

ISC  
۰۱۲۲۰-۵۹۴۰۴

نخستین کنفرانس ملی

کتابخانه ملی جمهوری اسلامی ایران

چالش‌ها و راهکارهای نوین در مدیریت، حسابداری و صنعت بیمه

زمان برگزاری: ۱۴۰۲/۰۷/۲۰  
MCII-conf.ir

## رابطه بین مدیریت ریسک شرکت با کارایی سرمایه گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمدرضا ذوالقدری<sup>۱</sup>، حامد صالحی صابر<sup>۲</sup>، بهروز قربانی<sup>۳</sup>

<sup>۱</sup>گروه حسابداری، واحد همدان، دانشگاه آزاد اسلامی، همدان، ایران.  
<sup>۲</sup>گروه حسابداری، واحد همدان، دانشگاه آزاد اسلامی، همدان، ایران.  
<sup>۳</sup>گروه حسابداری، واحد همدان، دانشگاه آزاد اسلامی، همدان، ایران.

نویسنده مسئول: حامد صالحی صابر

**چکیده:** کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت‌ها سطوح بیش از حد یا کمتر سرمایه‌گذاری خود را کاهش دهند. لذا هدف این پژوهش بررسی تاثیر مدیریت ریسک شرکت بر کارایی سرمایه‌گذاری بوده است. قلمرو زمانی این پژوهش سالهای بین ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ بوده است. در این پژوهش مدیریت ریسک شرکت متغیر مستقل و کارایی سرمایه‌گذاری متغیر وابسته در نظر گرفته شد. پژوهش حاضر در زمره پژوهش‌های کاربردی قرار دارد، چنانچه طبقه‌بندی انواع پژوهش‌های بر اساس ماهیت و روش را مدنظر قرار گیرد، روش پژوهش حاضر از لحاظ ماهیت در زمره پژوهش‌های توصیفی قرار داشته و از نظر روش نیز در دسته پژوهش‌های همبستگی محسوب می‌گردد. در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای استفاده شد. در بخش داده‌های پژوهش از طریق جمع‌آوری داده‌های شرکت‌های نمونه با مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی و ماهنامه بورس اوراق بهادار انجام پذیرفت. بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۳۵ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. به منظور توصیف و تلخیص داده‌های جمع‌آوری شده از آمار توصیفی و استنباطی بهره گرفته شده است. به منظور تحلیل داده‌ها ابتدا پیش‌آزمون‌های ناهمسانی واریانس، آزمون F لیمر، آزمون هاسمن و آزمون جارج - برا و سپس از آزمون رگرسیون چند متغیره برای تایید و رد فرضیه‌های پژوهش (نرم افزار ایویوز) استفاده گردیده است. نتایج نشان داد بین مدیریت ریسک شرکت با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ نتایج به‌دست‌آمده در این پژوهش با مستندات اشاره شده در چارچوب نظری پژوهش و ادبیات مالی مطابقت دارد.

**کلمات کلیدی:** مدیریت ریسک شرکت؛ کارایی سرمایه‌گذاری؛ بورس اوراق بهادار تهران.

### ۱. بیان مسئله

سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سرمایه‌ای خوب ارزش افزوده برای شرکت به ارمغان می‌آورد و منطقی است که مدیران از فرصت‌های سرمایه‌گذاری در دسترس با حداکثر ارزش استفاده کنند. اما، منابع کمیاب در دسترس بنگاهها، این امکان سرمایه‌گذاری نامشخص را محدود می‌کند. مدیران قدرتی اختیاری برای تخصیص اعتبارات بین پروژه‌های سرمایه‌گذاری رقیب دارند. در صورت تخصیص منابع به شیوه‌ای کارآمد، بازده سرمایه‌گذاری شرکت‌ها که منجر به سودآوری و رشد پایدار برای شرکت‌ها می‌شود را در پی خواهد داشت. از آنجا که آینده یک شرکت به کارایی سرمایه‌گذاری آن بستگی دارد، فرض بر این است که از منابع شرکت به بهترین روش ممکن و با کمترین اتلاف استفاده می‌شود. در حالت ایده آل، وظیفه امانت داری مدیران با این موضوع مطابقت دارد که آن‌ها به طور نقادانه‌ای پروژه‌های سرمایه‌گذاری را ارزیابی کنند و فقط مواردی را انتخاب کنند که باعث افزایش ارزش شرکت می‌شوند. با این حال، پژوهش‌های گذشته نشان می‌دهند که مدیران همیشه منابع را به صورت مؤثر اختصاص نمی‌دهند. مدیران تمایل به هدر دادن منابع از طریق استفاده بیش از حد از بودجه شرکت در پروژه‌های بی ارزش دارند و یا اینکه با وجود داشتن فرصت‌های سودآور، دارای محدودیت در بودجه خود بوده و به میزان کمی از این فرصت‌ها استفاده می‌کنند. این استفاده بیش از حد و کمبود بودجه مانع از کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. (۱)

ISC  
۰۱۲۲۰-۵۹۴۰۴

نخستین کنفرانس ملی

کتابخانه ملی جمهوری اسلامی ایران

چالش‌ها و راهکارهای نوین در مدیریت، حسابداری و صنعت بیمه

زمان برگزاری: ۱۴۰۲/۰۷/۲۰  
MCII-conf.ir

مطالعه دقیق تجزیه و تحلیل سرمایه‌گذاری و عوامل مهم در محیط فعالیت سرمایه‌گذاران می‌تواند از یک طرف موجب شود حجم نقدینگی‌های سرگردان و تورم کاهش یافته، اشتغال افزایش یابد و از طرف دیگر، باعث شود مدیریت بهتر شده، ثروت سرمایه‌گذاران افزون گردد. بنابراین یکی از قابل تأمل‌ترین و چالش برانگیزترین مسائل عصر حاضر، بحث توسعه اقتصادی است؛ به گونه‌ای که تحقق آن به یکی از اهداف اساسی سیاست‌گذاری‌ها و تصمیم‌گیری‌های اقتصادی کشورها تبدیل شده است. از عوامل مؤثر بر رشد و توسعه پایدار اقتصادی، سرمایه‌گذاری مؤثر است. بدین منظور، یک واحد اقتصادی برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های مختلف، باید حد یا میزان سرمایه‌گذاری را با توجه به محدودیت منابع، مورد توجه قرار دهد. این امر، از طریق روش‌های ارزیابی طرح‌ها، از جمله ارزش فعلی خالص انجام می‌شود. طبق این روش، در یک یا چند طرح وقتی سرمایه‌گذاری انجام می‌گیرد که، ارزش فعلی خالص آن طرح، مثبت باشد. تقبل طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی، منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد و صرف نظر کردن از طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت، منجر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌شود که عدم بهینه بودن سرمایه‌گذاری را به دنبال خواهد داشت، زیرا مدیران باید به صورت بهینه و در طرح‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که برای شرکت ارزش آفرینی کند؛ یعنی طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت، پذیرفته و طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی، رد شود. (۲)

همچنین ریسک‌ها در تمام جنبه‌های زندگی وجود دارند و امروزه تغییرات محیطی شرکت‌ها را با انواع مختلفی از ریسک‌ها مواجه ساخته است. یکی از دو نوع کمکی که اطلاعات حسابداری در جهت افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌توانند ارائه دهند همانا «کاهش ریسک» و «کاهش عدم تقارن اطلاعاتی» است. در این بین پژوهش‌های مختلف هر کدام برای افزایش کارایی سرمایه‌گذاری عواملی را بررسی نموده‌اند، اما نقش مدیریت ریسک واحد تجاری در زمینه افزایش کارایی سرمایه‌گذاری کمتر مورد توجه قرار گرفته است. موضوع افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از آن جهت دارای اهمیت می‌گردد که بر اساس تئوری نمایندگی، زمانی که مدیران اطلاعات خوبی راجع به وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری پر منفعت داشته باشند، امکان دارد که آن را به دلیل مشکلات مخاطره‌ای اخلاقی که ناشی از تملک و جوجه نقد شرکت توسط مدیریت، عدم دوراندیشی و گزینش طرح نامناسب و نیز کمبود جوجه در دسترس که ناشی از تأمین مالی خارجی پرهزینه است، دنبال نکنند و در نتیجه سرمایه‌گذاری کمتر از حد و سرمایه‌گذاری بیشتر از حد در نتیجه مشکلات نمایندگی مثل خطر اخلاقی و انتخاب نادرست پدید می‌آید. از طرفی درست است که نا اطمینانی حاصل از وجود ریسک در عملیات هر شرکتی وجود دارد اما اعتقاد بر این است که نحوه برخورد با ریسک‌ها می‌تواند «تهدید» ناشی از آن ریسک را به «فرصتی» برای رشد و کارایی سرمایه‌گذاری‌های شرکت تبدیل نماید که البته این به مدیریت ریسک شرکت بستگی دارد. طبق نظریه مطلوبیت به طور کلی افراد بر حسب نگرششان به ریسک به سه گروه تقسیم می‌گردند: الف) ریسک‌گریز ب) خنثی به ریسک ج) ریسک‌پذیر. مدیر به عنوان تصمیم‌گیرنده شرکت می‌تواند در هر یک از این سه دسته قرار گیرد. دیدگاه جدید نهادهای مالی در بازار سرمایه در مورد عوامل مدیریتی تأثیرگذار بر سطح ریسک شرکت، خود نشان‌دهنده تأثیر این معیارها بر کارایی سرمایه‌گذاری و در نهایت بر عملکرد آتی شرکت خواهد بود. چگونگی استفاده مدیریت از ریسک به مدیریت بستگی دارد. لذا این پیش فرض که مدیریت با کمک استفاده از مدیریت ریسک به صورت مؤثرتری می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش دهد مسئله‌ای است که باید بدان پرداخته شود. به تعبیری مدیریت باید از ابعاد مختلفی بررسی گردد که یکی دیگر از ابعاد شناسایی نحوه واکنش او در مواجهه با ریسک‌های شرکت در جهت افزایش کارایی سرمایه‌گذاری است (۳). بنابراین با توجه به مطالب ارائه شده سوال پژوهش این گونه تدوین می‌گردد که:

آیا بین مدیریت ریسک با کارایی سرمایه‌گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

## ۲. چارچوب نظری و پیشینه پژوهش

کمیته مدیریت ریسک در انجام وظایف نظارتی خود باید بر چارچوب مدیریت ریسک سازمان از طریق فرآیند شناسایی، ارزیابی و پاسخگویی به تمام خطرات آتی و فعلی که به نظر می‌رسد موجودیت سازمان را تهدید می‌کند، نظارت کند (۴). کمیته مدیریت ریسک می‌تواند به طور منطقی با هزینه‌های حسابرسی با قیمت‌گذاری هزینه‌های عملیاتی حسابرس در نتیجه ارزیابی حسابرس از ریسک‌های ذاتی و کنترلی مرتبط شود. کمیته مدیریت ریسک به عنوان



**ISC**  
۰۱۲۲۰-۵۹۴۰۴

**نخستین کنفرانس ملی**

کتابخانه ملی جمهوری اسلامی ایران  
وزارت امور اقتصادی و دارایی  
وزارت بهداشت، درمان و آموزش پزشکی  
وزارت صنعت، معدن و تجارت

**چالش ها و راهکارهای نوین در مدیریت، حسابداری و صنعت بیمه**

زمان برگزاری: ۱۴۰۲/۰۷/۲۰  
MCII-conf.ir

یک مکانیسم حاکمیتی برای کنترل ریسک شرکت و برقراری ارتباط با ذینفعان نقش دارد (۵). کمیته مدیریت ریسک همچنین بر چارچوب مدیریت ریسک سازمان از طریق فرآیندی برای شناسایی، ارزیابی و پاسخگویی به تمام خطرات آتی و فعلی که به نظر می‌رسد سازمان را تهدید می‌کند، نظارت می‌کند. ایجاد یک کمیته مدیریت ریسک، تعهد و آگاهی هیئت مدیره را در مورد اهمیت سیستم کنترل داخلی به ارمغان می‌آورد. ریسک‌ها در تمام جنبه‌های زندگی وجود دارند امروزه تغییرات محیطی شرکتها را با انواع مختلفی از ریسک‌ها مواجه ساخته است. یکی از دو نوع کمکی که اطلاعات حسابداری در جهت افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌توانند ارائه دهند همانا «کاهش ریسک» و «کاهش عدم تقارن اطلاعاتی» در این بین پژوهشهای مختلف هرکدام برای افزایش کارایی-گذاری عواملی را بررسی نموده‌اند. محافظه کاری حسابداری، کارایی سرمایه‌گذاری بهبود می‌بخشد. کیفیت گزارشگری مالی باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود؛ نقش مدیریت ریسک واحد تجاری در زمینه افزایش کارایی سرمایه‌گذاری کمتر مورد توجه قرار گرفته است. موضوع افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از آن جهت دارای اهمیت می‌گردد که بر اساس تئوری نمایندگی زمانی که مدیران اطلاعات خوبی راجع به وجود فرصت سرمایه‌گذاری داشته باشند، امکان دارد که آن را به دلیل مشکلات مخاطره‌ی اخلاقی که ناشی از تملک وجوه نقد شرکت توسط مدیریت، عدم دور اندیشی و گزینش طرح نامناسب و نیز کمبود وجوه در دسترس که ناشی از تامین مالی خارجی پر هزینه است، دنبال نکنند. در نتیجه سرمایه‌گذاری کمتر از حد و سرمایه‌گذاری بیش از حد در نتیجه مشکلات نمایندگی مثل خطر اخلاقی و انتخاب نادرست پدید می‌آید. از طرفی درست است که نا اطمینانی حاصل از وجود ریسک در عملیات هر شرکتی وجود دارد اما اعتقاد بر این است که نحوه برخورد با ریسک‌ها می‌تواند تهدید ناشی از آن ریسک را به فرصتی برای رشد و کارایی سرمایه‌گذاری‌های شرکت تبدیل نماید که البته این به مدیریت ریسک شرکت بستگی دارد. بنابراین با توجه به مطالب ارائه شده سوال پژوهش این گونه تدوین می‌گردد که:

فرضیه ۲: بین مدیریت ریسک شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

در پژوهشی با عنوان بررسی تاثیر بیش اطمینانی مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی به این موضوع پرداخته‌اند. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که بیش اطمینانی مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی تاثیر معکوس و معناداری دارد. (۶)

در پژوهشی با عنوان بررسی رابطه بین هیات مدیره در کارایی سرمایه‌گذاری به این موضوع پرداخته‌اند. هدف این پژوهش بررسی رابطه بین هیات مدیره در کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نتایج این مطالعه، پیامدهایی عملی برای شرکت‌ها دارند و نتایج نشان می‌دهند که پتانسیل هیئت مدیره و پویایی هیئت مدیره در ارتباط با تاثیرگذاری هیئت مدیره بوده و به نوبه خود، پیامدهای تصمیمات هیئت مدیره را بهبود می‌بخشد. (۷)

در پژوهشی با عنوان بررسی رابطه بین توسعه مالی، محدودیت مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این موضوع پرداخته‌اند. تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان می‌دهند که در شرکت‌های بورسی، بین توسعه مالی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت معنادار وجود دارد در حالی که بین محدودیت مالی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه منفی معنادار وجود دارد. (۸)

نشان می‌دهند، شرکت‌هایی که استراتژی آینده نگر و مبتنی بر نوآوری را دنبال می‌کنند، احتمال بیشتری برای بیش سرمایه‌گذاری دارند. در حالی که شرکت‌های با استراتژی مبتنی بر کارایی، بیشتر در معرض سرمایه‌گذاری کمتر از حد قرار دارند. بیش سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری کمتر از حد با عملکرد ضعیف شرکت‌ها در دوره‌های آتی همراه است. علاوه بر این، میزان بیش سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) با حضور بیشتر پاداش‌های مبتنی بر سهام (نقد) در شرکت‌های دنباله‌رو استراتژی آینده نگر (تدافعی) تشدید می‌شود. (۹)

در پژوهشی با عنوان مسئولیت اجتماعی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری: آیا استراتژی تجاری مهم است به این موضوع پرداختند. این مطالعه بررسی می‌کند که چگونه استراتژی تجاری شرکت تاثیر مسئولیت اجتماعی شرکت را بر سرمایه‌گذاری بیش از حد تعدیل می‌کند. آن‌ها شواهد جدیدی درباره تاثیر تعدیل‌کننده استراتژی تجاری بر تاثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر سرمایه‌گذاری بیش از حد ارائه نمودند. با استفاده از نمونه‌ای از بیش از ۳۰۰۰ شرکت

ISC  
۰۱۲۲۰-۵۹۴۰۴

نخستین کنفرانس ملی

کتابخانه ملی جمهوری اسلامی ایران

چالش ها و راهکارهای نوین در مدیریت، حسابداری و صنعت بیمه

زمان برگزاری: ۱۴۰۲/۰۷/۲۰  
MCII-conf.ir

آمریکایی با ۱۴۳۷۵ مشاهده برای دوره ۱۹۹۶-۲۰۱۶، نشان دادند که شرکتهای با درگیری بالا در مسئولیت اجتماعی تمایل به سرمایه‌گذاری بیش از حد دارند و هر دو استراتژی‌های تدافعی و تهاجمی می‌توانند در شرکتهای با مسئولیت اجتماعی بالا، سرمایه‌گذاری بیش از حد را کاهش دهند. اثر استراتژی تدافعی در شرکتهای فعال در مسئولیت اجتماعی و دارای سرمایه‌گذاری بیش از حد نسبت به شرکتهای دارای استراتژی تهاجمی و با تکنولوژی بالا، برجسته‌تر است و اثر تعدیل‌کننده استراتژی از طریق مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی هدایت می‌شود. نتایج نشان می‌دهد که استراتژی تجاری نقش مهمی در شکل‌گیری رفتار و کارایی سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها دارد. (۱۰)

در پژوهشی با عنوان سیاست پولی، کنترل دولتی و کارایی سرمایه‌گذاری: شواهد از چین به این موضوع پرداخته‌اند. آزمون تجربی این پژوهش با استفاده از داده‌های نمونه انتخاب شده از ۷۹۳۲ سال-شرکت چینی از سال ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۲ انجام شده است. این مطالعه به بررسی رابطه بین دولت‌های محلی و شرکتهای محلی تحت تاثیر سیاست‌های پولی هدفمند از طریق مکانیزم‌های مختلف پرداخته‌اند. اولاً، تاثیر سیاست‌های پولی در کارایی سرمایه‌گذاری با محیط‌های سازمانی متفاوت بررسی شده است. دوماً، به بررسی تاثیر سیاست‌های پولی در شرکتهای دولتی با ساختارهای مختلف حقوق مالکیت پرداخته شده است. سوماً بررسی می‌کنند که چگونه ارتباطات سیاسی می‌توانند بر مکانیزم‌های سیاست پولی تأثیر بگذارند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که سیاست‌های پولی چین، تاثیرات متفاوتی بر شرکتهای دولتی و شرکتهای خصوصی با یا بدون ارتباطات سیاسی می‌گذارد. به طور خاص، مداخلات دولت محلی می‌توانند تاثیرات سیاست‌های پولی را به طور قابل توجهی تضعیف و تحریف کنند، به طوری که کاهش در نظر گرفته شده در سرمایه‌گذاری برای شرکتهای دولتی و شرکتهای خصوصی با ارتباطات نزدیک با دولت‌های محلی قابل رفع است. (۱۱)

### ۳. روش پژوهش

مطالعه حاضر یک تحقیق کاربردی توصیفی، پیمایشی و از نوع همبستگی می‌باشد. جامعه آماری پژوهش شامل شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی بین سال‌های ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۹ می‌باشد.

### ۴. مدل آماری پژوهش

جهت اظهار نظر درباره فرضیه پژوهش ز مدل ژائو و همکاران (۲۰۱۸) زیر برآورد می‌گردد:

جهت اظهار نظر درباره فرضیات پژوهش مدل زیر برآورد می‌گردد:

$$Efficiency_{it} = \alpha + \beta_1 ERM\_system\_quality_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MB_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 FreeCF_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 SD\_CFO_{it} + \beta_8 Boardsize_{it} + \epsilon_{it}$$

در مدل مذکور داریم:

کارایی سرمایه‌گذاری: Efficiency

مدیریت ریسک شرکت: ERM\_system\_quality

اندازه شرکت: SIZE

ارزش بازار به ارزش دفتری سهام: MB



ISC  
۰۱۲۲۰-۵۹۴۰۴

نخستین کنفرانس ملی

کتابخانه‌ها و راهکارهای نوین در مدیریت، حسابداری و صنعت بیمه

زمان برگزاری: ۱۴۰۲/۰۷/۲۰  
MCII-conf.ir

اهرم مالی: LEV

جریان نقد آزاد: FreeCF

بازده دارایی ها: ROA

نوسان جریان نقد عملیاتی: SD\_CFO

اندازه هیئت مدیره: Boardsize

روش گردآوری اطلاعات در این پژوهش روش کتابخانه ای است. مباحث تئوریک پژوهش از مسیر مطالعه منابع، نشریات، منابع داخلی و خارجی موجود در کتابها و استفاده از اینترنت جمع آوری شده است. جمع آوری اطلاعات با استفاده از اطلاعات اولیه شرکتها بوده است؛ یعنی اطلاعات و داده‌های مورد نیاز پژوهش کلاً از روش کتابخانه ای، با استفاده از نرم‌افزار ره آورد نوین و با مراجعه به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و مطالعه صورتهای مالی اساسی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سالهای ۱۳۹۳-۱۳۹۹ بدست آمده اند. در این باره علاوه بر مطالعه صورتهای مالی اساسی، اطلاعات مربوط به صورتهای مالی از سایت اطلاعاتی بورس مورد استفاده قرار گرفته است.

برای انجام تحلیل‌های مناسب از آمار توصیفی و آمار استنباطی استفاده می‌گردد. از آماره‌های توصیفی جهت توصیف داده‌ها استفاده شد. جهت انجام تحلیل‌های استنباطی و بررسی فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیونی داده‌های ترکیبی یا تلفیقی<sup>۱</sup> حسب مورد استفاده شد. در خصوص آماره‌های مختلف مطرح شده در این آزمون‌ها، تصمیم‌گیری براساس مقایسه آماره‌های بدست آمده با مقادیر بحرانی و همچنین از طریق مقایسه احتمال بدست آمده از آماره موردنظر با سطح خطای ۵ درصد (سطح اطمینان ۹۵ درصد) انجام گردید.

## ۵. یافته ها

### ۵.۱. شاخص‌های توصیفی متغیرها

اصلی‌ترین شاخص‌های مرکزی و پراکندگی است. جدول (۲) دربردارنده

<sup>۱</sup>- Panel or Pooled

جدول ۲- آمار توصیفی متغیرهای مورد بررسی شرکت‌ها

اندازه هیئت مدیره	نوسان جریان نقد عملیاتی	بازده دارایی‌ها	جریان نقد آزاد	اهرم مالی	ارزش بازار به ارزش دفتری سهام	اندازه شرکت	مدیریت ریسک شرکت	کارایی سرمایه گذاری	
Boardsize	SD_CFO	ROA	FreeCF	LEV	MB	Size	ERM_system_quality	Efficiency	
۱/۷۵۸۳	۱۲/۴۳۹	۰/۱۷۱۴	۷۸/۳۷۶	۰/۵۹۰۵	۵۵/۷۸۰	۱۴/۶۸۴	۱۰/۷۵۷	-۰/۰۹۷۱	میانگین
۱/۷۹۱۷	۱۲/۰۶۳	۰/۰۴۵۵	۹/۴۵۷۵	۰/۵۷۶۸	۲۱/۶۱۱	۱۴/۴۹۲	۳/۶۹۸۱	-۰/۰۹۹۶	میانه
۲/۰۷۹۴	۱۷/۶۴۷	۵۲/۶۶۱	۵۸۸۸/۷	۴/۰۰۳۷	۲۰۷۵/۹	۲۰/۷۶۸	۱۰۹۰/۱	۰/۰۶۳۴	ماکسیمم
۱/۶۱۰۰	۸/۳۳۴۵	-۲۰/۶۹۷	-۹۰۳۷/۳	۰/۰۵۷۴	-۴۹۷/۰۳	۱۱/۱۱۶	-۰/۱۵۳۸	-۰/۳۰۳۸	مینیمم
۰/۱۳۴۶	۱/۷۶۸۳	۲/۲۱۶۲	۶۶۳/۰۶	۰/۲۸۰۰	۱۴۳/۴۳	۱/۶۱۸۵	۴۴/۷۱۷	۰/۰۶۲۳	انحراف معیار
-۱/۵۷۸۵	۰/۷۰۸۲	۰/۶۸۱۲	-۲/۷۸۴۲	۰/۴۸۳۱	۲/۴۸۹۲	۰/۷۹۷۱	۰/۷۰۷۴	۰/۱۶۲۰	چولگی
۵/۲۳۸۹	۳/۳۲۷۰	۳/۸۹۷۵	۷/۵۰۴۳	۳/۳۴۹۱	۶/۷۴۱۴	۴/۱۱۲۲	۳/۷۶۱۵	۳/۲۰۴۰	کشیدگی
۵۸۹۹۰۳.۸	۸۳.۲۱۱۸۸	۵۹۳۴۱۹۰۰	۲۰۵۵۸۸۰۰	۳۸۵۱۹۰۵۰	۱۷۰۰۰۸.۸	۱۴۸.۸۰۳۵	۵۵۲۸۵۴۸.۰	۵.۷۷۷۳۸۹	آماره جک برا
۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۵۵۶۴۹	سطح معنی داری
۹۴۵	۹۴۵	۹۴۵	۹۴۵	۹۴۵	۹۴۵	۹۴۵	۹۴۵	۹۴۵	مشاهدات

منبع: یافته‌های محقق

### ۵.۲. بررسی نرمال بودن متغیر وابسته و مستقل

در این پژوهش با استفاده از آزمون جارک-برا<sup>۱</sup> نرمال بودن متغیر وابسته آزمون شده است. از آن جایی که نرمال بودن متغیر وابسته به نرمال بودن باقیمانده‌های الگو می‌انجامد، لازم است قبل از برآزش الگو، نرمال بودن آن کنترل شود. فرض صفر و فرض مقابل آزمون نرمالیتی به صورت زیر است:

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \text{توزیع داده‌ها نرمال است} \\ H_1: \text{توزیع داده‌ها نرمال نیست} \end{array} \right.$$

جدول ۳- نرمال بودن متغیر وابسته و مستقل

۹۴۵	۹۴۵	۹۴۵	مشاهدات
-----	-----	-----	---------

بر اساس مقادیر ارائه شده در جدول (۳) از آنجایی که مقادیر سطح معناداری، متغیر کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر از ۵٪ است، بنابراین فرض صفر یعنی نرمال بودن متغیر تایید می‌شود. بنابراین متغیر کارایی سرمایه‌گذاری از توزیع نرمال برخوردار می‌باشد.

<sup>۱</sup> - Jarque-Bera



۰۱۲۲۰-۵۹۴۰۴

نخستین کنفرانس ملی

کارآفرینان، کارمندان، مدیران، استشاریان

چالش‌ها و راهکارهای نوین در مدیریت، حسابداری و صنعت بیمه

زمان برگزاری: ۱۴۰۲/۰۷/۲۰  
MCII-conf.ir



### ۵.۳. آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

جدول ۴- نتایج آزمون آمون لوین، لین و چو

نتیجه	سطح معناداری	آماره‌ی آزمون لوین، لین و چو	متغیرها	
پایا	۰/۰۰۰۰	-۱۴/۲۷۰۲	Efficiency	کارایی سرمایه گذاری
پایا	۰/۰۰۰۰	-۱۴/۰۲۹۱	ERM_system_quality	مدیریت ریسک شرکت
پایا	۰/۰۰۰۰	-۱۲/۳۷۰۹	Size	اندازه شرکت
پایا	۰/۰۰۰۰	-۵/۰۷۶۶۱	MB	ارزش بازار به ارزش دفتری سهام
پایا	۰/۰۰۰۰	-۱۵/۶۳۹۷	LEV	اهرم مالی
پایا	۰/۰۰۰۰	-۱۵/۷۲۶۳	FreeCF	جریان نقد آزاد
پایا	۰/۰۰۱۰	-۳/۰۹۴۱۳	ROA	بازده دارایی‌ها
پایا	۰/۰۰۰۰	-۴/۷۶۲۰۵	SD_CFO	نوسان جریان نقد عملیاتی
پایا	۰/۰۰۰۰	-۴/۳۶۹۸۹	Boardsize	اندازه هیئت مدیره

منبع: یافته‌های محقق

۰ و در (اهمان‌طور که در جدول ۴ ملاحظه می‌شود سطح معنی‌داری آزمون ریشه واحد در همه متغیرها کمتر از ۰/۰۵ و نشان می‌دهد که از مرتبه صفر) سطح مانا هستند این بدان معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ ثابت بوده است. و نشان می‌دهد پایایی متغیرها می‌باشد.

### ۵.۴. ثابت بودن واریانس جمله خطا (باقیمانده‌ها)

جدول ۵- آزمون White

احتمال	مقدار آماره	نوع آماره	ردیف
۰/۰۰۰۰	۳۳۷۱.۵۰۱	آماره F	مدل فرضیه

در این آزمون فرض بر ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها است که با توجه به جدول فوق سطح معنی‌داری آماره F کمتر از ۰.۵٪ است و فرض ما مبنی بر وجود همسانی واریانس در مدل فرضیه رد می‌شود بنابراین برای مدل فرضیه از روش GLS برای تخمین آزمون استفاده می‌شود. (جدول ۵)



۰۱۲۲۰-۵۹۴۰۴

نخستین کنفرانس ملی

کتابخانه ملی جمهوری اسلامی ایران

چالش ها و راهکارهای نوین در مدیریت، حسابداری و صنعت بیمه

زمان برگزاری: ۱۴۰۲/۰۷/۲۰

MCII-conf.ir



### ۵.۵. آزمون همبستگی

جدول ۶- نتایج همبستگی الگو مدل

Boardsize	SD_CFO	ROA	FreeCF	LEV	MB	Size	ERM_system_quality	Efficiency	Correlation
								۱	Efficiency
							۱	۰/۰۰۱۹	ERM_system_quality
						۱	۰/۱۴۷۴	۰/۵۹۹۴	Size
					۱	-۰/۰۸۵۴	-۰/۰۲۴۸	-۰/۰۹۰۶	MB
				۱	-۰/۰۶۳۱	۰/۰۲۲۵	-۰/۰۴۸۶	-۰/۴۹۰۰	LEV
			۱	-۰/۲۳۰۴	۰/۰۰۰۲	۰/۱۳۰۴	۰/۱۸۸۲	-۰/۱۸۳۹	FreeCF
		۱	۰/۰۰۴۳	-۰/۰۱۱۸	۰/۰۹۴۰	-۰/۰۱۱۴	-۰/۰۰۳۵	-۰/۰۹۹۷	ROA
	۱	۰/۱۱۱۱	۰/۱۲۳۰	-۰/۰۶۱۶	-۰/۱۰۸۱	۰/۶۳۴۶	۰/۱۹۸۳	-۰/۴۱۱۵	SD_CFO
۱	۰/۰۸۷۴	۰/۰۱۰۴	-۰/۰۳۶۱	-۰/۰۲۷۷	۰/۰۱۰۴	۰/۰۷۰۷	-۰/۰۱۰۸	۰/۱۲۴۷	Boardsize

منبع: یافته‌های محقق

جدول شماره (۶) نشان می‌دهد هرگاه ضریب همبستگی کمتر از ۰/۵ باشد بین متغیرهای مستقل همخطی وجود ندارد.

### ۵.۶. آزمون‌های تشخیصی در داده‌های ترکیبی

جدول ۷- نتایج آزمون f لیمر و هاسمن

نتیجه	سطح معنی داری	آزمون هاسمن	نتیجه	سطح معنی داری	آزمون اف لیمر	
اثرات ثابت	۰/۰۰۱۴	۲۶/۹۰۸۷۰۹	تابلویی	۰/۰۰۰۰	۶/۶۷۲۹۹۷	مدل فرضیه اصلی
اثرات ثابت	۰/۰۰۱۲	۲۵/۶۶۱۳۸۰	تابلویی	۰/۰۰۰۰	۷/۱۷۳۱۸۴	مدل فرضیه فرعی ۲

منبع: یافته‌های محقق

همان‌طور که در جدول ۷ ملاحظه می‌شود آزمون F لیمر نشان می‌دهد مشاهداتی که احتمال آزمون آنها بیشتر از ۰/۵ باشد یا به عبارت دیگر آماره آزمون آنها کمتر از آماره جدول باشد، از روش تلفیقی استفاده می‌شود و برای مشاهداتی که احتمال آزمون آنها کمتر از ۰/۵ است، برای تخمین الگو از روش داده‌های تابلویی استفاده خواهد شد. با توجه به نتایج بدست آمده، روش داده‌های تابلویی برای مدل فرضیه اصلی و فرعی ۱ و ۲ پذیرفته شده است. روش داده‌های تابلویی خود با استفاده از دو الگوی "اثرات تصادفی" و "اثرات ثابت" می‌تواند انجام گیرد که برای انتخاب آنها، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. برای مشاهداتی که احتمال آزمون آنها کمتر از ۰/۵ است از الگوی اثرات ثابت و برای مشاهداتی که احتمال آزمون آنها بیشتر از ۰/۵ است از الگوی اثرات تصادفی برای تخمین استفاده می‌شود. با توجه به مدل فرضیه احتمال آزمون کای دو کمتر از ۰/۵ شده است بنابراین از اثرات ثابت جهت تخمین و تجزیه و تحلیل مدل فرضیه استفاده می‌شود.

### ۵.۷. نتیجه آزمون فرضیه

بین مدیریت ریسک شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.



ISC  
۰۱۲۲۰-۵۹۴۰۴

نخستین کنفرانس ملی

کتابخانه ملی جمهوری اسلامی ایران

چالش‌ها و راهکارهای نوین در مدیریت، حسابداری و صنعت بیمه

زمان برگزاری: ۱۴۰۲/۰۷/۲۰  
MCII-conf.ir

جدول ۸- خلاصه نتایج الگوی فرضیه با استفاده از روش پنل طی سال‌های ۱۳۹۳-۱۳۹۹

نتیجه	سطح معناداری	آماره-t	خطای استاندارد	ضرایب		
منفی	۰.۰۰۰۰	-۲۶.۰۹۳۳۹	۰.۰۱۷۹۴۶	-۰.۴۶۸۲۷۳	$\alpha$	عرض از مبدأ
مثبت	۰.۰۰۰۰	۱۹.۱۹۵۱۵	۱.۰۰E-۰۵	۰.۰۰۰۱۹۲	ERM_system_quality	مدیریت ریسک شرکت
مثبت	۰.۰۰۰۰	۵۶.۹۹۰۲۷	۰.۰۰۰۴۴۶	۰.۰۲۵۴۱۶	Size	اندازه شرکت
منفی	۰.۰۰۰۰	-۶.۲۴۱۱۲۳	۲.۳۶E-۰۶	-۱.۴۷E-۰۵	MB	ارزش بازار به ارزش دفتری سهام
منفی	۰.۰۰۰۰	-۴۸.۸۲۴۸۴	۰.۰۰۲۶۱۱	-۰.۱۲۷۴۹۷	LEV	اهرم مالی
منفی	۰.۰۰۰۰۴	-۳.۵۶۲۴۶۶	۶.۵۹E-۰۶	-۲.۳۵E-۰۵	FreeCF	جریان نقد آزاد
منفی	۰.۰۰۰۰	-۳۶.۷۵۸۲۴	۹.۴۵E-۰۵	-۰.۰۰۳۴۷۲	ROA	بازده دارایی‌ها
بی معنی	۰.۶۱۹۳	-۰.۴۹۷۰۹۲	۰.۰۰۱۱۵۶	-۰.۰۰۰۵۷۵	SD_CFO	نوسان جریان نقد عملیاتی
مثبت	۰.۰۰۰۰	۹.۳۶۵۱۹۴	۰.۰۰۵۰۹۷	۰.۰۴۷۷۳۰	Boardsize	اندازه هیئت مدیره
				۰.۸۴۲۴۶۲	ضریب تعیین	
				۰.۸۱۴۵۶۹	ضریب تعیین تعدیل شده	
				۳۸۰.۱۶۷۵	آماره-F	
				۰.۰۰۰۰۰۰	سطح معناداری	
				۱.۵۷۷۸۹۴	دوربین واتسون	

منبع: یافته‌های محقق

### ۵.۸. مدل نهایی

$$Efficiency_{it} = -0.468273 + 0.000192ERM\_system\_quality_{it} + 0.025416SIZE_{it} - 1.47E-05MB_{it} - 0.127497LEV_{it} + \beta_5 FreeCF_{it} - 0.003472ROA_{it} + 0.047730Boardsize_{it} + \epsilon_{it}$$

نتایج حاصل از تخمین نشان می‌دهد که احتمال آماره t برای ضریب ثابت و ضرایب متغیرهای مدیریت ریسک شرکت، اندازه شرکت، ارزش بازار به ارزش دفتری سهام، اهرم مالی، جریان نقد آزاد، بازده دارایی‌ها، اندازه هیئت مدیره و تنوع جنسی هیئت مدیره بر کارایی سرمایه‌گذاری کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. و ضریب برآورد شده توسط نرم افزار برای متغیر مدیریت ریسک شرکت بر کارایی سرمایه‌گذاری مثبت و معنی‌دار می‌باشد. احتمال آماره t برای ضریب متغیر نوسان جریان نقد عملیاتی بر کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی‌دار نمی‌باشد.

ISC  
۰۱۲۲۰-۵۹۴۰۴

نخستین کنفرانس ملی

کتابخانه ملی جمهوری اسلامی ایران

چالش‌ها و راهکارهای نوین در مدیریت، حسابداری و صنعت بیمه

زمان برگزاری: ۱۴۰۲/۰۷/۲۰  
MCII-conf.ir

باشد. بنابراین با اطمینان ۹۵٪ این متغیر در مدل بی معنی می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده قدرت توضیح دهنده متغیرهای مستقل را نشان می دهد که قادر است به میزان ۸۱٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی دار می باشد. برای بررسی استقلال پسماندهای مدل های برازش شده از آماره آزمون دوربین- واتسون استفاده شد. اگر مقدار این آماره در محدود ۱/۵ تا ۲/۵ باشد استقلال پسماندهای مدل مورد تأیید قرار می گیرد، در غیر این صورت شواهد حاکی از فقدان استقلال یا وجود همبستگی سریالی پسماندهای مدل است. که در اینجا مقدار دوربین واتسون ۱/۵۸ که مقدار این آماره در محدود ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد بنابراین استقلال پسماندهای مدل مورد تأیید قرار می گیرد. با توجه به فرضیه چون متغیر مدیریت ریسک شرکت بر کارایی سرمایه گذاری مثبت و معنی دار می باشد. بنابراین فرض H۰ رد می شود. بین مدیریت ریسک شرکت و کارایی سرمایه گذاری رابطه معناداری وجود دارد. (جدول ۸)

## ۶. بحث و نتیجه گیری

نتایج تحقیق نشان داد که بین مدیریت ریسک شرکت با کارایی سرمایه گذاری رابطه معناداری وجود دارد

با توجه به آزمونها و تحلیل هایی که از راه رگرسیون و همبستگی انجام شد؛ به این نتیجه رسیدیم که مدیریت ریسک شرکت بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر معنادار دارد و با توجه به ضریب مثبت متغیر مدیریت ریسک شرکت؛ وجود رابطه ی مستقیم بین مدیریت ریسک شرکت و کارایی سرمایه گذاری استنتاج می - شود؛ این گونه استدلال می شود که نا اطمینانی حاصل از وجود ریسک در عملیات هر شرکتی وجود دارد ؛ اما نحوه برخورد با ریسکها می تواند تهدید ناشی از آن ریسک را به فرصتی برای رشد و کارایی سرمایه گذاری های شرکت تبدیل نماید؛ که البته این به مدیریت ریسک شرکت بستگی دارد؛ امروزه با کاهش نرخ سود بانکی و گردش و گرایش سرمایه به بازار پر ریسک سرمایه؛ مدیریت ریسک شرکت میتواند در خصوص اطمینان بخشی به حفظ و افزایش سرمایه وارد شوندگان در بازار سرمایه بسیار مؤثر باشد. از این دید مدیریت ریسک ابزاری مؤثر در دست مدیران جهت تداوم حضور در بازار سرمایه است. از طرفی از آنجاکه شرکتها در تولید رقابتی به دنبال مزیت رقابتی میباشند لذا مدیریت ریسک شرکت میتواند مزیت رقابتی خوبی برای شرکتها و مدیران آن در جهت افزایش کارایی سرمایه گذاری باشد. مزیتی که میتواند از یک طرف هزینه سرمایه شرکت را کاهش داده و از طرف دیگر رتبه اعتباری شرکت را که سرمایه گذاران زیرکانه آن را رصد میکنند، افزایش دهد؛ در این راستا صیادی و همکاران (۱۳۹۸) نشان دادند که مدیریت ریسک شرکت به تنهایی تأثیری در افزایش کارایی سرمایه گذاری و یا کاهش ناکارایی سرمایه گذاری شرکتها ندارد؛ که از این نظر با نتایج پژوهش حاضر در تضاد می باشد.

این نتایج میتواند درک و دانش سرمایه گذاران و پژوهشگران حوزه بازار سرمایه را افزایش دهد و در پرتو آن شاید بتوان به شناسایی عوامل دیگری که توانایی توضیح دادن تغییرات کارایی سرمایه گذاری شرکت را داشته باشند دست یافت.

با توجه به نتایج حاصل از بررسی فرضیه ؛ بین مدیریت ریسک شرکت و کارایی سرمایه گذاری رابطه معناداری وجود دارد؛ بنابراین مدیریت ریسک شرکت، دارای منافع اطلاعاتی می باشد و موجب شناسایی ناکارایی سرمایه گذاری می شود؛ براساس نتایج پژوهش پیشنهاد میشود شرکتهای تجاری از واحدهایی مجزا برای مدیریت اثربخش ریسک و به عبارت بهتر از کمیته های تخصصی مدیریت اثربخش ریسک استفاده کنند تا اینگونه کارایی سرمایه گذاری خود را بتوانند بهبود دهند. سرمایه گذاران در بازارهای مالی نیز از الگوهای مدیریت اثربخش ریسک برای ارزیابی صحیح و واقعی از ریسک برای کسب بازده بالاتر در آینده استفاده کنند.

به منظور بررسی های بیشتر به محققین آتی پیشنهاد می گردد به بررسی رابطه بین انواع ریسک و کارایی سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بپردازند. شایان ذکر است مهم ترین محدودیت پژوهش آتی که بر پایه آمار استنباطی انجام می شود، در خصوص تعمیم نتایج آن به سایر شرایط و دوره ها است. این امکان وجود دارد که روابطی که در پژوهش حاضر، ثابت شده اند، در دوره ها و یا شرایط متفاوت از شرایط این پژوهش، برقرار

The banner features a person using a calculator and a computer keyboard on the left. In the center, the text reads: "ISC", "۰۱۲۲۰-۵۹۴۰۴", "نخستین کنفرانس ملی", "چالش ها و راهکارهای نوین در مدیریت، حسابداری و صنعت بیمه", "زمان برگزاری: ۱۴۰۲/۰۷/۲۰", and "MCII-conf.ir". On the right, there are logos for the Islamic Republic of Iran, the Ministry of Economic Affairs and Finance, and the National Institute for Research in Financial Accounting (NIRFA). A green arrow points down and an orange arrow points up.

نباشند. بنابراین، باید در تعمیم نتایج این پژوهش، احتیاط لازم به عمل آید؛ در نهایت شرکت‌هایی که مدیر زن در آن عضو باشند در ایران نسبت به سایر کشورها کمتر می‌باشد. لذا با افزایش حضور مدیران زن در هیئت مدیره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌توان به نتایج دقیق‌تری رسید.

## منابع

- (1) Salin, A. S. A. P., Nor, N. H. M., & Nawawi, A. (2018). "Corporate Governance And Investment Efficiency: Malaysian Evidence". In Proceeding of INSIGHT 2018 1st International Conference on Religion, Social Sciences and Technological Education (pp. 31-40).
- (2) Shin, Y.Z., Chang, JY., Jeon, K. et al. (2020). "Female directors on the board and investment efficiency: evidence from Korea". Asian Bus Manage 19, 438-479. <https://doi.org/10.1057/s41291-019-00066-2>.
- (3) صیادی، محمد؛ دستگیر، محسن؛ علی احمدی، سعید. (۱۳۹۸). مقاله پژوهشی: مطالعه نقش مدیریت ریسک شرکت بر رابطه بین توانایی مدیریت و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری، راهبرد مدیریت مالی، ۷(۱)، صص ۱-۳۸.
- (4) Moore, M. A., & Brauneis, M. J. (2008). "US subprime crisis: Risk management's next steps: Low interest rates, an optimistic view of home prices and creative financial structuring created subprime mortgage euphoria". Bank Accounting & Finance, 21(3), 21-29. <https://link>.
- (5) Nahar, S., Jubba, C., & Azim, M. I. (2016). "Risk governance and performance: A developing country perspective". Managerial Auditing Journal, 31(3), 250-268. <https://doi.org/10.1108/MAJ-02-2015-1158>.
- (6) رجایی زاده هرنیدی، احسان؛ مومنی، مرضیه؛ عربخراسانی، مسعود. (۱۴۰۰). بررسی تاثیر بیش اطمینانی مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی، محل انتشار: فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۴ (۳۸).
- (7) احمدی، شهرزاد؛ سعیدی، پرویز. (۱۴۰۰). بررسی رابطه بین هیئت مدیره در کارایی سرمایه‌گذاری، همایش ملی رویکردهای نوین در حسابداری و امور مالی، علی آباد.
- (8) رضایی، نادر؛ علیپور، وحید. (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین توسعه مالی، محدودیت مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نهمین کنفرانس بین‌المللی اقتصاد، مدیریت و حسابداری با رویکرد ارزش آفرینی، شیراز: موسسه آموزشی مدیران خیره نارون.
- (9) Liu, X., Li, M., Tong, J. Y., & Zhang, F. (2022). "CFO gender and tax aggressiveness: Evidence from China". Pacific-Basin Finance Journal, 71, 101679.
- (10) Lin, Yu-En; Li, Yi-Wen; Cheng, Teng Yuan; Lam, Keith. (2020). "Corporate social responsibility and investment efficiency: Does business strategy matter?". International Review of Financial Analysis, (), 101585-. doi:10.1016/j.irfa.2020.101585 .
- (11) Zhao Jing, XiaoChen., YingHao. (2018). "Monetary policy, government control and capital investment: Evidence from China", China Journal of Accounting Research, 11(3), 233-254.