



## تأثیر حقوق سهام‌داران اصلی بر کارایی تخصیص سرمایه داخلی، نقش رقابت و تأمین مالی خارجی

فرشته فیض‌آبادی<sup>۱</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۹/۲۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۷/۲۰

### چکیده

هدف از این مطالعه بررسی حقوق صاحبان سهام اصلی بر کارایی تخصیص سرمایه داخلی، نقش رقابت و تأمین مالی خارجی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این تحقیق، حقوق سهام‌داران اصلی متغیر مستقل و کارایی تخصیص سرمایه داخلی متغیر وابسته در نظر گرفته شد. بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۰۰ شرکت به‌عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. از آزمون رگرسیون چند متغیره برای تأیید رد و فرضیه‌های تحقیق (نرم‌افزار ایویوز) استفاده گردیده است. نتایج نشان می‌دهد که حقوق سهام‌داران اصلی، کارایی تخصیص سرمایه داخلی را به میزان قابل توجهی افزایش می‌دهد. رقابت اثر تعدیل‌کننده بر حقوق سهام‌داران ندارد، در صورتی که تأمین مالی خارجی بر حقوق سهام‌داران قابل توجه نیست. به سرمایه‌گذاران نیز پیشنهاد می‌شود قبل از هر تصمیمی به شرایط بازار برای شرکت‌های مختلف و رقابت‌پذیری آنها در بازارهای داخلی و خارجی و ارزش شرکت توجه لازم را مبذول نمایند.

**واژه‌های کلیدی:** حقوق سهام‌داران اصلی، کارایی تخصیص سرمایه داخلی، رقابت‌پذیری، تأمین مالی خارجی.

۱ گروه حسابداری، واحد پردیس، دانشگاه آزاد اسلامی، پردیس، ایران. نویسنده مسئول. feizabadi\_ff@yahoo.com



## ۱- مقدمه

یکی از وظایف اصلی مدیران شرکت، تخصیص سرمایه در واحدهای تجاری است. در چنین بازارهای سرمایه داخلی، مدیران شرکت به‌عنوان مرجع تخصیص منابع نهایی مطرح می‌شوند. مطالعات نظری (ویلیامسون<sup>۱</sup>، ۱۹۷۵) و (گارتنر<sup>۲</sup> و همکاران، ۱۹۹۴) استدلال می‌کنند که از آنجا که مدیران شرکت‌ها دسترسی بهتری به اطلاعات داخلی مرتبط دارند، سرمایه‌گذاری‌های انجام شده توسط مدیران شرکت در بازارهای سرمایه داخلی از سرمایه‌گذاری انجام‌شده توسط بازار سرمایه خارجی محتمل‌تر است. با این حال، برخی از شواهد نتایج مخالفی را نشان می‌دهد. مدیران شرکت تمایل دارند سرمایه کم‌تر را در واحدهای تجاری داخلی نسبت به بازار سرمایه خارجی تخصیص دهند (استورم<sup>۳</sup> و نویش، ۲۰۱۹).

از مواردی که باعث از بین بردن تخصیص سرمایه داخلی توسط مدیران شرکت می‌شود، اثربخشی پایین کنترل شرکتی و سازوکارهای نظارتی در شرکت‌های چند جزئی، درگیری قدرت بین مدیران شرکت و مدیران بخش‌ها است. تمام این جنبه‌ها احتمالاً منجر به انحراف تخصیص سرمایه می‌شود که کارایی آنچه در دنیای امروز شرکت‌ها را از چند دهه قبل متمایز می‌کند، محیط ناپایدار و رقابت روزافزون برای جذب منابع محدود است. بر اساس مطالعات اخیر، تصمیمات تأمین منابع مالی شرکت، هم از عوامل داخلی و هم از فعالیت‌های گروه‌های خارج از مرزهای شرکت تأثیر می‌گیرد؛ بنابراین، توجه به بازار رقابت در تعیین روش تأمین مالی مناسب برای افزایش بازده و ادامه حیات شرکت‌ها اهمیت دارد و از عوامل اصلی رشد و پیشرفت آنها محسوب می‌شود (طورسیان، ۱۳۹۰)؛ از این رو، لازم است مدیران شرکت‌ها برای انتخاب بهترین ترکیب سرمایه، هنگام گرفتن تصمیمات مالی، به رقابت‌پذیری به‌منزله وسیله‌ای برای دستیابی به عملکرد مطلوب توجه کنند (خدادادی و آقاجری، ۱۳۸۸). از عوامل داخلی تأثیرگذار بر جذب تأمین مالی شرکت از منابع خارجی، شفافیت اطلاعات و گزارش‌دهی شرکت است. در ادبیات راهبردی نیز بیان می‌شود که حفظ و بقای شرکت‌ها در محیط رقابتی، راهی جز کسب مزیت رقابتی برای آنها باقی نمی‌گذارد و کسب مزیت رقابتی به‌منزله قدرت بازاری شرکت‌هاست (عباس‌زاده، ۱۳۹۳). رقابت‌پذیری به‌منزله توانایی اقتصادی بنگاه برای ثابت نگاه‌داشتن و افزایش سهم خود در بازارهای ملی و بین‌المللی تعریف می‌شود. به‌طور معمول این استدلال وجود دارد که هرچه سهم بازار نسبت به سایر رقبای تجاری در صنعت زیادتر باشد، شرکت برای به‌دست آوردن سهم فروش و تأمین مالی با تعداد رقبای بیشتری روبه‌رو می‌شود. در نتیجه هرچه تعداد رقیب در صنعت بیشتر باشد، رقابت در آن صنعت نیز شدت بیشتری می‌یابد (خدادادی و آقاجری، ۱۳۸۸). در ادبیات رقابتی عنوان می‌شود که رقابت فشرده بازار محصول سبب ایجاد انگیزه در مدیران برای عملکرد کارا می‌شود (آلن و گاله<sup>۴</sup>، ۲۰۰۰).

- 1 . Williamson
- 2 . Gertner
3. Sturm, M. & Nüesch, S
- 4 - Allen & Gale

(چن<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۱). تخصیص ناکارآمد سرمایه داخلی، ارزش‌گذاری شرکت و قیمت‌های سهام را کاهش می‌دهد، اثری که حتی برای سهام‌داران ناآگاه قابل مشاهده است. یک بازار مؤثر برای کنترل شرکت به سرمایه‌گذاران خارجی اجازه می‌دهد تا شرکت‌های ناکارآمد را به دست آورند و جایگزین مدیریت شوند. با این حال، یک بازار ناکارآمد برای کنترل شرکت‌ها، اختیار مدیر شرکت را افزایش داده و تخصیص‌های سرمایه داخلی را تسهیل می‌کند که مطلوبیت مدیر را به حداکثر می‌رساند (گوننج و اورسو<sup>۲</sup>، ۲۰۱۸).

چن و همکاران (۲۰۱۱) نشان می‌دهند که حقوق صاحبان سهام اصلی هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد و این اثر در حضور جریان نقدی آزاد تقویت می‌شود. آنها نشان می‌دهند که شرکت‌هایی که دارای حقوق صاحبان سهام اصلی هستند تمایل دارند که شرکت‌های کمتری در زمینه مدیریت امپراتوری ایجاد کنند. در حالی که جیراپورن و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۶) بر این نکته تأکید دارند که حقوق سهام‌داران اصلی ارزش کلی شرکت‌های چندبخشی را افزایش می‌دهد، ما به طور خاص بر تأثیر حقوق سهام‌داران اصلی بر کارایی تخصیص سرمایه داخلی که یک فاکتور مهم در تعیین ارزش این شرکت‌ها هستند تأکید داریم. از این رو، این کار را می‌توان به‌عنوان یک گام به جلو در ساخت دانش در مورد نحوه تأثیر حاکمیت شرکتی بر فرایند تخصیص سرمایه داخلی که توسط مدیر شرکت آغاز شد، در نظر گرفت. با بررسی این ارتباط، ما به دو روش به ادبیات موجود کمک می‌کنیم. در این پژوهش ما نه تنها اثر مستقیم حقوق صاحبان سهام اصلی را بررسی می‌کنیم، بلکه این که چگونه عوامل زمینه‌ای بر اثربخشی این حقوق تأثیر می‌گذارند را نیز مورد بررسی قرار می‌دهیم. در این زمینه، ما سطح رقابت بازار و نیاز شرکت به تأمین مالی خارجی را به‌عنوان میانجی در ارتباط بین حقوق صاحبان سهام اصلی و تصمیمات تخصیص سرمایه داخلی مدیر شرکت شناسایی کرده‌ایم. ما استدلال می‌کنیم که رقابت بالای بازار تأثیر سودمند حقوق سهام‌داران اصلی بر کارایی تخصیص سرمایه داخلی را تضعیف می‌کند. رقابت بالای بازار، رانت شرکت را کاهش می‌دهد و بنابراین اختیار مدیر شرکت را کاهش می‌دهد که لزوم نظم بخشیدن به تأثیر حقوق صاحبان سهام را کاهش می‌دهد تا از تخصیص مؤثر سرمایه داخلی اطمینان حاصل شود. علاوه بر این، ما استدلال می‌کنیم که نیازهای مالی خارجی، ارتباط بین حقوق سهام‌داران اصلی و تخصیص سرمایه داخلی را تضعیف می‌کند. این امر به دلیل نیاز شرکت برای تأمین مالی خارجی، فشار مدیر شرکت برای تخصیص مؤثرتر سرمایه داخلی افزایش می‌یابد. این به نوبه خود اختیار مدیر شرکت را در تصمیمات سرمایه‌گذاری کاهش می‌دهد که تأثیر سودمند حقوق سهام‌داران اصلی را از طریق کاهش چنین صلاح‌حیدی تضعیف می‌کند. با بررسی نقش تعدیلگر این دو عامل زمینه‌ای، ابتدا به آزمون تجربی چگونگی تأثیر ساختار بازار شرکت و ساختار مالی شرکت بر تأثیر حقوق سهام‌داران اصلی بر کارایی تخصیص سرمایه داخلی می‌پردازیم. نتایج ما بر اهمیت رقابت بازار شرکت‌ها در زمانی تأکید دارد که از حقوق

- 1 . Chen
- 2 .Gonenc & Ursu
- 3 . Jiraporn

صاحبان سهام برای کاهش ارزش تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران شرکت استفاده می‌شود و دوم تأثیر رقابت بر روابط بین حقوق سهام‌داران اصلی و کارایی تخصیص سرمایه داخلی را بررسی می‌نماییم. بر اساس این استدلال‌ها ما معتقدیم که مطالعه ما شواهد تجربی قوی‌تری در بررسی تأثیر حقوق سهام‌داران قدرتمند بر کارایی تخصیص سرمایه داخلی دارد.

از طرفی امروزه نظر به هزینه بالای اجرای طرح‌های زیربنایی، تأمین مالی و استفاده از تسهیلات خارجی - که به فاینانس (finance) معروف و در قالب اشکال متعددی است - نقشی اساسی در توسعه اقتصادی کشورهای درحال توسعه، از جمله ایران، می‌تواند ایفا نماید. در راستای اجرای این فرایند باید یادآور شد، تأمین‌کننده سرمایه به دنبال محیطی امن و مناسب برای انجام فعالیت‌هاست که بتواند ضمن انجام پروژه، اصل آورده خود و سود آن را نیز در اختیار داشته باشد. به‌منظور جلب چنین آورده‌ای، کشورهای سرمایه‌پذیر باید محیط و بستری مناسب از حیث حقوقی، امنیتی، اقتصادی و روانی فراهم نمایند. در این خصوص، نقش کشور میزبان در برقراری ثبات و امنیت در زمینه‌های اقتصادی، سیاسی و حقوقی سهام‌داران اصلی بسیار حائز اهمیت است (نبی فیض و همکاران، ۱۳۹۴).

از سوی دیگر رقابت‌پذیری معیاری کلیدی برای ارزیابی درجه موفقیت کشورها، صنایع و بنگاه‌ها در میدان‌های رقابتی سیاسی، اقتصادی و تجاری به حساب می‌آید، بدین معنی که هر کشور، صنعت یا بنگاهی که از توان رقابتی بالایی در بازارهای رقابتی برخوردار باشد، می‌توان گفت که از رقابت‌پذیری بالاتری برخوردار می‌باشد. در تحقیقات مختلف رقابت‌پذیری در سه سطح ملی (کشوری)، صنعت و بنگاه (سازمان / شرکت) مورد توجه قرار گرفته که در این میان سطح بنگاه بیشتر از دو سطح دیگر مورد بررسی واقع شده است (آقازاده و همکاران، ۱۳۸۶). در این راستا بایستی اقداماتی در خصوص افزایش رقابت‌پذیری بنگاه‌ها صورت پذیرد. در هر اقتصادی، عامل تعیین‌کننده رشد اقتصادی کیفیت تبدیل پس‌انداز به سرمایه‌گذاری است و این میزان اطلاعات سرمایه‌گذاران است که کیفیت سرمایه‌گذاری را سبب می‌شود؛ برای افزایش کارایی بازار و افزایش کیفیت سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذار باید از ویژگی‌ها و توان بنگاه‌های سرمایه‌پذیر مطلع شود و افزایش میزان اطلاعات سرمایه‌گذاران تنها در سایه توجه به حقوق سهام‌داران اصلی میسر می‌شود (کرباسی یزدی و همکاران، ۱۳۹۴).

باتوجه به تحولاتی که در جهان امروز رخ داده است. خصوصاً در کشورهای درحال توسعه که با تهدیدات عدیده‌ای روبه‌رو می‌باشند این کشورها جهت حل مشکلات اقتصادی خود نیازمند راهکارهای مناسب جهت استفاده بهتر از امکانات و ثروت‌های خدادادی خود می‌باشند. در این راستا یکی از راهکارهای مهم بسط و توسعه سرمایه‌گذاری است. باتوجه به محدودیت منابع علاوه بر توسعه سرمایه‌گذاری افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از جمله مسائل بسیار بااهمیت می‌باشد. یکی جنبه‌های کلیدی که در آن شرکت‌های در اقتصادهای در حال ظهور با شرکت‌هایی در اقتصادهای توسعه‌یافته متفاوت هستند، سطح حقوق سهام‌داران اصلی در کارایی تخصیص سرمایه می‌باشد. وجه تمایز مجموعه مطالعات انجام شده در حوزه مورد پژوهش با

محتوای پژوهش حاضر، بررسی تأثیر حقوق سهام‌داران اصلی بر کارایی و تخصیص سرمایه‌گذاری در شرکت می‌باشد. مطالعه حاضر به دو دلیل به گسترش ادبیات پژوهش در ایران کمک می‌کند. ابتدا اینکه در پژوهش‌های پیشین، به بررسی مستقیم تأثیر حقوق سهام‌داران اصلی بر کارایی و تخصیص سرمایه‌گذاری توجه نشده است همچنین، در سایر پژوهش‌های مطرح شده در ایران، بیشتر از مدل بیدل، وردی و هیلاری<sup>۱</sup> (۲۰۰۹) برای بررسی رفتار سرمایه‌گذاری استفاده کرده‌اند، درحالی‌که در پژوهش حاضر از مدل استورم و نویش<sup>۲</sup> (۲۰۱۹) استفاده می‌شود که شاخص جامع‌تری در مقایسه با مدل بیدل و همکاران (۲۰۰۹) است؛ از این رو در پژوهش حاضر تلاش می‌شود این شکاف پر شود. اهمیت تحقیق حاضر در کشف ارتباط بین حقوق سهام‌داران اصلی و کارایی تخصیص سرمایه داخلی، با توجه به نقش رقابت و تأمین مالی خارجی و همچنین عوامل تأثیرگذار بر این رابطه به‌منظور کمک به استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی در اتخاذ تصمیمات بهینه می‌باشد.

بنابراین مسئله اصلی پژوهش حاضر ارائه راهکارهایی در راستای بهبود و ارتقاء کارایی تخصیص سرمایه داخلی، نقش رقابت و تأمین مالی خارجی می‌باشد و با توجه به نقل‌قول‌های گذشته و مطالب یاد شده به طور خلاصه یکی از مهم‌ترین سازوکارهای خارجی حاکمیت شرکتی، حقوق سهام‌داران است، چنین به نظر می‌رسد که رمز موفقیت یک شرکت در گرو پاسخ‌گویی مطلوب به سهام‌داران آن است. مطالعه حاضر از یک شاخص ترکیبی و چندبُعدی (که مؤلفه‌های آن متناسب با محیط ایران است) برای عملیاتی کردن حقوق سهام‌داران اصلی استفاده می‌کند. با توجه به مطالب مذکور، در این پژوهش بر آنیم که به دو سؤال اساسی پاسخ دهیم:

۱) آیا بین حقوق سهام‌داران اصلی و کارایی تخصیص سرمایه داخلی شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ی معناداری وجود دارد یا خیر؟

۲) آیا رقابت و تأمین مالی خارجی بر روابط بین حقوق سهام‌داران اصلی و کارایی تخصیص سرمایه داخلی تأثیرگذار است؟

## ۲- ادبیات و پیشینه پژوهش

تحقیقات قبلی نشان داده است که قدرت اختیاری مدیر شرکت در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، محرک مهمی در کارایی فرایند تخصیص سرمایه داخلی است. اهداف مدیر شرکت ضرورتاً منطبق با اهداف سهام‌داران نیست. درحالی‌که سهام‌داران می‌خواهند ارزش سهام را به حداکثر برسانند، مدیر شرکت می‌خواهد تابع مطلوبیت خود را به حداکثر برساند، که شامل جنبه‌های خصوصی است که ممکن است با عملکرد بالاتر شرکت مرتبط نباشد. بنابراین با صلاحدید مدیریتی، هزینه‌های نمایندگی بالقوه افزایش می‌یابد. بر اساس این منطق، ما فرض می‌کنیم که حقوق صاحبان سهام اصلی، قدرت اختیاری مدیر شرکت را کاهش داده و در نتیجه کارایی

1 . Biddle, Hilary & Verdi  
2 . Sturm, M. & Nüesch, S

تخصیص سرمایه داخلی شرکت‌های چند جزئی را افزایش می‌دهد. بیکوک و همکاران، (۲۰۰۹) نشان می‌دهد که شش ماده زیر، قدرت حقوق سهام‌داران را کاهش می‌دهد: محدودیت‌ها در اصلاح آیین‌نامه، محدودیت در اصلاح منشور، یک هیئت متزلزل، الزام برای تصویب یک ادغام، چتر نجات طلایی، و قرص‌های زهر. ما استدلال می‌کنیم که همه این مواد به دلایل مختلف بر کارایی تخصیص سرمایه داخلی تأثیر می‌گذارند (بیکوک<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۹). وقتی صحبت از کارایی می‌شود، منظور موفقیت بنگاه یا مؤسسه در تولید حداکثر ممکن ستاده از مجموعه عوامل تولید یا تکنولوژی ثابتی می‌باشد به طوری که تمام نهاده‌ها و ستاده‌ها به دقت اندازه گرفته شده باشد.

مورد دیگری که به احتمال زیاد تأثیر حق سهام‌داران اصلی بر بهره‌وری تخصیص سرمایه داخلی را تحت تأثیر قرار می‌دهد، نیاز شرکت به تأمین مالی خارجی است. اگر جریان نقدینگی داخلی تولید شده برای تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور کافی نباشد، شرکت به سرمایه خارجی نیاز دارد و اوراق بهادار جدیدی را به بحث می‌گذارد. سرمایه‌گذاری‌های جدید به شدت توسط سرمایه‌گذاران جدید مورد بررسی قرار می‌گیرند. از آنجا که تخصیص سرمایه داخلی ناکافی عملکرد شرکت را کاهش می‌دهد، سرمایه‌گذاران جدید تقاضای بیمه ریسک کرده و هزینه سرمایه خارجی برای شرکت‌ها را با اعتبارات سرمایه داخلی کمتر افزایش می‌دهند (آرفلت و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۴).

### حقوق سهام‌داران

حمایت از سهام‌داران یک موضوع حیاتی است، چون در بسیاری از کشورها سوءاستفاده از سهام‌داران خرد توسط سهام‌داران عمده امری رایج است. میزان سوءاستفاده با توجه به ضعف حاکمیت شرکتی می‌تواند شکل‌های متفاوتی به خود گیرد، از جمله می‌توان به فروش دارایی‌ها با قیمت کمتر به سهام‌داران عمده و یا انتصاب خویشاوندان ناشایسته و پرداخت‌های بیش از حد به آنها با سفارش سهام‌داران عمده را اشاره نمود. سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی حقوق سهام‌داران به صورت مجموعه‌ای از ۷ جزء زیر تعریف نموده است:

- ۱) حقوق اساسی سهام‌داران که مهم‌ترین آنها شامل نقل و انتقال سهام، دریافت اطلاعات مربوط و بااهمیت در مورد شرکت به طور منظم و به هنگام، حضور و اعمال رأی در مجامع عمومی، نصب و عزل اعضای هیئت‌مدیره، سهیم بودن در سود شرکت.
- ۲) حق شرکت در تصمیمات مربوط به تغییرات بنیادین در شرکت‌ها که شامل اصلاحات اساسنامه یا دیگر اسناد حاکمیتی مشابه، تصویب انتشار سهام اضافی و مبادلات غیرعادی شامل انتقال تمام یا بخش اعظم دارایی‌ها که منجر به فروش (واگذاری) شرکت می‌شود.

1 - Bebchuk

2 - Arrfelt

- ۳) حق شرکت مؤثر و رأی دادن در مجمع عمومی که مهم‌ترین آنها شامل قرار گرفتن اطلاعات کافی و به هنگام در مورد زمان، مکان و دستور جلسه مجمع عمومی، قراردادن فرصت مناسب برای سهام‌داران جهت طرح سؤالات و خواسته‌هایشان از هیئت‌مدیره و مشارکت مؤثر سهام‌داران در تصمیمات کلیدی حاکمیت شرکتی، مانند نامزدی و انتخاب اعضای هیئت‌مدیره، تسهیل شود.
- ۴) افشای ساختارهای سرمایه‌ای که موجب می‌شود سهام‌داران خاصی به میزان کنترلی نامتناسب با مالکیت دست یابند.
- ۵) کارایی و شفافیت سازوکارهای حاکم بر انجام معاملات عمده (بلوک‌های کنترلی) سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار
- ۶) تسهیل شرایط اعمال حقوق مالکیتی سهام‌داران، شامل سهام‌داران نهادی
- ۷) امکان مشورت سهام‌داران با یکدیگر در مورد موضوعات مربوط به حقوق اساسی سهام‌داری خود (جلیلی و معصوم پور، ۱۳۹۷).

#### کارایی تخصیص سرمایه داخلی

بازارهای اولیه سرمایه بازارهایی هستند که در آن شرکت‌ها و دولت‌ها سرمایه جذب می‌کنند. شرکت‌ها ممکن است با قرض گرفتن پول یا با انتشار سهام سرمایه جذب کنند. دولت‌ها نیز ممکن است با قرض گرفتن پول سرمایه جذب کنند. زمانی گفته می‌شود که کارایی تخصیصی در اقتصاد رخ داده است که نظام‌های مالی آن‌ها سرمایه را به آن دسته از فعالیت‌هایی اختصاص دهند که مولدترین فعالیت‌ها هستند. اگرچه ممکن است شرکت‌ها متمایل به جذب سرمایه برای طرح‌های بالقوه زیادی باشند، اما همه طرح‌ها نیز ارزش تأمین مالی ندارند. یکی از مهم‌ترین کارکردهای نظام مالی، ایجاد اطمینان از این مسئله است که تنها بهترین طرح‌ها به منابع کمیاب سرمایه دست یابند. منابع در اختیار قرار داده شده از سوی پس‌انداز کنندگان باید به مولدترین کاربردها اختصاص یابد. در اقتصادهای مبتنی بر بازار، پس‌انداز کنندگان به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم تعیین می‌کنند کدام طرح سرمایه دریافت کند. پس‌انداز کنندگان با انتخاب اینکه در کدام اوراق بهادار سرمایه‌گذاری کنند، به‌طور مستقیم نحوه تخصیص سرمایه را مشخص می‌کنند. پس‌انداز کنندگان با دادن منابع خود به واسطه‌های مالی که آن منابع را سرمایه‌گذاری می‌کنند تخصیص سرمایه را به‌طور غیرمستقیم انجام می‌دهند. به دلیل اینکه سرمایه‌گذاران از زیان احتمالی نسبت به پول خود هراس دارند، منابع خود را با نرخ‌های پایین بهره به قرض‌گیرندگانی با بهترین چشم‌انداز اعتباری یا بهترین وثیقه قرض می‌دهند و به دیگر قرض‌گیرندگان دارای چشم‌انداز کمتر مطمئن با نرخ‌های بالاتر بهره قرض می‌دهند. به‌طور مشابه، آن‌ها تنها سهم‌هایی را می‌خرند که معتقدند از نظر قیمت و ریسک بهترین چشم‌انداز را دارند. سرمایه‌گذاران برای جلوگیری از ضرر و زیان با احتیاط تمام، چشم‌انداز فرصت‌های سرمایه‌گذاری مختلف پیش روی خود را مطالعه می‌کنند. تصمیماتی که آن‌ها می‌گیرند معمولاً بر اطلاعات خوبی مبتنی است که این اطمینان را ایجاد می‌کند که



سرمایه به شکلی کارا تخصیص می‌یابد. ترس از ضرر از سوی سرمایه‌گذاران و افرادی که برای سرمایه‌گذاری در طرح‌ها سرمایه جذب می‌کنند، این اطمینان را ایجاد می‌کند که تنها بهترین طرح‌ها تأمین مالی می‌شوند. این فرایند زمانی به بهترین نحو اثر می‌گذارد که سرمایه‌گذاران نیز به بهترین نحو از چشم‌انداز طرح‌های مختلف آگاه باشند. به‌طور کلی، سرمایه‌گذاران روی طرحی سرمایه‌گذاری می‌کنند که انتظار داشته باشند ارزش این طرح بیشتر از هزینه‌های آن خواهد بود؛ در غیر این صورت روی طرح یاد شده سرمایه‌گذاری نخواهند کرد. اگر انتظارات سرمایه‌گذاران دقیق و درست باشد، تنها طرح‌هایی که باید اجرا شوند تأمین مالی می‌شوند و همه طرح‌هایی از این دست تأمین مالی خواهند شد. اطلاعات درست بازار به تخصیص کارایی سرمایه خواهد انجامید. با توجه با اینکه یکی از وظایف اصلی مدیران شرکت، تخصیص سرمایه در واحدهای تجاری است. در چنین بازارهای سرمایه داخلی، مدیران شرکت به‌عنوان مرجع تخصیص منابع نهایی مطرح می‌شوند. مطالعات نظری (ویلیامسون، ۱۹۷۵) و (گارتنر و همکاران، ۱۹۹۴) استدلال می‌کنند که از آنجا که مدیران شرکت‌ها دسترسی بهتری به اطلاعات داخلی مرتبط دارند، سرمایه‌گذاری‌های انجام‌شده توسط مدیران شرکت در بازارهای سرمایه داخلی محتمل‌تر است تا سرمایه‌گذاری انجام‌شده توسط بازار سرمایه خارجی. با این حال، شواهدی نتایج مخالف را نشان می‌دهد. مدیران شرکت تمایل دارند سرمایه کم‌تر را در واحدهای تجاری داخلی نسبت به بازار سرمایه خارجی تخصیص دهند (استورم و نویش، ۲۰۱۹).

### رقابت

رقابت‌پذیری به مفهوم توانایی کشور در ایجاد ارزش افزوده و افزایش ثروت جامعه به‌وسیله مدیریت دارایی‌ها و ایجاد جذابیت‌ها و... است. همچنین، بر اساس دیدگاه هیت (۱۹۹۸)، رقابت‌پذیری ملی عبارت است از میزان تولید کالاها و خدماتی که از سوی یک کشور بتواند به بازارهای بین‌المللی راه یابد. ضمن آنکه در همین مدت درآمد واقعی شهروندان خود را افزایش داده و یا دست‌کم مانع کاهش آن شود. کوهمن نیز معتقد است که رقابت‌پذیری را می‌توان به‌صورت توانایی یک اقتصاد برای ثابت نگه‌داشتن سهم خود در بازارهای بین‌المللی و یا افزایش سهم خود در بازار هر فعالیتی که انجام می‌دهد تعریف کرد، به شرطی که استانداردهای زندگی را برای حاضران در فرایند رقابت‌پذیری بهبود بخشد و یا حداقل مانع افت این استانداردها شود (بهکیش، ۱۳۸۰، ۴۶). رقابت‌پذیری در عصر گسترش روزافزون جهانی شدن، موضوع مهمی در سیاست‌گذاری سطوح مختلف (کشور، صنعت و بنگاه) در بخش‌های مختلف دنیا تلقی می‌شود. چه در عرصه رقابت در بازارهای داخلی و چه در صحنه بازارهای جهانی، استراتژی‌های کسب‌وکار به این منظور تدوین می‌شوند که شرکت‌ها راه حرکت از موقعیت رقابتی فعلی‌شان را به یک موقعیت قوی‌تر جدید تعیین کنند. این حالت تنها از طریق بهبود رقابت‌پذیری شرکت‌ها قابل دستیابی است (صفری و ابراهیمی، ۱۳۹۱).



## تأمین مالی خارجی

تأمین مالی از طریق معاملات واقعی (اجاره ترکیبی - عملیاتی) روشی است که امکان تأمین مالی خارج از ترازنامه را برای واحد تجاری، به‌منظور تحصیل و توسعه فعالیت‌های تجاری، یا مکان شرکت (سایت) با یک پشتوانه بستانکاری به همراه یا در کنار منابع سرمایه‌ای دیگر را فراهم می‌کند. تأمین مالی خارج از ترازنامه برای سال‌ها به‌عنوان یک منبع تأمین مالی سرمایه‌ای برای تحصیل تجهیزات سنگین به کار می‌رفت (مخصوصاً فرودگاه‌ها) و به همان ترتیب برای دارایی‌هایی که عمر اقتصادی کوتاه دارند (نظیر اتومبیل‌ها و موجودی برای عملیات خرده‌فروشی). اخیراً تأمین مالی از طریق معاملات واقعی خارج از ترازنامه عواید بسیاری در ارتباط با تحصیل، ترکیب، تغییر و توسعه فعالیت‌های واقعی واحد تجاری دارد. گرایش به تأمین مالی خارج از ترازنامه نتیجه‌ای از:

(۱) اضمحلال منابع تجاری حاصل از تأمین مالی از طریق معاملات طی بحران ایجاد شده در اواخر ۱۹۸۰ تا اوایل ۱۹۹۰.

(۲) فشار بر روی واحدهای تجاری برای اینکه نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام خود را قوی‌تر نشان دهند و ارزش سهام را افزایش دهند.

(۳) تمایل سرمایه‌گذاران به ایجاد تنوع در تأمین مالی برای تجهیزات به همراه اجتناب از ریسک معاملات تجاری.

(۴) بیانیه‌های حسابداری، مالیات، نظرات قانونی، آیین‌نامه‌ها و شفاف‌سازی شروط و موقعیت‌ها تحت شرایط هر معامله تجاری واقعی در هنگام برخورد به‌عنوان تأمین مالی خارج از ترازنامه.

این روش تأمین مالی برای شرکت‌ها و مؤسسات عمومی بزرگ نظیر: کارخانه‌ها، سوپرمارکت‌ها و داروخانه‌ها، تجارت کامپیوتر، حمل‌ونقل و شرکت‌های انرژی و مؤسسات مالی بسیار جذاب می‌باشد. استفاده‌کنندگان بزرگ‌تر از این روش، گردانندگان مؤسسات مالی و اعتباری که دارای هزینه‌های گسترده می‌باشند و در جستجوی فرصتی برای حداکثر نمودن ارزش سهام شرکت خود می‌باشند، هستند. این روش از ساختار تأمین مالی، همچنین در ارتباط با طرح شرکت‌ها برای توسعه از طریق یک اجاره بزرگ برای استفاده از دارایی‌های متعدد در راستای آماده‌سازی، تعمیر و ترکیب و یا توسعه می‌باشد. با این حال تأمین مالی خارج از ترازنامه برای شرکت‌های کوچک به دلیل اینکه دارای ساختار مناسب و مستندات کافی می‌باشد و جزو هزینه‌های قابل قبول مالیاتی است به شکل اجاره می‌باشد. اجاره ترکیبی، صورتی از اجاره عملیاتی است که برای اهداف تأمین مالی به کار می‌رود. اجاره‌کننده (مستأجر) باقی‌مانده صرفه‌جویی مالیاتی و کنترل عملیاتی را به کار می‌برد ولی مجبور نیست برای اهداف حسابداری، تعهدات اجاری خود را به‌صورت بدهی یا اموال اجاری را مانند دارایی ثبت کند؛ بنابراین مستأجر مالکیت دارایی‌ها و متقابل دیون رهنی و تعهدات را در ترازنامه خود افشا نمی‌کند. پرداخت اجاره به‌عنوان هزینه سالانه در صورت سود و زیان مستأجر نشان داده می‌شود. این نوع اجاره برای دولت و سازمان امور مالیاتی مانند یک وام توصیف می‌شود. مستأجر مانند مالک دارایی اجاره شده

برخورد می‌کند و توانایی افزایش در ارزش اموال، محاسبه استهلاک برای اموال به‌منظور اهداف مالیاتی و برخورد با پرداخت اجاره مانند بهره از اصل را دارد. فایده دیگری که این نوع تأمین مالی برای مستأجر ایجاد می‌کند این است که در صورت استفاده از قراردادهای تسهیلات بانکی، استفاده شرکت از دارایی‌های رهنی محدود می‌شود.

استورم و نویس<sup>۱</sup> (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان "بررسی تأثیر حقوق سهام‌داران اصلی بر کارایی تخصیص سرمایه داخلی، نقش رقابت و تأمین مالی خارجی"؛ به بررسی رابطه بین متغیرهای مذکور پرداختند؛ جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس کشورهای واقع در آمریکای شمالی برای سال‌های بین ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۶ بوده است؛ روش آماری داده‌های پانلی و رگرسیون خطی چندمتغیره بوده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که حقوق سهام‌داران به‌طور قابل توجهی بازده تخصیص سرمایه داخلی را افزایش می‌دهند؛ که این رابطه مثبت به‌طور قابل ملاحظه‌ای در شرایطی که رقابت بازار کم است؛ تضعیف می‌شود؛ با این حال میزان تأثیرگذاری مقیاس تأمین مالی خارجی بر روابط بین متغیرهای مذکور مشخص نیست. همچنین یافته نشان‌دهنده آن است که حقوق سهام‌داران اصلی برای حصول اطمینان از تخصیص سرمایه کارآمد داخلی در نگاه‌های تولیدی ضروری است، به ویژه هنگامی که رقابت در بازار کم است.

راینس<sup>۲</sup> (۲۰۱۹) در پژوهشی به "بررسی تخصیص سرمایه داخلی در مؤسسات مالی" پرداختند. نتایج حاکی از آن است که حل مشکل تخصیص داخلی نه تنها بر ریسک یا بازده به‌عنوان محرک اصلی تمرکز می‌کند بلکه بر نسبت آن‌ها به‌صورت عینی و شفاف با اجتناب از مرزهای دامنه تمرکز می‌کند. و اگر چه اختصاص سرمایه اولیه باید بدون توجه به اندازه بازار موجود انجام شود، در نهایت یکی از آن‌ها مجبور به پذیرفتن واقعیت کلان اقتصادی است. در بلندمدت اصلاحات طبقه‌بندی شده در شرکت‌های دولتی بسیار مورد تقاضا است.

گوننج و اورسو<sup>۳</sup> (۲۰۱۸) تحقیقی با عنوان "تأثیر بحران مالی و حمایت از حقوق سهام‌داران بر ارتباط بین رشد دارایی و بازده آتی سهام" را بررسی کردند. هدف از این تحقیق بررسی تأثیر بحران مالی و حمایت از حقوق سهام‌داران بر ارتباط بین رشد دارایی و بازده آتی سهام طی سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۶ در بورس اوراق بهادار هند بوده است. نتایج این پژوهش نشان‌دهنده این است که در طول سال‌های بحران نسبت به سال‌های دیگر، رشد اقتصادی قوی‌تر بوده است. این تأثیر در مؤسسات با نسبت سهام کوچک یا متوسط و شرکت‌های فعال در صنایع با شدت تحقیق و توسعه کم وجود دارد. این پژوهش همچنین ناهمگونی را در سراسر کشور مورد بررسی قرار می‌دهد و بیان می‌کند که رشد اقتصادی قوی‌تر در سال‌های بحران تنها برای بازارهای نوظهور با حفاظت کم از سهام‌داران و اعتباردهندگان وجود دارد.

1. Sturm & Nußes

2. S. Raynes

3. Gonenc & Ursu

بدیعی نژاد و حمزه کلایی (۱۴۰۱) اثر تمرکز مالکیت نهادی منفعل، دوره تصدی مدیرعامل و رقابت بازار محصول بر رابطه بین اغفال توجه سرمایه‌گذاران نهادی منفعل و عدم شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که اغفال توجه سرمایه‌گذاران نهادی منفعل تأثیر منفی و معناداری بر شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها دارد و علیرغم اینکه تمرکز مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی منفعل در دو سطح تمرکز بیشتر از ۵٪ و تمرکز بیشتر از ۱۵٪، تأثیر مثبت و معناداری بر شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها دارند لیکن اغفال توجه سرمایه‌گذاران نهادی منفعل تنها در شرکت‌های دارای سطح تمرکز مالکیت نهادی منفعل بیشتر از ۱۵٪، تأثیر منفی و معناداری بر شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها دارد. همچنین، بر اساس نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش، اغفال توجه سرمایه‌گذاران نهادی منفعل در شرکت‌های دارای مدیران عامل جدید، تأثیر مثبت و معناداری بر شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها دارد ولی در شرکت‌های دارای رقابت سطح بازار محصول، تأثیر معناداری بر شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها ندارد.

حسین پور احمدی و امان الهی (۱۴۰۰) تأثیر مدیریت ریسک سازمانی بر رابطه بین تأمین مالی خارجی و مدیریت سود را بررسی نمودند. یافته‌های پژوهش حاکی از این است که مدیریت ریسک سازمانی بر مدیریت سود و همچنین تأمین مالی خارجی بر مدیریت سود تأثیر دارد. سرانجام مدیریت ریسک سازمانی بر رابطه بین تأمین مالی خارجی و مدیریت سود تأثیرگذار بود. به عبارتی مدیریت ریسک سازمانی می‌تواند عملکرد عملیاتی و افزایش ارزش شرکت را بهبود بخشد و شرکت‌هایی که به علت عدم اطمینان محیطی در معرض ریسک بالا هستند از تأثیرات نامطلوب ریسک جلوگیری و کنترل کند و پیامدهای سودمندی را با حداقل رسانده و نوسانات سود را کاهش دهد.

جامعی و عزیزی (۱۳۰۰) تحقیقی با عنوان تأثیر ارتباطات سیاسی بر تأمین مالی واحدهای تجاری از طریق تسهیلات بانکی با توجه به نقش استقلال هیئت‌مدیره انجام دادند. در این پژوهش به بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر تأمین مالی واحدهای تجاری از طریق تسهیلات بانکی پرداخته شده است. همچنین از متغیر استقلال هیئت‌مدیره به -عنوان متغیر تعدیلگر استفاده شده است. این پژوهش به لحاظ هدف، کاربردی و از نظر ماهیت و روش، توصیفی-همبستگی است. نتایج پژوهش نشان داد که حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره شرکت‌ها باعث تقویت تأثیر ارتباطات سیاسی بر تأمین مالی کوتاه‌مدت و بلندمدت واحدهای تجاری از طریق تسهیلات بانکی خواهد شد. نتایج پژوهش حاکی از آن است که شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران از حضور افراد سیاسی در ترکیب هیئت‌مدیره خود به منظور راهی برای دسترسی آسان‌تر به تسهیلات بانکی بهره می‌جویند. همچنین حضور افراد غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره نیز به عنوان راهی برای جلب اعتماد بانک‌ها موجب تقویت تسهیل تأمین مالی شرکت‌ها خواهد شد.

کجوری و خانی (۱۳۹۷) تحقیقی با عنوان تأثیر تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام بر رابطه بین سرمایه‌گذاری انجام شده در شرکت‌ها و نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام داد که در تحقیق خود اذعان نمود برای دستیابی به اهداف پیش‌گفته، راهبردهای مدیران، تأمین مالی مطلوب با کمترین هزینه برای رشد و توسعه اقتصادی فعالیت‌های بنگاه، افزایش سود و حداکثرسازی ثروت سهام‌داران می‌باشد. تأمین مالی، هنر و علم مدیریت وجه نقد است. هدف از تأمین مالی، سرمایه‌گذاری، سودآوری، کاهش ریسک و برطرف کردن نیازهای اقتصادی و اجتماعی بنگاه است. سود ناشی از کسب کار بنگاه، از عوامل مهم تداوم فعالیت بنگاه اقتصادی تلقی گردیده و منبع مهمی برای تأمین مالی فعالیت‌های عملیاتی بنگاه در آینده است.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

- فرضیه ۱: حقوق سهام‌داران اصلی بر کارایی تخصیص سرمایه داخلی تأثیر دارد.  
 فرضیه ۲: رقابت تأثیر حقوق سهام‌داران اصلی بر کارایی تخصیص سرمایه داخلی را تعدیل می‌کند.  
 فرضیه ۳: تأمین مالی خارجی تأثیر حقوق سهام‌داران اصلی بر کارایی تخصیص سرمایه داخلی را تعدیل می‌کند.

### ۴- روش تحقیق

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت، یک پژوهش توصیفی با تأکید بر روابط همبستگی است، زیرا از یک طرف وضع موجود را بررسی می‌کند و از طرف دیگر، رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون، تعیین می‌نماید. علاوه بر این، در حوزه مطالعات پس رویدادی (استفاده از اطلاعات گذشته) قرار می‌گیرد و مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و سایر اطلاعات واقعی است که با روش استقرایی به کل جامعه آماری قابل تعمیم خواهد بود. جامعه آماری تحقیق، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در تالار بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۷ لغایت ۱۴۰۰ می‌باشد که اطلاعات مالی مورد نیاز پژوهش حاضر را ارائه نموده باشند. روش نمونه‌گیری نیز حذف سیستماتیک می‌باشد. در صورتی که شرکت‌های جامعه آماری شرایط فوق را داشته باشند در نمونه قرار داده می‌شوند.

(۱) دست‌کم از سال ۱۳۸۷ در بورس پذیرفته شده و تا پایان دوره تحقیق در بورس فعال باشند.  
 (۲) پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفندماه باشد.  
 (۳) جزء مؤسسه‌های مالی، سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه نباشد. (به دلیل ماهیت متفاوت صورت‌های مالی از جمله نحوه گزارش درآمدها و هزینه‌ها در صورت سود و زیان)  
 (۴) اطلاعات مورد نیاز جهت محاسبه متغیرهای عملیاتی تحقیق، برای آنها در دسترس باشد.

## ۵- مدل تحقیق و شیوه اندازه‌گیری متغیرها

تعریف عملیاتی متغیرها:

### کارایی تخصیص سرمایه داخلی

متغیر وابسته پژوهش حاضر، کارایی تخصیص سرمایه داخلی است که به پیروی از پژوهش استورم و نویس (۲۰۱۹)، از معادله زیر استفاده می‌شود.

$$Efficiency = \sum_{j=1}^n \omega_j (q_j - \bar{q}) \left\{ \frac{Capex_j}{BA_j} - \left( \frac{Capex}{BA} \right)_{indj} - \sum_{j=1}^n \omega_j \left[ \frac{Capex_j}{BA_j} - \left( \frac{Capex}{BA} \right)_{indj} \right] \right\}$$

### حقوق سهام‌داران اصلی

متغیر مستقل پژوهش حاضر، حقوق سهام‌داران اصلی است که برای اندازه‌گیری آن به پیروی از پژوهش صفرزاده (۱۳۹۲) از ۵ فاکتور تمرکز مالکیت، وجود سهام‌دار حق کنترل، میزان سهام‌داری یا مالکیت، معاملات با اشخاص وابسته و وجود دعاوی قانونی علیه شرکت محاسبه می‌نماییم. که در نهایت پس از تعریف شاخص-های فوق به صورت صفر و یک و جمع کردن امتیاز مربوط به آنها می‌توان امتیاز نهایی حقوق سهام‌داران را به دست آورد (صفرزاده، ۱۳۹۲)

### رقابت

اولین متغیر تعدیلگر پژوهش حاضر، رقابت است که به پیروی از پژوهش استورم و نویس (۲۰۱۹)، از طریق رابطه زیر محاسبه می‌شود.

رقابت. Competition.

$$Market\ Competition_{it} = 1 - \sum_{j=1}^n (marketshare_{ijt})^2$$

که در آن:

Marketshare: سهم بازار که برابر است با:

$$S_{ij} = \frac{X_i}{\sum_{i=1}^k X_i}$$

که در آن:

$S_{ij}$ : سهم بازار شرکت  $i$  در صنعت  $j$

$X_i$ : فروش شرکت  $i$

$k$ : تعداد شرکت‌های فعال در هر صنعت

### تأمین مالی خارجی

دومین متغیر تعدیلگر پژوهش حاضر، تأمین مالی خارجی است که به پیروی از زنجیردار و ابراهیمی راد (۱۳۸۸)، از طریق رابطه زیر محاسبه می‌شود.

$$EFIN_{it} = EQUITY_{it} + DEBT_{it}$$

که در آن:

EQUITY: عبارت است از تأمین مالی از طریق انتشار سهام، که برای محاسبه تأثیر آن، از میانگین نسبت حقوق صاحبان سهام به دارایی‌های شرکت، استفاده خواهد شد.

DEBT: عبارت است از تأمین مالی از طریق اخذ وام‌های بلندمدت، که برای محاسبه تأثیر آن، از میانگین نسبت بدهی‌های بلندمدت به دارایی‌های شرکت، استفاده خواهد شد (زنجیردار و ابراهیمی راد، ۱۳۸۸).

### متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی این پژوهش به پیروی از استورم و نویس (۲۰۱۹)، عبارت‌اند از:

Tobin's q: نسبت کیو توبین

$$q = \frac{\text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام} + \text{ارزش دفتری بدهی‌ها}}{\text{ارزش دفتری دارایی‌های شرکت}}$$

Firm size: اندازه شرکت

برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌ها (استورم و نویس، ۲۰۱۹)

CEO tenure: دوره تصدی مدیرعامل

متغیر دامی (مصنوعی) که زمانی برابر با یک است که دوره تصدی مدیرعامل بیشتر از میانه نمونه باشد، و در غیر این صورت صفر خواهد بود (استورم و نویس، ۲۰۱۹)

CEO duality: دوگانگی وظیفه مدیرعامل

اگر هم‌زمان یک نفر عضو هیئت‌مدیره و مدیرعامل باشد برابر یک، در غیر این صورت برابر با صفر (استورم و نویس، ۲۰۱۹).

در تحقیق حاضر با توجه به سؤال اصلی تحقیق که عبارت است از اینکه آیا حقوق سهام‌داران اصلی بر کارایی تخصیص سرمایه داخلی تأثیر دارد؟

بر اساس پژوهش استورم و نویس (۲۰۱۹)، جهت اظهار نظر درباره فرضیات پژوهش مدل رگرسیونی زیر تخمین زده می‌شود:

رابطه (۱)

$$\text{Allocation efficiency}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{SSR}_{it} + \beta_2 \text{SSR}_{it} * \text{competition}_{it} + \beta_3 \text{SSR}_{it} * \text{external financing}_{it} + \beta_4 \text{Tobin's } q_{it} + \beta_5 \text{Firm size}_{it} + \beta_6 \text{CEO duality}_{it} + \epsilon_{it}$$

در مدل مذکور داریم:

Allocation efficiency: کارایی تخصیص سرمایه داخلی

SSR: حقوق سهام‌داران اصلی

Competition: رقابت

external financing: تأمین مالی خارجی

Tobin's q: نسبت کیو توبین

Firm size: اندازه شرکت

CEO tenure: دوره تصدی مدیرعامل

CEO duality: دوگانگی وظیفه مدیرعامل

(استورم و نویش، ۲۰۱۹)

#### ۶- تجزیه و تحلیل داده‌ها

##### آمار توصیفی

به‌طور کلی، روش‌هایی را که به وسیله آن‌ها می‌توان اطلاعات جمع‌آوری شده را پردازش کرده و خلاصه نمود، آمار توصیفی می‌نامند. این نوع آمار صرفاً به توصیف جامعه یا نمونه می‌پردازد و هدف از آن، محاسبه پارامترهای جامعه یا نمونه پژوهش است (آذر و مومنی، ۱۳۸۹). نمونه مورد بررسی طی مقاطع زمانی مورد بررسی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۷، شامل ۱۰۰ شرکت می‌باشد. شاخص‌های توصیف داده‌ها به سه گروه شاخص‌های مرکزی، شاخص‌های پراکندگی و شاخص‌های شکل توزیع تقسیم می‌شوند. در این بخش چگونگی توزیع متغیرهای پژوهش بر اساس مهمترین شاخص‌های مرکزی (میانگین<sup>۱</sup>)، شاخص‌های پراکندگی (واریانس<sup>۲</sup> و انحراف معیار<sup>۳</sup>) و شاخص‌های شکل توزیع (ضریب چولگی<sup>۴</sup> و ضریب کشیدگی<sup>۵</sup>) مورد بررسی قرار می‌گیرند.

جدول ۴-۱ شاخص‌های مرکزی، پراکندگی و توزیع سوالات و متغیرها

متغیرها	تعداد	میانگین	انحراف معیار	واریانس	چولگی	کشیدگی
	آمار	آمار	آمار	آمار	آمار	آمار
رعایت حقوق سهام‌داران	1100	9345/2	02262/1	046/1	2880/-	2940/-
کارایی تخصیص سرمایه داخلی	1100	4984/-1	54617/16	776/273	652/-2	596/9

- 1 Mean
- 2 Variance
- 3 Std. Deviation
- 4 Skewness
- 5 Kurtosis



متغیرها	تعداد	میانگین	انحراف معیار	واریانس	چولگی	کشدگی
	آمار	آمار	آمار	آمار	آمار	آمار
رقابت	۱۱۰۰	۰۷۲۴۰/	۰۱۴۶۹۶/	۰۰۲۲/	۰۰۱۵/-	۱۸۳/۱-
تأمین مالی خارجی	۱۱۰۰	۰۴۸۰۸/	۰۱۷۷۹۲/	۰۰۳۲/	۰۰۲۵/-	۰۲۸۰/۱-
کیو توبین	۱۱۰۰	۸۹۹۸/۱	۱۴۴۸۵/۱	۳۱۱/۱	۰۹۴/۳	۹۰۶/۱۶
اندازه	۱۱۰۰	۱۸۷۴/۱۴	۵۶۳۷۲/۱	۴۴۵/۲	۰۹۱۲/	۲۰۰/۱
دوره تصدی مدیرعامل	۱۱۰۰	۰۶۵۶۴/	۰۴۷۵۱۴/	۰۲۲۶/	۰۶۵۹/۱-	۵۶۸/۱-
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	۹۳۵	۰۱۷۲۲/	۰۳۷۷۷۵/	۰۱۴۳/	۷۳۹/۱	۰۲۷/۱

منبع: یافته‌های پژوهشگر

میانگین، اصلی‌ترین و مهم‌ترین شاخص مرکزی به شمار می‌آید که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است. میانه نقطه‌ای است که یک نمونه را به دو قسمت مساوی تقسیم می‌نماید. به عبارتی دیگر، ۵۰ درصد مشاهدات قبل و ۵۰ درصد مشاهدات بعد از آن قرار دارند. مقدار بیشینه و کمینه این متغیر نیز به ترتیب یک و صفر می‌باشد. لازم به ذکر است که مقادیر میانه، بیشینه و کمینه این متغیر بین بسیاری از شرکت‌ها مشترک است و لذا از ارائه نام شرکت‌هایی که این مقادیر به آن‌ها تعلق دارد، خودداری شده است. در این مرحله از پژوهش آزمون فرضیات پژوهش با استفاده از نرم‌افزار ایپوز انجام شده است.

### آزمون فرضیه شماره ۱ پژوهش

برای آزمون فرضیه باید از مدل اثرات ثابت استفاده نمود. نتیجه آزمون مدل مذکور با استفاده از مدل اثرات ثابت و روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی (EGLS) در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱: نتایج برآورد ضرایب مدل و فرضیه شماره ۱ پژوهش

متغیرهای پژوهش	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	مقدار احتمال
حقوق صاحبان سهام	۱/۲۰۴۳۰۲	۰/۵۱۸۹۱۹	۱/۹۶۵۳۷۲	۰/۰۵
کیو توبین	-۲/۸۳۴۲۵۶	۰/۴۷۱۳۸	-۶/۰۱۲۶۸۱	۰
اندازه شرکت	-۰/۱۵۱۹۶۳	۰/۱۳۲۱۸۲	-۱/۱۴۹۶۴۷	۰/۲۵۰۶
دوره تصدی مدیرعامل	۴/۱۴۱۰۲۵	۱/۰۸۴۲۴۳	۳/۸۱۹۲۷۸	۰/۰۰۰۱
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	۰/۶۳۱۲۷	۱/۴۲۱۷۳۴	۰/۴۴۴۰۱۴	۰/۶۵۷۱

منبع: یافته‌های پژوهشگر

باتوجه به نتایج جدول ۱، از آنجاکه آماره  $t$  متغیر حقوق سهام‌داران اصلی (برابر با ۱/۹۶) بوده و سطح معناداری آن کمتر از ۰/۰۵ است، ارتباطی معناداری بین حقوق سهام‌داران اصلی و کارایی تخصیص سرمایه داخلی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برقرار است.

### آزمون فرضیه شماره ۲ پژوهش

برای آزمون فرضیه باید از مدل اثرات ثابت استفاده نمود. نتیجه آزمون مدل مذکور با استفاده از مدل اثرات ثابت و روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی (EGLS) در جدول ۲ ارائه شده است.

(۱) باتوجه به نتایج جدول ۲، از آنجاکه آماره  $t$  متغیر رقابت (برابر با ۱/۴۸) بوده و سطح معناداری آن بزرگ‌تر از ۰/۰۵ است، رقابت تأثیر حقوق سهام‌داران اصلی بر کارایی تخصیص سرمایه داخلی را تعدیل نمی‌کند.

(۲) باتوجه به نتایج جدول ۲، از آنجاکه آماره  $t$  متغیر تأمین مالی خارجی (برابر با ۱/۰۶) بوده و سطح معناداری آن بزرگ‌تر از ۰/۰۵ است، تأمین مالی خارجی تأثیر حقوق سهام‌داران اصلی بر کارایی تخصیص سرمایه داخلی را تعدیل نمی‌کند.

جدول ۲: نتایج برآورد ضرایب مدل و فرضیه شماره ۲ پژوهش

مقدار احتمال	آماره $t$	انحراف معیار	ضرایب	متغیرهای پژوهش
۰/۰۶۰۱	۱/۸۸۲۳۷۸	۱/۸۹۹۷۲۵	۳/۵۷۶۰۰۱	حقوق صاحبان سهام
۰/۱۳۶۶	۱/۴۸۹۶۹۴	۷/۷۱۲۵۳۳	۱۱/۴۸۹۳۱	رقابت
۰/۲۸۸۱	۱/۰۶۲۸۲۲	۷/۵۸۵۶	۸/۰۶۲۱۴۳	تأمین مالی خارجی
۰	-۶/۵۱۲۳۰۲	۰/۴۹۴۸۲۶	-۳/۲۲۲۴۵۴	کیو توبین
۰/۰۰۵۳	-۲/۷۹۶۰۷۷	۰/۳۰۶۲۹۲	-۰/۸۵۶۴۱۷	اندازه شرکت
۰/۰۰۱۹	۳/۱۱۴۷۲۹	۱/۱۰۶۰۴۱	۳/۴۴۵۰۱۷	دوره تصدی مدیر عامل
۰/۵۴۸۱	۰/۶۰۰۸۸۵	۱/۴۳۳۵۵۸	۰/۸۶۱۴۰۳	دوگانگی وظیفه مدیر عامل
۰/۳۱۲۶	-۱/۰۱۰۴۰۲	۲/۸۶۸۵۰۲	-۲/۸۹۸۳۴۱	رقابت * حقوق صاحبان سهام
۰/۵۴۳۳	-۰/۶۰۸۱۲۹	۲/۵۴۱۳۶۱	-۱/۵۴۵۴۷۵	تأمین مالی * حقوق صاحبان سهام

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۷- بحث و نتیجه‌گیری

باتوجه به یافته‌های تحقیق حاضر به بررسی تأثیر حقوق سهام‌داران اصلی بر کارایی تخصیص سرمایه داخلی، نقش رقابت و تأمین مالی خارجی پرداخته شده است و وجود بازار سرمایه قوی، یکی از ارکان مهم رشد و توسعه

اقتصادی است. این بازار با استفاده از مکانیسم‌های درونی خود به تعیین قیمت عادلانه سهام و تخصیص بهینه سرمایه می‌پردازد و پیشرفت و گسترش آن معیاری جهت رتبه‌بندی کشورها از لحاظ توسعه اقتصادی تلقی می‌شود. سرمایه عنصر حیاتی و مهمی است که هم در تأسیس و ایجاد فعالیت‌های اقتصادی و هم در بهره‌برداری از آنها نقش کلیدی دارد. اگر سرمایه در اختیار نباشد هیچ‌گونه فعالیت اقتصادی را نمی‌توان پایه‌گذاری کرد. پس از پایه‌گذاری فعالیت‌های اقتصادی و آماده‌کردن آنها برای بهره‌برداری نیز اگر سرمایه لازم جهت به‌گردش درآوردن عملیات وجود نداشته باشد، آن سرمایه‌گذاری‌های اولیه حاصل و نتیجه‌ای نخواهد داشت. با وجود نقش مهم سرمایه در اقتصاد، نکته اساسی کمیابی سرمایه است. یکی از متغیرهای مهم اقتصادی، مقدار سرمایه‌گذاری است که در یک اقتصاد انجام می‌شود و تحقق آن در اقتصاد به بهبود تمامی متغیرهای اقتصادی از جمله اشتغال و تولید منجر می‌شود. اطلاعات حسابداری می‌تواند بر بهره‌وری سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد و با ارتقای سازوکارهای کنترلی کارا که موجب سوق‌دادن مدیران به استفاده درست از منابع در پروژه‌ها و کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران می‌شود، موجب خلق ارزش برای شرکت شود. گزارشگری مالی کنترل داخلی انعکاسی از کیفیت کلی سیستم اطلاعاتی شرکت از جمله سیستم حسابداری و گزارشگری خارجی است. ناکارآمدی گزارشگری مالی بر کنترل داخلی صحت گزارش داخلی مدیریت تأثیر می‌گذارد و موجب تأخیر در دسترسی اطلاعات داخلی می‌شود. از این‌رو، ضعف کنترل داخلی به تخصیص ناکارآمد منابع نقدی شرکت به‌وسیله مدیران منجر می‌شود. ارائه اطلاعات حسابداری باکیفیت بالا بر بهبود تخصیص سرمایه و افزایش بهره‌وری سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است و انتظار می‌رود وجود نقاط ضعف در کنترل داخلی بر کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت تأثیرگذار باشد. در نتیجه، با افزایش ضعف کنترل داخلی شرکت، کارایی سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. عوامل گوناگونی وجود دارد که امکان موفقیت در جذب منابع مالی خارجی را افزایش می‌دهد، مهم‌ترین این عوامل وجود یک ساختار حقوقی جامع است که تا حد زیادی دارای کمترین ارجاع مسائل به سایر قوانین و مقررات باشد. در حال حاضر قانون جلب و حمایت سرمایه‌های خارجی نمی‌تواند پاسخگوی نیازهای فعلی کشور باشد؛ بنابراین، ضرورت بازنگری در قوانین موجود، ضروری است. این بازنگری زمانی مؤثر خواهد بود که موانع موجود در قانون اساسی، از سر راه سرمایه‌های خارجی برداشته شود. به‌منظور جامعیت بخشیدن به قوانین سرمایه‌گذاری خارجی، باید رویه مشخص و ثابتی در پیش گرفته شود. مراجعه به بعضی از قوانین خصوصاً در زمینه مالیات، کار و عملیات بانکی - قابل‌پیش‌بینی است. لیکن، اتکای بیش از حد به سایر قوانین و مقررات، می‌تواند موجب کاهش جذابیت سرمایه‌گذاری خارجی شود. خصوصاً در مواردی که این قوانین، قدیمی باشد. از لحاظ پذیرش و ورود سرمایه‌گذاری خارجی بعد از تصویب قانون جدید در این رابطه اصلاحات قابل‌توجهی در جهت تأمین امنیت سرمایه‌گذاران خارجی صورت‌گرفته و در نتیجه بستر سرمایه‌گذاری خارجی بسیار مناسب‌تر از قبل گردیده است.

"حقوق سهام‌داران اصلی بر کارایی تخصیص سرمایه داخلی تأثیر دارد."

نتایج فرضیه اول حاکی از این است که حقوق سهام‌داران اصلی و کارایی تخصیص سرمایه داخلی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران معنادار می‌باشد. این یافته با نتایج پژوهش استورم و نویس<sup>۱</sup> (۲۰۱۹)، رایتس<sup>۲</sup> (۲۰۲۰) همسو می‌باشد.

نتایج فرضیه دوم حاکی از این است که متغیر رقابت ارتباط میان حقوق سهام‌داران اصلی بر کارایی تخصیص سرمایه داخلی را تعدیل نمی‌کند این یافته با پژوهش اکبری و همکاران (۱۳۹۸)، رایتس<sup>۳</sup> (۲۰۲۰) همسو است. رقابت‌پذیری از اجزاء تشکیل‌دهنده بازار مالی است و در واقع یکی از شریان‌های اصلی تأمین مالی در یک اقتصاد محسوب می‌گردد. تأثیر رقابت‌پذیری در کشورهای توسعه یافته در حرکت جریان نقدینگی و منجر شدن به رشد و توسعه اقتصادی، مسئله‌ای مهمی است که اخیراً با نگاه به رشد مساعد بازار سرمایه در ایران مورد توجه قرار گرفته است. چنانچه رابطه منطقی بین بازار مالی و سایر بخش‌های اقتصادی وجود نداشته باشد، احتمال بروز اختلالات و نقصان‌هایی در سازوکار اقتصاد وجود دارد. رقابت‌پذیری به سبب نقش اساسی در گردآوری منابع از طریق پس‌اندازها، بهینه‌سازی گردش منابع مالی و هدایت آنها به سوی مصارف و نیازهای سرمایه‌گذاری در بخش‌های مولد اقتصادی تأثیر زیادی در رشد اقتصادی کشورها ایفا می‌کنند به طوری که برخی اقتصاددانان بر این عقیده‌اند که تفاوت اقتصادهای توسعه یافته و توسعه نیافته، نه در تکنولوژی پیشرفته توسعه یافته‌ها بلکه در وجود رقابت‌پذیری یکپارچه فعال و گسترده است. نتایج فرضیه سوم حاکی از این است که متغیر تأمین مالی خارجی ارتباط میان حقوق سهام‌داران اصلی بر کارایی تخصیص سرمایه داخلی را تعدیل نمی‌کند. این یافته با پژوهش فرید و قدک فروشان (۱۳۹۷) همسو است.

علاوه بر این نوع تأمین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با ارزش متفاوت، تأثیر متفاوتی دارد. در اقتصادهایی که از بازارهای مالی خوبی برخوردار هستند تأمین مالی خارجی نقش فزاینده‌ای در تأمین مالی بنگاه‌ها ایفا می‌نمایند. در حالی که سیستم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار در اکثر کشورهای در حال توسعه به دلایلی چون برنامه مرکزی توسط دولت، تأمین نقدینگی، ایجاد اطمینان در نظام پرداخت، نقش مسلطی را در نظام مالی ایفا می‌کند. بازار سرمایه در این کشورها فاقد ابزارهای مالی کافی است، میزان منابع سرمایه‌گذاری شده به نسبت کوچک است و قیمت‌های اسمی و واقعی دارایی‌ها نوسان بسیار دارند. از این رو توسعه بازارهای سرمایه باید مورد تشویق قرار گیرد. بنابراین با گسترش مطالعات در حوزه سرمایه‌گذاری به فعالان بورس، اعضاء هیئت‌مدیره شرکت‌ها، سهام‌داران، شرکت‌های حسابرسی، پژوهشگران و غیره پیشنهاد می‌شود با مباحث کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر آشنا شده تا نقش مهمی در زمینه کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام داشته باشند، مطابقت و همخوانی دارد.

1 Sturm, M. & Nüesch, S  
2 Ryner  
3. Ryner

## فهرست منابع

- ۱) اردکانی سعید، سعید و حدادیان، سیما، ۱۳۹۲. اثر مدیریت دانش و وضعیت داخلی بنگاه‌های تولیدی بر رقابت‌پذیری آنها (مطالعه موردی: کارخانه‌های تولیدکننده کاشی و سرامیک استان یزد). فصلنامه مدیریت، شماره ۳۰.
- ۲) آقازاده، هاشم، استیری، مهرداد، و اصانلو، بهاره، ۱۳۸۶. بررسی مؤلفه‌های مؤثر بر رقابت‌پذیری بنگاه‌ها در ایران. دوره ۷، شماره ۳، صص. ۳۷-۵۸.
- ۳) بدیعی نژاد و کلایی، حمزه، ۱۴۰۱. اثر تمرکز مالکیت نهادی منفعل، دوره تصدی مدیرعامل و رقابت بازار محصول بر رابطه بین اغفال توجه سرمایه‌گذاران نهادی منفعل و عدم شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها. پژوهش‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۴، شماره ۲.
- ۴) بهکیش، محمد مهدی، ۱۳۸۰. اقتصاد ایران در بستر جهانی، تهران، نشر نی.
- ۵) جامعی و عزیزی، ۱۳۹۹. تأثیر ارتباطات سیاسی بر تأمین مالی واحدهای خارجی از طریق تسهیلات بانکی با توجه به نقش استقلال هیئت‌مدیره. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۴۷.
- ۶) جلیلی، صابر و معصوم پور، یلدا، ۱۳۹۷. اثر حقوق سهام‌داران و مالکیت درونی بر مدیریت سود. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۷، صص. ۱۶۳-۱۸۰.
- ۷) محمدپور، محمد حسین و امان الهی، ۱۴۰۰. تأثیر مدیریت ریسک سازمانی بر رابطه بین تأمین مالی خارجی بر مدیریت سود. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۴۹.
- ۸) خدادی و آقاجری، ۱۳۸۸. ارزیابی رابطه بین ساختار مالکیت شرکت و سیاست‌های سود سهام در ایران. حسابداری مالی، ۸(۴)، صص. ۸۴-۸۴۹.
- ۹) طورسیان، ۱۳۹۰. بررسی تأثیر رقابت بازار محصول بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان.
- ۱۰) صفری، سعید و ابراهیمی، عباس، ۱۳۹۱. اندازه‌گیری توان رقابتی بانک‌ها در نظام بانکداری ایران. پژوهشنامه بازرگانی، شماره ۶۴، صص. ۱۸۷-۲۲۱.
- ۱۱) عباس زاده، ۱۳۹۳. رقابت محصول و معیارهای مختلف کیفیت سود مبتنی بر اصول فعالیت بازار. سومین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت، تهران.
- ۱۲) کجوری وحید جعفری، علی خانی، مرضیه، ۱۳۹۷. تأثیر تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام بر رابطه بین سرمایه‌گذاری انجام شده در شرکت‌ها و نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. هفتمین کنفرانس ملی کاربردهای حسابداری و مدیریت.
- ۱۳) کرباسی یزدی، حسین، نوری فرد، یدالله، و محمد شریفی، طاهر، ۱۳۹۴. اثر سطح افشاء اختیاری شرکت‌ها بر کارایی تخصیص بازار سرمایه. پژوهش‌های تجربی حسابداری، شماره ۱۶، علمی-پژوهشی (وزارت علوم)، صص. ۱۲۵-۱۴۴.

۱۴) نبی فیض چکاب، غلام، تقی زاده، ابراهیم، فهیمی، عزیزاله، و خدادادی دشتکی، خداداد، ۱۳۹۴. بررسی موانع و کاستی‌های تأمین مالی خارجی در حقوق ایران. فصلنامه پژوهش حقوق خصوصی، سال سوم، شماره یازدهم.

- 15) Allen, F., & Gale, D., 2000. Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives. Cambridge: Cambridge University.
- 16) Arrfelt M, Wiseman RM, McNamara G, Hult GTM ., 2014. Examining a key corporate role: the influence of capital allocation competency on business unit performance. *Strateg Manag J* 36(7), pp.1017-1034
- 17) Biddle, Gary, Gilles Hilary and Rodrigo. s Verdi., 2009. How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 48.
- 18) Bebchuk LA, Cohen A, Ferrell A., 2009. What matters in corporate governance?. *Rev Financ Stud* 22(2), pp.783-827
- 19) Chen, Kevin CW, Zhihong Chen, and KC Wei., 2011. Agency costs of free Cash Flow and the Effect of Shareholder Rights on the Implied Equity Capital. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* No. 46 (01), pp. 171-207.
- 20) Gartner, W.B., 1994. Words leads to deeds: toward an organizational Emergence vocabulary. *Journal of business venturing*, 8, PP.231-239.
- 21) Gonenc, H. & Ursu, S., 2018. The asset growth effect and investor protection in emerging markets: The role of the global financial crisis. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54, 3, pp. 491-507.
- 22) Jiraporn, RM Wiseman, M Arrfelt., 2017. A review of the internal capital allocation literature: Piecing together the capital allocation puzzle. [journals.sagepub.com](http://journals.sagepub.com)
- 23) S Raynes - *The Journal of Structured Finance.*, 2019. Internal Capital Allocation at Financial Institutions. [journals.com](http://journals.com)
- 24) Sturm Maximilian, Nu`esch. Stephan., 2019. Strong shareholder rights, internal capital allocation efficiency, and the moderating role of market competition and external financing needs. *Rev Manag Sci* DOI 10.1007/s11846-017-0244-1
- 25) Sturm Maximilian, Nu`esch. Stephan., 2021. Strong shareholder rights, internal capital allocation efficiency, and the moderating role of market competition and external financing needs. *financial Manag.* No. 6.
- 26) Williamson, O.E., 1975. Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations. *Journal of Law and Economics*, 22, pp. 233-261.

## Abstract

<https://doi.org/10.30495/faar.2023.1944548.3372>

### Strong Shareholder Rights, Internal Capital Allocation Efficiency, and the Moderating Role of Market Competition and External Financing Needs

Fereshteh Feizabadi<sup>1</sup>

Received: 12 / October / 2023 Accepted: 13 / December / 2023

#### Abstract

Nowdays, the capital market in developing countries is considered as a tool to increase investment and economic growth. Since efficiency is the main and most The purpose of this study was to Investigate strong shareholder rights on the internal capital allocation efficiency, the role of competition and external financing in companies listed on the Tehran Stock Exchange. The spatial domain of this research was the companies listed in the Tehran Stock Exchange . In this research, the rights of the strong shareholders of the independent variable and the efficiency of internal capital allocation of the dependent variable were considered. In the data section of the study, data were collected from sample companies by referring to financial statements, explanatory notes and stock exchange monthly. Based on systematic elimination method, 100 companies were selected as statistical sample. Descriptive and inferential statistics were used to describe and summarize the data collected. In order to analyze the data, pre-tests of variance homogeneity, F-Lemer test, Hausman test, and Dicky-Fuller test and then multivariate regression test were used to confirm and reject the research hypotheses (EViews software). The results showed that strong shareholder rights significantly increase the internal capital allocation efficiency. However, the moderating effect of market competition and external financing needs is not found to be significant.

**Keywords:** Strong Shareholder Rights, Internal Capital Allocation Efficiency, Market Competition, External Financing Needs

<sup>1</sup> Department of Accounting, Pardis Branch, Islamic Azad University, Pardis, Iran. Corresponding Author. feizabadi\_ff@yahoo.com