

Investigating the efficiency internal capital markets of business groups in allocating resources and performance; the effect of ownership-control wedge and product Market competition

Faramarz Karami Taleghani¹, Mohammad Reza Vatanparast², Javad Rezazadeh³,
Keyhan Azadi Hir¹

Received: 05/04/2023

Accepted: 08/06/2023

Extended Abstract

Introduction


The review of the research literature shows that there are two different theoretical perspectives in relation to the functioning of the internal capital markets of business groups, and each of them presents a different argument in this field. The first point of view is based on the allocation efficiency internal capital markets of business groups and considers the final result of the efficient allocation of resources to be the creation of value for the entire group (Rodriguez *et al.*, 2009). According to this view, when capital market imperfections (i.e., information asymmetry and agency costs) increase the cost of external financing, the use of intra-group financial resources can provide low-cost financing opportunities for group-affiliated companies (Lee *et al.*, 2017). However, there is also a different point of view in this field, which points to the structural inefficiency of the internal capital market. According to the second perspective, which is based on agency theory, the inefficiency of the internal capital market can be mainly caused by the issue of agency between controlling and minority shareholders. In emerging markets where the ownership structure is pyramidal or mutual and complex, there is a possibility that the wedge between ownership and control rights of controlling shareholders, which is known as the ownership-control wedge in financial literature, deepens the agency problem between controlling and minority shareholders (Bae *et al.*, 2002; Doyle *et al.*, 2007) and as this wedge deepens, the

1. Department of Accounting, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran.

2. Department of Accounting, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran. (Corresponding Author).
vatanparast.ut.ac.ir@gmail.com

3. Department of Accounting, Tarbiat Modares University, Tehran, Iran.

How to cite this paper: Karami Taleghani, F., Vatanparast, M. R., Rezazadeh, J., Azadi Hir, K. (2023). Investigating the efficiency internal capital markets of business groups in allocating resources and performance; the effect of ownership-control wedge and product Market competition. *Advances in Finance and Investment*, 4(2), 115-154. [In Persian]

 <https://doi.org/10.30495/afi.2023.1983050.1207>

opportunistic actions of controlling shareholders such as diverting resources for personal use, transferring assets and profits from the company, or allocating committed financing to low-return projects in order to secure personal interests, it can threaten the interests of minority shareholders (Classens *et al.*, 2002). All the above-mentioned cases indicate that the studies conducted in connection with the functioning of the internal capital market of business groups have presented double results. On the one hand, the evidence presented in some studies indicates the efficiency of these markets, and on the other hand, some studies based on agency theory provide evidence of the inefficiency of these markets. These findings, in turn, cause the efficiency of the internal capital markets of these organizational structures (business groups) to be questioned. Based on this, the main goal of this research is to investigate the effect of the ownership-control wedge on the efficiency of the internal capital markets of business groups in the allocation of resources and performance. In line with this goal, the efforts of the researchers of the present study are to answer the two basic questions that are raised below. (1) Does the ownership-control wedge affect the efficiency of internal capital markets of business groups in resource allocation and performance? (2) Does product market competition affect the relationship between ownership-control wedge and the efficiency of internal capital markets of business groups in resource allocation and performance?

Literature Review

The literature related to the conflict of interest in business units has been greatly developed in recent years. Most of the researches that have been conducted regarding the conflict of interest between the stakeholders of a business unit, on two separate areas including; Conflict of interest between shareholders and managers, as well as conflict of interest between shareholders and other stakeholders have been focused (Lee, 2007). However, there may be a conflict of interest between the shareholders of a company due to their personal interests. According to the theories of corporate governance, the conflict of interests between the shareholders of a company occurs when the controlling shareholders try to have monetary (cash flow rights) and non-monetary (voting or control rights) interests of the business entity at the same time, and as a result, controlling shareholders have a strong and influential control power in decision-making that goes beyond the amount of their shares in the business unit (Almeida and Wolfenzon, 2006). This phenomenon, which is called the divergence of the right to receive cash and the right to control, or the so-called ownership-control wedge, occurs in companies with a pyramid structure and structures with mutual shares in companies (one company also has shares in another company) (Classens *et al.*, 2002). In this case, we can refer to business groups that have these ownership structures. One of the characteristics of the market of business groups is the existence of the internal capital market in these groups; So that a major part of the resource allocation process in business groups is done through the mechanism of

internal capital markets (Beyer *et al.*, 2017). In the research literature, in order to answer how to allocate (efficient or ineffective) resources in these markets, the ownership-control wedge has been mentioned as an effective factor on resource allocation; In such a way that with the increase of the wedge, the incentive of controlling shareholders to transfer resources in order to secure personal benefits increases (Purkayastha *et al.*, 2022; Guo *et al.*, 2022). Previous research (for example; Bae *et al.*, 2002; Almeida and Wolfenzon, 2006; Purkayastha *et al.*, 2022) has emphasized the agency conflict between controlling and minority shareholders as a primary framework for explaining agency costs in business groups and states that ownership concentration In business groups, it often leads to a divergence between the right of control and the right of cash flow, and the more complicated the company's ownership relations with other companies of the group through investment, the greater the divergence between the ownership right of the main company in a subsidiary and its control right. Such conditions can motivate controlling shareholders to tunnel resources through subsidiaries; As the wedge increases, the probability of opportunistic behavior such as allocating resources to weak investment opportunities increases (Elango *et al.*, 2016). On the other hand, if the wedge between the voting right and the ownership right is low, the controlling shareholder has ownership proportional to the voting right, so the probability of aligning the interests of the controlling shareholder with the minority shareholders increases (Bae *et al.*, 2002). In such a situation, the internal capital market of the business group can be an effective mechanism for better use and allocation of resources and meet the need of companies with favorable investment opportunities for financial resources (Buchuk *et al.*, 2014). One of the main managerial decisions in evaluating the performance of companies is the efficiency of units covered by managers (Rodriguez *et al.*, 2009). Efficiency is a management concept that has a long history in management science (Colombier, 2008) and shows how the organization has used its resources in order to produce the best performance at a point in time (Goncharuk, 2009). In the subject literature related to business groups, how to use resources in this form of organizational structures is explained mainly in the form of internal capital markets, and the total efficiency of decision-making units (subsidiaries) is considered to represent the performance (operational) efficiency of internal capital markets of business groups (Shyu, 2013; Cui *et al.*, 2019). However, the difference between the control right (voting right) and ownership right (cash flow right) of the controlling shareholder may affect the performance of subsidiaries and overall, the efficiency of the internal capital markets of business groups (Lee *et al.*, 2017). There is a lot of evidence (Lins, 2003; Lemmon and Lins, 2003; Attig *et al.*, 2004; Villalonga and Amit, 2006; Bozec and Laurin, 2008) which shows that increasing the excess control right over the cash flow right leads the ultimate controller to Obtaining private interests through the diversion of resources (tunneling) from one company with minimum cash flow rights to another company with higher cash flow rights encourages and the result of this action will be to weaken the performance. Yeh

and Lin (2021) by examining the effect of control rights and cash flow rights of controlling shareholders on company performance show that control rights and cash flow rights of controlling shareholders have a negative tunneling effect and a positive incentive effect, respectively, and the tunneling effect of control rights the incentive of the right to cash flow is stronger. In addition, the greater the ownership-control wedge, the lower the firm's performance. Jin and Park (2015) provide evidence of the relationship between ownership-control wedge and the performance of conglomerates; that increasing the ownership-control wedge is positively related to the company's accounting-based performance, while they did not observe a relationship between the ownership-control wedge and the company's market-based performance. According to the argument of Park *et al.* (2016), with the increase in the ownership-control wedge, the probability of making investment decisions that lead to a decrease in performance and thus a decrease in the value of the company and have adverse effects on the wealth of minority shareholders increases. In such a situation, competition in the product market is considered an effective tool to solve the agency problems resulting from the ownership-control wedge (Giroud and Mueller, 2011). Guo *et al.* (2022) regarding highlighting the disciplinary role of product market competition in reducing the tunneling behavior of controlling shareholders, state that competition in the product market has an effective role in reducing the slackness of managers and expropriation of minority shareholders by controlling shareholders. Purkayastha *et al.* (2022) in relation to the role of product market competition in reducing the adverse consequences resulting from the intensification of agency problems in business groups provide evidence that product market competition reduces the adverse consequences of the agency problem (such as mutual subsidies of affiliated companies with Inefficient investment, continued presence of affiliated companies in declining industries, tunneling of resources from profitable companies to unprofitable affiliated companies) and thus improves the performance of the member companies of the business group. Byun *et al.* (2018) state that the difference between the control right and the cash flow right of the controlling shareholders of business groups that are present in more competitive markets is less, and the competition in the product market as a disciplinary mechanism motivates the controlling shareholders of the business group to pursue It reduces private interests. Mohammadi Ramezani *et al.* (2022) according to the findings of their research on improving management performance in the conditions of increased competition in the product market argue that competition in the product market acts as a strategic mechanism and managers' motivation to reduce production costs and preventing the transfer of market share to competitors and preventing the risk of bankruptcy increases.

According to the explanations provided, the research hypotheses are formulated as follows:

H₁: The ownership-control wedge has a significant effect on the resource allocation efficiency of business groups.

H₂: The ownership-control wedge has a significant effect on the efficiency of the internal capital markets of business groups.

H₃: Product market competition moderates the relationship between ownership-control wedge and allocation efficiency of internal capital markets of business groups.

H₄: Product market competition moderates the relationship between ownership-control wedge and capital markets performance of business groups.

Research Methodology

In this research, following the research of [Wang and Xie \(2010\)](#), and [Ren et al. \(2021\)](#), the sensitivity criterion of cash flows based on the return on assets has been used to calculate the allocative efficiency of the internal capital market of the business group. Also, data envelopment analysis (DEA) method, which is a non-parametric method based on linear programming for the performance efficiency of economic enterprises based on inputs and outputs, has been used to measure efficiency. For this purpose, the information of 18 business groups whose parent companies are listed in the Tehran Stock Exchange or OTC were collected during the years 2015 to 2022 and the study hypotheses were tested using multiple regression with panel data.

Results

The findings of the research show that the ownership-control wedge has a negative and significant effect on the efficiency of resource allocation and the efficiency of the internal capital markets of business groups. also, the findings only show that the relationship between the ownership-control wedge and the efficiency of the internal capital markets of business groups weakens with the increase in product market competition. However, there was no evidence of the effect of product market competition on the relationship between ownership-control wedge and allocation efficiency of internal capital markets of business groups.

Discussion and Conclusion

The result found from the test of the first hypothesis shows that the ownership-control wedge has a significant negative effect on the allocation efficiency of the internal capital markets of business groups. This result can be interpreted as the allocation of resources to investment opportunities within the group through the internal capital market, to the difference between the monetary (right to receive cash) and non-monetary (voting or control) interests of the controlling shareholders. The agent, which is called the ownership-control wedge, shows a reaction. In such a way that as the

difference between the voting rights and the cash flow rights of the controlling shareholders increases, there is a further weakening of the alignment of interests between the controlling shareholders and the minority shareholders, and consequently the motivation of the controlling shareholders for opportunistic behaviors such as allocating resources to opportunities. Weak investments are increasing in order to gain private benefits. This increase in the inappropriate allocation of resources leads the internal capital markets of the studied business groups to allocation inefficiency. Based on this, it can be claimed that the ownership-control wedg is considered as an influencing factor on the decision on the allocation of internal capital market resources of business groups. The result of the second hypothesis test shows that the ownership-control wedg has a significant negative effect on the efficiency of the internal capital markets of business groups. This result can be interpreted in such a way that the control ownership wedg causes the controlling shareholders to have strong incentives to use the private benefits of control. The desire of the controlling owners to maintain the private interests arising from the control may prevent the acceptance of risky efficiency-enhancing projects, which result in lower levels of efficiency or inefficiency of the internal capital markets of business groups. Also, the result found from the test of the second hypothesis can also be interpreted as the divergence between the control right and the cash flow right can aggravate agency problems and thus increase the cost of external financing. It makes it more difficult for the company to finance new projects that can improve performance. The consequence of this for commercial groups is the lower levels of efficiency or inefficiency of the internal capital markets of these groups. The result found from the third hypothesis test shows that the product market competition has no significant effect on the relationship between the ownership-control wedg and the allocative efficiency of the internal capital markets of business groups. The non-adjustment of the mentioned relationship by the product market competition can be interpreted as the existence of the internal capital market in business groups as an effective mechanism in providing financial resources needed by group companies, especially in economies with a weak institutional environment and an incomplete capital market (including Iran's economy) that the cost of foreign financing is high, greatly reduces the concern of controlling shareholders about the high cost of foreign financing that can be caused by the high ownership-control wedg, and thus the disciplinary effects of product market competition. It weakens controlling shareholders in reducing self-interested motives. The result found from the test of the

fourth hypothesis shows that the product market competition weakens the negative relationship between the ownership-control wedge and the performance efficiency of the internal capital markets of business groups. Perhaps this result can be interpreted in the way that product market competition as a disciplinary mechanism, in addition to controlling the opportunistic behavior of managers and controlling shareholders, increases their efforts to improve the performance of subsidiary companies; Because failure in matters such as performance improvement can lead to bankruptcy and market loss. In such a situation, managers and controlling shareholders try to improve the company's performance in order to deal with the threat of the liquidation effect that can lead to the loss of their interests.

Conflict of Interest

The author (s) of this article declared no conflict of interest regarding the authorship or publication of this article.

Keywords: Product Market Competition, Ownership-Control Wedge, Internal Capital Markets, Business Groups.

JEL Classification: M42.

پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری

سال چهارم، تابستان ۱۴۰۲ - شماره ۲

صفحات ۱۱۵-۱۵۴

نوع مقاله: پژوهشی

بررسی کارایی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در تخصیص منابع و

عملکرد؛ تأثیر شکاف مالکیتی - کنترلی و رقابت بازار محصول

فرامرز کرمی طالقانی^۱، محمدرضا وطن پرست^۲، جواد رضازاده^۳، کیهان آزادی هیر^۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۳/۱۸

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۱/۱۶

چکیده

هدف: وجه اشتراک رویکردهای نظری اتخاذ شده برای مطالعه گروه‌های تجاری، وجود بازارهای سرمایه داخلی در این گروه‌ها است. ادبیات حسابداری نشان می‌دهد که کارایی این بازارها در تخصیص منابع و عملکرد می‌تواند تحت تأثیر انگیزه‌های منفعت‌طلبانه ناشی از مسئله نمایندگی قرار گیرد؛ بنابراین، هدف این پژوهش، بررسی تأثیر شکاف مالکیتی - کنترلی بر کارایی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در تخصیص منابع و عملکرد با در نظر گرفتن رقابت بازار محصول است.

روش‌شناسی پژوهش: این پژوهش از نوع توصیفی-همبستگی، از منظر هدف کاربردی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی انجام شده است. به‌منظور دستیابی به هدف پژوهش، داده‌های ۱۸ گروه تجاری که شرکت اصلی آنها در بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس پذیرفته شده‌اند و شرکت‌های تابعه این گروه‌ها در بازه زمانی ۱۳۹۴ الی ۱۴۰۰ (۷۵۶ سال-شرکت) جمع‌آوری و با استفاده از تحلیل رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی مورد آزمون قرار گرفت.

یافته‌ها: یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که شکاف مالکیتی-کنترلی بر کارایی تخصیص منابع و کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری تأثیر منفی و معنادار دارد. همچنین، یافته‌ها تنها نشان می‌دهد که رابطه بین شکاف مالکیتی-کنترلی و کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری، با افزایش رقابت بازار محصول تضعیف می‌شود. باین‌حال، شواهدی از تأثیر رقابت بازار محصول بر رابطه بین شکاف مالکیتی-کنترلی و کارایی تخصیص منابع گروه‌های تجاری مشاهده نگردید.

اصالت / ارزش‌افزوده علمی: توجه به بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری به‌عنوان یک مکانیزم بالقوه برای تسهیل در تخصیص کارای منابع و دستیابی به مزایای استراتژیک حائز اهمیت است. از این‌رو، با شناخت بیشتر از پدیده شکاف مالکیتی-کنترلی و تأثیر آن بر کارایی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در تخصیص منابع و عملکرد، می‌توان گام‌های اساسی برای دستیابی به مزایای استراتژیک (از قبیل توسعه اقتصاد داخلی) برداشت.

واژه‌های کلیدی: بازارهای سرمایه داخلی، رقابت بازار محصول، شکاف مالکیتی-کنترلی، گروه‌های تجاری.

طبقه‌بندی موضوعی: M42.

۱. گروه حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران.

۲. گروه حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران. (نویسنده مسئول). vatanparast.ut.ac.ir@gmail.com

۳. گروه حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران.

استناد: کرمی طالقانی، فرامرز؛ وطن پرست، محمدرضا؛ رضازاده، جواد؛ آزادی هیر، کیهان. (۱۴۰۲). بررسی کارایی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در تخصیص منابع و عملکرد؛ تأثیر شکاف مالکیتی - کنترلی و رقابت بازار محصول. *پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری*، ۴(۲). ۱۱۵-۱۵۴.

۱- مقدمه

بررسی رویکردهای نظری اتخاذ شده برای مطالعه گروه‌های تجاری نشان می‌دهد که عمده نظریه‌های استفاده شده در این رابطه شامل؛ نظریه هزینه معاملات^۱ (Khanna and Rivkin, 2001)؛ نظریه نهادی^۲ (Khanna and Yafeh, 2005; Raghunath and Rose, 2016)؛ نظریه کارایی بازارهای سرمایه داخلی^۳ گروه‌های تجاری (Khanna and Palepu, 2000)؛ نظریه تونل‌زنی در چارچوب نظریه نمایندگی^۴ (Bertrand et al., 2002)؛ نظریه مبتنی بر منابع^۵ (Kock and Guillén, 2001)؛ دیدگاه سیاسی^۶ (Mahmood et al., 2013)؛ و نظریه شبکه اجتماعی^۷ (Smångs, 2006) می‌باشد. وجه اشتراک نظریه‌های مزبور، امکان استفاده شرکت‌های عضو گروه تجاری از سازوکار بازار سرمایه داخلی برای انتقال منابع در داخل گروه است (Yana, 2020). با این حال، موضوع بحث برانگیز در ادبیات پژوهشی مرتبط با بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری، چگونگی کارکرد این بازارها و پیامدهای آن است که منجر به ارائه دو دیدگاه نظری متفاوت در این زمینه شده است. دیدگاه اول، مبتنی بر کارایی تخصیصی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری بوده و پیامد نهایی تخصیص کارایی منابع را ایجاد ارزش برای کل گروه می‌داند (Rodriguez et al., 2009; Lee, 2007). مطابق این دیدگاه، هنگامی که نواقص بازار سرمایه (یعنی عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی) موجب افزایش هزینه تأمین مالی خارجی می‌شود، استفاده از منابع مالی داخل گروه می‌تواند فرصت تأمین مالی کم‌هزینه برای شرکت‌های وابسته به گروه را فراهم نماید (Lee et al., 2017). در همین راستا، برخی از پژوهشگران (برای نمونه؛ Bae et al., 2002; Mota and Santos, 2019; Yeh and Lin, 2021) با استناد به نظریه کارایی بازارهای سرمایه داخلی بیان می‌دارد که در گروه‌های تجاری همواره منابع به بخش‌هایی تخصیص می‌یابد که در مقایسه با سایر بخش‌ها از فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتری برخوردار هستند و تخصیص بهینه منابع منجر به افزایش ارزش گروه می‌شود. با این حال، دیدگاه متفاوتی نیز در این زمینه وجود دارد که به ناکارآمدی ساختاری بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری اشاره دارد. این مطلب به استناد پژوهش‌ها و استدلال‌های نظری و تجربی انجام‌شده (به عنوان نمونه؛

-
1. Transaction Cost Theory
 2. Institutional Theory
 3. Internal Market Efficiency Theory
 4. Tunneling Theory
 5. Resource Based Theory
 6. Political Perspective
 7. Social Network Theory

بر نظریه نمایندگی است، ناکارآمدی این بازارها می‌تواند عمدتاً ناشی از مسئله نمایندگی بین سهام‌داران کنترل‌کننده و اقلیت باشد. در بازارهای نوظهور که ساختار مالکیت به صورت هرمی یا سهامداری متقابل و پیچیده است، این احتمال وجود دارد که شکاف بین حق کنترلی (حق رأی) و حق مالکیت (حق جریان نقدی) سهام‌داران کنترلی که در ادبیات مالی به عنوان شکاف مالکیتی-کنترلی شناخته می‌شود، موجب عمیق‌تر شدن مشکل نمایندگی بین سهام‌داران کنترل‌کننده و اقلیت شود (Doyle et al., 2007). عمیق‌تر شدن این شکاف، احتمال بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه از سوی سهام‌داران کنترلی از قبیل اعطای یارانه‌های سوسیالیستی^۱ و تونل‌زنی منابع را افزایش می‌دهد (Lee, 2007). اقدام‌های فرصت‌طلبانه سهام‌داران کنترلی در راستای تأمین منافع شخصی می‌تواند منافع سهام‌داران اقلیت را تهدید کند (Claessens et al., 2002). در این راستا، خواجهی و همکاران (Khajavi et al., 2021) به نقل از شلیفر و ویشنی (Shleifer and Vishny, 1997) بیان می‌دارند که در شرکت‌هایی با ساختار مالکیت متمرکز، مشکلات نمایندگی ممکن است بین سهام‌داران کنترلی و سهام‌داران اقلیت به وجود آید که در چنین مواردی سهام‌داران کنترلی منافع خود را به هزینه سهام‌داران اقلیت تأمین می‌کنند. از این رو، بیان شده است که شکاف مالکیتی-کنترلی می‌تواند بازتابی از انگیزه سهام‌داران کنترلی برای بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه و در راستای کسب منافع شخصی باشد و تخصیص منابع در شرکت‌های گروه و عملکرد آنها را تحت تأثیر قرار دهد. افزون بر این، متفاوت بودن اختیارات و ترجیحات منافع مدیران شرکت اصلی با شرکت‌های فرعی موجب شکل‌گیری تضاد منافع بین آنان می‌شود و این امر می‌تواند انگیزه مدیریت شرکت‌های تابعه برای تحریف اطلاعات، لابی‌گری و اغراق در بیان ارزش پروژه‌های سرمایه‌گذاری به جهت دریافت منابع بیشتر را افزایش دهد و در نتیجه به کاهش کارایی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در تخصیص منابع و عملکرد بیانجامد (Cui et al., 2022; Zhao et al., 2022).

همه موارد پیش‌گفته بیانگر آن است که مطالعات انجام گرفته در ارتباط با کارکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری، نتایج دوگانه‌ای ارائه کرده‌اند. از یک سو، شواهد ارائه شده در برخی از مطالعات حاکی از کارایی این بازارها است، و از سوی دیگر، برخی از مطالعات با استناد به نظریه نمایندگی شواهدی از ناکارآمدی این بازارها ارائه می‌دهند. این یافته‌ها به سهم خود موجب می‌شوند که کارایی

بازارهای سرمایه داخلی این ساختارهای سازمانی (گروه‌های تجاری) مورد سؤال قرار گیرد. اگرچه مطالعات انجام شده در خارج از کشور (برای نمونه؛ [Gopalan et al., 2007](#); [Beyer et al., 2017](#); [Cui et al., 2019](#); [Yeh and Lin, 2021](#)) به کارکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری اشاره داشته‌اند، با این حال، با مرور ادبیات پژوهشی داخلی به نظر می‌رسد که به استثنای پژوهش کرمی طالقانی و همکاران ([Karami Taleghani et al., 2023](#)) مبنی بر بررسی رابطه بین تمرکز سازمانی و کارایی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در تخصیص منابع و عملکرد، پژوهش دیگری در ارتباط با بررسی سایر عوامل بالقوه اثرگذار بر کارایی این بازارها انجام نشده است؛ بنابراین باتوجه به شکاف پژوهشی موجود، هدف اساسی پژوهش حاضر بررسی تأثیر شکاف مالکیتی-کنترلی بر کارایی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در تخصیص منابع و عملکرد است. افزون بر این، مدت‌هاست که نقش انضباطی رقابت بازار محصول در کاهش سستی مدیریتی به خوبی در ادبیات پژوهشی مستند شده است (به عنوان مثال؛ [Giroud and Mueller, 2011](#); [Purkayastha et al., 2022](#); [Guo et al., 2022](#)). باتوجه به اینکه خطر سلب مالکیت سهام‌داران اقلیت توسط سهام‌داران کنترلی یک مشکل اساسی در حاکمیت شرکتی اقتصادهای با محیط نهادی ضعیف و ساختار مالکیت متمرکز است ([Guo et al., 2022](#))، پژوهش حاضر تلاش دارد تا نقش رقابت بازار محصول به عنوان یکی از سازوکارهای بیرونی حاکمیت شرکتی در کاهش تعارضات نمایندگی حاصل از شکاف مالکیتی-کنترلی و تأثیر احتمالی آن بر تخصیص منابع و عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری را در محیط اقتصادی ایران مورد بررسی قرار دهد. از این‌رو، تلاش محققان پژوهش حاضر این است تا در راستای هدف پژوهش به دو سؤال اساسی که در ادامه مطرح شده‌است، پاسخ دهند. (۱) آیا شکاف مالکیتی-کنترلی بر کارایی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در تخصیص منابع و عملکرد تأثیرگذار است؟ (۲) آیا رقابت بازار محصول بر رابطه بین شکاف مالکیتی-کنترلی و کارایی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در تخصیص منابع و عملکرد تأثیرگذار است؟ پاسخ به سؤال‌های پژوهش حاضر از حیث مشارکت گروه‌های تجاری در تسهیل تخصیص منابع از طریق سازوکار بازارهای سرمایه داخلی و دستیابی به مزایای استراتژیک (توسعه اقتصاد داخلی) بدان جهت می‌تواند حائز اهمیت باشد که از تخصیص بهینه منابع به‌عنوان یکی از اهرم‌های قوی برای رسیدن به رشد و توسعه اقتصادی و اجتماعی یاد شده است، و از آنجایی که تشکیل گروه‌های تجاری را می‌توان به‌عنوان یک پاسخ مؤثر به اقتصادهای با محیط نهادی ضعیف و دارای بازارهای سرمایه ناقص (از جمله بازار سرمایه ایران) دانست ([Karami](#))

(Taleghani et al., 2023)، به نظر می‌رسد که توجه به پیامدهای اقتصادی پدیده شکاف مالکیتی - کنترلی از حیث دستیابی به مزایای استراتژیک ضروری و دارای اهمیت بوده و یافته‌های این پژوهش به‌طور نسبی بتواند به دانش ما در ارتباط با مواردی که در ادامه بیان شده است، بیافزاید. نخست اینکه، باتوجه‌به پدیده بنیادی و اجتناب‌ناپذیر کمبود و محدودیت منابع در اقتصاد که موجب می‌شود چگونگی تخصیص منابع و کسب بیش‌ترین بازدهی (عملکرد) از اهمیت بسیار بالایی برخوردار باشد، مطالعه حاضر با نشان دادن اینکه شکاف مالکیتی - کنترلی می‌تواند به کارایی تخصیص منابع و عملکرد آسیب برساند، یک کانال بالقوه برای انجام مطالعات بیشتر در ارتباط با بررسی عوامل اثرگذار بر کارکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری معرفی می‌نماید تا از این طریق بتواند به توسعه ادبیات پژوهشی داخلی مرتبط با گروه‌های تجاری کمک نماید. دوم اینکه، یافته‌های این پژوهش علاوه بر اینکه می‌تواند مکمل ادبیات پژوهشی مرتبط با رقابت در بازار محصول باشد، با برجسته کردن نقش انضباطی رقابت بازار محصول در کاهش پیامدهای نامطلوب ناشی از رفتارهای فرصت‌طلبانه سهام‌داران کنترل‌کننده گروه‌های تجاری، می‌تواند به توسعه ادبیات پژوهشی در این زمینه کمک نماید. سوم اینکه، پیش‌بینی محققان پژوهش حاضر این است که یافته‌های پژوهش بتواند برای مدیران به‌جهت کمک به ایجاد یک چارچوب منسجم مدیریتی (باتوجه‌به ساختار مالکیت) برای توسعه سیاست‌های اثرگذار در راستای بهبود کارایی تخصیص منابع و عملکرد، مفید واقع شود. در ادامه، ابتدا مبانی نظری، پیشینه پژوهش و فرضیه‌ها بیان می‌گردد، سپس روش‌شناسی و یافته‌های پژوهش تشریح شده و در نهایت نتیجه‌گیری و پیشنهادهای برگرفته از پژوهش بیان خواهد شد.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

ادبیات مرتبط با تضاد منافع در واحدهای تجاری در سال‌های اخیر توسعه زیادی یافته‌است. اغلب پژوهش‌هایی که در خصوص تضاد منافع بین ذی‌نفعان یک واحد تجاری انجام شده‌اند، روی دو حوزه جداگانه شامل؛ تضاد منافع بین سهام‌داران و مدیران و نیز تضاد منافع بین سهام‌داران و سایر ذی‌نفعان تمرکز داشته‌اند (Lee, 2007). به عنوان مثال، در ارتباط با تضاد منافع بین سهام‌داران و مدیران، عبدی گلزار و بادآورنهدی (Abdi Golzar and Badavar Nahandi, 2022) بیان می‌دارند که مشکلات نمایندگی باعث ایجاد تضاد منافع بین مدیران و سهام‌داران می‌گردد و این امر با تضعیف عملکرد مالی شرکت منجر به ناکارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. با این حال، ممکن است بین سهام‌داران یک شرکت نیز به سبب پیروی از منافع شخصی، تضاد منافع وجود داشته باشد. مطابق نظریه‌های راهبری شرکتی،

تضاد منافع بین سهام‌داران یک شرکت، هنگامی رخ می‌دهد که سهام‌داران کنترلی تلاش می‌کنند منافع پولی (حق دریافت وجه نقد) و غیر پولی (حق رأی یا حق کنترل) واحد تجاری را همزمان در اختیار داشته باشند و در نتیجه سهام‌داران کنترلی دارای قدرت کنترلی قوی و تأثیرگذار در تصمیم‌گیری می‌شوند که فراتر از میزان سهام آنها در واحد تجاری است. این پدیده که واگرایی حق دریافت وجه نقد و حق کنترلی یا اصطلاحاً شکاف مالکیتی-کنترلی نامیده می‌شود، در شرکت‌های با ساختار هرمی و ساختارهای دارای سهام متقابل در شرکت‌ها (شرکتی در شرکت دیگر نیز سهام داشته باشد) رخ می‌دهد (Claessens et al., 2002). در این مورد می‌توان به گروه‌های تجاری اشاره کرد که این ساختارهای مالکیت را دارند.

طبق استانداردهای حسابداری ایران (بند ۴ استاندارد شماره ۱۸)، گروه تجاری به‌عنوان واحد تجاری اصلی و واحدهای فرعی آن تعریف می‌شود. «واحد تجاری اصلی» به‌عنوان یک واحد تجاری که دارای یک یا چند واحد فرعی است و «واحد تجاری فرعی» به‌عنوان یک واحد تجاری که تحت کنترل واحد تجاری دیگر (واحد تجاری اصلی) می‌باشد (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری ایران، ۱۳۹۰). یکی از ویژگی‌های بازار گروه‌های تجاری، وجود بازار سرمایه داخلی در این گروه‌ها است؛ به‌گونه‌ای که بخش عمده‌ای از فرایند تخصیص منابع در گروه‌های تجاری از طریق سازوکار بازارهای سرمایه داخلی انجام می‌گیرد (Beyer et al., 2017) و چنانچه منابع مالی داخلی از یک شرکت با فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین به یک شرکت با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا در داخل گروه انتقال یابد، گفته می‌شود که بازار سرمایه داخلی از کارایی تخصیصی برخوردار است (Zhao et al., 2022). با این حال، در ادبیات موضوعی، در راستای پاسخ به چگونگی تخصیص (کارآمد یا ناکارآمد) منابع در این بازارها، از شکاف مالکیتی-کنترلی به‌عنوان عامل مؤثر بر تخصیص منابع یاد شده است؛ به‌گونه‌ای که با افزایش شکاف، انگیزه سهام‌داران کنترلی برای انتقال منابع در راستای تأمین منافع شخصی افزایش می‌یابد. در این راستا، پژوهش‌های پیشین (برای نمونه؛ Bae et al., 2002; Almeida and Wolfenzon, 2006; Purkayastha et al., 2022) بر تضاد نمایندگی بین سهام‌داران کنترلی و اقلیت به‌عنوان چارچوب اولیه برای توضیح هزینه‌های نمایندگی در گروه‌های تجاری تأکید داشته و بیان می‌کنند که تمرکز مالکیت در گروه‌های تجاری اغلب منجر به واگرایی بین حق کنترلی و حق جریان نقدی می‌شود و هر چه روابط مالکیت شرکت با دیگر شرکت‌های گروه از طریق سرمایه‌گذاری پیچیده‌تر شود، واگرایی بیشتری بین حق مالکیت شرکت اصلی در یک شرکت تابعه و حق کنترلی او شکل می‌گیرد. چنین

شرایطی می‌تواند انگیزه تونل‌زنی منابع از مجرای شرکت‌های تابعه را در سهام‌داران کنترل‌ی ایجاد کند؛ به‌گونه‌ای که با افزایش شکاف، احتمال بروز رفتار فرصت‌طلبانه از قبیل تخصیص منابع به فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیف، افزایش می‌یابد. از سوی دیگر، در صورت پایین بودن شکاف بین حق رأی و حق مالکیت، سهامدار کنترل‌کننده دارای مالکیت متناسب با حق رأی است، بنابراین احتمال همسویی منافع سهامدار کنترل‌ی با سهام‌داران اقلیت افزایش می‌یابد. در چنین شرایطی، بازار سرمایه داخلی گروه تجاری می‌تواند یک مکانیزم مؤثر برای استفاده و تخصیص بهتر منابع باشد و نیاز شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب به منابع مالی را برطرف نماید (Buchuk et al., 2014). به‌علاوه، با کاهش شکاف مالکیتی - کنترل‌ی و در نتیجه کاهش مشکل نمایندگی بین سهامدار کنترل‌ی و سهام‌داران اقلیت، سهامدار کنترل‌ی تنها در صورتی اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کند که از بازدهی آن اطمینان داشته‌باشد (Lee et al., 2017). به‌طور کلی، مطالعات انجام شده در ارتباط با پدیده شکاف مالکیتی - کنترل‌ی شواهدی از پیامدهای نامطلوب آن ارائه کرده‌اند که در ادامه به برخی از آنها اشاره می‌شود. گئو و همکاران (Guo et al., 2022) در ارتباط با پیامدهای شکاف مالکیتی - کنترل‌ی بیان می‌دارند که افزایش شکاف مالکیتی - کنترل‌ی، علیرغم آنکه انگیزه سهام‌داران کنترل‌ی برای نظارت بر مدیران افزایش می‌دهد اما به‌طور همزمان رفتار تونل‌زنی آنان را نیز ممکن می‌سازد و پیامد نهایی آن تهدید منافع سهام‌داران اقلیت است. چوی و همکاران (Choi et al., 2020) نشان می‌دهند که ساختار مالکیت هرمی و متقابل گروه‌های تجاری، انگیزه سهام‌داران کنترل‌ی برای مشارکت در معاملات درون‌گروهی ناعادلانه با هدف کسب منافع شخصی را افزایش می‌دهد. پارک و همکاران (Park et al., 2016) بیان می‌دارند که با افزایش شکاف مالکیتی - کنترل‌ی، کارایی سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. دلیل این امر، تشدید مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی بین سهام‌داران کنترل‌ی و اقلیت در شرایط افزایش شکاف مالکیتی - کنترل‌ی می‌باشد. لی و همکاران (Lee et al., 2017) نشان می‌دهند که افزایش شکاف مالکیتی - کنترل‌ی، انگیزه سهام‌داران کنترل‌ی برای تأمین منافع خصوصی و احتمال مشارکت آنان در فعالیت‌های ساختن امپراتوری مانند سرمایه‌گذاری بیش از حد را افزایش می‌دهد. کلاسنس و همکاران (Claessens et al., 2002) استدلال می‌کنند که عمیق‌تر شدن مسئله نمایندگی بین سهام‌داران کنترل‌ی و سهام‌داران اقلیت به‌دلیل افزایش شکاف بین حق رأی و حق مالکیت سهامدار کنترل‌ی به تونل‌زنی منابع توسط سهامدار کنترل‌ی در راستای منافع شخصی و سلب منافع سهام‌داران اقلیت منجر می‌شود. فن و وانگ (Fan and Wong, 2002) بیان می‌دارند که در شرکت‌های با شکاف مالکیتی -

کنترلی بالا، سهام‌داران کنترلی از حقوق کنترلی خود در جهت کسب منافع و به ضرر سهام‌داران اقلیت استفاده می‌کنند. در بررسی ادبیات پژوهشی داخلی، شواهدی از مطالعه تأثیر شکاف مالکیتی-کنترلی بر کارایی تخصیصی سرمایه داخلی گروه‌های تجاری مشاهده نگردید، اما در ارتباط با برخی از این مفاهیم به چند تحقیق تجربی اشاره می‌شود. کرمی طالقانی و همکاران (Karami Taleghani et al., 2023) با بررسی رابطه بین تمرکز سازمانی و کارایی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در تخصیص منابع شواهدی از وجود رابطه غیرخطی بین تمرکز سازمانی و کارایی تخصیصی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری ارائه می‌دهند و بیان می‌دارند که این رابطه در درجات پایین‌تر تمرکز سازمانی مثبت و معنادار و در درجات بالاتر تمرکز سازمانی منفی و معنادار است. از نظر این محققان، رابطه مثبت، بیانگر آن است که وقتی تمرکز سازمانی پایین است، کارایی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در تخصیص منابع تحت تأثیر مثبت کاهش هزینه‌های نمایندگی قرار می‌گیرد. با این حال، وقتی تمرکز سازمانی از حد بهینه عبور می‌کند؛ تصمیمات تخصیص منابع در بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری، تحت تأثیر نامطلوب هزینه‌های انتقال دانش قرار می‌گیرد، به گونه‌ای که افزایش هزینه‌های انتقال دانش در نهایت تخصیص ناکارای منابع را به دنبال دارد. ساعدی و دستگیر (Saedi and Dastger, 2018) نشان می‌دهند که هرچه شکاف سهام‌داران کنترلی افزایش یابد، ناکارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. شهرکی و همکاران (Shahraki et al., 2019) بیان می‌دارند که شرکت‌های با شکاف مالکیتی-کنترلی بیشتر، حساسیت جریان نقدی بیشتری را تجربه می‌کنند و هزینه حقوق صاحبان سهام بالاتری را متحمل می‌شوند. علاوه بر این، شواهدی ارائه نمودند که نشان داد شکاف مالکیتی-کنترلی در شرکت‌های دارای ساختارهای مالکیت پیچیده با هزینه‌های نمایندگی و عدم کارایی سرمایه‌گذاری همبستگی مثبتی دارد. کامیابی‌نیا و همکاران (Kamyabi et al., 2017) بیان می‌دارند که افزایش شکاف بین حق کنترل و حق مالکیت سهامدار کنترل‌کننده نهایی موجب تسلط کمتر وی و فشار کمتر بر مدیریت برای انجام اعمال تحریف‌آمیز می‌شود. باتوجه‌به استدلال‌های مطرح شده و مبانی نظری و تجربی که شرح آن آمد، فرضیه اول پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شود:

فرضیه اول: شکاف مالکیتی-کنترلی بر کارایی تخصیص منابع گروه‌های تجاری تأثیر معناداری

دارد.

یکی از اصلی‌ترین تصمیم‌گیری‌های مدیریتی در ارزیابی عملکرد شرکت‌ها، کارایی واحدهای تحت پوشش مدیران است (Rodriguez *et al.*, 2009). کارایی، مفهوم مدیریتی است که سابقه طولانی در علم مدیریت دارد (Colombier, 2008) و نشان می‌دهد که سازمان چگونه از منابع خود در راستای تولید نسبت به بهترین عملکرد در مقطعی از زمان استفاده کرده است (Goncharuk, 2009). در ادبیات موضوعی مرتبط با گروه‌های تجاری، چگونگی استفاده از منابع در این شکل از ساختارهای سازمانی عمدتاً در قالب بازارهای سرمایه داخلی توضیح داده شده است و مجموع کارایی واحدهای تصمیم‌گیرنده (شرکت‌های تابعه) را بیانگر کارایی عملکرد (عملیاتی) بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری می‌دانند (Shyu, 2013; Cui *et al.*, 2019). با این حال، اختلاف بین حق کنترل (حق رأی) و حق مالکیت (حق جریان نقدی) سهامدار کنترل‌کننده ممکن است که بر عملکرد شرکت‌های تابعه و در مجموع بر کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری تأثیر داشته باشد (Lee *et al.*, 2017). چگونگی اثرگذاری مالکیت سهامداران عمده بر عملکرد و ارزش شرکت، مورد بررسی پژوهشگران قرار گرفته و فرضیه‌های رقیب متفاوتی در رابطه با این موضوع ارائه شده است. فرضیه نظارت کارا (فعال) بیان می‌دارد که سهامداران عمده از قدرت رأی‌دهی خود در جهت نظارت فعال بر عملیات شرکت و تصمیم‌گیری بهتر استفاده می‌نمایند و در مقایسه با سهامداران اقلیت می‌توانند نظارت مؤثرتر و کم هزینه‌تری بر عملکرد مدیریت داشته باشند (Malekian *et al.*, 2016). در مقابل فرضیه نظارت کارا، دو فرضیه رقیب؛ شامل فرضیه منافع شخصی و فرضیه اتحاد استراتژیک (همسویی استراتژیک) وجود دارد. طرفداران فرضیه منافع شخصی بر این باورند که به دلیل دسترسی سهامداران عمده به امتیازات خاصی مانند اطلاعات محرمانه، احتمال سوء استفاده از منابع شرکت توسط سهامداران کنترلی افزایش می‌یابد (Kamyabi *et al.*, 2017). با متمرکز شدن مالکیت، این مسأله توجیه‌پذیر به نظر می‌رسد که سهامداران بزرگ از حق کنترلی خود در جهت کسب منافع و استثمار سهامداران اقلیت استفاده نمایند (همان منبع). طبق فرضیه اتحاد استراتژیک، ممکن است منافع سهامداران عمده و مدیران همسو شده و این همسویی منجر به تضعیف منافع سهامداران اقلیت شود. در این صورت اعمال نظارت سهامداران عمده بر مدیران مؤثر نخواهد بود. باتوجه به نفوذ و قدرت تأثیرگذاری بالای سهامداران عمده، تضاد منافع میان سهامداران عمده و اقلیت به ضرر سهامداران اقلیت خواهد بود (Malekian *et al.*, 2016). در این راستا، شواهد متعددی (Lins, 2003; Lemmon and Lins, 2003; Attig *et al.*, 2004; Villalonga and Amit, 2006; Bozec and Laurin, 2008) وجود دارد که نشان می‌دهد افزایش

حق کنترل مازاد نسبت به حق جریان نقدی، کنترل‌کننده نهایی را به کسب منافع خصوصی از طریق انحراف منابع (تونل‌زنی) از یک شرکت با حداقل حق جریان نقدی به شرکت دیگر با حق جریان نقدی بالاتر، ترغیب می‌کند و نتیجه این اقدام تضعیف عملکرد خواهد بود. یه و لین (Yeh and Lin, 2021) با بررسی تأثیر حق کنترل و حق جریان نقدی سهام‌داران کنترلی بر عملکرد شرکت نشان می‌دهند که حق کنترلی و حق جریان نقدی سهام‌داران کنترلی، به ترتیب دارای اثر تونل‌زنی منفی و اثر مشوقی مثبت می‌باشد و اثر تونل‌زنی حق کنترل از اثر مشوقی حق جریان نقدی قوی‌تر است. به علاوه، هرچه شکاف مالکیتی - کنترلی بیشتر باشد، عملکرد شرکت پایین‌تر است. جین و پارک (Jin and Park, 2015) شواهدی از رابطه بین شکاف مالکیتی - کنترلی و عملکرد شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری ارائه می‌دهند؛ مبنی بر اینکه افزایش شکاف مالکیتی - کنترلی به طور مثبت با عملکرد مبتنی بر حسابداری شرکت مرتبط است در حالیکه رابطه‌ای بین شکاف مالکیتی - کنترلی و عملکرد مبتنی بر بازار شرکت مشاهده نکردند. مطابق استدلال پارک و همکاران (Park et al., 2016) با افزایش شکاف مالکیتی - کنترلی، احتمال اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری که منجر به کاهش عملکرد و در نتیجه کاهش ارزش شرکت شوند و اثرات نامطلوبی بر ثروت سهام‌داران اقلیت داشته باشد، افزایش می‌یابد. بوچاک و همکاران (Buchuk et al., 2014) با بررسی کارکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در تأمین مالی درون‌گروهی بیان می‌دارند که این شکل از تأمین مالی در راستای فرضیه مزیت تأمین مالی^۱ انجام می‌گیرد. به این مفهوم که شرکت‌های عضو گروه‌های تجاری که اقدام به تأمین مالی درون‌گروهی می‌کنند، سرمایه‌گذاری و نرخ بازده حقوق سهام بالاتری نسبت به سایر شرکت‌ها گروه دارند. بوزیک و لورین (Bozec and Laurin, 2008) استدلال می‌کنند هنگامی که سهام‌داران کنترلی به دلیل وجود سازوکارهایی (مالکیت متقابل دو حلقه‌ای) که منجر به بیشتر شدن حق رأی از حق جریان نقدی می‌شود، تمام هزینه‌های تصمیمات خود (برای نمونه؛ کاهش ارزش شرکت به دلیل عملکرد ضعیف) را متقبل نمی‌شوند، هزینه‌های نمایندگی بین سهام‌داران کنترلی و اقلیت تشدید می‌شود. از این رو، نتیجه می‌گیرند که عملکرد پایین شرکت می‌تواند ناشی از هزینه‌های نمایندگی مربوط به شکاف مالکیتی - کنترلی در ساختار مالکیت متمرکز باشد. برتراند و همکاران (Bertrand et al., 2002) بیان می‌دارند تفکیک مالکیت از کنترل در گروه‌های تجاری، انگیزه کسب منافع خصوصی از طریق انتقال منابع از یک شرکت به شرکت دیگر را در سهامدار کنترلی ایجاد می‌کند. پیامد فعالیت تونل‌زنی، تضعیف

عملکرد شرکت خواهد بود. در بررسی ادبیات پژوهشی داخلی، شواهدی از بررسی تأثیر شکاف مالکیتی-کنترلی بر کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری مشاهده نگردید، اما پژوهشی که اخیراً توسط کرمی طالقانی و همکاران (Karami Taleghani et al., 2023) در ارتباط با تمرکز سازمانی و کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری انجام گرفته است نشان می‌دهد که عملکرد این بازارها در سطوح پایین تمرکز سازمانی، به‌صورت افزایشی، و در سطوح بالای تمرکز سازمانی به‌صورت کاهش می‌باشد. بر این اساس نتیجه می‌گیرند که کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری بر اساس موازنه بین هزینه‌های تمرکز سازمانی و منافع آن تعیین می‌شود. توجه به استدلال‌های مطرح شده و مبانی نظری و تجربی که شرح آن آمد، فرضیه دوم پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شود:

فرضیه دوم: شکاف مالکیتی-کنترلی بر کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری تأثیر معناداری دارد.

بر اساس مبانی نظری و تجربی، رقابت در بازار محصول ابزار مؤثری برای حل مشکلات نمایندگی و بهبود راهبری شرکتی تلقی می‌شود (Giroud and Mueller, 2011). رقابت بازار محصول به روش‌های مختلف به کاهش مشکلات نمایندگی در گروه‌های تجاری کمک می‌کند. اول، از آنجایی که در اقتصادهای نوظهور، شرکت‌ها فاقد دارایی‌های متعارف خاص مانند فناوری هستند، یکی از انگیزه‌های کلیدی آنها برای گسترش در سطح داخلی و به ویژه در سطح بین‌المللی دستیابی به دارایی‌های مشهود و یادگیری دانش ضمنی برای بهبود توانایی خود است (Luo and Tung, 2018). فقدان دانش خاص شرکت، میزان رقابت شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری را افزایش می‌دهد و با افزایش رقابت در بازار محصول هزینه‌های نمایندگی کاهش می‌یابد؛ زیرا مدیران را وادار می‌کند تا برای دستیابی به عملکرد مطلوب در شرکت‌های وابسته به گروه تلاش بیشتری داشته باشند (Purkayastha et al., 2022). دوم، همسویی انگیزه‌های مدیران با مالکان به محیط رقابتی در بازار بستگی دارد. با فرض شرایط بازار رقابتی کامل، امکان کسب سودهای فوق‌العاده توسط مدیران وجود ندارد و این شرایط به‌طور خودکار آنها را به سمت حداکثرسازی سود شرکت سوق می‌دهد. اما، تحت شرایط بازار ناقص که در محیط واقعی کسب و کار وجود دارد، تمرکز مدیران بر حداکثرسازی منافع شخصی است، در حالی که مالک ترجیح می‌دهد تمرکز و تلاش مدیران بر حداکثرسازی سود یا ارزش بازار شرکت باشد. این ناهمسویی هدف بین مالک و مدیران و به‌طور کلی هزینه‌های نمایندگی، در مواجهه با رقابت فرآیندها

تا حدودی کاهش می‌یابد. زیرا، رقابت بین شرکت‌ها می‌تواند سازوکار خارجی برای کنترل رفتار مدیران باشد و تلاش آنها برای بهبود عملکرد و اتخاذ تصمیمات بهینه را افزایش دهد؛ زیرا عدم موفقیت در این موارد، ورشکستگی و از دست دادن بازار را به دنبال دارد (Anvary Rostamy *et al.*, 2013). در چنین شرایطی، مدیران برای مقابله با تهدید اثر انحلال شرکت که می‌تواند به از دست دادن شغل آنان بیانجامد، تلاش می‌کنند از طریق اقداماتی از قبیل تخصیص مناسب منابع، عملکرد شرکت را بهبود بخشند (Giroud and Mueller, 2011). سوم، رقابت در بازارهای محصول ضمن کاهش منافع خصوصی کنترل ناشی از سلب مالکیت سهام‌داران اقلیت، هزینه نمایندگی بین سهام‌داران کنترلی و اقلیت را کاهش می‌دهد؛ زیرا در یک بازار رقابتی، تونل‌زنی منابع توسط سهام‌داران کنترلی در راستای منافع خصوصی به احتمال زیاد بقای شرکت را با خطر مواجه می‌کند. در چنین شرایطی، سهام‌داران کنترلی برای اجتناب از خطر انحلال، با احتمال کمتری اقدام به اتخاذ شیوه‌های تجاری مشکوک از قبیل تونل‌زنی منابع می‌نمایند (Guadalupe and Gonzalez, 2010). بررسی ادبیات پژوهشی نیز حاکی از آن است که رقابت بازار محصول ابزار مؤثری برای حل مشکلات نمایندگی و بهبود راهبری شرکتی تلقی می‌شود. به عنوان مثال، گتو و همکاران (Guo *et al.*, 2022) در ارتباط با برجسته کردن نقش انضباطی رقابت بازار محصول در کاهش رفتار تونل‌زنی سهام‌داران کنترلی بیان می‌دارند که رقابت در بازار محصول نقش مؤثری در کاهش سستی مدیران و سلب مالکیت سهام‌داران اقلیت توسط سهام‌داران کنترلی دارد. پورکایاسا و همکاران (Purkayastha *et al.*, 2022) در ارتباط با نقش رقابت بازار محصول در کاهش پیامدهای نامطلوب حاصل از تشدید مشکلات نمایندگی در گروه‌های تجاری شواهدی ارائه می‌دهند مبنی بر اینکه رقابت در بازار محصول باعث کاهش پیامدهای نامطلوب مسئله نمایندگی (از قبیل یارانه متقابل شرکت‌های وابسته با سرمایه‌گذاری ناکارآمد، تداوم حضور شرکت‌های وابسته در صنایع رو به زوال، تونل‌زنی منابع از شرکت‌های سودآور به شرکت‌های وابسته زیان‌ده) می‌شود و از این طریق عملکرد شرکت‌های عضو گروه تجاری را بهبود می‌بخشد. بایون و همکاران (Byun *et al.*, 2018) بیان می‌دارند که اختلاف بین حق کنترلی و حق جریان نقدی سهام‌داران کنترلی‌کننده گروه‌های تجاری که در بازارهای رقابتی‌تر حضور دارند، کمتر است و رقابت در بازار محصول به‌عنوان یک سازوکار انضباطی، انگیزه سهام‌داران کنترلی‌کننده گروه تجاری را برای پیگیری منافع خصوصی کاهش می‌دهد. محمدی رضانی و همکاران (Mohammadi Ramezani *et al.*, 2022) باتوجه‌به یافته‌های پژوهش خود مبنی بر بهبود عملکرد مدیریت در شرایط افزایش رقابت در بازار

محصول استدلال می‌کنند که رقابت در بازار محصول به‌منزله سازوکاری راهبردی عمل می‌کند و انگیزه مدیران برای کاهش هزینه‌های تولید و جلوگیری از واگذاری سهم بازار به رقبا و جلوگیری از خطر ورشکستگی را افزایش می‌دهد. جرجونی و همکاران (Jargoni et al., 2022) بر اساس یافته‌های پژوهش خود مبنی بر نقش تعدیل‌کننده رقابت بازار محصول بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی با عملکرد عملیاتی استدلال می‌کنند که رقابت فشرده در بازار محصول سبب ایجاد انگیزه در مدیران برای عملکرد کارا می‌شود. رحمانیان کوشکی و سلکی (Rahmanian Koushaki and Selki, 2021) در پژوهش خود با تأیید نقش میانجی رقابت در بازار محصول در رابطه بین دوگانگی مدیرعامل و عملکرد شرکت، نتیجه می‌گیرند که مدیران شرکت‌ها در شرایط متلاطم اقتصادی ترغیب می‌شوند، رشد و منابع حاصل از آن که هدف بسیاری از تصمیم‌گیری‌هاست را به حداکثر رسانند و باعث بهبود عملکرد شرکت شوند. ابراهیمی و همکاران (Ebrahimi et al., 2016) باتوجه‌به یافته‌های پژوهش خود مبنی بر تأثیر مثبت رقابت بازار محصول بر کاهش ناکارایی سرمایه‌گذاری استدلال می‌کنند که رقابت در بازار محصول به عنوان یک مکانیزم نظارتی باعث کاهش سوء استفاده مدیریت از منابع شرکت و افزایش سرمایه‌گذاری کارا می‌شود. باتوجه‌به استدلال‌های مطرح شده و مبانی نظری و تجربی که شرح آن آمد، فرضیه‌های دوم و سوم پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شود:

فرضیه سوم: رقابت بازار محصول، رابطه بین شکاف مالکیتی-کنترلی و کارایی تخصیصی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری را تعدیل می‌کند.

فرضیه چهارم: رقابت بازار محصول، رابطه بین شکاف مالکیتی-کنترلی و کارایی عملکرد بازارهای سرمایه گروه‌های تجاری را تعدیل می‌کند.

۳- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ روش استنتاج، توصیفی-همبستگی است و از لحاظ هدف، کاربردی بوده و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی انجام شده است. در این پژوهش، باتوجه‌به نوع داده‌ها از روش رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی استفاده شده است. ابزارهای گردآوری داده‌ها، بانک‌های اطلاعاتی از جمله سامانه اطلاع‌رسانی ناشران و نرم‌افزار ره‌آورد نوین است. دوره زمانی هفت‌ساله پژوهش از سال ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ است. جامعه آماری پژوهش شامل گروه‌های تجاری است که شرکت اصلی آن‌ها در بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس پذیرفته شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، نمونه‌ای انتخاب شده است که حائز شرایط زیر باشد:

۱. به‌منظور همگن شدن نمونه آماری در سال‌های مورد بررسی، شرکت اصلی قبل از سال ۱۳۹۴ در بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس پذیرفته‌شده باشد و تا پایان سال ۱۴۰۰ از تابلوی معاملات حذف نشده باشد؛ ۲. شرکت اصلی طی سال‌های مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشد. زیرا این تغییر می‌تواند قابلیت مقایسه اطلاعات را مخدوش کند و بر نتایج پژوهش تأثیرگذار باشد؛ ۳. شرکت اصلی طی دوره مورد بررسی توقف معاملاتی بیش از یک دوره سه‌ماهه نداشته باشد؛ زیرا این‌گونه توقف‌ها می‌تواند به سبب مناسب نبودن داده‌های این شرکت‌ها برای مقایسه با سایر شرکت‌ها، قابلیت اتکای نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها را تحت‌تأثیر قرار دهد. ۴. شرکت اصلی جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بانک‌ها و لیزینگ نباشد (به دلیل ساختار و ماهیت متفاوت این نوع شرکت‌ها با سایر واحدهای تجاری)؛ ۵. برای رعایت قابلیت مقایسه، پایان سال مالی شرکت اصلی منتهی به ۲۹ اسفند باشد. زیرا چرخه‌های فصلی تجاری مشابهی دارند و قابلیت مقایسه افزایش می‌یابد. به‌این‌ترتیب، تعداد ۱۸ گروه تجاری و شرکت‌های تابعه در بازه زمانی ۱۳۹۴ الی ۱۴۰۰ (۷۵۶ سال- شرکت) از ویژگی‌های یاد شده برخوردار بودند و به‌عنوان نمونه آماری برای اجرای پژوهش انتخاب شدند.

برای آزمون فرضیه‌های اول، دوم، سوم و چهارم پژوهش، به ترتیب از مدل‌های (۱)، (۲)، (۳) و

(۴) و به شرح زیر استفاده شده است:

$$CFS_{it} = \beta_0 + \beta_1 WEDGE_{it} + \beta_2 SIZEG_{it} + \beta_3 AGEG_{it} + \beta_4 ICM_{it} + \beta_5 CASHG_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۱)}$$

$$ICMOE_{it} = \beta_0 + \beta_1 WEDGE_{it} + \beta_2 SIZEG_{it} + \beta_3 AGEG_{it} + \beta_4 ICM_{it} + \beta_5 CASH_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۲)}$$

$$CFS_{it} = \beta_0 + \beta_1 WEDGE_{it} + \beta_2 HHI_{it} + \beta_3 WEDG_{it} \times HHI_{it} + \beta_4 SIZEG_{it} + \beta_5 AGEG_{it} + \beta_4 ICM_{it} + \beta_7 CASHG_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۳)}$$

$$ICMOE_{it} = \beta_0 + \beta_1 WEDGE_{it} + \beta_2 HHI_{it} + \beta_3 WEDG_{it} \times HHI_{it} + \beta_4 SIZEG_{it} + \beta_5 AGEG_{it} + \beta_4 ICM_{it} + \beta_7 CASHG_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۴)}$$

در مدل‌های مذکور، CFS: بیانگر کارایی تخصیص منابع، ICMOE: بیانگر کارایی عملکرد بازار سرمایه داخلی گروه تجاری، WEDGE: شکاف مالکیتی - کنترلی، HHI: شاخص هر فیندال - هیرشمن (معکوسی از رقابت بازار محصول)، SIZEG: اندازه گروه تجاری، AGEG: سن گروه تجاری، ICM:

اندازه بازار سرمایه داخلی گروه تجاری، CASHG: انباشت وجه نقد گروه تجاری، می‌باشد. در ادامه نحوه محاسبه هر یک توضیح داده شده است.

متغیرهای وابسته

کارایی تخصیصی منابع گروه‌های تجاری (CFS): برای محاسبه کارایی تخصیص منابع گروه‌های تجاری با پیروی از پژوهش وانگ و ژی (Wang and Xie, 2010)، و رن و همکاران (Ren et al., 2021) از معیار حساسیت جریان‌های نقدی بر مبنای بازده دارایی‌ها و به شرح رابطه (۱) استفاده شده است. همان‌طور که سرمایه‌گذاران برای کسب بازدهی اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند، هدف نهایی تخصیص سرمایه به حداکثر رساندن بازده سرمایه است. بنابراین، در تئوری، صرف‌نظر از بازار سرمایه خارجی یا داخلی، بازده سرمایه‌گذاری معیار تخصیص منابع است که مبنای استفاده از روش حساسیت جریان نقدی بر اساس بازده دارایی‌ها برای محاسبه کارایی تخصیص منابع می‌باشد (Wang and Xie, 2010). در پژوهش‌های داخلی، کرمی طالقانی و همکاران (Karami Taleghani et al., 2023) از این معیار برای اندازه‌گیری کارایی تخصیص منابع گروه‌های تجاری استفاده کرده‌اند.

$$CFS = \sum_{j=1}^n \left[\left(\frac{CF_i}{BA_i} - \frac{CF_G}{BA_G} \right) \left(\frac{CAPEX_i}{BA_i} - \frac{CAPEX_G}{BA_G} \right) \frac{BA_i}{BA_G} \right] \quad \text{رابطه (۱)}$$

در رابطه (۱)، CF_i : جریان‌های نقدی شرکت i در سال t ؛ CF_G : جریان‌های نقدی گروه تجاری در سال t ؛ BA_i : ارزش دفتری مجموع دارایی‌های شرکت i در سال t ؛ BA_G : ارزش دفتری مجموع دارایی‌های گروه تجاری در سال t ؛ $CAPEX_i$: مخارج سرمایه‌ای شرکت i در سال t ؛ $CAPEX_G$: مخارج سرمایه‌ای گروه تجاری در سال t می‌باشد. در رابطه (۱)، $\left(\frac{CF_i}{BA_i} - \frac{CF_G}{BA_G} \right)$ بیانگر فرصت‌های سرمایه‌گذاری و $\left(\frac{Capex_i}{BA_i} - \frac{Capex_G}{BA_G} \right)$ بیانگر جریان انتقال منابع است. چنانچه، $CFS > 0$ باشد، بیانگر کارایی تخصیص منابع در گروه تجاری است؛ به این مفهوم که به فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا، منابع بیشتری تخصیص داده شده است و هر چقدر این مقدار برای یک گروه تجاری بیشتر باشد به معنای تخصیص کارا تر منابع در بازار سرمایه داخلی آن گروه است و چنانچه، $CFS < 0$ باشد، بیانگر تخصیص نامناسب منابع در گروه است؛ به این مفهوم که به فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین، منابع بیشتری تخصیص یافته است. به‌بیان‌دیگر، نشان‌دهنده عدم کارایی بازار سرمایه داخلی گروه تجاری در تخصیص منابع می‌باشد (Wang and Xie, 2010).

کارایی عملکرد بازار سرمایه داخلی گروه‌های تجاری (ICMOE): مجموع کارایی واحدهای تصمیم‌گیرنده (شرکت‌های تابعه) را بیانگر کارایی عملکرد بازار سرمایه داخلی گروه تجاری می‌داند (Shyu, 2013; Cui et al., 2019). برای اندازه‌گیری کارایی عملکرد بازار سرمایه داخلی هر یک از گروه‌های تجاری از روش تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) استفاده شده است. در این پژوهش از مدل DEA مبتنی بر ورودی‌محور (BCC) که مبتنی بر متغیر بودن بازدهی نسبت به مقیاس است، برای محاسبه ضرایب کارایی استفاده شده است. بر این اساس، با پیروی از پژوهش‌های شایو (Shyu, 2013)، و کوی و همکاران (Cui et al., 2019)، دو مؤلفه نهاده یا ورودی مدل (مجموع دارایی‌های ثابت و جاری، قیمت تمام شده کالای فروش‌رفته) و سه مؤلفه ستاده یا خروجی مدل (نسبت سود خالص عملیاتی به فروش (حاشیه فروش خالص)، نسبت سود خالص به دارایی‌ها (بازده دارایی‌ها) و نسبت سود خالص به حقوق صاحبان سهام (بازده حقوق صاحبان سهام)) در نظر گرفته شده است. در پژوهش‌های داخلی، کرمی طالقانی و همکاران (Karami Taleghani et al., 2023) از این معیار برای اندازه‌گیری کارایی عملکرد بازار سرمایه داخلی گروه‌های تجاری استفاده کرده‌اند. پس از محاسبه میزان کارایی هر واحد تصمیم‌گیرنده (شرکت)، کارایی عملکرد بازار سرمایه داخلی گروه تجاری با استفاده از رابطه (۲) محاسبه شده است.

$$ICMOE = \frac{\sum_i^n OE_i}{N} \quad \text{رابطه (۲)}$$

در رابطه (۲)، ICMOE: کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری، OE_{it} : کارایی عملکرد واحد تجاری تصمیم‌گیرنده (شرکت تابعه) و N تعداد واحدهای تجاری تصمیم‌گیرنده می‌باشد.

متغیر مستقل

شکاف مالکیتی - کنترلی (WEDG): مطابق با پژوهش کانگ و همکاران (Kang et al., 2014) برای اندازه‌گیری این متغیر از تفاوت حق کنترلی و حق جریان نقدی شرکت اصلی در شرکت i در سال t استفاده شده است. همچنین، در پژوهش‌های داخلی، حسینی و همکاران (Hosseini et al., 2016) و شهرکی و همکاران (Shahraki et al., 2019) از این روش برای اندازه‌گیری شکاف مالکیتی - کنترلی استفاده کرده‌اند. بدین منظور، ابتدا حق کنترلی شرکت اصلی در شرکت i (مطابق با رابطه ۳) و حق جریان‌های نقدی شرکت اصلی در شرکت i (مطابق با رابطه ۴) محاسبه می‌شود:

$$+ \text{درصد مالکیت مستقیم شرکت اصلی در شرکت تابعه } i = \sum_i \text{حق کنترلی در شرکت } i \quad \text{رابطه (۳)}$$

$$\text{درصد مالکیت مستقیم شرکت‌های تابعه } j \text{ در شرکت تابعه } i$$

$$\text{رابطه (۴)} \quad + (\text{درصد مالکیت مستقیم شرکت اصلی در شرکت تابعه } i) = \text{حق جریان‌های نقدی در شرکت } i \\ \sum_j (j) \text{ درصد مالکیت مستقیم شرکت اصلی در شرکت تابعه } \times \\ i \text{ در شرکت تابعه } (j) \text{ درصد مالکیت مستقیم شرکت‌های تابعه}$$

پس از محاسبه حق کنترلی و حق جریان نقدی، شکاف مالکیتی - کنترلی با استفاده از **رابطه (۵)**

محاسبه شده است:

$$\text{رابطه (۵)} \quad \text{حق جریان نقدی} - \text{حق کنترلی} = \text{شکاف مالکیتی} - \text{کنترلی}$$

داده‌های موردنیاز برای محاسبه این متغیر با رجوع به یادداشت توضیحی سرمایه شرکت سرمایه‌پذیر و یادداشت توضیحی سرمایه‌گذاری بلندمدت شرکت اصلی جمع‌آوری شده است.

متغیر تعدیلگر

رقابت بازار محصول (HHI): به‌منظور اندازه‌گیری این متغیر از شاخص هرفیندال - هیرشمن (HHI) که معکوسی از رقابت در بازار محصول می‌باشد، استفاده شده است. این شاخص میزان تمرکز در صنعت را اندازه‌گیری می‌کند. هر چه این شاخص بزرگ‌تر باشد، میزان تمرکز بیشتر است و رقابت کمتری در صنعت وجود دارد و برعکس. شاخص هرفیندال از حاصل جمع توان دوم سهم بازار کلیه بنگاه‌های فعال در صنعت از طریق **رابطه (۶)** محاسبه شده است. لازم به ذکر است که این شاخص در پژوهش‌های بینر و همکاران (Beiner et al., 2011)، دالیوال و همکاران (Dhaliwal et al., 2014)، انوری رستمی و همکاران (Anvary Rostamy et al., 2013) و نمازی و همکاران (Namazi et al., 2015) استفاده شده است.

$$\text{رابطه (۶)} \quad HHI_{i,t} = \sum_{i=1}^N \left(\frac{\text{Sales}_{i,j,t}}{\sum_{i=1}^N \text{Sales}_{i,j,t}} \right)^2$$

در **رابطه (۶)**، HHI: شاخص هرفیندال - هیرشمن، $\text{Sales}_{i,j,t}$: میزان فروش شرکت i در صنعت j در زمان t ، $\sum_{i=1}^N \text{Sales}_{i,j,t}$: مجموع فروش تمام شرکت‌ها در صنعت j ، N : تعداد شرکت‌های فعال در صنعت j .

متغیرهای کنترلی

اندازه گروه تجاری (SIZEG): در ادبیات مالی از صرفه‌جویی در وسعت و صرفه‌جویی در مقیاس به‌عنوان دو مزیت کلیدی حاصل از افزایش اندازه عملیات یاد شده است. با این حال، با افزایش اندازه گروه تجاری، پتانسیلی برای عدم صرفه‌جویی در مقیاس نیز وجود دارد (McAfee and McMillan, 1995). عدم صرفه‌جویی در مقیاس به‌دلیل این واقعیت است که گروه بزرگ‌تر به لایه‌های مدیریتی بیشتری نیاز دارد که منجر به ناکارآمدی مدیریتی، تحریف اطلاعات (تصادفی و عمدی) و رفتار سیاسی

ناکارآمد می‌شود (Miller, 1993). به‌علاوه، اندازه بزرگ گروه‌های تجاری به مدیران اجازه می‌دهد تا اقدامات و عملیات ناکارآمد را برای مدت طولانی‌تری ادامه دهند (Chari and Banalieva, 2015). وندرمولن (Van der Molen, 2005) نشان می‌دهد که با بزرگ‌تر شدن گروه‌های تجاری، انگیزه سهام‌داران کنترلی برای تخصیص منابع در راستای تأمین منافع شخصی افزایش می‌یابد. تقی‌زاده خانگاہ و همکاران (Taghizadeh Khanqah et al., 2019) بیان مدیران برای افزایش قدرت خود از طریق افزایش منابع تحت کنترل و همچنین بالا بردن رشد فروش، انگیزه دارند تا اندازه شرکت را افزایش دهند. اتخاذ این رویکرد می‌تواند به تخصیص نامطلوب منابع منجر شود. در این پژوهش، مطابق با پژوهش وندرمولن (Van der Molen, 2005)، اندازه گروه تجاری از طریق لگاریتم طبیعی مجموع فروش (تلفیقی) گروه محاسبه شده است. محمدزاده و بحری (Mohamadzadeh and Bahri, 2022) در ارتباط با استفاده از میزان فروش به عنوان یکی از معیارهای تعیین اندازه شرکت بیان می‌دارند که دلیل اینکه میزان فروش هر دوره، از درجه مربوط بودن بالایی در همان دوره برخوردار است و درجه عینیت آن بالا است؛ بنابراین استفاده از این معیار مؤثر است.

سن گروه تجاری (AGEG): رفتار فرصت‌طلبانه در تخصیص منابع در گروه‌های تجاری می‌تواند به کاهش عملکرد و در نتیجه کاهش ارزش شرکت‌های گروه منجر شود و این موضوع برای گروه‌های تجاری قدیمی‌تر که نسبت به گروه‌های تجاری جوان از شهرت بیشتر برخوردار هستند، چندان مطلوب نیست. از این‌رو، گروه‌های تجاری قدیمی‌تر برای حفظ شهرت خود تلاش می‌کنند تا با تخصیص مناسب منابع از طریق سازوکار بازار سرمایه داخلی، ارزش گروه را بهبود بخشند (Elango et al., 2016). محمدزاده و بحری (Mohamadzadeh and Bahri, 2022) بیان می‌دارند که شرکت‌های با سابقه، شهرت بسزایی در بازار دارند و این امر موجب تسهیل دسترسی شرکت به منابع مالی می‌شود؛ زیرا با سپری شدن زمان، ارتباط شرکت با اعتباردهندگان مستحکم می‌شود و این موضوع می‌تواند به سبب تسهیل دسترسی شرکت‌های با سابقه به منابع مالی، امکان تخصیص منابع مالی به فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب را فراهم نماید. در این پژوهش، سن گروه تجاری از طریق لگاریتم طبیعی تعداد کل سال‌هایی که از زمان تأسیس قدیمی‌ترین شرکت گروه تجاری می‌گذرد، محاسبه شده است.

اندازه بازار سرمایه داخلی (ICM): وندرمولن (Van der Molen, 2005) بیان می‌دارد که به‌دلیل افزایش احتمال بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه سهام‌داران کنترلی در راستای کسب منافع شخصی در گروه‌های تجاری با بازارهای سرمایه داخلی بزرگ، کارایی تخصیص منابع کاهش می‌یابد. کرمی طالقانی و همکاران (Karami Taleghani et al., 2023) بیان می‌دارند که افزایش اندازه بازارهای سرمایه

داخلی گروه‌های تجاری موجب افزایش تعداد شرکت‌های فرعی و مشارکت تعداد بیشتری از نمایندگان در تصمیم‌گیری می‌شود و این به سبب تشدید مشکلات نمایندگی بین شرکت مادر و شرکت فرعی، کارایی تخصیص منابع گروه‌های تجاری را نیز تحت‌تأثیر قرار می‌دهد. مطابق با پژوهش وندرمولن (Van der Molen, 2005)، برای اندازه‌گیری این متغیر از معکوس شاخص هرفیندال بر مبنای دارایی‌های گروه (تلفیقی) استفاده شده است.

انباشت وجه نقد گروه تجاری (CASHG): از دیدگاه نظریه نمایندگی، بازارهای سرمایه داخلی هزینه‌های نمایندگی مربوط به نگهداشت وجه نقد را افزایش می‌دهند. تخصیص منابع داخلی نتیجه بازی رقابتی بین ذی‌نفعان داخلی متعدد است. سهام‌داران کنترل‌کننده، مدیران گروه و مدیران شرکت‌های تابعه ممکن است برای حداکثرسازی منافع شخصی خود، تصمیمات ناکارآمدی در ارتباط با تخصیص منابع داخلی اتخاذ کنند (Kostova et al., 2016). حقیقت و حیدری (Haghighat and Heidari, 2012) بیان می‌دارند که مدیران فرصت‌طلب سعی می‌کنند که وجه نقد بیشتری را با هزینه سهام‌داران نگهداری کنند و از این طریق از انعطاف‌پذیری عملیاتی در تعقیب اهدافشان برخوردار شوند و در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که کارا نباشند. مطابق با پژوهش ژائو و وانگ (Zhao et al., 2022)، برای اندازه‌گیری این متغیر از نسبت وجه نقد گروه (تلفیقی) به ارزش دفتری کل دارایی‌های گروه (تلفیقی) استفاده شده است.

۴- تجزیه و تحلیل داده‌ها

جدول (۱)، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که مطابق نتایج ارائه شده، میانگین کارایی تخصیص منابع گروه‌های تجاری، معادل $0/0015-$ است. منفی بودن این مقدار نشان می‌دهد که به طور متوسط در بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری مورد بررسی، تخصیص ناکارای منابع وجود دارد؛ به این مفهوم که به فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین، منابع بیشتری تخصیص یافته است. بیش‌ترین کارایی تخصیص منابع برابر $0/0738+$ و مربوط به گروه سپنتا و کمترین کارایی تخصیص منابع برابر $0/0737-$ مربوط به گروه بارز می‌باشد. میانگین کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری، معادل $0/0638+$ است که می‌تواند نشان‌دهنده عملکرد نه‌چندان مناسب بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری مورد بررسی باشد. میزان شاخص‌های مرکزی و پراکنندگی مرتبط با متغیر شکاف مالکیتی - کنترلی در بین شرکت‌های نمونه نسبتاً کم است این موضوع حاکی از آن است که مالکیت شرکت‌های اصلی در شرکت‌های تابعه عمدتاً از طریق مالکیت مستقیم بوده است. میانگین شکاف مالکیتی - کنترلی برابر $0/0359+$ است که نشان می‌دهد به طور متوسط $3/6$ درصد واگرایی در

حق کنترل و حق جریان‌های نقدی سهام‌داران کنترلی وجود دارد. بیشترین میانگین شکاف مالکیتی-کنترلی برابر $0/69$ (۶۹ درصد) است و مربوط به گروه ایران‌ترانسفو است که بیشترین تعداد شرکت فرعی را در گروه‌های تجاری مورد بررسی دارد.

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

Table (1) descriptive statistics

| متغیر | میانگین | میانه | بیشینه | کمینه | انحراف معیار |
|-------------------------------------|----------|----------|----------|----------|--------------|
| کارایی تخصیصی بازارهای سرمایه داخلی | $-0/015$ | $-0/010$ | $0/038$ | $-0/037$ | $0/158$ |
| کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی | $0/0638$ | $0/0342$ | $0/5275$ | $0/007$ | $0/0794$ |
| شکاف مالکیتی-کنترلی | $0/0359$ | 0 | $0/69$ | 0 | $0/1142$ |
| رقابت بازار محصول | $0/2614$ | $0/2933$ | $0/6301$ | $0/0023$ | $0/1248$ |
| اندازه گروه تجاری | $16/408$ | $16/168$ | $20/719$ | $12/534$ | $1/6038$ |
| انباشت وجه نقد گروه تجاری | $0/0907$ | $0/0547$ | $0/4556$ | $0/0045$ | $0/0990$ |
| سن گروه تجاری | $3/7156$ | $3/7136$ | $4/1896$ | $3/0910$ | $0/2971$ |
| اندازه بازار سرمایه داخلی | $6/094$ | $5/5181$ | $14/088$ | $0/5213$ | $3/9303$ |

پیش‌آزمون‌های انجام‌شده

به‌منظور سنجش نرمال بودن خطای پسماند، از آزمون جارکیو-برا استفاده شده است. بر اساس نتایج این آزمون، نرمال بودن پسماندهای هر یک از مدل‌های پژوهش مورد تأیید قرار گرفت. بررسی ناهمسانی واریانس (با استفاده از آزمون بروش پاگان) و خود همبستگی سریالی (با استفاده از آزمون ولدریج) بین اجزای اخلال مدل نشان داد که بین اجزای خطای هر یک از مدل‌های پژوهش، ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی وجود دارد؛ لذا، برای رفع این دو مشکل به ترتیب از روش حداقل مربعات تعمیم یافته تخمینی و وقفه اول اجزای اخلال در برآورد نهایی استفاده شده است. بررسی وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل با استفاده از آزمون VIF نشان داد که مشکل هم‌خطی بین متغیرها وجود ندارد. هم‌چنین، نتایج آزمون لوین، لین و چو برای سنجش مانا بودن متغیرهای نشان داد که کلیه متغیرهای پژوهش از مرتبه صفر و در سطح مانا هستند. به دلیل حفظ فضای مقاله، از ارائه جداول مربوط به این پیش‌آزمون‌ها صرف‌نظر شده است.

نتایج آزمون فرضیه اول

قبل از برآزش مدل لازم است تا آزمون F لیمر به‌منظور بررسی استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت در مقابل روش داده‌های ترکیبی برای مدل‌های پژوهش انجام شود. بر اساس نتایج این

آزمون مشخص گردید که روش داده‌های ترکیبی برای برآورد هر یک از مدل‌های پژوهش مناسب‌تر است. **جدول (۲)**، نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش را نشان می‌دهد. ملاحظه مقادیر آماره F در این جدول بیانگر معناداری کلی مدل رگرسیون برآورد شده در سطح خطای ۵ درصد است در نتیجه، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، معنادار بودن مدل پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که چند درصد از تغییرات موجود در متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی وارد شده در مدل تبیین می‌گردد. همچنین نتایج برآورد آماره دوربین واتسون در جهت تأیید استقلال (عدم خودهمبستگی) اجزای خطا، نشان از برآورد این آماره با مقدار ۲/۲۶ دارد. از آنجاکه این مقدار در حدود تجربی ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد می‌توان فرض استقلال اجزای خطا را پذیرفت. ضریب متغیر شکاف مالکیتی - کنترلی برابر (۰/۰۱۳۳-) است و باتوجه به سطح معناداری (۰/۰۰۰۰) می‌توان پذیرفت که این متغیر اثرگذاری معنادار بر کارایی تخصیصی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری دارد. به بیان دیگر، با افزایش (کاهش) شکاف مالکیتی - کنترلی، کارایی تخصیص منابع گروه‌های تجاری، کاهش (افزایش) می‌یابد (تأثیر معکوس). ضرایب متغیرهای کنترلی سن گروه تجاری و اندازه بازار سرمایه داخلی نیز (به ترتیب با سطح معناداری ۰/۰۰۰۰ و ۰/۰۰۲۲) حاکی از تأثیرگذاری معنادار بر کارایی تخصیص منابع گروه‌های تجاری است.

جدول (۲) نتایج آزمون فرضیه اول

Table (2) The results of the first Hypotheses test

| متغیر | ضریب | انحراف معیار | آماره t | سطح معناداری |
|------------------------------|-----------------------------|--------------|---------|--------------|
| عرض از مبدأ | -۰/۰۲۹۷ | ۰/۰۰۴۴ | -۵/۶۹۳۵ | ۰/۰۰۰۰ |
| شکاف مالکیتی - کنترلی | -۰/۰۱۳۳ | ۰/۰۰۲۶ | -۵/۱۷۴۷ | ۰/۰۰۰۰ |
| اندازه گروه تجاری | ۰/۰۰۰۱ | ۰/۰۰۰۱ | -۱/۰۹۲۷ | ۰/۲۷۵۲ |
| سن گروه تجاری | ۰/۰۰۸۳ | ۰/۰۰۰۸ | ۹/۶۲۷۱ | ۰/۰۰۰۰ |
| اندازه بازار سرمایه داخلی | ۰/۴۴۵۲ | ۰/۱۴۴۱ | ۳/۰۸۸۴ | ۰/۰۰۲۲ |
| انباشت وجه نقد گروه تجاری | -۰/۰۰۱۴ | ۰/۰۰۱۵ | -۰/۹۵۳۸ | ۰/۳۴۰۸ |
| وقفه اول مقادیر خطا | ۰/۲۷۳۱ | ۰/۰۴۶۹ | ۵/۸۱۳۱ | ۰/۰۰۰۰ |
| ضریب تعیین: ۰/۳۳۳۹ | آماره F فیشر: ۳۰/۹۹۶ | | | |
| ضریب تعیین تعدیل‌شده: ۰/۳۲۳۱ | احتمال آماره F فیشر: ۰/۰۰۰۰ | | | |
| آماره دوربین واتسون: ۲/۲۶ | | | | |

نتایج آزمون فرضیه دوم

جدول (۳)، نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش را نشان می‌دهد. ضریب متغیر شکاف مالکیتی - کنترلی برابر (۰/۰۴۰۶-) است و باتوجه به سطح معناداری (۰/۰۴۲۸) می‌توان پذیرفت که این متغیر دارای اثرگذاری معنادار بر کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری است. به بیان دیگر، با افزایش (کاهش) شکاف مالکیتی - کنترلی، کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری کاهش (افزایش) می‌یابد (تأثیر معکوس).

جدول (۳) نتایج آزمون فرضیه دوم

Table (3) The results of the second Hypotheses test

| متغیر | ضریب | انحراف معیار | آماره t | سطح معناداری |
|------------------------------|-----------------------------|--------------|---------|--------------|
| عرض از مبدأ | ۰/۴۲۲۵ | ۰/۰۳۹۴ | ۱۰/۷۰۵ | ۰/۰۰۰۰ |
| شکاف مالکیتی - کنترلی | -۰/۰۴۰۶ | ۰/۰۱۹۹ | -۲/۰۳۱۴ | ۰/۰۴۲۸ |
| اندازه گروه تجاری | -۰/۰۲۴۴ | ۰/۰۰۱۵۶ | -۶۳۴۱۵ | ۰/۰۰۰۰ |
| سن گروه تجاری | ۰/۰۲۴۰ | ۰/۰۰۷۱ | ۳/۳۷۹۶ | ۰/۰۰۰۸ |
| اندازه بازار سرمایه داخلی | -۰/۰۰۰۹ | ۰/۰۰۰۶ | -۱۳/۹۰۹ | ۰/۰۰۰۰ |
| انباشت وجه نقد گروه تجاری | ۰/۰۶۳۲ | ۰/۰۳۱۶ | ۱/۹۹۹۷ | ۰/۰۴۶۱ |
| وقفه اول مقادیر خطا | ۰/۷۲۸۷ | ۰/۰۲۷۱ | ۲۶/۷۹۹ | ۰/۰۰۰۰ |
| ضریب تعیین: ۰/۶۸۸۴ | آماره F فیشر: ۱۷۰/۵۴ | | | |
| ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۶۸۴۴ | احتمال آماره F فیشر: ۰/۰۰۰۰ | | | |
| آماره دوربین واتسون: ۲/۰۵ | | | | |

نتایج آزمون فرضیه سوم

جدول (۴)، نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش را نشان می‌دهد. ضریب متغیر تعاملی شکاف مالکیتی - کنترلی × رقابت بازار محصول برابر (۰/۰۲۴۲) است و باتوجه به سطح معناداری (۰/۵۸۵۰)، نمی‌توان پذیرفت که رقابت بازار محصول دارای اثرگذاری معنادار بر رابطه بین شکاف مالکیتی - کنترلی و کارایی تخصیص منابع گروه‌های تجاری است. به بیان دیگر، ادعای ما مبنی بر تأثیر رقابت بازار محصول بر رابطه بین شکاف مالکیتی - کنترلی و کارایی تخصیص منابع گروه‌های تجاری، رد می‌شود.

جدول (۴) نتایج آزمون فرضیه سوم

Table (4) of the results of the third hypothesis test

| متغیر | ضریب | انحراف معیار | آماره t | سطح معناداری |
|---|-----------------------------|--------------|---------|--------------|
| عرض از مبدأ | -۰/۰۳۷۹ | ۰/۰۰۴۸ | -۷/۸۱۳۸ | ۰/۰۰۰۰ |
| شکاف مالکیتی - کنترلی | -۰/۰۱۲۳ | ۰/۰۰۲۹ | -۲/۲۵۵۲ | ۰/۰۰۰۰ |
| رقابت بازار محصول | -۰/۰۰۷۰ | ۰/۰۱۴۷ | -۰/۴۷۸۵ | ۰/۶۳۲۵ |
| شکاف مالکیتی - کنترلی × رقابت بازار محصول | ۰/۰۲۴۲ | ۰/۰۴۴۲ | ۰/۵۴۶۶ | ۰/۵۸۵۰ |
| اندازه گروه تجاری | ۰/۰۰۰۱ | ۰/۰۰۰۱ | ۰/۸۸۰۵ | ۰/۳۷۹۲ |
| سن گروه تجاری | ۰/۰۰۸۵ | ۰/۰۰۰۸ | ۹/۸۲۵۲ | ۰/۰۰۰۰ |
| اندازه بازار سرمایه داخلی | ۰/۰۰۵۲ | ۰/۰۰۱۵ | ۳/۳۴۷۳ | ۰/۰۰۰۹ |
| انباشت وجه نقد گروه تجاری | ۰/۰۰۲۵ | ۰/۰۰۳۵ | ۰/۷۰۷۳ | ۰/۴۷۹۸ |
| وقفه اول مقادیر خطا | ۰/۲۷۳۰ | ۰/۰۴۷۰ | ۵/۸۰۱۵ | ۰/۰۰۰۰ |
| ضریب تعیین: ۰/۳۲۸۵ | آماره F فیشر: ۲۲/۷۵۱ | | | |
| ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۳۱۴۰ | احتمال آماره F فیشر: ۰/۰۰۰۰ | | | |
| آماره دوربین واتسون: ۲/۰۵ | | | | |

نتایج آزمون فرضیه چهارم

جدول (۵)، نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم پژوهش را نشان می‌دهد. مشاهده می‌شود ضریب متغیر تعاملی شکاف مالکیتی-کنترلی × رقابت بازار محصول برابر (۰/۳۳۷۲) است و باتوجه به سطح معناداری (۰/۰۰۱۵)، می‌توان پذیرفت که رقابت بازار محصول رابطه منفی بین شکاف مالکیتی-کنترلی و کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری را تضعیف می‌کند. به بیان دیگر، اثر بازدارنده شکاف مالکیتی-کنترلی بر کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در شرایط افزایش رقابت بازار محصول، ضعیف‌تر است. این نتیجه بیانگر تأثیر تعدیلگری منفی رقابت بازار محصول بر رابطه بین شکاف مالکیتی-کنترلی و کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری می‌باشد. نکته شایان ذکر در راستای تفسیر نقش تعدیلگری این است که اگر علامت متغیر تعاملی در مدل تعاملی هم‌راستا با متغیر مستقل در مدل رگرسیون فرضیه اصلی پژوهش باشد، متغیر تعدیلگر رابطه بین متغیر مستقل و وابسته را تقویت می‌کند؛ در غیر این صورت رابطه یادشده را به شکل منفی تعدیل می‌کند.

جدول (۵) نتایج آزمون فرضیه چهارم

Table (5) results of the fourth hypothesis test

| سطح معناداری | آماره t | انحراف معیار | ضریب | متغیر |
|-----------------------------|---------|--------------|------------------------------|---|
| ۰/۰۰۰۰ | ۱۰/۶۱۷ | ۰/۰۳۹۸ | ۰/۴۲۲۶ | عرض از مبدأ |
| ۰/۰۳۹۸ | -۲/۰۶۱۲ | ۰/۰۲۱۵۳ | -۰/۰۴۴۳ | شکاف مالکیتی - کنترلی |
| ۰/۱۸۴۰ | -۱/۳۳۰۳ | ۰/۱۱۶۳ | -۰/۱۵۴۷ | رقابت بازار محصول |
| ۰/۰۰۱۵ | ۲/۹۸۲۲ | ۰/۱۱۳۱ | ۰/۳۳۷۲ | شکاف مالکیتی - کنترلی × رقابت بازار محصول |
| ۰/۰۰۰۰ | -۱۵/۴۱۵ | ۰/۰۰۱۵ | -۰/۰۲۴۳ | اندازه گروه تجاری |
| ۰/۰۰۱۵ | ۳/۲۰۲۹ | ۰/۰۰۷۱ | ۰/۰۲۳۰ | سن گروه تجاری |
| ۰/۰۰۰۰ | -۱۳/۲۷۷ | ۰/۰۰۰۶ | -۰/۰۰۸۸ | اندازه بازار سرمایه داخلی |
| ۰/۰۴۶۵ | ۱/۹۹۶۳ | ۰/۰۳۱۸ | ۰/۰۶۳۶ | انباشت وجه نقد گروه تجاری |
| ۰/۰۰۰۰ | ۲۶/۳۱۸ | ۰/۰۲۷۵ | ۰/۷۲۴۹ | وقفه اول مقادیر خطا |
| آماره F فیشر: ۱۲۵/۵۷ | | | ضریب تعیین: ۰/۶۸۵۴ | |
| احتمال آماره F فیشر: ۰/۰۰۰۰ | | | ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۶۸۰۰ | |
| آماره دوربین واتسون: ۲/۰۱ | | | | |

۵- بحث و نتیجه‌گیری

یکی از اهداف اصلی در تأمین مالی، درک چگونگی تخصیص منابع در اقتصاد است. در گروه‌های تجاری، امکان تسهیل تخصیص مناسب منابع از طریق سازوکار بازارهای سرمایه داخلی وجود دارد. با این حال، دیدگاه مبتنی بر نظریه نمایندگی اعتقاد به تخصیص ناکارایی منابع در این بازارها داشته و در تشریح علل و چرایی آن به شکاف بین حق کنترلی و حق جریان نقدی سهام‌داران کنترلی اشاره دارد. بر این اساس، در این پژوهش تلاش گردید تأثیر شکاف مالکیتی - کنترلی بر کارایی تخصیص منابع و عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری مورد بررسی قرار گیرد. نتیجه یافت شده از آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که شکاف مالکیتی - کنترلی بر کارایی تخصیص منابع گروه‌های تجاری تأثیر منفی معناداری دارد. این نتیجه را می‌توان این‌گونه تفسیر کرد که تخصیص منابع به فرصت‌های سرمایه‌گذاری در داخل گروه از طریق بازار سرمایه داخلی، به تفاوت بین منافع پولی (حق دریافت وجه نقد) و غیر پولی (حق رأی یا کنترل) سهام‌داران کنترل کننده که اصطلاحاً شکاف مالکیتی - کنترلی نامیده می‌شود، واکنش نشان می‌دهد. به‌گونه‌ای که هرچه تفاوت حق رأی و حق جریان وجه نقد سهام‌داران کنترلی افزایش می‌یابد، تضعیف بیشتری در همسویی منافع بین سهام‌داران کنترلی و سهام‌داران اقلیت رخ می‌دهد، و بالتبع انگیزه سهام‌داران کنترلی برای بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه از

قبیل تخصیص منابع به فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیف در راستای کسب منافع خصوصی افزایش می‌یابد. این افزایش در تخصیص نامناسب منابع، بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری مورد مطالعه را به سمت عدم کارایی تخصیصی سوق می‌دهد. بر این اساس می‌توان ادعا کرد که شکاف مالکیتی-کنترلی به‌عنوان یک عامل اثرگذار بر تصمیم‌گیری در مورد تخصیص منابع از طریق بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری است و شاید بتوان شواهد ارائه شده در پژوهش لی و همکاران (Lee et al., 2017) مبنی بر اینکه شکاف مالکیتی-کنترلی بازتابی از انگیزه سهام‌داران کنترلی برای بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه است و تخصیص منابع در شرکت‌های گروه را تحت تأثیر قرار می‌دهد را به گروه‌های تجاری فعال در اقتصاد ایران نیز تعمیم داد. به‌علاوه، این نتایج هم‌راستا با مبانی نظری پژوهش‌های قبلی (Lee et al., 2017; Kang et al., 2014; Lee, 2007) مبنی بر تخصیص ناکارآمد منابع مالی در شرایط افزایش شکاف مالکیتی-کنترلی است. از این‌رو، شاید بتوان فرض غالب در ادبیات پژوهشی مرتبط با گروه‌های تجاری مبنی بر افزایش احتمال مصادره منافع سهام‌داران اقلیت توسط سهام‌داران کنترلی به‌دلیل برجسته‌تر بودن هزینه‌های نمایندگی بین این دو طیف، به‌ویژه در اقتصادهایی با ضعف قوانین حمایتی از منافع سهام‌داران (Chakrabarti et al., 2008) را به گروه‌های تجاری فعال در اقتصاد ایران نیز تعمیم داد. اگرچه در ارتباط با تأثیر پدیده شکاف مالکیتی-کنترلی و کارایی تخصیص منابع گروه‌های تجاری، پژوهشی در داخل کشور انجام نشده است و برای همین نمی‌توان مقایسه‌ای از این حیث انجام داد، با این‌حال، می‌توان به یافته‌های پژوهش کرمی طالقانی و همکاران (Karami Taleghani et al., 2023) اشاره کرد که نشان می‌دهند بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در داخل کشور از لحاظ تخصیص منابع کارا نیستند. نتیجه حاصل از آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد که شکاف مالکیتی-کنترلی بر کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری تأثیر منفی معناداری دارد. این نتیجه را می‌توان این‌گونه تفسیر کرد که شکاف مالکیتی کنترلی موجب می‌شود که سهام‌داران کنترل‌کننده انگیزه‌های قوی برای استفاده از مزایای خصوصی کنترل را داشته باشند. تمایل مالکان کنترل‌کننده به حفظ منافع خصوصی ناشی از کنترل ممکن است مانع از پذیرش پروژه‌های مخاطره‌آمیز افزایش دهنده کارایی شود که پیامد آن سطوح پایین‌تر کارایی یا عدم کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری است. همچنین، نتیجه یافت شده از آزمون فرضیه دوم را می‌توان این‌گونه نیز تفسیر نمود که واگرایی بین حق کنترول و حق جریان نقدی می‌تواند موجب تشدید مشکلات نمایندگی شده و در نتیجه هزینه تأمین مالی خارجی را افزایش دهد، این امر می‌تواند تأمین

مالی پروژه‌های جدید که می‌توانند موجب بهبود عملکرد شوند را برای شرکت دشوارتر می‌کند. پیامد این اتفاق برای گروه‌های تجاری، سطوح پایین‌تر کارایی یا عدم کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی این گروه‌ها است. تفسیرهای ارائه شده در ارتباط با نتیجه فرضیه دوم را می‌توان هم‌راستا با فرضیه‌های منافع شخصی و اتحاد استراتژیک نیز دانست که بیان می‌دارند سهام‌داران کنترلی از حق کنترلی خود در جهت کسب منافع و سلب مالکیت سهام‌داران اقلیت از طریق فعالیت‌های مختلف خودخواهانه شامل؛ سلب فرصت‌های شرکت، سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بی‌ثمر برای منافع شخصی و سایر فعالیت‌های خودخواهانه استفاده می‌کنند (Malekian et al., 2016). بر خلاف انتظار محققان پژوهش حاضر، نتیجه یافت شده از آزمون فرضیه سوم نشان می‌دهد که رقابت بازار محصول بر رابطه بین شکاف مالکیتی - کنترلی و کارایی تخصیص منابع گروه‌های تجاری تأثیر معناداری ندارد. عدم تعدیل رابطه مزبور توسط رقابت بازار محصول را می‌توان اینگونه تفسیر کرد که وجود بازار سرمایه داخلی در گروه‌های تجاری به‌عنوان یک سازوکار مؤثر برای تأمین منابع مالی مورد نیاز شرکت‌های گروه به‌ویژه در اقتصادهای با محیط نهادی ضعیف و دارای بازار سرمایه ناقص (از جمله اقتصاد ایران) که هزینه تأمین مالی خارجی بالا است، تا حد زیادی نگرانی سهام‌داران کنترلی در مورد بالا بودن هزینه تأمین مالی خارجی را کاهش می‌دهد و از این طریق اثرات انضباطی رقابت بازار محصول در کاهش انگیزه‌های منفعت‌طلبانه سهام‌داران کنترلی را تضعیف می‌کند. در راستای مقایسه نتیجه حاصل از آزمون فرضیه سوم با پژوهش‌های دیگر باید گفت که در ارتباط با تأثیر رقابت بازار محصول بر رابطه بین شکاف مالکیتی - کنترلی و کارایی تخصیص منابع گروه‌های تجاری، پژوهشی انجام نشده است؛ برای همین نمی‌توان مقایسه‌ای از این حیث انجام داد. نتیجه یافت شده از آزمون فرضیه چهارم نشان می‌دهد که رقابت بازار محصول رابطه منفی بین شکاف مالکیتی - کنترلی و کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری را تضعیف می‌کند. شاید بتوان این نتیجه را این‌گونه تفسیر کرد که رقابت بازار محصول به‌عنوان یک سازوکار انضباطی، علاوه بر کنترل رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران و سهام‌داران کنترلی، تلاش آنان برای بهبود عملکرد شرکت‌های زیرمجموعه را افزایش می‌دهد؛ زیرا عدم موفقیت در مواردی از قبیل بهبود عملکرد، می‌تواند به ورشکستگی و از دست دادن بازار بیانجامد. در چنین شرایطی، مدیران و سهام‌داران کنترلی برای مقابله با تهدید اثر انحلال که می‌تواند به از دست دادن منافع آنان بیانجامد، تلاش می‌کنند عملکرد شرکت را بهبود بخشند. این نتایج را می‌توان هم‌راستا با مبانی نظری پژوهش‌های گیروود و مولر (Giroud and Mueller, 2011) و بایون و همکاران (Byun et al.,)

2018) دانست که بیان می‌دارند در بازارهای رقابتی، عملکرد ضعیف شرکت‌ها به‌واسطه پدیده شکاف مالکیتی - کنترلی پیامدهای نامطلوب از قبیل افزایش هزینه تأمین مالی، افزایش ریسک عدم پرداخت بدهی، افزایش خطر انحلال یا تصاحب توسط رقبا برای شرکت‌ها به‌همراه دارد. از این‌رو، رقابت بازار محصول به‌جهت مقابله با پیامدهای نامطلوب مزبور و بهبود عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری می‌تواند به‌عنوان یک راه‌حل مناسب ارائه شود. همچنین، در راستای مقایسه نتیجه حاصل از آزمون فرضیه چهارم با پژوهش‌های داخلی باید گفت که در ارتباط با تأثیر رقابت بازار محصول بر رابطه بین شکاف مالکیتی - کنترلی و کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری، پژوهشی انجام نشده است؛ برای همین نمی‌توان مقایسه‌ای از این حیث انجام داد.

باتوجه به نتایج حاصل از پژوهش به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در تصمیم‌گیری‌های مالی خود به پدیده شکاف مالکیتی - کنترلی به‌عنوان یک عامل اثرگذار بر کارایی تخصیص منابع و کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری توجه داشته باشند؛ زیرا باتوجه به نتایج این پژوهش، عدم کارایی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در تخصیص منابع و عملکرد با افزایش شکاف بین حق کنترل و حق مالکیت، افزایش می‌یابد و این موضوع می‌تواند ریسک سرمایه‌گذاری آنان را افزایش دهد. همچنین، به سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی پیشنهاد می‌شود هنگام تحلیل گروه‌های تجاری که بازار محصول آنها در شرایط رقابتی نمی‌باشد، احتمال ناکارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی این گروه‌ها را در نظر داشته باشند. همچنین، باتوجه به اینکه یافته‌های این پژوهش می‌تواند برای مدیران به جهت کمک به ایجاد یک چارچوب منسجم مدیریتی (باتوجه به ساختار مالکیت) برای توسعه سیاست‌های اثرگذار در راستای بهبود کارایی تخصیص منابع و عملکرد مفید باشد، پیشنهاد می‌شود که مدیران به پیامدهای پدیده شکاف مالکیتی - کنترلی از قبیل عدم کارایی تخصیص منابع و عملکرد واحد تجاری تحت امر توجه داشته باشند تا با تلاش برای کاهش یا حذف این پیامدها، شرایط تخصیص بهینه منابع و بهبود عملکرد را فراهم نمایند.

به پژوهشگران آتی، پیشنهاد می‌شود تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت‌های تابعه بر کارایی تخصیص منابع و کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری را مورد بررسی قرار دهند. این موضوع از آن‌جهت می‌تواند حائز اهمیت باشد که بر مبنای پژوهش‌های قبلی، به یکی از مواردی که در ارتباط با گروه‌های تجاری می‌توان به آن اشاره داشت این است که مدیریت مرکزی (ستاد) در مورد تصمیمات مربوط به تخصیص منابع و سرمایه‌گذاری به اطلاعات مدیران شرکت‌های فرعی متکی

است و به‌طور کلی در وضعیت نامناسب اطلاعاتی به دلیل هزینه‌های انتقال دانش قرار دارد. در چنین شرایطی اطلاعات حسابداری با کیفیت بالاتر به رفع عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران ستاد و مدیران شرکت‌های تابعه کمک می‌کند. از این رو، بررسی پیامدهای کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت‌های تابعه گروه‌های تجاری می‌تواند موضوعی برای پژوهش‌های آتی باشد. با توجه به اینکه در پژوهش حاضر از روش نمونه‌گیری استفاده گردیده، باید در تفسیر نتایج این پژوهش، تأمل بیشتری صورت گیرد. همچنین محدودیت خاصی در انجام این پژوهش وجود نداشت.

۶- تعارض منافع

هیچ‌گونه تعارض منافع در این پژوهش وجود ندارد.

۷- منابع

- Abdi Golzar, B., & Badavar Nahandi, Y. (2022). The Effect of Moral Hazard of Managers on the Stock Illiquidity and Firm Value with Emphasis on Corporate Governance Mechanisms. *Advances in Finance and Investment*, 2(5), 67-90. [In Persian]
- Almeida, H., & Wolfenzon, D. (2006). Should business groups be dismantled? The equilibrium costs of efficient internal capital markets. *Journal of Financial Economics*, 79(1), 99-144.
- Anvary Rostamy, A. A., Movahed, M., & Etemadi, H. (2013). Investigation of the Impact of Product Market Competition on Dividend Policies. *Journal of Asset Management and Financing*, 1(2), 1-18. [In Persian]
- Attig, N., Fischer, K. P., & Gadhoun, Y. (2004). On the determinants of pyramidal ownership: Evidence on dilution of minority interests. *Available at SSRN 434201*.
- Bae, K. H., Kang, J. K., & Kim, J. M. (2002). Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups. *The journal of finance*, 57(6), 2695-2740.
- Beiner, S., Schmid, M. M., & Wanzenried, G. (2011). Product market competition, managerial incentives and firm valuation. *European Financial Management*, 17(2), 331-366.
- Bertrand, M., Mehta, P., & Mullainathan, S. (2002). Ferreting out tunneling: An application to Indian business groups. *The quarterly journal of economics*, 117(1), 121-148.
- Beyer, B., Downes, J., & Rapley, E. T. (2017). Internal capital market inefficiencies, shareholder payout, and abnormal leverage. *Journal of Corporate Finance*, 43, 39-57.

- Bozec, Y., & Laurin, C. (2008). Large shareholder entrenchment and performance: Empirical evidence from Canada. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(1-2), 25-49.
- Buchuk, D., Larrain, B., Muñoz, F., & Urzúa, F. (2014). The internal capital markets of business groups: Evidence from intra-group loans. *Journal of Financial Economics*, 112(2), 190-212.
- Byun, H. S., Lee, J. H., & Park, K. S. (2018). Product market competition and the ownership choice of business groups: Evidence from Korean chaebols. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(1), 100-131.
- Chakrabarti, R., Megginson, W., & Yadav, P. K. (2008). Corporate governance in India. *The Journal of Applied Corporate Finance*, 20(1), 59-72.
- Chari, M. D., & Banalieva, E. R. (2015). How do pro-market reforms impact firm profitability? The case of India under reform. *Journal of World Business*, 50(2), 357-367.
- Choi, D., Gam, Y. K., & Shin, H. (2020). Corporate fraud under pyramidal ownership structure: Evidence from a regulatory reform. *Emerging markets review*, 45, 100726.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The journal of finance*, 57(6), 2741-2771.
- Colombier, C. (2008). Efficiency in public infrastructure provision: a theoretical note. *Journal of Economic Studies*, 35(6), 528-543.
- Cui, R., Ma, Z., & Wang, L. (2022). Allocation of decision rights and CSR disclosure: Evidence from listed business groups in china. *Sustainability*, 14(7), 3840.
- Cui, Z., Meng, X., Wang, X., & Wang, K. (2019). Diversified investment strategy and the operation of internal capital market: The moderating effect of corporate governance mechanism. *IEEE Access*, 7, 51665-51680.
- Dhaliwal, D., Huang, S., Khurana, I. K., & Pereira, R. (2014). Product market competition and conditional conservatism. *Review of Accounting Studies*, 19, 1309-1345.
- Doyle, J., W. Ge, and S. McVay. (2007). Accruals Quality and Internal Control over Financial Reporting. *The Accounting Review*, 82, 1141-1170.
- Ebrahimi, S. K., Bahraminasab, A., & Parvaneh, S. (2016). Product Market Competition, Free Cash Flow, Over Investment and Low Investment. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 13(50), 137-156. [In Persian]
- Elango, B., Pattnaik, C., & Wieland, J. R. (2016). Do business group characteristics matter? An exploration on the drivers of performance variation. *Journal of Business Research*, 69(9), 3205-3212.
- Fan, J. P., & Wong, T. J. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of accounting and economics*, 33(3), 401-425.

- Giroud, X., & Mueller, H. M. (2011). Corporate governance, product market competition, and equity prices. *The Journal of Finance*, 66(2), 563-600.
- Goncharuk, A. G. (2009). Improving of the efficiency through benchmarking: a case of Ukrainian breweries. *Benchmarking: an international journal*, 16(1), 70-87.
- Gopalan, R., Nanda, V., & Seru, A. (2007). Affiliated firms and financial support: Evidence from Indian business groups. *Journal of Financial Economics*, 86, 759-795.
- Guadalupe, M., & Perez-Gonzalez, F. (2010). Competition and Private Benefits of Control. *SSRN Electronic Journal*.
- Guo, X., Chen, S., Yu, W., & Liu, C. (2022). Product market competition and controlling shareholders' tunneling: Evidence from China. *Managerial and Decision Economics*, 43(8), 3820-3832.
- Haghighat, H., & Heidari, H. (2012). Asymmetric Cash Flow Sensitivity of Cash Holdings. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 10(40), 27-52. [In Persian]
- Hosseini, A., Asna Ashari, H., & lak, E. (2016). The Relation between Complex Ownership Structure in Subsidiary Firms and Related Party Transactions. *Empirical Research in Accounting*, 6(3), 41-62. [In Persian]
- Jargoni, F., Ebrahimi, S. K., Amri-Asrami, M., & Jalali, F. (2022). The moderating role of product market competition on the relation between social responsibility and operational performance. *Iranian Journal of Accounting, Auditing and Finance in the Islamic Environment*, 1(2), 158-190. [In Persian]
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jin, K., & Park, C. (2015). Separation of cash flow and voting rights and firm performance in large family business groups in Korea. *Corporate Governance: An International Review*, 23(5), 434-451.
- Kamyabi, Y., Bouzhmehrani, E., & Mohammadi, P. (2017). The Study of the Relationship between Related-Party Transactions and the Control-Ownership Wedge of the Ultimate Controlling Shareholder. *Financial Management Strategy*, 4(4), 45-65. [In Persian]
- Kang, M., Lee, H. Y., Lee, M. G., & Park, J. C. (2014). The association between related-party transactions and control-ownership wedge: Evidence from Korea. *Pacific-Basin Finance Journal*, 29, 272-296.
- Karami Taleghani, F., Vatanparast, M., Rezazadeh, J., & Azadi, K. (2023). Organizational Concentration and Efficiency of Internal Capital Markets of Business Groups in Resource Allocation and Performance; Emphasizing the Moderating Role of Environmental Uncertainty. *Applied Research in Financial Reporting*, 11(2), 321-362. [In Persian]
- Kato, H. K., Loewenstein, U., & Tsay, W. (2002). Dividend policy, cash flow, and investment in Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 10(4), 443-473.

- Khajavi, S., Rezaei, G., & Safaiee, A. (2021). Investigating of the relationship between liquidity and firms' ownership concentration whit considering moderating role of corporate governance. *Advances in Finance and Investment*, 2(3), 1-30. [In Persian]
- Khanna, T., & Palepu, K. (2000). Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups. *The journal of finance*, 55(2), 867-891.
- Khanna, T., & Rivkin, J. W. (2001). Estimating the performance effects of business groups in emerging markets. *Strategic management journal*, 22(1), 45-74.
- Khanna, T., & Yafeh, Y. (2005). Business Groups and Risk Sharing around the World. *The Journal of Business*, 78(1), 301–340.
- Kock, C. J., & Guillén, M. F. (2001). Strategy and structure in developing countries: Business groups as an evolutionary response to opportunities for unrelated diversification. *Industrial and Corporate Change*, 10(1), 77-113.
- Kostova, T., Marano, V., & Tallman, S. (2016). Headquarters–subsidiary relationships in MNCs: Fifty years of evolving research. *Journal of World Business*, 51(1), 176–184.
- Lee, K. W. (2007). Corporate voluntary disclosure and the separation of cash flow rights from control rights. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 28, 393-416.
- Lee, M., Choi, Y., & Moon, S. (2017). The Effect Of Internal Capital Market Of Korean Large Business Groups On Investment Efficiency. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 33(5), 903–918.
- Lemmon, M. L., & Lins, K. V. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *The Journal of Finance*, 58(4), 1445-1468.
- Lins, K. V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 159–184.
- Luo, Y., & Tung, R. L. (2018). A general theory of springboard MNEs. *Journal of International Business Studies*, 49, 129-152.
- Mahmood, I., Chung, C. N., & Mitchell, W. (2013). The evolving impact of combinatorial opportunities and exhaustion on innovation by business groups as market development increases: The case of Taiwan. *Management Science*, 59(5), 1142-1161.
- Malekian, E., Salmani, R., & Shahsavari, M. (2016). Study of the relationship between governmental and institutional ownership with corporate social responsibility (Companies listed on the Tehran Stock Exchange). *Journal of Investment Knowledge*, 5(17), 55-74. [In Persian]
- McAfee, R. P., & McMillan, J. (1995). Organizational diseconomies of scale. *Journal of Economics and Management Strategy*, 4(3), 399–426.
- Miller, G. J. (1993). Managerial dilemmas : the political economy of hierarchy. *Cambridge University Press*.

- Mohamadzadeh, A., & Bahri, S. (2022). The Moderating Role of Firm's Size and Age in the Relationship of Managerial Ownership with Liquidity and Investment Constraints. *Journal of Asset Management and Financing*, 10(4), 1-24. [In Persian]
- Mohammadi Ramezani, M. R., Rezaei, F., & Kazemi, H. (2022). Management Characteristics and the Relationship Between Product Market Competition And Management Performance. *Empirical Research in Accounting*, 12(2), 151-174. [In Persian]
- Mota, J. H., & Santos, M. C. D. (2019). Does Internal Capital Market Membership Matter for Capital Allocation? *Theory and Evidence from the Euro Area*.
- Namazi, M., Rezaei, G., & Momtazian, A. (2015). Product Market Competition and Accounting Information Quality. *Journal of Accounting Advances*, 6(2), 131-166. [In Persian]
- Park, H. Y., Chae, S. J., & Cho, M. K. (2016). Controlling shareholders' ownership structure, foreign investors' monitoring, and investment efficiency. *Investment Management and Financial Innovations*, 13(3), 159-170.
- Purkayastha, A., Pattnaik, C., & Pathak, A. A. (2022). Agency conflict in diversified business groups and performance of affiliated firms in India: Contingent effect of external constraint and internal governance. *European Management Journal*, 40(2), 283-294.
- Ragunath, S., & Rose, E. L. (Eds.). (2016). *International business strategy: perspectives on implementation in emerging markets*. Springer.
- Rahmanian Koushkaki, A., & Selki, S. (2021). Investigating the Effect Mediation Role of Product Market Competition and Capital Structure on the Relationship between CEO Duality on Firm Performance in Listed Firms on Tehran Stock Exchange. *Journal of Development and Capital*, 6(2), 201-226. [In Persian]
- Rajan, R., Servaes, H., & Zingales, L. (2000). The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment. *The journal of Finance*, 55(1), 35-80.
- Ren, H. Y., Hsu, C. C., Feng, G. F., Jia, J., & Tsai, W. C. (2021). The impacts of internal capital allocation efficiency on R&D investments: evidence from China. *Applied Economics Letters*, 28(14), 1195-1201.
- Rodriguez, R. R., Saiz, J. J. A., & Bas, A. O. (2009). Quantitative relationships between key performance indicators for supporting decision-making processes. *Computers in industry*, 60(2), 104-113.
- Saedi, R., & Dastger, M. (2018). The Effect of Internal Control Weakness and Controlling Shareholders' Wedge on Investment Efficiency of Companies Listed on Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Research*, 9(4), 17-38. [In Persian]
- Shahraki, M., Asadi, G., & Asnaashari, H. (2019). An Investigation of the Moral Hazard of Controlling Shareholders and Financing

- Constraints. *Applied Research in Financial Reporting*, 7(2), 73-98. [In Persian]
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Shyu, J. (2013). Ownership structure, capital structure, and performance of group affiliation: Evidence from Taiwanese group-affiliated firms. *Managerial Finance*, 39(4), 404-420.
- Smångs, M. (2006). The nature of the business group: A social network perspective. *Organization*, 13(6), 889-909.
- Stein, J. C. (1997). Internal capital markets and the competition for corporate resources. *The journal of finance*, 52(1), 111-133.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of financial Economics*, 26(1), 3-27.
- Taghizadeh Khanqah, V., Badavar Nahandi, Y., Mottagi, A., & Taghizadeh, H. (2019). Presentation of Firm's Investment Efficiency Measurement Model in Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 21(2), 237-264. [In Persian]
- Van der Molen, R. (2005). Capital allocation in Indian business groups. Who benefits, who loses?. *Who Benefits, Who Loses*.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control, and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417.
- Wang, F. J., & Xie, Z. H. (2010). A study on the relationship between internal capital market and diversification. *Journal of Beijing Technology and business university (social science)*, 25 (1), 43, 48.
- Yana, K. (2020). Internal capital markets in russian business groups: evidence from corporate investments. *Корпоративные финансы*, 14(2), 58-71.
- Yeh, Y. H., & Lin, J. J. (2021). Investment-cash flow sensitivity to internal capital markets and shareholding structure: evidence from Taiwanese business groups. *Eurasian Business Review*, 11(4), 637-657.
- Zhao, J., Wang, M., & He, Q. (2022). Cash holdings, the internal capital market, and capital allocation efficiency in listed companies. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 1-18.

COPYRIGHTS

© 2023 by the authors. Published by Islamic Azad University, Esfarayen Branch. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

