

## نقش مالکیت دولتی بر رابطه بین فرهنگ کُنْفُوسیوس گرای (مدیران) و سرمایه گذاری بیش از حد

دکتر قادر داداش زاده

دکتری حسابداری و مدرس دانشگاه.  
dr.ghd2020@gmail.com

### چکیده

سرمایه گذاری نقش مهم و کلیدی در رشد و توسعه اقتصادی ایفا می نماید. یکی از مؤلفه های اساسی که بر موضوع سرمایه گذاری تأثیر انکارناپذیر دارد، پدیده فرهنگ کُنْفُوسیوس گرای است. به استناد پژوهش جبران و همکاران (۲۰۱۹)، یکی از عواملی که می تواند ناکارایی سرمایه گذاری شرکت ها را تحت تأثیر قرار دهد، فرهنگ کُنْفُوسیوس گرای (مدیران) است که تاکنون در ادبیات پژوهشی مالی و حسابداری، به این موضوع توجه نشده است. فرهنگ کُنْفُوسیوس گرای به عنوان یک نهاد غیررسمی، مشکلات نمایندگی را کاهش و رفتارهای بیش از حد مدیریتی را مهار می کند. همچنین، مالکیت دولتی به عنوان حاکمیت شرکتی می تواند ارتباط فرهنگ کُنْفُوسیوس گرای و سرمایه گذاری بیش از حد را تضعیف نماید. بنابراین، هدف این پژوهش بررسی ارتباط بین فرهنگ کُنْفُوسیوس گرای (مدیران) و سرمایه گذاری بیش از حد با تأکید بر مالکیت دولتی می باشد. روش پژوهش از نوع توصیفی-همبستگی است و تحلیل آزمون فرضیه های پژوهش با استفاده از روش رگرسیون لاجیت انجام شده است. پژوهش حاضر از حیث هدف کاربردی است. تعداد نمونه آماری پژوهش ۱۳۲ شرکت بورسی در بازه زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۸ که با استفاده از روش نمونه گیری حذفی سیستماتیک انتخاب گردیده است. برای اندازه گیری فرهنگ کُنْفُوسیوس گرای از معیار موقعیت جغرافیایی از مدل دو (۲۰۱۵) استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می دهد بین فرهنگ کُنْفُوسیوس گرای و سرمایه گذاری بیش از حد ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد و مالکیت دولتی موجب تشدید ارتباط بین فرهنگ کُنْفُوسیوس گرای و سرمایه گذاری بیش از حد می شود. بالاتر رفتن پدیده فرهنگ کُنْفُوسیوس گرای، رفتار سرمایه گذاری شرکت ها به سمت غیربهبهینه سوق پیدا می کند؛ یعنی هر چقدر شرکت ها از لحاظ موقعیت جغرافیایی به مراکز فرهنگی نزدیکتر باشند، مدیران شرکت های ایرانی به درستی نمی توانند فرصت های سرمایه گذاری با ارزش (طرح های دارای ارزش فعلی خالص مثبت) در بازار را تشخیص دهند و به نحو مناسب سرمایه گذاری نمایند که این امر با دخالت دولت، بیشتر چالش برانگیز می شود و در نتیجه پیامدهای آن به متضرر شدن سرمایه گذاران و ائتلاف منابع اجتماعی می انجامد.

**واژگان کلیدی:** فرهنگ کُنْفُوسیوس گرای، سرمایه گذاری بیش از حد، مالکیت دولتی.

### مقدمه

سرمایه گذاری یک شرکت در یک سیستم تنها باید توسط فرصت های سرمایه گذاری آنکه با معیار کیوتوبین اندازه گیری می شود، انجام شود (توبین، ۱۹۶۹؛ مودیگیلیانی و میلر، ۱۹۵۸). اگر چه، سرمایه گذاری در یک شرکت ممکن است به دلیل اصطکاک بازار سرمایه از سطح مطلوب منحرف شود (چن و همکاران، ۲۰۱۷). تحقیقات موجود نشان می دهد که

مشکلات نمایندگی بین مدیریّت و سهامداران و همچنین بین سهامداران کنترل کننده و اقلیّت و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریّت و نهادهای مالی می‌تواند بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر بگذارد (ماکلین و همکاران، ۲۰۱۰؛ جیانگ و همکاران، ۲۰۰۶؛ چن و همکاران، ۱۹۸۶؛ چن و همکاران، ۲۰۱۲؛ مایرز و ماجلوف، ۱۹۸۴؛ جنسن، ۲۰۱۲؛ چن و همکاران، ۲۰۱۹). این مشکلات در اقتصادهای نوظهور که مکانیزم‌های حاکمیّت شرکتی ضعیف و به دور از کامل هستند، شدید است (دو، ۲۰۱۵؛ جیانگ و همکاران، ۲۰۱۰؛ یانگ و همکاران، ۲۰۰۸). بنابراین، مطالعات نشان می‌دهد که نهادهای غیررسمی همراه با مکانیزم‌های حاکمیّت شرکتی ضعیف می‌توانند مشکلات نمایندگی را کاهش دهند (دو، ۲۰۱۵؛ ۲۰۱۴؛ ۲۰۱۳). این مطالعه تلاش می‌کند تا بررسی کند که آیا و چگونه فرهنگ کُنفوسیوس‌گرایی به عنوان یک نهاد غیررسمی، می‌تواند مشکلات نمایندگی را مهار کرده و در نتیجه، سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت‌ها را کنترل کند؟ کُنفوسیونیسیم برای هزاران سال تأثیر مهمی بر رفتار مردم داشته است (یائو، ۲۰۰۰). مطالعات نشان می‌دهد که فلسفه کُنفوسیوس می‌تواند بر اخلاق تجاری (چان، ۲۰۰۸؛ ویتکامب و همکاران، ۱۹۹۸)، ارتباطات سازمانی (چن و چونگ، ۱۹۹۴)، رویکردهای مدیریّتی (دالینگر، ۱۹۸۸)، اخلاق تجارت معاصر (آیپ، ۲۰۰۹)، رشد اقتصادی (لام، ۲۰۰۳)، مسئولیّت اجتماعی شرکت‌ها و روابط بین فردی (وانگ و جاسلین، ۲۰۰۹) تأثیر بگذارد. پژوهش‌های اخیر نشان می‌دهد که فرهنگ کُنفوسیوس‌گرایی باعث کاهش سلب مالکیّت سهامداران اقلیّت و تنوع جنسیّتی هیأت‌مدیره می‌شود (دو، ۲۰۱۶؛ ۲۰۱۵). با این حال، تحقیق در مورد تأثیر فرهنگ کُنفوسیوس‌گرایی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکتی، اگر وجود نداشته باشد، کمتر رایج است.

این مطالعه از چند جهت به ادبیات موضوع کمک می‌کند؛ اول، این پژوهش در مورد سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را از منظر دیگری بسط می‌دهد. به‌ویژه، بررسی می‌شود که چگونه فرهنگ کُنفوسیوس‌گرایی به عنوان یک نهاد غیررسمی، بر رفتار بیش از حد سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد. نتایج نشان می‌دهد که فرهنگ کُنفوسیوس‌گرایی یکی از مهم‌ترین سیستم‌های اخلاقی است که می‌تواند تضادهای نمایندگی را کاهش دهد و بنابراین رفتار سرمایه‌گذاری بیش از حد مدیریّتی را کاهش دهد.

دوم، این مطالعه با نشان دادن آن به ادبیات مالی کمک می‌کند که فرهنگ کُنفوسیوس‌گرایی عامل تعیین‌کننده مهمی از سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است. بیشتر مطالعات پیشین نشان می‌دهد که ساز و کارهای حاکمیّت شرکتی مختلف می‌تواند بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مانند کنترل سهامداران، مالکیّت داخلی، سرمایه‌گذاران نهادی، مالکیّت دولت، سطح بالاتر ظرفیّت بدهی، اندازه هیأت‌مدیره بزرگتر و غیره تأثیر بگذارد (هی و کیاو، ۲۰۱۸؛ تانگ و همکاران، ۲۰۱۰؛ هونگ و شن، ۲۰۰۹؛ چو، ۱۹۹۸؛ شیلفر و ویشنی، ۱۹۹۷). با این حال، ادبیات مربوط به تأثیر نهادهای غیررسمی (مانند دین، هنجارهای اجتماعی و فرهنگ) بر تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری شرکت، اگر وجود نداشته باشد، بسیار فراوان است.

سوم، این مطالعه به ادبیات مالی کمک می‌کند که نهادهای غیررسمی مانند دین، فرهنگ و هنجارهای اجتماعی می‌توانند به عنوان جایگزینی برای استانداردسازی سازوکارهای حاکمیّت شرکتی باشند (کائو و همکاران، ۲۰۱۶؛ دو، ۲۰۱۵؛ ۲۰۱۴). به‌ویژه، در کشور چین که حاکمیّت شرکتی استاندارد از کارایی کمتری برخوردار است و اصول اخلاقی تجاری کاملاً دور از ذهن نیست (کائو و همکاران، ۲۰۱۶؛ دو، ۲۰۱۵؛ ۲۰۱۴؛ چانگ و همکاران، ۲۰۱۲)، نهادهای غیررسمی مانند کُنفوسیونیسیم می‌توانند سازوکارهای استاندارد حاکمیّت شرکتی و از این‌رو تأثیرگذاری شرکت‌ها را کامل کنند. چهارم، تأثیر فرهنگ کُنفوسیوس‌گرایی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد در شرکت‌های دولتی برجسته‌تر است (چن و همکاران، ۲۰۱۷؛ دو، ۲۰۱۵؛ جیانگ و همکاران، ۲۰۱۰).

پنجم، این مطالعه به ادبیات اخلاقی اضافه می‌شود که می‌کوشد رفتارهای غیراخلاقی را با ایجاد اخلاقیات و دستورالعمل‌های قانونی کاهش دهد (کائو و همکاران، ۲۰۱۶؛ دو، ۲۰۱۳؛ ۲۰۱۴). فرهنگ کُنْفُوسیوس‌گرایی، اقدامات غیراخلاقی مدیریتی را کاهش می‌دهد که در آن انگیزه‌های امپراطوری‌سازی مدیران را به سمت سرمایه‌گذاری بیش از حد در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی (NPV) سوق می‌دهد و در نتیجه سلب مالکیت می‌نماید. کُنْفُوسیوس-گرایی، به عنوان یک سیستم اخلاقی، سلب مالکیت سهامداران اقلیت را کاهش می‌دهد (دو، ۲۰۱۵).

اهمیت این پژوهش در این است که با توجه به نتایج پژوهش، به مدیران، اعتباردهندگان و پژوهشگران، کمک شایانی در فهم پیامدهای اقتصادی، سیاست‌های مالی و حسابداری شرکت در رابطه با تصمیمات سرمایه‌گذاری کند. با توجه به احساس نیاز، به شناخت بهتر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در ایران، این پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا فرهنگ کُنْفُوسیوس‌گرایی می‌تواند با ناکارایی سرمایه‌گذاری ارتباط داشته باشد و تأثیر مالکیت دولتی بر این ارتباط چگونه است؟ در بسیاری از پژوهش‌های داخلی و خارجی به طور جداگانه عوامل مؤثر بر ناکارایی سرمایه‌گذاری بررسی شده است، اما در هیچ پژوهشی ارتباط بین فرهنگ کُنْفُوسیوس‌گرایی و ناکارایی سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار نگرفته است. بنابراین، تلاش بر این است تا برای نخستین بار جهت آگاهی بیشتر در زمینه ارتباط فرهنگ کُنْفُوسیوس‌گرایی و ناکارایی سرمایه‌گذاری پرداخته شود و با انجام پژوهش حاضر، خلأ مربوط در ادبیات پژوهش‌ها مرتفع شود. در ادامه، ساختار مقاله به این شکل است که ابتدا با ارائه مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه پژوهش، تبیین و توضیح مبسوطی از شیوه اندازه‌گیری متغیرها و مدل پژوهش ارائه می‌شود. سپس یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌ها بیان و در خاتمه نیز به ارائه نتایج و پیشنهادها پژوهش پرداخته می‌شود.

## مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### فرهنگ کُنْفُوسیوس‌گرایی

کُنْفُوسیوس مشهورترین فیلسوف، نظریه‌پرداز سیاسی و معلم چینی است که در چین باستان زندگی می‌کرد. وی در ۵۵۱ پیش از میلاد در ایالت کوچک لو که امروزه بخشی از شهرستان جدید شاندونگ است متولد شد و در ۴۷۹ پیش از میلاد درگذشت. کُنْفُوسیوس از کلمه کونگ فوزی، به معنای «استاد بزرگ، کونگ» گرفته شده است. اسم «کُنْفُوسیوس» در زبان چینی «کونگ فوزی» است که یونانیان با افزودن پسوند «یوس» در پایان نام او، آن را به «کُنْفُوسیوس» دگرگون کردند که در جهان بیشتر بدین نام شناخته شده است. هنگام اشاره به فرهنگ سنتی چین، نام یک شخصیت در اذهان زنده می‌شود و او کسی جز کُنْفُوسیوس نیست. در جامعه چین هیچ‌کس به اندازه «کُنْفُوسیوس» تأثیرگذار نبوده است. به همین دلیل هر کسی تا اندازه‌ای درباره او می‌داند و کم و بیش تحت تأثیر تئوری مکتب «کُنْفُوسیوس» قرار گرفته است (بایرناس، ۲۰۰۲).

کُنْفُوسیوس‌گرایی به عنوان آموزش اخلاقی-سیاسی شناخته شده است که به تدریج در سلسله هان کیهان شناختی و متافیزیکی تکامل یافته است (کرایچ، ۱۹۹۸) و به ایدئولوژی رسمی دولت ملیت هان تبدیل شد. فلسفه کُنْفُوسیونیسیم برای هزاران سال چین و آسیای شرقی را تحت تأثیر قرار داده است و توسط حکام چین شناخته شده است و بنابراین بسیاری از امپراطوران پس از سلسله هان آن را به عنوان اندیشه حاکم خود در نظر گرفتند. کُنْفُوسیونیسیم نسبت به سایر عقاید مذهبی مانند بودیسم، مسیحیت، اسلام، مارکسیسم و سرمایه‌داری و غیره دارای امتیاز است (یی، ۲۰۰۶؛ یائو، ۲۰۰۰؛ کیم، ۲۰۰۲؛ فرانکل، ۲۰۰۶). بی‌شک، سیستم فلسفی کُنْفُوسیوس بر رفتار مردم چین تأثیر گذاشته و بنابراین خانواده‌های جامعه چین را در کنار هم نگه داشته است (دو، ۲۰۱۵؛ جیانگ و همکاران، ۲۰۰۹).

کنفوسیونیسیم به عنوان یک برنامه سیاسی اجتماعی و یک سیستم مذهبی و اخلاقی شناخته شده است که به عنوان یک اصل و یک ایدئولوژی نفوذ در شیوه زندگی چین و سایر کشورهای آسیای شرقی عمل می‌کند (یائو، ۲۰۰۰). سیستم کنفوسیونیسیم بر پنج قانون ثابت استوار است که از فضایل کنفوسیوسی است. آنها عبارتند از انسانیت، درستی، وفاداری خرد و تشریفات / مناسبات. اعتقاد بر این است که این فضایل برای همیشه ثابت مانده و مانند قوانین طبیعی تغییرناپذیر است. این اصول و مقررات اصول راهنمای رفتار فردی و اجتماعی است (یائو، ۲۰۰۰؛ لیو، ۱۹۹۸). بنابراین، در چین بدون تردید رفتار مردم تحت تأثیر فلسفه کنفوسیونیسیم قرار می‌گیرد (دو، ۲۰۱۵). کنفوسیوس، به عنوان یک فلسفه از جنبه‌های مختلف مانند رهبری تحول، اندیشه غربی و شرقی، روابط بین فردی، ارتباطات سازمانی، الگوهای ارتباطی و پاسخ شناختی بر رفتار افراد تأثیر می‌گذارد (یوم، ۱۹۸۸؛ آپ، ۲۰۰۹؛ ردفرن، ۲۰۰۴؛ هان و همکاران، ۲۰۰۵؛ چن، ۲۰۰۸؛ هونگ و همکاران، ۲۰۰۹؛ باس و استیدلمیر، ۱۹۹۹؛ لام، ۲۰۰۳). اخیراً، مطالعات مستند کرده‌اند که کنفوسیوس‌گرایی بر اخلاق تجاری و رفتار شرکت تأثیر می‌گذارد (رومار، ۲۰۰۲؛ دو، ۲۰۱۶؛ ۲۰۱۵).

### ناکارایی سرمایه‌گذاری (بیش از حد)

سرمایه‌گذاری در امور مختلف توسط شرکت‌ها همواره به عنوان یکی از راه‌های مهم توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود و عقب‌ماندگی مورد توجه بوده است. کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت فقط در تمامی طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری کند. البته این سناریو در صورتی کار و ساز است که بازار کامل باشد و هیچ یک از مسائل بازار ناقص از جمله گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹؛ وردی، ۲۰۰۶). در تعیین کارایی سرمایه‌گذاری، حداقل دو معیار نظری وجود دارد؛ معیار اول، بیان می‌کند که به منظور تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نیاز به جمع‌آوری منابع وجود دارد. معیار دوم، نیز بیان می‌کند که اگر شرکت تصمیم به تأمین مالی بگیرد، هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی با آن انجام شود (هوبارد، ۱۹۹۸؛ استین، ۲۰۰۳). از آنجایی که بازار کامل نیست، امکان ناکارآمد بودن سرمایه‌گذاری وجود دارد؛ یعنی مدیران شرکت در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی سرمایه‌گذاری نموده و یا در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت به صورت کامل سرمایه‌گذاری نمی‌نمایند که به ترتیب سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد نامیده می‌شود و هر کدام از این دو حالت باعث تحمیل هزینه‌های نمایندگی به سهامداران شرکت خواهد شد. تصمیمات ناکارایی سرمایه‌گذاری می‌تواند شامل سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی یا عدم سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت باشد (گوماریز و بالستا، ۲۰۱۴).

### مالکیت دولتی

سیستم حاکمیت شرکتی با محوریت دولت می‌تواند به صورت بالقوه بر سیاست‌های صنعتی دولت مؤثر باشد (فان و همکاران، ۲۰۰۷). اگر ارتباطات دولتی به عنوان یک عامل سودآور در نظر گرفته شود، می‌تواند منجر به تحریف تصمیمات سرمایه‌گذاری و یا القاء تصمیمات سرمایه‌گذاری نامناسب گردد که در نتیجه این امر منجر به کاهش ارزش شرکت خواهد شد. اگر چه اشکال مختلف وابستگی دولتی، محیط عملیاتی و رفتار شرکت‌ها بر تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت‌ها تأثیرگذار است (چان و همکاران، ۲۰۱۲). مالکیت دولتی می‌تواند منجر به دو پیامد مکمل هم شود. اولین پیامد مالکیت دولتی، فقدان نظارت مؤثر بر عملکرد مدیران شرکت است؛ زیرا در شرکت‌های دولتی، شخص یا اشخاصی که به نمایندگی از سوی دولت، انتخاب مدیران شرکت را بر عهده دارند، ممکن است دلسوزی لازم را نسبت به منافع اقتصادی دولت نداشته باشند و در نتیجه نظارت مؤثری هم بر عملکرد مدیران شرکت‌های دولتی اعمال نکنند. دومین پیامد

مالکیت دولتی، انتصاب مدیران شرکت و اساس روابط است تا ضوابط از قبیل تجربه و سوابق شغلی در نتیجه این دسته از مدیران تمایل دارند برای ارتقای موقعیت سیاسی خود به هر نحوی شده نظر مساعد کارفرمای دولتی را جلب کنند. به این اثر بالقوه مالکیت دولتی، فرضیه ارتقای سیاسی اطلاق می‌شود (کولینان و همکاران، ۲۰۱۲). طبق فرضیه ارتقای سیاسی، عملکرد مدیران شرکت‌های دولتی به طور عمده بر اساس معیارهای کوتاه‌مدت سنجیده می‌شود. بنابراین، مدیران این شرکت‌ها هم بیشتر بر سرمایه‌گذاری در پروژه‌های کوتاه‌مدت تمرکز می‌کنند؛ پروژه‌هایی که در کوتاه‌مدت آثار مثبت دارند، اما آثار آنها در بلندمدت معکوس می‌شود. مدیران در اثر تمرکز بر معیارهای عملکرد کوتاه‌مدت به استفاده از رویه‌های حسابداری متهوّرانه هم رغبت بیشتری نشان می‌دهند و در نتیجه اخبار خوب را سریعتر از اخبار بد شناسایی و گزارش می‌کنند (ژو و لی، ۲۰۰۸).

### فرهنگ کُنفُوسیوس‌گرایی، مالکیت دولتی و سرمایه‌گذاری بیش از حد

حجم بزرگی از تحقیقات نظری به مشکلات نمایندگی (اصل - اصل و عامل - اصل) و مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی با سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد شرکت ارتباط دارد (هی و کیائو، ۲۰۱۸؛ جیانگ و همکاران، ۲۰۱۱؛ چن و همکاران، ۲۰۰۶؛ استین، ۲۰۰۳). تئوری نمایندگی معتقد است که مدیران با بهره‌مندی از منابع شرکت، منافع شخصی را دنبال می‌کنند و بنابراین کمتر احتمال دارد که همیشه در جهت منافع سهامداران عمل کنند (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). به عنوان مثال، جنسن (۱۹۸۶) استدلال می‌کند که مدیران با بزرگ شدن اندازه شرکت به دنبال منافع شخصی می‌باشند. انگیزه‌های امپراطوری‌سازی، مدیران را به سمت سرمایه‌گذاری با استفاده از جریان نقدی آزاد در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی (NPV) سوق می‌دهد. بنابراین، تحت عنوان چارچوب تئوری نمایندگی، مدیران احتمالاً بیش از حد در پروژه‌های تخریب ارزش سرمایه‌گذاری می‌کنند. بر خلاف تئوری نمایندگی، مدل‌های عدم تقارن اطلاعاتی فرض بر این است که عدم تقارن اطلاعاتی بین اشخاص درون‌سازمانی (مدیران) و اشخاص برون‌سازمانی (سرمایه‌گذاران) منجر به مشکلات سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌شود (مایرز و ماجلوف، ۱۹۸۴؛ مایرز، ۱۹۸۴). مدل عدم تقارن اطلاعاتی فرض می‌کند که در یک بازار سرمایه ناقص، مدیران هنگامی که اطلاعات خصوصی بیشتری درباره بیش‌ارزشیابی اوراق بهادار داشته باشند، اوراق بهادار (سهام و بدهی‌های پُرخطر) منتشر می‌کنند. با این وجود، به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران شرکت‌ها، حتی آنها با پروژه‌های قابلیت سودآوری، تمایلی به انتشار اوراق بهادار جدید ندارند و بدین ترتیب از پروژه‌های سودآور که منجر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌شود، چشم‌پوشی می‌کنند. با توجه به اینکه تضاد نمایندگی اصلی‌ترین دلیل مشکلات سرمایه‌گذاری بیش از حد در کاهش ارزش است، در ادبیات موجود چندین مکانیزم حاکمیت شرکتی رسمی مطرح شده است که می‌تواند تضاد نمایندگی را کاهش دهد. برای مثال، در مطالعات پیشین اشاره شده است که مالکیت داخلی (چو، ۱۹۹۸)، هیأت نظارت بزرگتر (چن و همکاران، ۲۰۱۶)، نسبت سهم بیشتری از سهام قابل معامله (چن و همکاران، ۲۰۱۶)، سرمایه‌گذاران نهادی (او و کیائو، ۲۰۱۸)، کنترل سهامداران (تانگ و همکاران، ۲۰۱۰) و سطح بالاتری از ظرفیت بدهی (هوانگ و شن، ۲۰۰۹) می‌تواند مشکلات سرمایه‌گذاری بیش از حد را کاهش دهد. با وجود تحقیقات گسترده، کمتر توجه شده است که نهادهای غیررسمی مانند دین، فرهنگ و هنجارهای اجتماعی می‌تواند تضادهای نمایندگی را کاهش دهد (دو، ۲۰۱۵؛ ۲۰۱۴؛ ۲۰۱۳). این پدیده به ویژه در اقتصادهای در حال ظهور که سیستم‌های استاندارد حاکمیت شرکتی بسیار کامل نیستند، صادق است. برای یافتن این خلأ، ادعا بر این است که فرهنگ کُنفُوسیوس‌گرایی به عنوان یک نهاد غیررسمی، تضادهای نمایندگی را کاهش می‌دهد و بنابراین رفتارهای سرمایه‌گذاری بیش از حد مدیریتی را محدود می‌کند.



در جامعه چین، خصوصیات شخصی با فضیلت مانند صداقت، درستکاری، وفاداری و اطاعت از فلسفه کُنْفُوسیوس گرفته شده‌اند (تان و اسنل، ۲۰۰۲). پنج مورد ثابت اساسی کُنْفُوسیوس وجود دارد: رن بر الزام انسانیت و نوع دوستی نسبت به دیگران تأکید می‌کند (تان، ۱۹۶۷). بی طرفداران این امر است که فرد باید رفتار مناسب (خوب) را از رفتار ناپسند (بد) تشخیص دهد (لیو، ۱۹۹۸) و نباید به دنبال منافع شخصی با هزینه دیگران باشد. طبق نظر رن و بی، می‌توان ادعا کرد که مدیرانی که از فلسفه کُنْفُوسیوسی پیروی می‌کنند، کمتر می‌توانند منافع شخصی را با هزینه سهامداران دنبال کنند. لی بر هنجارها و رفتار مناسب اجتماعی تمرکز دارد که به عنوان راهنمایی برای رفتار اخلاقی عمل می‌کند (آمس و روزمونت، ۲۰۱۰). بنابراین، می‌توان ادعا کرد که فرهنگ کُنْفُوسیوس‌گرایی بر رفتار اخلاقی تأکید دارد و بنابراین، مدیرانی که تحت تأثیر فرهنگ کُنْفُوسیوس‌گرایی هستند، احتمال انجام اقدامات غیراخلاقی مانند سلب مالکیت از سهامداران کمتر است. ژی پیشنهاد می‌کند که باید منافع بلندمدت در برابر منافع کوتاه‌مدت متعادل شود (لین و همکاران، ۲۰۱۳). به نظر ژی، می‌توان ادعا نمود که کُنْفُوسیوس‌گرایی بر رفتار اخلاقی تأکید دارد و یک مدیر نباید با پیگیری منافع خصوصی با هزینه سهامداران به دنبال منافع کوتاه‌مدت باشد. در نهایت، خین پیشنهاد می‌کند که فرد باید به قول خود عمل کند (تان، ۱۹۶۷). به نظر خین، مدیر (که عامل اصلی است) به احتمال زیاد به قول خود عمل می‌کند و در جهت منافع سهامداران عمل می‌کند. مالمندیر و تیت (۲۰۰۸)، در بررسی رفتار مدیران دریافتند که خصوصیات شخصی آن‌ها، به‌ویژه اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی، ممکن است به انحرافات در تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت منجر شود و این مدیران خوش‌بین به‌طور معنی‌داری حساسیت سرمایه‌گذاری بیشتری به جریان‌های نقدی آزاد، به‌ویژه در شرکت‌های سهامی دارند. نتایج پژوهش جبران و همکاران (۲۰۱۹) نشان داد که بین فرهنگ کُنْفُوسیوس‌گرایی و سرمایه‌گذاری بیش از حد ارتباط منفی وجود دارد.

همان‌طوری که اشاره شد، فرهنگ کُنْفُوسیوس‌گرایی به عنوان یک سیستم اخلاقی، می‌تواند تضادهای نمایندگی مدیران - سهامداران را کاهش دهد و بنابراین رفتار مدیریتی سرمایه‌گذاری بیش از حد را مهار کند. یافته دو (۲۰۱۳) از این مفاهیم پشتیبانی می‌کند که نشان می‌دهد که دین می‌تواند هزینه‌های نمایندگی مدیر - مالک را کاهش دهد، مضافاً، دو (۲۰۱۳) نشان داد که احتمال سلب مالکیت سهامداران اقلیت در شرکت‌هایی که در مناطقی با محیط کُنْفُوسیوس - گرایی قوی قرار دارند، کمتر است. بنابراین، فرهنگ کُنْفُوسیوس‌گرایی می‌تواند تضادهای نمایندگی را کاهش دهد و مدیران شرکت‌های مناطقی که فرهنگ کُنْفُوسیوس‌گرایی قوی‌تر دارند، رفتارهای سرمایه‌گذاری بیش از حد کمتری از خود نشان می‌دهند. بنابراین، فرضیه اول پژوهش به صورت زیر تدوین می‌شود:

**فرضیه اول:** بین فرهنگ کُنْفُوسیوس‌گرایی و سرمایه‌گذاری بیش از حد ارتباط منفی وجود دارد.

تأثیر فرهنگ کُنْفُوسیوس‌گرایی و سرمایه‌گذاری بیش از حد برای شرکت‌های دولتی ضعیف‌تر از شرکت‌های غیردولتی است. مطالعات پیشین نشان می‌دهد که اثرات سرمایه‌گذاری (بیش از حد یا کمتر از حد سرمایه‌گذاری) در شرکت‌های دولتی نتیجه طبیعی عدم تفکیک مالکیت و کنترل و کاهش نظارت بر مدیران است (هی و کیائو، ۲۰۱۸؛ چن و همکاران، ۲۰۱۷؛ بوباگری و همکاران، ۲۰۱۳). مدیران شرکت‌های دولتی اغلب به جای دستیابی به اهداف حداکثر ثروت سهامداران اقلیت، به عنوان تحقق اهداف سیاسی - اجتماعی صاحبان دولت تلقی می‌شوند (هی و کیائو، ۲۰۱۸). اهداف سیاسی - اجتماعی اغلب شامل حداکثر اشتغال و دستمزد، ارائه کالاها و خدمات ارزان و تولید کالاهای غیرضروری که مربوط به تصمیمات سرمایه‌گذاری یک شرکت است (بوباگری و همکاران، ۲۰۰۸). عدم انطباق منافع و ناکارایی سرمایه‌گذاری، مشکلات نمایندگی در شرکت‌های دولتی را تشدید می‌کند (چن و همکاران، ۲۰۱۷) و چنین مشکلات در شرکت‌های دولتی نسبت به شرکت‌های غیردولتی بیشتر رایج است (هی و کیائو، ۲۰۱۸؛ دو، ۲۰۱۴؛ ۲۰۱۳؛ لو و شی، ۲۰۱۲؛ جیانگ و همکاران، ۲۰۱۰). ارتباط منفی فرهنگ کُنْفُوسیوس‌گرایی و سرمایه‌گذاری بیش از حد توسط مالکیت دولتی تضعیف

می‌شود (جبران و همکاران، ۲۰۱۹). علاوه بر این، اکثر مدیران عامل (و سایر مدیران) در شرکت‌های دولتی چینی توسط حزب کمونیست چین منصوب می‌شوند. این افراد دیدگاه‌های ملحدانه دارند و کمتر به نظر می‌رسد که کنفوسیوس را به عنوان نظام فلسفی خود در نظر بگیرند (دو، ۲۰۱۵). بنابراین، تصمیم‌گیری مدیران در شرکت‌های دولتی کمتر تحت تأثیر کنفوسیوس‌گرایی است. با این حال، مدیران در شرکت‌های غیردولتی کمتر به عضویت CPC در می‌آیند و بنابراین تحت تأثیر کنفوسیوس‌گرایی قرار دارند (دو، ۲۰۱۵). همان طوری که اشاره شد، تأثیر منفی فرهنگ کنفوسیوس‌گرایی بر رفتار بیش از حد سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های دولتی ضعیف‌تر است و (دو، ۲۰۱۵) از این مفاهیم حمایت می‌کند. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش به صورت زیر تدوین می‌شود:

**فرضیه دوم:** مالکیت دولتی ارتباط منفی بین فرهنگ کنفوسیوس‌گرایی و سرمایه‌گذاری بیش از حد را تضعیف می‌کند.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ هدف، از نوع کاربردی و از نظر فرآیند اجرا، از نوع کمی و از نوع بعد زمانی، از نوع پژوهش‌های گذشته‌نگر و پس‌رویدادی است. برای آزمون فرضیه‌های از تحلیل رگرسیون لاجیت استفاده شده است. برای انجام این کار، اطلاعات مورد نیاز از شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران با در نظر گرفتن شرایط زیر جمع‌آوری شدند:

الف) سال مالی نمونه انتخابی منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

ب) داده‌های مورد نیاز برای دوره زمانی پژوهش در دسترس باشد.

ج) سال مالی در طی دوره پژوهش تغییر نکرده باشد.

د) به دلیل ماهیت خاص فعالیت، جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، بانک‌ها و لیزینگ نباشد.

ر) توقف معاملاتی بیش از شش ماه نداشته باشد (به این دلیل است که در آن صورت بیش از نیمی از سال، اطلاعات بازاری شرکت وجود ندارد و به نتایج نمی‌شود کرد).

با اعمال گزینش‌های ذکر شده، در نهایت تعداد ۱۳۲ شرکت برای نمونه آماری انتخاب شدند. داده‌های مالی مورد نیاز پژوهش از طریق صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران به نشانی [www.codal.ir](http://www.codal.ir) به دست آمده است. پس از استخراج داده‌ها و محاسبه مقدار متغیرها در نرم‌افزار Excel جمع‌آوری شد و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از نرم‌افزار Eviews استفاده شده است.

### متغیرها و مدل‌های پژوهش

به استناد پژوهش جبران و همکاران (۲۰۱۹)، برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های زیر استفاده می‌شود:

مدل فرضیه اول (۱)

$$\text{Over-Inv}_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 \text{CONF}_{i,t} + \lambda_2 \text{FCF}_{i,t} + \lambda_3 \text{TOP1}_{i,t} + \lambda_4 \text{SIZE}_{i,t} + \lambda_5 \text{TUNNEL}_{i,t} + \lambda_6 \text{IND}_{i,t} + \lambda_7 \text{BOARD}_{i,t} + \lambda_8 \text{DUALITY}_{i,t} + \lambda_9 \text{GROWTH}_{i,t} + \lambda_{10} \text{CEO\_EDUCATION}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل فرضیه دوم (۲)

$$\text{Over-Inv}_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 \text{CONF}_{i,t} + \lambda_2 \text{STATE}_{i,t} + \lambda_3 \text{CONF*STATE}_{i,t} + \lambda_4 \text{FCF}_{i,t} + \lambda_5 \text{TOP1}_{i,t} + \lambda_6 \text{SIZE}_{i,t} + \lambda_7 \text{TUNNEL}_{i,t} + \lambda_8 \text{IND}_{i,t} + \lambda_9 \text{BOARD}_{i,t} + \lambda_{10} \text{DUALITY}_{i,t} + \lambda_{11} \text{GROWTH}_{i,t} + \lambda_{12} \text{CEO\_EDUCATION}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در ادامه به معیار سنجش متغیرهای پژوهش پرداخته می‌شود:

### سرمایه گذاری بیش از حد (Over-Inv)

سرمایه گذاری در پروژه های دارای خالص ارزش فعلی منفی، سرمایه گذاری بیش از حد یا بیش سرمایه گذاری تعبیر می شود (گوماریز و بالستا، ۲۰۱۴). برای اندازه گیری سرمایه گذاری بیش از حد از مدل ریچاردسون (۲۰۰۶) به شرح زیر استفاده می شود (ژانگ و سو، ۲۰۱۵؛ چن و همکاران، ۲۰۱۶؛ گوارگیلیا و یانگ، ۲۰۱۶؛ گائو و همکاران، ۲۰۱۷؛ هی و کیاو، ۲۰۱۸؛ چن و همکاران، ۲۰۱۹):

$$I_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 I_{i,t-1} + \beta_2 GROWTH_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t-1} + \beta_4 CASH_{i,t-1} + \beta_5 SIZE_{i,t-1} + \beta_6 RET_{i,t} + \beta_7 AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$I_{i,t-1}$ : میزان سرمایه گذاری در دارایی های سرمایه ای در سال  $t-1$ .

$GROWTH_{i,t-1}$ : درصد رشد درآمدهای عملیاتی در سال  $t-1$ .

$LEV_{i,t-1}$ : اهرم مالی در سال  $t-1$  (کل بدهی ها / کل دارایی ها)

$CASH_{i,t-1}$ : موجودی نقد و معادل آن در سال  $t-1$  (موجودی نقد + سرمایه گذاری کوتاه مدت / کل دارایی ها).

$SIZE_{i,t-1}$ : اندازه شرکت در سال  $t-1$  (لگاریتم طبیعی کل دارایی ها).

$RET_{i,t-1}$ : بازده سهام شرکت در سال  $t-1$  که به صورت زیر محاسبه می شود (داداش زاده و رحیم زاده اصل، ۱۳۹۹):

$$R_{i,t} = \frac{(1 + \alpha + \beta) * (P_{i,t} + DPS) - P_{i,t-1} - \alpha (1000)}{P_{i,t-1} + \alpha (1000)}$$

$\alpha$ : درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی.

$\beta$ : درصد افزایش سرمایه از محل سود انباشته و اندوخته ها.

$P_{i,t}$ : قیمت سهام پایان سال.

$DPS$ : سود نقدی هر سهم.

$AGE_{i,t-1}$ : سن (عمر) شرکت در سال  $t-1$ .

$\varepsilon_{i,t}$ : مقادیر باقی مانده (پسماند) مدل که طبق جدول (۱) تحلیل می شود (داداش زاده و رحیم زاده اصل، ۱۳۹۹):

#### جدول (۱): تعیین وضعیت مقادیر باقی مانده (پسماند) مدل

مقادیر پسماندهای مدل ( $\varepsilon_{i,t}$ )	وضعیت سرمایه گذاری
مقادیر پسماند مدل ( $\varepsilon_{i,t}$ )	ناکارایی سرمایه گذاری
مقادیر مثبت پسماند مدل ( $\varepsilon_{i,t}$ )	سرمایه گذاری بیش از حد
مقادیر منفی پسماند مدل ( $\varepsilon_{i,t}$ )	سرمایه گذاری کمتر از حد

### فرهنگ کُنُوسِیوس گرای (CONF)

برای سنجش متغیر فرهنگ کُنُوسِیوس گرای از مدل دو (۲۰۱۵ و ۲۰۱۶) با پیروی از پژوهش جبران و همکاران (۲۰۱۹) از موقعیت جغرافیایی استفاده شده است. نزدیکی شرکت ها به مراکز فرهنگی از نظر جغرافیایی می تواند منجر به سطوح بالاتری از فرهنگ اجتماعی مدیران شرکت ها از قبیل صداقت، درستکاری، عزت نفس، وجدان کاری، شجاعت و ایمن بودن رفتار و عقاید آنها شود. ارزیابی موقعیت جغرافیایی، طی چهار مرحله انجام می شود:

- محل و موقعیت مراکز فرهنگی کُنُوسِیوس گرای و همچنین آدرس ثبت شده دفاتر مرکزی شرکت ها با استفاده از نقشه "Google-earth" شناسایی شده، و سپس فاصله بین آدرس ثبت شده شرکت ها و مراکز فرهنگی کُنُوسِیوس گرای بر اساس طول و عرض جغرافیایی مربوطه به شرح زیر محاسبه می شود:

$$\text{Cos}\beta = \text{Sin}\omega F \times \text{Sin}\omega C \times \text{Cos}\omega F \times \text{Cos}\omega C \times \text{Cos}(\mu_F - \mu_C)$$

- طول قوس در هر شعاع به صورت زیر محاسبه می شود:



$$\text{rad} = \frac{40075.04}{360^{\circ}} \times \frac{180^{\circ}}{\pi}$$

- با استفاده از سیستم اطلاعات جغرافیایی فاصله بین مراکز فرهنگی کُنُوسوس گرایبی و آدرس ثبت شده شرکت‌ها را محاسبه می‌کنیم:

$$\text{DIS}_i = \text{rad} \times \left( \frac{\pi}{2} - \arctan \left( \frac{\text{Cos}\beta}{\sqrt{1 - \text{Cos}^2\beta}} \right) \right)$$

- در نهایت، موقعیت جغرافیایی به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{CONF}_N = \frac{\text{Max\_DIS}_N - \text{DIS}_N}{\text{Max\_DIS}_N - \text{Min\_DIS}_N}$$

N: تعداد مراکز فرهنگی که برای هر شرکت شناسایی شده است.

### مالکیت دولتی (STATE)

درصد سهام شرکت که در دست دولت، سازمان‌ها و شرکت‌های دولتی و شرکت‌های شبه دولتی می‌باشد. مالکیت دولتی یک متغیر مجازی می‌باشد؛ چنان‌چه شرکت دولتی باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر تعلق می‌گیرد (دو، ۲۰۱۵ و ۲۰۱۶؛ ژانگ و سو، ۲۰۱۵).

نسبت جریان نقد عملیاتی (FCF): جریان نقد عملیاتی / کل دارایی‌ها.

درصد سهام سهامداران عمده (TOP1): درصد سهام نگهداری شده توسط بزرگترین سهامداران شرکت.

اندازه شرکت (SIZE): لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت.

حساب‌های دریافتی (TUNNEL): حساب‌های دریافتی / کل دارایی‌ها.

استقلال اعضای هیأت‌مدیره (IND): تعداد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره / تعداد اعضای هیأت‌مدیره.

تعداد اعضای هیأت‌مدیره (BOARD): تعداد هیأت‌مدیره که در ترکیب اعضای هیأت‌مدیره هستند.

نقش دوگانگی وظیفه مدیرعامل (DUALITY): چنان‌چه مدیرعامل شرکت، رئیس یا نائب رئیس هیأت‌مدیره باشد، برابر عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر لحاظ می‌شود.

رشد فروش (GROWTH): درصد تغییر در درآمدهای عملیاتی شرکت.

سطح تحصیلات مدیرعامل (CEO\_EDUCATION): به پنج دسته ۱ = تحصیلات دبیرستان یا کمتر، ۲ = سطح دانشگاه، ۳ = سطح کارشناسی، ۴ = سطح کارشناسی‌ارشد و ۵ = دکترا تقسیم می‌شود.

### آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

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

جدول (۲): نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	انحراف معیار	حداکثر	حداقل	چولگی	کشیدگی
$I_{i,t}$	۰.۰۱۶۶	۰.۰۸۰۱	۰.۷۰۰۲	-۰.۶۵۰۵	۱.۲۳۶	۲۲.۵۲۲
$I_{i,t-1}$	۰.۰۱۴۱۷	۰.۰۷۵۳	۰.۷۰۰۲	-۰.۶۰۲۵	۱.۵۲۷	۲۲.۹۸۹
$\text{GROWTH}_{i,t-1}$	۰.۲۲۱۲	۰.۵۱۴۰	۶.۷۰۹۳	-۱.۰۰۰	۵.۲۷۳	۵۰.۸۰۲
$\text{LEV}_{i,t-1}$	۰.۵۵۹۹	۰.۱۸۹۷	۱.۳۲۱۲	۰.۰۱۲۷	-۰.۳۳۸	۰.۰۴۳
$\text{CASH}_{i,t-1}$	۰.۰۶۷۴	۰.۰۸۲۹	۰.۸۳۳۷	۰.۰۰۰۳	۲.۹۱۳	۱۲.۱۷۲
$\text{SIZE}_{i,t-1}$	۱۴.۰۸۷	۱.۵۹۱۰	۱۹.۷۷۸	۹.۹۴۹۷	۰.۷۳۲	۰.۹۷۳

۶.۷۳۸	۲.۱۶۵	-۰.۹۰۹۱	۵.۹۰۱۸	۰.۸۹۳	۰.۳۴۸۰	RET <sub>i,t</sub>
-۰.۹۷۵	-۰.۵۲۹	۲.۰۰۰	۴.۰۰۰	۰.۵۳۴	۳.۵۴	AGE <sub>i,t</sub>
۰.۱۶۲	-۰.۵۵۹	۰.۰۰۰۰	۰.۸۶۸۹	۰.۲۱۳۵	۰.۴۹۵۸	CONF
۰.۴۶۵	۰.۵۲۷	-۰.۴۶۰۰	۰.۶۸۷۲	۰.۱۳۳۹	۰.۱۲۳۲	FCF
-۰.۳۶۷	۰.۰۳۵	۰.۰۴۰۱	۰.۹۹۴۵	۰.۲۰۲۱	۰.۵۰۱۹	TOP1
۱.۰۴۸	۰.۷۴۷	۱۰.۳۱	۲۰.۱۸۳	۱.۶۰۹۴	۱۴.۲۶۰	SIZE
۰.۲۲۱	۰.۷۵۸	۰.۰۰۰۰	۰.۹۲۷۳	۰.۱۴۴۲	۰.۲۴۶۴	TUNNEL
۰.۰۶۳	-۰.۲۷۵	۰.۰۰۰۰	۱.۰۰۰	۰.۱۸۰۳	۰.۶۷۵۸	IND
۳۶.۰۶۹	۳.۷۷۴	۳.۰۰۰	۷.۰۰۰	۰.۲۹۵۷	۵.۰۲۱۲	BOARD
۴۹.۴۲۱	۵.۲۲۲	-۱.۰۰۰	۶.۷۰۹۳	۰.۵۵۰۹	۰.۲۶۴۵	GROWTH
۰.۱۶۳	-0/064	۱.۰۰۰	۵.۰۰۰	۰.۷۸۰۲	۳.۷۴۷۷	CEO_EDUCATION
۵۲۳ (۳۹/۶٪)		مقدار و (درصد) سرمایه‌گذاری بیشتر از حد (عدد یک)				INV_INEFF
۷۹۷ (۶۰/۴٪)		مقدار و درصد سرمایه‌گذاری کمتر از حد (عدد صفر)				
۲۸۰ (۲۱/۲٪)		مقادیر و (درصد) مالکیت دولتی (عدد یک)				STATE
۱۰۴۰ (۷۸/۸٪)		مقادیر و (درصد) عدم مالکیت دولتی (عدد صفر)				
۳۶۴ (۲۷/۶٪)		مقادیر و (درصد) وجود نقش دوگانگی وظیفه مدیرعامل (عدد یک)				DUALITY
۹۵۶ (۷۲/۴٪)		مقادیر و (درصد) عدم وجود نقش دوگانگی وظیفه مدیرعامل (عدد صفر)				

در جدول فوق، مقادیر میانگین؛ متغیر CONF، شرکت‌های ایرانی از نظر موقعیت جغرافیایی نسبت به نزدیکی مسیر مراکز فرهنگی در سطح متوسط قرار دارند. متغیر TOP1، سطح متوسطی از درصد سهام شرکت‌ها در اختیار بزرگترین سهامداران قرار دارند. متغیر IND، شرکت‌های ایرانی تمایل بیشتری نسبت به حضور مدیران غیرموظف در ترکیب اعضای هیأت‌مدیره داشته‌اند. متغیر CEO\_EDUCATION، اکثر مدیران شرکت‌ها از تحصیلات تکمیلی و عالی برخوردار نبوده‌اند. مقدار INV\_INEFF، سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها کمتر از سطح مورد انتظار بوده است. مقدار STATE، اکثر درصد سهام شرکت‌ها در دست سهامداران غیردولتی هستند.

### نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

با توجه به اینکه در پژوهش حاضر متغیر وابسته پیوسته نمی‌باشد و تنها یکی از دو ارزش صفر (+) و یک (۱) را اختیار می‌کند، برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون لاجیت چندمتغیره استفاده شده است. مهم‌ترین ویژگی مدل رگرسیون لاجیت این است که نیازی به برقراری مفروضات نرمال بودن و همسانی ماتریس‌های کوواریانس ندارد. برای بررسی اعتبار و قدرت نیکویی برازش در مدل‌های رگرسیونی با متغیر وابسته دوجمله‌ای می‌توان از آزمون‌ها و معیارهای مختلفی نظیر نسبت راستنمایی، ضریب تعیین مک-فادن، آزمون هاسمر-لمشو و درصد صحت پیش‌بینی استفاده کرد (افلاطونی، ۱۳۹۵: ۲۷۸). در پژوهش حاضر نیز از این آزمون‌ها استفاده شده است.

آزمون هاسمر-لمشو مشاهدات واقعی و برآورد شده متغیر وابسته را به طبقاتی رده‌بندی کرده و در هر طبقه، میزان برابری مقادیر پیش‌بینی شده و واقعی را مقایسه می‌کند و بر اساس این مقایسه‌ها، دو آماره با نام‌های آماره هاسمر-لمشو و آماره اندروز ارائه می‌نماید. در هر دو آماره مذکور، فرضیه صفر مبتنی بر برابری مشاهدات پیش‌بینی شده و واقعی متغیر

وابسته می‌باشد که بیانگر بالا بودن قدرت نیکویی برازش مدل است. مقدار معناداری بیشتر از ۵ درصد، نشان‌دهنده نیکویی برازش مدل است (افلاطونی، ۱۳۹۵).

جدول (۳): آزمون هاسمر - لمشو مدل اول پژوهش

H-L Value	حالتی که متغیر وابسته برابر یک است.		حالتی که متغیر وابسته برابر صفر است.		ردیف
	مقدار واقعی	مقدار پیش‌بینی شده	مقدار واقعی	مقدار پیش‌بینی شده	
۰.۰۰۹۲۸	۳۵.۵۰۹۳	۳۶	۹۶.۴۹۰۷	۹۶	۱
۰.۳۹۴۱۰	۴۱.۳۴۵۲	۳۸۳۸	۹۰.۶۵۴۸	۹۴	۲
۰.۱۹۴۲۳	۴۴.۶۰۵۰	۴۷	۸۷.۳۹۵۰	۸۵	۳
۰.۹۷۳۶۹	۴۷.۴۳۹۷	۴۲	۸۴.۵۶۰۳	۹۰	۴
۰.۵۶۲۲۲	۴۹.۸۲۴۰	۵۴	۸۲.۱۷۶۰	۷۸	۵
۰.۲۶۹۷۰	۵۲.۹۲۴۲	۵	۷۹.۰۷۵۸	۸۲	۶
۰.۰۰۰۵۶	۵۵.۸۶۵۹	۵۶	۷۶.۱۳۴۱	۷۶	۷
۰.۰۰۶۰۲۴	۵۹.۴۰۲۸	۵۸	۷۲.۵۹۷۲	۷۴	۸
۰.۸۸۱۱۹	۶۳.۶۱۱۰	۶۹	۶۸.۳۸۹۰	۶۳	۹
۰.۰۰۸۵۰	۷۲.۴۷۲۹	۷۳	۵۹.۵۲۷۱	۵۹	۱۰
	آماره هاسمر - لمشو (سطح معناداری) ۳/۳۵۳ (۰/۹۱۰)				
	آماره اندروز (سطح معناداری) ۵/۸۱۴ (۰/۸۳۰)				

جدول (۴): آزمون هاسمر - لمشو مدل دوم پژوهش

H-L Value	حالتی که متغیر وابسته برابر یک است.		حالتی که متغیر وابسته برابر صفر است.		ردیف
	مقدار واقعی	مقدار پیش‌بینی شده	مقدار واقعی	مقدار پیش‌بینی شده	
۱.۸۲۳۴۰	۳۰.۵۴۲۶	۲۴	۱۰۱.۴۵۷	۱۰۸	۱
۰.۰۰۷۵۵	۴۰.۴۶۰۳	۴۰	۹۱.۵۳۹۷	۹۲	۲
۱.۹۸۲۴۱	۴۴.۳۵۸۹	۵۲	۸۷.۶۴۱۱	۸۰	۳
۰.۰۶۱۹۳	۴۷.۶۲۶۹	۴۹	۸۴.۳۷۳۱	۸۳	۴
۳.۵۸۷۰۵	۵۰.۵۷۸۸	۴۰	۸۱.۴۲۱۲	۹۲	۵
۰.۴۰۱۶۰	۵۳.۴۲۶۲	۵۷	۷۸.۵۷۳۸	۷۵	۶
۰.۰۰۵۸۷	۵۶.۵۶۴۵	۵۷	۷۵.۴۳۵۵	۷۵	۷
۱.۴۱۰۴۴	۶۰.۲۰۴۰	۶۷	۷۱.۷۹۶۰	۶۵	۸
۰.۰۰۶۹۲	۶۴.۵۲۲۲	۶۵	۶۷.۴۷۷۸	۶۷	۹
۰.۲۲۷۴۲	۷۴.۷۱۵۵	۷۲	۵۷.۲۸۴۵	۶۰	۱۰
	آماره هاسمر - لمشو (سطح معناداری) ۹/۵۱۴ (۰/۳۰۰)				
	آماره اندروز (سطح معناداری) ۱۳/۵۲۳ (۰/۱۹۵)				

در جداول فوق، مقادیر احتمال معناداری آماره‌های هاسمر - لمشو و اندروز به ترتیب (۰/۹۱۰ و ۰/۸۳۰) برای مدل اول و (۰/۳۰۰ و ۰/۱۹۵) برای مدل دوم می‌باشد. از آنجایی که این مقادیر بزرگتر از ۵ درصد است، بنابراین فرض صفر در آزمون‌های فوق پذیرفته می‌شود که بیانگر بالا بودن قدرت نیکویی برازش مدل لاجیت پژوهش است. یکی دیگر از تکنیک‌های بررسی قدرت نیکویی برازش رگرسیون لاجیت دوجمله‌ای، حاصل جمع درصد پیش‌بینی صحیح مشاهدات  $y=1$  و درصد پیش‌بینی صحیح مشاهدات  $y=0$  می‌باشد. هر اندازه این حاصل جمع بالاتر باشد، توان تبیین

مدل بالاتر خواهد بود. صاحب نظران علم اقتصادسنجی معتقدند یک مدل رگرسیون لجستیک زمانی می تواند قابل قبول باشد که درصد صحت پیش بینی آن بالای ۵۰ درصد باشد (افلاطونی، ۱۳۹۵). نتایج آزمون این تکنیک برای مدل های پژوهش در جدول (۵) ارائه شده است.

جدول (۵): آزمون درصد صحت پیش بینی مدل های پژوهش

حالت	درصد صحت پیش بینی مدل		
	مدل اول	مدل دوم	کل مدل
درصد صحت پیش بینی حالتی که متغیر وابسته برابر صفر است.	۹۲/۴۷	۹۰/۷۲	۶۱/۵۲
درصد صحت پیش بینی حالتی که متغیر وابسته برابر یک است.	۱۴/۳۴	۱۶/۴۴	۶۱/۲۹

خلاصه نتایج آماری فرضیه اول به صورت زیر است:

جدول (۶): نتایج آزمون فرضیه اول

Over-Inv <sub>i,t</sub> = λ <sub>0</sub> + λ <sub>1</sub> CONF <sub>i,t</sub> + λ <sub>2</sub> FCF <sub>i,t</sub> + λ <sub>3</sub> TOPI <sub>i,t</sub> + λ <sub>4</sub> SIZE <sub>i,t</sub> + λ <sub>5</sub> TUNNEL <sub>i,t</sub> + λ <sub>6</sub> IND <sub>i,t</sub> + λ <sub>7</sub> BOARD <sub>i,t</sub> + λ <sub>8</sub> DUALITY <sub>i,t</sub> + λ <sub>9</sub> GROWTH <sub>i,t</sub> + λ <sub>10</sub> CEO_EDUCATION <sub>i,t</sub> + ε <sub>i,t</sub>				
VIF	سطح معنی داری	آماره Z	ضریب برآوردی	متغیرها
-	۰.۶۷۶۶	-۰.۴۱۷۰	-۰.۵۲۱۳	C
۱.۰۴۰	۰.۰۳۲۵	۲.۱۳۷۹	۰.۵۸۷۸	CONF
۱.۰۷۳	۰.۰۰۰۲	۳.۶۶۳۲	۱.۶۰۴۳	FCF
۱.۰۵۶	۰.۵۳۰۸	-۰.۶۲۶۷	-۰.۱۸۱۹	TOPI
۱.۱۳۳	۰.۰۳۴۷	-۲.۱۱۱۹	-۰.۰۸۰۵	SIZE
۱.۱۳۴	۰.۸۳۸۸	۰.۲۰۳۴	۰.۰۷۰۸	TUNNEL
۱.۱۵۲	۰.۰۹۳۷	-۱.۶۷۶۳	-۰.۵۷۱۲	IND
۱.۰۲۱	۰.۷۷۱۹	۰.۲۸۹۸	۰.۰۵۶۷	BOARD
۱.۰۹۶	۰.۷۲۲۹	۰.۳۵۴۵	۰.۰۴۷۱	DUALITY
۱.۰۰۹	۰.۰۰۹۳	۲.۶۰۰۱	۰.۲۷۷۵	GROWTH
۱.۱۵۳	۰.۰۰۴۶	۲.۸۳۰۹	۰.۲۲۳۷	CEO_EDUCATION
احتمال F (۰/۰۰۰)			R2 مکفادن (۰/۰۲۰۸)	

برای بررسی مشکل همخطی بین متغیرها از عامل تورم واریانس استفاده شد که میزان عامل تورم واریانس برای متغیرها کمتر از عدد ۱۰ است، بنابراین، متغیرهای توضیحی موجود در مدل پژوهش، مشکل همخطی ندارد. مقدار R<sup>2</sup> مکفادن حاکی از این است که متغیرهای توضیحی پژوهش، ۲ درصد از تغییر متغیر وابسته را توضیح می دهند. مقدار احتمال معناداری محاسبه شده برای آماره نسبت راستنمایی در هر یک از موارد کمتر از ۵ درصد است. بنابراین، نتایج به دست آمده مؤید معنادار بودن کل مدل پژوهش می باشد. مقادیر برآورد شده ضریب متغیر (CONF) ملاک ارزیابی فرضیه پژوهش است. ملاحظه می شود سطح معناداری مدل اول (۰/۰۳۲۵) کمتر از ۵ درصد است، بنابراین، بین فرهنگ کُنفوسیوس گرایی و سرمایه گذاری بیش از حد ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد؛ یعنی فرهنگ کُنفوسیوس گرایی موجب تشدید سطح سرمایه گذاری بیش از حد شرکت ها می شود.

خلاصه نتایج آماری فرضیه دوم به صورت زیر است:

جدول (۷): نتایج آزمون فرضیه دوم

$$\text{Over-Inv}_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 \text{CONF}_{i,t} + \lambda_2 \text{STATE}_{i,t} + \lambda_3 \text{CONF} * \text{STATE}_{i,t} + \lambda_4 \text{FCF}_{i,t} + \lambda_5 \text{TOPI}_{i,t} + \lambda_6 \text{SIZE}_{i,t} + \lambda_7 \text{TUNNEL}_{i,t} + \lambda_8 \text{IND}_{i,t} + \lambda_9 \text{BOARD}_{i,t} + \lambda_{10} \text{DUALITY}_{i,t} + \lambda_{11} \text{GROWTH}_{i,t} + \lambda_{12} \text{CEO\_EDUCATION}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیرها	ضریب برآوردی	آماره Z	سطح معنی داری	VIF
C	-۰.۰۳۶۱	-۰.۰۲۸۶	۰.۹۷۷۱	-
CONF	۰.۰۸۶۵	۰.۲۸۳۴۷	۰.۷۷۶۸	۱.۳۱۶
STATE	-۱.۳۸۴۱	-۳.۳۳۷۲	۰.۰۰۰۸	۶.۴۲۴
CONF*STATE	۲.۲۶۹۹	۳.۵۴۶۹	۰.۰۰۰۴	۶.۶۴۵
FCF	۱.۷۶۸۸	۳.۹۷۵۴	۰.۰۰۰۱	۱.۰۸۷
TOPI	-۰.۲۰۶۴	-۰.۷۰۷۵	۰.۴۷۹۲	۱.۰۶۳
SIZE	-۰.۰۹۰۸	-۲.۲۴۷۷	۰.۰۲۴۶	۱.۲۶۴
TUNNEL	۰.۱۲۰۴	۰.۳۴۳۵	۰.۷۳۱۲	۱.۱۳۷
IND	-۰.۵۴۳۵	-۱.۵۸۶۶	۰.۱۱۲۶	۱.۱۵۳
BOARD	۰.۰۱۹۵	۰.۰۹۹۲	۰.۹۲۰۹	۱.۰۳۰
DUALITY	۰.۰۳۷۵	۰.۲۸۱۰	۰.۷۷۸۷	۱.۰۹۷
GROWTH	۰.۲۹۹۵	۲.۷۶۷۵	۰.۰۰۵۶	۱.۰۱۳
CEO_EDUCATION	۰.۲۴۰۶	۳.۰۳۰۴	۰.۰۰۲۴	۱.۱۵۷
R2 مکفادن (۰/۰۲۸۷)		احتمال F (۰/۰۰۰)		

برای بررسی مشکل همخطی بین متغیرها از عامل تورم واریانس استفاده شد که میزان عامل تورم واریانس برای متغیرها کمتر از عدد ۱۰ است، بنابراین، متغیرهای توضیحی موجود در مدل پژوهش، مشکل همخطی ندارد. مقدار  $R^2$  مکفادن حاکی از این است که متغیرهای توضیحی پژوهش، ۲ درصد از تغییر متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. مقدار احتمال معناداری محاسبه شده برای آماره نسبت راستنمایی در هر یک از موارد کمتر از ۵ درصد است. بنابراین، نتایج به دست آمده مؤید معنادار بودن کل مدل پژوهش می‌باشد. مقادیر برآورد شده ضریب متغیر تعاملی (CONF\*STATE) ملاک ارزیابی فرضیه پژوهش است. ملاحظه می‌شود سطح معناداری مدل دوم (۰/۰۰۰۴) کمتر از ۵ درصد است؛ یعنی مالکیت دولتی موجب تشدید ارتباط بین فرهنگ کُنُفوسیوس‌گرایی و سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادهای پژوهش

سرمایه‌گذاری نقش مهم و کلیدی در رشد و توسعه اقتصادی ایفا می‌نماید. تجربه کشورهای توسعه‌یافته نشان می‌دهد که عامل اصلی رشد و توسعه اقتصادی آنها، سرمایه‌گذاری بوده است. یکی از مؤلفه‌های اساسی که بر موضوع سرمایه‌گذاری تأثیر انکارناپذیر دارد، پدیده فرهنگ کُنُفوسیوس‌گرایی است. در پژوهش حاضر به بررسی نقش مالکیت دولتی بر ارتباط بین فرهنگ کُنُفوسیوس‌گرایی و سرمایه‌گذاری بیش از حد با تعداد ۱۳۲ شرکت پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۸ پرداخته شده است. با نگاهی گذرا به مبانی نظری پژوهش، فرهنگ کُنُفوسیوس-گرایی به عنوان یک سیستم اخلاقی، می‌تواند تضادهای نمایندگی مدیران- سهامداران را کاهش دهد و رفتار مدیریتی سرمایه‌گذاری بیش از حد را مهار کند و به عبارتی، مدیران شرکت‌های مناطقی که فرهنگ کُنُفوسیوس‌گرایی قوی‌تر دارند، رفتارهای سرمایه‌گذاری بیش از حد کمتری از خود نشان می‌دهند. دو (۲۰۱۵) نشان داد که فرهنگ کُنُفوسیوس-گرایی، اقدامات غیراخلاقی مدیریتی را کاهش می‌دهد که در آن انگیزه‌های امپراطوری‌سازی مدیران را به سمت سرمایه-گذاری بیش از حد در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی سوق می‌دهد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین فرهنگ

کُنْفُوسِیوس‌گرایی و سرمایه‌گذاری بیش از حد ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد که با یافته‌های چیران و همکاران (۲۰۱۹)، هی و کیو (۲۰۱۸)، چن و همکاران (۲۰۱۷)، بوباگری و همکاران (۲۰۱۳) و دو (۲۰۱۳ و ۲۰۱۵) همخوانی ندارد. فرهنگ کُنْفُوسِیوس‌گرایی در بازار سرمایه ایران سبب اختلال در رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌شود و در محیط‌های فرهنگ کُنْفُوسِیوس‌گرایی بالا، مدیران شرکت‌ها نسبت به تصمیمات سرمایه‌گذاری ضعیف عمل می‌کنند. توضیح بر اینکه در بازار سرمایه ایران، مدیران شرکت‌های مستقر در محیط‌های فرهنگ کُنْفُوسِیوس‌گرایی به عنوان تصمیم‌گیرندگان نهایی سرمایه‌گذاری در سطح پایینی از قضاوت و تصمیم‌گیری قرار دارند؛ بنابراین، درک مناسبی نسبت به چگونگی سرمایه‌گذاری و اتخاذ تصمیمات آن ندارند و در زمان سرمایه‌گذاری معمولاً از ابزار "تئوری امپراطوری‌سازی" استفاده می‌کنند.

نتایج دیگر پژوهش، مالکیت دولتی موجب تشدید ارتباط مستقیم بین فرهنگ کُنْفُوسِیوس‌گرایی و سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود که از "فرضیه همسویی استراتژیک" حمایت می‌کند. مالکیت دولتی به عنوان یک مکانیزم نظارتی نمی‌تواند رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت را در بیش سرمایه‌گذاری در اقتصاد دولت محوری همچون اقتصاد ایران محدود نماید و به بیان دیگر، مالکان دولتی انگیزه ندارند (نمی‌توانند/ نمی‌خواهند) از مصرف منابع به سمت فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش از حد مطلوب انجام می‌شود، ممانعت نمایند. مالمندیر و همکاران (۲۰۰۸) اعتقاد دارند که خصوصیات شخصی مدیران، ممکن است به انحرافات در تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت منجر شود. به نظر می‌رسد اعتماد، شهرت، اعتبار، ارزش و منابع مالی شرکت، مخزن "حیات خلوت سرمایه‌گذاری" توسط مدیران ناکارآمد دولتی شده است. بر اساس این فرضیه، انتظارات مالکان با منافع مدیران شرکت‌ها گره خورده است و به واسطه انطباق منافع آنها، منافع مالکان خرد نادیده گرفته می‌شود. مضافاً، شرکت‌هایی که مالکیت سهام آنها در دست دولت است، گزینه دیگری در هنگام انتخاب مدیریت شرکت از میان مدیران دولتی وجود ندارد. بنابراین، سهامداران دولتی رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران را در بیش سرمایه‌گذاری محدود نمی‌کنند. در این گونه شرکت‌ها، با عنایت به عدم تفکیک مالکیت از مدیریت، تضاد منافع مدیران - سهامداران دیده نشده و سهامداران نسبت به سایرین به راحتی به اطلاعات شرکت نزدیک و به آن دسترسی دارد که این امر، شرایط بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه را برای مدیران فراهم می‌نماید که به دنباله آن مشکلات نمایندگی جریان پیدا می‌کند و همین مشکلات، منجر به اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری غیربهبینه توسط مدیران شرکت‌ها می‌گردد. یکی از محدودیت پژوهش، برای شناسایی محل و موقعیت مراکز فرهنگی کُنْفُوسِیوس‌گرایی و همچنین آدرس دفاتر مرکزی شرکت‌ها از نقشه گوگل ارث (Google-earth) استفاده شده است. استفاده از ابزار دیگری برای انجام این کار امکان‌پذیر نشده است. پدیده فرهنگ کُنْفُوسِیوس‌گرایی موضوع جدید در حوزه مالی، حسابداری و مدیریت می‌باشد و اهمیت آن در جوامع مختلف برای سهامداران، سرمایه‌گذاران، مدیران و سایر ذینفعان شرکت‌ها تبیین نگردیده است. پیشنهاد می‌گردد با توجه به احساس نیاز جوامع بشری به چنین فرهنگی، از ابعاد مختلف بررسی و ماهیت و مبانی نظری آن مشخص و روشن شود تا پیامدهای آن منجر به تصمیمات غیربهبینه نگردد. از آنجایی که مالکیت دولتی نتوانسته است تصمیمات غیربهبینه در امر سرمایه‌گذاری را محدود نماید، جهت رشد و توسعه شرکت در بازارهای رقابتی، پیشنهاد می‌گردد سهامداران، سرمایه‌گذاران، دولت و سایر ذینفعان شرکت‌ها به اجرا شدن واقعی ماده ۴۴ قانون اساسی (خصوصی‌سازی) اهتمام ویژه‌ای داشته باشند.

به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی به بررسی موضوعات زیر پرداخته شود:

- ۱) تدوین الگوی جامع ایرانی پدیده فرهنگ کُنْفُوسِیوس‌گرایی.
- ۲) نقش ساختار حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین فرهنگ کُنْفُوسِیوس‌گرایی و کارایی سرمایه‌گذاری..
- ۳) بررسی عوامل مؤثر بر ناکارایی سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن عدم اطمینان محیطی.



- ۴) ارائه الگوی ناکارایی سرمایه‌گذاری به روش رویکرد زمینه بنیان.  
۵) نقش فرهنگ کُنْفُوسیوس‌گرایی در ارزیابی ابعاد گزارشگری مالی.

## منابع

- ✓ Ames, R. T., H. Rosemont, (2010), *The analects of Confucius: A philosophical translation* (Ballantine Books, New York).
- ✓ Bass, B. M., & Steidlmeier, P. (1999). Ethics, character, and authentic transformational leadership behavior. *The leadership quarterly*, 10(2), 181-217.
- ✓ Bayernas, John; (2002), *Comprehensive History of Religions*, Ali Asghar Hekmat, Tehran: Scientific and Cultural, 369.
- ✓ Biddle, G., G. Hilary & R. Verdi (2009), How does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency? *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 48, 112-131.
- ✓ Boubakri, N., J. C. Cosset, W. Saffar, (2013), The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: Evidence from privatization, *Journal of Financial Economics* 108, 641-658.
- ✓ Cao, C., C. Xia, K. C. Chan, (2016), Social trust and stock price crash risk: Evidence from China, *International Review of Economics and Finance* 46, 148-165.
- ✓ Chan, G. K. Y. (2008). The relevance and value of Confucianism in contemporary business ethics. *Journal of Business Ethics*, 77, 347-360.
- ✓ Chen, G. M., J. Chung, (1994), The impact of Confucianism on organizational communication, *Communication Quarterly* 42, 93-105.
- ✓ Chen, R., S. El Ghouli, O. Guedhami, H. Wang, (2017), Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations, *Journal of Corporate Finance* 42, 408-421.
- ✓ Cho, M. H., (1998), Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics* 47, 103-121.
- ✓ Craig, E. (1998). *Routledge encyclopedia of philosophy: questions to sociobiology* (Vol. 8): Taylor & Francis.
- ✓ Cullinan, C. P., Wang F., Wang P., Zhang J. (2012). Ownership structure and accounting conservatism in China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 21: 1-16.
- ✓ Dollinger, M. J., (1988), Confucian ethics and Japanese management practices, *Journal of Business Ethics* 7, 575-584.
- ✓ Du, X. (2013). Does religion matter to owner-manager agency costs? Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 118(2), 319-347.
- ✓ Du, X. (2015). Does Confucianism reduce minority shareholder expropriation? Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 132(4), 661-716.
- ✓ Du, X. (2016). Does Confucianism reduce board gender diversity? Firm-level evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 136(2), 399-436.
- ✓ Fan, Joseph, T. J. Wong, Tianyu Zhang, (2007), Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms, *Journal of Financial Economics* 84(2), 33-57.
- ✓ Frankel, J. D. (2011). *Rectifying God's name: Liu Zhi's Confucian translation of monotheism and Islamic law*: University of Hawai'i Press.
- ✓ Gomariz, A.F., Ballesta, S. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 40(1), 494-506.

- ✓ Han, K.-H., Li, M.-C., & Hwang, K.-K. (2005). Cognitive responses to favor requests from different social targets in a Confucian society. *Journal of Social and Personal Relationships*, 22(2), 283-294.
- ✓ He, W., N. A. Kyaw, (2018), Ownership structure and investment decisions of Chinese SOEs, *Research in International Business and Finance* 43, 48-57.
- ✓ Hubbard, R. (1998), Capital-Market Imperfections and Investment, *Journal of Economic Literature*, 36, 193-225.
- ✓ Hwang, D. B., Golemon, P. L., Chen, Y., Wang, T.-S., & Hung, W.-S. (2009). Guanxi and business ethics in Confucian society today: An empirical case study in Taiwan. *Journal of Business Ethics*, 89(2), 235.
- ✓ Ip, P. K. (2009). Is Confucianism good for business ethics in China? *Journal of Business Ethics*, 88(3), 463-476.
- ✓ James S. Ang, David K. Ding, Tiong Yang Thong, (2013), Political Connection and Firm Value, *Asian Development Review*, Vol. 30, No. 2, 131-166.
- ✓ Jebran, Khalil. Ye, Yan. Chen, Shihua. (2019), Does Confucianism Reduce Corporate Over-Investment? Evidence from China. *Asia-Pacific journal of financial studies* 48(2).
- ✓ Jensen, M. C., W. H. Meckling, (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- ✓ Jiang, G., C. M. Lee, H. Yue, (2010), Tunneling through inter corporate loans: The China experience, *Journal of Financial Economics* 98, 1-20
- ✓ Jiang, L., J. B. Kim, L. Pang, (2011), Control-ownership wedge and investment sensitivity to stock price, *Journal of Banking and Finance* 35, 2856-2867.
- ✓ Kim, Y.-G. (2002). The Confucian-Christian Context in Korean Christianity. *British Columbia Asian Review*, 13, 70-91.
- ✓ Lam, K.-C. J. (2003). Confucian business ethics and the economy. *Journal of Business Ethics*, 43(1-2), 153-162.
- ✓ Lin, L. H., Y. L. Ho, H. E. Lin, (2013), Confucian and Taoist work values: An exploratory study of the Chinese transformational leadership behavior, *Journal of Business Ethics* 113, 91-103.
- ✓ Liu, S.-h. (1998). Understanding Confucian Philosophy: Classical and Sung-Ming.
- ✓ Lu, Y., X. Shi, (2012), Corporate governance reform and state ownership: Evidence from China, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 41, 665-685.
- ✓ Malmendier, U., Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*. Vol 89, 20-43.
- ✓ McLean, R. D., T. Zhang, M. Zhao, (2012), Why does the law matter? Investor protection and its effects on investment, finance, and growth, *The Journal of Finance* 67, 313-350.
- ✓ Modigliani, F., M. H. Miller, (1958), The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *The American Economic Review* 48, 261-297.
- ✓ Myers, S. C., N. S. Majluf, (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- ✓ Redfern, K. (2004). An empirical investigation of the ethics position questionnaire in the People's Republic of China. *Journal of Business Ethics*, 50(3), 199-210.
- ✓ Romar, E. J. (2002). Virtue is good business: Confucianism as a practical business ethics. *Journal of Business Ethics*, 38(1-2), 119-131.
- ✓ Shleifer, A., R. W. Vishny, (1997), A survey of corporate governance, *Journal of Finance* 52, 737-783.
- ✓ Stein, J. (2003), Agency, Information and Corporate Investment, In *Handbook of the Economics of Finance*, Edited by George Constantinides, Milt Harris and Rene Stulz, Elsevier, 111-165.

- ✓ Tang, X., X. Zhou, R. Ma, (2010), Government intervention, GDP growth and local SOE overinvestment, *Journal of Financial Research* 8, 33-48.
- ✓ Tobin, J., (1969), A general equilibrium approach to monetary theory, *Journal of Money, Credit and Banking* 1, 15-29.
- ✓ Wang, L., & Juslin, H. (2009). The impact of Chinese culture on corporate social responsibility: The harmony approach. *Journal of Business Ethics*, 88(3), 433-451.
- ✓ Whitcomb, L. L., C. B. Erdener, C. Li, (1998), Business ethical values in China and the US, *Journal of Business Ethics* 17, 839-852.
- ✓ Yao, X. (2000). *An introduction to Confucianism*: Cambridge University Press.
- ✓ Yi, S.-h. (2006). *A topography of Confucian discourse: Politico-philosophical reflections on Confucian discourse since modernity*: Homa & Sekey Books.
- ✓ Young, M. N., M. W. Peng, D. Ahlstrom, G. D. Bruton, Y. Jiang, (2008), Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective, *Journal of Management Studies* 45, 196-220.
- ✓ Zhu, C. F., & Li, Z. W. (2008). State ownership and accounting conservatism. *Accounting Research*, 5: 38-45.