

## نقش تعدیل‌کنندگی کیفیت حسابرسی بر تأثیرات حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری

مجید محمد صالحی

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد صفادشت، دانشگاه آزاد اسلامی، صفادشت، ایران. (نویسنده مسئول).  
salehimajid389@gmail.com

احسان رجایی زاده هرندی

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهاب دانش، قم، ایران.  
ehsanraiaeezadeh@vahoo.com

### چکیده

این پژوهش به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری و همچنین نقش تعدیلگری کیفیت حسابرسی در این رابطه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. 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.

### 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 به موقع دارند. (خدائی وله زاقرد و یحیایی، ۱۳۸۹). 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 حساب‌رسان 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 به‌وسیله دی‌آنجلو<sup>۱</sup> (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 حوزه‌ی حسابرسی و بازار سرمایه است. بازده اصلی کار حسابرسی گزارش حسابرس 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 بایدوشاید به اطلاعات داخل شرکت دسترسی داشته باشند. این امر باعث به وجود آمدن حسابرسی شده است. درواقع حسابرسی از طریق بررسی حرفه‌ای گزارش‌های مالی تهیه‌شده توسط مدیریت اطمینان بخشی لازم را جهت استفاده از گزارش‌های مالی در اختیار مدیریت قرار می‌دهد. به‌طور کلی هدف حسابرسان، حفاظت از منافع سهامداران در مقابل تحریفات و اشتباهات بااهمیت موجود در صورت‌های مالی است. حسابرسان به‌منظور حفظ اعتبار حرفه، شهرت حرفه‌ای خود و اجتناب از دعاوی قضایی علیه خود، به دنبال افزایش کیفیت حسابرسی هستند. از آنجا که واحدهای اقتصادی همواره به‌منظور افزایش ارزش شرکت و ثروت سهامداران، به دنبال کاهش هزینه سرمایه خود هستند، می‌توانند با ارائه صورت‌های مالی که با کیفیت بالا حسابرسی شده‌اند به اهداف خود دست یابند، چرا که بدون انجام حسابرسی یا انجام حسابرسی با کیفیت پایین سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان تردید خواهند کرد و بنابراین، یا سرمایه‌گذاری نمی‌کنند و یا نرخ بازده بسیار بالایی را به علت پذیرفتن ریسک طلب می‌کنند (احمد<sup>۲</sup>، ۲۰۰۴).

مفهوم حاکمیت شرکتی یک مفهوم نظارتی است. در حاکمیت شرکتی توجه عمده به سازوکارها و دینامیک‌های تسهیل‌کننده‌ها و ممکن‌کننده‌های 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 ایجاب می‌کند (امیدوار، ۱۳۸۹). 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<sup>۳</sup>، ۲۰۰۴). نظام حاکمیت شرکتی تعیین‌کننده ساختاری است که توسط آن اهداف سازمان تدوین و ابزار دستیابی به این اهداف و نظارت بر عملکرد مشخص می‌شود. حاکمیت شرکتی بیش از هر چیز، حیات بنگاه اقتصادی را در بلندمدت هدف قرار می‌دهد و درصدد است از منابع سهامداران در مقابل مدیریت سازمان‌ها حفاظت کند (اسماعیل زاده مقری و همکاران، ۱۳۸۹).

عوامل تعیین‌کننده کارایی سرمایه‌گذاری از طریق عدم تقارن اطلاعاتی ارائه می‌شود (سالین و همکاران<sup>۴</sup>، 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<sup>۵</sup>، 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

<sup>1</sup> De Angelo

<sup>2</sup> Ahmed

<sup>3</sup> Pascal

<sup>4</sup> Salin et al

<sup>5</sup> Verdi

(رحمان و برمر<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶) 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<sup>۲</sup>، 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<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷). 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<sup>۴</sup>، 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؟

## 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<sup>۵</sup> (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<sup>۶</sup> (۲۰۱۶) ارتباط مثبتی بین کیفیت حسابرسی و اثربخشی سرمایه‌گذاری برای نمونه‌ای از شرکت‌های ذکر شده در ایران دارند. ایلود و جربویی<sup>۷</sup> (۲۰۱۷) شواهدی را نشان می‌دهند که تخصص حسابرس یکی از مکانیزم‌های افزایش اثربخشی سرمایه‌گذاری در موارد سرمایه‌گذاری کم است. پارک و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۱۷) نشان می‌دهند که وجود یکی از شرکت‌های بزرگ حسابرسی باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. چن و همکاران (۲۰۱۸) با استفاده از کیفیت اظهارات مالی، تأثیر مثبت حسابرسی بر اثر سرمایه‌گذاری را تأیید می‌کنند. مسروکی و هوشین<sup>۹</sup> (۲۰۱۹) معتقدند که دانش حسابرس تأثیر مثبتی بر سرمایه‌گذاری برای نمونه‌ای از شرکت‌های ذکر شده در تونس دارد. سیرگر و نوربانا<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۹) تأثیر مثبت کیفیت حسابرسی بر اثر سرمایه‌گذاری را برای نمونه‌ای از شرکت‌های ذکر شده در اندونزی تأیید می‌کنند. سرانجام، شهزاد و رحمان<sup>۱۱</sup> (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. معین الدین و همکاران<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۳) ارتباط معکوس بین تخصص حسابرس و سرمایه‌گذاری بیش از حد را تأیید می‌کنند. با این حال، هیچ ارتباطی بین

<sup>1</sup> Rahman and Bremer

<sup>2</sup> Karim et al

<sup>3</sup> Chen et al

<sup>4</sup> Clinch et al

<sup>5</sup> Saghaf and Motamedi

<sup>6</sup> Dashtbayaz and Mohammadi

<sup>7</sup> Elaoud and Jarbou

<sup>8</sup> Park et al

<sup>9</sup> Masrouki and Houcine

<sup>10</sup> Siregar and Nuryanah

<sup>11</sup> Shahzad and Rehman

<sup>12</sup> Moeinadin et al

سرمایه بیش از حد و تصدی حسابرسان برای نمونه‌ای از نمونه‌های ذکر شده در ایران وجود ندارد. اسلامی<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) تأیید می‌کند که سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دارای حسابرسان تخصصی صنعت تأثیری بر اثر سرمایه‌گذاری برای نمونه‌ای از شرکت‌های ذکر شده در اندونزی ندارد. بوبکر و همکاران<sup>۲</sup> (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<sup>۳</sup> (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<sup>۴</sup> (۲۰۰۴) تصدیق می‌کنند که شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی کارایی سرمایه‌گذاری را برای نمونه‌ای از شرکت‌های ذکر شده در چین کاهش می‌دهند. چن و همکاران (۲۰۱۷) ارتباط منفی بین تمرکز مالکیت و کارایی سرمایه‌گذاری را تأیید می‌کنند. علاوه بر این، جبران خسارت مبتنی بر انگیزه، اثر سرمایه‌گذاری برای نمونه‌ای از شرکت‌های ذکر شده در چین را بهبود می‌بخشد. فلیکس<sup>۵</sup> (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<sup>۶</sup> (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<sup>۷</sup> (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. با این حال، هیچ مطالعه‌ای تأثیر کیفیت حسابرسی را به عنوان واسطه بررسی نکرده است.

### پیشینه پژوهش

ولید<sup>۸</sup> (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<sup>۹</sup> (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

<sup>1</sup> Islami

<sup>2</sup> Boubaker et al

<sup>3</sup> Salami

<sup>4</sup> Chen et al

<sup>5</sup> Felix

<sup>6</sup> Rashed et al

<sup>7</sup> Lai et al

<sup>8</sup> Walid

<sup>9</sup> Du et al

صنایعی که از طرف دولت سیاست‌های حمایتی دریافت می‌کنند، معنادار است. آن‌ها بین یکپارچگی حاکمیت و بیش‌سرمایه‌گذاری 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<sup>۱</sup> (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.

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.

هاشمی و مشعشعی (۱۳۹۷) پژوهشی را با عنوان «بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها» انجام دادند. هدف این پژوهش بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است. برای این منظور، نمونه‌ای شامل ۱۰۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۳ مورد آزمون قرار گرفتند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که احساسات سرمایه‌گذار دارای اثر معناداری بر سطح سرمایه‌گذاری جدید و بیش‌سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است. همچنین، شاخص حاکمیت شرکتی دارای اثر معناداری بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و سرمایه‌گذاری جدید و بیش‌سرمایه‌گذاری است. به عبارتی، در شرکت‌هایی با سطح حاکمیت شرکتی بالاتر، اثر احساسات سرمایه‌گذار بر

<sup>1</sup> Nor et al



تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت، بهبود می‌یابد. این یافته‌ها مبین آن است که حاکمیت شرکتی بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و سرمایه‌گذاری جدید و بیش سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است.

### 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- اطلاعات صورت مالی آن‌ها از سال ۱۳۹۳ به طور کامل و پیوسته در دسترس باشد.  
۲- جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی و بیمه‌ای نباشند، زیرا ماهیت این شرکت‌ها با سایر شرکت‌های عضو بورس متفاوت است.

۳- همه داده‌های متغیرهای پژوهش برای شرکت‌های موردنظر قابل دسترس باشد.

۴- شرکت طی بازه زمانی پژوهش سال مالی خود را تغییر نداده باشد.

با توجه به شرایط فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۰۸ شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب شد. بنابراین مشاهدات ما برابر با ۷۵۶ سال - شرکت خواهد بود.

### فرضیه پژوهش

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

فرضیه دوم: کیفیت حسابرسی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.

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

### مدل و متغیرهای پژوهش

جهت آزمون فرضیه اول از مدل رگرسیونی چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی طبق پژوهش ولید (۲۰۲۰) برحسب رابطه زیر استفاده می‌شود:

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

کلیه فرضیه‌های پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد آزمون قرار می‌گیرد و به‌منظور آزمون فرضیه اول پژوهش، ضریب  $\beta_1$  در نظر گرفته می‌شود و چنانچه در سطح اطمینان موردنظر معنادار باشد، فرضیه اول پژوهش رد نخواهد شد. جهت آزمون فرضیه دوم از مدل رگرسیونی چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی طبق پژوهش ولید (۲۰۲۰) برحسب رابطه زیر استفاده می‌شود:

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

به‌منظور آزمون فرضیه دوم پژوهش، ضریب  $\beta_1$  در نظر گرفته می‌شود و چنانچه در سطح اطمینان موردنظر معنادار باشد، فرضیه دوم پژوهش رد نخواهد شد.

جهت آزمون فرضیه سوم از مدل رگرسیونی چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی طبق پژوهش ولید (۲۰۲۰) 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  $\beta_3$  در نظر گرفته می‌شود و چنانچه در سطح اطمینان موردنظر معنادار باشد، فرضیه سوم پژوهش رد نخواهد شد.

### متغیر وابسته

کارایی سرمایه‌گذاری ( $IE_{it}$ ): به‌طور مفهومی کارایی سرمایه‌گذاری، به‌میزان سرمایه‌گذاری اطلاق می‌شود که NPV مثبت را برای پروژه‌ها به همراه داشته باشد (امینی فرد و مسلمی، ۱۳۹۴). به‌منظور محاسبه آن، از مدل پیشنهادی بیدل و همکاران<sup>۱</sup> (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 به‌صورت 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 مطلق گرفته شده و سپس در منفی یک ضرب می‌شوند (گوماریز و بالستا، ۲۰۱۴).

### متغیر مستقل

حاکمیت شرکتی ( $GOV_{it}$ ): مطابق با پژوهش دانرو و کیم<sup>۳</sup> (۲۰۰۵)، براون و کی ل<sup>۴</sup> (۲۰۰۶) و مهرانی و صفرزاده (۱۳۹۰) چک لیستی متشکل از ۴ مؤلفه مرتبط با حاکمیت شرکتی که با محیط گزارشگری ایران سازگار است، تهیه می‌شود. سپس به‌منظور 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 هیئت‌مدیره شرکت i 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 i در سال t می‌باشد که اگر مدیرعامل رئیس یا نایب رئیس هیئت‌مدیره نیز باشد دارای ارزش صفر و در غیر این صورت یک می‌باشد.

<sup>1</sup> Biddle et al

<sup>2</sup> Gomariz and Ballesta

<sup>3</sup> Durnev and Kim

<sup>4</sup> Brown and Caylor

CEO-Stabilityit: ثبات مدیرعامل شرکت  $i$  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-KNOWit: دانش مالی هیئت‌مدیره شرکت  $i$  در سال  $t$  که اگر متخصص حسابداری و مالی در هیئت‌مدیره باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر به آن اختصاص می‌یابد.

### متغیر تعدیلگر

کیفیت حسابرسی ( $AQ_{it}$ ): در این پژوهش برای اندازه‌گیری شاخص کیفیت حسابرسی، از معیار کیفیت اقلام تعهدی استفاده می‌شود. در زیر مدل تعدیل‌شده دیچو و دیچف<sup>۱</sup> (۲۰۰۲) که توسط مک نیکولز<sup>۲</sup> (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 است که مطابق رابطه فوق محاسبه می‌شود،  $CFO$  جریان نقدی عملیاتی،  $\Delta SALES$  تغییرات فروش،  $PPE$  ناخالص دارایی‌های ثابت مشهود،  $\Delta CA$  تغییر در دارایی‌های جاری،  $\Delta CASH$  تغییر در وجوه نقد،  $\Delta CL$  تغییر در بدهی‌های جاری و  $\Delta STD$  تغییر در درآمد می‌باشد.

به‌منظور همگن و استاندارد شدن داده‌ها در سطح شرکت‌های مختلف، همه متغیرها بر جمع کل دارایی‌های ابتدای سال تقسیم می‌شود. متغیر  $\varepsilon_{it}$  جمله‌ای پسماند است که انحراف معیار جمله‌ای پسماند، کیفیت اقلام تعهدی را نشان می‌دهد. لازم به ذکر است که به‌منظور تفسیر بهتر این متغیر، انحراف معیار باقیمانده‌ها در منفی یک ضرب شده است (تروئل و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۴)، که در این صورت هر چه مقدار باقیمانده‌ها بیشتر باشد، کیفیت حسابرسی بالاتر می‌باشد.

### متغیرهای کنترلی

اهرم مالی ( $Lev_{it}$ ): برای محاسبه اهرم مالی از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها در پایان سال مالی استفاده می‌گردد (ولید، ۲۰۲۰).

نوسانات جریان وجوه نقد عملیاتی ( $CA_{it}$ ): انحراف معیار جریان وجوه نقد عملیاتی تقسیم بر کل دارایی‌ها (ولید، ۲۰۲۰). سن شرکت ( $Age_{it}$ ): برابر با لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی است که شرکت در بورس اوراق بهادار تهران پذیرش شده است (ولید، ۲۰۲۰).

اندازه شرکت ( $Size_{it}$ ): جهت محاسبه اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها در پایان سال مالی استفاده می‌شود (ولید، ۲۰۲۰).

وضعیت سودآوری ( $Loss_{it}$ ): اگر شرکت زیان گزارش کرده باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر منظور می‌شود (ولید، ۲۰۲۰).

<sup>1</sup> Dechow and Dechev

<sup>2</sup> McNichols

<sup>3</sup> Teruel et al



## یافته‌های پژوهش

به‌منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول (۱)، آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول (۱): آمار توصیفی

پنل متغیرهای پیوسته						
متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	مشاهدات
IE	-۰/۳۳۴	-۰/۳۳۲	-۰/۰۱۱	-۰/۶۳۲	۰/۱۹۰	۷۵۶
GOV	۲/۰۰۱	۲/۰۰۰	۴/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۸۹۶	۷۵۶
AQ	-۰/۰۷۱	-۰/۰۶۲	-۰/۰۰۵	-۰/۱۷۷	۰/۰۴۴	۷۵۶
Lev	۰/۶۰۷	۰/۶۰۳	۰/۹۵۲	۰/۲۳۶	۰/۱۹۵	۷۵۶
CA	۰/۰۷۵	۰/۰۶۰	۰/۳۱۸	۰/۰۱۰	۰/۰۵۸	۷۵۶
Age	۳/۱۲۱	۳/۰۹۱	۴/۱۸۹	۲/۱۹۷	۰/۴۵۴	۷۵۶
Size	۱۴/۳۳۳	۱۴/۲۷۶	۱۹/۱۶۹	۱۰/۷۸۹	۱/۵۰۰	۷۵۶
پنل متغیرهای گسسته						
متغیر	درصد یک	درصد صفر	مشاهدات			
Loss	۱۵/۷۴	۸۴/۲۶	۷۵۶			

مهم‌ترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها می‌باشد. با در نظر گرفتن داده‌های جدول (۱)، میانگین متغیر کارایی سرمایه‌گذاری برابر با  $-۰/۳۳۴$  است. میانگین متغیر کیفیت حسابرسی  $-۰/۰۷۱$  می‌باشد. متوسط متغیر حاکمیت شرکتی برابر با  $۲/۰۰۱$  است. میانگین متغیر اهرم مالی برابر  $۰/۶۰۷$  است که نشان می‌دهد شرکت‌های حدود ۶۱ درصد منابع مالی خود را، از طریق بدهی تأمین می‌کنند، می‌توان عنوان کرد که ۶۱ درصد از شرکت‌ها ریسک مالی بالایی را پذیرفته‌اند.

## پیش فرض‌های رگرسیون

میزان اعتبار مدل‌های برآورد شده به میزان برقراری پیش‌فرض‌های لازم رگرسیون برای برآورد مدل است. مهم‌ترین پیش‌فرض‌های عبارتند از:

## بررسی عدم خودهمبستگی

برای بررسی عدم خودهمبستگی در نتایج مدل رگرسیونی از آماره دوربین - واتسون استفاده شده است. به طوری که اگر آماره دوربین - واتسون بین  $۱/۵$  تا  $۲/۵$  باشد خودهمبستگی در مدل وجود ندارد. خلاصه نتایج این آزمون در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول (۲): نتایج آزمون دوربین - واتسون

مدل	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین - واتسون	آماره F	سطح معناداری
اول	۰/۲۸۸	۰/۲۸۰	۱/۹۶۹	۱۲/۰۶۵	۰/۰۰۰
دوم	۰/۲۶۹	۰/۲۶۱	۱/۹۶۸	۹/۲۷۵	۰/۰۰۰
سوم	۰/۳۰۶	۰/۲۹۷	۱/۹۷۱	۱۱/۱۵۸	۰/۰۰۰

### همسانی واریانس خطاهای مدل

برای بررسی همسان بودن واریانس خطاهای مدل از آزمون وایت استفاده شده است. نتایج حاصل از انجام آزمون وایت به شرح جدول (۳) است.

فرض‌های آماری پژوهش در آزمون وایت به شرح زیر است:

فرض صفر ( $H_0$ ): واریانس مقادیر خطا همسان است.

فرض یک ( $H_1$ ): واریانس مقادیر خطا همسان نیست.

همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، سطح معناداری آزمون وایت کمتر از سطح خطای ۵٪ است. بنابراین، در سطح خطای ۵٪ فرضیه  $H_0$  این آزمون مبنی بر همسان بودن واریانس‌ها رد می‌شود و در مقابل فرضیه شماره یک مبنی بر ناهمسانی واریانس‌ها پذیرفته می‌شود.

جدول (۳): نتیجه آزمون وایت

نتیجه	احتمال	آماره	مدل
ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰	۹/۵۶۸	اول
ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰	۸/۱۳۹	دوم
ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰	۷/۵۷۰	سوم

### آزمون هم‌خطی

برای تعیین هم‌خطی بین متغیرهای مستقل و کنترلی از عامل تورم واریانس (VIF) استفاده می‌شود. وقتی که شاخص تورم واریانس کمتر از ۵ باشد، نشان‌دهنده عدم وجود هم‌خطی می‌باشد. نتایج در جدول (۴) ارائه شده است.

جدول (۴): آزمون هم‌خطی بین متغیرها

فرضیه سوم	فرضیه دوم	فرضیه اول	متغیر	نماد
عامل تورم واریانس	عامل تورم واریانس	عامل تورم واریانس	حاکمیت شرکتی	GOV
۲/۰۸۸		۱/۰۳۶	کیفیت حسابداری	AQ
۲/۴۲۸	۱/۰۷۳		متغیر تعاملی	GOV×AQ
۲/۴۰۳			اهرم مالی	Lev
۱/۲۴۴	۱/۲۴۱	۱/۲۴۴	نوسانات جریان وجه نقد	CA
۱/۰۲۱	۱/۰۱۸	۱/۰۰۶	سن شرکت	Age
۱/۰۶۵	۱/۰۶۰	۱/۰۴۴	اندازه شرکت	Size
۱/۱۱۰	۱/۰۸۱	۱/۰۷۸	وضعیت سودآوری	Loss
۱/۲۸۲	۱/۲۶۲	۱/۲۴۶		

### آزمون تعیین نوع داده‌ها

به‌منظور انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و تلفیقی در برآورد مدل، از آزمون اف لیمر استفاده شده است. برای بررسی نتایج اف لیمر، در صورتی که احتمال آمار اف 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 اف لیمر و هاسمن در جدول (۵) ارائه شده است. با توجه به نتایج جدول (۵)، از مدل اثرات ثابت استفاده شده است.

جدول (۵): آزمون اف لیمر و هاسمن

آزمون هاسمن			آزمون اف لیمر			مدل
نتیجه	احتمال	آماره کای دو	نتیجه	احتمال	آماره F لیمر	
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

### تجزیه و تحلیل نتایج حاصل از برآورد مدل

جدول (۶) نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش را با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی نشان می‌دهد.

جدول (۶): نتیجه آزمون فرضیه اول

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال آماره t
حاکمیت شرکتی	۰/۰۵۲	۰/۰۱۰	۵/۰۹	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۰/۱۰۷	۰/۰۳۱	۳/۴۱	۰/۰۰۰
نوسانات جریان وجه نقد	-۰/۰۹۳	۰/۰۴۰	-۲/۳۳	۰/۰۲۰
سن شرکت	-۰/۰۳۸	۰/۰۱۳	-۲/۸۰	۰/۰۰۵
اندازه شرکت	-۰/۰۱۵	۰/۰۰۶	-۲/۴۵	۰/۰۱۴
وضعیت سودآوری	-۰/۱۲۳	۰/۰۲۸	-۴/۳۳	۰/۰۰۰
مقدار ثابت	-۰/۱۵۸	۰/۰۹۳	-۱/۷۰	۰/۰۸۸
ضریب تعیین	۰/۳۰۷			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۸۰			
آماره F		۱۲/۰۶۵		
احتمال آماره F				۰/۰۰۰

همان‌طور که در جدول (۶) 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.

بر اساس نتایج حاصل شده در جدول ۶، 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.

جدول (۷) نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش را با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی نشان می‌دهد.

جدول (۷): نتیجه آزمون فرضیه دوم

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال آماره t
کیفیت حسابرسی	۰/۵۰۲	۰/۱۵۷	۳/۱۹	۰/۰۰۱
اهرم مالی	۰/۰۹۶	۰/۰۳۱	۳/۰۵	۰/۰۰۲
نوسانات جریان وجه نقد	-۰/۰۸۱	۰/۰۴۰	-۲/۰۰	۰/۰۴۵
سن شرکت	-۰/۰۳۳	۰/۰۱۴	-۲/۳۵	۰/۰۱۸
اندازه شرکت	-۰/۰۱۴	۰/۰۰۶	-۲/۲۹	۰/۰۲۱
وضعیت سودآوری	-۰/۱۲۵	۰/۰۲۸	-۴/۳۳	۰/۰۰۰
مقدار ثابت	-۰/۰۳۷	۰/۰۹۴	-۰/۴۰	۰/۶۸۸
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	احتمال آماره F	
۰/۳۰۸	۰/۲۶۱	۹/۲۷۵	۰/۰۰۰	

همان‌طور که در جدول (۷) 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.

بر اساس نتایج حاصل شده در جدول (۷)، 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.

جدول (۸) نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش را با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی نشان می‌دهد.

جدول (۸): نتیجه آزمون فرضیه سوم

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال آماره t
حاکمیت شرکتی	۰/۰۳۲	۰/۰۱۴	۲/۲۷	۰/۰۲۳
کیفیت حسابرسی	۱/۱۴۷	۰/۳۴۷	۳/۳۰	۰/۰۰۱
متغیر تعاملی	۰/۲۶۹	۰/۱۳۴	۱/۹۹	۰/۰۴۶
اهرم مالی	۰/۱۰۵	۰/۰۳۱	۳/۳۹	۰/۰۰۰
نوسانات جریان وجه نقد	-۰/۰۸۲	۰/۰۴۰	-۲/۰۶	۰/۰۳۹
سن شرکت	-۰/۰۳۱	۰/۰۱۳	-۲/۲۳	۰/۰۲۵
اندازه شرکت	-۰/۰۱۶	۰/۰۰۶	-۲/۵۵	۰/۰۱۰
وضعیت سودآوری	-۰/۱۰۵	۰/۰۲۸	-۳/۶۹	۰/۰۰۰
مقدار ثابت	-۰/۰۹۰	۰/۰۹۳	-۰/۹۶۰	۰/۳۳۷
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	احتمال آماره F	
۰/۳۰۸	۰/۲۶۱	۹/۲۷۵	۰/۰۰۰	

همان طور که در جدول (۸) می توان مشاهده کرد، در آزمون مدل، مقدار احتمال آماره  $F$  برابر صفر و این مقدار کمتر از  $0/05$  است. پس می توان گفت با  $95$  درصد اطمینان مدل معنادار می باشد. همچنین نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که حدود  $30$  درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می شوند.

بر اساس نتایج حاصل شده در جدول (۸)، ضریب متغیر تعاملی (حاکمیت شرکتی  $\times$  کیفیت حسابرسی) برابر  $0/502$  می باشد و همچنین احتمال آماره  $t$  مربوط به متغیر مورد نظر نشان می دهد با سطح اطمینان  $95$  درصدی، ضریب متغیر تعاملی معنادار است. علاوه بر این، علامت مثبت این ضریب نشان دهنده رابطه مستقیم بین متغیر تعاملی و کارایی سرمایه گذاری می باشد. بر این اساس فرضیه "کیفیت حسابرسی بر رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری تأثیر دارد" رد نمی شود.

افزون بر این، احتمال آماره  $t$  مربوط به متغیرهای کنترلی نشان می دهد که کلیه متغیرها در سطح  $95$  درصد معنادار می باشند. علاوه بر این علامت ضریب متغیرهای نوسانات جریان نقد عملیاتی، سن شرکت، اندازه شرکت و وضعیت سودآوری منفی است که نشان دهنده رابطه معکوس با متغیر وابسته بوده و علامت ضریب متغیر اهرم مالی مثبت می باشد که نشان دهنده رابطه مستقیم با متغیر وابسته است.

### بحث، نتیجه گیری و پیشنهادها

در فرضیه اول به بررسی رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری پرداخته شد. با توجه به احتمال آماره  $t$  مربوط به حاکمیت شرکتی می توان بیان کرد که در سطح اطمینان  $95$  درصد ضریب متغیر حاکمیت شرکتی معنادار می باشد. از سوی دیگر ضریب برآورد شده برای متغیر حاکمیت شرکتی برابر  $0/052$  است. علاوه بر این، علامت مثبت این ضریب نشان دهنده رابطه مستقیم بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری می باشد. طبق نظریه نمایندگی، فلسفه وجودی انواع مکانیزمهای حاکمیت شرکتی ناشی از جدایی مالکیت از مدیریت و به تبع آن تحقق هزینه های نمایندگی از قبیل هزینه های 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 می شود. بدون وجود مکانیزمهای حاکمیت شرکتی مناسب، احتمال انحراف مدیران از حداکثرسازی منافع سهامداران و اتخاذ تصمیماتی مغایر با منافع سرمایه گذاران افزایش پیدا می کند. با وجود ساختار حاکمیت شرکتی مناسب، شرکت ها قادر به کاهش تضاد منافع احتمالی بین اعتباردهندگان و سهامداران شرکت هستند. با کاهش تضاد منافع موجود، شرکت ها به بدهی هایی با ریسک پایین تر دست یافته، هزینه تأمین مالی را کاهش داده و از این طریق کارایی سرمایه گذاری را بهبود می بخشند. پس می توان بیان کرد با افزایش حاکمیت شرکتی، میزان کارایی سرمایه گذاری افزایش می یابد. بر این اساس فرضیه "سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه گذاری تأثیر دارد" رد نمی شود. نتایج این پژوهش همراستا با یافته های 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 سرمایه گذاری پرداخته شد. نتایج فرضیه دوم نشان می دهد که ضریب کیفیت حسابرسی برابر  $0/502$  می باشد که احتمال آماره  $t$  مربوط به متغیر مورد نظر نشان می دهد که در سطح اطمینان  $95$  درصدی، ضریب متغیر کیفیت حسابرسی معنادار است. علاوه بر این، علامت مثبت این ضریب نشان دهنده رابطه مستقیم بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه گذاری می باشد. براساس تئوری نمایندگی، مدیران



اطلاعات برتری درباره سودآوری مورد انتظار و زمان بندی پرداخت برای پروژهها و طرح های سرمایه گذاری دارند. با وجود این، مدیران می توانند تصمیمات بالقوه ای را اتخاذ کنند که در راستای منافع سهامداران نباشد. حسابرسان مستقل و فرآیند حسابرسی، نقش گواهی دهنده گی و تأییدکنندگی برای واحدهای تجاری دارند و مانند میانجی بین مدیران و سهامداران عمل می کنند. بنابراین، افزایش کیفیت حسابرسی، عدم تقارن اطلاعاتی را بین مدیران آگاه و عرضه کنندگان ناآگاه، به طور قابل ملاحظه ای کاهش می دهد و در نتیجه، تصمیمات سرمایه گذاری شرکت تحت تأثیر قرار می گیرد. پس می توان بیان کرد با افزایش کیفیت حسابرسی، میزان کارایی سرمایه گذاری افزایش می یابد. بر این اساس فرضیه "کیفیت حسابرسی بر کارایی سرمایه گذاری تأثیر دارد" رد نمی شود. نتایج این پژوهش هم راستا با یافته های ولید (۲۰۲۰)، نور و همکاران (۲۰۱۸)، الود و جاربویی (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 تقی زاده خانقاه (۱۳۹۲) است.

در فرضیه سوم به بررسی رابطه بین کیفیت حسابرسی بر سازوکارهای حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری پرداخته شد. با توجه به احتمال آماره  $t$  مربوط به متغیر تعاملی می توان بیان کرد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد ضریب متغیر تعاملی معنادار می باشد. از سوی دیگر ضریب برآورد شده برای متغیر تعاملی برابر  $۰/۲۶۹$  است. علاوه بر این، علامت مثبت این ضریب نشان دهنده رابطه مستقیم بین متغیر تعاملی و کارایی سرمایه گذاری می باشد. مکانیزم های حاکمیت شرکتی رفتار مدیریتی و تصمیمات مدیریت را محدود می کنند، که با ارائه پاسخگویی در کارایی تصمیمات سرمایه گذاری منعکس می شود. این مکانیزم ها باید اطمینان حاصل کنند که دارایی های شرکت به طور مؤثر مدیریت می شود. تقویت کیفیت حسابرسی، از آنجا که داشتن مکانیزم های حاکمیت شرکتی خوب فضای مناسبی را برای افزایش کیفیت حسابرسی فراهم می کند و سپس کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، که باعث ایجاد فشار و اعتماد به مدیریت برای تصمیم گیری صحیح می شود، به معنای افزایش اثر سرمایه گذاری است. پس می توان بیان کرد با افزایش متغیر تعاملی، میزان کارایی سرمایه گذاری افزایش می یابد. بر این اساس فرضیه "کیفیت حسابرسی بر رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری تأثیر دارد" رد نمی شود. نتایج این پژوهش هم راستا با یافته های ولید (۲۰۲۰) است.

در راستای پژوهش انجام شده و نتایج به دست آمده از آن برخی از پیشنهادهای پژوهش به شرح زیر بیان می شود: سازمان بورس و اوراق بهادار تهران به عنوان نهادی نظارتی در بازار سرمایه ایران می بایست به منظور جهت دهی بازار به سمت کارایی، راهکارهایی عملی اتخاذ نماید تا از وجود اطلاعات بیشتر یکی از طرف های فعال در بازار نسبت به دیگری و داشتن مزیتی در این رابطه و در نتیجه حاکمیت سیستم اطلاعاتی نامتقارن در آن که خود می تواند منجر به گزینش نادرست و خطر اخلاقی گردد جلوگیری کند.

به سرمایه گذاران، سهامداران و مدیران پیشنهاد می شود که با مفهوم کارایی سرمایه گذاری بیشتر آشنا شده و در تصمیم گیری ها به آن توجه داشته باشند.

پیشنهاد می شود نهادهای تدوین کننده 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 سرمایه گذاری گردد. به سرمایه گذاران نیز پیشنهاد می گردد به منظور اجتناب از ریسک بالاتر، در سهام شرکت هایی سرمایه گذاری نمایند که کیفیت حسابرسی آنها بالاتر و سهم سرمایه گذاری های کوتاه مدت از کل بدهی ها در آنها بیشتر باشد.

سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان نهاد قانون گذار در تدوین قوانین و مقررات مربوط به حاکمیت شرکتی و انجام امور نظارتی توجه بیشتری را به شرکت هایی 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.  
برای پژوهش‌های آتی نیز پیشنهادهای زیر ارائه می‌گردد:

- (۱) تأثیر مشکلات نمایندگی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری.
- (۲) تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری.
- (۳) تأثیر کیفیت حسابرسی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری.

## منابع

- ✓ اسماعیل زاده مقری، علی، جلیلی، محمد، عباس آبادی، عباس، (۱۳۸۹)، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مدیریت، دوره ۳، شماره ۴، صص ۷۹-۹۱.
- ✓ امیدوار، علی، (۱۳۸۹)، ۲۰ گام عملی در راستای بهبود حاکمیت شرکتی، مرکز ترویج حاکمیت و مسئولیت شرکتی.
- ✓ امینی فرد، زینب، مسلمی، آذر، (۱۳۹۴)، بررسی رابطه کیفیت گزارشگری مالی، سررسید بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، سومین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، ترکیه - استانبول، مؤسسه سرآمد همایش کارین.
- ✓ بهار مقدم، مهدی، جوکار، حسین، شمس‌الدینی، کاظم، حمزه نژاد، سجاد، (۱۳۹۸)، اثر تعدیل‌کنندگی کیفیت حسابرسی بر رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری، پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۹، شماره ۳۴، صص ۲۷۱-۲۹۸.
- ✓ تهرانی، رضا، نوربخش، عسگر، (۱۳۸۵)، مدیریت سرمایه‌گذاری، انتشارات نشر نگاه دانش.
- ✓ خدائی وله زاقرد، محمد، یحیایی، منیژه، (۱۳۸۹)، رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، مجله حسابداری مدیریت، دوره ۳، شماره ۵، صص ۱-۱۵.
- ✓ مدرس، احمد، حصارزاده، رضا، (۱۳۸۷)، کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری، فصلنامه بورس اوراق بهادار، دوره ۱، شماره ۲، صص ۸۵-۱۱۶.
- ✓ منصورفر، غلامرضا، جودی، سمیرا، پورسلیمان، احسان، (۱۳۹۹)، نقش تعدیلگری ابعاد درونی و بیرونی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری، تحقیقات مالی، دوره ۲۲، شماره ۲، صص ۲۲۷-۲۴۸.
- ✓ مهرانی، کاوه، صفرزاده، محمدحسین، (۱۳۹۰)، تبیین ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کیفیت سود با رویکرد بومی، دانش حسابداری، دوره ۲، شماره ۷، صص ۶۹-۹۸.
- ✓ هاشمی، سیدعباس، مشعشعی، سیدمحمد، (۱۳۹۷)، بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۸، شماره ۱، صص ۱۹۹-۲۲۶.
- ✓ Ahmed, Belkaoui. (2004). "Are You Being Fooled? Audit Quality and Quality of Government". <http://www.SSRN.com>.
- ✓ Biddle, G. C., Hilary, G. and Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality improve investment efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*, 48: 112-131.
- ✓ Brown, D.L. and Caylor, M.L. (2006), "Corporate governance and firm valuation", *Journal of Accounting & Public Policy*, Vol. 25, pp. 409-434. Brigham, Eugene F. (1995), *Fundamentals of Financial Management*.

- ✓ Chen, C. Y., Lin, C. J., & Lin, Y. C. (2004). Audit partner tenure, audit firm tenure and discretionary accruals; does long auditor tenure impair earning quality?. Working paper, Hong Kong University of Science and Technology.
- ✓ 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. <https://doi.org/10.1108/PAR-12-2015-0046>.
- ✓ Chen, N., Sung, H.-C. and Yang, J. (2017), "Ownership structure, corporate governance and investment efficiency of Chinese listed firms", *Pacific Accounting Review*, Vol. 29 No. 3, pp.
- ✓ 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.com/doi/full/10.1111/j.1467-629X.2011.00411.x>.
- ✓ De Angelo, L. E. (1981). Auditor Independence. Low balling and Disclosure Regulation. *Journal of Accounting and Economics*. 21. (3), 160-172.
- ✓ Dechow, P. and Dechow, I. (2002), The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review* (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.
- ✓ Gomariz, F. C. & Ballesta, j. (2014). Financial Reporting Quality, Debt Maturity and Investment Efficiency. *Journal of Banking & Finance*, Vol .40, Pp. 494-506.
- ✓ 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. <https://doi.org/10.1108/JFC-11-2016-0077>.
- ✓ McNichols, M. (2002). Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: the Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77, 61-69.
- ✓ 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*, Vol 26, No 3, Pp. 1433-1454.
- ✓ Pascal, Andre. (2004). OECD Principles of Corporate Governance. Head of Publications Service. OECD Publications Serv. 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. <http://dx.doi.org/10.21315/aamjaf2016.12.S1.5>.
- ✓ 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). Retrieved from <https://www.academia>.
- ✓ Verdi, R. S. (2006). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency (Ph.D. Thesis). Retrieved from <https://search.proquest.com/docview/305243641>.
- ✓ 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. doi: 10.21511/imfi.17(3).2020.14.