

راهبری شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری: با تاکید بر محافظه‌کاری مدیریتی

مریم قاید

دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد اهواز، دانشگاه آزاد اسلامی، اهواز، ایران

ولی خدادادی

دانشیار مدعو، گروه حسابداری، واحد اهواز، دانشگاه آزاد اسلامی، اهواز، ایران / گروه علوم اقتصادی و اجتماعی، دانشگاه شهید چمران، اهواز (نویسنده مسئول)
vkhodadadi@scu.ac.ir

علیرضا جرجرزاده

استادیار، گروه اقتصاد، واحد اهواز، دانشگاه آزاد اسلامی، اهواز، ایران

احمد کعب عمیر

استادیار، گروه حسابداری، واحد اهواز، دانشگاه آزاد اسلامی، اهواز، ایران.

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۲/۳۱ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۶/۲۷

چکیده

هدف این پژوهش شناسایی معیارهای سنجش متغیرهای راهبری شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری و سنجش تاثیر متغیرهای مستقل بر وابسته باتوجه به نقش تعدیل‌کننده محافظه‌کاری حسابرسی می‌باشد. روش‌شناسی این پژوهش ترکیبی بوده است که در گام اول به منظور شناسایی معیارهای سنجش متغیرهای پژوهش از تحلیل فراترکیب با مشارکت ۱۵ نفر از متخصصان رشته حسابداری و مدیریت مالی به عنوان اعضای پانل استفاده شد. سپس باهدف تعیین حدکفایت نظری معیارهای شناسایی شده، از تحلیل دلفی استفاده شد تا براساس دو معیار میانگین و ضریب توافق تاثیرگذارترین معیارهای مرتبط با سنجش متغیرهای پژوهش تعیین شوند. سپس در قالب تحلیل تفسیری/ساختاری تلاش گردید تا معیارهای سنجش تایید شده از مرحله تحلیل دلفی را در قالب طیفی از کم‌اثرترین تا تاثیرگذارترین معیارهای سنجش مرتب نمایند. در نهایت معیارهای سنجش انتخاب شده به عنوان تاثیرگذارترین معیارهای سنجش متغیرهای پژوهش در قالب فرضیه‌هایی تدوین شدند تا براساس تحلیل رگرسیون در بازه زمانی ۱۳۹۱-۱۳۹۷ براساس ایجاد ۷۱۴ مشاهده سال-شرکت مورد بررسی قرار گیرند. نتایج در بخش کیفی از تایید ۸ معیار سنجش نظام راهبری شرکتی؛ ۶ معیار سنجش کارایی سرمایه‌گذاری و ۵ معیار سنجش محافظه‌کاری حسابداری حکایت دارد. همچنین نتایج در بخش کمی نیز نشان داد، راهبری شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر مثبت و معناداری دارند. همچنین مشخص شد، محافظه‌کاری شدت تاثیر مثبت راهبری شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری را تقویت می‌کند.

واژه‌های کلیدی: راهبری شرکتی؛ نوآوری؛ کارایی سرمایه‌گذاری؛ محافظه‌کاری مدیریتی.

۱- مقدمه

سرمایه‌گذاری در امور مختلف 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 نیز از اهمیت فراوانی برخوردار گردد (هوبارد^۱ ۱۹۹۸). 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، به موقع و کارا دارند. زمانی واحد تجاری در سرمایه‌گذاری کارا تعریف می‌شود که پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت را برای اجرا را انتخاب نماید. اما مساله مهم این است که اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری از جمله اختیارات مدیران است. بنابراین رفتارهای فرصت طلبانه مدیران می‌تواند بر کارایی سرمایه‌گذاری و استفاده بهینه از منابع موجود در راستای منافع سهامداران تاثیر منفی بگذارد. مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی راه‌حلی اثرگذار برای کاهش تضاد منافع میان مدیران و سهامداران می‌باشند. در سال‌های اخیر حاکمیت شرکتی به یک جنبه اصلی و پویای تجارت تبدیل شده است و توجه به آن به صورت تصاعدی رو به افزایش است (حساس‌یگانه، ۱۳۸۵). حاکمیت شرکتی مجموعه ساز و کارهای کنترل داخلی و خارجی شرکتی است که تعیین می‌کند شرکت چگونه و توسط چه کسی اداره می‌شود. نظام حاکمیت شرکتی است که با حفظ تعادل میان اهداف اجتماعی و اقتصادی و اهداف فردی و جمعی، موجب ترغیب استفاده کارآمد از منابع و الزام پاسخگویی مدیران شرکت‌ها در خصوص ایفای وظیفه مباشرت برای اداره منابع می‌شود (قالیباف و رضایی ۱۳۸۶). مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی می‌توانند بر رفتار مدیریت تاثیرگذار باشند. اما یک خلأ تحقیقاتی درباره اینکه این مکانیزم‌ها بر تطبیق ریسک قابل قبول مدیران و سهامداران و در نتیجه افزایش تمایل مدیران به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های نوآوری تأثیری دارد یا نه وجود دارد. در این پژوهش به دنبال یافتن پاسخی بر این پرسش هستیم که آیا حاکمیت شرکتی می‌تواند باعث بهبود نوآوری شرکتی و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری گردد و آیا رفتار محافظه‌کارانه مدیریت بر رابطه میان حاکمیت شرکتی و نوآوری شرکتی و نیز کارایی سرمایه‌گذاری اثرگذار هست یا خیر.

مبانی نظری

کارایی سرمایه‌گذاری

از لحاظ تئوری، شرکت‌ها تا زمانی به طور مستمر در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری می‌کنند که مزایای نهایی این سرمایه‌گذاری برابر با هزینه‌های نهایی آن باشد تحقیقات قبلی نشان می‌دهند که در بازارهای نیمه کارا، عواملی همچون عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی ممکن است مدیران را مجبور کند تا تصمیمات سرمایه‌گذاری غیرکارا را که منجر به سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌شود، انجام دهند (لای و لیو^۲، ۲۰۱۷). تئوری سرمایه‌گذاری کمتر از حد بیان می‌کند که مدیران ممکن است از پروژه‌های کم ریسک با ارزش فعلی مثبت زمانی که سرمایه‌گذاری به وسیله سهامداران تامین مالی می‌شود، صرف نظر کنند آن‌ها تمایل دارند تا اینگونه سرمایه‌گذاری‌ها را انجام دهند؛ زیرا دارندگان سهام هزینه سرمایه‌گذاری را تحمل می‌کنند اما مزایای چنین سرمایه‌گذاری‌هایی به دارندگان اوراق قرضه منتقل می‌شود. بنابراین، مدیران شرکت ممکن است پروژه‌های دارای ریسک را که می‌تواند مزایای بیشتری برای سهام داران داشته باشد، دنبال کنند و زمانی که زیان‌های بزرگ رخ می‌دهد، این زیان‌ها می‌تواند به دارندگان اوراق قرضه منتقل شود از سوی دیگر، سرمایه‌گذاری بیشتر از حد ناشی از عدم همسویی بین منافع مدیران و سهامداران است در حضور جریان‌های نقد آزاد، مدیران شرکت‌ها تمایل دارند شرکت خود را گسترش دهند، حتی اگر پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی ارزش سهامداران را کاهش دهد (تقی‌زاده خانقاه و بادآورنهندي، ۱۳۹۷). باتوجه به محدودیت منابع، علاوه بر مسئله توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از جمله مسائل با اهمیت است. کارایی سرمایه‌گذاری مستلزم آنست که از یک سو مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیشتر از حد مطلوب انجام شده است ممانعت شود (جلوگیری از بیش سرمایه‌گذاری) و از دیگر سو، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد (جلوگیری از سرمایه‌گذاری کم) هدایت شود (چن و همکاران^۳، ۲۰۱۱).

محافظه کاری حسابداری

محققان مختلفی اقدام به تعریف محافظه کاری نمودند. به عنوان مثال واتر^۴ (۲۰۰۳) معتقد است رویکردهای محافظه‌کارانه در حسابداری نوعی تفاوت بین زمان شناسایی با زمان وقوع و حادث شدن آن می‌باشد. به عبارت دیگر، این رویکرد شامل پیش‌بینی

³ Chen et al

⁴ Watts

¹. Hubbard

² Lai & Liu

و به حساب گرفتن زیان‌های آتی در زمان حال که اثبات شده اند در مقابل درآمدهای غیرقطعی آتی می‌داند و آن را معیاری برای کاهش تنش در بازار تعریف می‌کند. دو ویژگی مهم محافظه‌کاری در ادبیات حسابداری مورد استفاده قرار گرفته است. نخست وجود جانب‌داری در ارائه کمتر از واقع ارزش دفتری سهام نسبت به ارزش بازار سهام است که از سوی فلتهم و اوهلسون^۱ (۱۹۹۵) مطرح شده و معرف محافظه‌کاری از دیدگاه ترازنامه‌ای است. دوم تمایل به سرعت بخشیدن در شناسایی زیان‌ها و به تعویق انداختن شناسایی سودها است که آن را باسو ۱۹۹۷ مطرح کرده و معرف محافظه‌کاری از دیدگاه سود و زیانی است (مشایخ و مطمئن، ۱۳۹۲). اگر مدیران قادر به پنهان نمودن اخبار بد برای یک مدت طولانی باشند، به نظر می‌رسد که اطلاعات منفی درون یک شرکت ذخیره خواهد شد. با این وجود، یک محدودیت برای مدیران از لحاظ میزان اخبار بدی که می‌توانند جذب کنند و به‌طور موفقیت آمیزی پنهان کنند وجود داد. این محدودیت به این دلیل است که اگر در یک زمان خاص، مقدار اخبار بد جمع‌آوری شده به یک آستانه و یا حد مشخص و ویژه‌ای رسید، از آن به بعد ادامه پنهان نمودن آن‌ها یا بسیار پرهزینه بوده یا به‌طور کلی غیر ممکن خواهد شد. زمانی که جمع‌آوری اخبار بد به آخرین نقطه (نقطه سرازیری) رسید، همه آن‌ها به‌طور ناگهانی انتشار یافته و موجب بازده‌های منفی بالا برای سهامی می‌شود که بازار با آن‌ها سازگاری یافته است و این همان قیمت سقوط می‌باشد (هاستون و همکاران^۲، ۲۰۰۹). رویه‌های محافظه‌کاری در برابر انگیزه‌ها و تمایلات مدیریت ایستادگی کرده و ریسک سرمایه‌گذاری در سهام و سقوط احتمالی قیمت سهام را کاهش می‌دهد (لافوند و واتس^۳، ۲۰۰۸).

پیشینه پژوهش

وانگ و همکاران^۴ (۲۰۲۰) پژوهشی تحت عنوان «چگونگی ایجاد اعتبار تجاری بر کارایی سرمایه‌گذاری باتوجه به نقش تعدیل کننده پیش‌بینی مدیریتی» انجام دادند. در این پژوهش که در دوره‌ی زمانی ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۴ انجام شد تعداد ۲۱۸ شرکت بورس اوراق بهادار کشور چین بررسی شدند. نتایج پژوهش نشان داد، ایجاد اعتبار تجاری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر منفی می‌گذارد در حالیکه توانایی پیش‌بینی مدیریتی این ارتباط را تعدیل و به سمت مثبت تقویت می‌نماید. همچنین آزمون تحلیل حساسیت نشان داد، قدرت پیش‌بینی مدیریتی در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی تأثیرگذاری بیشتری بر رابطه

اعتبار تجاری و کارایی سرمایه‌گذاری نسبت به شرکت‌های بدون ارتباطات سیاسی دارد. جی و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر رویه‌های محافظه‌کارانه در حسابداری را بررسی نمودند. در این پژوهش ۹۹ شرکت بورس کشور هنگ کنگ مورد بررسی قرار گرفتند و دوره زمانی پژوهش ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۵ بود. نتایج پژوهش نشان داد، احساسات سرمایه‌گذاری تأثیرپذیری مثبت از محافظه‌کاری شرطی دارد اما از محافظه‌کاری غیرشرطی تأثیرپذیری منفی دارد. دای و یانگ^۵ (۲۰۱۹) پژوهشی تحت عنوان محافظه‌کاری، سیاست‌های تامین مالی و اعتبار تجاری انجام دادند. در این پژوهش که در دوره زمانی ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۳ انجام پذیرفت، ارتباط بین محافظه‌کاری با سیاست‌های تامین مالی و اعتبار تجاری شرکت‌ها در مورد ۱۱۸ شرکت بورس کشور چین بررسی شدند. نتایج نشان داد، محافظه‌کاری در حسابداری با سیاست‌های تامین مالی و اعتبار تجاری ارتباط منفی و معناداری دارد. به این معنا که هر میزان محافظه‌کاری در حسابداری افزایش یابد، شرکت به دلیل کاهش اعتماد و کاهش بازده‌های مورد انتظار از سیاست‌های تقسیم سود شرکت بیشتر دچار محدودیت‌های مالی می‌شود و از طرف دیگر حجم میزان اعتبار تجاری به شرکت کاهش خواهد یافت چرا که عملکردهای شفاف‌تری در افزایش دقیق سود از جانب شرکت‌ها رعایت نشده است. نیک‌کار (۱۳۹۸) پژوهشی تحت عنوان تأثیر رقابت بازار محصول بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. بدین منظور چهار فرضیه برای بررسی این موضوع تدوین و داده‌های مربوط به ۱۱۸ شرکت عضو بورس اوراق بهادار برای دوره‌ی زمانی بین سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۴ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. الگوی رگرسیون پژوهش با استفاده از روش داده‌های تلفیقی، بررسی و آزمون شد. نتایج نشان داد که، معیارهای در نظر گرفته شده در این پژوهش شامل، شاخص هرفیندال و هیرشمن، شاخص لرنر، شاخص موانع ورود به صنعت و شاخص کیوتوبین تأثیر منفی معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت دارد. افزون بر این، به دلیل اینکه معیارهای سنجش بیان شده معیاری معکوس برای رقابت است می‌توان ادعا کرد، رقابت در بازار محصول باتوجه به تأثیری که در ایجاد شفافیت در محیط اطلاعاتی و تصمیم‌گیری شرکت دارد، سبب ایجاد تأثیری مثبت و معنادار بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌شود. سیدجمالی و دعائی (۱۳۹۷) پژوهشی تحت عنوان «رابطه بین کیفیت گزارشگری

⁴ Wang et al
⁵ Dai & Yang

¹ Felthame & Ohlson
² Hutton et al
³ Lafond & Watts

مبنای تئوریک و نظری مشخص نمود، شاخص‌های منسجم و یکپارچه‌ای جهت ایجاد توازن و تعادل در سنجش و آزمون متغیرهای مالی و حسابداری در بازار سرمایه وجود ندارد یا حداقل در باب آن اجماع نظری ایجاد نشده است. براین اساس باید تشریح شود که رویکرد استقرائی موردنظر در این پژوهش بررسی واکاوانه در محتوای پژوهش‌های مشابه به منظور تعیین مولفه‌ها، شاخص‌ها و مباحث مرتبط با متغیرهای موردنظری همچون کیفیت گزارشگری مالی و رشد اقتصادی است که کمتر نسبت به آن پژوهشی با این وسعت انجام شده است. از منظر قیاسی بودن پژوهش نیز باید بیان نمود که پس از شناسایی مولفه‌ها و شاخص‌ها این پژوهش براساس روش رگرسیون چند متغیره و مدل‌های اقتصادسنجی اقدام به سنجش فرضیه‌های مدون بر مبنای تحلیل‌های کیفی نموده است. براین اساس در بازه زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۸ و باتوجه به معیارهای زیر، اقدام به انتخاب شرکت‌های نمونه شده است:

- (۱) شرکت‌هایی که تاریخ پذیرش آنها در سازمان بورس اوراق بهادار قبل از سال ۱۳۹۱ بوده و تا پایان سال ۱۳۹۸ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی باشند.
- (۲) سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
- (۳) طی سال‌های مذکور تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.
- (۴) جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند (شرکت‌های سرمایه‌گذاری به علت تفاوت ماهیت فعالیت با بقیه شرکت‌ها در جامعه آماری منظور نشدند).
- (۵) طول وقفه انجام معاملات در این شرکت‌ها طی دوره زمانی مذکور بیشتر از ۶ ماه نباشد.

یافته‌های پژوهش

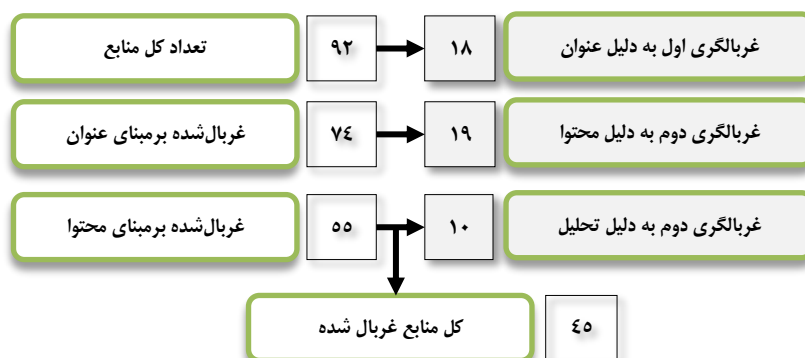
در بخش اول این پژوهش از طریق غربالگری پژوهش‌های مشابه در رابطه با متغیرهای مورد نظر، اقدام به تعیین تاثیرگذارترین معیارهای سنجش در مورد آنها گردید. در انجام فراتحلیل لازم است ابتدا از طریق بررسی پایگاه‌های اطلاعاتی اقدام به تعیین پژوهش‌های مشابهی با محتوا و ماهیت پژوهش حاضر، تعیین کرد. لذا در این بخش از طریق جستجو در پایگاه‌های اطلاعاتی مجله‌های علمی و پژوهشی و مجله‌های معتبر خارجی تلاش گردید تا در گام اول پژوهش‌های مرتبط انتخاب گردند و سپس براساس فرآیندهای تحلیلی این بخش اقدام به شناسایی و تعیین مولفه‌ها و گزاره‌های مرتبط با موضوع پژوهش نمود. دوره زمانی جهت واکاوی پژوهش‌های مشابه، ۲۰۱۵ تا ۲۰۲۰ میلادی و ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸ شمسی بوده است. به عبارت دیگر به منظور

مالی و کارایی سرمایه‌گذاری باتوجه به اثر تعدیلگری عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار مالکیت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» انجام دادند. در پژوهش با استفاده از داده‌های ۱۰۰ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در طی دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ به بررسی رابطه کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری باتوجه به نقش تعدیلگری دو متغیر عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار مالکیت پرداخته شده است. در این پژوهش از داده‌ها و مدل‌های پنلی جهت آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معناداری بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد، همچنین نتایج پژوهش بیانگر نقش معنادار متغیر تعدیلگر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری و نقش معنادار متغیر ساختار مالکیت بر این رابطه می‌باشد.

روش پژوهش

قرار گرفتن پژوهش‌ها در قالب سه مبنای تفکیک شده هدف؛ نتیجه و داده مبنای تفاوت پژوهش‌ها با رویکردهای مختلف می‌باشد. حفظ و پایبندی به این اصول می‌تواند به توسعه کارکردهای پژوهش در ایجاد انسجام مبنایی و محتوایی به خوانندگان کمک نماید. براساس این تفکیک باید بیان نمود، این پژوهش از نظر هدف، جزء پژوهش‌های توسعه‌ای قلمداد می‌شود. در توجیح این دسته‌بندی باید بیان نمود، واکاوی محتوایی در ابعاد و متغیرهای پژوهش همچون راهبری شرکتی؛ کارایی سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری نشان داد، شاخص‌ها و مولفه‌های مشخصی و منسجمی برای توازن تحلیل‌های مالی و حسابداری به طور توأما وجود نداشته و این پژوهش با هدف بسط تئوریک و نظری ارتباط بین متغیرهای پژوهش به دنبال ایجاد مبنای در این عرصه می‌باشد. از طرف دیگر این پژوهش بر مبنای هدف، در زمره‌ی پژوهش‌های توصیفی با ماهیت کاربردی/همبستگی قرار می‌گیرد، که براین مبنا استراتژی پژوهش بر مبنای هدف باتوجه به تحلیل فراترکیب، دلفی، ساختاری تفسیری و رگرسیون، از نوع میدانی است که در ادامه به تشریح هرکدام از آنها پرداخته می‌شود. در نهایت از منظر قالب داده‌های پژوهش به عنوان مبنای روش شناسی، این پژوهش از نوع ترکیبی (کیفی و کمی) است که براین مبنا منطق جمع‌آوری داده‌ها از دو منظر مورد توجه می‌باشد، یکی از منظر فلسفه پژوهش و دیگری از منظر معیار جمع‌آوری داده‌ها. از منظر فلسفه پژوهش، مبنای این پژوهش استقرائی- قیاسی می‌باشد زیرا از منظر استقرائی این پژوهش به بررسی پدیده‌ای می‌پردازد که واکاوی محتوایی در

مربوط به محافظه کاری حسابداری بودند. در این مرحله می‌بایست مفاهیم را براساس مولفه‌ها و گزاره‌ها تفکیک نمود، تا معیارهای سنجش در قالب چک لیست‌های امتیازی تعیین شوند. براساس این روش ابتدا ۴۵ پژوهش تایید شده برای هر دو معیار موردنظر این پژوهش، از طریق ۱۰ معیار روش ارزیابی انتقادی شامل اهداف تحقیق، منطق روش تحقیق، طرح تحقیق، نمونه‌برداری، جمع‌آوری داده‌ها، انعکاس‌پذیری، دقت تجزیه و تحلیل، بیان تئوریک و شفاف یافته‌ها و ارزش پژوهش به کمک ۱۳ نفر از خبرگان پژوهش، برای رسیدن به درک منسجم‌تر از نظر ماهیت پژوهش مورد برازش قرار می‌گیرند.



شکل (۳) غربالگری پژوهش‌های اولیه

نظام راهبری شرکتی نوشته شده در سطر جدول، علامت «☑» درج می‌شود، سپس امتیازهایی هر ☑ در سطر معیارهای سنجش این متغیر، باهم جمع می‌شود و امتیازهای بالاتر از میانگین پژوهش‌های انجام شده، به عنوان معیارهای سنجش سنجش نظام راهبری شرکتی انتخاب می‌شوند.

براساس غربالگری مبتنی بر فراوانی در معیارهای سنجش متغیر نظام راهبری شرکتی مشخص شد، براساس ۱۴ پژوهش تایید شده، در این بخش جهت تعیین بالاترین فراوانی معیار سنجش نظام راهبری شرکتی از معیارهایی استفاده می‌شود که بیش از نصف ۱۴ پژوهش یعنی ۷ امتیاز را کسب نموده باشند. براساس نتایج کسب شده باهدف رسیدن به حدکفایت نظری، در مرحله بعد به منظور ارزیابی توسط خبرگان از تحلیل دلفی استفاده می‌شود. جدول (۳) معیارهای سنجش راهبری شرکتی را در قالب چک لیست‌های امتیازی زیر نشان می‌دهد.

یافتن مقاله‌ها و پژوهش‌های مشابه و با استفاده از پایگاه‌ها و مراجع پژوهشی بین‌المللی و داخلی، اقدام به شناسایی پژوهش‌های مرتبط با هدف پژوهش شد.

همانطور که در شکل (۲) مشخص شده است، کلیه منابع اولیه شناسایی شده ۹۲ مورد می‌باشند که پس از چند مرحله فرآیند غربالگری از نظر محتوا، عنوان و تحلیل در نهایت، ۴۵ پژوهش متناسب با محتوا، عنوان و فرآیندهای تحلیلی موردنظر برای متغیرهای این پژوهش انتخاب شدند که ۱۴ مورد از این پژوهش‌ها مربوط به معیارهای سنجش نظام راهبری بودند و ۱۶ مورد آن‌ها مربوط به متغیر کارایی سرمایه‌گذاری و ۱۵ پژوهش

الف) تعیین معیارهای سنجش مربوط به متغیر راهبری شرکتی

در این بخش همانطور که تشریح شد، براساس فراترکیب و مقیاس ارزیابی انتقادی اقدام به تعیین معیارهای سنجش راهبری شرکتی می‌شود.

براساس امتیازهایی که خبرگان پژوهش از ۱ تا ۵ اجازه داشتند برحسب دستورالعمل روش تحلیل فراترکیب به پژوهش‌ها بر مبنای خلاصه‌ای از محتوا، کیفیت تحلیل‌ها، مجله‌ای دارای ارزش و ... که توسط محققان در اختیار خبرگان قرار داده شده بود، مشخص گردید، ۵ پژوهش بنا بر مجموع امتیازهایی که زیر ۳۰ از مجموع ۵۰ امتیاز ممکن کسب نمودند، از مطلوبیت مبنایی در راستای متغیر موردنظر برخوردار نیستند و از دور بررسی حذف می‌شوند. براین اساس به منظور تعیین معیارهای سنجش باتوجه به پژوهش‌های تایید شده، از روش امتیازی زیر استفاده می‌شود. بر مبنای این روش کلیه متن سنجش‌های نظام راهبری شرکتی استخراج شده از متن پژوهش‌های تایید شده، در سطر جدول نوشته می‌شود و سپس در ستون هر جدول نام محققان پژوهش‌های تایید شده آورده می‌شود. بر مبنای استفاده از هر پژوهش‌گر از معیارهای سنجش

جدول (۱) ارزیابی انتقادی پژوهش‌های شناسایی شده معیارهای سنجش راهبری شرکتی

اهداف تحقیق	منطق روش تحقیق	طرح تحقیق	نمونه برداری	جمع آوری داده‌ها	انعکاس پذیری	ملاحظات اخلاقی	دقت تجزیه و تحلیل	بیان تئوریک و شفاف یافته‌ها	ارزش تحقیق	امتیاز
یانگ و همکاران (۲۰۱۹)	۴	۴	۳	۴	۴	۴	۵	۴	۴	۳۸
وو و همکاران ^۱ (۲۰۲۰)	۳	۵	۳	۵	۴	۵	۵	۵	۴	۴۲
فرناندو و همکاران ^۲ (۲۰۱۹)	۲	۳	۲	۳	۳	۲	۳	۲	۳	۲۵
داح و همکاران ^۳ (۲۰۱۸)	۱	۲	۲	۲	۳	۲	۳	۳	۲	۲۹
وو و همکاران ^۴ (۲۰۱۸)	۵	۳	۳	۳	۴	۵	۳	۳	۴	۳۷
آلپاینر (۲۰۱۸)	۴	۵	۵	۵	۴	۳	۴	۵	۵	۴۳
مور و همکاران ^۵ (۲۰۱۷)	۴	۵	۴	۴	۴	۳	۴	۴	۳	۳۸
جیانگ و لای ^۶ (۲۰۱۶)	۴	۵	۵	۳	۳	۳	۳	۴	۴	۳۸
کومار و زاتونی ^۷ (۲۰۱۶)	۲	۳	۳	۳	۲	۳	۳	۳	۳	۲۸
ژیانگ و همکاران ^۸ (۲۰۱۵)	۳	۴	۵	۴	۴	۴	۵	۴	۵	۴۴
زی تون ^۹ (۲۰۰۸)	۳	۵	۵	۳	۴	۴	۵	۴	۴	۴۳
مهرفر و همکاران (۱۳۹۹)	۴	۴	۴	۴	۴	۳	۴	۴	۴	۳۸
پارسیان و همکاران (۱۳۹۸)	۳	۳	۴	۳	۴	۴	۳	۴	۴	۳۶
خوش‌طینت و همکاران (۱۳۹۷)	۲	۳	۳	۳	۳	۳	۳	۳	۲	۲۸
توانگر و اسکافی‌اصل (۱۳۹۷)	۴	۴	۴	۳	۴	۴	۳	۳	۴	۳۶
تقی‌زاده خانقاه و زینالی (۱۳۹۶)	۴	۴	۴	۴	۴	۳	۴	۴	۴	۴۳
خدادادی و همکاران (۱۳۹۶)	۲	۳	۳	۲	۲	۲	۳	۲	۳	۲۵
لاری دشت بیاض و اورادی (۱۳۹۶)	۳	۳	۳	۲	۲	۳	۳	۳	۳	۲۷
خدادادی و همکاران (۱۳۹۵)	۵	۵	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴۳

جدول (۲) تعیین معیارهای سنجش راهبری شرکتی

معیارهای سنجش محققان	کمیته حسابرسی	دوره تصدی مدیریتی	استقلال هیئت مدیره	تمرکز مالکیت	قدرت طلبی مدیریتی	اندازه هیئت مدیره	مالکیت مدیریتی	سهامداران نهادی	دوگانگی وظیفه	ساختار هیئت مدیره
یانگ و همکاران (۲۰۱۹)	✓	-	-	✓	-		✓	-	✓	✓
وو و همکاران (۲۰۲۰)	✓	-	✓		✓		✓	-	-	-
وو و همکاران (۲۰۱۸)	-	-	-	✓	-	✓	-	✓	✓	✓
آلپاینر (۲۰۱۸)	-	✓	✓	✓	-		-	✓	✓	✓
مور و همکاران (۲۰۱۷)	✓	✓	-	-	-		✓	✓	-	-
جیانگ و لای (۲۰۱۶)	✓	-	✓	-	✓	✓	✓	✓	-	-
ژیانگ و همکاران (۲۰۱۵)	-	✓	-	✓	-		-	✓	-	✓

¹ Wu et al

² Fernando et al

³ Dah et al

⁴ Wu et al

⁵ Moor et al

⁶ Jiang & Lie

⁷ Kumar & Zattoni

⁸ Jiang et al

⁹ Zeitoun

معیارهای سنجش محققان	کمیته حسابرسی	دوره تصدی مدیریتی	استقلال هیئت مدیره	تمرکز مالکیت	قدرت طلبی مدیریتی	اندازه هیئت مدیره	مالکیت مدیریتی	سهامداران نهادی	دوگانگی وظیفه	ساختار هیئت مدیره
زی‌تون ^۱ (۲۰۰۸)	✓	-	✓		✓		✓	✓	✓	-
مهرفر و همکاران (۱۳۹۹)	-	-	✓	✓	-	✓	-	-	✓	✓
پارسیان و همکاران (۱۳۹۸)	✓	-	✓	✓		✓	✓	✓	-	✓
خوش‌طینت و همکاران (۱۳۹۷)	✓	-	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	-
توانگر و اسکافی‌اصل (۱۳۹۷)	-	-	-	✓	-	✓	-	✓	✓	✓
تقی‌زاده‌خانقاه و زینالی (۱۳۹۶)	✓	-	✓	✓	-		✓	-	-	✓
خدادادی و همکاران (۱۳۹۵)	-	✓	✓	✓	-	✓	-	-	✓	-
جمع	۸	۴	۹	۹	۴	۸	۸	۹	۸	۸

جدول (۳) چک لیست معیارهای سنجش راهبری شرکتی

مؤلفه اصلی	شاخص‌ها	۷	۶	۵	۴	۳	۲	۱
قلم راهبری شرکتی	کمیته حسابرسی							
	دوگانگی وظیفه							
	مالکیت مدیریتی							
	ساختار هیئت مدیره							
	سهامداران نهادی							
	تمرکز مالکیت							
	اندازه هیئت مدیره							
	استقلال هیئت مدیره							

بر اساس غربالگری مبتنی بر فراوانی در معیارهای سنجش متغیر کارایی سرمایه‌گذاری مشخص شد، بر اساس ۱۲ پژوهش تایید شده در جدول (۵)، در این بخش جهت تعیین بالاترین فراوانی معیار سنجش کارایی سرمایه‌گذاری از معیارهایی استفاده می‌شود که بیش از نصف از ۱۲ پژوهش یعنی ۶ امتیاز را کسب نموده باشند. بر این اساس مشخص شد، مبنای ۵ معیار سنجش به عنوان مبنای اندازه‌گیری متغیر کارایی سرمایه‌گذاری انتخاب شدند که در گام پنجم طبق جدول (۶) در قالب چک لیست امتیازی تدوین شدند. بر اساس نتایج کسب شده باهدف رسیدن به حدکفایت نظری، در مرحله بعد به منظور ارزیابی توسط خبرگان از تحلیل دلفی استفاده می‌شود. جدول (۶) معیارهای سنجش کارایی سرمایه‌گذاری را در قالب چک لیست‌های امتیازی زیر نشان می‌دهد.

ب) تعیین معیارهای سنجش مربوط به متغیر کارایی سرمایه‌گذاری
 در این بخش همانند بخش قبلی بر اساس فراترکیب و مقیاس ارزیابی انتقادی اقدام به تعیین معیارهای سنجش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. همانطور که مشخص شد، بر اساس مجموع ۱۶ پژوهش مرتبط با معیار سنجش کارایی سرمایه‌گذاری، ۴ پژوهش به دلیل اینکه امتیاز زیر را ۳۰ کسب نمودند، از دور پژوهش حذف شدند. سپس بر مبنای استفاده از هر پژوهش‌گر از معیارهای سنجش کارایی سرمایه‌گذاری نوشته شده در سطر جدول، علامت «✓» درج می‌شود، سپس امتیازهایی هر ✓ در سطر معیارهای سنجش کارایی سرمایه‌گذاری، باهم جمع می‌شود و امتیازهای بالاتر از میانگین پژوهش‌های انجام شده، به عنوان معیارهای سنجش سنجش این متغیر انتخاب می‌شوند.

¹ Zeitoun

جدول (۴) ارزیابی انتقادی پژوهش‌های شناسایی شده کارایی سرمایه‌گذاری

امتیاز	ارزش تحقیق	بیان تئوریک یافته‌ها	دقت تجزیه و تحلیل	ملاحظات اخلاقی	انعکاس پذیری	جمع آوری داده‌ها	نمونه برداری	طرح تحقیق	منطق روش تحقیق	اهداف تحقیق	
۴۳	۵	۵	۴	۳	۴	۳	۵	۵	۵	۴	چوی و همکاران ^۱ (۲۰۲۰)
۴۴	۵	۴	۵	۴	۴	۴	۴	۵	۴	۳	کویاه و همکاران ^۲ (۲۰۲۰)
۳۹	۴	۵	۳	۴	۴	۳	۴	۴	۵	۴	لیو و تیان ^۳ (۲۰۱۹)
۳۵	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۳	۴	۳	چن و همکاران ^۴ (۲۰۱۸)
۴۳	۴	۴	۴	۳	۴	۴	۴	۴	۴	۴	سمیت و جاربونی ^۵ (۲۰۱۷)
۴۵	۴	۴	۵	۵	۴	۵	۴	۵	۵	۴	حبیب و حسن ^۶ (۲۰۱۷)
۳۷	۴	۴	۴	۳	۳	۴	۴	۴	۳	۴	گوآریگیلیا و یانگ ^۷ (۲۰۱۶)
۲۸	۳	۴	۳	۲	۲	۴	۲	۳	۲	۳	لارا و همکاران ^۸ (۲۰۱۶)
۳۷	۴	۳	۳	۴	۳	۳	۴	۵	۴	۴	چن و همکاران ^۹ (۲۰۱۵)
۳۷	۴	۴	۴	۳	۴	۴	۴	۳	۴	۳	داداش‌زاده و حجازی (۱۳۹۹)
۳۱	۴	۳	۴	۴	۳	۴	۲	۳	۳	۳	یحیی‌زاده‌فر و همکاران (۱۳۹۹)
۳۶	۴	۴	۳	۳	۴	۳	۴	۴	۴	۳	بیات و همکاران (۱۳۹۹)
۲۶	۳	۳	۴	۲	۳	۲	۲	۲	۳	۲	تقی‌زاده‌خانقاه و همکاران (۱۳۹۷)
۳۸	۴	۴	۴	۵	۴	۴	۳	۴	۴	۴	محمدی و صالحی (۱۳۹۷)
۳۸	۴	۴	۴	۴	۴	۳	۴	۴	۴	۳	نظری و دارابی (۱۳۹۶)
۲۹	۳	۳	۳	۳	۳	۳	۳	۳	۲	۳	صلواتی و اسعدی (۱۳۹۶)

جدول (۵) تعیین معیارهای سنجش کارایی سرمایه‌گذاری

موقعیت پژوهش‌ها	دقت پیش بینی سود	شناسایی فرصت‌های رشد	تامین منابع مالی	ارزیابی ارزش فعلی خالص	تقارن اطلاعاتی	حفظ ارزش بازار سهام	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	بازده سهام شرکت	کاهش محدودیت‌های مالی
چوی و همکاران (۲۰۲۰)	-	✓	✓	-	✓	-	✓	-	-
کویاه و همکاران (۲۰۲۰)	✓	✓	✓	✓	-	✓	-	✓	-
لیو و تیان (۲۰۱۹)	-	-	-	-	✓	✓	-	-	✓
چن و همکاران (۲۰۱۸)	✓	✓	-	-	✓	-	✓	-	✓
سمیت و جاربونی (۲۰۱۷)	-	-	✓	✓	-	✓	-	✓	-
حبیب و حسن (۲۰۱۷)	-	✓	✓	-	✓	-	✓	✓	-
گوآریگیلیا و یانگ (۲۰۱۶)	✓	✓	-	-	-	✓	-	-	✓
داداش‌زاده و حجازی (۱۳۹۹)	-	-	✓	-	✓	✓	-	-	✓
یحیی‌زاده‌فر و همکاران (۱۳۹۹)	-	✓	-	✓	-	-	✓	✓	-
بیات و همکاران (۱۳۹۹)	-	-	-	-	✓	-	✓	-	✓
محمدی و صالحی (۱۳۹۷)	-	-	✓	-	-	✓	-	✓	✓
نظری و دارابی (۱۳۹۶)	-	✓	-	-	-	✓	✓	✓	-
جمع	۳	۷	۶	۳	۶	۷	۶	۶	۶

¹ Choi et al

² Quah et al

³ Liu & Tian

⁴ Chen et al

⁵ Samet & Jarboui

⁶ Habib & Hasan

⁷ Guariglia & Yang

⁸ Lara et al

⁹ Chen et al

جدول (۶) چک لیست معیارهای سنجش کارایی سرمایه‌گذاری

۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	معیارهای سنجش	مولفه‌های اصلی
							شناسایی فرصت‌های رشد	کارایی سرمایه‌گذاری
							تامین منابع مالی	
							تقارن اطلاعاتی	
							حفظ ارزش بازار سهام	
							نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	
							بازده سهام شرکت	
							کاهش محدودیت‌های مالی	

معیارهای برای نظرسنجی در قالب یک چک لیست ۷ گزینه‌ای در اختیار متخصصان قرار گرفت که جدول (۱۰) نتایج تحلیل دلفی را نشان می‌دهد.

باتوجه به فرآیندهای تحلیل دلفی و باتوجه به معیارهای تعیین حدکفایت برای معیارهای سنجش پژوهش شامل میانگین و ضریب توافق در تحلیل دلفی و طبق دستورالعمل این تحلیل که بیان می‌کند ضریب توافق باید در حد استاندارد ۰/۵ قرار بگیرد تا تایید شود و میانگین باتوجه به ۷ گزینه‌ای بودن، امتیاز ۵ در آن استاندارد می‌باشد، باید بیان نمود، از مجموع ۲۷ معیار سنجش چهار متغیرهای پژوهش شناسایی شده، ۱ شاخص یا معیار سنجش مربوط به هر سه متغیر طبق جدول زیر به دلیل اینکه براساس ضریب توافق امتیاز کمتر از ۰/۵ را کسب کردند و میانگینی کمتر از ۵ داشتند، حذف شدند و سایر معیارهای سنجش متغیرهای پژوهش مورد تایید قرار گرفتند. مجدداً به منظور رسیدن به حدکفایت نظری، تحلیل دلفی انجام شد، که مشخص گردید، تمامی معیارهای دور اول مورد تایید قرار گرفتند. پس از تعیین حد کفایت نظری این بار باهدف تعیین اثربخش ترین معیار سنجش متغیرهای پژوهش، از تحلیل تفسیری/ساختاری استفاده می‌شود.

ج) تعیین معیارهای سنجش مربوط به متغیر محافظه کاری

در این بخش همانند بخش قبلی براساس فراترکیب و مقیاس ارزیابی انتقادی اقدام به تعیین معیارهای سنجش محافظه کاری حسابداری می‌شود.

همانطور که مشخص شد، براساس مجموع ۱۵ پژوهش مرتبط با معیار سنجش محافظه کاری حسابداری، ۴ پژوهش به دلیل اینکه امتیاز زیر را ۳۰ کسب نمودند، از دور پژوهش حذف شدند. سپس بر مبنای استفاده از هر پژوهش‌گر از معیارهای سنجش محافظه کاری نوشته شده در سطر جدول، علامت «» درج می‌شود، سپس امتیازهایی هر در سطر معیارهای سنجش محافظه کاری، باهم جمع می‌شود و امتیازهای بالاتر از میانگین پژوهش‌های انجام شده، به عنوان معیارهای سنجش این متغیر انتخاب می‌شوند.

براساس غربالگری مبتنی بر فراوانی در معیارهای سنجش متغیر محافظه کاری حسابداری مشخص شد، براساس ۱۱ پژوهش تایید شده در جدول (۵)، در این بخش جهت تعیین بالاترین فراوانی معیار سنجش محافظه کاری از معیارهایی استفاده می‌شود که بیش از نصف از ۱۲ پژوهش یعنی ۶ امتیاز را کسب نموده باشند. بر این اساس مشخص شد، مبنای ۵ معیار سنجش به عنوان مبنای اندازه گیری متغیر محافظه کاری انتخاب شدند که در گام پنجم طبق جدول (۹) در قالب چک لیست امتیازی تدوین شدند. براساس نتایج کسب شده باهدف رسیدن به حدکفایت نظری، در مرحله بعد به منظور ارزیابی توسط خبرگان از تحلیل دلفی استفاده می‌شود. جدول (۹) معیارهای سنجش محافظه کاری را در قالب چک لیست‌های امتیازی زیر نشان می‌دهد.

سپس به منظور تعیین حد کفایت نظری معیارهای سنجش تعیین شده از تحلیل دلفی استفاده می‌شود. بدین منظور این

جدول (۷) ارزیابی انتقادی پژوهش‌های شناسایی شده محافظه کاری حسابداری

امتیاز	ارزش تحقیق	بیان تئوریک یافته‌ها	دقت تجزیه و تحلیل	ملاحظیات اخلاقی	انعکاس پذیری	جمع آوری داده‌ها	نمونه برداری	طرح تحقیق	منطق روش تحقیق	اهداف تحقیق	معیارهای ارزیابی انتقادی پژوهش‌ها	
											پژوهش‌های بین‌المللی	پژوهش‌های داخلی
۲۵	۳	۳	۳	۲	۳	۳	۲	۲	۲	۲	خلیلو و اوسما ^۱ (۲۰۲۰)	پژوهش‌های بین‌المللی
۲۹	۳	۳	۳	۴	۳	۲	۳	۳	۳	۲	هو و همکاران ^۲ (۲۰۲۰)	
۳۷	۴	۴	۴	۴	۳	۴	۴	۴	۳	۳	ژئو ^۳ (۲۰۱۹)	
۳۹	۴	۵	۳	۴	۴	۳	۴	۴	۵	۴	ایواساکی و همکاران ^۴ (۲۰۱۸)	
۳۵	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۳	۴	۳	کیم و همکاران ^۵ (۲۰۱۸)	
۴۳	۴	۴	۴	۳	۴	۴	۴	۴	۴	۴	وانگ و همکاران ^۶ (۲۰۱۷)	
۴۳	۵	۵	۴	۳	۴	۳	۵	۵	۵	۴	جانگ و همکاران ^۷ (۲۰۱۷)	
۴۴	۵	۴	۵	۴	۴	۴	۴	۵	۴	۳	ژونگ و لی ^۸ (۲۰۱۶)	
۴۰	۴	۳	۴	۵	۴	۴	۴	۳	۵	۴	ژئو ^۹ (۲۰۱۵)	
۲۲	۲	۲	۲	۲	۲	۲	۲	۲	۳	۳	احمدی و همکاران (۱۳۹۹)	پژوهش‌های داخلی
۳۱	۴	۳	۴	۴	۳	۴	۳	۳	۳	۳	منصورفر و همکاران (۱۳۹۹)	
۳۶	۴	۴	۳	۳	۴	۳	۴	۴	۴	۳	ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۸)	
۲۴	۲	۲	۳	۴	۳	۲	۲	۲	۲	۲	عبداللهی و حمیدی (۱۳۹۸)	
۳۸	۴	۴	۴	۴	۴	۳	۴	۴	۴	۳	شعری‌آناقیز و حسنی القار (۱۳۹۷)	
۴۴	۴	۵	۴	۴	۵	۵	۴	۵	۴	۴	رزقی شیرسوار و نبوی چاشمی (۱۳۹۶)	

جدول (۸) تعیین معیارهای سنجش محافظه کاری

موقعیت پژوهش‌ها	معیارهای محافظه کاری محققان						
	معیار عدم تقارن در افشا سود	محافظه کاری بر مبنای اقلام تعهدی	محافظه کاری بر مبنای ارزش بازار	محافظه کاری بر مبنای بازده سهام	محافظه کاری بر مبنای تقلیل سود هر سهم	محافظه کاری بر مبنای کاهش مالیات	محافظه کاری بر مبنای کاهش انتظارات بازار
پژوهش‌های بین‌المللی	ژئو (۲۰۱۹)	☑	-	-	☑	-	-
	ایواساکی و همکاران (۲۰۱۸)	☑	-	-	-	☑	☑
	کیم و همکاران (۲۰۱۸)	-	-	☑	☑	☑	-
	وانگ و همکاران (۲۰۱۷)	-	-	-	☑	☑	-
	جانگ و همکاران (۲۰۱۷)	☑	-	☑	-	☑	-
	ژونگ و لی (۲۰۱۶)	☑	☑	☑	-	☑	-
	ژئو (۲۰۱۵)	-	-	-	☑	-	☑
	منصورفر و همکاران (۱۳۹۹)	☑	-	-	-	☑	-
	ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۸)	-	☑	☑	☑	-	☑
پژوهش‌های داخلی	شعری‌آناقیز و حسنی القار (۱۳۹۷)	☑	-	☑	☑	☑	-
	رزقی شیرسوار و نبوی چاشمی (۱۳۹۶)	-	-	☑	☑	☑	☑
	جمع	۶	۲	۶	۶	۶	۷

1 Khalilov & Osma
 2 Hu et al
 3 Xu
 4 Iwasaki et al
 5 Kim et al
 6 Wang et al
 7 Jung et al
 8 Zhong & Li
 9 Xie

جدول (۹) چک لیست معیارهای سنجش کارایی سرمایه‌گذاری

مؤلفه‌های اصلی	معیارهای سنجش						
محافظه‌کاری	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷

جدول (۱۰) فرآیند دور اول تحلیل دلفی

مؤلفه‌های اصلی	معیارهای سنجش	میانگین	ضرب توافقی	تایید		حذف
				تایید	حذف	
نظام راهبری شرکتی	کمیت حسابرسی	۵	۰/۷۰	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
	دوگانگی وظیفه	۵/۲۰	۰/۸۲	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
	مالکیت مدیریتی	۵	۰/۷۰	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
	ساختار هیئت مدیره	۶	۰/۹۰	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
	سهامداران نهادی	۵	۰/۷۰	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
	تمرکز مالکیت	۵/۲۰	۰/۸۲	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
	اندازه هیئت مدیره	۵	۰/۷۰	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
	استقلال هیئت مدیره	۵/۲۰	۰/۸۲	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
کارایی سرمایه‌گذاری	شناسایی فرصت‌های رشد	۵/۲۰	۰/۸۲	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
	تامین منابع مالی	۶	۰/۹۰	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
	تقارن اطلاعاتی	۵/۲۰	۰/۸۲	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
	حفظ ارزش بازار سهام	۵/۱۰	۰/۷۵	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۵	۰/۷۰	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
محافظه‌کاری حسابداری	بازده سهام شرکت	۴	۰/۴۰	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	حذف
	کاهش محدودیت‌های مالی	۵	۰/۷۰	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	تایید
	معیار عدم تقارن در افشا سود	۵/۲۰	۰/۸۲	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
	محافظه‌کاری بر مبنای ارزش بازار	۶	۰/۹۰	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
	محافظه‌کاری بر مبنای بازده سهام	۵/۲۰	۰/۸۲	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
تایید	محافظه‌کاری بر مبنای تقلیل سود هر سهم	۵/۳۰	۰/۸۳	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
	محافظه‌کاری بر مبنای کاهش مالیات	۵/۱۰	۰/۷۵	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	

کیفیت راهبری شرکتی اقدام نمایند. برای تعیین نوع رابطه می‌توان از نمادهای مندرج در جدول (۱۱) استفاده کرد:

برای تعیین روابط و نظر تخصصی مجموع از اعضای پانل از شاخص «مد» استفاده می‌شود، به ترتیبی که از بین چهار گونه رابطه ممکن بین شاخص‌ها، رابطه‌ای که بیشترین فراوانی را از نظر اعضای پانل داشته باشد، در جدول نهایی منظور خواهد شد. باتوجه به این موضوع و با عنایت به پرسشنامه ماتریسی زیر ماتریس خودتعاملی ساختاری نهایی به شکل ذیل محاسبه می‌شود. براساس جدول فوق، نتایج در قالب جدول زیر ارائه شد.

الف) فرآیند تحلیل تفسیری/ساختاری متغیر نظام راهبری شرکتی

براساس نتایج بدست آمده و تشریح شده در قسمت‌های تحلیل قبلی یعنی تحلیل فرامطالعه و دلفی، شاخص‌های سنجش متغیر راهبری شرکتی تعیین شدند که در این بخش از طریق بررسی فرآیند تحلیل ساختاری تفسیری اقدام به شناسایی طیفی از کم اثرترین شاخص/ها تا تاثیرگذارترین شاخص/ها خواهد شد. براین اساس معیارهای سنجش از G1 تا G8 کدگذاری شدند و در این مرحله اقدام به تدوین ماتریس خود تعاملی ساختاری شد. لذا از هر یک از اعضای پانل خواسته شده تا براساس تعاریف حروف O, X, A, V نسبت به مقایسه زوجی معیارهای سنجش متغیر

جدول (۱۱) روابط مفهومی در تشکیل ماتریس خود تعاملی ساختاری

مفهوم نماد	نماد
سطر i منجر به ستون j می‌شود.	V
ستون j منجر به سطر i می‌شود.	A
رابطه دو طرفه سطر i و ستون j وجود دارد.	X
رابطه معتبری بین سطر i و ستون j وجود ندارد.	O

جدول (۱۲) فرآیند تحلیل ماتریس خود تعاملی براساس شاخص مد

مقیاسه پذیری	به موقع بودن	محتوای اطلاعاتی	پایداری سود	انعطاف پذیری	کیفیت اقلام تعهدی	مدیریت سود	کیفیت سود	کدها	معیارهای سنجش
	A	A	A	V	A	O	V	Y1	قابلیت مقایسه پذیری
		X	O	V	O	O	A	Y2	قابلیت به موقع بودن صورت‌های مالی
			V	V	V	O	V	Y3	قابلیت محتوای اطلاعاتی صورت‌های مالی
				V	A	O	A	Y4	پایداری سود
					A	O	A	Y5	انعطاف پذیری در گزارشگری مالی
						X	O	Y6	کیفیت اقلام تعهدی
							O	Y7	مدیریت سود
								Y8	کیفیت سود

در این پژوهش تاثیرگذارترین معیارهای سنجش راهبری شرکتی در سه سطح قرار گرفته‌اند که در بالاترین و کم اثرترین سطح، مالکیت مدیریتی (G3)؛ ساختاری هیئت مدیره (G4)؛ سهامداران نهادی (G5)؛ اندازه هیئت مدیره (G7) و استقلال هیئت مدیره (G8) قرار دارد و در پایین‌ترین سطح، یعنی اثربخش‌ترین سطح، تمرکز مالیکت (G6) به عنوان تاثیرگذارترین معیار سنجش نظام راهبری شرکتی قرار گرفته‌اند. نکته قابل توجه این است که، عواملی که در سطح بالاتر قرار دارند، از تأثیرگذاری کمتری برخوردار هستند و بیشتر تحت تأثیر عوامل سطوح پایین‌تر می‌باشد. در واقع عوامل سطح پایین‌تر به عنوان زیر ساخت و پایه‌ی اساسی نظام راهبری شرکتی محسوب می‌شوند که در بخش کمی اقدام به سنجش راهبری شرکتی براساس تمرکز مالکیت می‌گردد.

با تشکیل ماتریس خود تعاملی براساس نظرات تخصصی خبرگان پژوهش، حال می‌بایست براساس تعاریف جدول زیر اقدام به تعیین امتیاز به صورت ۰ و ۱ می‌شود تا در نهایت قدرت نفوذ و وابستگی برای تشکیل عناصر ورودی، خروجی و مشترک خواهد شد که به آن ماتریس دستیابی گفته می‌شود.

سپس تحت عنوان بدست آوردن ماتریس ساختاری روابطه درونی متغیرها^۱ (SSIM) مشهور است. حال به منظور تفکیک نتایج بدست آمده از نظر خبرگان پژوهش می‌بایست طبق جدول (۱۴) عمل می‌شود.

پس از تعیین ماتریس دسترسی نهایی، در این بخش می‌بایست قدرت نفوذ که نشان دهنده‌ی اجماع تعداد متغیرهای متأثر از آن و خود متغیر (مجموع قرار گرفتن عدد ۱ در سطر) و قدرت وابستگی که نشان دهنده‌ی جمع متغیرهایی که از آنها تاثیر می‌پذیرد و خود متغیر (مجموع قرار گرفتن عدد ۱ در ستون) تعیین می‌شود. براساس نتایج بدست آمده اقدام به تعیین خروجی‌ها و رودی‌های و اشتراک‌های مربوط به معیارهای سنجش می‌شود.

¹ Structural Self-Interaction Matrix

جدول (۱۳) نحوه تبدیل روابط مفهومی به اعداد

نماد مفهومی	تبدیل نمادهای مفهومی به اعداد کمی
V	قرار گرفتن علامت V در جدول، خانه‌ی مربوطه عدد ۱ و خانه قرینه عدد ۰ می‌گیرد.
A	قرار گرفتن علامت A در جدول، خانه‌ی مربوطه عدد ۰ و خانه‌ی قرینه عدد ۱ می‌گیرد.
X	قرار گرفتن علامت X در جدول، خانه‌ی مربوطه عدد ۱ و خانه‌ی قرینه عدد ۱ می‌گیرد.
O	قرار گرفتن علامت O در جدول، خانه‌ی مربوطه عدد ۰ و خانه‌ی قرینه‌ی عدد ۰ می‌گیرد.

جدول (۱۴) فرآیند تحلیل ماتریس دستیابی اولیه براساس نظرات اعضای پانل

کدهای ایجاد شده	A	G8	G7	G6	G5	G4	G3	G2	G1
کمیته حسابرسی	G1	O	V	V	V	V	V	O	
دوگانگی وظیفه	G2	O	O	V	O	V	V		
مالکیت مدیریتی	G3	O	O	A	X	O			
ساختار هیئت مدیره	G4	O	O	A	X				
سهامداران نهادی	G5	O	O	O					
تمرکز مالکیت	G6	O	X						
اندازه هیئت مدیره	G7	O							
استقلال هیئت مدیره	G8								

جدول (۱۵) ماتریس دسترسی نهایی براساس روابط غیرمستقیم بین شاخص‌ها

G8	G7	G6	G5	G4	G3	G2	G1	G	کدهای ایجاد شده
۰	۱	۱	۱	۱	۱	۰	۱	G1	کمیته حسابرسی
۰	۰	۱	۰	۱	۱	۱	۰	G2	دوگانگی وظیفه
۰	۰	۰	۱	۰	۱	۰	۰	G3	مالکیت مدیریتی
۰	۰	۰	۱	۱	۰	۰	۰	G4	ساختار هیئت مدیره
۰	۰	۰	۱	۱	۱	۰	۰	G5	سهامداران نهادی
۰	۱	۱	۰	۱	۱	۰	۰	G6	تمرکز مالکیت
۰	۱	۱	۰	۰	۰	۰	۰	G7	اندازه هیئت مدیره
۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	G8	استقلال هیئت مدیره

جدول (۱۳) فرآیند تحلیل تعیین سطح اول تأثیرگذاری

سطح	عناصر مشترک	شاخص ورودی	شاخص خروجی	اختصار	شاخص‌ها
دوم	۱	۱	۱،۲،۴،۵،۶،۷	G1	کمیته حسابرسی
دوم	۲	۲	۲،۳،۴،۶	G2	دوگانگی وظیفه
اول	۳،۵	۱،۲،۳،۵،۶	۳،۵	G3	مالکیت مدیریتی
اول	۴،۵	۱،۲،۴،۵،۶	۴،۵	G4	ساختار هیئت مدیره
اول	۳،۴،۵	۱،۳،۴،۵	۳،۴،۵	G5	سهامداران نهادی
سوم	۶،۷	۱،۲،۶،۷	۳،۴،۶،۷	G6	تمرکز مالکیت
اول	۶،۷	۱،۶،۷	۶،۷	G7	اندازه هیئت مدیره
اول	۸	۸	۸	G8	استقلال هیئت مدیره

کارایی سرمایه‌گذاری تعیین شدند که در این بخش از طریق بررسی فرآیند تحلیل ساختاری تفسیری اقدام به شناسایی طیفی از کم اثرترین شاخص/ها تا تأثیرگذارترین شاخص/ها خواهد شد. براین اساس معیارهای سنجش از E1 تا E6

ب) فرآیند تحلیل تفسیری/ساختاری متغیر نظام کارایی سرمایه‌گذاری براساس نتایج بدست آمده و تشریح شده در قسمت‌های تحلیل قبلی یعنی تحلیل فرامطالعه و دلفی، شاخص‌های سنجش متغیر

پس از تعیین ماتریس دسترسی نهایی، در این بخش می‌بایست قدرت نفوذ که نشان دهنده‌ی اجماع تعداد متغیرهای متأثر از آن و خود متغیر (مجموع قرار گرفتن عدد ۱ در سطر) و قدرت وابستگی که نشان دهنده‌ی جمع متغیرهایی که از آنها تاثیر می‌پذیرد و خود متغیر (مجموع قرار گرفتن عدد ۱ در ستون) تعیین می‌شود. براساس نتایج بدست آمده اقدام به تعیین خروجی‌ها و رودی‌های و اشتراک‌های مربوط به معیارهای سنسجس می‌شود.

در این مرحله باتوجه به سطوح متغیرها و ماتریس دسترسی نهایی، مدل پژوهش ارائه می‌شود. در این پژوهش معیارهای سنسجس کارایی سرمایه‌گذاری در چهار سطح قرار گرفته‌اند که در بالاترین و کم اثرترین سطح، تامین منابع مالی (E2)؛ تقارن اطلاعاتی (E3)؛ حفظ ارزش بازار سهام (E4) و در پایین‌ترین سطح، یعنی اثربخش‌ترین سطح، کاهش محدودیت‌های مالی (E6) قرار گرفته‌اند. نکته قابل توجه این است که، عواملی که در سطح بالاتر قرار دارند، از تأثیرگذاری کمتری برخوردار هستند و بیشتر تحت تأثیر عوامل سطوح پایین‌تر می‌باشد. در واقع عوامل سطح پایین‌تر به عنوان زیر ساخت و پایه‌ی اساسی سنسجس کارایی سرمایه‌گذاری محسوب می‌شوند.

کدگذاری شدند و در این مرحله اقدام به تدوین ماتریس خود تعاملی ساختاری شد. برای تعیین روابط و نظر تخصصی مجموع از اعضای پانل از شاخص «مد» استفاده می‌شود، به ترتیبی که از بین چهار گونه رابطه ممکن بین شاخص‌ها، رابطه‌ای که بیشترین فراوانی را از نظر اعضای پانل داشته باشد، در جدول نهایی منظور خواهد شد. باتوجه به این موضوع و با عنایت به پرسشنامه ماتریسی زیر ماتریس خودتعاملی ساختاری نهایی به شکل ذیل محاسبه می‌شود. براساس جدول فوق، نتایج در قالب جدول ۱۴ ارائه شد.

با تشکیل ماتریس خودتعاملی براساس نظرات تخصصی خبرگان پژوهش، حال می‌بایست براساس تعاریف جدول زیر اقدام به تعیین امتیاز به صورت ۰ و ۱ می‌شود تا در نهایت قدرت نفوذ و وابستگی برای تشکیل عناصر ورودی، خروجی و مشترک خواهد شد که به آن ماتریس دستیابی گفته می‌شود. براساس نتایج جدول فوق، که تبدیل نمادهای مفهومی اختصاص داده شده براساس شاخص مد را نشان می‌دهد، تبدیل به امتیاز ۰ و ۱ باتوجه به تعریف روابط مفهومی به اعداد طبق جدول قبلی شده است. اما جدول فوق ماتریس دستیابی اولیه را نشان می‌دهد و دارای عدم بررسی روابط غیرمستقیم بین شاخص‌ها می‌باشد. لذا جدول ۱۵ ماتریس دسترسی نهایی را ارائه می‌نماید.

جدول (۱۴) فرآیند تحلیل ماتریس خودتعاملی براساس شاخص مد

کدهای ایجاد شده	E	E6	E5	E4	E3	E2	E1
شناسایی فرصت‌های رشد	E1	X	X	O	O	V	
تامین منابع مالی	E2	A	A	O	V		
تقارن اطلاعاتی	E3	A	A	O			
حفظ ارزش بازار سهام	E4	A	A				
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	E5	A					
کاهش محدودیت‌های مالی	E6						

جدول (۱۵) ماتریس دسترسی نهایی براساس روابط غیرمستقیم بین شاخص‌ها

E6	E5	E4	E3	E2	E1	I	کدهای ایجاد شده
۱	۰	۰	۱	۱	۱	E1	شناسایی فرصت‌های رشد
۰	۰	۱	۱	۱	۰	E2	تامین منابع مالی
۰	۰	۰	۱	۱	۰	E3	تقارن اطلاعاتی
۰	۰	۱	۱	۰	۰	E4	حفظ ارزش بازار سهام
۰	۱	۱	۰	۰	۰	E5	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
۰	۱	۱	۱	۱	۰	E6	کاهش محدودیت‌های مالی

جدول (۱۶) فرآیند تحلیل تعیین سطح اول تاثیرگذاری

شاخص‌ها	اختصار	شاخص خروجی	شاخص ورودی	عناصر مشترک	سطح
شناسایی فرصت‌های رشد	E1	۱،۲،۳،۴،۵،۷	۱،۶،۷	۱،۷	سوم
تامین منابع مالی	E2	۲،۳،۴	۱،۲،۳،۴،۵،۶،۷	۲،۳،۴	اول
تقارن اطلاعاتی	E3	۲،۳،۴	۱،۲،۳،۴،۵،۶،۷	۲،۳،۴	اول
حفظ ارزش بازار سهام	E4	۲،۳،۴	۱،۲،۳،۴،۵،۶،۷	۲،۳،۴	اول
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	E5	۲،۳،۴،۵	۱،۵،۶،۷	۵	دوم
کاهش محدودیت‌های مالی	E6	۱،۲،۳،۴،۵،۶،۷	۶	۶	چهارم

قدرت وابستگی که نشان دهنده‌ی جمع متغیرهایی که از آنها تاثیر می‌پذیرد و خود متغیر (مجموع قرار گرفتن عدد ۱ در ستون) تعیین می‌شود. براساس نتایج بدست آمده اقدام به تعیین خروجی‌ها و ورودی‌های و اشتراک‌های مربوط به معیارهای سنخ می‌شود.

در این مرحله باتوجه به سطوح متغیرها و ماتریس دسترسی نهایی، مدل پژوهش ارائه می‌شود. در این پژوهش معیارهای سنخ کارایی سرمایه‌گذاری در چهار سطح قرار گرفته‌اند که در بالاترین و کم اثرترین سطح، تامین منابع مالی (E2)؛ تقارن اطلاعاتی (E3)؛ حفظ ارزش بازار سهام (E4) و در پایین‌ترین سطح، یعنی اثربخش‌ترین سطح، کاهش محدودیت‌های مالی (E6) قرار گرفته‌اند. نکته قابل توجه این است که، عواملی که در سطح بالاتر قرار دارند، از تأثیرگذاری کمتری برخوردار هستند و بیشتر تحت تأثیر عوامل سطوح پایین‌تر می‌باشد. در واقع عوامل سطح پایین‌تر به عنوان زیر ساخت و پایه‌ی اساسی سنخ کارایی سرمایه‌گذاری محسوب می‌شوند.

حال باتوجه به تعیین معیارهای سنخ متغیرهای پژوهش، فرضیه‌های زیر به منظور آزمون آن‌ها براساس تحلیل‌های کمی تدوین می‌شوند.

فرضیه اول) راهبری شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

فرضیه دوم) محافظه‌کاری حسابداری تاثیر راهبری شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران را تعدیل می‌کند.

ج) فرآیند تحلیل تفسیری/ساختاری متغیر نظام محافظه‌کاری حسابداری

براساس نتایج بدست آمده و تشریح شده در قسمت‌های تحلیل قبلی یعنی تحلیل فرامطالعه و دلفی، شاخص‌های سنخ متغیر محافظه‌کاری حسابداری تعیین شدند که در این بخش از طریق بررسی فرآیند تحلیل ساختاری تفسیری اقدام به شناسایی طیفی از کم اثرترین شاخص/ها تا تاثیرگذارترین شاخص/ها خواهد شد. براین اساس معیارهای سنخ از A1 تا A5 کدگذاری شدند و در این مرحله اقدام به تدوین ماتریس خود تعاملی ساختاری شد. برای تعیین روابط و نظر تخصصی مجموع از اعضای پانل از شاخص «مد» استفاده می‌شود، به ترتیبی که از بین چهار گونه رابطه ممکن بین شاخص‌ها، رابطه‌ای که بیشترین فراوانی را از نظر اعضای پانل داشته باشد، در جدول نهایی منظور خواهد شد. باتوجه به این موضوع و با عنایت به پرسشنامه ماتریسی زیر ماتریس خودتعاملی ساختاری نهایی به شکل ذیل محاسبه می‌شود. براساس جدول فوق، نتایج در قالب جدول ۱۷ ارائه شد.

با تشکیل ماتریس خودتعاملی براساس نظرات تخصصی خبرگان پژوهش، حال می‌بایست براساس تعاریف جدول زیر اقدام به تعیین امتیاز به صورت ۰ و ۱ می‌شود تا در نهایت قدرت نفوذ و وابستگی برای تشکیل عناصر ورودی، خروجی و مشترک خواهد شد که به آن ماتریس دستیابی گفته می‌شود. براساس نتایج جدول فوق، که تبدیل نمادهای مفهومی اختصاص داده شده براساس شاخص مد را نشان می‌دهد، تبدیل به امتیاز ۰ و ۱ باتوجه به تعریف رابطه مفهومی به اعداد طبق جدول قبلی شده است. اما جدول فوق ماتریس دستیابی اولیه را نشان می‌دهد و دارای عدم بررسی روابط غیرمستقیم بین شاخص‌ها می‌باشد. لذا جدول ۱۸ ماتریس دسترسی نهایی را ارائه می‌نماید.

پس از تعیین ماتریس دسترسی نهایی، در این بخش می‌بایست قدرت نفوذ که نشان دهنده‌ی اجماع تعداد متغیرهای متأثر از آن و خود متغیر (مجموع قرار گرفتن عدد ۱ در سطر) و

جدول (۱۷) فرآیند تحلیل ماتریس خودتعالیمی براساس شاخص مد

کدهای ایجاد شده	A	A5	A4	A3	A2	A1
شناسایی فرصت‌های رشد	A1	0	V	V	A	
تامین منابع مالی	A2	V	V	V		
تقارن اطلاعاتی	A3	V	V			
حفظ ارزش بازار سهام	A4	0				
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	A5					

جدول (۱۸) ماتریس دسترسی نهایی براساس روابط غیرمستقیم بین شاخص‌ها

A5	A4	A3	A2	A1	A	کدهای ایجاد شده
۰	۱	۱	۰	۱	A1	معیار عدم تقارن در افشا سود
۱	۱	۱	۱	۱	A2	محافظه‌کاری بر مبنای ارزش بازار
۱	۱	۱	۰	۰	A3	محافظه‌کاری بر مبنای بازده سهام
۰	۱	۰	۰	۰	A4	حفظ ارزش بازار سهام
۱	۰	۰	۰	۰	A5	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری

جدول (۱۹) فرآیند تحلیل تعیین سطح اول تاثیرگذاری

سطح	عناصر مشترک	شاخص ورودی	شاخص خروجی	اختصار	شاخص‌ها
سوم	۱	۱،۲	۱،۳،۴	A1	معیار عدم تقارن در افشا سود
چهارم	۲	۲	۱،۲،۳،۴،۵	A2	محافظه‌کاری بر مبنای ارزش بازار
دوم	۳	۱،۲،۳	۳،۴،۵	A3	محافظه‌کاری بر مبنای بازده سهام
اول	۴	۱،۲،۳،۴	۴	A4	حفظ ارزش بازار سهام
اول	۵	۲،۳،۵	۵	A5	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری

متغیر وابسته

بر اساس تحلیل‌های بدست آمده از مرحله شناسایی معیارهای سنجش مشخص گردید، کاهش محدودیت‌های مالی به عنوان مبنای اثربخش سنجش کارایی سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود. در این پژوهش به پیروی از شاخص (SA) و مدل هادلک و پیرس^۱ (۲۰۱۰) از رابطه زیر استفاده خواهد شد:

$$SA \text{ index} = -0.737 \times \text{Size} + 0.043 \times \text{Size}^2 - 0.040 \times \text{Age}$$

Size اندازه شرکت است که از طریق لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت‌ها محاسبه خواهد شد. Age عمر شرکت‌ها است که از طریق محاسبه ی تعداد سال‌های فعالیت شرکت از زمان تاسیس محاسبه می‌گردد. براساس این شاخص، شرکت‌های زیر ۳۰ درصد از شاخص SA به عنوان شرکت فاقد محدودیت مالی در نظر گرفته می‌شوند و

تعاریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

براساس ماهیت تحلیل‌های پژوهش و باتوجه به شاخص‌های سنجش متغیرهای پژوهش، در این بخش در قالب متغیرهای مستقل و وابسته و کنترلی اقدام به بیان تعاریف عملیاتی متغیرهای پژوهش می‌گردد.

متغیر مستقل

راهبری شرکتی

براساس نتایج بخش کیفی، مشخص شد، جهت سنجش این متغیر می‌بایست از تمرکز مالکیت استفاده شود. در این پژوهش تمرکز مالکیت به عنوان تعداد بلوکه عمده سهامداران به این صورت تعریف می‌شود که تعداد دارندگان سهام با مالکیت بیش از ۵٪ از کل سهام شرکت در هر یک از سال‌های مالی مورد نظر که به صورت اعداد صحیح تعریف می‌شود.

^۱ Hadlock and Pierce

شرکت‌های بالاتر از ۳۰ درصد از شاخص SA دارای محدودیت‌های مالی هستند.

و نهادهای دولتی، تقسیم بر کل تعداد سهام منتشره شرکت (سahن، ۲۰۱۶).

براساس متغیرهای پژوهش، مدل پژوهش به ترتیب زیر ارائه می‌شود:

$$INV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CG_{it} + \alpha_2 CI_{it} + \alpha_3 AC_{it} + \alpha_4 CG_{it} \times AC_{it} + \alpha_5 CI_{it} \times AC_{it} + \alpha_6 BSIZE_{it} + \alpha_7 BIND_{it} + \alpha_8 INST_{it} + \varepsilon_{it}$$

براساس مدل آزمون فرضیه‌های پژوهش:

INV_{it} کارایی سرمایه‌گذاری شرکت i در زمان t

CG_{it} راهبری شرکتی شرکت i در زمان t

AC_{it} محافظه‌کاری حسابداری شرکت i در زمان t

$BFSIZE_{it}$ اندازه هیئت مدیره شرکت i در زمان t

$BIND_{it}$ استقلال هیئت مدیره شرکت i در زمان t

$INST_{it}$ مالکیت نهادی شرکت i در زمان t

تحلیل توصیفی

تحلیل توصیفی یعنی طبقه‌بندی، نمایش ترسیمی و محاسبه آماره‌هایی همانند میانگین، میانه، انحراف معیار و ... که مشخص کننده ویژگی‌های کلی جمعیت هستند. بطور کلی در آمار توصیفی برای خلاصه کردن داده‌ها، از جداول و نمودارها کمک گرفته می‌شود. در هر پژوهش معمولاً ابتدا برخی از آماره‌های توصیفی داده‌های پژوهش مورد بررسی قرار می‌گیرد. در واقع به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، همچنین برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی می‌باشد را برای نمونه‌ای متشکل از ۷۱۴ شرکت - سال مشاهده در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۹۱-۱۳۹۷ نشان می‌دهد. باتوجه به ماهیت برخی از متغیرهای پژوهش که به صورت ۰ و ۱ سنجیده شده است. در جدول (۴-۵) برخی از آماره‌های توصیفی متغیرهای مورد استفاده در مدل که شامل میانگین، میانه، حداکثر، حداقل، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی می‌باشند، گزارش شده است. باتوجه به مفاهیم و وجه تسمیه آماری، میانگین به عنوان مبنای مهم آمار توصیفی نشان دهنده ی کارکردهای یک متغیر به عنوان شاخص مرکزی جهت تحلیل است. به زبانی ساده مبنا بیان کننده ی سطح تعادل و مرکز ثقل توزیع داده‌ها بوده و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. براین اساس مشخص شد، ۳/۹ درصد شرکت‌های مورد بررسی براساس شاخص (SA) دارای محدودیت‌های مالی می‌باشند که این

متغیر تعدیل کننده

متغیر تعدیل کننده این پژوهش محافظه‌کاری حسابداری می‌باشد که براساس تحلیل‌های بخش کیفی مشخص شد که محافظه‌کاری بر مبنای ارزش بازار تاثیرگذارترین معیار سنجش این متغیر می‌باشد. لذا با اتکا به پژوهش واتز (۲۰۰۳) که معتقد است، حسابداری محافظه‌کارانه، مانع از ثبت افزایش دارایی‌هایی که فاقد قابلیت رسیدگی بالایی باشند می‌شود، درحالی‌که کاهش‌هایی با همان میزان قابلیت رسیدگی را ثبت می‌کند، اقدام به سنجش این متغیر می‌شود، در نتیجه خالص دارایی‌ها کمتر از واقع و زیر ارزش بازار گزارش می‌شوند. در واقع از آنجاییکه محافظه‌کاری معمولاً به کمتر از واقع نشان دادن ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام یا همان خالص دفتری دارایی‌ها نسبت به ارزش بازار منجر می‌شود، شرکت‌های استفاده کننده از این نسبت برای محافظه‌کاری حسابداری استفاده می‌نمایند. نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با محافظه‌کاری معکوس است که با ضریب منفی یک نسبت مستقیمی از محافظه‌کاری به دست می‌آید.

متغیرهای کنترلی

در این پژوهش برخی از مهم‌ترین متغیرهایی که بر مبنای پژوهش‌های پیشین عوامل موثر بر کارایی سرمایه‌گذاری (متغیر وابسته) به عنوان متغیرهای کنترلی مدنظر قرار گرفته‌اند که عبارتست از:

- اندازه‌ی هیئت مدیره (BFSIZE): این متغیر، تعداد افراد موجود در هیئت مدیره شرکت‌ها تعریف شده است (گامپیرس و همکاران، ۲۰۰۳؛ دیانتی و ملک محمودی، ۱۳۹۲؛ دی م‌ا و همکاران^۱ (۲۰۱۷)).
- استقلال هیئت مدیره (BIND): در این پژوهش همانند پژوهش خدادادی و همکاران (۱۳۹۵) و بیبچاک و همکاران (۲۰۰۹) برای سنجش این متغیر از نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره استفاده می‌شود.
- مالکیت نهادی (INST): عبارتست از مجموع سهام تحت تملک بانک‌ها و بیمه‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های تامین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سازمان‌ها

^۱ Di Meoa et al

از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. به همین ترتیب بیشترین و کمترین مقدار برای این متغیر نیز به ترتیب برابر ۵ و ۱ به دست آمده‌اند. پارامترهای پراکندگی نیز معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین شاخص‌های پراکندگی، انحراف معیار است. این مقدار برای متغیر عدم تقارن اطلاعاتی کمترین مقدار و برای متغیر دوره تصدی بیشترین مقدار می‌باشد که نشان می‌دهد این دو متغیر نسبت به یکدیگر دارای کمترین و بیشترین مقدار تغییرات هستند. معیارهای چولگی و کشیدگی نیز شاخص‌هایی برای مشخص کردن تقارن یا عدم تقارن داده‌ها از توزیع نرمال می‌باشد. براین مبنا نتایج آزمون فرضیه پژوهش نیز در قالب جدول (۲۱) ارائه شده است.

جدول (۲۰) برخی از آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
کارایی سرمایه‌گذاری	INV	۰/۰۳۹	۰/۰۴۳	۰/۰۲۲	-۰/۰۶۸	۰/۰۵۴
راهبری شرکتی	CG	۰/۶۴۴	۰/۶۷۵	۰/۸۰۶	۰/۳۸۹	۰/۲۱۹
محافظه کاری حسابداری	AC	۰/۶۱۷	۰/۶۳۸	۰/۳۴۹	۰/۰۰۱	۰/۵۲۱
اندازه هیئت‌مدیره	BSIZE	۵/۲۵۹	۵/۳۲۰	۷	۵	۰/۷۹۳
استقلال هیئت‌مدیره	BIND	۰/۵۱۵	۰/۵۰۲	۰/۸	۰/۲	۰/۲۰۴
مالکیت نهادی	INST	۰/۴۵۶	۰/۴۷۷	۰/۸۱۹	۰	۰/۲۶۱

جدول (۲۱) نتایج برآورد مدل پژوهش

متغیرهای پژوهش	نماد	(-/+)	ضریب رگرسیونی	خطای رگرسیونی	آماره t	سطح معناداری	VIF
عرض از مبدأ	C	+	۰/۷۸۸	۰/۰۱۲	۳/۳۵۵	۰/۰۰۰	-
راهبری شرکتی	CG	+	۰/۱۳۵	۰/۰۰۱	۸۳/۷۴۲	۰/۰۰۰	۱/۳۱۳
محافظه کاری حسابداری	AC	+	۰/۰۹۴	۰/۰۲۲	۴/۲۱۷	۰/۰۲۱	۱/۲۹۸
محافظه کاری حسابداری* راهبری شرکتی	AC × CG	+	۰/۱۶۲	۰/۰۶۶	۲/۴۳۹	۰/۰۰۰	۱/۱۱۴
محافظه کاری حسابداری* نوآوری شرکتی	AC × CI	+	۰/۰۸۷	۰/۰۱۲	۶/۹۳۳	۰/۰۰۰	۱/۳۹۲
اندازه هیئت مدیره	BSIZE	+	۰/۰۸۴	۰/۰۰۲	۳۶/۵۷۷	۰/۰۰۰	۱/۳۲۱
استقلال هیئت مدیره	BIND	+	۰/۰۵۷	۰/۰۰۰	۷۳/۷۷۸	۰/۰۰۰	۱/۳۱۸
مالکیت نهادی	INST	+	۰/۱۱۲	۰/۰۱۳	۸/۴۹۹	۰/۰۰۰	۱/۳۱۱
ضریب تعیین	R ²				۰/۶۱۴		
ضریب تعیین تعدیل شده	R				۰/۵۸۵		
برآورد مدل	F				۱۴/۳۷۳ (۰/۰۰۰)		
دوربین واتسون	D - W				۱/۹۲		

براساس تحلیل‌های آماری به ترتیب فرضیه‌های پژوهش مورد استدلال قرار می‌گیرد.

فرضیه اول پژوهش) راهبری شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

براساس تحلیل‌های آماری باید بیان نمود، ملاحظه مقادیر آماره‌های F در این نگاره، بیانگر معناداری کلی مدل‌های رگرسیونی برآورد شده در سطح خطای ۵ درصد است. مقادیر آماره دوربین- واتسن نیز حکایت از عدم وجود مشکل خود همبستگی در میان جملات پسماند دارد. همان‌گونه که در این

براساس تحلیل‌های آماری به ترتیب فرضیه‌های پژوهش مورد استدلال قرار می‌گیرد.

فرضیه اول پژوهش) راهبری شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

گردد. باید توجه داشت، واحدهای تجاری، همواره با فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیادی روبرو می‌شوند و نیازمند تصمیماتی منطقی نسبت به سرمایه‌گذاری‌های بهینه هستند که وجود نظارت‌های اثربخش مبتنی بر حاکمیت شرکتی می‌تواند زمینه‌سازی توسعه کارایی سرمایه‌گذاری‌ها را مهیا نماید. زمانی اثربخشی سرمایه‌گذاری در هر واحد تجاری محقق خواهد شد که این سطح از سرمایه‌گذاری‌ها باتوجه به محدودیت منابع و کارایی آن صورت گیرد. در واقع انتخاب طرح‌ها و اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری توسط مدیرانی صورت می‌گیرد که به واسطه وجود سطح نظارت‌های مبتنی بر تمرکز در راهبری شرکتی مانع از پیگیری منافع شخصی مدیران می‌شود. به عبارتی دیگر، اگر راهبردی شرکتی قابلیت‌های نظارتی لازم را نداشته باشد، افزایش شکاف تضاد منافع و عدم تقارن اطلاعاتی، مانع انجام سرمایه‌گذاری بهینه و کارا می‌شود. مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی از طریق تمرکز مالکیت، میزان انحراف از تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و رفع مشکلات نمایندگی کاهش می‌دهند. یک نظام حاکمیت شرکتی خوب علاوه بر ایجاد انگیزه در مدیران و هیات مدیره جهت دنبال کردن اهداف مرتبط با منافع شرکت و سهامداران، باید آنان را به استفاده کارا تر از منابع تشویق کند و سبب می‌گردد تا از طریق کاهش محدودیت‌های مالی، سطح بهینه‌تری از سرمایه‌گذاری‌ها را محقق نماید. نتیجه‌ی این فرضیه با پژوهش‌های شعری آناقیر و همکاران (۱۳۹۵) و بیلت و همکاران^۱ (۲۰۱۱) مطابقت دارد. در تحلیل نتیجه فرضیه دوم باید بیان نمود، نوآوری شرکتی بدلیل توسعه زمینه‌های بروز خلاقیت و دانش‌افزایی به واسطه‌ی حضور حرفه‌ای کارکنان در انجام وظایف خود در سطح ساختاری شرکت‌ها باعث می‌گردد تا کارایی بهینه سرمایه‌گذاری‌ها تقویت گردد. نوآوری‌های شرکت زمینه ساز تمایل شرکت‌ها به سرمایه‌گذاری بیشتر در فعالیت‌های رقابتی را افزایش می‌دهد و شرکت‌ها را در انتخاب طرح‌ها و پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی مثبت به‌طور قابل‌توجه‌تری حساس می‌نماید و از میان فرصت‌های موجود بازار به واسطه‌ی سطح نوآوری‌های شرکت به خصوص نوآوری‌های فردی، پروژه‌هایی انتخاب می‌شوند که از بهینگی کسب بازده بیشتر نسبت به ریسک در فضای رقابتی برخوردار می‌باشند. نتیجه این فرضیه با پژوهش‌های برزیده و همکاران (۱۳۹۷) و حمیدی‌زاده و همکاران (۱۳۹۶) مطابقت دارد. براساس نتیجه فرضیه اول، پیشنهاد می‌شود، باتوجه به اینکه فرصت طلبی به عنوان یکی از رفتارهای ادراک سوگیرانه در سطح بازار سرمایه

نگاره مشهود است، ضریب برآوردی و آماره t (۸۳/۷۴۲) مربوط به متغیر راهبری شرکتی (CG) در سطح خطای ۵ درصد، مثبت و معنادار بوده که حاکی از وجود تاثیر مثبت راهبری شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

فرضیه دوم پژوهش محافظه‌کاری حسابداری تاثیر راهبری شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران را تعدیل می‌کند.

براساس تحلیل‌های آماری باید بیان نمود، ملاحظه مقادیر آماره‌های F در این نگاره، بیانگر معناداری کلی مدل‌های رگرسیونی برازش شده در سطح خطای ۵ درصد است. مقادیر آماره دوربین- واتسن نیز حکایت از عدم وجود مشکل خود همبستگی درمیان جملات پسماند دارد. همان‌گونه که در این نگاره مشهود است، ضریب برآوردی و آماره t (۲/۴۳۹) مربوط به تعامل متغیرهای محافظه‌کاری حسابداری با راهبری شرکتی ($AC * CG$) در سطح خطای ۵ درصد، مثبت و معنادار بوده که حاکی از تشدید تاثیر راهبری شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری باوجود متغیر محافظه‌کاری حسابداری می‌باشد. به عبارت دیگر محافظه‌کاری حسابداری تاثیر راهبری شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری را در جهت مثبت تقویت می‌نماید.

بحث و نتیجه‌گیری

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، به موقع و کارا دارند. زمانی واحد تجاری در سرمایه‌گذاری کارا تعریف می‌شود که پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت را برای اجرا را انتخاب نماید. اما مساله مهم این است که اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری از جمله اختیارات مدیران است. بنابراین رفتارهای فرصت طلبانه مدیران می‌تواند بر کارایی سرمایه‌گذاری و استفاده بهینه از منابع موجود در راستای منافع سهامداران تاثیر منفی بگذارد. لذا هدف این پژوهش راهبری شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری: با تأکید بر محافظه‌کاری مدیریتی می‌باشد. در تحلیل نتیجه فرضیه اول باید بیان نمود، وجود رویکردهای راهبری شرکتی بر مبنای تمرکز مالکیت به دلیل وجود نظارت‌های سهامداران عمده بر عملکردهای مدیران سبب خواهد شد تا سطح کارکردهای سرمایه‌گذاری شرکت‌ها افزایش یابد و مانع از اتخاذ تصمیم‌های مدیریت مبنی بر بیش یا کمتر از حد سرمایه‌گذاری شرکت‌ها

^۱ Billett et al

- در ابعاد تصمیم‌گیری مختلف وجود دارد، شرکت‌ها از طریق افزایش سطح اثربخشی راهبری مثل تمرکز مالکیت و افزایش سطح نظارت‌های سهامداران عمده از بروز رفتارهای فرصت طلبانه مثل مدیریت سود تعهدی، جلوگیری نماید تا از این طریق ضمن حفظ ایجاد اعتبار و حفظ سطح رضایت سهامداران خود، نسبت به موفقیت بیشتر در انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری و استفاده از فرصت‌های ایجاد شده برای سرمایه‌گذاری موفق تر و از آن مهمتر رقابتی عمل نماید، چراکه سطح بازخورد و سرعت گردش اطلاعات صحیح با افشای درست و شفاف بالاتر می‌رود و این موضوع باعث افزایش سطح رقابتی شرکت می‌گردد. براساس نتیجه فرضیه دوم پژوهش به مراجع تدوین استانداردهای حسابداری پیشنهاد می‌شود در خصوص در نظر گرفتن نقش محافظه‌کاری، در ارزیابی‌های شان به شکل تحلیلی استفاده نمایند، چراکه محافظه‌کاری به دلیل تقویت نظارت‌های اثربخش تر کمک خواهد نمود تا مدیران در تامین منابع مالی خود از آزادی عمل قابل توجه‌تری برخوردار باشند. همچنین باتوجه به اینکه در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار، رابطه بین محافظه‌کاری و شیوه تأمین مالی معنادار است، نتایج می‌تواند به مدیران کمک کند تا با کمترین هزینه، تأمین مالی داشته باشند و مشکل محدودیت مالی را کاهش دهند. همچنین، اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران نیز می‌توانند در ارائه یا عدم‌ارائه اعتبار و سرمایه‌گذاری یا عدم‌سرمایه‌گذاری در واحدهای تجاری تصمیم‌گیری بهتری داشته باشند.
- فهرست منابع**
- * ابراهیمی، سید کاظم،، سربازی آزاد، صادق. (۱۳۹۵). بررسی اثر تعاملی سرمایه فکری و کارایی سرمایه‌گذاری بر ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۳(۵۱): ۱۶۱-۱۸۴.
- * برادران حسن‌زاده، رسول، بادآورنده‌دی، یونس، نگهبان، لیلا. (۱۳۹۳). تاثیر محدودیت‌های مالی و هزینه‌های نمایندگی بر کارایی سرمایه‌گذاری، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۰۶(۱): ۸۹-۱۰۶.
- * پارسیان، حسین،، کاظمی، حسین،، رضازاده، جواد. (۱۳۹۸). شناسایی شاخص‌های افشای داوطلبانه و نظام راهبری شرکتی؛ شکاف بین وضعیت موجود و مورد انتظار، پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، ۸(۱): ۶۷-۹۵.
- * تسلیمی، محمدسعید،، علی‌پور، میثم. (۱۳۹۸). رویکردهای استعدادپژوهی در خط‌مشی‌های نخبگانی کشور، مدیریت دولتی، ۱۱(۱): ۱۲۳-۱۵۰.
- * جامعی، رضا، رستمیان، آزاده. (۱۳۹۵). تاثیر تخصص مالی اعضای کمیته حسابرسی بر ویژگی‌های سود پیش بینی سود، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال هشتم، شماره ۲۹، ۱-۱۷.
- * حجازی، رضوان،، مختاری نژاد، حمیدرضا. (۱۳۹۶). رابطه ساختار حاکمیت شرکتی با احتمال گزارشگری مالی متقلبان، دو فصلنامه حسابداری ارزشی و رفتاری، سال دوم، شماره سوم، بهار و تابستان، ۳۳-۶۰.
- * خانی، عبدالله، صادقی، محسن،، مهراج محمدی هوله سو (۱۳۹۳). تاثیر هزینه‌های تحقیق و توسعه بر بازده سهام شرکت‌های داروسازی فعال در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، ش ۲۱، صص ۱۷۴-۱۵۳.
- * خدادادی، ولی،، نیک‌کار، جواد،، ویسی، سجاد. (۱۳۹۵). تاثیر معیارهای راهبری شرکتی بر به موقع بودن افشای گزارشگری مالی، مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۳(۵۲): ۶۱-۸۲.
- * سیدجمالی ذکيه السادات،، دعائی میثم. (۱۳۹۷). رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری باتوجه به اثر تعدیلگری عدم‌تقارن اطلاعاتی و ساختار مالکیت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، ۲(۶): ۱۲۶-۱۱۰.
- * محمدزاده سالطه، حیدر؛ بادآورنده‌دی، یونس و مجید اسماعیل زاده. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر نظام راهبری شرکت بر ارزش شرکت با تأکید بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۲۲(۱): ۱۴۴-۱۲۵.
- * مهرفر، ابوطالب،، کاظمی، حسین،، رضایی، فرزین. (۱۳۹۹). خوش‌بینی مدیریت و کیفیت گزارشگری مالی: با تأکید بر نقش تعدیلی مکانیزم‌های نظام راهبری، دانش حسابداری مالی، ۷(۲): ۱۷۸-۱۵۵.
- * ناظمی، امین، ممتازیان، علی و محسن صالحی نیا (۱۳۹۳). رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و کارایی مدیریت موجودی کالا (مطالعه موردی: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران). فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ش ۴۲، صص ۱۸۶-۱۵۹.
- * Adom, Ph, K., Amuakwa-Mensah, F., Amuakwa-Mensah, S. (2020). Degree of financialization and energy efficiency in Sub-Saharan Africa: do institutions matter?, Financial Inovation, 6(3): 177-202. <https://doi.org/10.1186/s40854-020-00192-3>

Capital Disclosure among Banks in Gulf Co-Operation Council, *Jurnal Pengurusan*, 37:33-43.

- * Ahmed, A.S., and Duellman, S., (2007), "Evidence on the role of accounting conservatism in corporate governance"
- * Alzoubi, E. S. S., and M. H. Selamat. 2012. The effectiveness of corporate governance mechanisms on constraining earning management: literature review and proposed framework. *International Journal of Global Business* 5(1):17-35.
- * Amore M.D, Scheneider, C and A,Zaldokas (2013). Credit Supply and corporate innovation. *Journal of financial economics*, Vol 109, NO 3, pp 835-855
- * Argote, L. (2012). *Organizational learning: Creating, retaining and transferring knowledge*: Springer.
- * Elmquist, M., & Le Masson, P. (2009). The value of a "failed" R&D project: An emerging evaluation framework for building innovative capabilities. *R&D Management*, 39(2), 136-152.
- * Erwin, E, J., Brotherson, M, J., Summers, J, A. (2011). Understanding Qualitative Metasynthesis: Issues and Opportunities in Early Childhood Intervention Research, *Journal of Early Intervention Research*, <https://doi.org/10.1177/1053815111425493>
- * Felthame, G., and J. Ohlson, (1995). "Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities", *Contemporary Accounting Research*, 11, p 689- 731
- * Lai, SH. M. Liu, CH. L. (2017). "Management characteristics and corporate investment efficiency", *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, <https://doi.org/10.1080/16081625.2016.1266270>
- * Lee, H., Li, X., and Sami, H. (2018). Conditional conservatism and audit fees. *Accounting Horizons*, 29 (1): 83-113.
- * Li, J., Xia, J., & Zajac, E. J. (2018). On the duality of political and economic stakeholder influence on firm innovation performance: Theory and evidence from Chinese firms. *Strategic Management Journal*, 39(1), 193-216.
- * Sandelowski, M., & Barroso, J. (2007). *Handbook for synthesizing qualitative research*. Springer Publishing Company.
- * Sarwar Uddin.A, Walli Allah G.M, Samiul Parvez.A & Ashikur.A (2016). An empirical study on corporate governance and Islamic bank performance: A case study of Bangladesh. *Journal of finance & banking studies*. NO 5, pp 103-116
- * Smales Lee, A. (2014). News sentiment and the investor fear gauge. *Finance Research Letters*, 11(2), 122-130.
- * Sundara Murthy C. & M.Lewis (2003). Control and collaboration: Paradoxes of governance. *Academy of management review*, Vol 28, NO 3, pp 397-415
- * Zhong, Y., Li, W. (2016). Accounting Conservatism: A Literature Review, *Australian Accounting Review*, 27(2): 195-213. <https://doi.org/10.1111/auar.12107>
- * Zollo, M. Winter, S.G. (2002). "Deliberate learning and the evolution of dynamic capabilities." *Organization Science*, 13(3), pp.339-351.
- * Zuaini. I, Abood Mohammad. A, (2013), Board of Directors, Information Asymmetry, and Intellectual



Accounting Knowledge & Management Auditing
Vol. 13/ No. 51/ Autumn 2024

Corporate governance and investment efficiency: with emphasis on managerial conservatism

Maryam Ghayed

PhD student, Department of Accounting, Ahvaz Branch, Islamic Azad University, Ahvaz, Iran

Vali Khodadadi

Invited Associate Professor, Department of Accounting, Ahvaz Branch, Islamic Azad University, Ahvaz, Iran / Department of Economic & Social Sciences, Shahid Chamran University, Ahvaz (Corresponding Author)
vkhodadadi@scu.ac.ir

Alireza Jorjorzadeh

Assistant Professor, Department of Economy, Ahvaz Branch, Islamic Azad University, Ahvaz, Iran

Ahmad Kaab Omeir

Assistant Professor, Department of Accounting, Ahvaz Branch, Islamic Azad University, Ahvaz, Iran

Abstract

The purpose of this study is to identify the criteria for measuring corporate governance variables and the efficiency of investment and conservatism and to measure the impact of independent variables on the dependent with respect to the moderating role of audit conservatism. The methodology of this research was a combination that in the first step, in order to identify the criteria for measuring the research variables, meta-analysis was used with the participation of 15 experts in accounting and financial management as panel members. Then, in the form of interpretive / structural analysis, an attempt was made to arrange the approved measurement criteria from the Delphi analysis stage in the form of a range from the least effective to the most effective measurement criteria. Finally, the selected measurement criteria as the most effective criteria for measuring research variables were developed in the form of hypotheses to be examined based on regression analysis in the period 2012-2018 based on the creation of 714 year-company observations. Results in the qualitative part of the approval of 8 criteria for measuring the corporate governance system; There are 6 criteria for measuring investment efficiency and 5 criteria for measuring accounting conservatism. The results in the quantitative part also showed that corporate governance has a positive and significant effect on investment efficiency. It was also found that conservatism intensifies the positive impact of corporate governance on investment efficiency.

Key word: Corporate governance; Innovation; Investment efficiency; Managerial conservatism corporate