

## بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر تصمیمات اعتباری و سرمایه گذاری بانک‌های تجاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

تاریخ دریافت: ۹۷/۱۱/۰۸

تاریخ پذیرش: ۹۷/۱۲/۱۴

علی لعل بار<sup>۱\*</sup>، فرامرز نوروزی<sup>۲</sup>، لادن آزاده<sup>۳</sup>

### چکیده

با جدا شدن مالکیت از مدیریت در شرکت های سهامی، مدیران به عنوان نماینده سهامداران، شرکت را اداره می کنند. با شکل گیری رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران که به آن مشکل نمایندگی گفته می شود، ایجاد می گردد. جهت حل مسئله نمایندگی و مرتفع کردن بی اعتمادی ناشی از مفهوم خطر اخلاقی در بحث عدم تقارن اطلاعاتی، در بازارهای جهانی، مفهوم حاکمیت شرکتی مطرح شد. در این مقاله سعی شده است تاثیر مولفه های حاکمیت شرکتی بر تصمیمات اعتباری و سرمایه گذاری بانکهای تجاری در ایران مورد بررسی قرار گیرد. پس از طراحی شاخص های حاکمیت شرکتی، اطلاعات معاملات انجام شده در دوره پژوهشی پنج ساله ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ از سازمان بورس اوراق بهادار جمع آوری گردید. نمونه آماری مشتمل بر ۱۸ بانک می باشد که با روش حذف سیستماتیک انتخاب شده است. که در مجموع ۹۰ سال - بانک بودند، در این تحقیق برای بررسی فرضیات پژوهش از رگرسیون خطی و همبستگی استفاده شده است. جهت تجزیه تحلیل داده ها و آزمون فرضیات تحقیق از نرم افزار Eviews استفاده شده است. آنچه در جمع بندی و نتیجه گیری کلی آزمون فرضیه های تحقیق می توان عنوان کرد، این است درجه حاکمیت شرکتی بر تصمیمات اعتباری بانک ها و تصمیمات سرمایه گذاری بانک ها اثر دارد.

واژگان کلیدی: تصمیمات سرمایه گذاری بانک، حاکمیت شرکتی، تصمیمات اعتباری بانک ها

۱- دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک، اراک، ایران (نویسنده مسئول) For\_lalbar@yahoo.com

۲- کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی اراک

۳- کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه آزاد اسلامی تهران مرکزی

با جدا شدن مالکیت از مدیریت در شرکت های سهامی، مدیران به عنوان نماینده سهامداران، شرکت را اداره می کنند. با شکل گیری رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران که به آن مشکل نمایندگی گفته می شود، ایجاد می گردد. جهت حل مسئله نمایندگی و مرتفع کردن بی اعتمادی ناشی از مفهوم خطر اخلاقی در بحث عدم تقارن اطلاعاتی، در بازارهای جهانی، مفهوم حاکمیت شرکتی مطرح شد. این فرض وجود دارد که، حاکمیت شرکتی بیش از هر چیز حیات سالم بنگاه اقتصادی را در دراز مدت هدف قرار می دهد و از منافع سهامداران محافظت می کند. موسسه های مالی بین المللی نیز رویه های اصلاح شده حاکمیت شرکتی را طریقی برای تقویت توانایی رقابتی شرکت ها برای دستیابی به سرمایه جهانی دانسته و آن را در ایجاد رونق اقتصادی و افزایش اشتغال موثر می دانند (حمید صدیق قرائی، ۱۳۹۰، ۶۱-۹۰).

این تحقیق به بررسی ارتباط میان حاکمیت شرکتی و مدیریت مالی (مدیریت درآمدها و مدیریت سرمایه گذاری های غیر استاندارد) در صنعت بانکداری می پردازد. در این مطالعه ارتباط بین معیارهای مهم حاکمیت شرکتی با تصمیمات مدیریت مالی بررسی می شود و این سوال مطرح می شود که آیا این ارتباط و همکاری می تواند باعث کاهش مشکلات کارگزاری و بهبود تصمیمات مدیریت مالی شود. جهانی شدن اقتصاد و افزایش رقابت و پیشرفت سریع تکنولوژی باعث شده که بسیاری از شرکت ها از فرصت های سرمایه گذاری مالی در بازار سرمایه بهره بگیرند (سیروپولس و تئوتوکس، ۲۰۰۷، ۲۳۱). بازار سرمایه برای سیستم حاکمیت شرکتی ارزش زیادی قائل است زیرا این سیستم مشکلات وسیع کارگزاری را مرتفع می کند. مشکلاتی که از جداسازی مالکیت و مدیریت و نزاع بر سر سود میان سهامداران کنترل کننده و غیر کنترل کننده ناشی می شود. و شاید حتی باعث شود که مدیران از خود سر برعلیه سود سهامداران اقدام کنند (بب چاک و ویز بک، ۲۰۱۰). حاکمیت شرکتی مجموعه ای از فرایندهای فرهنگی، سازمانی و قانونی است که مدیریت یا کنترل شرکت را تحت تاثیر قرار می دهد. بنابراین حاکمیت شرکتی در تصمیم گیری های استراتژیک شرکت در همه حوزه ها حائز اهمیت است. تحقیقات قبلی با استفاده از اطلاعات صنایع مختلف ارتباط میان حاکمیت شرکتی و مدیریت سود شرکت ها را مورد بررسی قرار داده اند. این مطالعه به بررسی دقیق ارتباط حاکمیت شرکتی و مدیریت سود و تصمیمات سرمایه گذاری غیراستاندارد در صنعت بانکداری می پردازد.

علاوه بر این، کارایی سرمایه گذاری یا سرمایه گذاری در حد بهینه مستلزم آن است که از یک سو از مصرف منابع در فعالیت هایی که سرمایه گذاری در آن بیش از حد مطلوب انجام شده است جلوگیری شود و از سوی دیگر، منابع به سمت فعالیت هایی که نیاز بیشتری به سرمایه گذاری دارد هدایت شود. همچنین مشخص شد که سرمایه گذاری های نادرست ریشه رفتاری دارند. مثلاً اگر مدیر عامل شرکتی که قصد سرمایه گذاری دارد، از بینش و آگاهی بالاتری برخوردار باشد با کاهش مبلغ سرمایه گذاری می تواند سرمایه گذاری کارآمدتر و صحیح تری ارائه کند و در نتیجه باعث افزایش ارزش سهام شرکت شود (چن و لین، ۲۰۱۴، ۳۱).

در این سطح اگر تصمیم گیران براساس تمایلات شخصی خود عمل می کنند، سهامداران می توانند با اعمام سیستم حاکمیت شرکتی این روند را محدود و از سرمایه گذاری های نامناسب و غیرسودآور جلوگیری کنند. فرضیه ما این است که شرکت هایی که هیئت مدیره کوچکتر دارند و در آنها حاکمیت شرکتی جاری است و سمت مدیر عامل از رئیس هیئت مدیره مجزا است، اقدامات حاکمیت شرکتی باعث کاهش سرمایه گذاری های غیر سودآوری شود. فرضیه این است که هیئت مدیره های کوچکتر نسبت به هیئت مدیره های بزرگتر در تصمیم گیری های خاص بهتر و موثرتر عمل می کنند. تحقیقات قبلی نشان می دهد که فعالیت کردن در هیئت مدیره های شرکت های دیگر باعث می شود که مدیران تجربه، تخصص و مهارت بیشتری کسب کنند که این موارد ابزاری برای تصمیم گیری صحیح می باشند. به همین دلیل حضور یک کمیته عملکردی حاکمیت شرکتی می تواند سرمایه گذاری های کارآمد را افزایش دهد. بر اساس تحقیقی، شواهد عینی وجود دارد که هنگامی که مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره یک نفر است، این فرد می تواند تصمیمات نادرستی اتخاذ کند که منجر به سرمایه گذاری های مخرب شود که از رفتارهای سازمانی نشأت می گیرند. تئوری کارگزاری می گوید که ممکن است سهامداران بتوانند از طریق مکانیزم حاکمیت شرکتی بتوانند مشکلات کارگزار را برطرف کنند. علاوه بر این باید مشخص شود که آیا این مکانیزم در کاهش مشکلات کارگزار در بخش های خصوصی و خاص مانند صنعت بانکداری نیز موثر است یا خیر؟ این موضوع محرک و انگیزه این پژوهش تجربی است و ما سعی کرده ایم که در این تحقیق به بررسی این موضوع بپردازیم.

## ۲- ادبیات نظری، پیشینه و فرضیه های پژوهش

حاکمیت شرکتی<sup>۱</sup> نظام حاکمیت شرکتی بیش از هر چیز، حیات شرکت را در بلندمدت هدف قرار داده و در این راستا سعی دارد تا از منافع سهامداران در مقابل مدیران شرکت ها پشتیبانی و از انتقال ناخواسته ثروت میان گروه‌های مختلف و تضييع حقوق عموم و سهام داران جزء، جلوگیری کند. حاکمیت شرکتی شامل معیارهایی است که باعث افزایش عدم تمرکز در کنترل شرکت‌ها شده، از قدرت مدیران اجرایی کاسته و عملکرد شرکت‌ها را بهبود می بخشد. نظام مطلوب حاکمیت شرکتی سبب می شود که شرکت‌ها از سرمایه‌ی خود به نحو موثری استفاده کنند، منافع صاحبان سود و جامعه ای که در آن فعالیت دارند، در نظر بگیرند، در برابر شرکت‌ها و سهامداران پاسخگو باشند و سبب جلب اعتماد سرمایه گذاران و جذب سرمایه های بلند مدت شوند. باید در نظر داشت که حاکمیت خوب به تنهایی باعث به وجود آمدن شرکت های خوب نمی شود. زیرا این مسأله به ماهیت رهبری و استراتژی های شرکت نیز بستگی دارد. ولی حاکمیت بد حتما باعث نابودی شرکت می گردد (احمدوند، ۱۳۸۵).

مطابق با تئوری نمایندگی وجود انواع مختلف مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی به هزینه‌های نمایندگی (هزینه‌های مرتبط با مشکلاتی از قبیل اهداف متفاوت و عدم تقارن اطلاعاتی) بستگی دارد. بنابراین، وجود سیستم حاکمیت شرکتی مناسب موجب می شود که مدیران در دنبال کردن اهداف خود و ضرر رساندن به منافع سهامداران دل سرد شوند. فاما و جنسن<sup>۲</sup> (۱۹۸۳) بیان می کنند که بدون وجود مکانیزم های حاکمیت شرکتی مناسب احتمال بیشتری وجود دارد که مدیران از حداکثرسازی منافع سهامداران منحرف شوند و ممکن است تصمیماتی را اتخاذ نمایند که در راستای منافع سهامداران و سرمایه گذاران نباشد. یکی از تصمیمات مهم شرکت، تصمیمات مربوط به سرمایه گذاری است که برای حیات شرکت ضروری می باشد. از آنجایی که مدیران نقش موثری در اتخاذ این تصمیمات دارند ممکن است از تصمیمات مطلوب سرمایه گذاری منحرف شوند (چن و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳).

حاکمیت شرکتی حداقل به دو طریق بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر دارد. اول اینکه، مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای سرمایه موجب محدودیت در تامین منابع خارجی می‌شود. در بازارهای ناقص، شرکت‌های با ساختار حاکمیت شرکتی بهتر می‌توانند تضاد منافع بین اعتباردهندگان و سهامداران را کاهش دهد. این رویکرد به شرکت‌ها اجازه می‌دهد که به بدهی‌های با ریسک پایین‌تر دسترسی پیدا کرده و هزینه‌های سرمایه را کاهش دهند و از این طریق کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود بخشند. چنین کاهش در میزان هزینه سرمایه، ممکن است تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری را تسهیل نماید، در غیر این صورت شرکت‌ها ممکن است به دلیل کمبود وجه نقد قادر به تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری نباشند. بدین مفهوم، شرکت‌های با مکانیزم حاکمیت شرکتی مناسب‌تر باید بتوانند کارایی سرمایه‌گذاری را از طریق تسهیل دسترسی به منابع خارجی و کاهش هزینه طرح‌های سرمایه‌گذاری جدید، کاهش دهند (چئونگ و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۱).

دوم این که، در پاسخ به مشکلات نمایندگی، جنسن<sup>۵</sup> (۱۹۸۶) اظهار می‌دارد مدیران تمام وجه نقد را برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی مصرف می‌کنند. به چنین رویکردی اصطلاحاً «پدیده ساختن امپراطوری» گفته می‌شود. با این وجود، در صورتی که شرکت دارای فرصت‌های رشد کم باشد، افزایش بیش از حد در اندازه شرکت در تضاد مستقیم با منافع سهامداران است. در حقیقت، گرایش به ساختن امپراطوری موجب می‌شود که مدیران به تمام منابع شرکت (جریان‌های نقد آزاد) دسترسی پیدا کنند. دسترسی بیش از حد به منابع شرکت، مدیران را به سمت سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی که موجب افزایش اندازه شرکت شده و بر ارزش شرکت تاثیر ندارد، سوق می‌دهد. اساساً مدیران تمایل دارند حتی در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی تا مادامی که اندازه شرکت را افزایش می‌دهد و بر منابع شخصی می‌افزاید، سرمایه‌گذاری کنند (دگریز و دی جونگ<sup>۶</sup>، ۲۰۰۱). مکانیزم‌های حاکمیتی شرکتی مناسب می‌تواند مانع ساختن امپراطوری جدید مدیران و سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی شود (چئونگ و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۱۱).

زمانی که سهم مدیران موظف در هیات مدیره بالا باشد، مدیران اختیار بیشتری در مورد تصمیمات سرمایه‌گذاری دارند. با توجه به این که رشد شرکت وابسته به مخارج تحت اختیار مدیران می‌باشد به احتمال زیاد سهامداران و اعتباردهندگان خواستار اعضای هیات مدیره غیرموظف بیشتری برای نظارت بر اقدامات هیات مدیره موظف باشند. به عبارت دیگر، سهامداران و اعتباردهندگان تمایل بیشتری به افزایش تعداد مدیران غیرموظف برای حفاظت از سلامت سرمایه‌گذاری‌های شرکت دارند. در نتیجه، با این کار هزینه‌های نمایندگی تعدیل شده و با نظارت موثر بر رفتار مدیران، کارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت بهبود می‌یابد (فرانسیس و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۱۳).

1. corporate governance
2. Fama & Jensen
3. Chen et al
4. Cheung et al
5. Jensen
6. Degryse & DeJong
7. Cheung et al
8. Francis et al

مدیران از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب مطلع هستند، در حالی که سرمایه‌گذاران از این فرصت‌ها اطلاع کافی ندارند. بنابراین، شرکت‌ها ممکن است دچار سرمایه‌گذاری کمتر از حد شوند و پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت را تامین مالی نمایند. فرضیه دیگر، وجود اختیارات مدیریتی برای دنبال کردن منافع شخصی است که منجر به سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌شود (مولو و پیو، ۲۰۰۷).

مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی به مرور زمان بوجود می‌آیند. برخی شرکت‌ها دارای مکانیزم‌های قوی حاکمیت شرکتی مثلا در تعداد اعضای مستقل هیئت مدیره، حضور سرمایه‌گذاران نهادی می‌باشند. برخی شرکت‌ها نیز دارای حاکمیت شرکتی ضعیفی می‌باشند. در این تحقیق توانایی حاکمیت شرکتی از کفایت حاکمیت شرکتی تفکیک می‌شود. توانایی (یا ضعف) حاکمیت شرکتی به عنوان اندازه حاکمیت شرکتی قلمداد می‌شود. شرکتی که دارای تعداد بیشتری عضو هیئت مدیره مستقل، سرمایه‌گذاران نهادی بوده، درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره و اعضای غیرموظف هیئت مدیره باشد دارای حاکمیت شرکتی توانمند محسوب می‌شود. در مقابل، حاکمیت شرکتی در صورتی کافی تلقی می‌شود که در کاهش هزینه‌های نمایندگی موثر واقع شود. حاکمیت شرکتی می‌تواند ضعیف ولی کافی باشد با این شرط که در زمان شروع آن، مسئله نمایندگی در حد پایین باشد. لذا در چنین شرکت‌هایی می‌توان مدیریت سود کمتری را انتظار داشت. حاکمیت شرکتی می‌تواند قوی (توانمند) بوده ولی کافی نباشد. برای این شرکت‌ها، به رغم حاکمیت شرکتی قوی، مدیریت سود احتمالا مسئله ساز باشد (مشایخی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷).

از منظر نمایندگی می‌توان استدلال کرد که یک هیئت مدیره بزرگتر به احتمال قوی نسبت به مشکلات نمایندگی هوشیار است زیرا تعداد بیشتری از افراد کارهای مدیریت را تحت نظر قرار خواهند داد. وقتی هیئت مدیره‌ها بزرگتر می‌شوند احتمال دارد که اعضای مستقل بیشتری با تخصص‌های ارزشمند را در برگیرند. از اعضای هیئت مدیره متخصص انتظار می‌رود که در جلوگیری یا محدود کردن رفتار فرصت طلبانه مدیریت (به عبارت دیگر مدیریت سود) بهتر عمل کنند. به احتمال زیاد هیئت مدیره‌های بزرگتر مسئولیت‌های خود را به کمیته‌های هیئت مدیره توفیض کنند. تشکیل کمیته‌های فرعی به خاطر وجود تعداد زیاد هیئت مدیره احتمال دارد که منافع نظارتی بیشتری فراهم نمایند. به عبارت دیگر بین اندازه هیئت مدیره و مدیریت سود رابطه منفی وجود دارد. برای شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی ضعیف و ناکافی نیز مدیریت سود می‌تواند مسئله ساز باشد (آقایی و چالاک، ۱۳۸۸). نتایج پژوهش سیروپولس و تسات سارونیس<sup>۳</sup> (۲۰۱۲) به بررسی "عوامل تاثیر گذار بر عملکرد مالی شرکت‌ها پرداختند. به این نتیجه رسیدند که حذف مدیرعامل چند مسئولیتی و جایگزینی افراد مختلف برای سمت مدیر عامل و سمت رئیس هیات مدیره تئوری کارگزاری را تایید و دارای اثر مثبت بر عملکرد مالی است. گیل و همکاران، (۲۰۱۲) در پژوهش خود به دنبال یافتن ارتباط بین سازو کارهای راهبری شرکتی با تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های کوچک هندی بودند، یافته‌های آنان به طور کلی حاکی از تاثیر مثبت اشکالی از سازو کار راهبری شرکت‌های کوچک بر میزان سرمایه‌گذاری آنان بوده است

## ۲-۱- فرضیه‌های پژوهش

۱. درجه حاکمیت شرکتی بر تصمیمات اعتباری بانک‌ها اثر دارد.
۲. درجه حاکمیت شرکتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری بانک‌ها اثر دارد.

## ۳- روش‌شناسی تحقیق

تحقیق حاضر از نوع کاربردی بوده و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی است. هدف تحقیق کاربردی، توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. هم‌چنین تحقیق حاضر، از نظر روش و ماهیت از نوع تحقیق توصیفی-همبستگی است. گردآوری اطلاعات با روش کتابخانه‌ای و داده‌های تحقیق با مراجعه به صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی و با نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین و تدبیر پرداز، جمع‌آوری گردیده است.

## ۳-۱- جامعه آماری و انتخاب نمونه

جامعه آماری، کلیه بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ است. مراحل انتخاب نمونه در جدول (۱)، ارائه گردیده است:

1. Mueller & Peev  
2. Mashayekhi  
3. Syriopoulos & Tesatsaronis

جدول (۱). مراحل مختلف نمونه گیری

تعداد	مراحل مختلف نمونه گیری
۲۴	تعداد بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال ۱۳۹۴
(۱)	تعداد بانک‌های که در قلمرو زمانی برون رفت از بورس داشته اند
(۳)	تعداد بانک‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش وارد بورس شده اند
(۲)	تعداد بانک‌هایی که اطلاعات مالی آنها موجود نمی باشد
۱۸	تعداد بانکهای نمونه

در جدول (۱)، ۹۰ بانک به عنوان نمونه انتخاب شدند جهت آزمون فرضیه های آماری محاسبه شده است.

#### ۴- مدل و متغیرهای تحقیق

جهت اظهار نظر در باره فرضیه‌های اول و دوم و، از دو مدل زیر استفاده می‌شود:

فرضیه اول

$$DA_{it} = +_1 INST_{it} + +_2 BLOCK_{it} + +_3 Board-Size_{it} + +_4 G-Com_{it} + +_5 Duality_{it} + +_6 Size_{it} + +_7 LEV_{it} + it$$

فرضیه دوم

$$IE_{it} = +_1 INST_{it} + +_2 BLOCK_{it} + +_3 Board-Size_{it} + +_4 G-Com_{it} + +_5 Duality_{it} + +_6 Size_{it} + +_7 LEV_{it} + it$$

که در آن: DA: مدیریت سود و نماینده تصمیمات اعتباری بانک‌ها، IE: سرمایه‌گذاری غیر استاندارد و نماینده تصمیمات سرمایه‌گذاری بانک‌ها، INST: درصد (سهام) سهامداران نهادی شرکت، BLOCK: درصد سهام دارانی که صاحب بخش عظیمی از سهام یعنی بیشتر از پنج درصد می‌باشند (سهام داران عمده)، Board-Size: تعداد نفرات هیئت مدیره، G ° Com: در صورتیکه شرکت، کمیته حساسی داشته باشد، متغیر تصنعی برابر یک و در غیر اینصورت برابر صفر است، Duality: اثر مدیرعامل بر هیئت مدیره در صورتیکه رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل یک نفر باشد، متغیر تصنعی برابر یک و در غیر اینصورت برابر صفر است، Size: اندازه شرکت، LEV: اهرم مالی.

الف- متغیرهای وابسته

۱. تصمیمات اعتباری: تصمیمات اعتباری در این تحقیق برابر است با میزان مدیریت سود و برای محاسبه مدیریت سود با استفاده از مدل جونز، مدل رگرسیون هر سال برآورد می‌شود. مدل تعدیل شده جونز بصورت زیر محاسبه می‌شود:

رابطه (۱)

$$TAt = (\Delta CA_t - \Delta CL_t - \Delta CASH_t + \Delta STDEBT_t - DEPNT_t)$$

TAt: کل ارقام تعهدی در سال t

$\Delta CL$ : تغییر در بدهیهای جاری

$\Delta CA$ : تغییر در داراییهای جاری غیر نقدی

DEPN: استهلاک دارایی های مشهود و نامشهود

$\Delta STDEBT$ : تغییر در حصه جاری تسهیلات دریافتی

$\Delta CASH$ : تغییر در وجه نقد

اجزای اختیاری و غیر اختیاری ارقام تعهدی، که بصورت زیر محاسبه می‌شود:

$$NDA_t = \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{\Delta REV_t - \Delta REC_t}{A_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left( \frac{PPE_t}{A_{t-1}} \right) \quad \text{رابطه (۲)}$$

$$DA_t = TA_t - NDA_t$$

NDA<sub>t</sub>: بخش غیر اختیاری ارقام تعهدی در سال t  
 A<sub>t-1</sub>: کل داراییهای در سال t-1  
 DA<sub>t</sub>: اجزاء اختیاری ارقام تعهدی در سال t  
 ΔREV<sub>t</sub>: درآمد سال t منهای درآمد سال t-1  
 PPE<sub>t</sub>: اموال، ماشین آلات و تجهیزات (ناخالص) در پایان سال t  
 ΔREC<sub>t</sub>: حسابهای دریافتنی سال t منهای حسابهای دریافتنی سال t-1  
 α<sub>1</sub>, α<sub>2</sub>, α<sub>3</sub>: پارامترهای خاص شرکت می باشند که با استفاده از مدل زیر بدست می آیند:

رابطه (۳)

$$\frac{TA_t}{A_{t-1}} = a_1 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + a_2 \left( \frac{\Delta REV_t}{A_{t-1}} \right) + a_3 \left( \frac{PPE_t}{A_{t-1}} \right)$$

TA<sub>t</sub>: ارقام تعهدی در سال t  
 A<sub>t-1</sub>: کل دارایی ها در پایان سال t-1  
 ΔREV<sub>t</sub>: درآمد سال t منهای درآمد سال t-1  
 PPE<sub>t</sub>: اموال، ماشین آلات و تجهیزات (ناخالص) در پایان سال t  
 - که در این مدل a<sub>1</sub>, a<sub>2</sub>, a<sub>3</sub> به برآوردهای OLS از α<sub>1</sub>, α<sub>2</sub>, α<sub>3</sub> اشاره دارد.

۲. تصمیمات سرمایه گذاری: سرمایه گذاریهای غیر استاندارد: برای محاسبه سرمایه گذاری غیر استاندارد از مدل ریچاردسون، بر اساس مدل رگرسیون زیر استفاده می شود (خطای معادله رگرسیونی زیر نشان دهنده ی سرمایه گذاری غیر استاندارد می باشد).

رابطه (۴):

$$IE_t = 1 + 2 Qt-1 + 3 AGEt-1 + 4 SIZEt-1 + 5 LEVt-1 + 6 CASHt-1 + YEARFE + t$$

که در آن:

مجموع مخارج سرمایه گذاری = مجموع اموال ماشین آلات و تجهیزات + خالص دارایی ثابت	IE <sub>t</sub>
ارزش بازار سهام عادی / ارزش دفتری داراییها	Qt-1
سن شرکت (تفاوت سال جاری از تاریخ تاسیس شرکت)	AGEt-1
اندازه شرکت ( نشان دهنده لگاریتم مجموع داراییها )	SIZEt-1
اهرم مالی (ارزش دفتری بدهی به ارزش دفتری دارایی)	LEVt-1
(نقدینگی و سرمایه گذاری های کوتاه مدت * بهای دفتری مجموع دارایی)	CASH
اثر ثابت سال جهت کنترل زمان که با نرم افزار ایویوز تخمین زده می شود.	YEARFE

(ب) متغیرهای مستقل

اجزای حاکمیت شرکتی به صورت زیر تعریف می گردد.

INST: درصد (سهام) سهامداران نهادی شرکت (مستقل)

مطابق تعریف ارائه شده و مورد استفاده در پژوهشهای روبین<sup>۱</sup> (۲۰۰۷) و کوئو<sup>۱</sup> (۲۰۰۹)، برای محاسبه سطح مالکیت نهادی، مجموع سهام در اختیار بانکها و بیمهها، هلدینگها، شرکتهای سرمایه گذاری، صندوقهای بازنشستگی، شرکتهای تأمین سرمایه و

صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سازمان‌ها و نهادهای دولتی و شرکت‌های دولتی بر کل سهام منتشره شرکت، تقسیم شده و درصد یا میزان مالکیت نهادی به دست می‌آید؛ این متغیر در پژوهش‌های کومار<sup>۳</sup>(۲۰۰۳)، ارن‌هارت و لیزال<sup>۴</sup>(۲۰۰۶) و نمازی و کرمانی (۱۳۸۷)، نیز با همین تعریف به کار رفته است.

**BLOCK**: تعداد سهام دارانی که صاحب بخش عظیمی از سهام یعنی بیشتر از پنج درصد می‌باشند (سهام داران عمده)  
(مستقل)

**Board-Size**: تعداد نفرات هیئت مدیره (مستقل)

**G ° Com**: در صورتیکه شرکت، کمیته حسابرسی داشته باشد، متغیر تصنعی برابر یک و در غیر اینصورت برابر صفر است  
(مستقل)

**Duality**: اثر مدیرعامل بر هیئت مدیره در صورتیکه رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل یک نفر باشد، متغیر تصنعی برابر یک و در غیر اینصورت برابر صفر است (مستقل)

متغیرهای کنترلی:

**Size**: اندازه شرکت (کنترلی)

برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت

**LEV**: اهرم مالی (کنترلی)

برابر است با نسبت کل بدهی به کل دارایی

## ۵- یافته‌های تحقیق

### ۵-۱- آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول (۲) ارائه شده است:

جدول (۲). آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

اهرم مالی	اندازه شرکت	وضعیتی که رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل یک نفر باشد	استقرار کمیته حسابرسی	تعداد نفرات هیئت مدیره	درصد سهام داران عمده	درصد سهام سهامداران نهادی	تصمیمات سرمایه‌گذاری بانکها	تصمیمات اعتباری بانکها	
LEV	SIZE	DUALITY	GCOM	BORDSIZE	BLOCK	INST	EI	DA	
0/89862	18/7452	0/15555	0/44444	6/38888	3/46666	46/4945	-81/7434	0/00055	میانگین
0/92883	18/7861	0/00000	0/00000	6/00000	3/00000	44/2550	-989/686	-0/00022	میانه
0/99518	21/3080	1/00000	1/00000	12/0000	10/0000	100/000	0/366975	0/02599	ماکسیمم
0/36790	15/1408	0/00000	0/00000	4/00000	0/00000	0/00000	0/-261846	-0/02668	مینیمم
0/09947	1/39199	0/36446	0/49968	1/77177	2/51824	29/5275	0/126221	0/00971	انحراف معیار
-3/26093	-0/28187	1/90073	0/22360	1/76280	1/00941	0/15183	0/68100	0/06488	چولگی
14/9040	2/45716	4/61278	1/05000	6/29021	3/62407	1/83478	3/82789	3/19891	کشیدگی
690/900	2/29684	63/9457	15/0093	87/2077	16/7443	5/43725	9/52687	0/21152	آزمون جاکو- برا
0/00000	0/31713	0/00000	0/00055	0/00000	0/00023	0/06596	0/00853	0/89963	سطح معنی داری
90	90	90	90	90	90	90	90	90	مشاهدات

در جدول (۲)، میانگین که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع بوده و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست، برای متغیر تصمیمات اعتباری بانکها برابر ۰/۰۰۰۵۵ است. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی می‌باشد که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد و برای متغیر تصمیمات اعتباری بانکها برابر ۰/۰۰۰۲۲- است. انحراف معیار یکی از مهم‌ترین شاخص‌های پراکندگی است که برای متغیر تصمیمات اعتباری بانکها برابر ۰/۰۰۹۷۱ می‌باشد. در این پژوهش برای تمام متغیرها کشیدگی مثبت می‌باشد. در این پژوهش با استفاده از آزمون جاک-برا نرمال بودن متغیر وابسته آزمون شده و از آنجایی که مقادیر

1- Coutto

2- Komar

3- Arnhart&lizal

سطح معناداری، متغیر تصمیمات اعتباری بانکها و تصمیمات سرمایه‌گذاری بانکها ۵٪ است، بنابراین فرض صفر یعنی نرمال بودن متغیر تایید می‌شود.

## ۲-۵- آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

نتایج آزمون ریشه واحد رفتار ریسک پذیری آینده در جدول (۳) ارائه شده است:

جدول (۳). نتایج آزمون مانایی متغیرها

نتیجه	تفاضل مرتبه اول		آماره ADF فیشر	متغیرها	
	سطح معنی داری	سطح معنی داری			
I(1)	0/0000	0/2819	40/4054	DA	تصمیمات اعتباری بانکها
I(0)		0/0091	59/0411	EI	تصمیمات سرمایه‌گذاری بانکها
I(0)		0/0225	41/4456	INST	درصد سهم سهامداران نهادی
I(1)	0/0494	0/6219	23/1943	BLOCK	درصد سهم سهام داران عمده
I(1)	0/0393	0/2545	7/78155	BORDSIZE	تعداد نفرات هیئت مدیره
I(1)	0/0201	0/8868	2/33209	GCOM	استقرار کمیته حسابرسی
I(1)	0/0214	0/6317	0/91876	DUALITY	وضعیتی که رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل یک نفر باشد
I(0)		0/0152	56/7627	SIZE	اندازه شرکت
I(0)		0/0000	85/5058	LEV	اهرم مالی

همان‌طور که در جدول (۳) ملاحظه می‌شود سطح معنی‌داری آزمون ریشه واحد در متغیرهای تصمیمات سرمایه‌گذاری بانکها، درصد سهم سهامداران نهادی، اندازه شرکت و اهرم مالی کمتر از ۰/۰۵ و نشان می‌دهد که از مرتبه صفر I(0) و در سطح مانا هستند این بدان معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۹۴ ثابت بوده است. و متغیرهای تصمیمات اعتباری بانکها، درصد سهم سهام داران عمده، تعداد نفرات هیئت مدیره، استقرار کمیته حسابرسی و وضعیتی که رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل یک نفر باشد با یک بار تفاضل گیری پایا می‌شوند این متغیرها انباشته از مرتبه یک یا I(1) خواهند بود. در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.

## ۳-۵- آزمون F لیمر و هاسمن

نتایج حاصل از آزمون F لیمر و هاسمن در جدول (۴) ارائه شده است:

جدول (۴). آزمون F لیمر فرضیه‌های پژوهش

نتیجه	سطح معنی داری	آزمون هاسمن	نتیجه	سطح معنی داری	آزمون اف لیمر	فرضیه اصلی اول
اثرات ثابت	0/0000	58/322034	تابلویی	0/0000	4/764591	فرضیه اصلی اول
اثرات ثابت	0/0195	16/697572	تابلویی	0/0000	26/69635	فرضیه اصلی دوم

در جدول (۵)، برای انتخاب بین روش داده‌های ترکیبی از آزمون F لیمر استفاده شده است. با توجه به اینکه سطح معناداری حاصل از این آزمون در مورد کلیه مدل‌های تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ به دست آمد، برای تخمین الگو از روش داده‌های تابلویی استفاده خواهد شد. با توجه به این که در آزمون F لیمر روش داده‌های ترکیبی پذیرفته نشده آزمون هاسمن انجام می‌شود در جدول (۵)، بر اساس محاسبات انجام شده، برای تمامی فرضیه‌ها روش اثرات ثابت مناسب‌تر است.

## ۴-۵- خلاصه تجزیه و تحلیل‌ها به تفکیک هر فرضیه

### ۱-۴-۵- آزمون فرضیه اول تحقیق

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش در جدول (۵) ارائه شده است:

فرضیه اول از لحاظ آماری بصورت زیر تدوین می‌شود:

$H_0$ : درجه حاکمیت شرکتی بر تصمیمات اعتباری بانک ها اثر ندارد.

$H_1$ : درجه حاکمیت شرکتی بر تصمیمات اعتباری بانک ها اثر دارد.

جدول (۵). خلاصه نتایج الگوی فرضیه اول

نتیجه	سطح معناداری	آماره-t	خطای استاندارد	ضرایب	متغیرها	
منفی	0/0000	-5/14033	0/040655	-0/208982	$\alpha_0$	عرض از مبدأ
منفی	0/0000	-5/18777	8/83E-05	-0/000458	INST	درصد سهم سهامداران نهادی
منفی	0/0055	-2/86921	0/001175	-0/003370	BLOCK	درصد سهم سهام داران عمده
بی معنی	0/5226	0/64276	0/002145	0/001379	BORDSIZE	تعداد نفرات هیئت مدیره
منفی	0/0235	-2/31980	0/003371	-0/007821	GCOM	استقرار کمیته حسابرسی
بی معنی	0/0624	1/89609	0/003037	0/005759	DUALITY	وضعیتی که رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل یک نفر باشد
مثبت	0/0000	6/00977	0/002670	0/016048	SIZE	اندازه شرکت
منفی	0/0002	-4/01414	0/017890	-0/071813	LEV	اهرم مالی
		آماره-F	0/642217		ضریب تعیین	
4/861442		سطح معناداری	0/510113		ضریب تعیین تعدیل شده	
0/000000		2/467018		دوربین واتسون		

طبق جدول (۵) می‌توان معادله ای خطی مدل را به صورت رابطه (۸) نوشت:

$$DA_{it} = -0.208982 - 0.000458INST_{it} - 0.003370BLOCK_{it} + 0.001379 Board-Size_{it} - 0.007821G-Com_{it} + 0.005759Duality_{it} + 0.016048Size_{it} - 0.071813LEV_{it}$$

نتایج حاصل از تخمین نشان می‌دهد که احتمال آماره t برای ضریب ثابت و ضرایب متغیرهای درصد سهم سهامداران نهادی، درصد سهم سهام داران عمده، استقرار کمیته حسابرسی، اندازه شرکت و اهرم مالی بر تصمیمات اعتباری بانک ها کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی دار می‌باشد. و ضریب برآورد شده توسط نرم افزار برای متغیرهای درصد سهم سهامداران نهادی، درصد سهم سهام داران عمده، استقرار کمیته حسابرسی بر تصمیمات اعتباری بانک‌ها منفی و معنادار می‌باشد. بنابراین، رابطه خطی معکوس بین متغیرهای درصد سهم سهامداران نهادی، درصد سهم سهام داران عمده، استقرار کمیته حسابرسی بر تصمیمات اعتباری بانک‌ها وجود دارد. اما از آنجا که احتمال آماره t متغیرهای تعداد نفرات هیئت مدیره و وضعیتی که رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل یک نفر باشد به تصمیمات اعتباری بانک ها بیشتر از ۵٪ است لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی دار نمی‌باشد. بنابراین با اطمینان ۹۵٪ فرضیه اول برای این متغیر رد می‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده قدرت توضیح دهنده متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قادر است به میزان ۵۱٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی دار می‌باشد. با توجه به فرضیه چون متغیرهای درصد سهم سهامداران نهادی، درصد سهم سهام داران عمده، استقرار کمیته حسابرسی، اندازه شرکت و اهرم مالی بر تصمیمات اعتباری بانک ها در مدل معنی دار می‌باشد بنابراین فرض  $H_0$  رد می‌شود یعنی درجه حاکمیت شرکتی بر تصمیمات اعتباری بانک ها اثر دارد.

#### ۵-۴-۲- آزمون فرضیه دوم تحقیق

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش در جدول (۶) ارائه شده است:

فرضیه دوم: درجه حاکمیت شرکتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری بانک‌ها اثر دارد.

فرضیه دوم از لحاظ آماری بصورت زیر تدوین می‌شود:

$H_0$ : درجه حاکمیت شرکتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری بانک ها اثر ندارد.

$H_1$ : درجه حاکمیت شرکتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری بانک ها اثر دارد.

جدول (۶) خلاصه نتایج الگوی دوم با استفاده از روش پانل دیتا طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره-t	سطح معناداری	نتیجه
$\alpha_0$	-1223959	265823/7	-4/60440	0/0000	عرض از مبدأ
INST	79/28305	577/4610	0/137296	0/8912	درصد سهم سهامداران نهادی
BLOCK	17266/61	7679/692	2/248347	0/0280	درصد سهم سهام داران عمده
BORDSIZE	31820/49	14026/81	2/268548	0/0266	تعداد نفرات هیئت مدیره
GCOM	-77673/28	22043/95	-3/52356	0/0008	استقرار کمیته حسابرسی
DUALITY	-51258/14	19858/28	-2/58119	0/0121	وضعیتی که رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل یک نفر باشد
SIZE	32239/11	17460/01	1/846454	0/0694	اندازه شرکت
LEV	439786/2	116972/4	3/759743	0/0004	اهرم مالی
ضریب تعیین		0/909339	آماره-F	27/16471	
ضریب تعیین تعدیل شده		0/875864	سطح معناداری	0/000000	
دوربین واتسون			2/295572		

طبق جدول (۶) می‌توان معادله‌ای خطی مدل را به صورت رابطه (۲) نوشت:

$$IE_{it} = -1223959 + 79.28305 \text{ INST}_{it} + 17266.61 \text{ BLOCK}_{it} + 31820.49 \text{ Board-Size}_{it} - 77673.28 \text{ G-Com}_{it} - 51258.14 \text{ Duality}_{it} + 32239.11 \text{ Size}_{it} + 439786.2 \text{ Lev}_{it}$$

نتایج حاصل از تخمین نشان می‌دهد که احتمال آماره t برای ضریب ثابت و ضرایب متغیرهای درصد سهم سهام داران عمده، تعداد نفرات هیئت مدیره، استقرار کمیته حسابرسی، وضعیتی که رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل یک نفر و اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری بانک‌ها کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. و ضریب برآورد شده توسط نرم افزار برای متغیرهای درصد سهم سهام داران عمده و تعداد نفرات هیئت مدیره بر تصمیمات سرمایه‌گذاری بانک‌ها مثبت و معنادار می‌باشد. بنابراین، رابطه خطی مستقیم بین متغیرهای درصد سهم سهام داران عمده و تعداد نفرات هیئت مدیره بر تصمیمات سرمایه‌گذاری بانک‌ها وجود دارد. و ضریب برآورد شده توسط نرم افزار برای متغیرهای استقرار کمیته حسابرسی، وضعیتی که رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل یک نفر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری بانک‌ها منفی و معنادار می‌باشد. بنابراین، رابطه خطی معکوس بین متغیرهای استقرار کمیته حسابرسی، وضعیتی که رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل یک نفر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری بانک‌ها وجود دارد. اما از آنجا که احتمال آماره t متغیرهای درصد سهم سهامداران نهادی و اندازه شرکت باشد به تصمیمات سرمایه‌گذاری بانک‌ها بیشتر از ۵٪ است لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی‌دار نمی‌باشد. بنابراین با اطمینان ۸۸٪ فرضیه اول برای این متغیر رد می‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده قدرت توضیح دهنده متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قداراست به میزان ۵۱٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. با توجه به فرضیه چون متغیرهای درصد سهم سهام داران عمده، تعداد نفرات هیئت مدیره، استقرار کمیته حسابرسی، وضعیتی که رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل یک نفر و اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری بانک‌ها در مدل معنی‌دار می‌باشد بنابراین فرض H0 رد می‌شود یعنی درجه حاکمیت شرکتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری بانک‌ها اثر دارد.

## بحث و نتیجه گیری

آنچه در جمع‌بندی و نتیجه‌گیری کلی آزمون فرضیه‌های تحقیق مبنی بر تاثیر متغیرهای حاکمیت شرکتی بر روی تصمیمات اعتباری و سرمایه‌گذاری بانک‌ها در فاصله زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ می‌توان عنوان کرد، این است که حاکمیت شرکتی بر تصمیمات مدیریت مالی مشتمل بر تصمیمات اعتباری و سرمایه‌گذاری بانک‌ها در صنعت بانکداری در حالت کلی تاثیر گذار است نتایج پژوهش حاضر با مبانی نظری سازگار می‌باشد، اقدامات مدیریت مالی به دو بخش مدیریت سود و مدیریت سرمایه‌گذاری تقسیم می‌شود. یکی از جنبه‌های بسیار مهم مدیریت مالی تصمیمات سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذاری باید با چشم انداز افزایش دارایی سهامداران صورت بگیرد سرمایه‌گذاری در امور مختلف توسط شرکت‌ها همواره به عنوان یکی از راه‌های مهم توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود و عقب ماندگی مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع موجب شده است که علاوه بر توسعه سرمایه‌گذاری افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از اهمیت فراوانی برخوردار گردد. نتایج پژوهش حاضر با نتایج حاصل از پژوهش

سیروپولس و تسات سارونیس<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) سازگار می‌باشد؛ گیل و همکاران، (۲۰۱۲) در پژوهش خود به دنبال یافتن ارتباط بین سازو کارهای راهبری شرکتی با تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های کوچک هندی بودند، یافته‌های آنان به طور کلی حاکی از تاثیر مثبت اشکالی از سازو کار راهبری شرکت‌های کوچک بر میزان سرمایه‌گذاری آنان بوده است. سیروپولس و تسات سارونیس<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) نیز به این نتیجه رسیدند که حذف مدیرعامل چند مسئولیتی و جایگزینی افراد مختلف برای سمت مدیر عامل و سمت رئیس هیات مدیره تئوری کارگزاری را تایید و دارای اثر مثبت بر عملکرد مالی است.

## منابع

۱. احمدوند، ژ، (۱۳۸۵)، "بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
۲. صدیق قرائی، حمید، (۱۳۹۰)، رابطه حاکمیت شرکتی با مدیریت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد تهران مرکز.
3. Bebchuk, L.A., Weisbach, M.S, (2010), *The state of corporate governance research*. The Review of Financial Studies 23, 939-961.
4. Chen, I.J., Lin, S.H, (2014), *Managerial optimism, investment efficiency, and firm valuation*. Multinat. Financ. J. 17 (3/4), 1° 48
5. Chen, L., Chunlei, L., and Guanyu, W, (2013), *Financial constraints, investment efficiency and corporate governance: Empirical evidence from China*, Service Systems and Service Management (ICSSSM). 10th International conference.
6. Cheung, Y., Stouraitis, A., and Tan, W, (2011), *Corporate governance, investment, and firm valuation in Asian emerging markets*. Journal of International Financial Management & Accounting, 22 (3): 246-273.
7. Francis, H., Hasan, I., Song, L., and Waisman. M, (2013), *Corporate governance and investment cash flow sensitivity: Evidence from emerging markets*. Emerging Markets Review, 15 (3): 57° 71
8. Mashayekhi, B, (2007), *Characteristics and firms Board of director discretionary accruals management: The case of Iran*, Fifth international Business Research Conference, Dubai, United Arab Emirates.
9. Mueller, D. C., and Peev, E, (2007), *Corporate governance and investment in Central and Eastern Europe*. Journal of Comparative Economics, 35 (2): 414° 437.
10. Syriopoulos, T., Theotokas, I, (2007), *Value creation through corporate destruction? Corporate governance in shipping takeovers*. Maritime Policy and Management, 34(3), 225-242.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی