

بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

حمید داراب

کارشناس ارشد رشته حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی

نام نویسنده مسئول:

حمید داراب

چکیده

در این مقاله تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (صنایع سیمان، خودرو و ساخت قطعات، شیمیایی، دارویی) بر اساس صورت های مالی سالانه ۶۰ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ مورد بررسی قرار گرفته است. در تحقیق حاضر اثر سه متغیر کنترل گردید. برای آزمون فرضیه ها نیز از مدل همبستگی پیرسون، اسپیرمن، و مدل رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. در حالت کلی نتایج این پژوهش نشان می دهد رابطه مستقیم و معنی دار بین درصد مالکیت نهادی، درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره و درصد مالکیت خصوصی با ارزش شرکت وجود دارد.

واژگان کلیدی: حاکمیت شرکتی، ارزش شرکت، اعضای غیر موظف، بورس اوراق بهادار تهران.

مقدمه

بررسی متون متعدد و معتبر نشان می‌دهد که اولین و قدیمی‌ترین مفهوم عبارت حاکمیت شرکتی از واژه لاتین Gubenare به معنای هدایت کردن گرفته شده است که معمولاً در مورد هدایت کشتی به کار می‌رود و دلالت بر این دارد که اولویت تعریف حاکمیت شرکتی، بیشتر بر راهبری تمرکز دارد تا کنترل. هیچ تعریف مورد توافقی در مورد حاکمیت شرکتی وجود ندارد و تفاوت‌های چشمگیری در تعاریف آن بر اساس وضعیت‌های فرهنگی، اقتصادی و غیره در هر کشوری دیده می‌شود (حساس یگانه، ۱۳۸۷).

طبق تحقیقات انجام شده اگر شرکت‌ها در جهت بهبود و ارتقای وضعیت حاکمیت شرکتی تلاش کنند این موضوع می‌تواند تأثیر مثبتی بر عملکرد و ارزش شرکت داشته باشد (لیندولف، ۲۰۰۵). محققانی همچون بیدل و همکاران (۲۰۰۶، ۲۰۰۷ و ۲۰۰۹)، وردی (۲۰۰۶)، فرانسس و همکاران (۲۰۰۵)، بیتی و همکاران (۲۰۰۷)، و بسیاری پژوهش‌های دیگر و همچنین مبانی نظری متعدد، بر این امر تأکید دارند که حاکمیت شرکتی خوب با افزایش کیفیت گزارش‌های مالی به عنوان منبع اطلاعاتی بسیار مهم و کاربردی برای گروه‌های مختلف، این افراد و به خصوص وام‌دهندگان و سرمایه‌گذاران را قادر می‌سازد تا تصمیمات بهتری اتخاذ کنند. شرکت‌هایی که با محدودیت در تأمین مالی مواجه هستند، پروژه‌های دارای ارزش‌های خالص مثبت را به علت هزینه‌های بالای تأمین مالی کنار می‌گذارند که این امر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد در شرکت منتج می‌شود (عبور از فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارای ارزش فعلی خالص مثبت)؛ حتی در شرایطی که شرکت موفق به تأمین مالی به میزان کافی گردد نیز هیچ گونه ضمانتی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی انجام شود، زیرا مدیران ممکن است بر اثر گزینش اشتباه پروژه‌ای نامناسب و ناکارا، منابع موجود را در زمینه‌ای اشتباه مصرف و آن را به هدر دهند که در این صورت شرکت به سمت سرمایه‌گذاری بیشتر از حد (سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص منفی) و یا سرمایه‌گذاری کمتر از حد سوق داده می‌شود (بر اثر دست دادن منابع موجود به علت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های نامناسب و ناکارا و عدم امکان سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مناسب دارای ارزش فعلی خالص مثبت) (مکنایت و ویر، ۲۰۰۹).

تحقیقات زیادی در مورد حاکمیت شرکتی انجام شده است، که در اکثر تحقیقات، ساختار مالکیت با تأکید بر سهامداران عمده و نهادی و ساختار هیئت مدیره و کیفیت اطلاعات مالی از حاکمیت شرکتی مورد بررسی قرار گرفته‌اند اما تحقیق حاضر به دنبال پاسخگویی به این پرسش است که آیا این معیارهای حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد یا خیر؟

چارچوب نظری و پیشینه پژوهش

همان طور که گفته شد بررسی متون متعدد و معتبر نشان می‌دهد که اولین و قدیمی‌ترین مفهوم عبارت حاکمیت شرکتی از واژه لاتین Gubenare به معنای هدایت کردن گرفته شده است که معمولاً در مورد هدایت کشتی به کار می‌رود و دلالت بر این دارد که اولویت تعریف حاکمیت شرکتی، بیشتر بر راهبری تمرکز دارد تا کنترل. هیچ تعریف مورد توافقی در مورد حاکمیت شرکتی وجود ندارد و تفاوت‌های چشمگیری در تعاریف آن بر اساس وضعیت‌های فرهنگی، اقتصادی و غیره در هر کشوری دیده می‌شود (حساس یگانه، ۱۳۸۷).

سازمان بین‌المللی همکاری‌های اقتصادی (۲۰۰۱) حاکمیت شرکتی را چنین تعریف کرده است: مجموعه روابط میان مدیران اجرایی، هیئت مدیره، سهامداران و سایر ذینفعان یا طرف‌های ذی‌ربط در یک شرکت.

فدراسیون بین‌المللی حسابداران (۲۰۰۴) حاکمیت شرکتی را چنین تعریف کرده است: "حاکمیت شرکتی عبارت است از تعدادی مسئولیت‌ها و شیوه‌های به کار برده شده توسط هیئت مدیره و مدیران موظف با هدف مشخص کردن مسیر استراتژیک که تضمین کننده دستیابی به هدف‌ها، کنترل ریسک‌ها و مصرف مسئولانه منابع است."

آبور و آدجاسی (۲۰۰۷) بیان می‌کند حاکمیت شرکتی به معنای فرآیند و ساختاری است که در هدایت و مدیریت فعالیت‌های تجاری شرکت در جهت بهبود ارزش و افزایش پاسخگویی شرکت به کار می‌رود، با این هدف نهایی که ارزش ثروت سهامداران در بلندمدت به حداکثر برسد، در حالی که منافع دیگر ذینفعان در نظر گرفته شود.

تری گر (۱۹۸۴) نوشته است: حاکمیت شرکتی تنها مربوط به اداره عملیات شرکت نیست بلکه به هدایت، نظارت و کنترل اعمال مدیران اجرایی و پاسخگویی آن‌ها به تمام ذینفعان شرکت نیز مربوط است (حساس یگانه، ۱۳۸۷).

تعریف‌های موجود از حاکمیت شرکتی در یک محدود و وسیع قرار می‌گیرند. دیدگاه‌های محدود در یک سو و دیدگاه‌های گسترده در سوی دیگر طیف قرار دارند. در دیدگاه‌های محدود، حاکمیت شرکتی به رابطه شرکت و سهامداران محدود می‌شود. این، الگویی قدیمی است که در قالب نظریه نمایندگی بیان می‌شود. در آن سوی طیف، حاکمیت شرکتی را می‌توان به صورت شبکه‌ای از روابط در نظر گرفت که نه تنها میان شرکت و مالکان آن‌ها (سهامداران) بلکه میان شرکت و تعداد زیادی از ذینفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و... وجود دارد. چنین دیدگاهی در قالب نظریه ذینفعان دیده می‌شود. تعریف‌های محدود، متمرکز بر قابلیت‌های سیستم قانونی یک کشور برای حفظ حقوق سهامداران اقلیت است (پارکینسون، ۱۹۹۴). تعاریف محدود اساساً برای مقایسه میان کشوری مناسبند و قوانین هر کشور نقش تعیین کننده‌ای در سیستم حاکمیت شرکتی دارد. تعریف‌های گسترده‌تر حاکمیت شرکتی بر سطح پاسخگویی وسیع‌تری نسبت به

سهامداران و دیگر ذینفعان تاکید دارند. تعریف های تریگر (۱۹۸۴)، مگینسون (۱۹۹۴) و رابرت مانگر و نل مینو (۱۹۹۵) که به گروه بیشتری از ذینفعان تاکید دارند، از مقبولیت بیشتری نزد صاحب نظران برخوردارند.

تعریف های گسترده تر نشان می دهند که شرکت ها در برابر کل جامعه، نسل های آینده و منابع طبیعی (محیط زیست) مسئولیت دارند. در این دیدگاه، سیستم حاکمیت شرکتی موانع و اهرم های تعادل درون سازمانی و برون سازمانی برای شرکت هاست که تضمین می کند آن ها مسئولیت خود را نسبت به تمام ذینفعان انجام می دهند و در تمام زمینه های فعالیت تجاری، به صورت مسئولانه عمل می کنند. حاکمیت شرکتی تنها مربوط به اداره عملیات شرکت نیست بلکه به هدایت، نظارت و کنترل اعمال مدیران اجرایی و پاسخگویی آن ها به تمام ذینفعان شرکت (اجتماع) نیز مربوط است (تریگر، ۱۹۸۴). فدراسیون بین المللی حسابداران (IFAC) در سال ۲۰۰۴ راهبری شرکتی را بدین گونه تعریف کرد: "تعدادی مسئولیت ها و شیوه های اعمال شده توسط هیئت مدیره و مدیران اجرایی با هدف مشخص کردن مسیر راهبردی که متضمن دستیابی اهداف، کنترل ریسک ها به طور مناسب و مصرف مسئولانه منابع می باشد. شایان ذکر است که در تعریف اخیر از کنترل و مدیریت ریسک به عنوان عامل موفقیت شرکت نام برده شده است (حساس یگانه، ۱۳۸۶). بررسی تعریف ها و مفاهیم حاکمیت شرکتی و دیدگاه های صاحب نظران، حکایت از آن دارد که حاکمیت شرکتی یک مفهوم چند رشته ای (حوزه ای) است، و هدف نهایی حاکمیت شرکتی دستیابی به چهار مورد در شرکت هاست: پاسخگویی، شفافیت، عدالت (انصاف) و رعایت حقوق ذینفعان.

نویسی و نایکر (۲۰۰۶) در تحقیقی به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و ارزش شرکتی، در نیوزیلند پرداختند. یافته های تحقیق آن ها حاکی از این است که تملک سهام از طریق سرمایه گذاران نهادی در سطح پایین تر مالکیت، رابطه مثبتی با ارزش شرکت دارد. با این وجود با افزایش مالکیت سهام، تأثیر آن بر ارزش شرکت منفی می شود. در نتیجه ارتباط بین ارزش شرکت و نهادها تا یک سطح مشخص تملک سهام اثر مثبت بر ارزش شرکت دارد و مالکیت سهام فراتر از آن سطح تأثیر منفی بر ارزش شرکت خواهد داشت.

هوانگ و همکاران (۲۰۰۸) در یک تحقیق جامع، شیوه های حاکمیت شرکتی را در شرکت های کره ای مورد بررسی قرار دادند. آن ها دریافتند که شیوه های حاکمیت شرکتی موجب افزایش ارزش شرکت و پرداخت سود بالاتر می شود. یعنی رابطه مستقیمی بین حاکمیت شرکتی و تقسیم سود وجود دارد.

در پژوهشی که توسط زهنگ (۲۰۰۸) با عنوان حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت صورت پذیرفته است اقدام به بررسی تأثیر تغییرات حاکمیت شرکتی بر بهبود عملکرد شرکت نموده است. در این پژوهش که عملکرد شرکت با نسبت Q توبین سنجیده شده به این نتیجه رسیده که حاکمیت شرکتی بهتر به عملکرد بالا برای شرکت می انجامد.

قنبری (۱۳۸۷) در تحقیقی به بررسی تأثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت های سهامی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از این تجزیه و تحلیل حاکی از این است که:

نسبت حضور اعضای غیر موظف در ترکیب هیئت مدیره بر عملکرد تأثیری ندارد.

وجود حسابرس داخلی رابطه ای مستقیم و مثبت با عملکرد دارد.

شفافیت اطلاعاتی رابطه ای با عملکرد شرکت ندارد.

سرمایه گذار نهادی با عملکرد رابطه مستقیم و مثبت دارد.

حساس یگانه و دیگران (۱۳۸۷)، رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت را مورد بررسی قرار داده اند. به طور کلی یافته های این تحقیق، شواهدی در ارتباط با تأثیر مثبت سرمایه گذاران نهادی بر ارزش شرکت فراهم می آورد که مؤید فرضیه نظارت کارآمد بوده و بیان می دارد که سرمایه گذاران نهادی، محرکه هایی برای بهبود عملکرد دارند و توان تنبیه مدیرانی که در جهت منافعشان حرکت نمی کنند را نیز دارا می باشند.

برای دست یابی به اهداف پژوهش، فرضیه های پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه اصلی) بررسی تأثیر معیارهای حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت.

۱. فرضیه اصلی اول: معیارهای حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت تأثیر دارد.

۲. فرضیه اصلی دوم: معیارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه گذاری تأثیر دارد.

۱.۲. فرضیه فرعی اول: معیارهای حاکمیت شرکتی بر سرمایه گذاری کمتر از حد تأثیر دارد.

۲.۲. فرضیه فرعی دوم: معیارهای حاکمیت شرکتی بر سرمایه گذاری بیشتر از حد تأثیر دارد.

۳. فرضیه اصلی سوم: کارایی سرمایه گذاری بر ارزش شرکت تأثیر دارد.

۱.۳. فرضیه فرعی اول: سرمایه گذاری کمتر از حد بر ارزش شرکت تأثیر دارد.

۲.۳. فرضیه فرعی دوم: سرمایه گذاری بیشتر از حد بر ارزش شرکت تأثیر دارد.

جامعه آماری، نمونه آماری و انتخاب شرکت ها

با توجه به این تحقیق حاضر به دنبال بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت با تأکید بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، لذا روش تحقیق از نوع همبستگی می باشد و با توجه به این که می تواند مورد استفاده طیف وسیعی از استفاده کنندگان اطلاعات مالی قرار گیرد از نوع کاربردی است.

نمونه گیری به روش تصادفی احتمالی با شرایط زیر از میان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (صنایع سیمان، شیمیایی، دارویی و خودرو و ساخت قطعات) در بین سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ انتخاب شد. در این تحقیق شرکت هایی مد نظر قرار خواهند گرفت که:

۱- تا قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند

۲- پایان سال مالی آن ها ۲۹ اسفند ماه باشد.

۳- در دوره مورد بررسی تغییر یا توقف در دوره مالی نداشته باشد.

۴- جزو بانک ها و مؤسسات مالی (واسطه گری مالی، شرکت های هلدینگ، بانک ها و لیزینگ ها) نباشند.

لذا جامعه آماری از میان شرکت های موجود در چهار صنعت مذکور انتخاب شده است. نمونه نهایی پس از اعمال فیلترهای موجود به تعداد ۶۰ شرکت محدود شده است.

بدین ترتیب با توجه به محدودیت های ذکر شده، تعداد ۶۰ شرکت بورسی باقی مانده و به عنوان نمونه پژوهش مورد بررسی قرار گرفتند.

متغیرهای پژوهش

در این تحقیق، در فرضیه اصلی اول معیارهای نظام راهبری شامل: مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، مالکیت خصوصی، ترکیب هیئت مدیره و سهام شناور آزاد به عنوان متغیر مستقل و ارزش شرکت به عنوان متغیر وابسته می باشد. در فرضیه اصلی دوم معیارهای نظام راهبری به عنوان متغیر مستقل و کارایی سرمایه گذاری به عنوان متغیر وابسته می باشد. همچنین در فرضیه اصلی سوم متغیر کارایی سرمایه گذار به عنوان متغیر مستقل و ارزش شرکت به عنوان متغیر وابسته می باشد. متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی و نسبت نقدینگی به عنوان متغیرهای کنترل در نظر گرفته شده است.

یافته های پژوهش

این تحقیق شامل سه فرضیه اصلی و بیست فرضیه فرعی می باشد که برای تجزیه و تحلیل داده های جمع آوری شده و آزمون فرضیه ها از روش های آماری توصیفی و استنباطی استفاده می شود و برای آزمون فرضیه ها از رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است.

آزمون فرضیه های پژوهش

آزمون فرضیه اصلی اول: معیارهای نظام راهبری به عنوان متغیر مستقل و ارزش شرکت به عنوان متغیر وابسته و سه متغیر به عنوان متغیرهای مستقل و کنترلی، طبق مدل زیر وارد معادله رگرسیون خطی چند متغیره می شود.

$$QTobin_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times IO_{it} + \beta_2 \times MO_{it} + \beta_3 \times PO_{it} + \beta_4 \times IND_{it} + \beta_5 \times FFS_{it} + \beta_6 \times Size_{it} + \beta_7 \times Lev_{it} + \beta_8 \times LIQ_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۱)}$$

جدول (۱): آزمون فرضیه اصلی اول با روش های رگرسیونی ENTER و BACKWARD

روش رگرسیونی BACKWARD			روش رگرسیونی ENTER			متغیرهای توضیحی و مستقل
آماره t	Sig	B	آماره t	Sig	B	
-۰,۲۵۵	۰,۳۲۲	-۰,۲۷۳	-۰,۲۵۶	۰,۸۵۲	-۰,۱۶۰	مقدار ثابت α
۳,۳۴۱	۰,۰۰۲	۰,۰۰۶	۲,۳۹۸	۰,۰۱۶	۰,۰۰۹	مالکیت نهادی $B_1 IO$
			۰,۰۵۸	۰,۷۸۴	۰,۰۰۸	مالکیت مدیریتی $B_2 MO$
۲,۳۴۱	۰,۰۱۲	۰,۰۰۴	۲,۴۱۷	۰,۰۱۶	۰,۰۰۴	مالکیت خصوصی $B_3 PO$
۱,۹۸۸	۰,۰۴۸	۰,۲۵۸	۱,۸۵۵	۰,۰۶۰	۰,۲۴۵	درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره $B_4 IND$
			-۰,۱۴۵	۰,۹۲۲	۰,۰۰۰	درصد سهام شناور آزاد $B_5 FFS$

۳,۵۲۲	۰,۰۰۲	۰,۱۰۰	۲,۷۴۴	۰,۰۰۸	۰,۰۹۹	B ₇ Size	اندازه شرکت
-۴,۶۵۵	۰,۰۰۰	-۱,۱۴۵	-۴,۱۲۲	۰,۰۰۰	-۱,۴۷۷	B ₈ Lev	اهرم مالی
۶,۱۴۵	۰,۰۰۰	۰,۴۹۸	۶,۰۶۸	۰,۰۰۰	۰,۴۷۸	B ₉ LIQ	نسبت نقدینگی
۱,۷۴۱			۱,۷۴۵			دوربین واتسون	
۰,۵۵۵			۰,۳۱۳			R square	ضریب تعیین
۰,۱۵۵			۰,۱۴۴			Adjusted R square	ضریب تعیین تعدیل شده
۳۲,۲۵۴			۲۴,۱۱۲			F آماره	معنی داری کل مدل Anova
۰,۰۰۰			۰,۰۰۰			Sig	

همان طور که در جدول شماره (۱) مشاهده می شود، در روش رگرسیونی ENTER رقم دوربین واتسون ۱,۷۴۵ می باشد که نشانگر فقدان خود همبستگی سریالی در پسماندها می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده ۰,۲۸۰ می باشد که نشان دهنده ارتباطی نسبتاً ضعیف بین متغیرهای مستقل و وابسته می باشد. sig سطر Anova کمتر از ۵ درصد می باشد که نشان دهنده تأثیر متغیرهای مستقل بر ارزش شرکت می باشد. sig متغیرهای IO, PO, Size, Lev و LIQ کمتر از ۵ درصد می باشد که نشان دهنده تأثیر این متغیرها بر ارزش شرکت می باشد. همچنین sig متغیرهای IND, MO, FFS بیشتر از ۵ درصد می باشد که نشان دهنده عدم تأثیر این متغیرها بر ارزش شرکت ها می باشد. رقم بتا نشان دهنده نوع رابطه و شیب خط رگرسیون می باشد و برای کلیه متغیرها به غیر از متغیر Lev رقمی مثبت می باشد به عبارتی با افزایش کلیه متغیرها به غیر از متغیر Lev، ارزش شرکت نیز افزایش پیدا می کند. همچنین رقم بتا برای متغیرهای LEV رقمی منفی می باشد به عبارتی با افزایش اهرم مالی، ارزش شرکت کاهش پیدا می کند. بدین ترتیب با توجه به نتایج رگرسیون با روش BACKWARD، متغیرهای مالکیت نهادی، مالکیت خصوصی، درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره، اندازه شرکت، اهرم مالی، نسبت نقدینگی به عنوان متغیرهای تأثیرگذار بر ارزش شرکت مورد تایید قرار می گیرد.

آزمون فرضیه اصلی دوم

با توجه به اینکه متغیر کارایی سرمایه گذار به دو پرتفوی سرمایه گذاری کمتر از حد و سرمایه گذاری بیشتر از حد تفکیک می شود بنابراین فرضیه اصلی دوم به صورت جداگانه در قالب دو فرضیه فرعی مورد آزمون قرار می گیرد.

آزمون فرضیه فرعی اول از فرضیه اصلی دوم

جهت آزمون این فرضیه، معیارهای نظام راهبری به عنوان متغیر مستقل و سرمایه گذاری کمتر از حد به عنوان متغیر وابسته و سه متغیر به عنوان متغیرهای مستقل و کنترلی، طبق مدل زیر وارد معادله رگرسیون خطی چند متغیره می شود.

$$\text{Under Invest}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times \text{IO}_{it} + \beta_2 \times \text{MO}_{it} + \beta_3 \times \text{PO}_{it} + \beta_4 \times \text{IND}_{it} + \beta_5 \times \text{FFS}_{it} + \beta_6 \times \text{Size}_{it} + \beta_7 \times \text{Lev}_{it} + \beta_8 \times \text{LIQ}_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۲)}$$

همان طور که در جدول شماره (۲) مشاهده می شود، رابطه بین برخی از معیارهای نظام راهبری با سرمایه گذاری کمتر از حد از طریق مدل رگرسیون خطی چند متغیره در ۷۲ شرکت، مورد آزمون و تجزیه و تحلیل آماری قرار گرفت.

جدول (۲): آزمون فرضیه فرعی اول با روش های رگرسیونی ENTER و BACKWARD

روش رگرسیونی BACKWARD			روش رگرسیونی ENTER			متغیرهای توضیحی و مستقل
آماره t	Sig	B	آماره t	Sig	B	
۲۰,۱۴۴	۰,۰۰۰	۵,۲۴	۱۰,۴	۰,۰۰۰	۶,۴۱۱	α مقدار ثابت
-۴,۱۲	۰,۰۰۰	-۰,۰۱۱	-۴,۰۳۱	۰,۰۰۰	-۰,۰۱۲	B ₁ IO مالکیت نهادی
-۴,۷۴۴	۰,۰۰۰	-۰,۰۰۸	-۴,۳۳	۰,۰۰۰	-۰,۰۰۷	B ₂ MO مالکیت مدیریتی
			-۰,۲۵۸	۰,۸۱۴	۰,۰۰۰	B ₃ PO مالکیت خصوصی

-۲,۰۵۳	۰,۰۴۱	-۰,۲۴۷	-۱,۴۱۴	۰,۰۵۱	-۰,۷۴۴	B ₄ IND درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره	
-۴,۱۰۰	۰,۰۰۰	-۰,۰۱۳	-۴,۳۵۷	۰,۰۰۰	-۰,۰۱۵	B ₅ FFS درصد سهام شناور آزاد	
			-۱,۴۷۵	۰,۱۳۶	-۰,۰۵۵	Size اندازه شرکت	
			-۰,۹۵۲	۰,۳۲۰	-۰,۰۳۵۴	B ₇ Lev اهرم مالی	
-۲,۲۱۷	۰,۰۲۷	-۰,۱۵۹	-۲,۲۵۴	۰,۰۲۱	-۰,۲۲۰	B ₈ LIQ نسبت نقدینگی	
۱,۸۷۷			۱,۴۱۴			دوربین واتسون	
۰,۱۴۰			۰,۱۴۸			R square ضریب تعیین	
۰,۱۲۹			۰,۲۴۴			Adjusted R squar ضریب تعیین تعدیل شده	
۱۱,۴۵۵			۷,۷۴۴			آماره F	معنی داری کل مدل Anova
۰,۰۰۰			۰,۰۰۰			Sig	

در روش رگرسیونی ENTER رقم دوربین واتسون ۱,۴۱۴ می باشد که نشانگر فقدان خود همبستگی سریالی در پسماندها می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده ۰,۲۴۴ می باشد که نشان دهنده ارتباطی ضعیف بین متغیرهای مستقل و وابسته می باشد. sig سطر Anova کمتر از ۵ درصد می باشد که نشان دهنده تأثیر متغیرهای مستقل بر سرمایه گذاری کمتر از حد می باشد. sig متغیرهای IO, MO, FFS و LIQ کمتر از ۵ درصد می باشد که نشان دهنده تأثیر این متغیرها بر سرمایه گذاری کمتر از حد می باشد. همچنین sig متغیرهای PO, IND, Size و Lev بیشتر از ۵ درصد می باشد که نشان دهنده عدم تأثیر این متغیرها بر سرمایه گذاری کمتر از حد می باشد. رقم بتا برای کلیه متغیرها به غیر از متغیر PO رقمی منفی می باشد به عبارتی با افزایش کلیه متغیرهای مستقل به غیر از متغیر PO, سرمایه گذاری کمتر از حد کاهش پیدا می کند همچنین رقم بتا برای متغیرهای PO رقمی مثبت می باشد به عبارتی عدم کارایی سرمایه گذاری افزایش می یابد ولی رابطه بین آن ها غیر معنادار می باشد. با توجه به نتایج رگرسیون با روش BACKWARD، متغیرهای مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره، درصد سهام شناور آزاد و نسبت نقدینگی به عنوان متغیرهای تأثیرگذار بر سرمایه گذاری کمتر از حد مورد تایید قرار می گیرد.

آزمون فرضیه فرعی دوم از فرضیه اصلی دوم

جهت آزمون فرضیه فرعی دوم، معیارهای نظام راهبری به عنوان متغیر مستقل و سرمایه گذاری بیشتر از حد به عنوان متغیر وابسته و سه متغیر به عنوان متغیرهای مستقل و کنترلی، طبق مدل زیر وارد معادله رگرسیون خطی چند متغیره می شود.

$$\text{Over Invest}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times \text{IO}_{it} + \beta_2 \times \text{MO}_{it} + \beta_3 \times \text{PO}_{it} + \beta_4 \times \text{IND}_{it} + \beta_5 \times \text{FFS}_{it} + \beta_6 \times \text{Size}_{it} + \beta_7 \times \text{Lev}_{it} + \beta_8 \times \text{LIQ}_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۳)}$$

جدول (۳): آزمون فرضیه فرعی دوم با روش های رگرسیونی ENTER و BACKWARD

روش رگرسیونی BACKWARD			روش رگرسیونی ENTER			متغیرهای توضیحی و مستقل
t	Sig	β	t	Sig	β	
۴,۲۹۹	۰,۰۰۰	۲۱,۶۸۸	۴,۳۵۸	۰,۰۰۰	۲۱,۹۸۷	α مقدار ثابت
-۵,۱۶۸	۰,۰۰۰	-۰,۱۶۸	-۵,۲۵۸	۰,۰۰۰	-۰,۱۴۷	B ₁ IO مالکیت نهادی
-۲,۸۴۶	۰,۰۰۶	-۰,۰۲۴	-۲,۸۹۹	۰,۰۰۷	-۰,۰۳۵	B ₂ MO مالکیت مدیریتی
-۴,۴۶۹	۰,۰۰۰	-۰,۱۵۵	-۴,۵۷۸	۰,۰۰۰	-۰,۱۵۴	B ₃ PO مالکیت خصوصی
۱,۰۷۷	۰,۲۶۶	۰,۸۵۹	۱,۰۷۸	۰,۲۶۶	۰,۸۵۹	B ₄ IND درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره
-۱,۹۶۶	۰,۰۵۰	-۰,۱۱۱	-۱,۹۹۹	۰,۰۶۵	-۰,۱۱۱	B ₅ FFS درصد سهام شناور آزاد
-۲,۴۱۵	۰,۰۱۶	-۰,۴۴۴	-۲,۵۷۷	۰,۰۱۵	-۰,۶۸۹	B ₆ Size اندازه شرکت
۳,۶۳۳	۰,۰۰۱	۵,۱۴۴	۳,۶۲۶	۰,۰۰۱	۵,۰۵۷	B ₇ Lev اهرم مالی

نسبت نقدینگی	B ₈ LIQ	۰,۶۱۸	۰,۰۴۸	۲,۰۵۶	۰,۴۷۷	۰,۰۳۸	۲,۱۵۸
دوربین واتسون		۱,۱۴۴			۱,۶۸۷		
ضریب تعیین	R square	۰,۵۸۷			۰,۱۴۵		
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R square	۰,۴۹۸			۰,۳۲۵		
معنی داری کل مدل	F آماره	۹,۴۱۱			۱۰,۱۴۷		
Anova	Sig	۰,۰۰۰			۰,۰۰۰		

همان طور که در جدول شماره (۳) مشاهده می شود، رابطه بین برخی از معیارهای نظام راهبری با سرمایه گذاری بیشتر از حد از طریق مدل رگرسیون خطی چند متغیره در ۷۲ شرکت، مورد آزمون و تجزیه و تحلیل آماری قرار گرفت.

در روش رگرسیونی ENTER رقم دوربین واتسون ۱/۱۴۴ می باشد که نشانگر فقدان خود همبستگی سریالی در پسماندها می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۴۹۸ می باشد که نشان دهنده ارتباطی قوی بین متغیرهای مستقل و وابسته می باشد. با کنترل اثرات متغیرهای LIQ، LEV، Size به عنوان متغیر کنترل مدل به طور کلی معنی دار می باشد. sig متغیرهای IO، MO، PO، Size، Lev و LIQ کمتر از ۵ درصد می باشد که نشان دهنده تأثیر این متغیرها بر سرمایه گذاری بیشتر از حد می باشد. همچنین sig متغیرهای FFS، IND بیشتر از ۵ درصد می باشد که نشان دهنده عدم تأثیر این متغیرها بر سرمایه گذاری بیشتر از حد می باشد.

رقم بتا برای کلیه متغیرها به غیر از متغیر IND و Lev، رقمی منفی می باشد به عبارتی با افزایش کلیه متغیرهای مستقل به غیر از متغیرهای IND و Lev، سرمایه گذاری بیشتر از حد کاهش پیدا می کند. همچنین رقم بتا برای متغیرهای IND و Lev، رقمی مثبت می باشد به عبارتی با افزایش درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره و اهرم مالی، سرمایه گذاری بیشتر از حد نیز افزایش پیدا می کند به عبارتی دیگر عدم کارایی سرمایه گذاری افزایش می یابد و یا اینکه کارایی سرمایه گذاری کاهش می یابد ولی رابطه بین درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره و سرمایه گذاری بیشتر از حد غیر معنادار می باشد.

بدین ترتیب با توجه به نتایج رگرسیون با روش BACKWARD، متغیرهای مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، مالکیت خصوصی، درصد سهام شناور آزاد، اندازه شرکت، اهرم مالی و نسبت نقدینگی به عنوان متغیرهای تأثیرگذار بر سرمایه گذاری بیشتر از حد مورد تایید قرار می گیرد.

آزمون فرضیه اصلی سوم

با توجه به اینکه در فرضیه اصلی سوم متغیر کارایی سرمایه گذار به دو پرتفوی سرمایه گذاری کمتر از حد و سرمایه گذاری بیشتر از حد تفکیک می شود بنابراین فرضیه اصلی سوم به صورت جداگانه در قالب دو فرضیه فرعی مورد آزمون قرار می گیرد.

آزمون فرضیه فرعی اول از فرضیه اصلی سوم

جهت آزمون فرضیه فرعی اول، سرمایه گذاری کمتر از حد به عنوان متغیر مستقل و ارزش شرکت به عنوان متغیر وابسته و سه متغیر به عنوان متغیرهای مستقل و کنترلی، طبق مدل زیر وارد معادله رگرسیون خطی چند متغیره می شود.

$$QTobin_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times Under Invest_{it} + \beta_2 \times Size_{it} + \beta_3 \times Lev_{it} + \beta_4 \times LIQ_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۴)}$$

جدول (۴): آزمون فرضیه فرعی اول با روش های رگرسیونی ENTER و BACKWARD

روش رگرسیونی BACKWARD			روش رگرسیونی ENTER			متغیرهای توضیحی و مستقل
آماره t	Sig	β	آماره t	Sig	β	
-۰,۲۷۵	۰,۷۸۳	-۰,۰۸۲	-۰,۳۳۰	۰,۷۴۲	-۰,۲۵۵	مقدار ثابت α
			۰,۰۸۷	۰,۹۳۱	۰,۰۰۵	سرمایه گذاری کمتر از حد B ₁ Under Invest

اندازه شرکت	B ₂ Size	۰,۰۰۶	۰,۸۴۰	۰,۲۰۲		
اهرم مالی	B ₃ Lev	-۰,۹۸۸	۰,۰۱۶	-۲,۴۱۶	-۰,۸۳۰	۰,۰۱۶
نسبت نقدینگی	B ₄ LIQ	۰,۴۱۲	۰,۰۰۰	۵,۲۰۲	۰,۵۶۲	۵,۲۸۴
دوربین واتسون			۱,۵۰۱			۱,۵۸۸
ضریب تعیین	R square		۰,۲۰۲			۰,۲۱۲
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R square		۰,۲۴۳			۰,۱۸۸
معنی داری کل Anova	F آماره		۲۳,۱۵۶			۳۶,۵۸۷
مدل	Sig		۰,۰۰۰			۰,۰۰۰

در روش رگرسیونی ENTER رقم دوربین واتسون ۱,۵۰۱ می باشد که نشانگر فقدان خود همبستگی سریالی در پسماندها می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده ۰,۲۴۳ می باشد این رقم نشان می دهد که ۱۴ درصد از تغییرات ارزش شرکت (متغیر وابسته) می تواند توسط تغییرات در متغیرهای مستقل (سرمایه گذاری کمتر از حد و متغیرهای کنترل) توضیح داده شود و بقیه تغییرات در ارزش شرکت توسط عواملی غیر از موارد فوق توضیح داده می شود که نشان دهنده ارتباطی ضعیف بین متغیرهای مستقل و وابسته می باشد. با کنترل اثرات متغیرهای Size،LEV،LIQ به عنوان متغیر کنترل مدل به طور کلی معنی دار می باشد. به عبارتی دیگر sig سطر Anova کمتر از ۵ درصد می باشد که نشان دهنده تأثیر متغیرهای مستقل بر ارزش شرکت می باشد. sig متغیرهای LEV،LIQ کمتر از ۵ درصد می باشد که نشان دهنده تأثیر این متغیرها بر ارزش شرکت می باشد. همچنین sig متغیرهای Under Invest و Size بیشتر از ۵ درصد می باشد که نشان دهنده عدم تأثیر این متغیرها بر ارزش شرکت می باشد.

رقم بتا نشان دهنده نوع رابطه و شیب خط رگرسیون می باشد و برای کلیه متغیرهای مستقل به غیر از متغیر Lev رقمی مثبت می باشد به عبارتی با افزایش کلیه متغیرهای مستقل به غیر از متغیر Lev، ارزش شرکت نیز افزایش پیدا می کند. همچنین رقم بتا برای متغیر Lev رقمی منفی می باشد به عبارتی در شرکت هایی که سرمایه گذاری کمتر از حد انجام داده اند با افزایش اهرم مالی ارزش شرکت کاهش پیدا می کند. با توجه به نتایج رگرسیون با روش BACKWARD، متغیرهای اهرم مالی و نسبت نقدینگی به عنوان متغیرهای تأثیرگذار بر ارزش شرکت مورد تایید قرار می گیرد.

آزمون فرضیه فرعی دوم از فرضیه اصلی سوم

جهت آزمون فرضیه فرعی دوم، سرمایه گذاری بیشتر از حد به عنوان متغیر مستقل و ارزش شرکت به عنوان متغیر وابسته و سه متغیر به عنوان متغیرهای مستقل و کنترلی، طبق مدل زیر وارد معادله رگرسیون خطی چند متغیره می شود.

$$QTobin_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times Over\ Invest_{it} + \beta_2 \times Size_{it} + \beta_3 \times Lev_{it} + \beta_4 \times LIQ_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۵)}$$

جدول (۵): آزمون فرضیه فرعی دوم با روش های رگرسیونی ENTER و BACKWARD

روش رگرسیونی BACKWARD			روش رگرسیونی ENTER			متغیرهای توضیحی و مستقل
آماره t	Sig	β	آماره t	Sig	β	
۳,۵۷۷	۰,۰۰۱	۱,۸۵۱	۱,۹۵۲	۰,۰۵۲	۳,۱۲۴	مقدار ثابت α
-۱,۸۲۱	۰,۰۷۵	-۰,۸۹	-۱,۹۸۰	۰,۰۵۱	-۰,۱۱۸	سرمایه گذاری بیشتر از حد B ₁ Over Invest
			-۰,۸۷۴	۰,۴۲۶	-۰,۰۹۷	اندازه شرکت B ₂ Size
-۳,۹۲۷	۰,۰۰۰	-۲,۷۱۱	-۳,۶۰۰	۰,۰۰۱	-۲,۵۷۸	اهرم مالی B ₃ Lev
۳,۵۵۵	۰,۰۰۲	۰,۴۹۳	۳,۲۵۴	۰,۰۰۲	۰,۴۵۱	نسبت نقدینگی B ₄ LIQ
۱,۶۸۷			۱,۸۱۹			دوربین واتسون
۰,۷۵۸			۰,۶۴۲۲			ضریب تعیین R square

۰,۸۷۷	۰,۵۹۵	ضریب تعیین تعدیل شده Adjusted R squar	
۳۲,۴۹۰	۲۴,۱۷۷	آماره F	معنی داری کل Anova
۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	Sig	مدل

در روش رگرسیونی ENTER رقم دوربین واتسون ۱/۸۱۹ می باشد که نشانگر فقدان خود همبستگی سریالی در پسماندها می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۵۹۵ می باشد این رقم نشان می دهد که ارتباطی قوی بین متغیرهای مستقل و وابسته می باشد. با کنترل اثرات متغیرهای LIQ، LEV، Size به عنوان متغیر کنترل مدل به طور کلی معنی دار می باشد. به عبارتی دیگر sig سطر Anova کمتر از ۵ درصد می باشد که نشان دهنده تأثیر متغیرهای مستقل بر ارزش شرکت می باشد. همچنین sig متغیرهای LIQ، LEV کمتر از ۵ درصد می باشد که نشان دهنده تأثیر این متغیرها بر ارزش شرکت می باشد. همچنین sig متغیرهای Size و Over Invest بیشتر از ۵ درصد می باشد که نشان دهنده عدم تأثیر این متغیرها بر ارزش شرکت می باشد.

رقم بتا برای کلیه متغیرهای مستقل به غیر از متغیر LIQ رقمی منفی می باشد به عبارتی با افزایش کلیه متغیرهای مستقل به غیر از متغیر LIQ، ارزش شرکت کاهش پیدا می کند. همچنین رقم بتا برای متغیر LIQ رقمی مثبت می باشد به عبارتی در شرکت هایی که سرمایه گذاری بیشتر از حد انجام داده اند با افزایش نسبت نقدینگی ارزش شرکت نیز افزایش پیدا می کند.

بدین ترتیب با توجه به نتایج رگرسیون با روش BACKWARD، متغیرهای سرمایه گذاری بیشتر از حد، اهرم مالی و نسبت نقدینگی به عنوان متغیرهای تأثیرگذار بر ارزش شرکت مورد تایید قرار می گیرد.

نتیجه گیری

با توجه به اینکه فرضیه اصلی اول از پنج فرضیه فرعی تشکیل شده است، نتیجه فرضیه اصلی به تفکیک فرضیه های فرعی در زیر ارائه می شود:

نتایج تحقیق نشان می دهد که بین درصد مالکیت نهادی و ارزش شرکت رابطه معنی دار وجود دارد همچنین این رابطه به صورت مستقیم می باشد به عبارتی با افزایش درصد مالکیت نهادی، ارزش شرکت افزایش پیدا می کند. این تأثیر احتمالاً در راستای نقش نظارتی مالکین نهادی می باشد. همچنین بین درصد مالکیت مدیریتی و ارزش شرکت رابطه معنی دار وجود ندارد. و مالکیت مدیریتی نتوانسته اند نظارتی کارا بر شرکت داشته و باعث افزایش ارزش شرکت شوند. در آزمون مشخص شد بین درصد مالکیت خصوصی و ارزش شرکت رابطه معنی دار وجود دارد همچنین این رابطه به صورت مستقیم می باشد به عبارتی با افزایش درصد مالکیت خصوصی ارزش شرکت نیز افزایش پیدا می کند. و نشان می دهد که خصوصی سازی باعث رشد ارزش شرکت ها می شود. و همین طور بین درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره و ارزش شرکت رابطه معنی دار وجود دارد همچنین این رابطه به صورت مستقیم می باشد. با توجه به اینکه در شرکت های نمونه از کل اعضای هیئت مدیره ۳۳ درصد آن ها عضو غیر موظف بودند به خوبی توانسته اند بر ارزش شرکت تأثیر مثبت بگذارند. و یافته ها نیز نشان می دهد بین درصد سهام شناور آزاد و ارزش شرکت رابطه معنی دار وجود ندارد. بدین ترتیب نتایج پژوهش حاکی از این است که تغییر میزان سهام شناور آزاد دارای محتوای اطلاعاتی در رابطه با ارزش شرکت نمی باشد.

با توجه به اینکه فرضیه اصلی دوم از ۱۰ فرضیه فرعی تشکیل شده است، نتیجه فرضیه اصلی به تفکیک فرضیه های فرعی در زیر ارائه می شود:

نتایج تحقیق نشان می دهد بین درصد مالکیت نهادی، درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره، درصد مالکیت مدیریتی، درصد سهام شناور آزاد با سرمایه گذاری کمتر از حد معنی دار مشاهده گردید که این رابطه به صورت معکوس می باشد همچنین بین درصد مالکیت نهادی، درصد مالکیت مدیریتی، درصد مالکیت خصوصی و درصد سهام شناور آزاد با سرمایه گذاری بیشتر از حد رابطه معکوس و معنی دار مشاهده گردید. و همچنین درصد مالکیت نهادی، درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره، درصد مالکیت مدیریتی، درصد سهام شناور آزاد، دارای منافع اطلاعاتی است که موجب کاهش سرمایه گذاری کمتر از حد و درصد مالکیت نهادی، درصد مالکیت مدیریتی، درصد مالکیت خصوصی و درصد سهام شناور آزاد دارای منافع اطلاعاتی است که موجب کاهش سرمایه گذاری بیشتر از حد و در نتیجه موجب کارایی سرمایه گذاری می شود. با توجه به نقش اطلاعاتی مکانیزم های حاکمیت شرکتی، به نظر می رسد دلیل این امر این است که حاکمیت شرکتی موجب بهبود نظارت بر تصمیمات سرمایه گذاری مدیریت از طریق کاهش سرمایه گذاری درجایی که مدیران تمایل به سرمایه گذاری بیش از حد دارند، می شود و همچنین موجب تسهیل دسترسی به تأمین مالی خارجی ارزان قیمت از طریق افزایش سرمایه گذاری در جایی که مدیران میلند سرمایه گذاری کمتر از حد داشته باشند، می شود. و مشخص گردید بین مالکیت خصوصی با سرمایه گذاری کمتر از حد رابطه معنی دار مشاهده نگردید و بین درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره با سرمایه گذاری بیشتر از حد رابطه معنی دار مشاهده نگردید.

با توجه به اینکه فرضیه اصلی سوم از ۲ فرضیه فرعی تشکیل شده است، نتیجه فرضیه اصلی به تفکیک فرضیه های فرعی در زیر ارائه می شود:

نتایج پژوهش نشان می دهد بین سرمایه گذاری کمتر از حد و ارزش شرکت رابطه معنی دار وجود ندارد. همچنین بین سرمایه گذاری بیشتر از حد و ارزش شرکت رابطه معنی دار وجود دارد که این رابطه به صورت معکوس می باشد. و همچنین حاکمیت شرکتی مستقیماً ارزش شرکت را افزایش می دهد. ترکیب نتایج فرضیه اصلی دوم و سوم نیز نشان می دهد که حاکمیت شرکتی به صورت غیر مستقیم نیز ارزش شرکت را افزایش می دهد بدین صورت که حاکمیت شرکتی باعث کاهش سرمایه گذاری بیشتر از حد شده و کاهش سرمایه گذاری بیشتر از حد (کاهش ناکارایی سرمایه گذاری) نیز باعث افزایش ارزش شرکت می شود.

در مجموع نتایج پژوهش حاکی از وجود رابطه مستقیم و معنی دار بین درصد مالکیت نهادی، درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره و درصد مالکیت خصوصی با ارزش شرکت می باشد ولی بین درصد سهام شناور آزاد و مالکیت مدیریتی با ارزش شرکت رابطه معنی دار مشاهده نگردید. همچنین بین درصد مالکیت نهادی، درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره، درصد مالکیت مدیریتی، درصد سهام شناور آزاد با سرمایه گذاری کمتر از حد رابطه معکوس و معنی دار مشاهده گردید ولی بین مالکیت خصوصی با سرمایه گذاری کمتر از حد رابطه معنی دار مشاهده نگردید. بین درصد مالکیت نهادی، درصد مالکیت مدیریتی، درصد مالکیت خصوصی و درصد سهام شناور آزاد با سرمایه گذاری بیشتر از حد رابطه معکوس و معنی دار مشاهده گردید ولی بین درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره با سرمایه گذاری بیشتر از حد رابطه معنی دار مشاهده نگردید. همچنین بین سرمایه گذاری کمتر از حد و ارزش شرکت رابطه معنی دار مشاهده نگردید ولی بین سرمایه گذاری بیشتر از حد و ارزش شرکت رابطه معنی دار و معکوس مشاهده گردید.

منابع و مراجع

- [۱] حساس یگانه، ی. و مرادی، م. و اسکندر، ه. (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت: بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ش ۵۲، ص ۱۰۷ و ۱۲۲.
- [۲] حساس یگانه، ی. یزدانیان، ن. (۱۳۸۶). تأثیر حاکمیت شرکتی بر کاهش مدیریت سود، فصلنامه مطالعات حسابداری، (۱۷)، صفحه ۱۵۱.
- [۳] قنبری، ف. و حساس یگانه، ی. (۱۳۸۷). بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های سهامی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا.
- [۴] وکیلی فرد، ح. و باوندپور (۱۳۸۷). تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله مطالعات مالی، شماره هشتم، زمستان ۱۳۸۹.
- [5] Biddle, G. & Gilles, H. (2006). Accounting Quality and Firm – level capital Investment, the Accounting Review, Vol. 81.
- [6] Biddle, G. & Gilles, H. (2007). How Does Financial Accounting Quality Improve Investment? The Accounting Review, Vol. 52.
- [7] Biddle, G. & Gilles, H. & Rodrigo, S. & Verdi. (2009). How does Financial Reporting Quality relate to investment efficiency, Journal of Accounting and Economics, Vol. 48.
- [8] Chong-En, B. & Qiao, L. & Joe, Lu. & Frank, M. Song & Junxi Zhang, e. empirical Study on Corporate Governance and Market Valuation in China, Economic Research Journal, 2005, 2 (in Chinese): 83-111.
- [9] Francis, J., & LaFond, R., & Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The Market pricing Of Accruals Quality. Journal of Accounting And Economics
- [10] Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, Journal of Finance, Vol. 48: 831-80.
- [11] Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. Journal of Finance 48: 831-880.
- [12] Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, MANAGERIAL AND DECISION ECONOMICS, 25: 537-547.
- [13] McKnight, P. J. & Weir, C. (2009). Agency Costs, Corporate Governance Mechanisms and Ownership Structure in Large UK Publicly Quoted Companies: A Panel Data Analysis, The Quarterly Review of Economics and Finance, 49: 139-158.
- [14] Navissi, F. & Naiker, V. (2006). Institutional ownership and corporate value, managerial finance, vol. 32(3): 247-256
- [15] Navissi, F. & Naiker, V. (2006). Institutional Ownership and corporate value, Managerial Finance, Vol. 32 No. 3, 2006: 247-256.
- [16] Verdi, S. (2006). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency, A Dissertation, University of Pennsylvania