

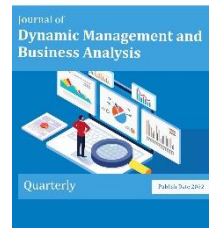


Journal Website

Article history:
Received 21 January 2026
Revised 17 May 2026
Accepted 26 May 2026
Initial Publication 20 August 2026
Final Publication 21 April 2027

Dynamic Management and Business Analysis

Volume 6, Issue 1, pp 1-24



E-ISSN: 3041-8933

Investigating the Effect of Equity Ownership Diversity on Financial Resource Efficiency Considering the Moderating Role of Agency Costs in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange

Elaheh. Mohammadi Farani^{1*}

¹ Master of Business Administration (Finance), Department of Business Management, Payame-Noor University, Tehran, Iran

* Corresponding author email address: elahehmohammadifarani@gmail.com

Article Info

Article type:

Original Research

How to cite this article:

Mohammadi Farani, E. (2027). Investigating the Effect of Equity Ownership Diversity on Financial Resource Efficiency Considering the Moderating Role of Agency Costs in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Dynamic Management and Business Analysis*, 6(1), 1-24.
<https://doi.org/10.61838/dmbaj.369>



© 2027 the author(s). Published by Knowledge Management Scientific Association. This is an open access article under the terms of the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) License.

ABSTRACT

Objective: The present study aimed to investigate the effect of equity ownership diversity on financial resource efficiency considering the moderating role of agency costs in companies listed on the Tehran Stock Exchange.

Methodology: This study was applied in terms of purpose and descriptive-correlational in nature using panel data analysis. The statistical population consisted of all companies listed on the Tehran Stock Exchange during the period 2017–2024, from which 105 companies were selected through systematic elimination sampling. Research data were collected from audited financial statements, the CODAL system, and Rahavard Novin software. To test the hypotheses, panel regression models with fixed effects were employed. Financial resource efficiency was considered the dependent variable, equity ownership diversity as the independent variable, and agency costs as the moderating variable. Firm size, leverage, cash holding level, quick ratio, accounts receivable, and board independence were also included as control variables.

Findings: The findings of the first hypothesis indicated that equity ownership diversity had a significant negative effect on financial resource efficiency, such that increased governmental ownership and lower ownership diversity reduced financial resource efficiency ($P=0.002$). The second hypothesis further demonstrated that agency costs significantly moderated the relationship between ownership diversity and financial resource efficiency ($P=0.017$). In other words, agency costs weakened the negative impact of governmental ownership on financial resource efficiency. Moreover, leverage and accounts receivable had significant positive effects, while the quick ratio showed a significant negative effect on financial resource efficiency. However, board independence and cash holding level did not exhibit significant effects.

Conclusion: The results revealed that higher concentration of ownership in governmental shareholders and lower ownership diversity could weaken firms' financial resource efficiency. In addition, agency costs significantly influenced the relationship between ownership diversity and financial efficiency. Therefore, strengthening corporate governance mechanisms, increasing private shareholder participation, and reducing agency conflicts can improve financial resource efficiency and optimize resource allocation in listed companies.

Keywords: Equity Ownership Diversity, Financial Resource Efficiency, Agency Costs, Corporate Governance, Tehran Stock Exchange

EXTENDED ABSTRACT

Introduction

Financial resource efficiency is considered one of the most important indicators of firms' ability to allocate financial resources optimally toward profitable and value-creating projects. Efficient allocation of financial resources enables firms to improve operational performance, maximize shareholder wealth, and maintain sustainable competitive advantages in capital markets. Conversely, inefficient investment decisions, including overinvestment and underinvestment, can lead to resource waste, lower profitability, and weakened market value (Dolatkhah et al., 2023). In modern corporate finance literature, ownership structure has emerged as a key determinant of financial resource efficiency because the distribution of ownership and control shapes managerial behavior, monitoring quality, and corporate decision-making processes (Claessens et al., 2024). Equity ownership diversity refers to the distribution of ownership among different groups of shareholders, including governments, institutional investors, private investors, and family owners. Diverse ownership structures can create stronger monitoring mechanisms, reduce managerial opportunism, and improve strategic investment decisions (Gompers et al., 2023). However, concentrated ownership structures, especially those dominated by governments or controlling shareholders, may intensify agency conflicts and reduce investment efficiency (Grossman & Hart, 2021).

Agency theory provides an important theoretical framework for understanding the relationship between ownership diversity and financial resource efficiency. According to this theory, the separation of ownership from management creates conflicts of interest between managers and shareholders, leading managers to potentially prioritize personal interests over shareholder wealth maximization (Grossman & Hart, 2021). Such conflicts generate agency costs that can negatively affect firms' investment decisions and overall efficiency (Mahmoudabadi & Rajaei, 2025). Therefore, ownership structures capable of improving monitoring quality and managerial accountability are expected to reduce agency costs and enhance financial resource efficiency. In emerging economies, especially those with significant governmental involvement in corporate ownership, the issue becomes even more critical. Government-dominated ownership structures are often associated with bureaucratic decision-making, political objectives, and weaker profit incentives, all of which may undermine investment efficiency (Xu et al., 2019). In contrast, mixed ownership systems involving both governmental and private shareholders may improve monitoring and promote more efficient resource allocation (Huo et al., 2024).

Previous studies have produced mixed evidence regarding the relationship between ownership structure and investment efficiency. Some studies reported that institutional ownership and diversified ownership structures improve monitoring quality and reduce inefficient investments (Mohammadi & Iman Shoar, 2023). Other studies suggested that concentrated ownership may increase expropriation risks and reduce transparency (Claessens et al., 2024). Anderson and Reeb found that family ownership could improve performance due to stronger monitoring incentives (Anderson & Reeb, 2023), whereas other researchers argued that concentrated ownership may lead to conservative investment behavior and limited innovation (Xu et al., 2019). Research in Iran has also emphasized the importance of governance mechanisms, audit quality, earnings quality, and managerial ability in improving financial resource efficiency (Hosseini & Kashefi Nishabouri, 2024; Safari Gerayli & Ranaei, 2017; Saghafi & Motamedi Fazel, 2022). Furthermore, studies have demonstrated that governance quality, managerial accountability, and

investment opportunities significantly influence firms' financial performance and investment efficiency (Al-Gamrh et al., 2025; Skaife & Werner, 2025). Despite the growing literature, limited evidence exists regarding the simultaneous role of ownership diversity and agency costs in explaining financial resource efficiency in the Tehran Stock Exchange. Therefore, the present study aimed to investigate the effect of equity ownership diversity on financial resource efficiency considering the moderating role of agency costs in companies listed on the Tehran Stock Exchange.

Methods and Materials

The present study was applied in terms of purpose and descriptive-correlational in nature using panel data analysis. The statistical population included all firms listed on the Tehran Stock Exchange during the period from 2017 to 2024. Financial institutions, banks, insurance companies, and investment intermediaries were excluded because of their different financial structures and reporting environments. After applying systematic elimination criteria, 105 firms were selected as the final research sample.

Data were collected from audited financial statements, annual reports, the CODAL database, and Rahavard Novin software. Financial resource efficiency was considered the dependent variable. Ownership diversity was measured based on the proportion of governmental ownership to total shares, where higher governmental ownership indicated lower ownership diversity. Agency costs were measured through the ratio of administrative, general, and selling expenses to total assets. Firm size, leverage, cash holdings, quick ratio, accounts receivable, and board independence were included as control variables.

To test the research hypotheses, panel regression models with fixed effects were estimated using EViews software. Before estimating the models, several econometric diagnostic tests were conducted, including Pearson correlation analysis, variance inflation factor (VIF) analysis, Levin-Lin-Chu unit root tests, Jarque-Bera normality tests, Breusch-Pagan heteroskedasticity tests, Durbin-Watson autocorrelation tests, Chow tests, and Hausman tests. The results supported the use of fixed-effects panel regression models with generalized least squares estimation.

Findings

The findings of the first regression model indicated that ownership diversity had a significant negative relationship with financial resource efficiency. Specifically, the coefficient of governmental ownership was negative and statistically significant, indicating that higher governmental ownership and lower ownership diversity reduced firms' financial resource efficiency. This result suggested that concentrated governmental ownership structures weakened optimal resource allocation and reduced investment productivity.

Among the control variables, leverage had a positive and significant effect on financial resource efficiency, indicating that firms with higher debt levels tended to allocate resources more efficiently, possibly because of stricter monitoring by creditors and stronger repayment obligations. In contrast, the quick ratio had a significant negative relationship with financial resource efficiency, implying that excessive liquidity and idle current assets might reduce productive investments. Accounts receivable showed a positive and significant effect, suggesting that effective receivables management contributed to better financial resource allocation. Firm size, cash holdings, and board independence did not demonstrate statistically significant relationships with financial resource efficiency in the first model.

The results of the second regression model demonstrated that agency costs significantly moderated the relationship between ownership diversity and financial resource efficiency. The interaction term

between agency costs and ownership diversity was positive and statistically significant, indicating that agency costs altered the magnitude of the relationship between ownership diversity and investment efficiency. Specifically, higher agency costs intensified the negative consequences of concentrated governmental ownership structures on financial resource efficiency. This finding suggested that firms experiencing severe agency conflicts were more vulnerable to inefficient investment decisions under concentrated ownership conditions.

In the second model, leverage again showed a positive and significant relationship with financial resource efficiency, while the quick ratio remained negatively significant. Accounts receivable and firm size demonstrated positive and significant effects. However, cash holdings and board independence remained statistically insignificant. The adjusted coefficient of determination indicated that the regression models explained a considerable proportion of variations in financial resource efficiency, and the Durbin-Watson statistics confirmed the absence of serious autocorrelation problems. Overall, the empirical findings supported both research hypotheses and confirmed that ownership diversity and agency costs jointly influence firms' financial resource efficiency.

Discussion and Conclusion

The results of the present study demonstrated that lower ownership diversity, represented by higher governmental ownership, significantly reduced financial resource efficiency in firms listed on the Tehran Stock Exchange. This finding indicates that concentrated ownership structures may weaken managerial flexibility, reduce transparency, and increase politically motivated investment decisions. In such environments, investment decisions are not always based on economic efficiency and shareholder value maximization, which can ultimately reduce firms' ability to allocate resources effectively.

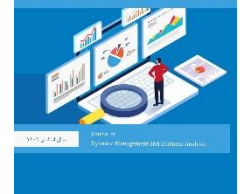
The findings are consistent with agency theory, which argues that concentrated power structures and weak governance mechanisms increase agency conflicts and managerial opportunism. The results also align with studies emphasizing the positive role of mixed ownership structures in improving investment efficiency and governance quality. Diversified ownership structures appear to create stronger monitoring systems and reduce the dominance of a single shareholder group, thereby improving investment decision-making processes and reducing inefficient investments.

Another important finding of this study was the significant moderating role of agency costs. The results indicated that agency conflicts intensify the negative impact of concentrated ownership on financial resource efficiency. In firms with high agency costs, managers may pursue personal objectives instead of shareholders' interests, leading to inefficient allocation of corporate resources. This finding highlights the importance of governance mechanisms capable of reducing opportunistic managerial behavior and improving accountability. Effective monitoring structures, transparent reporting systems, and stronger shareholder oversight can therefore reduce agency conflicts and improve investment efficiency.

The positive effect of leverage on financial resource efficiency suggests that debt financing may act as a disciplinary mechanism by imposing external monitoring and financial obligations on managers. Firms with higher leverage may become more cautious in selecting investment projects because of pressure from creditors and repayment requirements. Conversely, the negative relationship between liquidity and investment efficiency implies that excessive cash holdings may encourage inefficient resource allocation and reduce productive investments. The positive effect of accounts receivable indicates

that effective working capital management can strengthen firms' operational flexibility and improve financial decision-making quality.

Overall, the study highlights the importance of ownership structure and agency costs in shaping firms' financial resource efficiency. Firms with diversified ownership structures and stronger governance mechanisms are more likely to allocate financial resources efficiently and achieve sustainable financial performance. The findings also emphasize the need for reducing excessive governmental ownership and strengthening private sector participation in capital markets. Improving governance quality, enhancing managerial accountability, and reducing agency conflicts can significantly contribute to more efficient investment decisions and better corporate performance in emerging markets such as Iran.



بررسی تأثیر تنوع حقوق صاحبان سهام بر کارایی منابع مالی با توجه به نقش تعدیل‌گری هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

الهه محمدی فرانی^{*۱}

۱. کارشناسی ارشد مدیریت کسب و کار (مالی)، دانشکده مدیریت، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

*ایمیل نویسنده مسئول: elahemohammadifarani@gmail.com

اطلاعات مقاله

چکیده

نوع مقاله

پژوهشی/اصیل

نحوه استناد به این مقاله:

محمدی فرانی، الهه. (۱۴۰۶). بررسی تأثیر تنوع حقوق صاحبان سهام بر کارایی منابع مالی با توجه به نقش تعدیل‌گری هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت پویا و تحلیل کسب و کار، ۶(۱)، ۲۴-۱.



© ۱۴۰۶ تمامی حقوق انتشار این مقاله متعلق به نویسنده(گان) است. انتشار این مقاله به صورت دسترسی آزاد مطابق با گواهی (CC BY 4.0) صورت گرفته است.

هدف: هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر تنوع حقوق صاحبان سهام بر کارایی منابع مالی با توجه به نقش تعدیل‌گری هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. **روش‌شناسی:** پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از حیث ماهیت توصیفی-همبستگی مبتنی بر داده‌های تابلویی بود. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۳ بود که با استفاده از روش حذف سیستماتیک، تعداد ۱۰۵ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. داده‌های پژوهش از صورت‌های مالی حسابرسی‌شده، سامانه کدال و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج شد. برای آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیون خطی با داده‌های تابلویی و الگوی اثرات ثابت استفاده شد. متغیر وابسته پژوهش کارایی منابع مالی، متغیر مستقل تنوع حقوق صاحبان سهام و متغیر تعدیل‌گر هزینه‌های نمایندگی بود. همچنین متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی، سطح نگهداشت وجوه نقد، نسبت جاری، حساب‌های دریافتی و استقلال هیأت‌مدیره به عنوان متغیرهای کنترلی وارد مدل شدند. **یافته‌ها:** نتایج آزمون فرضیه اول نشان داد که تنوع حقوق صاحبان سهام تأثیر منفی و معناداری بر کارایی منابع مالی دارد؛ به گونه‌ای که افزایش حقوق صاحبان سهام دولتی و کاهش تنوع مالکیتی موجب کاهش کارایی منابع مالی شرکت‌ها شد. ($P=0.02$) همچنین نتایج فرضیه دوم نشان داد که هزینه‌های نمایندگی نقش تعدیل‌گر معناداری در رابطه بین تنوع حقوق صاحبان سهام و کارایی منابع مالی ایفا می‌کند. ($P=0.17$) به بیان دیگر، هزینه‌های نمایندگی شدت اثر منفی حقوق صاحبان سهام دولتی بر کارایی منابع مالی را تعدیل می‌کند. افزون بر این، اهرم مالی و حساب‌های دریافتی دارای اثر مثبت و معنادار و نسبت جاری دارای اثر منفی و معنادار بر کارایی منابع مالی بودند، در حالی که استقلال هیأت‌مدیره و سطح نگهداشت وجوه نقد تأثیر معناداری نشان ندادند. **نتیجه‌گیری:** نتایج پژوهش نشان داد که تمرکز بیشتر حقوق صاحبان سهام در اختیار دولت و کاهش تنوع مالکیتی می‌تواند کارایی منابع مالی شرکت‌ها را تضعیف کند. همچنین وجود هزینه‌های نمایندگی در ساختار شرکت‌ها بر نحوه اثرگذاری تنوع حقوق صاحبان سهام بر کارایی منابع مالی تأثیرگذار است. بنابراین، تقویت ساختارهای حاکمیت شرکتی، افزایش مشارکت سهامداران خصوصی و کاهش تضادهای نمایندگی می‌تواند زمینه ارتقای کارایی منابع مالی و تخصیص بهینه منابع در شرکت‌های بورسی را فراهم سازد.

کلیدواژگان: تنوع حقوق صاحبان سهام، کارایی منابع مالی، هزینه‌های نمایندگی، حاکمیت شرکتی، بورس اوراق بهادار تهران

مقدمه

کارایی منابع مالی یکی از مهم‌ترین شاخص‌های ارزیابی عملکرد شرکت‌ها در اقتصادهای مدرن به شمار می‌رود و نشان‌دهنده توانایی شرکت در تخصیص بهینه منابع مالی به پروژه‌های سودآور و ارزش‌آفرین است. شرکت‌هایی که قادرند منابع مالی خود را در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت تخصیص دهند، نه تنها بازدهی بیشتری برای سهامداران ایجاد می‌کنند، بلکه از منظر رقابت‌پذیری، پایداری مالی و رشد بلندمدت نیز در وضعیت مطلوب‌تری قرار می‌گیرند. در مقابل، ناکارایی منابع مالی می‌تواند در قالب سرمایه‌گذاری بیش از حد یا کمتر از حد مطلوب بروز یابد و منجر به اتلاف منابع، کاهش سودآوری و افت ارزش شرکت شود (Dolatkshah et al., 2023). در سال‌های اخیر، پژوهشگران حوزه مالی و حاکمیت شرکتی توجه ویژه‌ای به عوامل مؤثر بر کارایی منابع مالی داشته‌اند و ساختار حقوق صاحبان سهام را یکی از مهم‌ترین این عوامل دانسته‌اند، زیرا نحوه توزیع مالکیت و کنترل در شرکت‌ها می‌تواند مستقیماً بر تصمیمات مدیریتی و تخصیص منابع اثرگذار باشد (Claessens et al., 2024).

ساختار حقوق صاحبان سهام بیانگر نحوه توزیع مالکیت شرکت میان گروه‌های مختلف سهامداران نظیر دولت، سهامداران نهادی، سهامداران حقیقی، خانواده‌ها و مدیران است. این ساختار تعیین می‌کند چه افرادی قدرت نظارت و کنترل بر تصمیمات راهبردی شرکت را در اختیار داشته باشند و چگونه منافع ذی‌نفعان مختلف با یکدیگر همسو یا متعارض گردد (Grossman & Hart, 2021). در ادبیات حاکمیت شرکتی، تنوع حقوق صاحبان سهام به معنای حضور همزمان گروه‌های متنوعی از مالکان با انگیزه‌ها، ترجیحات و افق‌های زمانی متفاوت تعریف می‌شود. چنین تنوعی می‌تواند موجب افزایش نظارت بر مدیران، ارتقای شفافیت و کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه گردد (Gompers et al., 2023). از سوی دیگر، تمرکز بیش از حد مالکیت، به‌ویژه در ساختارهای دولتی یا خانوادگی، ممکن است تضاد منافع را تشدید کرده و زمینه را برای تصمیمات غیرکارا فراهم سازد (Anderson & Reeb, 2023).

نظریه نمایندگی یکی از چارچوب‌های نظری اصلی در تبیین رابطه میان ساختار مالکیت و کارایی منابع مالی است. بر اساس این نظریه، جدایی مالکیت از مدیریت موجب شکل‌گیری تضاد منافع میان مدیران و سهامداران می‌شود؛ به این معنا که مدیران ممکن است به جای حداکثرسازی ثروت سهامداران، اهداف شخصی خود را دنبال کنند (Grossman & Hart, 2021). در چنین شرایطی، هزینه‌های نمایندگی به وجود می‌آید که شامل هزینه‌های نظارت، هزینه‌های قراردادی و زیان‌های ناشی از رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران است. این هزینه‌ها می‌توانند موجب تخصیص غیربهینه منابع و کاهش کارایی منابع مالی شوند (Mahmoudabadi & Rajaei, 2025). به همین دلیل، کیفیت ساختار مالکیت و میزان تنوع حقوق صاحبان سهام نقش مهمی در کاهش تضادهای نمایندگی و ارتقای کارایی سرمایه‌گذاری ایفا می‌کند.

در بسیاری از اقتصادهای در حال توسعه، بخش قابل توجهی از مالکیت شرکت‌ها در اختیار دولت یا نهادهای وابسته به دولت قرار دارد. اگرچه مالکیت دولتی می‌تواند دسترسی شرکت‌ها به منابع مالی و حمایت‌های نهادی را تسهیل کند، اما تمرکز مالکیت در دست دولت معمولاً با بوروکراسی، ضعف پاسخگویی و پیگیری اهداف سیاسی همراه است که این موضوع می‌تواند کارایی منابع مالی را کاهش دهد (Xu et al., 2019). در این راستا، پژوهش‌های اخیر نشان داده‌اند که حرکت به سمت ساختارهای مالکیت مختلط و افزایش مشارکت سهامداران خصوصی می‌تواند نظارت مؤثرتری بر مدیران ایجاد کرده و تخصیص منابع را بهبود بخشد (Huo et al., 2024). حضور همزمان سهامداران دولتی و خصوصی در ساختار مالکیت، ضمن ایجاد توازن در قدرت تصمیم‌گیری، می‌تواند انگیزه‌های اقتصادی و سودآوری را تقویت کرده و از رفتارهای غیرکارا جلوگیری نماید (Li & Yang, 2022).

یکی از ابعاد مهم در بررسی رابطه میان تنوع حقوق صاحبان سهام و کارایی منابع مالی، نقش هزینه‌های نمایندگی است. هزینه‌های نمایندگی زمانی افزایش می‌یابد که تضاد منافع میان مدیران، سهامداران عمده و سهامداران خرد تشدید شود (Shah et al., 2019). در چنین شرایطی، مدیران ممکن است منابع شرکت را در پروژه‌های کم‌بازده یا حتی زیان‌ده سرمایه‌گذاری کنند تا منافع شخصی خود را تأمین نمایند. از سوی دیگر، سهامداران عمده نیز ممکن است با استفاده از قدرت کنترلی خود، منافع سهامداران خرد را نادیده بگیرند. بنابراین، وجود سازوکارهای کنترلی مناسب و تنوع در ساختار مالکیت می‌تواند از شدت این تضادها بکاهد و کارایی تخصیص منابع را افزایش دهد (Mahmoudabadi & Rajaei, 2025).

پژوهش‌های پیشین نتایج متفاوتی درباره رابطه میان ساختار مالکیت و کارایی منابع مالی ارائه کرده‌اند. برخی مطالعات نشان داده‌اند که تمرکز مالکیت و حضور سهامداران نهادی می‌تواند موجب بهبود نظارت بر مدیران و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شود (Mohammadi & Iman Shoar, 2023). در مقابل، برخی دیگر معتقدند که تمرکز بیش از حد مالکیت ممکن است زمینه سوءاستفاده از قدرت و کاهش شفافیت را فراهم کند (Claessens et al., 2024). برای مثال، پژوهش اندرسون و ریب نشان داد که شرکت‌های خانوادگی در برخی شرایط عملکرد مالی مطلوب‌تری دارند، زیرا مالکان خانوادگی انگیزه بیشتری برای نظارت بر مدیریت دارند (Anderson & Reeb, 2023). با این حال، پژوهش‌های دیگر بیان می‌کنند که مالکیت متمرکز می‌تواند به تصمیمات محافظه‌کارانه و کاهش نوآوری منجر شود (Xu et al., 2019). در زمینه بازار سرمایه ایران نیز مطالعات متعددی به بررسی عوامل مؤثر بر کارایی منابع مالی پرداخته‌اند. پژوهش صفری گرایلی و رنایی نشان داد که کیفیت گزارشگری مالی رابطه مثبتی با کارایی منابع مالی دارد و ساختار سررسید بدهی می‌تواند این رابطه را تعدیل کند (Safari Gerayli & Ranaei, 2017). همچنین، پژوهش صفافی و معتمدی فاضل بیانگر آن بود که کیفیت حسابرسی در شرکت‌های دارای منابع مالی بالا، موجب بهبود کارایی منابع مالی می‌شود (Saghafi & Motamedi Fazel, 2022). در پژوهشی دیگر، محمدی و ایمان شعار تأکید کردند که کیفیت سود و حضور سرمایه‌گذاران نهادی نقش مهمی در ارتقای کارایی منابع مالی دارند (Mohammadi & Iman Shoar, 2023). افزون بر این، حسینی و کاشفی نیشابوری نشان دادند که توانایی مدیریتی می‌تواند کارایی منابع مالی را افزایش داده و ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش دهد (Hosseini & Kashefi Nishabouri, 2024).

در سال‌های اخیر، موضوع حاکمیت شرکتی و کیفیت نظارت بر مدیران بیش از گذشته مورد توجه قرار گرفته است. مطالعات نشان داده‌اند که ساختار مالکیت و کیفیت حاکمیت شرکتی تأثیر قابل توجهی بر عملکرد شرکت‌ها و کارایی تخصیص منابع دارند (Gompers et al., 2023). به طور خاص، وجود مدیران غیرموظف و مستقل در هیأت‌مدیره می‌تواند از رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران جلوگیری کرده و تصمیمات سرمایه‌گذاری را بهبود بخشد (Akbari et al., 2022). همچنین، پژوهش‌های جدید تأکید دارند که پاسخگویی مدیریتی، شفافیت اطلاعاتی و کنترل داخلی از عوامل کلیدی در افزایش کارایی منابع مالی هستند (Chen et al., 2021).

از سوی دیگر، شرایط محیطی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری نیز می‌توانند بر رابطه میان تنوع حقوق صاحبان سهام و کارایی منابع مالی اثرگذار باشند. اسکایف و ورنر بیان کردند که تغییر در فرصت‌های سرمایه‌گذاری سیاسی و ریسک‌های اعتباری می‌تواند رفتار مدیران و نحوه تخصیص منابع را تحت تأثیر قرار دهد (Skaife & Werner, 2025). همچنین، الگامرح و همکاران نشان دادند که کیفیت حاکمیت شرکتی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های اماراتی، رابطه مستقیمی با عملکرد شرکت و کارایی منابع مالی دارد (Al-Gamrh et al., 2025). این یافته‌ها نشان می‌دهد که ساختار مالکیت به تنهایی تعیین‌کننده کارایی سرمایه‌گذاری نیست، بلکه تعامل آن با سازوکارهای نظارتی و محیط نهادی نیز اهمیت دارد.

در اقتصاد ایران، با توجه به حضور گسترده دولت و نهادهای شبه‌دولتی در ترکیب مالکیت شرکت‌های بورسی، بررسی اثر تنوع حقوق صاحبان سهام بر کارایی منابع مالی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. بسیاری از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران دارای ساختار مالکیت متمرکز هستند و این موضوع می‌تواند بر نحوه تصمیم‌گیری‌های مدیریتی، میزان شفافیت و تخصیص منابع اثرگذار باشد (Osta, 2024). علاوه بر این، ضعف برخی سازوکارهای نظارتی و وجود هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های ایرانی ممکن است موجب کاهش کارایی سرمایه‌گذاری و تخصیص غیربهبوده منابع شود (Mahmoudabadi & Rajaei, 2025). بنابراین، شناخت بهتر رابطه میان تنوع حقوق صاحبان سهام و کارایی منابع مالی می‌تواند به سیاست‌گذاران، مدیران و سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیمات بهینه کمک کند.

همچنین، توسعه نظام‌های نوین مدیریت و حاکمیت شرکتی در ایران نیازمند شناخت دقیق عوامل مؤثر بر عملکرد مالی شرکت‌ها است. بابایی زکلیکی بر اهمیت طراحی نظام جامع توسعه مدیریت و تقویت سازوکارهای مدیریتی در سازمان‌های ایرانی تأکید کرده است (Babaei Zakliki, 2025). در این چارچوب، بررسی ساختار حقوق صاحبان سهام و نقش آن در بهبود کارایی منابع مالی می‌تواند به تدوین راهبردهای مؤثر برای ارتقای عملکرد شرکت‌ها و بهبود بهره‌وری بازار سرمایه منجر شود. همچنین، پژوهش‌های داخلی نشان داده‌اند که کیفیت حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت می‌تواند بر رفتار مدیران، کیفیت سود و بازدهی شرکت‌ها اثرگذار باشد (Heidari & Khoshnoud, 2023).

علاوه بر این، ساختار بدهی و محدودیت‌های مالی نیز از جمله عواملی هستند که بر کارایی منابع مالی تأثیر می‌گذارند. نعمان و همکاران نشان دادند که سررسید بدهی و محدودیت‌های مالی می‌تواند بر نحوه سرمایه‌گذاری شرکت‌ها اثرگذار باشد و در محیط‌های دارای محدودیت مالی، تصمیمات سرمایه‌گذاری با حساسیت بیشتری اتخاذ می‌شود (Nouman et al., 2022). همچنین، خدای‌پور و همکاران بیان کردند که توانایی مدیریتی می‌تواند رابطه میان اجتناب مالیاتی و کارایی منابع مالی را تعدیل کند و مدیران توانمند قادرند منابع شرکت را به شکل کاراتری تخصیص دهند (Khodamipour et al., 2025). این یافته‌ها اهمیت نقش مدیران و سازوکارهای نظارتی را در افزایش بهره‌وری سرمایه‌گذاری برجسته می‌سازد.

با وجود گسترش مطالعات مربوط به ساختار مالکیت و کارایی منابع مالی، همچنان خلأهای پژوهشی متعددی در این حوزه وجود دارد. بسیاری از مطالعات پیشین به بررسی مستقیم رابطه میان ساختار مالکیت و عملکرد مالی پرداخته‌اند، اما نقش تعدیل‌گر هزینه‌های نمایندگی در این رابطه کمتر مورد توجه قرار گرفته است. همچنین، در بازار سرمایه ایران، مطالعات محدودی به بررسی همزمان تنوع حقوق صاحبان سهام، کارایی منابع مالی و هزینه‌های نمایندگی پرداخته‌اند. از سوی دیگر، نتایج پژوهش‌های پیشین در خصوص اثر ساختار مالکیت بر کارایی سرمایه‌گذاری یکسان نبوده و برخی یافته‌ها متناقض گزارش شده‌اند (Claessens et al., 2024; Huo et al., 2024).

بنابراین، با توجه به اهمیت ساختار حقوق صاحبان سهام در تصمیمات مالی شرکت‌ها، نقش هزینه‌های نمایندگی در ایجاد ناکارایی منابع مالی و ضرورت ارتقای کیفیت حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه ایران، پژوهش حاضر با هدف بررسی تأثیر تنوع حقوق صاحبان سهام بر کارایی منابع مالی با توجه به نقش تعدیل‌گری هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است.

روش پژوهش

از آنجا که در این پژوهش، داده‌های اطلاعاتی مرتبط با متغیرها، از مراجع ذیربط بورس اوراق بهادار تهران، جمع‌آوری شده است و تغییری در مقادیر متغیرها صورت نگرفته، لذا فقط اطلاعات جمع‌آوری‌شده توصیف شده‌اند که تلاش گردیده تا رابطه بین متغیرها با استفاده از ضریب همبستگی کشف یا تعیین گردد. چرا که هدف اصلی این نوع پژوهش، مشخص کردن رابطه بین دو یا چند متغیر، اندازه و مقدار آن

رابطه با استفاده از تحلیل رگرسیون است و این پژوهش، با روش تحلیل رگرسیون، رابطه بین متغیرهای مختلف چند متغیره را کشف یا تعیین می‌کند. داده‌های مورد استفاده به صورت پانلی هستند. اطلاعات مربوط به متغیرهای پژوهش از منابع مختلف، مثل صورت‌های مالی حسابرسی شده، گزارش‌های حسابرسی، یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی نرم‌افزارهای موجود در کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران به نام‌های تدبیر پرداز و ره‌آورد نوین جمع‌آوری شده است. به منظور آزمون فرضیه‌های آماری و تحلیل داده‌ها، از رگرسیون خطی حداقل مربعات دو مرحله‌ای استفاده شده است. تحلیل آماری داده‌ها نیز به کمک نرم‌افزار *eviews* انجام شده است. این پژوهش از نظر هدف کاربردی است؛ از اینرو هدف اصلی، تحقیق در مورد اثرات و رابطه‌های مستقیم و غیر مستقیم بین متغیرها و پیدا کردن راه‌حل‌های عملی برای مشکلات و سوالات موجود است. همچنین پژوهش حاضر، از نظر ماهیت از نوع همبستگی است که رابطه بین متغیرها را با استفاده از ضریب همبستگی کشف یا تعیین می‌کند

داده‌های آماری پس از استخراج از صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی به صفحات گسترده منتقل شده و جهت محاسبه متغیرهای تحقیق مورد پردازش قرار می‌گیرند تا به منظور آزمون فرضیه‌های تحقیق مورد استفاده قرار گیرند. در تحقیق حاضر اطلاعات مربوط به تئوری تحقیق از طریق مجلات، نشریات داخلی و خارجی گردآوری شده و همچنین داده‌های مربوط به متغیرهای تحقیق از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و مراجعه به سایت‌های مربوط به گزارش‌های مالی شرکت‌ها از جمله سایت بورس اوراق بهادار تهران و سایت کدال استخراج گردیده است. داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیات، پس از جمع‌آوری و انجام محاسبات در نرم‌افزار اکسل، به منظور تجزیه و تحلیل وارد نرم‌افزار ای‌ویوز می‌شوند.

– الگوی رگرسیونی پژوهش و تعریف عملیاتی متغیرها

به منظور آزمون فرضیه اول پژوهش مدل (۱) به پیروی از ژو و همکاران (۲۰۲۴) به شرح زیر تدوین می‌گردد:

مدل (۱)

$$INVEFF_{it} = \beta_0 + \beta_1 Mixtra + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 CASH_{it} + \beta_5 QUICK_{it} + \beta_6 REC_{it} + \beta_7 IND_{it} + \epsilon_{it}$$

به منظور آزمون فرضیه دوم پژوهش مدل (۲) به پیروی از ژو و همکاران (۲۰۲۴) به شرح زیر تدوین می‌گردد:

مدل (۲)

$$INVEFF_{it} = \beta_0 + \beta_1 Mixtra + \beta_2 AC + \beta_3 (Mixtra * AC) + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 CASH_{it} + \beta_7 QUICK_{it} + \beta_8 REC_{it} + \beta_9 IND_{it} + \epsilon_{it}$$

در مدل‌های فوق:

متغیر وابسته:

INV: کارایی منابع مالی

کارایی منابع مالی به شرح الهارس و همکاران (۲۰۲۱) به شرح مدل زیراندازه‌گیری می‌شود:

$$inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 SG_{it-1} + \epsilon_{it}$$

INV: منابع مالی شرکت، برابر است با نسبت تغییرات در کل دارایی‌های شرکت

SG: رشد فروش، برابر است با نسبت تغییرات در درآمد فروش شرکت

قدر مطلق باقیمانده مدل زیر در عدد منفی یک نشان‌دهنده کارایی منابع مالی است.

متغیر مستقل

MIXTRA: تنوع حقوق صاحبان سهام

به پیروی از ژو و همکاران (۲۰۲۴) برابر است با نسبت سهام در اختیار دولت یا نهادهای دولتی به کل سهام شرکت هرچه این نسبت بیشتر باشد، دولت سهم بیشتری در اختیار دارد و تنوع حقوق صاحبان سهام نیز کمتر ارزیابی می‌گردد.

متغیر تعدیل گر (میانجی):

AC: هزینه‌های نمایندگی

به پیروی از ژو و همکاران (۲۰۲۴) برابر است با نسبت هزینه‌های عمومی، اداری و فروش (هزینه‌های در اختیار مدیر) به کل دارایی‌های شرکت

نسبت بالاتر هزینه‌های مدیریتی نشان‌دهنده هزینه‌های نمایندگی بیشتر است، زیرا بیانگر آن است که بخش بزرگ‌تری از منابع شرکت به هزینه‌های مدیریتی اختصاص یافته است، به جای اینکه به منابع مالی‌های مولد یا بازده سهامداران اختصاص یابد.

متغیرهای کنترلی

به پیروی از ژو و همکاران (۲۰۲۴) متغیرهای کنترلی به شرح زیر تعریف می‌شوند:

Size: اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت

Lev: اهرم مالی که برابر است با نسبت جمع کل بدهی به کل دارایی‌ها

Cash: جریان وجوه نقد عملیاتی که برابر است با نسبت وجوه نقد و منابع مالی‌های کوتاه مدت به کل دارایی‌ها

Quick: نسبت جاری که برابر است با نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری

Ind: استقلال هیات مدیره که برابر است با نسبت مدیران غیر موظف به کل اعضای هیات مدیره

Rec: حساب‌های دریافتنی که برابر است با نسبت حساب‌های دریافتنی به کل دارایی‌ها

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، غیر از شرکت‌های واسطه‌گری مالی، بیمه و بانک‌ها؛ که نوع فعالیت آن‌ها تفاوت اساسی با بقیه شرکت‌ها دارد، می‌باشد.

انتخاب نمونه‌ها از میان شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۳ با در نظر گرفتن معیارهای زیر

انجام می‌شود:

۱. شرکت در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداشته باشد.

۲. نماد معاملاتی شرکت فعال و حداقل یک‌بار در سال معامله شده باشد.

۳. شرکت جزو نهادهای مالی، بیمه و بانک، واسطه‌گری نباشد.

با توجه به موارد فوق، نمونه این پژوهش از طریق روش حذفی سیستماتیک^۱ از جامعه آماری انتخاب خواهد شد به این ترتیب که

شرکت‌های فاقد شرایط فوق، از نمونه حذف می‌شوند.

¹ Systematic Sampling



جدول ۱

روش حذف سیستماتیک

ردیف	شرح	تعداد شرکت
۱	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۴۰۳	۴۶۴
۲	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش در بورس فعال نبوده اند	۸۶
۳	تعداد شرکت‌هایی بعد از سال ۹۶ در بورس پذیرفته شده اند	۸۷
۴	تعداد شرکت‌هایی که جزء هلدینگ، منابع مالی ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و یا لیزینگ‌ها بوده‌اند.	۴۰
۵	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق تغییر سال مالی داده و یا سال مالی آن منتهی به پایان اسفند نمی‌باشد	۸۳
۶	تعداد شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها در ناقص بوده است	۶۳
۷	تعداد کل شرکت‌هایی که حذف شدند.	۳۵۹
۸	تعداد شرکت‌های عضو نمونه	۱۰۵

جدول ۲

تعداد شرکت‌های هر صنعت

ردیف	عنوان صنعت	تعداد شرکت
۱	استخراج کانه‌های فلزی و زغال سنگ	۶
۳	حمل و نقل انبارداری و ارتباطات	۲
۴	خودرو و قطعات	۱۴
۵	محصولات دارویی	۱۶
۶	دستگاه‌های برقی و رایانه	۶
۷	سایر محصولات کانی غیرفلزی، کاشی و سرامیک	۴
۸	سیمان، آهک و گچ	۱۲
۹	محصولات شیمیایی	۷
۱۰	محصولات غذایی، قند و شکر و زارعت	۱۲
۱۲	فلزات اساسی	۱۲
۱۳	لاستیک و پلاستیک	۴
۱۴	ماشین‌آلات و تجهیزات	۵
۱۷	سایر صنایع	۶
	مجموع	۱۰۵

– روش و ابزار گردآوری داده و اطلاعات

در این پژوهش، گردآوری اطلاعات و داده‌های مورد نیاز در دو مرحله انجام شده است. در مرحله اول برای تدوین مبانی نظری پژوهش از روش کتابخانه‌ای (و مراجعه به پایان نامه‌ها^۱ و مقالات فارسی^۲ و انگلیسی^۳ از طریق سایت‌های مربوطه) و در مرحله دوم، برای گردآوری داده‌های مورد نظر از اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی ارائه شده به سازمان بورس اوراق بهادار^۴، و سایر منابع اطلاعاتی مرتبط مانند بانک اطلاعاتی ره آورد نوین استفاده شده است.

^۱) Www.IRANDOC.ir

^۲) Www.SID.ir

^۳) Www.SSRN.com, Www.Sciencedirect.com, Www.Ebscohost.com, Www.Proquest.com

^۴) www.RDIS.SEO.ir

یافته‌ها

برای بررسی جهت و شدت همبستگی خطی بین متغیرهای پژوهش، آزمون ضرایب همبستگی پیرسون انجام شده و نتایج آن ارائه شده است. به عنوان مثال، بین کارایی منابع مالی و هزینه‌های نمایندگی همبستگی مثبت و معناداری وجود دارد. بین کارایی منابع مالی و اهرم مالی همبستگی مثبت و معناداری وجود دارد. بین کارایی منابع مالی و نسبت جاری همبستگی منفی و معناداری وجود دارد. بین تنوع حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی همبستگی منفی و معناداری وجود دارد. به‌طور کلی می‌توان گفت با توجه به آن که همبستگی بین متغیرهای پژوهش در بازه (۱- الی ۱+) قرار دارد، بین متغیرهای پژوهش مشکل خود همبستگی نیز وجود ندارد. در سایر موارد نیز بین برخی متغیرها همبستگی معناداری وجود دارد. موارد مذکور در خانه‌های رنگی جدول (۳) ارائه شده اند.

جدول ۳

ضریب همبستگی پیرسون

CASH	IND	QUICK	SIZE	REC	LEV	AC	MIXTRA	INV	Probability
								۱.۰۰۰	INV
								-----	سطح معناداری
							۱.۰۰۰	-۰.۰۱۵	MIXTRA
							-----	۰.۶۸۰	سطح معناداری
						۱.۰۰۰	۰.۰۴۷	۰.۱۰۹	AC
						-----	۰.۲۰۶	۰.۰۰۳	سطح معناداری
					۱.۰۰۰	۰.۱۷۳	-۰.۰۸۸	۰.۰۷۷	LEV
					-----	۰.۰۰۰	۰.۰۱۸	۰.۰۳۸	سطح معناداری
				۱.۰۰۰	۰.۳۱۸	-۰.۰۳۴	-۰.۰۷۸	۰.۱۲۲	REC
				-----	۰.۰۰۰	۰.۳۶۰	۰.۰۳۶	۰.۰۰۱	سطح معناداری
			۱.۰۰۰	۰.۰۱۰	-۰.۰۳۰	-۰.۲۶۱	-۰.۰۸۸	۰.۰۸۴	SIZE
			-----	۰.۷۹۰	۰.۴۲۳	۰.۰۰۰	۰.۰۱۷	۰.۰۲۳	سطح معناداری
		۱.۰۰۰	-۰.۰۱۲	۰.۰۳۴	۰.۷۵۳	۰.۱۵۰	-۰.۱۰۷	-۰.۰۷۷	QUICK
		-----	۰.۷۳۸	۰.۳۵۴	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۴	۰.۰۳۶	سطح معناداری
	۱.۰۰۰	-۰.۱۳۱	-۰.۰۱۲	-۰.۰۷۷	-۰.۱۸۰	۰.۰۰۲	-۰.۰۰۵	۰.۰۴۳	IND
	-----	۰.۰۰۰	۰.۷۴۲	۰.۰۳۷	۰.۰۰۰	۰.۹۵۱	۰.۸۹۳	۰.۲۴۲	سطح معناداری
۱.۰۰۰	۰.۱۰۴	-۰.۳۳۶	۰.۰۰۴	-۰.۳۹۴	-۰.۲۶۴	۰.۰۴۲	۰.۱۲۲	-۰.۰۱۸	CASH
-----	۰.۰۰۵	۰.۰۰۰	۰.۹۰۸	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۲۵۸	۰.۰۰۱	۰.۶۲۷	سطح معناداری



آزمون‌های فروض کلاسیک مدل‌های رگرسیونی

فرض اول: میانگین خطاها، صفر است.

به طور معمول، عدم برقراری این فرض می‌تواند ناشی از عدم وجود عرض از مبدا در مدل رگرسیون باشد. اگر در مدل رگرسیون، عرض از مبدا وجود داشته باشد، این فرض عموماً برقرار است و نیازی به آزمون نیست، چرا که وجود عرض از مبدا موجب می‌شود تا میانگین متغیر وابسته و میانگین مقادیر برازش شده مدل، تقریباً یکسان باشد (افلاطونی، ۱۳۹۷). بنابراین از آن جایی که در هر مدل پژوهش حاضر عرض از مبدا وجود دارد، این فرض برقرار است.

فرض دوم: واریانس خطاها، مقدار ثابتی دارد (آزمون ناهمسانی واریانس)

یکی دیگر از فروض کلاسیک آزمون ناهمسانی واریانس می‌باشد. در این پژوهش برای بررسی این موضوع از آزمون بروش پاگان گادفری استفاده شده است. با توجه به تأثیر مهم ناهمسانی واریانس بر برآورد انحراف معیار ضرایب و همچنین مسأله‌ی استنباط آماری، لازم است قبل از پرداختن به هرگونه تخمین، درمورد وجود یا عدم وجود ناهمسانی واریانس تحقیق شود.

جدول ۴

نتایج حاصل از آزمون ناهمسانی واریانس

آزمون ناهمسانی واریانس	آماره χ^2	سطح معناداری
مدل (۱)	۵/۳۱	۰/۰۰
مدل (۲)	۴/۹۸	۰/۰۰

نتایج حاصل از جدول ۴ بیانگر این موضوع است که احتمال آماره χ^2 در تمامی مدل کمتر بیشتر از ۰/۰۵ است که نشان می‌دهد بین متغیرهای پژوهش ناهمسانی وجود دارد. با عنایت به این که یکی از روش‌های رفع مشکل ناهمسانی واریانس، تخمین مدل‌های پژوهش با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته است در این پژوهش نیز از روش مذکور استفاده شده است.

فرض سوم: بین باقیمانده‌ها خود همبستگی وجود ندارد

به پیروی از افلاطونی (۱۳۹۷)، به منظور ارزیابی خود همبستگی سریالی (ارزیابی عدم وجود خود همبستگی بین باقیمانده‌های مدل) از آزمون دوربین واتسون استفاده می‌شود. در صورتی که مقدار دوربین واتسون در بازه ۱/۵ الی ۲/۵ قرار داشته باشد، مشکل خود همبستگی سریالی در باقیمانده‌های مدل وجود ندارد.

جدول ۵

نتایج آزمون دوربین-واتسون

شرح	دوربین واتسون
مدل (۱)	۲/۰۷
مدل (۲)	۲/۲۰

فرض چهارم: بین خطاها و متغیرهای توضیحی، همبستگی وجود ندارد

فرض کلاسیک چهارم رگرسیون بیان می‌کند که متغیرهای توضیحی مدل، با جمله خطا، همبستگی معناداری ندارند. از آنجا که مقادیر متغیرهای توضیحی، در دنیای بیرون ایجاد می‌شوند (برون زا هستند) ولی مقادیر جمله خطا از روابط درون مدل، حاصل می‌گردند (درون زا هستند)، این فرض به طور معمول برقرار است (افلاطونی، ۱۳۹۷).

فرض پنجم: توزیع آماری جمله خطا، نرمال است (آزمون نرمال بودن جملات باقیمانده مدل‌های پژوهش)

یکی دیگر از فروض کلاسیک آزمون نرمال بودن جملات باقیمانده مدل‌های پژوهش می‌باشد. در این پژوهش برای بررسی این موضوع از آزمون جاک و برا استفاده شده است.

جدول ۶

نتایج حاصل نرمالیتی

آزمون نرمال بودن	آماره جاک و برا	سطح معناداری
مدل (۱)	۵۷/۵۶	۰/۰۰
مدل (۲)	۵۴/۱۹	۰/۰۰

نتایج حاصل از جدول ۶ بیانگر این موضوع است که احتمال آماره جاک و برا در مدل‌ها کمتر از ۰/۰۵ است که حاکی از نرمال نبودن جملات باقیمانده مدل می‌باشد. با این حال به دلیل این که نمونه آماری پژوهش بیش از عدد ۳۰ می‌باشد براساس قضیه حد مرکزی نرمال نبودن توزیع باقیمانده‌های مدل از اهمیت آماری برخوردار نمی‌باشد.

نتایج آزمون هم خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش

در این پژوهش برای تعیین هم خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش از عامل تورم واریانس استفاده شده است. در صورتی که عامل تورم واریانس (VIF) بیش از ۱۰ باشد، مشکل هم خطی بین متغیرها وجود دارد. نتایج هم خطی در جدول (۷) نشان می‌دهد که بیشترین VIF، ۳/۴۵ است. بنابراین، مقدار عامل تورم واریانس بیانگر نبود مشکل هم خطی بین متغیرهای توضیحی پژوهش می‌باشد.

جدول ۷

نتایج آزمون هم خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش

مدل (۱)	مدل (۲)	متغیرها	عامل تورم	متغیرها	عامل تورم
MIXTRA	MIXTRA	متغیرها	۱۰۳۱	MIXTRA	۳۰۱۴۹
SIZE	SIZE	AC	۱۰۱۰	AC	۲۰۵۶۵
LEV	LEV	AC*MIXTRA	۳۰۴۳	AC*MIXTRA	۴۰۶۸۲
CASH	CASH	SIZE	۱۰۴۱۷	SIZE	۱۰۰۸۲
QUICK	QUICK	LEV	۳۰۱۲	LEV	۳۰۹۱
REC	REC	CASH	۱۰۵۵۷	CASH	۱۰۴۲۶
IND	IND	QUICK	۱۰۳۹	QUICK	۳۰۲۸
C	C	REC	NA	REC	۱۰۵۶۰
		IND		IND	۱۰۴۰
		C		C	NA



آزمون مانایی متغیرها

در این پژوهش برای تعیین پایایی متغیرهای پژوهش از آزمون لوین، لین و چو (LLC) استفاده شده است. نتایج این آزمون بیانگر این موضوع است که متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش در طی دوره پژوهش در سطح، پایا بوده‌اند، زیرا مقدار سطح معناداری (P-Value) برای آزمون مذکور کم‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد.

جدول ۸

نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

نام فارسی	آماره	معناداری
کارایی منابع مالی	-۱۳/۲۰	۰/۰۰
تنوع حقوق صاحبان سهام	-۱۰/۱۱	۰/۰۰
هزینه‌های نمایندگی	-۱۷/۱۸	۰/۰۰
اهرم مالی	-۱۱/۱۶	۰/۰۰
حسابداری‌های دریافتنی	-۲۱/۱۰	۰/۰۰
اندازه شرکت	-۱۹/۱۵	۰/۰۰
نسبت جاری	-۱۸/۲۱	۰/۰۰
استقلال هیات مدیره	-۱۶/۱۲	۰/۰۰
نگهداشت وجوه نقد	-۱۴/۱۳	۰/۰۰

انتخاب الگو برای مدل

برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون تحلیلی - ترکیبی استفاده شده است. در بررسی داده‌های مقطعی و سری زمانی، اگر ضرایب اثرات مقطعی و اثرات زمانی معنادار نشود، می‌توان داده‌ها را با یکدیگر ترکیب کرد و به‌وسیله یک رگرسیون حداقل مربعات معمولی تخمین زد. در بیشتر داده‌های ترکیبی اغلب ضرایب مقاطع یا سری‌های زمانی معنادار هستند، این مدل به مدل رگرسیون ترکیب شده معروف است. با توجه به ساختار ترکیبی داده‌ها، برای بررسی ترکیب‌پذیری از آزمون چاو و برای بررسی وجود اثر ثابت از آزمون هاسمن استفاده شده است. اگر سطح معناداری آزمون چاو زیر ۰/۰۵ است بنابراین برای برآورد مدل از روش داده‌های پانل استفاده می‌شود و اگر سطح معناداری بیشتر از ۰/۰۵ باشد برای برآورد مدل از داده‌های پول استفاده می‌گردد.

جدول ۹

انتخاب الگوی مناسب برآورد مدل

مدل‌ها	آزمون	مقدار آماره	سطح معناداری	نتیجه	روش تایید شده
مدل (۱)	آزمون چاو	۱/۴۲	۰/۰۰	رد H صفر	روش داده‌های تابلویی
	آزمون هاسمن	۱۵/۱۲	۰/۰۰	رد H صفر	الگوی اثرات ثابت
مدل (۲)	آزمون چاو	۱/۴۵	۰/۰۰	رد H صفر	روش داده‌های تابلویی
	آزمون هاسمن	۲۱/۰۲	۰/۰۰	رد H صفر	الگوی اثرات ثابت

بنابراین با توجه به نتایج جدول فوق، به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش می‌بایست از روش داده‌های تابلویی با الگوی اثرات ثابت استفاده نمود.

نتایج آزمون مدل اول پژوهش

جدول ۱۰

نتایج حاصل از برآورد آزمون مدل (۱)

نام فارسی	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
تنوع حقوق صاحبان سهام	MIXTRA	-۰.۰۷۲	۰.۰۵۲	-۲.۳۹۴	۰.۰۰۲
اندازه شرکت	SIZE	-۰.۰۲۵	۰.۰۱۹	-۱.۲۶۷	۰.۲۰۶
اهرم مالی	LEV	۱.۳۳۱	۰.۳۹۵	۳.۳۶۷	۰.۰۰۱
سطح نگهداشت وجوه نقد	CASH	-۰.۱۷۳	۰.۲۸۵	-۰.۶۰۸	۰.۵۴۳
نسبت جاری	QUICK	-۰.۷۵۳	۰.۲۵۲	-۲.۹۹۳	۰.۰۰۳
حساب‌های دریافتی	REC	۰.۵۵۸	۰.۲۴۹	۲.۲۳۹	۰.۰۲۶
استقلال هیات مدیره	IND	۰.۰۶۷	۰.۱۳۸	۰.۴۸۶	۰.۶۲۷
عرض از مبدا	C	-۰.۲۹۸	۰.۳۱۳	-۰.۹۵۲	۰.۳۴۲
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۱		آماره F	۱/۸۹	
دوربین واتسون	۲/۰۷		احتمال آماره F	۰/۰۰۰	

فرضیه اول پژوهش بیان می‌کند که تنوع حقوق صاحبان سهام بر کارایی منابع مالی تاثیر معناداری دارد.

تنوع حقوق صاحبان سهام (MIXTRA) دارای ضریب منفی (-۰.۰۷۲) و آماره t معنادار (-۲.۳۹۴) است که با سطح معناداری ۰.۰۰۲ تاثیر منفی و معنادار این متغیر را بر کارایی منابع مالی نشان می‌دهد. این موضوع می‌تواند بیانگر این باشد که تنوع کمتر در حقوق صاحبان سهام ممکن است منجر به تضاد منافع و کاهش تصمیم‌گیری‌های منابع مالی مؤثر شود، چرا که هماهنگی بین ذی‌نفعان مختلف کاهش می‌یابد.

اندازه شرکت (SIZE) ضریب منفی (-۰.۰۲۵) دارد، اما سطح معناداری ۰.۲۰۶ نشان می‌دهد که این متغیر تاثیر معناداری بر کارایی منابع مالی ندارد. این می‌تواند به این معنا باشد که صرف اندازه شرکت، به‌تنهایی عامل تعیین‌کننده‌ای برای کارایی منابع مالی نیست و احتمالاً عوامل دیگری مانند ساختار مدیریتی و استراتژی‌های منابع مالی نقش مهم‌تری دارند.

اهرم مالی (LEV) با ضریب مثبت (۱.۳۳۱) و آماره t معنادار (۳.۳۶۷) تاثیر مثبت و معناداری بر کارایی منابع مالی دارد (سطح معناداری ۰.۰۰۱). این نتیجه نشان می‌دهد که استفاده از بدهی ممکن است انگیزه بیشتری برای مدیریت به منظور بهبود کارایی منابع مالی ایجاد کند، چرا که آن‌ها تحت فشار بازپرداخت بدهی و نظارت بیشتر قرار می‌گیرند.

سطح نگهداشت وجوه نقد (CASH) دارای ضریب منفی (-۰.۱۷۳) و آماره t غیرمعنادار (-۰.۶۰۸) است که با سطح معناداری ۰.۵۴۳ نشان می‌دهد که این متغیر تاثیر معناداری بر کارایی منابع مالی ندارد. این می‌تواند ناشی از این باشد که نگهداشت بیش از حد وجوه نقد ممکن است نشان‌دهنده ناکارایی مدیریتی در تخصیص منابع باشد، اما تاثیر آن به طور قابل توجهی در این نمونه مشهود نیست.



نسبت جاری (QUICK) با ضریب منفی (-۰.۷۵۳) و آماره t معنادار (-۲.۹۹۳) تأثیر منفی و معناداری بر کارایی منابع مالی دارد (سطح معناداری ۰.۰۰۳). این نشان می‌دهد که نقدینگی بالا ممکن است به جای استفاده بهینه از وجوه در منابع مالی، به صورت دارایی‌های غیرمولد نگه داشته شود.

حساب‌های دریافتنی (REC) با ضریب مثبت (۰.۵۵۸) و آماره t معنادار (۲.۲۳۹) تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی منابع مالی دارد (سطح معناداری ۰.۰۲۶). این ممکن است بیانگر این باشد که مدیریت بهتر مطالبات تجاری می‌تواند منجر به افزایش بازده منابع مالی شود. استقلال هیأت مدیره (IND) با ضریب مثبت (۰.۰۶۷) و آماره t غیرمعنادار (۰.۴۸۶) نشان‌دهنده این است که این متغیر تأثیر معناداری بر کارایی منابع مالی ندارد (سطح معناداری ۰.۶۲۷). این یافته ممکن است به دلیل نبود ارتباط مستقیم میان استقلال هیأت مدیره و تصمیمات منابع مالی باشد.

عرض از مبدأ (G) نیز غیرمعنادار است، که نشان می‌دهد در غیاب متغیرهای توضیحی، مقدار پیش‌بینی‌شده کارایی منابع مالی قابل توضیح نیست.

ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل (۰.۴۱) نشان می‌دهد که ۴۱ درصد از تغییرات در کارایی منابع مالی توسط متغیرهای موجود در مدل توضیح داده می‌شود، که نسبتاً قابل قبول است. آماره F (۱.۸۹) و سطح معناداری آن (۰.۰۰۰) بیانگر کلیت معنادار بودن مدل است. آماره دوربین واتسون (۲.۰۷) نیز حاکی از عدم وجود خودهمبستگی در باقیمانده‌های مدل است.

در خصوص رد یا پذیرش فرضیه اول پژوهش که تنوع حقوق صاحبان سهام بر کارایی منابع مالی تأثیر معناداری دارد، با توجه به ضریب منفی و معناداری تنوع حقوق صاحبان سهام، می‌توان نتیجه گرفت که این فرضیه پذیرفته می‌شود. به عبارت دیگر، حقوق صاحبان سهام دولتی (تنوع حقوق صاحبان سهام کمتر) تأثیر معنادار و منفی بر کارایی منابع مالی دارد. به بیانی دیگر، هرچه حقوق صاحبان سهام دولتی بیشتر باشد (تنوع حقوق صاحبان سهام کمتر باشد) کارایی منابع مالی کاهش پیدا می‌کند.

نتایج آزمون مدل دوم پژوهش

جدول ۱۱

نتایج حاصل از برآورد آزمون مدل (۲)

نام فارسی	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
تنوع حقوق صاحبان سهام (حقوق صاحبان سهام دولتی)	MIXTRA	-۰.۲۲۸	۰.۱۰۹	-۲.۰۸۱	۰.۰۳۸
هزینه‌های نمایندگی	AC	۰.۳۵۷	۰.۴۴۰	۰.۸۱۲	۰.۴۱۷
ضرایب تعاملی هزینه‌های نمایندگی و تنوع حقوق صاحبان سهام	AC*MIXTRA	۲.۴۷۹	۱.۰۳۲	۲.۴۰۱	۰.۰۱۷
اندازه شرکت	SIZE	۰.۰۲۲	۰.۰۱۰	۲.۱۱۴	۰.۰۳۵
اهرم مالی	LEV	۰.۸۵۷	۰.۲۴۸	۳.۴۶۱	۰.۰۰۱
سطح نگهداشت وجوه نقد	CASH	۰.۳۶۱	۰.۲۶۶	۱.۳۵۹	۰.۱۷۴
نسبت جاری	QUICK	-۰.۴۷۴	۰.۱۵۶	-۳.۰۳۴	۰.۰۰۳
حساب‌های دریافتنی	REC	۰.۲۴۹	۰.۱۱۰	۲.۲۶۷	۰.۰۲۴

استقلال هیات مدیره	IND	۰.۰۷۸	۰.۱۰۹	۰.۷۱۹	۰.۴۷۲
عرض از مبدا	C	-۰.۹۵۷	۰.۲۱۰	-۴.۵۵۲	۰.۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۸		آماره F	۸/۷۲	
دوربین واتسون	۲/۲۰		احتمال آماره F	۰/۰۰۰	

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌کند که هزینه‌های نمایندگی بر رابطه بین تنوع حقوق صاحبان سهام و کارایی منابع مالی تأثیر معناداری دارد. تنوع حقوق صاحبان سهام (MIXTRA) با ضریب منفی ۰.۲۲۸- و آماره t معنادار (۲۰۸۱-) در سطح معناداری ۰.۰۳۸ تأثیر منفی و معناداری بر کارایی منابع مالی دارد. این نتیجه بیانگر آن است که افزایش حقوق صاحبان سهام دولتی (تنوع حقوق صاحبان سهام کمتر) می‌تواند منجر به کاهش کارایی منابع مالی شود. این امر احتمالاً به دلیل تداخل منافع، کاهش پاسخگویی مدیریتی یا پیچیدگی‌های تصمیم‌گیری ناشی از ساختارهای متنوع حقوق صاحبان سهام است.

هزینه‌های نمایندگی (AC) با ضریب مثبت ۰.۳۵۷ اما آماره t غیرمعنادار (۰.۸۱۲) و سطح معناداری ۰.۴۱۷ نشان می‌دهد که به‌تنهایی تأثیر معناداری بر کارایی منابع مالی ندارد. این می‌تواند به معنای آن باشد که هزینه‌های نمایندگی تنها در تعامل با متغیرهای دیگر تأثیر خود را نشان می‌دهد.

ضرایب تعاملی هزینه‌های نمایندگی و تنوع حقوق صاحبان سهام (AC*MIXTRA) با ضریب مثبت ۲.۴۷۹ و آماره t معنادار (۲.۴۰۱) در سطح معناداری ۰.۰۱۷ نشان‌دهنده این است که هزینه‌های نمایندگی می‌تواند تأثیر منفی تنوع حقوق صاحبان سهام بر کارایی منابع مالی را خنثی یا تعدیل کند. به عبارت دیگر، در شرکت‌هایی که هزینه‌های نمایندگی مدیریت می‌شود، اثرات منفی حقوق صاحبان سهام دولتی (تنوع حقوق صاحبان سهام کمتر) بر کارایی منابع مالی کمتر محسوس خواهد بود.

اندازه شرکت (SIZE) با ضریب مثبت ۰.۰۲۲ و آماره t معنادار (۲.۱۱۴) در سطح معناداری ۰.۰۳۵ نشان می‌دهد که شرکت‌های بزرگ‌تر تمایل به بهبود کارایی منابع مالی دارند. این یافته می‌تواند ناشی از منابع بیشتر، مدیریت بهتر یا اقتصاد مقیاس در شرکت‌های بزرگ باشد.

اهرم مالی (LEV) با ضریب مثبت ۰.۸۵۷ و آماره t معنادار (۳.۴۶۱) در سطح معناداری ۰.۰۰۱ تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی منابع مالی دارد. این یافته تأکید می‌کند که استفاده از بدهی می‌تواند مدیران را به بهره‌وری بهتر منابع مالی سوق دهد، زیرا نظارت و فشار بازپرداخت بدهی معمولاً مدیران را به تخصیص بهینه منابع ترغیب می‌کند.

سطح نگهداشت وجوه نقد (CASH) با ضریب مثبت ۰.۳۶۱ اما آماره t غیرمعنادار (۱.۳۵۹) و سطح معناداری ۰.۱۷۴ نشان می‌دهد که تأثیر معناداری بر کارایی منابع مالی ندارد. این امر ممکن است به دلیل مدیریت ناکافی وجوه نقد یا منابع مالی‌های غیرمولد در شرکت‌ها باشد.

نسبت جاری (QUICK) با ضریب منفی ۰.۴۷۴- و آماره t معنادار (۳.۰۳۴-) در سطح معناداری ۰.۰۰۳ نشان‌دهنده این است که نقدینگی بالا می‌تواند تأثیر منفی بر کارایی منابع مالی داشته باشد. این وضعیت معمولاً زمانی رخ می‌دهد که وجوه نقد به جای منابع مالی، به صورت دارایی‌های غیرمولد نگهداری شوند.

حساب‌های دریافتنی (REC) با ضریب مثبت ۰.۲۴۹ و آماره t معنادار (۲.۲۶۷) در سطح معناداری ۰.۰۲۴ نشان‌دهنده تأثیر مثبت و معنادار بر کارایی منابع مالی است. این امر ممکن است به دلیل بهبود در جمع‌آوری مطالبات و استفاده بهینه از منابع مالی موجود باشد.

استقلال هیأت مدیره (IND) با ضریب مثبت ۰.۰۷۸ اما آماره t غیرمعنادار (۰.۷۱۹) و سطح معناداری ۰.۴۷۲ تأثیر معناداری بر کارایی منابع مالی ندارد. این نتیجه ممکن است نشان‌دهنده عدم ارتباط مستقیم بین استقلال هیأت مدیره و تصمیمات منابع مالی باشد. عرض از مبدأ (C) با ضریب منفی ۰.۹۵۷ و آماره t معنادار (۴.۵۵۲-) در سطح معناداری ۰.۰۰۰ نشان می‌دهد که در نبود متغیرهای توضیحی، میانگین کارایی منابع مالی منفی است.

ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل (۰.۴۸) نشان می‌دهد که ۴۸ درصد از تغییرات در کارایی منابع مالی توسط متغیرهای مدل توضیح داده می‌شود که نسبتاً قابل قبول است. آماره F (۸.۷۲) و سطح معناداری آن (۰.۰۰۰) بیانگر معنادار بودن کلی مدل است. آماره دوربین واتسون (۲.۲۰) نشان می‌دهد که خودهمبستگی در باقیمانده‌های مدل وجود ندارد.

در خصوص فرضیه دوم پژوهش که هزینه‌های نمایندگی بر رابطه بین تنوع حقوق صاحبان سهام و کارایی منابع مالی تأثیر معناداری دارد، نتایج ضرایب تعاملی نشان می‌دهد که این فرضیه تأیید می‌شود. به عبارت دیگر، هزینه‌های نمایندگی تأثیر منفی حقوق صاحبان سهام دولتی (تنوع حقوق صاحبان سهام کمتر) بر کارایی منابع مالی را تقویت می‌کند و تأثیر مثبتی در این رابطه دارد.

جدول ۱۲

خلاصه نتایج آزمون مدل پژوهش

فرضیه	شرح فرضیه	جهت رابطه	نتیجه
فرضیه اول	تنوع حقوق صاحبان سهام بر کارایی منابع مالی تأثیر معناداری دارد.	منفی	تایید
فرضیه دوم	هزینه‌های نمایندگی بر رابطه بین تنوع حقوق صاحبان سهام و کارایی منابع مالی تأثیر معناداری دارد.	مثبت	تایید

بحث و نتیجه‌گیری

نتایج پژوهش حاضر نشان داد که تنوع حقوق صاحبان سهام تأثیر معناداری بر کارایی منابع مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد و افزایش حقوق صاحبان سهام دولتی، که به معنای کاهش تنوع مالکیتی است، موجب کاهش کارایی منابع مالی می‌شود. این یافته بیانگر آن است که تمرکز مالکیت در دست دولت یا نهادهای وابسته به دولت می‌تواند از طریق کاهش انعطاف‌پذیری مدیریتی، افزایش بوروکراسی و تضعیف انگیزه‌های سودآوری، فرآیند تخصیص منابع را با ناکارایی مواجه سازد. در ساختارهایی که تنوع مالکیتی محدود است، تصمیمات سرمایه‌گذاری اغلب تحت تأثیر اهداف سیاسی، اجتماعی یا سازمانی قرار می‌گیرد و این امر ممکن است منجر به سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی شود که از بازده اقتصادی مطلوب برخوردار نیستند. این نتیجه با مبانی نظری نمایندگی همخوانی دارد، زیرا نظریه نمایندگی تأکید می‌کند که تمرکز قدرت و نبود سازوکارهای نظارتی کارآمد، زمینه بروز رفتارهای غیرکارا و تخصیص غیربهبینه منابع را فراهم می‌کند (Grossman & Hart, 2021).

یافته مذکور با نتایج پژوهش هو و همکاران همسو است که نشان دادند ساختار مالکیت مختلط در شرکت‌های دولتی چین موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری و افزایش کیفیت تصمیمات مالی می‌شود (Huo et al., 2024). همچنین، لی و یانگ بیان کردند که حضور همزمان سهامداران مختلف در ساختار مالکیت می‌تواند نوعی همزیستی نظارتی ایجاد کند که از سلطه یک گروه خاص جلوگیری کرده و کارایی تصمیمات اقتصادی را افزایش دهد (Li & Yang, 2022). از سوی دیگر، یافته پژوهش حاضر با نتایج کلاسنز و همکاران نیز مطابقت دارد؛ آنان معتقد بودند تمرکز مالکیت در دست گروه‌های محدود می‌تواند زمینه سوءاستفاده از قدرت کنترلی و تضعیف حقوق سهامداران خرد را فراهم کند (Claessens et al., 2024). در بازار سرمایه ایران نیز ساختار مالکیت متمرکز و حضور گسترده دولت در شرکت‌های بورسی، اغلب

موجب کاهش شفافیت، افزایش رفتارهای محافظه کارانه و محدود شدن کارایی سرمایه گذاری می شود که یافته های این پژوهش نیز آن را تأیید می کند (Osta, 2024).

نتایج فرضیه دوم نشان داد که هزینه های نمایندگی نقش تعدیل گر معناداری در رابطه میان تنوع حقوق صاحبان سهام و کارایی منابع مالی ایفا می کنند. این یافته حاکی از آن است که هرچه تضاد منافع میان مدیران و مالکان بیشتر باشد، اثر منفی مالکیت متمرکز بر کارایی منابع مالی تشدید می شود. در شرکت هایی که هزینه های نمایندگی بالا است، مدیران ممکن است منابع شرکت را در پروژه هایی تخصیص دهند که بیشتر در راستای منافع شخصی آنان باشد تا منافع سهامداران. این موضوع موجب کاهش بهره وری سرمایه گذاری و اتلاف منابع می شود (Mahmoudabadi & Rajaei, 2025). بنابراین، حتی اگر ساختار مالکیت از تنوع نسبی برخوردار باشد، در صورت ضعف سازوکارهای کنترلی و نظارتی، کارایی منابع مالی همچنان می تواند کاهش یابد.

این یافته با نتایج پژوهش شاه و همکاران همسو است که نشان دادند تغییرات مدیریتی و ساختار قدرت در شرکت ها می تواند هزینه های نمایندگی را افزایش داده و عملکرد شرکت را تحت تأثیر قرار دهد (Shah et al., 2019). همچنین، اسکایف و ورنر تأکید کردند که پاسخگویی مدیریتی و کنترل رفتارهای فرصت طلبانه مدیران، نقش تعیین کننده ای در مدیریت ریسک های اعتباری و تخصیص بهینه منابع دارد (Skaife & Werner, 2025). افزون بر این، نتایج پژوهش حاضر با یافته های گامپرز و همکاران نیز سازگار است؛ آنان بیان کردند که کیفیت حاکمیت شرکتی و سازوکارهای نظارتی قوی می تواند تضادهای نمایندگی را کاهش داده و ارزش شرکت را افزایش دهد (Gompers et al., 2023). در واقع، وجود سهامداران متنوع و مستقل، همراه با نظارت مؤثر، می تواند مانع رفتارهای فرصت طلبانه مدیران شده و کارایی سرمایه گذاری را ارتقا بخشد.

در بخش متغیرهای کنترلی، یافته های پژوهش نشان داد که اهرم مالی تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی منابع مالی دارد. این نتیجه بیانگر آن است که استفاده مناسب از بدهی می تواند مدیران را به سمت تخصیص بهینه منابع سوق دهد، زیرا تعهدات ناشی از بازپرداخت بدهی و نظارت اعتباردهندگان، رفتار مدیران را کنترل می کند. این یافته با نتایج پژوهش نعمان و همکاران مطابقت دارد که بیان کردند ساختار سررسید بدهی و محدودیت های مالی می تواند تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ها را بهبود بخشد (Nouman et al., 2022). همچنین، پژوهش صفری گرایی و رنایی نشان داد که ساختار بدهی در تعامل با کیفیت گزارشگری مالی می تواند بر کارایی منابع مالی اثرگذار باشد (Safari Gerayli & Ranaei, 2017). بنابراین، بدهی در صورتی که در سطح بهینه استفاده شود، می تواند نوعی سازوکار کنترلی برای کاهش رفتارهای غیرکارا محسوب شود.

نتایج پژوهش همچنین نشان داد که نسبت جاری تأثیر منفی و معناداری بر کارایی منابع مالی دارد. این یافته بیانگر آن است که نگهداری بیش از حد دارایی های نقد و منابع کوتاه مدت ممکن است نشان دهنده ضعف در تخصیص منابع و فرصت های سرمایه گذاری از دست رفته باشد. شرکت هایی که سطح بالایی از نقدینگی غیرمولد نگهداری می کنند، معمولاً بخشی از منابع خود را به جای سرمایه گذاری در پروژه های سودآور، به شکل دارایی های راكد حفظ می کنند. این نتیجه با مبانی نظری مرتبط با ناکارایی سرمایه گذاری همخوانی دارد و نشان می دهد که نقدینگی بیش از حد، در صورت نبود فرصت های سرمایه گذاری مناسب یا ضعف مدیریت، می تواند به کاهش کارایی منجر شود (Dolatkhah et al., 2023).

از سوی دیگر، حساب های دریافتنی تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی منابع مالی داشت. این موضوع نشان می دهد که مدیریت مؤثر مطالبات تجاری می تواند جریان نقدی شرکت را بهبود بخشد و امکان تخصیص بهتر منابع را فراهم سازد. شرکت هایی که توانایی مناسبی در مدیریت حساب های دریافتنی دارند، معمولاً از انعطاف پذیری بیشتری در تأمین مالی پروژه ها برخوردارند و می توانند سرمایه در گردش خود را

کاراثر مدیریت کنند. این یافته با نتایج پژوهش خدای‌پور و همکاران همسو است که تأکید داشتند توانایی مدیریتی و کیفیت تصمیم‌گیری مدیران می‌تواند نقش مهمی در بهبود کارایی منابع مالی ایفا کند (Khodamipour et al., 2025). همچنین، حسینی و کاشفی نیشابوری نیز نشان دادند که توانایی مدیریتی بالا موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری و کاهش ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود (Hosseini & Kashefi, 2024).

نتایج پژوهش حاضر همچنین نشان داد که استقلال هیأت‌مدیره تأثیر معناداری بر کارایی منابع مالی ندارد. این یافته می‌تواند ناشی از آن باشد که حضور مدیران غیرموظف در بسیاری از شرکت‌های ایرانی بیشتر جنبه صوری دارد و این مدیران از استقلال و قدرت واقعی برای اعمال نظارت برخوردار نیستند. در برخی شرکت‌ها، اعضای هیأت‌مدیره مستقل ممکن است وابستگی‌های غیررسمی یا منافع مشترکی با مدیران اجرایی داشته باشند که اثربخشی نظارتی آنان را کاهش می‌دهد. این نتیجه تا حدودی با یافته‌های اکبری و همکاران متفاوت است؛ آنان نشان دادند که حضور مدیران غیرموظف می‌تواند رابطه میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد مالی را تقویت کند (Akbari et al., 2022). تفاوت نتایج ممکن است ناشی از تفاوت در نوع متغیر وابسته، ویژگی‌های نمونه آماری و ساختار مالکیت شرکت‌ها باشد.

یافته‌های پژوهش حاضر از منظر نظری نیز دارای اهمیت است، زیرا نشان می‌دهد که ساختار مالکیت و هزینه‌های نمایندگی به صورت همزمان بر کارایی منابع مالی اثرگذار هستند. این موضوع بیانگر آن است که تحلیل کارایی سرمایه‌گذاری بدون توجه به ساختار حقوق صاحبان سهام و کیفیت حاکمیت شرکتی نمی‌تواند تصویری کامل از عملکرد شرکت ارائه دهد. نتایج این پژوهش همچنین از نظریه نمایندگی و نظریه حاکمیت شرکتی حمایت می‌کند و نشان می‌دهد که تنوع مالکیتی می‌تواند از طریق افزایش نظارت، کاهش تضاد منافع و ارتقای پاسخگویی مدیریتی، تخصیص منابع را بهبود بخشد (Gompers et al., 2023; Grossman & Hart, 2021). افزون بر این، نتایج پژوهش با مطالعات داخلی مرتبط با کیفیت سود، کیفیت حسابرسی و ساختار مالکیت نیز همسو است که همگی بر نقش سازوکارهای نظارتی در افزایش کارایی منابع مالی تأکید داشته‌اند (Mohammadi & Iman Shoar, 2023; Saghafi & Motamedi Fazel, 2022).

در مجموع، نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهد که کاهش تمرکز مالکیت دولتی و افزایش تنوع حقوق صاحبان سهام می‌تواند به بهبود کارایی منابع مالی در شرکت‌های بورسی منجر شود. همچنین، کاهش هزینه‌های نمایندگی از طریق تقویت حاکمیت شرکتی، شفافیت اطلاعاتی و نظارت مؤثر بر مدیران، نقش مهمی در ارتقای بهره‌وری سرمایه‌گذاری دارد. بنابراین، شرکت‌هایی که از ساختار مالکیت متنوع‌تر و سازوکارهای کنترلی قوی‌تری برخوردارند، احتمال بیشتری دارد که منابع مالی خود را در پروژه‌های سودآور و ارزش‌آفرین تخصیص دهند و عملکرد مالی بهتری داشته باشند.

محدودیت‌های پژوهش حاضر شامل محدود بودن جامعه آماری به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، حذف بانک‌ها و مؤسسات مالی از نمونه، و اتکا به اطلاعات تاریخی صورت‌های مالی بود. همچنین، برخی متغیرهای رفتاری و کیفی مرتبط با ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی به دلیل دشواری اندازه‌گیری در مدل لحاظ نشدند. از سوی دیگر، امکان تأثیر شرایط اقتصادی و سیاسی کشور بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها وجود داشت که کنترل کامل آن در پژوهش حاضر امکان‌پذیر نبود.

پیشنهاد می‌شود پژوهش‌های آینده نقش سایر ابعاد حاکمیت شرکتی مانند کیفیت کمیته حسابرسی، تمرکز مدیریتی، مالکیت نهادی و ویژگی‌های رفتاری مدیران را در رابطه میان تنوع حقوق صاحبان سهام و کارایی منابع مالی بررسی کنند. همچنین، انجام مطالعات مقایسه‌ای میان صنایع مختلف یا میان شرکت‌های دولتی و خصوصی می‌تواند به درک دقیق‌تر سازوکارهای اثرگذاری ساختار مالکیت بر کارایی سرمایه‌گذاری کمک کند. استفاده از روش‌های پیشرفته اقتصادسنجی و متغیرهای غیرمالی نیز می‌تواند دقت نتایج پژوهش‌های آینده را افزایش دهد.

از منظر کاربردی، نتایج این پژوهش می‌تواند برای سیاست‌گذاران بازار سرمایه، مدیران شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران مفید باشد. پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها با تقویت سازوکارهای حاکمیت شرکتی، افزایش شفافیت اطلاعاتی و ایجاد توازن در ساختار مالکیت، زمینه کاهش هزینه‌های نمایندگی و بهبود کارایی منابع مالی را فراهم کنند. همچنین، نهادهای نظارتی بازار سرمایه می‌توانند با تدوین مقررات حمایتی برای افزایش مشارکت سهامداران خصوصی و تقویت استقلال واقعی هیأت‌مدیره، کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بورسی را ارتقا دهند.

تعارض منافع

در انجام مطالعه حاضر، هیچ‌گونه تضاد منافی وجود ندارد.

مشارکت نویسندگان

در نگارش این مقاله تمامی نویسندگان نقش یکسانی ایفا کردند.

موازن اخلاقی

در انجام این پژوهش تمامی موازن و اصول اخلاقی رعایت گردیده است.

شفافیت داده‌ها

داده‌ها و مآخذ پژوهش حاضر در صورت درخواست از نویسنده مسئول و ضمن رعایت اصول کپی رایت ارسال خواهد شد.

حامی مالی

این پژوهش حامی مالی نداشته است.

References

- Akbari, M., Gholizadeh, M. H., & Farokhandeh, M. (2022). Investigating the moderating role of the percentage of non-executive directors in the relationship between financial resource opportunities and financial performance. *Accounting Research*, 7(1), 88-103.
- Al-Gamrh, K., Ismail, N. I. K., Ahsan, T., & Alquhaif, A. (2025). Investment opportunities, corporate governance quality, and firm performance in the UAE. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 10(2), 261-276.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2023). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1327.
- Babaei Zakliki, M. A. (2025). Designing a comprehensive management development system: Experience in the Industrial Development and Renovation Organization of Iran. Third Conference on Human Resource Development, Tehran.
- Chen, S., Li, Z., Han, B., & Ma, H. (2021). Managerial ability, internal control and investment efficiency. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 31, 100523.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2024). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Dolatkhah, A., Vaezi, S., & Basirat, M. (2023). Financial resource efficiency: A review of concepts and models. *Scientific Journal of New Research Approaches*, 3(11), 44-58.
- Gompers, P. A., Ishii, J. L., & Metrick, A. (2023). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-156.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (2021). The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*, 94(4), 691-719.



- Heidari, H., & Khoshnoud. (2023). The effect of corporate governance and shareholders' equity structure on financial resource efficiency of family firms listed on the stock exchange. *New Research Approaches in Management and Accounting*(11), 223-230.
- Hosseini, N., & Kashefi Nishabouri, M. R. (2024). Managerial ability, financial resource efficiency, and stock price crash risk. *Financial Engineering and Securities Management*, 12(46), 717-740.
- Huo, X., Zhao, Y., & Dong, Z. (2024). How mixed ownership affects investment efficiency? Evidence from state-owned enterprises in China. *PLoS One*, 19(6), e0306190.
- Khodamipour, A., Rahimi, A., & Foroughi, A. (2025). Investigating the effect of managerial ability on the relationship between tax avoidance and financial resource efficiency. *Financial Management Strategy*, 8(4), 111-134.
- Li, C., & Yang, X. (2022). The formation and governance of heterogeneous shareholder symbiosis based on the mixed reform of rural collective property rights. *Rural Economy*(6), 89-98.
- Mahmoudabadi, H., & Rajaei, S. (2025). Evaluating the relationship between agency costs and financial resource efficiency in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Social Interests*, 4(4), 185-204.
- Mohammadi, A., & Iman Shoar, S. (2023). The relationship between earnings quality and financial resource efficiency with emphasis on the role of institutional investors' shareholders' equity. National Conference on New Challenges and Solutions in Management, Accounting, and the Insurance Industry, Ardabil.
- Nouman, M., Ahmad, I., Siddiqi, M. F., Khan, F. U., Fayaz, M., & Shah, I. A. (2022). Debt maturity structure and firm investment in the financially constrained environment. *International Journal of Emerging Markets*. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-08-2020-0908>
- Osta, S. (2024). Investigating the relationship between shareholders' equity structure and earnings management. *Financial Accounting Research*, 3(2), 93-106.
- Safari Gerayli, M., & Ranaei, F. (2017). Investigating the relationship between financial reporting quality and financial resource efficiency and the effect of debt maturity structure on this relationship. *Asset Management and Financing*(16), 83-98.
- Saghafi, A., & Motamedi Fazel, M. (2022). The relationship between audit quality and financial resource efficiency in companies with high financial resource availability. *Financial Accounting Research*, 3(4), 1-14.
- Shah, S. G. M., Tang, M., Sarfraz, M., & Fareed, Z. (2019). The aftermath of CEO succession via hierarchical jumps on firm performance and agency cost: Evidence from Chinese firms. *Applied Economics Letters*, 26(21), 1744-1748.
- Skaife, H. A., & Werner, T. (2025). Changes in firms' political investment opportunities, managerial accountability, and reputational risk. *Journal of Business Ethics*, 163(2), 239-260.
- Xu, W., Zhou, L., & Chen, M. (2019). Mechanisms of SOE hybrid reform affecting firms' innovation investment: Government intervention effect or agency effect. *Science & Technology Progress and Policy*, 36(15), 77-83.