی برابر ۰/۵۰۲ می‌باشد و همچنین احتمال آماره t مربوط به متغیر مورد نظر نشان می‌دهد با سطح اطمینان ۹۵ درصدی، ضریب متغیر کیفیت حسابرسی معنادار است. علاوه بر این، علامت مثبت این ضریب نشان‌دهنده رابطه مستقیم بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد. بر این اساس فرضیه "کیفیت حسابرسی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارد" رد نمی‌شود.

افزون بر این، احتمال آماره t مربوط به متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که کلیه متغیرها در سطح ۹۵ درصد معنادار می‌باشند. علاوه بر این علامت ضریب متغیرهای نوسانات جریان نقد عملیاتی، سن شرکت، اندازه شرکت و وضعیت سودآوری منفی است که نشان‌دهنده رابطه معکوس با متغیر وابسته بوده و علامت ضریب متغیر اهرم مالی مثبت می‌باشد که نشان‌دهنده رابطه مستقیم با متغیر وابسته است.

۶,۶. آزمون فرضیه سوم

جدول زیر نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم را با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی نشان می‌دهد.

جدول ۶. آزمون فرضیه سوم

متغیر	نماد متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال آماره t
حاکمیت شرکتی	GOV	۰/۰۳۲	۰/۰۱۴	۲/۲۷	۰/۰۲۳
کیفیت حسابرسی	AQ	۱/۱۴۷	۰/۳۴۷	۳/۳۰	۰/۰۰۱
متغیر تعاملی	GOV×AQ	۰/۲۶۹	۰/۱۳۴	۱/۹۹	۰/۰۴۶
اهرم مالی	Lev	۰/۱۰۵	۰/۰۳۱	۳/۳۹	۰/۰۰۰
نوسانات جریان وجه نقد	CA	-۰/۰۸۲	۰/۰۴۰	-۲/۰۶	۰/۰۳۹
سن شرکت	Age	-۰/۰۳۱	۰/۰۱۳	-۲/۲۳	۰/۰۲۵
اندازه شرکت	Size	-۰/۰۱۶	۰/۰۰۶	-۲/۵۵	۰/۰۱۰
وضعیت سودآوری	Loss	-۰/۱۰۵	۰/۰۲۸	-۳/۶۹	۰/۰۰۰
مقدار ثابت	C	-۰/۰۹۰	۰/۰۹۳	-۰/۹۶۰	۰/۳۳۷
ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین - واتسون	آماره F	احتمال آماره F		
۰/۲۹۷	۱/۹۷۱	۱۱/۱۵۸	۰/۰۰۰		

همان‌طور که می‌توان مشاهده کرد، در آزمون مدل، مقدار احتمال آماره F برابر صفر و این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است. پس می‌توان گفت با ۹۵ درصد اطمینان مدل معنادار می‌باشد. همچنین نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود ۳۰ درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند. مقدار آماره دوربین - واتسون در این مدل برابر ۱/۹۷۱ می‌باشد و می‌توان نتیجه گرفت که بین خطاها خودهمبستگی وجود ندارد.

بر اساس نتایج حاصل شده، ضریب متغیر تعاملی (حاکمیت شرکتی × کیفیت حسابرسی) برابر ۰/۵۰۲ می‌باشد و همچنین احتمال آماره t مربوط به متغیر مورد نظر نشان می‌دهد با سطح اطمینان ۹۵ درصدی، ضریب متغیر تعاملی معنادار است. علاوه بر این، علامت مثبت این ضریب نشان‌دهنده رابطه مستقیم بین متغیر تعاملی و کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد. بر این اساس فرضیه "کیفیت حسابرسی بر رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارد" رد نمی‌شود.

افزون بر این، احتمال آماره t مربوط به متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که کلیه متغیرها در سطح ۹۵ درصد معنادار می‌باشند. علاوه بر این علامت ضریب متغیرهای نوسانات جریان نقد عملیاتی، سن شرکت، اندازه شرکت و وضعیت سودآوری منفی

است که نشان‌دهنده رابطه معکوس با متغیر وابسته بوده و علامت ضریب متغیر اهرم مالی مثبت می‌باشد که نشان‌دهنده رابطه مستقیم با متغیر وابسته است.

۲. نتیجه‌گیری

در فرضیه اول به بررسی رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته شد. با توجه به احتمال آماره t مربوط به حاکمیت شرکتی می‌توان بیان کرد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد ضریب متغیر حاکمیت شرکتی معنادار می‌باشد. از سوی دیگر ضریب برآورد شده برای متغیر حاکمیت شرکتی برابر ۰/۰۵۲ است. علاوه بر این، علامت مثبت این ضریب نشان‌دهنده رابطه مستقیم بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد. طبق نظریه نمایندگی، فلسفه وجودی انواع مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی ناشی از جدایی 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 این رو، 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. 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 پایین‌تر دست یافته، هزینه تأمین مالی را کاهش داده و از این طریق کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشند. پس می‌توان بیان کرد با افزایش حاکمیت شرکتی، میزان کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. بر این اساس فرضیه "سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارد" رد نمی‌شود. نتایج این پژوهش هم‌راستا با یافته‌های ولید (۲۰۲۰)، دیو و همکاران (۲۰۱۸)، چن و همکاران (۲۰۱۷)، ژین چن و همکاران (۲۰۱۵)، منصورفر و همکاران (۱۳۹۹)، هاشمی و مشعشی (۱۳۹۷)، صلواتی و اسعدی (۱۳۹۶) و شعری و همکاران (۱۳۹۵) است.

در فرضیه دوم به بررسی رابطه بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته شد. نتایج فرضیه دوم نشان می‌دهد که ضریب کیفیت حسابرسی برابر ۰/۵۰۲ می‌باشد که احتمال آماره t مربوط به متغیر موردنظر نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵ درصدی، ضریب متغیر کیفیت حسابرسی معنادار است. علاوه بر این، علامت مثبت این ضریب نشان‌دهنده رابطه مستقیم بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد. براساس تئوری نمایندگی، مدیران اطلاعات برتری درباره سودآوری مورد انتظار و زمان‌بندی پرداخت برای پروژه‌ها و طرح‌های سرمایه‌گذاری دارند. با وجود این، مدیران می‌توانند تصمیمات بالقوه‌ای را اتخاذ کنند که در راستای منافع سهامداران نباشد. حساب‌برسان مستقل و فرآیند حسابرسی، نقش گواهی‌دهندگی و تأییدکنندگی برای واحدهای تجاری دارند و مانند میانجی بین مدیران و سهامداران عمل می‌کنند. بنابراین، افزایش کیفیت حسابرسی، عدم تقارن اطلاعاتی را بین مدیران آگاه و عرضه‌کنندگان ناآگاه، به‌طور قابل ملاحظه‌ای کاهش می‌دهد و در نتیجه، تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت تحت تأثیر قرار می‌گیرد. پس می‌توان بیان کرد با افزایش کیفیت حسابرسی، میزان کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. بر این اساس فرضیه "کیفیت حسابرسی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارد" رد نمی‌شود. نتایج این پژوهش هم‌راستا با یافته‌های ولید (۲۰۲۰)، نور و همکاران (۲۰۱۸)، الود

و جاروبویی (۲۰۱۷)، لنارد و یو (۲۰۱۲)، بای و چویی (۲۰۱۲)، بهار مقدم و همکاران (۱۳۹۸)، حاجیها و قانع (۱۳۹۵)، اسماعیلی و محمدزاده سالطه (۱۳۹۴) و بادآور نهندی و تقی‌زاده خانقاه (۱۳۹۲) است.

در فرضیه سوم به بررسی رابطه بین کیفیت حسابرسی بر سازوکارهای حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته شد. با توجه به احتمال آماره t مربوط به متغیر تعاملی می‌توان بیان کرد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد ضریب متغیر تعاملی معنادار می‌باشد. از سوی دیگر ضریب برآورد شده برای متغیر تعاملی برابر ۰/۲۶۹ است. علاوه بر این، علامت مثبت این ضریب نشان‌دهنده رابطه مستقیم بین متغیر تعاملی و کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد. مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی رفتار مدیریتی و تصمیمات مدیریت را محدود می‌کنند، که با ارائه پاسخگویی در کارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری منعکس می‌شود. این مکانیزم‌ها باید اطمینان حاصل کنند که دارایی‌های شرکت به طور مؤثر مدیریت می‌شود. تقویت کیفیت حسابرسی، از آنجا که داشتن مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی خوب فضای مناسبی را برای افزایش کیفیت حسابرسی فراهم می‌کند و سپس کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، که باعث ایجاد فشار و اعتماد به مدیریت برای تصمیم‌گیری صحیح می‌شود، به معنای افزایش اثر سرمایه‌گذاری است. پس می‌توان بیان کرد با افزایش متغیر تعاملی، میزان کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. بر این اساس فرضیه "کیفیت حسابرسی بر رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارد" رد نمی‌شود. نتایج این پژوهش هم‌راستا با یافته‌های ولید (۲۰۲۰) است.

۱.۷. پیشنهادهای کاربردی

در راستای پژوهش انجام‌شده و نتایج به‌دست‌آمده از آن برخی از پیشنهادهای پژوهش به شرح زیر بیان می‌شود:

سازمان بورس و اوراق بهادار تهران به‌عنوان نهادی نظارتی در بازار سرمایه ایران می‌بایست به‌منظور جهت‌دهی بازار به سمت کارایی، راهکارهایی عملی اتخاذ نماید تا از وجود اطلاعات بیشتر یکی از طرف‌های فعال در بازار نسبت به دیگری و داشتن مزیتی در این رابطه و در نتیجه حاکمیت سیستم اطلاعاتی نامتقارن در آن که خود می‌تواند منجر به گزینش نادرست و خطر اخلاقی گردد جلوگیری کند.

به سرمایه‌گذاران، سهامداران و مدیران پیشنهاد می‌شود که با مفهوم کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر آشنا شده و در تصمیم‌گیری‌ها به آن توجه داشته باشند.

پیشنهاد می‌شود نهادهای تدوین‌کننده استانداردهای حسابداری نظیر سازمان حسابرسی، استانداردها را به سمتی پیش برند که منجر به افزایش کیفیت حسابرسی و به تبع آن کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری گردد. به سرمایه‌گذاران نیز پیشنهاد می‌گردد به‌منظور اجتناب از ریسک بالاتر، در سهام شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری نمایند که کیفیت حسابرسی آن‌ها بالاتر و سهم سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت از کل بدهی‌ها در آن‌ها بیشتر باشد.

سازمان بورس و اوراق بهادار به‌عنوان نهاد قانون‌گذار در تدوین قوانین و مقررات مربوط به حاکمیت شرکتی و انجام امور نظارتی توجه بیشتری را به شرکت‌هایی که دارای حاکمیت شرکتی ضعیف هستند، معطوف دارد.

به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که هنگام تجزیه و تحلیل برای خرید سهام شرکت‌ها به متغیرهای ارزش‌آفرینی همچون ارزش ایجاد شده برای سهامداران مثل کیفیت حسابرسی توجه داشته باشند.

۲,۷. پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

به‌منظور انجام پژوهش‌های آتی در ارتباط با این پژوهش، موضوعات زیر پیشنهاد می‌شود:

تأثیر مشکلات نمایندگی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری

تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری

تأثیر کیفیت حسابرسی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری

References

- Ahmed, Belkaoui. (2004). Are You Being Fooled? Audit Quality and Quality of Government. <http://www.SSRN.com>.
- Bahar Moghadam, Mehdi; Jokar, Hussein; Shamaddini, Kazem; & Hamzeh Nejad, Sajjad. (2019). The moderating effect of audit quality on the relationship between accounting information quality and investment efficiency. *Empirical Accounting Research*, 9 (34), 298-271 (in Persian).
- Biddle, G. C., Hilary, G. & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality improve investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48, 112-131.
- Boubaker, S., Houcine, A., Ftiti, Z., & Masri, H. (2018). Does Audit Quality Affect Firm's Investment Efficiency. *Journal of the Operational Society*, 69(10), 1688-1699.
- Brown, D.L. & Caylor, M.L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting & Public Policy*, 25, 409-434. Brigham, Eugene F., *Fundamentals of Financial Management*.
- Chen, N., Sung, H., & Yang, J. (2017). Ownership Structure, Corporate Governance and Investment Efficiency of Chinese Listed Firms. *Pacific Accounting Review*, 29(3), 266-282.
- Clinch, G., Stokes, D., & Zhu, T. (2012). Audit Quality and Information Asymmetry Between Traders. *Accounting and Finance*, 52, 743-765. Retrieved from <https://onlinelibrary.wiley>.
- Dashtbayaz, M. L., & Mohammadi, S. (2016). The Relationship between Audit Quality and Investment Efficiency. *Journal of Economics, Marketing and Management*, 4(2), 20-32.
- De Angelo, L. E. (1981). Auditor Independence. Low balling and Disclosure Regulation. *Journal of Accounting and Economics*, 2 (3), 160-172.
- Dechow, P. & Dechow, I. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77 (SUPPLEMENT), 35-59.
- Du, J., Li, W., Lin, B & Wang, Y (2018). Government Integrity and Corporate Investment Efficiency. *Journal of Accounting Research*, 11(3), 213-232.
- Durnev, A., & Kim, E. H. (2005). To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. *Journal of Finance*, 60, 1461-1493.
- Elaoud, A., & Jarboui, A. (2017). Auditor Specialization, Accounting Information Quality and Investment Efficiency. *Research in International Business and Finance*, 42, 616-629.
- Felix, R. (2018). The Effect of Informed Outside Directors on Investment Efficacy. *Advances in Management Accounting*, 30, 99-127.
- Gomariz, F. C. & Ballesta, J. (2014). Financial Reporting Quality, Debt Maturity and Investment Efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 40, 494-506.
- Islami, M. N. (2017). Effect of the Quality of Financial Statements, Foreign Ownership, Frequency of Audit Committee Meeting, and Specialty Industrial Efficacy Investment of Auditors. *Journal of Applied Accounting and Finance (JAAF)*, 1(1), 1-18.
- Karim, N. A., Nawawi, A., & Salin, A. S. A. P. (2018). Inventory control weaknesses – A case study of lubricant manufacturing company. *Journal of Financial Crime*, 25(2), 436-449.
- Lai, S.-M., Liu, C.-L., & Chen, S.-S. (2020). Internal Control Quality and Investment Efficiency. *Accounting Horizons*, 34(2), 125-145.

- Mansourfar, gholam reza; Judy., & Samira;Poursoliman, Ehsan. (2020). The role of moderating the internal and external dimensions of corporate governance on the relationship between information asymmetry and investment efficiency. *Financial Research*, 22(2), 248-277 (in Persian).
- Masrouki, A., & Houcine, W. (2019). Auditor's knowledge and Firms' Investment Decisions in MENA Countries: Evidence from Tunisian Context. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 11(1), 57-72.
- McNichols, M. (2002). Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77, 61-69.
- Modarres, Ahmad., & Hesarzadeh, Reza. (2008). Quality of financial reporting and investment efficiency. *Quarterly Journal of the Stock Exchange*, 1(2), 116-85 (in Persian).
- Moeinadin, M., Khaneghah, J., & Mazraehno, J. (2013). Investigating the Effect of Audit Quality on Over-Investment Using Measures of Auditor Specialty and Audit Tenure for Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 3(4), 229-244.
- Nor, N. H., Nawawi, A., & Salin, A. S. (2018). the Impact of Audit Committee Independence and Auditor Choice on Firms' Investment Level. *Social Science & Humanities*, 26(3), 1433-1454.
- Park, S., Kim, I., & Kim, W. (2017). Investment Efficiency between Listed and Unlisted Firms, and Big 4 Audit Firms' Effect: Evidence from Korea. *The Journal of Applied Business Research*, 33(6), 1095-2013.
- Pascal, Andre. (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*. Head of Publications Service. OECD Publications Servic. 75775 Paris Cedex 16. France.
- Rahman, K. M., & Bremer, M. (2016). Effective Corporate Governance and Financial Reporting in Japan. *Asian Academic of Management Journal of Accounting and Finance*, 12(1), 93-122.
- Rashed, A., Abd El-Rahman, E., Isamil, E., & Abd El-Samea, D. (2018). Ownership Structure and Investment Efficiency: Evidence from Egypt. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 8(4), 1-22.
- Saghafi A., & Motamedi, F. M. (2011). Relation Between Audit Quality and Investment Efficiency in Firms with High Investment Opportunities. *Journal of Financial Accounting Research*, 3(4), 1-14.
- Salami, K. A. (2011). Analysis of the Relationship between Share Ownership Structure, Corporate Governance Structure, and Corporate Investment Efficiency, Using GSE Market Data (2005-9). *Journal of Accounting and Finance*, 11(4), 111-119.
- Salavati, Samaneh; & Asadi, Abdolreza. (2017). Investigating the relationship between corporate governance and cash flow with corporate investment efficiency. *Investment Knowledge Quarterly*. 6 (24), 202-187 (in Persian).
- Salin, A. S. A. P. (2017). Malaysian Private Entities Reporting Standards – Benefits and Challenges to SMEs. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 7(11), 1302-1320.
- Salin, A. S., Nor, N. H., & Nawawi, A. (2018). Corporate Governance and Investment Efficiency: Malaysian Evidence. *Proceeding of INSIGHT 2018 1st International Conference on Religion, Social Sciences and Technological Education* (pp. 31-40).
- Shahzad, F., Rehman, I., Hanif, W., Asim, G. A., & Baig, M. H. (2019). The Influence of Financial Reporting and Audit Quality on Investment Efficiency: Evidence from Pakistan. *International Journal of Accounting and Information Management*, 27(4), 600-614.
- Sheri Anaqir, Saber; Hasas Yeganeh, Yahya; Sadidi, Mahdi; & Nare ni, Benjamin. (2016). The relationship between corporate governance and its dimensions on the investment efficiency of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Experimental Studies in Financial Accounting*, 13 (52), 1-28 (in Persian).

- Siregar, S. V., & Nuryanah, S. (2019). Financial Reporting Quality, Audit Quality, and Investment Efficiency: Evidence from Indonesia. In First International Conference on Technology and Educational Science (pp. 1-6).
- Tehrani, Reza; & Nourbakhsh, Asgar. (2006). Investment management. Negah Danesh Publishing (in Persian).
- Verdi, R. S. (2006). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency (Ph.D. Thesis).
- Walid Shehata., & Mohamed Kasim Soliman. (2020). Investigating the effect of corporate governance on audit quality and its impact on investment efficiency. Investment Management and Financial Innovations, 17(3), 175-188.