

## تأثیر رقابت در بازار بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری

سعید یادگاری<sup>۱</sup>

مرجان نعمت اله زاده<sup>۲\*</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۲/۲۷ تاریخ چاپ: ۱۴۰۲/۰۵/۲۵

### چکیده

با افزایش رقابت در عرصه تجارت، شرکت‌ها برای بقاء خود، نیاز به انجام سرمایه‌گذاری‌های مناسب و به‌موقع دارند. با توجه به تحولات جهان امروز، خصوصاً کشورهای در حال توسعه، این کشورها برای حل مشکلات اقتصادی نیازمند راهکارهایی مناسب جهت استفاده بهتر از امکانات خود می‌باشند. در این راستا، یکی از عوامل مهم در جهت حل مسائل اقتصادی کشورها، بسط و توسعه سرمایه‌گذاری است؛ اما این امر به تنهایی کافی نیست و با توجه به محدودیت منابع مالی، علاوه بر مسأله توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری نیز از جمله مسائل با اهمیت است. بر این اساس، پژوهش حاضر به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری و همچنین نقش تعدیل‌گری رقابت در بازار در این رابطه می‌پردازد. به‌منظور دستیابی به هدف فوق، اقدام به تدوین دو فرضیه شد. بر این اساس به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، نمونه‌ای متشکل از ۱۴۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۳ الی ۱۴۰۰ انتخاب شد. جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش نیز از مدل رگرسیون چندمتغیره مبتنی بر داده‌های ترکیبی استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان داد حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد، یعنی افزایش حاکمیت شرکتی، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری به دنبال دارد؛ علاوه بر این، نتایج بیانگر این است که رقابت در بازار رابطه بین حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌کند.

### واژگان کلیدی

کارایی سرمایه‌گذاری، حاکمیت شرکتی، رقابت در بازار

<sup>۱</sup> استادیار گروه حسابداری، دانشگاه شهید اشرفی، اصفهان، ایران. (Syadegari115@yahoo.com)

<sup>۲</sup> کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه شهید اشرفی، اصفهان، ایران. (\* نویسنده مسئول: marjannlz77@gmail.com)

## ۱- مقدمه

سرمایه‌گذاری موتور مهمی است که باعث رشد تولید ناخالص داخلی می‌شود. از آنجایی که سرمایه‌گذاری عمدتاً توسط شرکت‌ها اجرا می‌شود، کارایی سرمایه‌گذاری شرکت به طور مستقیم بر عملکرد اقتصاد ملی تأثیر می‌گذارد (زینگ و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰). با این حال، به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه‌گذاری ناکارآمدی وجود دارد که پیامدهای اقتصادی منفی بسیاری مانند سرمایه‌گذاری پیشرفته، هدر رفتن منابع و کاهش سود به همراه دارد و در نتیجه توانایی توسعه پایدار اقتصاد ملی را کاهش می‌دهد. علاوه بر این، سرمایه‌گذاری به منبع مهم عدم تعادل ساختار اقتصادی، ظرفیت مازاد و اهرم بالای برخی شرکت‌ها تبدیل شده است (زی و وانگ<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷)؛ بنابراین، چگونگی به حداقل رساندن سرمایه‌گذاری ناکارآمد به یک موضوع مهم تبدیل شده است (ژانگ و یو<sup>۳</sup>، ۲۰۲۰).

از دهه ۱۹۹۰، بسیاری از کشورهای جهان تلاش زیادی برای مسائل حاکمیت شرکتی انجام داده‌اند. مکانیسم‌های بهبود یافته حاکمیت شرکتی ایجاد شده از طریق این تلاش‌ها تأثیر مثبتی بر ارزش‌ها و سیاست‌های شرکتی داشت (فوور و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۷). حاکمیت بهتر می‌تواند منافع مدیران و سهامداران را بهبود بخشد، در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد و در نهایت کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد (لی و تران<sup>۵</sup>، ۲۰۲۱). حاکمیت شرکتی بهتر به تعادل منافع سهامداران یک شرکت (سهامداران، مصرف‌کنندگان، مدیران، اعتباردهندگان، کارکنان، تامین‌کنندگان و غیره) اشاره دارد و انتظار می‌رود شرکتی با حکمرانی خوب رابطه مثبت و معناداری با کارایی سرمایه‌گذاری نشان دهد.

تئوری نمایندگی استدلال می‌کند که مدیران به دلیل عدم تطابق منافع بین سهامداران و مدیران به شدت انگیزه دارند تا برای منافع خود به جای منافع سهامداران، فرصت‌طلبانه عمل کنند (جنسن و مک‌لینگ<sup>۶</sup>، ۱۹۷۶). برجسته‌ترین مسئله در میان مشکلات نمایندگی این است که مدیران امپراتوری‌های مدیریتی می‌سازند، یا با افزایش اندازه شرکت‌ها فراتر از سطوح بهینه یا حفظ منابع کم استفاده، به منظور افزایش منافع شخصی از اعتبار، قدرت و پاداش‌ها (جنسن<sup>۷</sup>، ۱۹۸۶). علاوه بر این، مدیران ممکن است در موقعیتی که بتوانند کارهای بیشتری انجام دهند، تلاش کافی انجام ندهند (هولمستروم<sup>۸</sup>، ۱۹۸۶). مطالعات قبلی که به مشکلات نمایندگی و سرمایه‌گذاری‌های شرکتی پرداخته بودند، به ادغام و تملک (ماسولیس و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۰۷) و سرمایه‌گذاری‌های سرمایه (بیدل و همکاران<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۹) پرداختند.

انتظار می‌رود حاکمیت شرکتی عدم تقارن اطلاعات را به حداقل برساند و مدیریت را با منافع مالکان برای پیش‌بینی رفتارهای فرصت‌طلبانه همسو کند (منشاوی و همکاران<sup>۱۱</sup>، ۲۰۲۱). حاکمیت شرکتی همچنین می‌تواند بر نظارت بر اقدامات نماینده تأثیر بگذارد، به ویژه این که چگونه آن‌ها در راستای منافع مدیر هستند. اثربخشی حاکمیت شرکتی در

<sup>1</sup> Xing et al

<sup>2</sup> Xie and Wang

<sup>3</sup> Zhang and Yu

<sup>4</sup> Fauver et al

<sup>5</sup> Le and Tran

<sup>6</sup> Jensen and Meckling

<sup>7</sup> Jensen

<sup>8</sup> Holmström

<sup>9</sup> Masulis et al

<sup>10</sup> Biddle et al

<sup>11</sup> Menshawey et al

کاهش مشکلات احتمالی نمایندگی تابع عواملی است که یکی از آنها محیط کسب و کار است. در رابطه با سرمایه‌گذاری، مطالعات قبلی نشان داده‌اند که چگونه شرایط محیطی می‌تواند بر تصمیمات مدیریت در کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد (بلوم و همکاران<sup>۱۲</sup>، ۲۰۰۷). از میان این عوامل محیطی، رقابت تجاری از آنجایی که ممکن است باعث عدم اطمینان شود، یکی از عوامل مؤثر بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری است. همان‌طور که توسط عبده<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۶) اشاره شده است، سطوح بالای رقابت در صنعت ممکن است مدیریت را به سمت سرمایه‌گذاری ناکارآمد سوق دهد. این بدان معناست که مدیریت در میان رقابت شدید، نقشی را برای حفظ سودآوری سرمایه‌گذاری‌ها، تعیین خط مشی‌ها و اولویت‌های شرکت ایفا می‌کند.

کارایی سرمایه‌گذاری معمولاً زمانی حاصل می‌شود که یک سرمایه‌گذاری دارای ارزش فعلی خالص مثبت باشد (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). برعکس، زمانی که سرمایه‌گذاری بیش از حد یا کم سرمایه‌گذاری وجود داشته باشد، گفته می‌شود که سرمایه‌گذاری بی‌اثر است، به سرمایه‌گذاری که به ترتیب از ارزش بهینه فراتر می‌رود یا کمتر از آن است (اولاه و همکاران<sup>۱۴</sup>، ۲۰۲۰). ناکارآمدی سرمایه‌گذاری را می‌توان از طریق رویکردهای مختلفی توضیح داد، مانند نظریه نمایندگی، جریان نقدی آزاد، اعتماد بیش از حد، مدیریت استقرار و رده‌های بالا (لی و چن<sup>۱۵</sup>، ۲۰۱۹). مطالعه حاضر به طور خاص از نظریه نمایندگی برای بررسی دقیق یافته‌ها پیروی می‌کند.

طبق نظریه نمایندگی، یک سرمایه‌گذاری ناکارآمد ممکن است ناشی از خطر اخلاقی و انتخاب نامطلوب منتسب به تعارضات نمایندگی باشد که به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی پدیدار می‌شود (منشاوی و همکاران، ۲۰۲۱). پیشنهاد می‌شود که مدیریت در حالی که اطلاعات گسترده‌ای در مورد ارزش واقعی سرمایه‌گذاری‌ها در اختیار دارد، ممکن است در عوض از عدم تقارن اطلاعاتی برای انتخاب سرمایه‌گذاری‌هایی استفاده کند که به هزینه‌های سهامداران یا سهامداران به نفع مدیریت باشد (سومان و سینگ<sup>۱۶</sup>، ۲۰۲۰). مدیریت، در این مرحله، رفتارهای فرصت طلبانه را نشان می‌دهد زیرا رونق خود را بر رونق سهامداران در تصمیمات سرمایه‌گذاری اولویت می‌دهد (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). طرح‌های پاداش و افزایش پاداش نمونه‌هایی از چنین رفتارهایی هستند که در آن مدیریت قصد دارد با تخصیص منابعی که حداکثر نرخ بازدهی را برای شرکت فراهم نمی‌کند، یک امپراتوری بسازد (سومان و سینگ، ۲۰۲۰).

فشار بر مدیریت برای پیشی گرفتن از رقبای خود نیز می‌تواند تضادهای نمایندگی را تشدید کند (صالحی و همکاران<sup>۱۷</sup>، ۲۰۲۰) و مدیریت را وادار به رفتار فرصت طلبانه در مدیریت شرکت می‌کند (جاکوبی و همکاران<sup>۱۸</sup>، ۲۰۱۹). سطوح بالای رقابت، علاوه بر اهداف داخلی تعیین شده توسط شرکت، ممکن است باعث عدم اطمینان کسب و کار شود و خطرات اخلاقی را دامن بزند که می‌تواند مدیریت را به سرمایه‌گذاری ناکارآمد ترغیب کند. علاوه بر این، مطالعات قبلی تأثیر قابل توجه سطوح رقابت بر حاکمیت شرکتی را تأیید کرده‌اند (تانگ و چن<sup>۱۹</sup>، ۲۰۲۰). با توجه به این یافته‌ها، پژوهش حاضر سطح رقابت را در بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری در نظر می‌گیرد؛ بنابراین،

<sup>12</sup> Bloom et al

<sup>13</sup> Abdoh

<sup>14</sup> Ullah et al

<sup>15</sup> Lei and Chen

<sup>16</sup> Suman and Singh

<sup>17</sup> Salehi et al

<sup>18</sup> Jacoby et al

<sup>19</sup> Tang and Chen

سؤال اصلی پژوهش این است که آیا رقابت در بازار بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است؟

## ۲- چارچوب نظری و فرضیه‌های پژوهش

همان‌طور که در تئوری نمایندگی بیان شد، حاکمیت شرکتی یک مکانیسم مهم برای جلوگیری از رفتار مدیریت فرصت طلب است (هلل و همکاران<sup>۲۰</sup>، ۲۰۲۰). حاکمیت شرکتی مجموعه‌ای از مکانیسم‌های نظارتی است که از منافع سرمایه‌گذاران محافظت می‌کند (اوتاما و همکاران<sup>۲۱</sup>، ۲۰۱۷). از نظر مفهومی، حاکمیت شرکتی با هدف اطمینان از اینکه منافع مدیریت با منافع سرمایه‌گذاران مطابقت دارد (جاکوبی و همکاران، ۲۰۱۹) است. این همسویی علایق می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد و در نهایت احتمال خطر اخلاقی و انتخاب نامطلوب را کاهش دهد (سومان و سینگ، ۲۰۲۰).

کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند شفافیت اطلاعات مالی را افزایش دهد. در نتیجه، کارایی سرمایه‌گذاری احتمالاً افزایش می‌یابد زیرا مدیریت سرمایه‌گذاری‌هایی را انتخاب می‌کند که بازده بهینه را برای شرکت فراهم می‌کند (منشاوی و همکاران، ۲۰۲۱). در اصل، حاکمیت شرکتی برای کاهش رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت، حفاظت از منافع سهامداران، همسو کردن منافع نمایندگان و مدیران و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در نظر گرفته شده است که به نوبه خود، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد (سومان و سینگ، ۲۰۲۰).

برخی از مطالعات قبلی مزایای حاکمیت شرکتی مؤثر را تأیید کرده‌اند. یک مطالعه توسط منشاوی و همکاران (۲۰۲۱) نشان داد که چگونه اثربخشی حاکمیت شرکتی به طور مثبت با کارایی سرمایه‌گذاری مرتبط است. به همین ترتیب، لی و چن (۲۰۱۹) نشان دادند که سرمایه‌گذاری زمانی ناکارآمد می‌شود که حاکمیت شرکتی ضعیف باشد. چندین مطالعه دیگر بیشتر عامل تعدیل کننده رابطه متناسب بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دادند و دریافتند که همسویی بین عامل و مدیر نقش اساسی ایفا می‌کند (آگیه منساح<sup>۲۲</sup>، ۲۰۲۱).

به دنبال تحقیقات انجام شده توسط گوماریز و بالستا<sup>۲۳</sup> (۲۰۱۴) و اولاه و همکاران (۲۰۲۰) سرمایه‌گذاری بیش از حد زمانی اتفاق می‌افتد که مدیریت از پول نقد مازاد برای ایجاد یک امپراتوری شرکتی استفاده می‌کند، سرمایه‌گذاری کم می‌تواند باعث از دست رفتن فرصت‌های کسب سود برای شرکت شود، زیرا مدیریت سرمایه‌گذاری‌هایی انجام نمی‌دهد که بتواند بازدهی بهینه را برای شرکت فراهم کند؛ بنابراین، از یک مکانیسم حاکمیت شرکتی خوب انتظار می‌رود که مدیریت را از استفاده از جریان نقدی مازاد برای منافع خود باز دارد و مدیریت را تشویق کند که از هیچ فرصتی برای سرمایه‌گذاری سودآور غافل نشود.

بدیهی است که برخی از مطالعات قبلی تأثیر حاکمیت شرکتی را بر کارایی سرمایه‌گذاری بررسی کرده‌اند (منشاوی و همکاران، ۲۰۲۱)، اما تعداد کمی از عوامل محیطی خارجی، به ویژه رقابت صنعتی را در نظر می‌گیرند. نشان داده شده است که سطوح رقابت بر اثربخشی حاکمیت شرکتی و احتمال تعارضات نمایندگی تأثیر می‌گذارد که سیاست مالی

<sup>20</sup> Hlel et al

<sup>21</sup> Utama et al

<sup>22</sup> Agyei-Mensah

<sup>23</sup> Gomariz and Ballesta

شرکت را تعیین می کند (کانگ و کیم<sup>۲۴</sup>، ۲۰۲۱). با این حال، یافته های متفاوتی در رابطه با تأثیر نسبی رقابت صنعتی بر تعارضات نمایندگی وجود دارد. برخی از مطالعات نشان می دهند که رقابت می تواند مزایایی را به همراه داشته باشد، در حالی که برخی دیگر خلاف این را نشان می دهند (صالحی و همکاران، ۲۰۲۰).

از یک سو، سطح رقابت تأثیر مثبتی دارد زیرا مدیریت را به سمت خلاقیت، نوآوری و کارآمدی بیشتر سوق می دهد. علاوه بر این، در سطح بالایی از رقابت، مدیریت انگیزه قوی برای بقا دارد، بنابراین بعید است که فرصت طلبانه رفتار کند (تانگ و چن، ۲۰۲۰). از سوی دیگر، رقابت می تواند منجر به برخی اثرات منفی شود: کاهش عملکرد، جریان سود ناپایدار، مشکلات در پیش بینی چشم انداز کسب و کار و مشکلات در تخصیص منابع (سولستیوان و رودیاواری<sup>۲۵</sup>، ۲۰۱۹). فشاری که برای برنده شدن در رقابت ممکن است مدیریت را وادار کند که فرصت طلبانه و غیر شفاف عمل کند و ممکن است اقدام به اقدامات غیرقانونی مانند رشوه و فساد کند (گوکالپ و همکاران<sup>۲۶</sup>، ۲۰۱۷).

مطابق با گوکالپ و همکاران (۲۰۱۷) و صالحی و همکاران (۲۰۲۰)، مطالعه حاضر فرض می کند که فشار ناشی از نرخ بالای رقابت منجر به فراوانی بیشتر تعارضات نمایندگی می شود. این فرض بر این استدلال استوار است که وقتی رقابت در بازار بالا است، ریسک باعث ایجاد عدم اطمینان در تولید درآمد و سود می شود و در نتیجه دستیابی به اهداف مالی را دشوار می کند (تانگ و چن، ۲۰۲۰). در نتیجه، مدیریت را می توان مجبور به افزایش سود و خلاقیت بیشتر برای بقا کرد (گوکالپ و همکاران، ۲۰۱۷). چنین فشاری می تواند منجر به رفتار فرصت طلبانه در مدیریت شرکت شود (تانگ و چن، ۲۰۲۰).

در رابطه با سطوح رقابت، ژيرو و مولر<sup>۲۷</sup> (۲۰۱۱) کشف کرده اند که حاکمیت شرکتی در محیطی با سطح رقابت پایین نسبت به شرکت ها در یک صنعت رقابتی مؤثرتر است. همان طور که دمستز و لن<sup>۲۸</sup> (۱۹۸۵) اشاره کردند، عدم اطمینان حاصل در محیط بیرونی شرکت، می تواند خطر اخلاقی را افزایش دهد. در زمینه های سرمایه گذاری، سطح رقابت بالاتر نیز با انحراف بیشتر سرمایه گذاری از سطح بهینه همراه است (بلوم و همکاران، ۲۰۰۷).

## ۱-۲- پیشینه پژوهش

بیمو و همکاران<sup>۲۹</sup> (۲۰۲۲) در پژوهشی تحت عنوان «حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری در اندونزی: نقش تعدیل کننده رقابت صنعتی» به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه گذاری و تأثیر تعدیل کننده رقابت صنعت بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری پرداختند. نمونه تحقیق شامل ۳۶ شرکت سهامی عام است که توسط موسسه اندونزی برای مدیریت شرکتی از سال ۲۰۱۲ تا ۲۰۱۸ ارزیابی شده است. آزمایش های اضافی بیشتر با استفاده از روش تعمیم لحظه ها برای رسیدگی به مشکلات درون زایی انجام می شود و یک تست استحکام برای ارزیابی کارایی سرمایه گذاری برآورد شده انجام می شود. حاکمیت شرکتی می تواند کارایی سرمایه گذاری را افزایش دهد و اثربخشی حاکمیت شرکتی زمانی کاهش می یابد که سطح رقابت صنعت بالاتر باشد.

<sup>24</sup> Kang and Kim

<sup>25</sup> Sulistiawan and Rudiawarni

<sup>26</sup> Gokalp et al

<sup>27</sup> Giroud and Mueller

<sup>28</sup> Demsetz and Lehn

<sup>29</sup> Bimo et al

هوسین و همکاران<sup>۳۰</sup> (۲۰۲۲) در پژوهشی تحت عنوان «تأثیر حاکمیت شرکتی و سیستم گزارشگری مالی بین‌المللی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در یک سیستم حسابداری قاره‌ای» به بررسی این موضوع پرداختند که آیا کیفیت گزارشگری مالی، حاکمیت شرکتی و سیستم گزارشگری مالی بین‌المللی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس فرانسه تأثیر می‌گذارد یا خیر. بر اساس نمونه‌ای از ۱۲۵ شرکت فرانسوی فهرست شده بین سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۷، این مطالعه از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته امکان پذیر برای بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها استفاده می‌کند. یافته‌ها نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری مالی در کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد نقش دارد و بر سرمایه‌گذاری کم تأثیر نمی‌گذارد، نشان می‌دهد که در یک کشور قانون‌مند، روابط غیررسمی و شخصی تمایل دارند تا نقش گزارش‌های مالی را در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی جایگزین کنند. نتایج همچنین نشان می‌دهد که رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری با حاکمیت شرکتی بهتر و با اجرای سیستم گزارشگری مالی بین‌المللی افزایش می‌یابد. با این حال، نتایج هیچ مدرکی بین انگیزه‌های حداقل کردن سود برای اهداف مالیاتی و سرمایه‌گذاری کم شرکت‌ها ارائه نمی‌کند و همچنان برای شرکت‌هایی که بیش از حد سرمایه‌گذاری می‌کنند که انگیزه‌های بیشتری برای مدیریت سود خود برای اهداف مالیاتی دارند منفی است.

بوبکر و همکاران<sup>۳۱</sup> (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان «فشار رقابتی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت: شواهدی از تصمیمات استخدامی شرکت» به بررسی ارتباط بین رقابت در بازار محصول و کارایی سرمایه‌گذاری نیروی کار پرداختند. فشار رقابتی با ایجاد مشکل سرمایه‌گذاری کم، کارایی تصمیم‌گیری‌های استخدامی شرکت‌ها را مخدوش می‌کند. این یافته در برابر یک سری بررسی‌های استحکام مقاومت می‌کند و پس از بررسی نگرانی‌های درون‌زایی بدون تغییر باقی می‌ماند. تحلیل‌های اضافی نشان می‌دهد که رابطه بین رقابت در بازار محصول و کارایی سرمایه‌گذاری نیروی کار برای شرکت‌هایی که با تهدیدهای رقابتی بالاتر، محدودیت‌های مالی بیشتر، عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر و هزینه‌های تعدیل نیروی کار بالاتر مواجه هستند، قوی‌تر است. نتایج نشان می‌دهد که از آنجایی که رقابت ریسک ورشکستگی را افزایش می‌دهد، مدیران را به سرمایه‌گذاری ناکافی در نیروی کار سوق می‌دهد تا از متحمل شدن هزینه‌های مربوط به نیروی کار جلوگیری کنند.

سیمونوف<sup>۳۲</sup> (۲۰۲۰) پژوهشی با عنوان «تأثیر حاکمیت هیئت‌مدیره و کنترل داخلی بر کارایی سرمایه‌گذاری» را مورد بررسی قرار دادند. ادبیات قبلی نتایج متناقضی را برای رابطه بین مکانیزم‌های حکمرانی و کارایی سرمایه‌گذاری می‌یابد. آن‌ها استدلال کردند که مدیران همچنین به کنترل‌های داخلی قوی برای ارائه اطلاعات دقیق در مورد پروژه‌های سرمایه‌گذاری برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری کارآمد نیاز دارند. یافته‌ها نشان داد که حاکمیت قوی هیئت‌مدیره، زمانی که با کنترل‌های داخلی قوی بر گزارشگری مالی ترکیب شود، منجر به کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر می‌شود. یافته‌ها حاکی از آن است که حاکمیت هیئت‌مدیره و کنترل‌های داخلی بر گزارشگری مالی با هم نقش نظارتی ارائه شده

<sup>30</sup> Houcine et al

<sup>31</sup> Boubaker et al

<sup>32</sup> Simonov



توسط گزارشگری مالی را افزایش می‌دهد که به نوبه خود باعث می‌شود مدیران منابع شرکت را به طور کارآمدی تخصیص دهند و در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر شود.

رجایی زاده هرنندی و مغیث (۱۴۰۱) پژوهشی با عنوان «تأثیر کیفیت حسابرسی بر ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری» را مورد بررسی قرار دادند. به همین منظور ۱۰۸ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۹ به عنوان نمونه آماری انتخاب شد. یافته‌ها نشان داد ارتباط مثبت و معناداری بین حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر کارایی سرمایه‌گذاری برقرار است. همچنین، کیفیت حسابرسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری را تعدیل می‌کند.

رضایی و همکاران (۱۴۰۱) پژوهشی تحت عنوان «تأثیر رقابت در بازار محصول بر کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی کار با تأکید بر نقش محدودیت در تأمین مالی» را مطالعه کردند. نمونه پژوهشی شامل ۱۲۲ شرکت در سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۸ بود. یافته‌ها نشان داد ارتباط مثبت و معنادار بین رقابت در بازار محصول و کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی کار برقرار است که این رابطه در شرکت‌های دارای محدودیت‌های مالی، کمتر می‌باشد.

محمدی (۱۴۰۰) پژوهشی تحت عنوان «بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول با استفاده از شاخص هرفیندال هیرشمن بر کارایی سرمایه‌گذاری در منابع انسانی» را انجام داد. بدین منظور در بازه زمانی ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۸ تعداد ۱۲۴ شرکت را بررسی کرد. نتایج بیانگر این بود که ارتباط معکوس بین رقابت در بازار محصول با استفاده از شاخص هرفیندال هیرشمن بر کارایی سرمایه‌گذاری در منابع انسانی برقرار است.

## ۲-۲- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد.  
فرضیه دوم: رقابت در بازار بر شدت اثر حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معناداری دارد.

## ۳- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش‌های کاربردی است. پژوهش کاربردی، پژوهشی است که نظریه‌ها، قانونمندی‌ها، اصول و فنون را برای حل مسائل واقعی به کار می‌گیرد. همچنین این پژوهش از نوع پژوهش‌های همبستگی است، زیرا به دنبال یافتن ارتباط بین چندین متغیر است. روش‌شناسی پژوهش حاضر از نوع پس‌رویدادی است، بدین معنی که انجام پژوهش بر اساس اطلاعات گذشته انجام می‌شود. در این پژوهش به منظور انجام آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون چندمتغیره و مدل‌های اقتصادسنجی بهره گرفته شده است. تحلیل‌های آماری از طریق نرم‌افزار آماری ایویوز انجام پذیرفت.

قلمرو زمانی این پژوهش، برای یک دوره هشت‌ساله از سال ۱۳۹۳ لغایت ۱۴۰۰ تعیین شده و قلمرو مکانی آن نیز کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که کلیه شرایط زیر را داشته باشند:

- ۱- اطلاعات صورت مالی آن‌ها از سال ۱۳۹۴ به‌طور کامل و پیوسته در دسترس باشد.
- ۲- جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی و بیمه‌ای نباشند، زیرا ماهیت این شرکت‌ها با سایر شرکت‌های عضو بورس متفاوت است.

۳- همه داده‌های متغیرهای پژوهش برای شرکت‌های موردنظر قابل دسترس باشد.

۴- شرکت طی بازه زمانی پژوهش سال مالی خود را تغییر نداده باشد.

با توجه به شرایط فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۴۰ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شد؛ بنابراین مشاهدات ما برابر با ۱۱۲۰ سال - شرکت خواهد بود.

### ۳-۱- مدل و متغیرهای پژوهش

به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیونی چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی برحسب روابط زیر استفاده می‌شود:

$$INVEF_{it} = \beta_0 + \beta_1 BIND_{it} + \beta_2 Duality_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \beta_7 LOSS_{it} + \beta_8 MTB_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$INVEF_{it} = \beta_0 + \beta_1 BIND_{it} + \beta_2 Duality_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 HHI_{it} + \beta_5 BIND_{it} \times HHI_{it} + \beta_6 Duality_{it} \times HHI_{it} + \beta_7 INST_{it} \times HHI_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 LEV_{it} + \beta_{10} AGE_{it} + \beta_{11} LOSS_{it} + \beta_{12} MTB_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در این مدل‌ها:

$INVEF_{it}$ : کارایی سرمایه‌گذاری،  $BIND_{it}$ : استقلال هیئت‌مدیره،  $Duality_{it}$ : دوگانگی مدیرعامل،  $INST_{it}$ : مالکیت نهادی،  $HHI_{it}$ : رقابت در بازار،  $SIZE_{it}$ : اندازه شرکت،  $LEV_{it}$ : اهرم مالی،  $AGE_{it}$ : سن شرکت،  $LOSS_{it}$ : زیان شرکت،  $MTB_{it}$ : رشد شرکت.

### متغیر وابسته

متغیر وابسته در این پژوهش، کارایی سرمایه‌گذاری است که به شرح زیر اندازه‌گیری شده است: کارایی سرمایه‌گذاری ( $INVEF_{it}$ ): به منظور محاسبه آن، از مدل پیشنهادی بیدل و همکاران (۲۰۰۹) طبق رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$Investment_{it} = \beta_0 + \beta_1 SalesGrowth_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

$Investment_{it}$ : کل سرمایه‌گذاری شرکت که به عنوان افزایش خالص دارایی‌های مشهود و نامشهود تعریف شده و از طریق تقسیم بر جمع دارایی‌های ابتدای دوره همگن شده است.

$SalesGrowth_{it-1}$ : نشان‌دهنده رشد فروش است که تفاوت نرخ فروش دوره  $t-2$  از  $t-1$  می‌باشد. این مدل به صورت مقطعی برای هر سال جداگانه برآورد می‌شود. باقیمانده‌های مدل رگرسیون انحراف از سطح سرمایه‌گذاری مورد انتظار را منعکس می‌کند. لازم به ذکر است که برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری، از مقادیر باقیمانده مدل فوق قدر مطلق گرفته شده و سپس در منفی یک ضرب می‌شوند (گوماریز و بالستا، ۲۰۱۴).

### متغیر مستقل

حاکمیت شرکتی: جهت محاسبه حاکمیت شرکتی، همانند پژوهش‌های باگاتا و بولتون<sup>۳۳</sup> (۲۰۱۷) و دیویدسون و همکاران<sup>۳۴</sup> (۲۰۱۵) از سه معیار استقلال هیئت‌مدیره، دوگانگی مدیرعامل و مالکیت نهادی استفاده شده است. استقلال هیئت‌مدیره ( $BIND_{it}$ ): از نسبت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره بر کل اعضای هیئت‌مدیره بدست می‌آید. در این پژوهش، اگر درصد استقلال هیئت‌مدیره بیشتر و برابر با میانگین شرکت‌های در دست بررسی باشد، عدد یک و در غیر این صورت صفر منظور می‌شود.

دوگانگی مدیرعامل ( $Duality_{it}$ ): در صورتی که در شرکتی مدیرعامل، رئیس یا نایب رئیس هیئت‌مدیره نیز باشد، از متغیر موهومی یک و چنانچه مدیرعامل رئیس یا نایب رئیس هیئت‌مدیره نباشد متغیر موهومی صفر می‌پذیرد.

<sup>33</sup> Bhagata and Bolton

<sup>34</sup> Davidson et al



مالکیت نهادی ( $INST_{it}$ ): به عنوان نسبت سهام متعلق به سرمایه‌گذاران نهادی به تعداد کل سهام منتشر شده محاسبه می‌شود. در این پژوهش، مالکیت نهادی یک متغیر دو وجهی است، به طوری که شرکت‌هایی که درصد سهام نگهداری شده به وسیله سهامداران نهادی بیشتر از میانگین جامعه آماری است یک در غیر این صورت صفر لحاظ می‌شود.

### متغیر تعدیلگر

رقابت در بازار ( $HHI$ ): در این پژوهش، برای محاسبه متغیر رقابت در بازار، از شاخص هر فیندال هیرشمن مطابق پژوهش گروکن و میچائیلی<sup>۳۵</sup> (۲۰۰۸) لازم به توضیح است که شاخص مذکور میزان رقابت‌پذیری را در سطح صنایع مختلف محاسبه کرده و به صورت رابطه زیر تعریف شده است:

$$HHI_{i,t} = \sum_{i=1}^N \left(\frac{S_i}{S}\right)^2$$

در این شاخص  $N$  نشان‌دهنده تعداد شرکت مورد بررسی است. درآمد فروش شرکت  $i$  ام با نماد  $S_i$  نشان داده شده است و  $S$  نشان‌دهنده کل درآمد فروش در صنعت می‌باشد. هر چقدر این شاخص بزرگ‌تر باشد بدین معنی است که صنعت متمرکز است (حسینی‌راد و همکاران، ۱۳۹۲).

### متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت ( $SIZE_{it}$ ): جهت محاسبه اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها در پایان سال مالی استفاده می‌شود.

اهرم مالی ( $LEV_{it}$ ): برای محاسبه اهرم مالی از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها در پایان سال مالی استفاده می‌گردد.

سن شرکت ( $AGE_{it}$ ): برابر لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی است که شرکت در بورس اوراق بهادار تهران پذیرش شده است.

زیان شرکت ( $LOSS_{it}$ ): اگر شرکت زیان گزارش کرده باید عدد یک و در غیر این صورت صفر منظور شود.

رشد شرکت ( $MTB_{it}$ ): از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام شرکت محاسبه می‌شود.

### ۴- یافته‌های پژوهش

#### ۴-۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول شماره (۱)، آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۱. آمار توصیفی

متغیر	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	مشاهده
کارایی سرمایه گذاری	-۰/۱۲۱	-۰/۰۸۴	-۰/۰۱۲	-۰/۸۹۳	۰/۱۵۷	۱۱۲۰
رقابت در بازار	۰/۰۱۴	۰/۰۰۰۵	۰/۳۶۵	۰/۰۰۰۱	۰/۰۴۳	۱۱۲۰
اندازه شرکت	۱۵/۰۷۷	۱۴/۷۶۸	۲۱/۳۲۷	۱۱/۱۱۶	۱/۶۸۵	۱۱۲۰
اهرم مالی	۰/۵۳۷	۰/۵۳۴	۱/۳۴۲	۰/۱۷۱	۰/۲۱۰	۱۱۲۰
سن شرکت	۲/۸۹۷	۲/۹۴۴	۳/۶۶۳	۲/۱۹۷	۰/۳۶۹	۱۱۲۰
رشد شرکت	۴/۳۹۵	۲/۸۸۳	۱۵/۶۹۰	۰/۵۹۶	۳/۹۳۰	۱۱۲۰

مشاهده	درصد صفر	درصد یک	متغیر
۱۱۲۰	۱۵/۲۷	۸۴/۷۳	استقلال هیئت مدیره
۱۱۲۰	۶۶/۴۸	۳۱/۵۲	دوگانگی مدیرعامل
۱۱۲۰	۳۵/۸۹	۶۴/۱۱	مالکیت نهادی
۱۱۲۰	۹۲/۰۵	۷/۹۵	زیان شرکت

مهم ترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها می‌باشد. همان‌طور که در جدول (۴-۱) می‌توان مشاهده کرد، میانگین کارایی سرمایه‌گذاری برابر ۰/۱۲۱- می‌باشد. متوسط متغیرهای حاکمیت شرکتی (استقلال هیئت مدیره، دوگانگی مدیرعامل و مالکیت نهادی) نشان می‌دهند که در ۸۴ درصد مشاهدات، هیئت مدیره شرکت‌ها مستقل بوده‌اند؛ همچنین، مدیرعامل شرکت در ۳۱ درصد مشاهدات رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره نیز بوده است؛ علاوه بر این، ۶۴ درصد مشاهدات نیز دارای سهامداران نهادی هستند. میانگین رقابت در بازار برابر ۰/۰۱۴ است. میانگین اهرم مالی برابر با ۰/۵۳۷ می‌باشد که نشان می‌دهد این شرکت‌ها حدود ۵۳ درصد منابع مالی خود را، از طریق بدهی تأمین می‌کنند، می‌توان عنوان کرد که ۵۳ درصد از شرکت‌ها ریسک مالی بالایی را پذیرفته‌اند. متغیر اندازه شرکت که از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها محاسبه شده است دارای میانگین ۱۵/۰۷۷ است. متوسط زیان شرکت نزدیک به ۸ درصد است که زیان شرکت‌های نمونه را نشان می‌دهد. میانگین ۴/۳۹۵ برای رشد شرکت بیانگر وجود فرصت‌های رشد در شرکت‌های مورد مطالعه است.

#### ۴-۲- بررسی پایایی متغیرهای پژوهش

پیش از برآورد پارامترهای مدل، چگونگی پایایی متغیرها با استفاده از آزمون فیلیپس - پرون بررسی شده است. نتایج کمی آزمون پایایی متغیرهای پژوهش در جدول (۲) آمده است:

#### جدول ۲. آزمون فیلیپس - پرون

متغیرها	آماره‌ی آزمون فیلیپس - پرون	سطح معناداری
کارایی سرمایه‌گذاری	-۳۱/۶۴۲	۰/۰۰۰
استقلال هیئت مدیره	-۲۲/۱۳۷	۰/۰۰۰
دوگانگی مدیرعامل	-۱۵/۹۸۹	۰/۰۰۰
مالکیت نهادی	-۱۲/۰۸۶	۰/۰۰۰
رقابت در بازار	-۹/۴۸۲	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۱۱/۲۹۲	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-۱۳/۴۱۱	۰/۰۰۰
سن شرکت	-۹/۷۴۵	۰/۰۰۰
زیان شرکت	-۲۲/۱۱۶	۰/۰۰۰
رشد شرکت	-۲۰/۰۷۵	۰/۰۰۰

همان‌طور که ملاحظه می‌شود متغیرهای پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد پایا هستند. می‌توان پارامترها را بدون نگرانی از کاذب بودن آن‌ها برآورد کرد.

## ۴-۳- آزمون هم خطی

هم خطی به معنای وجود رابطه شدید بین متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل می باشد. در صورت وجود هم خطی، ضرایب برآوردی الگو دارای خطای معیار بالایی خواهد بود و در نتیجه این مسأله باعث می شود که تعداد متغیرهای معنادار در معادله کاهش یابد. در این مطالعه برای بررسی عدم وجود هم خطی از معیار عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شد. وقتی که شاخص کمتر از ۵ باشد، نشان دهنده عدم وجود هم خطی می باشد. با توجه به جدول شماره (۳) نتایج حاصل از این آزمون نشان می دهد که در مدل های پژوهش، میزان تورم واریانس متغیرهای توضیحی در حد مجاز خود قرار داشته و لذا از این بابت مشکلی وجود ندارد.

## جدول ۳. آزمون هم خطی

فرضیه اول	فرضیه دوم	
عامل تورم واریانس	عامل تورم واریانس	
۱/۱۳۰	۲/۸۸۲	مدیریت سود
۱/۰۵۳	۱/۱۸۱	استقلال هیئت مدیره
۱/۰۳۰	۱/۱۴۱	دوگانگی مدیرعامل
۱/۱۴۰	۱/۲۰۸	مالکیت نهادی
	۲/۱۶۰	رقابت در بازار
	۲/۹۷۹	استقلال هیئت مدیره × رقابت در بازار
	۱/۳۴۵	دوگانگی مدیرعامل × رقابت در بازار
	۲/۲۰۵	مالکیت نهادی × رقابت در بازار
۱/۰۷۶	۱/۳۴۸	اندازه شرکت
۱/۱۷۲	۱/۱۸۷	اهرم مالی
۱/۰۹۰	۱/۰۹۷	سن شرکت
۱/۱۵۵	۱/۱۶۵	زیان شرکت
۱/۰۵۰	۱/۰۵۸	رشد شرکت

## ۴-۴- آزمون تعیین نوع داده ها

به منظور انتخاب بین روش داده های تابلویی و تلفیقی در برآورد مدل، از آزمون اف لیمر استفاده شده است. برای بررسی نتایج اف لیمر، در صورتی که احتمال آمار اف بیشتر از ۰/۰۵ باشد، باید از روش داده های تلفیقی استفاده کرد، در غیر این صورت از روش داده های تابلویی استفاده می شود. در صورت پذیرفته شده روش داده های تابلویی، سپس باید آزمون هاسمن را جهت انتخاب بین روش اثرات تصادفی یا ثابت بکار برد. در آزمون هاسمن، در صورتی که احتمال آماره کای دو بیشتر از ۰/۰۵ باشد، باید از روش اثرات تصادفی و در غیر این صورت از روش اثرات ثابت استفاده شود. خلاصه نتایج آزمون اف لیمر و هاسمن در جدول شماره (۴) ارائه شده است.

## جدول ۴. آزمون اف لیمر و هاسمن

آزمون هاسمن			آزمون اف لیمر			
نتیجه	احتمال	آماره کای دو	نتیجه	احتمال	آماره F لیمر	مدل
اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۲۰۷/۳۵۲	تابلویی	۰/۰۰۰	۲/۷۰۰	اول
اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۱۹۷/۳۰۰	تابلویی	۰/۰۰۰	۲/۶۴۹	دوم

## ۴-۳- تجزیه و تحلیل نتایج حاصل از برآورد مدل

جدول شماره (۵) نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش را با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی نشان می‌دهد.

## جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه اول

متغیر	نماد متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال آماره t
استقلال هیئت مدیره	BIND	۰/۰۵۸	۰/۰۱۲	۴/۵۴	۰/۰۰۰
دوگانگی مدیرعامل	Duality	۰/۰۳۳	۰/۰۰۹	۳/۴۳	۰/۰۰۰
مالکیت نهادی	INST	۰/۰۲۴	۰/۰۱۰	۲/۴۸	۰/۰۱۳
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۰۹	۰/۰۰۲	-۳/۲۸	۰/۰۰۱
اهرم مالی	LEV	۰/۱۱۱	۰/۰۲۳	۴/۷۶	۰/۰۰۰
سن شرکت	AGE	-۰/۰۳۶	۰/۰۱۲	-۲/۸۶	۰/۰۰۴
زیان شرکت	LOSS	-۰/۰۵۶	۰/۰۱۷	-۳/۱۳	۰/۰۰۱
رشد شرکت	MTB	-۰/۰۰۳	۰/۰۰۱	-۲/۷۶	۰/۰۰۵
مقدار ثابت	C	۰/۰۰۵	۰/۰۶۱	۰/۰۸	۰/۹۳۳
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۸۱	آماره F	۱۳/۴۳۶	احتمال آماره F
۰/۳۸۸					۰/۰۰۰

مطابق با جدول (۵)، احتمال آماره F در آزمون مدل کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین، با اطمینان ۹۵ درصد، مدل‌ها معنادار است. علاوه بر این، ضریب تعیین تعدیل شده تقریباً ۳۶ درصد است؛ بدین معنا که متغیرهای مستقل و کنترلی ۳۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند.

سطح معناداری آماره t متغیرهای حاکمیت شرکتی (استقلال هیئت مدیره، دوگانگی مدیرعامل و مالکیت نهادی) کوچک‌تر از ۰/۰۵ بوده که در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب متغیرهای حاکمیت شرکتی مثبت می‌باشد که ارتباط مستقیم با کارایی سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد. بر این اساس فرضیه "حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معنادار دارد" رد نمی‌شود.

همچنین در بررسی متغیرهای کنترلی، متغیرهای اهرم مالی تأثیر مثبت و معنادار بر کارایی سرمایه‌گذاری و اندازه شرکت، سن شرکت، زیان شرکت و رشد شرکت تأثیر منفی و معنادار بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت دارد.

جدول شماره (۶) نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش را با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی نشان می‌دهد.

جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه دوم

متغیر	نماد متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال آماره t
مدیریت سود	EM	۰/۰۹۴	۰/۰۳۵	۲/۶۸۰	۰/۰۰۷
استقلال هیئت مدیره	BIND	۰/۰۶۳	۰/۰۱۳	۴/۶۹	۰/۰۰۰
دوگانگی مدیرعامل	Duality	۰/۰۳۸	۰/۰۱۰	۳/۷۷	۰/۰۰۰
مالکیت نهادی	INST	۰/۰۲۸	۰/۰۱۰	۲/۷۴	۰/۰۰۶
رقابت در بازار	HHI	-۱/۵۹۴	۰/۳۴۷	-۴/۵۸	۰/۰۰۰
استقلال هیئت مدیره × رقابت بازار	BIND×HHI	-۰/۶۸۷	۰/۲۹۵	-۲/۳۲	۰/۰۲۰
دوگانگی مدیرعامل × رقابت بازار	Duality×HHI	-۰/۵۴۳	۰/۲۲۵	-۲/۴۱	۰/۰۱۶
مالکیت نهادی × رقابت بازار	INST×HHI	-۰/۷۷۱	۰/۲۴۴	-۳/۱۵	۰/۰۰۱
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۱۱	۰/۰۰۳	-۳/۶۵	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۰/۱۰۴	۰/۰۲۳	۴/۴۸	۰/۰۰۰
سن شرکت	AGE	-۰/۰۳۸	۰/۰۱۲	-۳/۰۰	۰/۰۰۲
زیان شرکت	LOSS	-۰/۰۵۲	۰/۰۱۷	-۲/۹۳	۰/۰۰۳
رشد شرکت	MTB	-۰/۰۰۳	۰/۰۰۱	-۲/۷۲	۰/۰۰۶
مقدار ثابت	C	۰/۰۳۴	۰/۰۶۴	۰/۵۳	۰/۵۹۴
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	احتمال آماره F		
۰/۴۰۹	۰/۳۹۹	۱۱/۳۵۵	۰/۰۰۰		

مطابق با جدول (۶)، احتمال آماره F در آزمون مدل کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین، با اطمینان ۹۵ درصد، مدلها معنادار است. علاوه بر این، ضریب تعیین تعدیل شده تقریباً ۳۶ درصد است؛ بدین معنا که متغیرهای مستقل و کنترلی ۳۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می دهند.

سطح معناداری آماره t متغیرهای تعاملی (معیارهای حاکمیت شرکتی × رقابت در بازار) کوچکتر از ۰/۰۵ بوده که در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادر است. ضریب متغیرهای تعاملی منفی می باشد که علامت منفی این ضریب نشان دهنده این است که رقابت در بازار باعث تضعیف رابطه بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری می شود. بر این اساس فرضیه "رقابت در بازار بر شدت اثر حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری تأثیر منفی و معناداری دارد" رد نمی شود. همچنین در بررسی متغیرهای کنترلی، متغیرهای اهرم مالی تأثیر مثبت و معنادار بر کارایی سرمایه گذاری و اندازه شرکت، سن شرکت، زیان شرکت و رشد شرکت تأثیر منفی و معنادار بر کارایی سرمایه گذاری شرکت دارد.

#### ۵- بحث و نتیجه گیری

در فرضیه اول به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری پرداخته شد. با توجه به احتمال آماره t مربوط به متغیرهای حاکمیت شرکتی (استقلال هیئت مدیره، دوگانگی مدیرعامل و مالکیت نهادی) می توان بیان کرد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد ضریب متغیر حاکمیت شرکتی معنادار می باشد. از سوی دیگر ضریب برآورد شده برای متغیر حاکمیت شرکتی مثبت است. علاوه بر این، علامت مثبت این ضریب نشان دهنده رابطه مستقیم بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری می باشد. همانطور که در تئوری نمایندگی بیان شد، حاکمیت شرکتی یک مکانیسم

مهم برای جلوگیری از رفتار مدیریت فرصت طلب است. حاکمیت شرکتی مجموعه‌ای از مکانیسم‌های نظارتی است که از منافع سرمایه‌گذاران محافظت می‌کند. این همسویی علایق می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد و در نهایت احتمال خطر اخلاقی و انتخاب نامطلوب را کاهش دهد. کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند شفافیت اطلاعات مالی را افزایش دهد. در نتیجه، کارایی سرمایه‌گذاری احتمالاً افزایش می‌یابد زیرا مدیریت سرمایه‌گذاری‌هایی را انتخاب می‌کند که بازده بهینه را برای شرکت فراهم می‌کند. در اصل، حاکمیت شرکتی برای کاهش رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت، حفاظت از منافع سهامداران، همسو کردن منافع نمایندگان و مدیران و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در نظر گرفته شده است که به نوبه خود، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. پس می‌توان بیان کرد با افزایش حاکمیت شرکتی، میزان کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. بر این اساس فرضیه "حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد" رد نمی‌شود. نتایج این پژوهش هم‌راستا با یافته‌های بیمو و همکاران (۲۰۲۲)، سو و همکاران (۲۰۲۱)، اولاه و همکاران (۲۰۲۰)، سیمونوف (۲۰۲۰) هم‌راستا می‌باشد.

در فرضیه دوم به بررسی تأثیر رقابت در بازار بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته شد. نتایج فرضیه دوم نشان می‌دهد که احتمال آماره  $t$  مربوط به متغیرهای تعاملی (معیارهای حاکمیت شرکتی × رقابت در بازار) در سطح اطمینان ۹۵ درصدی، معنادار است. علاوه بر این علامت منفی این ضریب نشان‌دهنده این است که رقابت در بازار باعث تضعیف رابطه بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. سطوح رقابت بر اثربخشی حاکمیت شرکتی و احتمال تعارضات نمایندگی تأثیر می‌گذارد که سیاست مالی شرکت را تعیین می‌کند. رقابت می‌تواند منجر به برخی اثرات منفی از جمله کاهش عملکرد، جریان سود ناپایدار، مشکلات در پیش‌بینی چشم‌انداز کسب و کار و مشکلات در تخصیص منابع شود. فشاری که برای برنده شدن در رقابت ممکن است مدیریت را وادار کند که فرصت طلبانه و غیر شفاف عمل کند و ممکن است اقدام به اقدامات غیرقانونی مانند رشوه و فساد کند. فشار ناشی از نرخ بالای رقابت منجر به فراوانی بیشتر تعارضات نمایندگی می‌شود. این فرض بر این استدلال استوار است که وقتی رقابت در بازار بالا است، ریسک باعث ایجاد عدم اطمینان در تولید درآمد و سود می‌شود و در نتیجه دستیابی به اهداف مالی را دشوار می‌کند. در نتیجه، مدیریت را می‌توان مجبور به افزایش سود و خلاقیت بیشتر برای بقا کرد. چنین فشاری می‌تواند منجر به رفتار فرصت طلبانه در مدیریت شرکت شود که کارایی در سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. بر این اساس فرضیه "رقابت در بازار بر شدت اثر حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معناداری دارد" رد نمی‌شود. نتایج این پژوهش با یافته‌های بیمو و همکاران (۲۰۲۲) هم‌راستا می‌باشد.

#### ۵-۱- پیشنهادهای کاربردی

در راستای پژوهش انجام شده و نتایج به دست آمده از آن برخی از پیشنهادها پژوهش به شرح زیر بیان می‌شود: به سرمایه‌گذاران، سهامداران و مدیران پیشنهاد می‌شود که با مفهوم کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر آشنا شده و در تصمیم‌گیری‌ها به آن توجه داشته باشند. نتایج پژوهش به سیاست‌گذاران و قانون‌گذاران کمک می‌کند تا اثربخشی حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود بخشند.

پیشنهاد می‌گردد در شرکت‌ها استقلال هیئت‌مدیره با دادن اختیارات مناسب در مورد تصمیم‌گیری برای شرکت تقویت گردد تا این امر سبب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری شرکت شود.



به مدیران شرکت‌ها توصیه می‌شود در زمان رقابت به مزیت رقابتی موجود توجه نمایند و در پروژه‌هایی سرمایه گذاری نمایند که نتایج بهینه‌ای در بر داشته باشد؛ زیرا سرمایه گذاری در پروژه‌های غیربهینه شرکت را در ورطه ورشکستگی قرار می‌دهد.

با توجه به معنادار شدن نتایج این پژوهش و از طرف دیگر تأکید ادبیات اقتصادی بر نقش مؤثر رقابت در بازار بر عملکردهای بازار، پیشنهاد می‌شود دست‌اندرکاران و مسئولان سازمان بورس اوراق بهادار به نقش‌ها و کارکردهای مهمی که رقابت در بازار می‌تواند بر بازار سرمایه داشته باشد توجه بیشتری نمایند.

## ۵-۲- پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

طی انجام هر پژوهش، ابعاد گسترده‌تر و تازه‌تری از موضوع نمایان می‌شود که می‌تواند نقطه آغازی برای پژوهش‌های بعدی باشد؛ بنابراین، با توجه به نتایج حاصل از پژوهش پیشنهادهای زیر برای پژوهش‌های بعدی ارائه می‌شود:

- ۱- پیشنهاد می‌شود در پژوهش بعدی از سایر معیارهای حاکمیت شرکتی استفاده شود.
- ۲- این پژوهش به بررسی نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداخته است. در تحقیقات آتی این مطالعه با در نظر گرفتن نوع صنعت پیشنهاد می‌شود.
- ۳- تأثیر توانایی مدیریت بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری

## ۶- منابع

۱. حسینی‌راد، سید داوود؛ رضایی، غلامرضا؛ محسنی فرد، غلامعی؛ خواجه‌ی، شکراله. (۱۳۹۲). بررسی اثرات رقابت در بازار محصول بر مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱ (۳)، ۱۳۴-۱۱۹.
۲. رجایی زاده هرندی، احسان؛ مغیث، الهام. (۱۴۰۱). تأثیر کیفیت حسابرسی بر ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری. فصلنامه مطالعات نوین کاربردی در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، ۵ (۲)، ۶۴-۸۲.
۳. رضایی، غلامرضا؛ تقی‌زاده، رضا؛ صادق‌زاده مهارلویی، محمد؛ زراعت‌گری، رامین. (۱۴۰۱). تأثیر رقابت در بازار محصول بر کارایی سرمایه گذاری در نیروی کار با تأکید بر نقش محدودیت در تأمین مالی. فصلنامه راهبرد مدیریت مالی، ۱۰ (۳۷)، ۹۸-۷۷.
۴. محمدی، حمیدرضا. (۱۴۰۰). بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول با استفاده از شاخص هرفیندال هیرشمن بر کارایی سرمایه گذاری در منابع انسانی. فصلنامه تحلیل بازار سرمایه، ۱ (۱)، ۱۷۶-۱۶۱.
5. Abdoh, H.A.A. (2016), "Product market competition, corporate investments and risk", Open Access Theses and Dissertations 786, available at: [https://scholarworks.utep.edu/open\\_etd/786](https://scholarworks.utep.edu/open_etd/786).
6. Agyei-Mensah, B.K. (2021), "The impact of board characteristics on corporate investment decisions: an empirical study", Corporate Governance: The International Journal of Business in Society.
7. Bhagata, S., & Boltonb, B. (2019). "Corporate Governance and Firm Performance: The Sequel". Journal of Corporate Finance, PP 1 - 60.
8. Biddle, G. C., Hilary, G. and Verdi, R. S. (2009). How does Financial Reporting Quality Improve Investment Efficiency? Journal of Accounting and Economics, 48: 112-131.
9. Bimo, I.D., Silalahi, E.E. and Kusumadewi, N.L.G.L. (2022), "Corporate governance and investment efficiency in Indonesia: the moderating role of industry competition", Journal of Financial Reporting and Accounting, Vol. 20 No. 2, pp. 371-384.

10. Bloom, N., Bond, S. and van Reenen, J. (2007), "Uncertainty and investment dynamics", *Review of Economic Studies*, Vol. 74 No. 2, pp. 391-415.
11. Boubaker, Sabri and Dang, Viet Anh and Sassi, Syrine, (2021). Competitive Pressure and Firm Investment Efficiency: Evidence from Corporate Employment Decisions. *European Financial Management*, Forthcoming, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3838229>.
12. Davidson, R. H., Dey, A., & Smith, A. (2015). "Executives "off-the-Job" Behavior, Corporate Culture, and Financial Reporting Risk". *Journal of Financial Economics*, 117 (1), 5-28.
13. Demsetz, H. and Lehn, K. (1985), "The structure of corporate ownership: causes and consequences", *Journal of Political Economy*, Vol. 93 No. 6, pp. 1155-1177.
14. Fauver, L.; Hung, M.; Li, X.; (2017). Taboada, A.G. Board reforms and firm value: Worldwide evidence. *J. Financ. Econ*, 125, 120–142.
15. Giroud, X. and Mueller, H.M. (2011), "Corporate governance, product market competition, and equity prices", *The Journal of Finance*, Vol. 66 No. 2, pp. 563-600.
16. Gokalp, O.N., Lee, S.H. and Peng, M.W. (2017), "Competition and corporate tax evasion: an institutionbased view", *Journal of World Business*, Vol. 52 No. 2, pp. 258-269.
17. Gomariz, F. C. & Ballesta, j. (2014). Financial Reporting Quality, Debt Maturity and Investment Efficiency. *Journal of Banking & Finance*, Vol.40, Pp. 494–506.
18. Grullon, G., & Michaely, R. (2008). Corporate Payout Policy and ProductMarket Competition. Working paper, Cornell University.
19. Hlel, K., Kahloul, I. and Bouzgarrou, H. (2020), "IFRS adoption, corporate governance and management earnings forecasts", *Journal of Financial Reporting and Accounting*, Vol. 18 No. 2, pp. 325-342.
20. Holmström, B. (1979). Moral hazard and observability. *Bell J. Econ*, 10, 74–91.
21. Houcine, A., Zitouni, M. and Srairi, S. (2022), "The impact of corporate governance and IFRS on the relationship between financial reporting quality and investment efficiency in a continental accounting system", *EuroMed Journal of Business*, Vol. 17 No. 2, pp. 246-269.
22. Jacoby, G., Liu, M., Wang, Y., Wu, Z. and Zhang, Y. (2019), "Corporate governance, external control, and environmental information transparency: evidence from emerging markets", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 58, pp. 269-283.
23. Jensen, M. and Meckling, W. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 3 (4): 305-360.
24. Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash-flow, corporate finance and takeovers. *American Econ. Rev*, 76, 323–329.
25. Kang, E. and Kim, R. (2021), "Product market competition, reputation, and dividend policy", *Applied Economics*, pp. 1-13.
26. Le, A.T.; Tran, T.P. (2021). Corporate governance and labor investment efficiency: International evidence from board reforms. *Corp. Govern. Int. Rev*, 2022, 1–29.
27. Lei, Q. and Chen, H. (2019), "Corporate governance boundary, debt constraint, and investment efficiency", *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 55 No. 5, pp. 1091-1108.
28. Masulis, R.W.; Wang, C.; Xie, F. (2007). Corporate governance and acquirer returns. *J. Fin*, 62, 1851–1889.
29. Menshawy, I.M., Basiruddin, R., Mohd-Zamil, N.A. and Hussainey, K. (2021), "Strive towards investment efficiency among Egyptian companies: do board characteristics and information asymmetry matter?", *International Journal of Finance and Economics*, doi: 10.1002/ijfe.2540.

30. Salehi, M., Daemi, A. and Akbari, F. (2020), "The effect of managerial ability on product market competition and corporate investment decisions: Evidence from Iran", *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, Vol. 11 No. 1, pp. 49-69.
31. Simonov, Andrey. (2020). "The Effect of Board Governance and Internal Control on Investment Efficiency," *Journal of Economics, Business and Management* vol. 8, no. 3, pp. 175-180.
32. Sulistiawan, D. and Rudiawarni, F.A. (2019), "Industrial competition and earnings quality in Indonesia", *International Journal of Economic Policy in Emerging Economies*, Vol. 12 No. 2, pp. 121-129.
33. Suman, S. and Singh, S. (2020), "Corporate governance mechanisms and corporate investments: evidence from India", *International Journal of Productivity and Performance Management*, Vol. 70 No. 3, pp. 635-656.
34. Tang, H.W. and Chen, A. (2020), "How do market power and industry competition influence the effect of corporate governance on earnings management?", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 78, pp. 212-225.
35. Ullah, I., Majeed, M.A., Fang, H.-X. and Khan, M.A. (2020), "Female CEOs and investment efficiency: evidence from an emerging economy", *Pacific Accounting Review*, Vol. 32 No. 4, pp. 443-474.
36. Utama, C.A., Utama, S. and Amarullah, F. (2017), "Corporate governance and ownership structure: Indonesia evidence", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 17 No. 2, pp. 165-191.
37. Xie, Peihong, Wang, Chunxia, (2017). Managerial power, corporation lifecycle and investment efficiency: Empirical research based on Chinese manufacturing listed companies. *Nankai Bus. Rev.* 20 (01), 57-66.
38. Xing, Hua, Xi, Haobin, Wang, Haijun, (2020). Will managers' political to inefficient experience lead investment in state-owned enterprises? *J. Shanghai Univ. Finance Econ.* 22 (5), 33-48.
39. Zhang, Runyu, Yu, Mingyang, (2020). Social capital, debt constraint and non efficient investment-evidence from Chinese listed family firms. *Manage. Rev.* 32 (12), 61-76.

# The Effect of Market Competition on the Relationship between Corporate Governance and Investment Efficiency

Saeid Yadegari<sup>1</sup>  
Marjan Nematollahzadeh<sup>\*2</sup>

## Abstract

With increasing competition in the business field, companies need to make appropriate and timely investments for their survival. Considering the developments in the world today, especially developing countries, these countries need appropriate solutions to better use their facilities to solve their economic problems. In this regard, one of the important factors in solving the economic problems of countries is the expansion and development of investment; but this alone is not enough and due to the limitation of financial resources, in addition to the issue of investment development, increasing the efficiency of investment is also one of the important issues. Based on this, the current research examines the effect of corporate governance on investment efficiency and also the moderating role of market competition in this regard. In order to achieve the above objectives, two hypotheses were formulated. Therefore, in order to test the research hypothesis, a sample of 140 firms was selected from the firms listed in Tehran Stock Exchange during the period 2014 to 2021. Multivariate regression model based on combined data was used to test the research hypothesis. The findings of the research showed that corporate governance has a positive and significant effect on investment efficiency, that is, an increase in corporate governance leads to an increase in investment efficiency; In addition, the results indicate that market competition weakens the relationship between corporate governance and investment efficiency.

## Keywords

Investment Efficiency, Corporate Governance, Market Competition

1. Assistant Professor, Department of Accounting, Shahid Ashrafi University, Esfahan, Iran (Syadegari115@yahoo.com).

2. Master of Accounting, University of Shahid Ashrafi, Esfahan, Iran (\*Corresponding Author: marjannlz77@gmail.com).

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی