



تأثیر آستانه‌های مالکیت مدیریتی بر ساختار سرمایه و سیاست‌های سود تقسیمی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران

مهرداد رفیع زاده^۱

حمیدرضا کردلویی^۲

محسن هاشمی گهر^۳

شادی شاهرودیانی^۴

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۰/۱۲/۱۷ تاریخ پذیرش مقاله: ۱۴۰۱/۰۱/۲۲

چکیده

هرچند مالکیت مدیران باعث هم‌راستایی منافع ایشان با سهامداران می‌گردد اما این افزایش مالکیت می‌تواند به سنگربندی مدیران یا رفتار محافظه‌کارانه آنان نیز منتج گردد. مدیران بر اساس میزان مالکیت خود در اهم تصمیمات مالی چون استفاده از اهرم مالی و اتخاذ سیاست سود تقسیمی نیز متفاوت عمل می‌نمایند. هدف تحقیق حاضر پی بردن به تأثیر آستانه‌های سهامداری مدیران است که در مقادیر قبل و بعد از این آستانه‌ها رفتار مدیران در قبال سود تقسیمی و اهرم مالی متفاوت گردد. در این پژوهش تعداد ۱۴۳ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۸-۱۳۹۲ انتخاب شده‌اند، یافته‌های تحقیق نشان می‌دهند که تأثیر مالکیت مدیران بر اهرم مالی بر اساس دو مقدار آستانه‌های مالکیت و سه رژیم رفتاری متفاوت برای اهرم مالی می‌باشد. در رژیم‌های اول و دوم، مالکیت مدیریتی تأثیرات مثبت و معنی‌داری بر اهرم مالی داشته هرچند که با افزایش میزان مالکیت ضریب آن کاهش می‌یابد؛ اما در رژیم رفتاری سوم تأثیر مالکیت مدیریتی منفی می‌شود. بررسی تأثیر مالکیت مدیریتی بر سود سهام پرداختی نیز یک مقدار آستانه نشان داده که در هر دو رژیم تأثیر مالکیت مدیریتی بر سود سهام پرداختی مثبت و معنی‌دار بوده اما در مقادیر بالای مقدار آستانه‌ای ضریب تأثیر افزایش قابل توجهی نشان می‌دهد.

کلمات کلیدی

آستانه مالکیت، اهرم مالی، سود سهام پرداختی، مالکیت مدیریتی، رژیم رفتاری

۱- گروه مهندسی مالی، واحد شهر قدس، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. mehrdadrafizadeh@yahoo.com

۲- گروه مدیریت مالی، واحد اسلامشهر (واحد شهر قدس)، دانشگاه آزاد اسلامی، اسلامشهر، ایران و عضو گروه پژوهشی مخاطرات مالی نوین. (نویسنده مسئول) hamidreza.kordlouie@gmail.com

۳- گروه حسابداری، واحد شهر قدس، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. m.hashemi@qodsiau.ac.ir

۴- گروه مدیریت بازرگانی، واحد شهر قدس، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. shshahverdiani@gmail.com

مقدمه

شرکت‌ها در فعالیتهای تجاری پرشتاب امروزی اغلب در شرایط رقابت کامل قرار گرفته‌اند. این بدان معنی است که شاید در منطقه جغرافیایی سابق خود رقبای محدودی داشته‌اند، اما در اقتصاد به هم تنیده جهانی امروز دیگر نمی‌توانند به‌تنهایی محیط کسب‌وکار خود را شکل داده و ناچارند در سطح بین‌المللی به رقابت بپردازند، این رقابت بین‌المللی تأمین مالی لازم را در ساختار بدهی و ساختار سرمایه بهینه حساس‌تر می‌سازد (لومپا، ۲۰۱۸). تصمیمات تأمین مالی از معدود موضوعات همیشگی مورد بحث در امور مالی شرکت است که حتی در از نظرگاه‌های علمی نیز همیشه مورد توجه می‌باشد (همچون تئوری نمایندگی، تئوری سلسله‌مراتبی، تئوری علامت‌دهی) (بین هیدتیر، ۲۰۱۹). در کشور ایران، بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان اصلی‌ترین و مهم‌ترین نهاد جهت مبادلات سرمایه‌ای محسوب شده و به‌طور قطع، کار آیی این مرکز وابسته به تصمیم‌گیری صحیح عوامل موجود در آن می‌باشد. لذا دولت تلاش کرده است اقدامات لازم را جهت انتقال مالکیت شماری از شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی از طریق بازار سرمایه، انجام دهد که این خود یکی از عوامل اصلی تغییرات بنیادی در محیط اقتصادی ایران است. (مجتهدزاده، ۱۳۹۰). در این بین مدیران ارشد شرکت‌ها به‌عنوان تصمیم‌گیرندگان اصلی در مسائل تأمین مالی و شکل‌دهی ساختار بهینه سرمایه با در نظر گرفتن میزان مالکیت آن‌ها، پس از تسریع فرآیند خصوصی‌سازی و همچنین گسترش چشمگیر، تمایل سایر شرکت‌ها را به عرضه‌های عمومی سهام در بین شرکت‌های بورسی افزایش داده‌اند. حال در ایران با بازاری روبرو هستیم که قدمت ساختاری مالکیت حاضر در آن طولانی نبوده و اهمیت مدیر- مالک در آن برجسته‌تر گردیده است. از طرفی تئوری‌هایی چون نمایندگی نیز با دو دیدگاه نقش میزان مالکیت مدیران در هم‌راستایی با منافع سایر سهامداران یا سنگربندی مدیران پیچیدگی امر را افزایش می‌دهد. لذا این تئوری در رابطه با سایر ابزارهای مالی کاهش تضاد منافع، همچون اهرم مالی نظر قطعی ندارد. در بازار سرمایه ایران نقش مدیر- مالک به دلیل خصوصی‌سازی بیشتر و اینکه سهامداران، به نقش سهام‌های مدیریتی در حل مشکل تضاد منافع پی برده‌اند (خواجوی و شکر الهی، ۱۳۹۶) هرروز پررنگ‌تر می‌گردد، اما آنچه در ابهام قرار دارد این است که رفتار مدیران در سطوح مختلف مالکیت در قبال سود سهام پرداختی و اهرم مالی چگونه خواهد بود؟ به‌بیان‌دیگر آنان پس از چه سطوحی از مالکیت، دست به تغییر رفتار مالی خواهند زد؟ انجام این پژوهش از آن جهت لازم می‌نماید که نه‌تنها به گسترش ادبیات تحقیق داخلی یاری می‌رساند بلکه درک کلی را نسبت به نحوه رفتار مدیر- مالک در قبال دو تصمیم اصلی مالی که عبارت‌اند از ساختار سرمایه و سیاست‌های تقسیم سود در یک کشور در حال توسعه و بازار سرمایه رو به رشد آن تعمیق می‌بخشد. در واقع تأثیرات آستانه‌ای بدان

بررسی تأثیرات آستانه‌ای مالکیت نهادی... / رفیع زاده، کردلوئی، هاشمی و شاهوردیانی

معنی است که در بازه‌ای از میزان مالکیت مدیران آن‌ها یک نوع رفتار مالی را از خود نشان داده و پس از افزایش مقدار آستانه‌ای مالکیت، نحوه رفتار آن‌ها تغییر معنی‌داری یافته که گفته می‌شود رژیم رفتاری اهرم مالی / سود سهام پرداختی تغییر پیدا می‌کند. بررسی نویسندگان مقاله نشان می‌دهد تاکنون تحقیق داخلی در ارتباط با بررسی تأثیرات آستانه‌های ساختار مالکیت بر اهرم مالی و سود سهام پرداخته باشد انجام نگردیده است. موضوع این تحقیق همچنین از جمله مباحث پراهمیت حاکمیت شرکتی بوده که می‌تواند به شناخت بهتر تأثیرات سهامداری مدیران در تصمیم‌گیری‌های مهم مالی منجر شده و در سیاست‌گذاری به نهادهای حاکمیتی و همچنین سهامداران شرکت‌ها کمک نماید. در بخش‌های آتی مقاله نیز مبانی نظری و پیشینه تحقیق بیان شده، مدل تحقیق و متغیرها تعریف شده، نتایج رگرسیون‌های آماری مرتبط با فرضیات ارائه شده و در نهایت به تحلیل و نتیجه‌گیری پرداخته شده است.

پیشینه و چارچوب نظری پژوهش:

الف- مالکیت مدیریتی و اهرم مالی

جداسازی مالکیت از مدیریت به ایجاد تضاد منافع بین مالک و نماینده (مدیر) منتهی می‌شود. مدیران همیشه در جهت منافع سهامداران فعالیت نمی‌کنند و ممکن است از دارایی‌های شرکت استفاده نامعقول نمایند. بنابراین بین مالک و مدیر تضاد منافع وجود دارد. وجود تضاد منافع بین مدیران و سهامداران می‌تواند به مشکلات و مسائل نمایندگی منتهی شود که بر اساس نظریه نمایندگی، دارای هزینه می‌باشد. این تضاد منافع مولد انگیزه لازم برای مدیریت در جهت بهینه نمودن منافع خویش و در نتیجه انجام حرکاتی (به‌عنوان مثال تحریفات صورت‌های مالی) است که غالباً زیان سرمایه‌گذار را در بردارد (کل^۳ و اشنیدر، ۲۰۲۰) مطالعات مختلف نشان می‌دهد چنانچه مدیران، سهامداران شرکت خود نیز باشند، انگیزه آنان برای نظارت بیشتر می‌شود. زیرا هر چه سهم مالکیت مدیر بیشتر شود، برای افزایش ارزش شرکت بیشتر تلاش می‌کند. لذا اگر مدیر مالک ۱۰٪ سهام شرکت باشد، آنگاه هزینه‌های نمایندگی سهامداران صفر می‌شود. در واقع یک رابطه مثبت بین هزینه‌های نمایندگی سهامداران و جداسازی مالکیت از کنترل به وجود می‌آید. اما وقتی درصد مالکیت مدیران به زیر ۱۰٪ می‌رسد سهم مالکیت سهامداران به‌طور نسبی بین آن‌ها پخش می‌شود (رشید^۴، ۲۰۲۰)؛ اما بسیاری از تحقیقات در این شرایط مدیر بیشترین انگیزه برای از زیر کار شانه خالی کردن و یا مصرف عایدات اضافی را دارد. وجود مالکیت مدیریتی در یک شرکت این تصور جالب را ایجاد می‌کند که ارزش شرکت در نتیجه بهبود مالکیت مدیریتی بهبود می‌یابد (دوری^۵ و دیانتیمالا). با افزایش مالکیت مدیریتی، مدیر نیز مجبور به تحمل ریسک ناشی از تصمیم‌گیری خود می‌کند. در این شرایط مدیر

به‌عنوان یک سهامدار منافع شخصی خود را با منافع سهامداران همسو می‌کند. این امر باعث می‌شود مدیران در تصمیم‌گیری در مورد استفاده از بدهی و استفاده بهینه از بدهی دقت بیشتری داشته باشند (لوماپو، ۲۰۱۸). همچنین مالکیت مدیران نه تنها به‌نوعی جایگزینی برای مکانیزم کنترلی محسوب شده بلکه حتی برای ابزاری چون اهرم مالی در ادبیات حاکمیت شرکتی جایگزین خوبی می‌گردد (آیونیتا^۷ و همکاران، ۲۰۲۰)؛ اما از طرف دیگر با افزایش میزان سهام مدیران ممکن است آن‌ها دچار نوعی سنگربندی شده و لذا مجدداً صرفاً به منافع خود بی‌اندیشند (شأن^۸ و همکاران، ۲۰۲۰) بلندپروازی نموده و یا محافظه‌کار عمل نمایند (صالحی^۹ و آلیون، ۲۰۲۱) که تمامی این موارد می‌تواند در استفاده از اهرم مالی خود را نشان دهد. عسکری و صالح نژاد (۱۳۹۸) بیان داشتند که یکی از اهداف مدیران شرکت کاهش هزینه سرمایه و در نتیجه حداکثر کردن ثروت سهامداران می‌باشد. ساختار مالکیت و سیاست‌های مالی می‌تواند عملکرد و ارزش شرکت را از طریق کاهش هزینه‌های نمایندگی تحت تأثیر قرار دهد (تقی زاده خانقاه و بادآور نهندي، ۱۳۹۴). همچنین برای کاهش هزینه‌های نمایندگی اجبار به مدیران در استفاده از بدهی می‌تواند به افزایش خطر ورشکستگی و از دست دادن شغل مدیران نیز منتهی گردد. لذا مدیران بایستی به‌طور کاراتری از جریان‌های نقدی استفاده کنند. علاوه بر آن، با افزایش میزان بدهی، مدیران تحت فشار هستند تا در پروژه‌های پربازده سرمایه‌گذاری کرده و جریان‌های نقد کافی برای بازپرداخت اصل و فرع بدهی داشته باشند. ساختار سرمایه‌گذاری کرده و جریان‌های نقد کافی برای بازپرداخت می‌باشد. اهرم مالی یکی از دشوارترین موضوعاتی است که مدیر در هنگام تصمیم‌گیری با آن روبروست، زیرا افزایش نسبت بدهی ممکن است ریسک‌های مالی را افزایش داده و منجر به افزایش هزینه سرمایه شود. بر این اساس، بنگاه‌ها باید استفاده از منابع مالی را به‌گونه‌ای بهبود بخشند که منجر به افزایش سودآوری شود. این امر مستلزم افزایش نگرانی در مورد تصمیمات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری است، به‌گونه‌ای که جریان واقعی سودهای مثبت آینده را تحقق بخشد و به‌تبع آن، افزایش قیمت سهام در بازار، یعنی افزایش ثروت صاحبان (ظهیر و فتاح، ۲۰۲۰، چیکالیپا و همکاران، ۲۰۱۹). ساختار سرمایه بهینه زمانی ایجاد می‌شود که مدیران بتوانند هزینه سرمایه شرکت را به حداقل برسانند. مطلبیان چالشتری و مصطفوی (۱۳۹۸) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های و نشان دادند که تأثیر مالکیت مدیریتی بر اهرم مالی، مثبت و معنی‌دار است؛ اما در تحقیق دیگری که توسط تقی‌زاده خانقاه و بادآور نهندي (۱۳۹۴) انجام گردیده نتایج نشان داد که بین اهرم مالی و مالکیت رابطه متقابل منفی وجود دارد. علاوه بر تحقیقاتی که نتایج متفاوتی از رابطه مستقیم و غیرمستقیم بین مالکیت مدیریتی و اهرم مالی در بازار ایران نشان داده‌اند، تحقیقی که توسط عباس زاده

بررسی تأثیرات آستانه‌ای مالکیت نهادی... / رفیع زاده، کردلوئی، هاشمی و شاهوردیانی

و رزاقی (۱۳۹۶) انجام گردیده که نشان می‌دهد بین مالکیت مدیریتی و نسبت بدهی رابطه غیرخطی وجود دارد. سان^{۱۰} و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی بین شرکت‌های بریتانیایی نشان داد که رابطه غیریکنواخت بین مالکیت مدیریتی و اهرم مالی شرکت وجود دارد و به دلیل قوی‌تر شدن ساختار کنترلی و حاکمیت شرکتی ضریب متغیر اهرم مالی مثبت و معنی‌دار است. در شماری از تحقیقات خارجی نیز وجود رابطه غیرخطی بین مالکیت مدیریتی و اهرم مالی گزارش گردیده است (موسا^{۱۱} و چیچتی، ۲۰۱۳؛ حاتم^{۱۲}، ۲۰۱۵؛ مندوزا^{۱۳} و همکاران، ۲۰۱۹). لذا با توجه مبانی نظری، تئوری نمایندگی از دو دیدگاه: هم‌راستا نمودن رفتار مدیران با سهامداران با افزایش سهام، احتمال وقوع سنگربندی رفتاری مدیران با افزایش زیادتر سهام و لحاظ نتایج شماری از تحقیقات وجود رابطه‌ای غیرخطی بین مالکیت مدیریتی و اهرم مالی ممکن می‌باشد.

ب- ساختار مالکیت و سود سهام پرداختنی

فلسفه تقسیم سود ریشه در این دارد که سرمایه‌گذاران زمانی دریافت سود از سرمایه‌گذاری را بر حفظ سود سهام در شرکت ترجیح می‌دهند که انتظار نداشته باشند سرمایه‌گذاری مجدد در شرکت به سودی بیشتر از حد موردنظر آنان منجر شود (اینکو^{۱۴} و همکاران، ۲۰۱۵). تقسیم سود از دو جنبه بسیار مهم قابل‌بحث است. از یک‌طرف عاملی اثرگذار بر سرمایه‌گذاری‌های پیش روی شرکت‌ها است و تقسیم سود موجب کاهش منابع داخلی و افزایش نیاز به منابع خارجی می‌شود. از طرف دیگر، بسیاری از سهامداران شرکت خواهان تقسیم سود نقدی هستند و از این‌رو مدیران باهدف حداکثر کردن ثروت، همواره باید بین علایق مختلف آنان و فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری تعامل برقرار کنند (عسکریان و شیرازی، ۱۳۹۵). شرکت‌های با مالکیت مدیریتی بالا تمایل به افزایش وجوه درون‌سازمانی و کاهش سود پرداختنی به‌منظور تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری و یا منافع شخصی دارند. به‌این‌ترتیب، کاهش سود تقسیمی مشکلات نمایندگی و تضاد منافع ناشی از جریان‌های نقد آزاد را افزایش می‌دهد (تقی‌زاده خانقاه و بادآورنهدی، ۱۳۹۴)؛ زیرا پرداخت نکردن سود به سهامداران، منابع تحت کنترل مدیران را افزایش می‌دهد و موجب افزایش قدرت مدیران می‌شود؛ اما از دیدگاه دیگر سرمایه‌گذاران درون‌سازمانی (از قبیل مدیران) با توجه به این موضوع که در شرکت حضور دارند، مایل‌اند سود سهام تقسیم شود تا به پول نقد شخصی دست پیدا کنند. در نتیجه، رابطه بین مالکیت مدیریتی و سود سهام پرداختنی می‌تواند منفی یا مثبت باشد. با در نظر گرفتن پرداخت سود سهام از منظر اطلاعات، نظریه سیگنالینگ (ریز کیا و سامیاتی^{۱۵}، ۲۰۱۳) سود سهام تصریح می‌کند که از پرداخت سود سهام می‌تواند به‌عنوان وسیله‌ای برای ارتباط اطلاعات در مورد عملکرد مالی یک شرکت با سرمایه‌گذاران استفاده شود (اینکو و همکاران، ۲۰۱۵). همچنین آیدین و

کاودار^{۱۶} (۲۰۱۵) نیز بیان داشتند که افزایش سود سهام نقدی حامل پیامی برای بازار است مبنی بر این که انتظار می‌رود عملکرد شرکت بهبود یابد. در حاکمیت شرکتی نیز که پرداخت سود سهام به‌عنوان روشی برای کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهامداران عنوان گردیده، به‌طوری که با پرداخت سود سهام، مدیران جریان نقدی مازاد را در به سهامداران انتقال می‌دهند که نشان دهند آن‌ها وظایف نمایندگی خود را به‌خوبی انجام می‌دهند (نزار^{۱۷}، ۲۰۲۱). در مدل کلاسیک نظریه نمایندگی بین مالکیت مدیریتی و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها روش‌های جایگزین برای کاهش هزینه‌های جریان‌های نقد آزاد محسوب می‌شود. اما در تحقیقات جدید مشخص گردیده که در بسیاری از موارد از این ابزارها به‌عنوان مکمل یکدیگر نیز استفاده می‌گردد (فایز^{۱۸} و همکاران، ۲۰۱۹). لذا مسئله اساسی در این نظریه آن است که افزایش میزان سهام مدیران وقتی که از یک حد مشخصی بالاتر رود، باعث افزایش قدرت مدیران گردیده و این احتمال را به وجود می‌آورد که آن‌ها مجدداً از همگرایی منافع با سهامداران دیگر فاصله گیرند و تصمیماتی بر حول منافع شخص خود گیرند و همچنین نگران به خطر افتادن جایگاه خود نیز نباشند (گیمه^{۱۹} و گیاپونگ، ۲۰۱۸). اینکه مدیران با افزایش میزان مالکیت تصمیمات متهورانه بگیرند و بی‌پروایان به انتخاب استراتژی‌های کسب‌وکار بپردازند و تصمیمات مالی اتخاذ نمایند نیز گزارش گردیده است (پارک^{۲۰} و همکاران، ۲۰۱۸). یکی از مهم‌ترین دلایلی که بر ارزش شرکت‌ها تأثیرگذار است تصمیمات اصلی مالی مدیران در رابطه با سود سهام پرداختی است (حسن‌الدین^{۲۱}، ۲۰۲۱). اگر سود سهام و مالکیت مدیریتی روش‌های جایگزین برای کاهش هزینه‌های نمایندگی مربوط به جریان‌های نقد آزاد باشند. در نتیجه، رابطه بین آن‌ها باید منفی باشد. باین‌وجود، نتایج چندین پژوهش لی^{۲۲} (۲۰۱۱) نشان می‌دهد که رابطه بین سود سهام و مالکیت مدیریتی نمی‌تواند منفی باشد، در واقع، آن‌ها بیان می‌کنند که رابطه میان این دو به دلیل جبهه‌گیری مدیریت ممکن است مثبت باشد. فلورا کیس^{۲۳} و همکاران (۲۰۱۵) رابطه بین سیاست تقسیم سود و مالکیت مدیریتی پرداختی و بر اساس یافته‌های تحقیق نشان دادند که بین مالکیت مدیریتی و سیاست تقسیم سود در سطوح به نسبت پایین مالکیت، رابطه منفی وجود دارد. باین‌وجود، زمانی که سطح مالکیت مدیریتی در سطوح بالا باشد، این رابطه تبدیل به رابطه‌ای مثبت می‌شود. آن‌ها بیان داشتند که ماهیت رابطه بین مالکیت مدیریتی و سیاست تقسیم سود ممکن است پیچیده‌تر از پژوهش‌های انجام‌شده در این زمینه باشد و این رابطه به‌طور قابل‌توجهی در سطوح مختلف مالکیت، متفاوت است. این نتایج سازگار با نظریه نمایندگی است اما نمی‌تواند به‌طور کامل چگونگی توزیع سود سهام شرکت را توضیح دهد. با توجه به این مسائل، مدیران شرکت‌ها باید از عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود (از جمله ساختار مالکیت)، آگاهی داشته باشند (فایز^{۲۴} و همکاران، ۲۰۱۹).

بررسی تأثیرات آستانه‌ای مالکیت نهادی... / رفیع زاده، کردلوئی، هاشمی و شاهوردیانی

توسعه مدل و تعریف متغیرها

با لحاظ دو فرضیه ممکنه نظریه نمایندگی و همچنین تحقیقات گذشته که به رابطه غیرخطی میزان مالکیت مدیریتی و استفاده از اهرم مالی و سود سهام پرداختی اشاره داشته‌اند دو فرضیه تحقیق به صورت ذیل خواهند بود:

پرسش اول: آیا میزان مالکیت مدیریتی بر روی اهرم مالی شرکت دارای آستانه/مای معنی‌داری بوده؛ به طوری که رژیم‌های رفتاری متفاوتی از اهرم مالی را بر اساس میزان مالکیت مدیران مشخص نمود؟
پرسش دوم: آیا میزان مالکیت مدیریتی بر روی سود سهام پرداختی شرکت دارای آستانه/مای معنی‌داری بوده؛ به طوری که رژیم‌های رفتاری متفاوتی از سود سهام پرداختی را بر اساس میزان مالکیت مدیران مشخص نمود؟

در زمانی که بر اساس روش‌های مرسوم به بررسی روابط غیرخطی پرداخته می‌شود برای تقسیم نمونه‌ها به گروه‌های که دارای رفتار متفاوت هستند به نظر محقق متکی می‌باشد. در واقع محقق خود به انتخاب تعداد رژیم‌ها و محل آن اقدام می‌نماید که می‌تواند با در نظر گرفتن نظریات اقتصادی و یا مقادیری باشد که محقق با مطالعه سایر تحقیقات بدان دست یافته است. لذا صحت نتایج و میزان‌های تخمین زده شده جای تأمل خواهد داشت. هانسن^{۲۵} (۱۹۹۹) به این مسئله تأکید داشته که تابع رگرسیون نبایستی به طور یکنواخت از همه داده‌ها عبور کرده و بایستی در صورت گوناگونی رفتار به گروه‌های مجزا تفکیک گردد. هانسن (۲۰۰۰) با ارائه یک روش جدید در اقتصادسنجی موفق گردید که از دخالت نظر محقق در شکل‌گیری توابع غیرخطی جلوگیری نموده و مقادیر آستانه‌ای بروشی آماری به دست آیند.

اگر داده‌های ترکیبی متوازن به صورت ذیل باشد:

$$\{Y_{it}, q_{it}, X_{it}; 1 \leq t < n, 1 \leq t < T\}$$

اندیس i نشان‌دهنده مقاطع و اندیس t نشان‌دهنده زمان می‌باشند. متغیر Y_{it} متغیر وابسته و متغیر q_{it} متغیر آستانه‌ای بوده که هر دو اسکار می‌باشند. در صورتی که بردارش گر X_{it} یک بردار باشد مدل به صورت زیر خواهد بود:

$$Y_{it} = \mu_i + \beta_1 X_{it} I(q_{it} \leq \gamma) + \beta_2 X_{it} I(q_{it} > \gamma) + e_{it}$$

که در آن $I(O)$ تابع شاخص می‌باشد (امام وردی و همکاران، ۱۳۹۶).

دو دستگاه معادلات ذیل دستگاه‌های هستند که مدلی مفهومی برای تحقیق محسوب می‌شوند. در دو دستگاه ذیل هم شرایط یک آستانه‌ای و هم دو آستانه‌ای را پوشش می‌دهد. مقدار γ_i مقادیر آستانه‌ای

را نشان می‌دهد که در آن مقدار آستانه اول و γ_1 آستانه دوم می‌باشد. اگر مقدار آستانه‌های دوم نیز وجود نداشته باشد آنگاه به‌جای تمامی γ_2 مقدار γ_1 جایگزین شده و سه رگرسیون به دو رگرسیون در هر دستگاه تبدیل شده و درواقع یک معادله حذف می‌گردد. یک آستانه‌ای بدین معنی است که دارای دو رژیم رفتاری قبل و بعد از مقدار آستانه‌ای مالکیت مدیریتی بوده و اهرم مالی و یا سود سهام پرداختی به دو رژیم رفتاری تقسیم می‌گردد. دو آستانه‌ای بدین معنی است که دارای سه رژیم رفتاری قبل و بعد از هر مقدار آستانه‌ای مالکیت مدیریتی بوده و اهرم مالی و یا سود سهام پرداختی به سه رژیم رفتاری تقسیم می‌گردد که کمتر از آستانه اول، بین آستانه اول و دوم و بیش از آستانه دوم را تشکیل می‌دهد. e_{it} جزء خطای هر رگرسیون بوده و $Manown_{it}$ متغیر مالکیت مدیریتی بشمار می‌رود و h_i هم متغیرهای کنترلی را نمایندگی می‌کند؛ و Div_i و Lev_i نیز به ترتیب متغیرهای وابسته سود تقسیمی سهام پرداختی و اهرم مالی و در دو دستگاه معادلاتی مجزا هستند.

$$Lev_{it} = \begin{cases} \mu_i + \beta_1 h_{it} + \beta_r Manown_{it} + e_{it} & \text{if } Manown_{it} \leq \gamma_1 \\ \mu_i + \beta_1 h_{it} + \beta_r I Manown_{it} + e_{it} & \text{if } \gamma_1 \leq Manown_{it} < \gamma_2 \\ \mu_i + \beta_1 h_{it} + \beta_r Manown_{it} + e_{it} & \text{if } Manown_{it} > \gamma_2 \end{cases}$$

$$Div_{it} = \begin{cases} \mu_i + \beta_1 h_{it} + \beta_r Manown_{it} + e_{it} & \text{if } Manown_{it} \leq \gamma_1 \\ \mu_i + \beta_1 h_{it} + \beta_r Manown_{it} + e_{it} & \text{if } \gamma_1 \leq Manown_{it} < \gamma_2 \\ \mu_i + \beta_1 h_{it} + \beta_r Manown_{it} + e_{it} & \text{if } Manown_{it} > \gamma_2 \end{cases}$$

برای این پژوهش داده‌های ۱۴۳ شرکت و برای یک بازه زمانی هفت‌ساله از سال ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ به‌صورت پنلی مورد استفاده قرار گرفته است.

متغیرهای تحقیق:

متغیرهای وابسته در هر یک از دستگاه‌های فوق به ترتیب اهرم مالی و سود سهام پرداختی و متغیر مستقل تحقیق مالکیت نهادی بوده که در ذیل نحوه محاسبات آن ارائه می‌گردد در ادامه نیز سایر متغیرهای کنترلی معرفی می‌گردند.

فرصت‌های رشد (MB): برابر است با نسبت ارزش بازار سهام (تعداد در قیمت سهام) به ارزش دفتری کل حقوق صاحبان سهام شرکت در پایان سال مالی. / سود سهام پرداختی (Dividends): برای اندازه‌گیری سود سهام پرداختنی از سود سهام نقدی سهام عادی تقسیم‌بر کل دارایی‌ها استفاده شده است.

بررسی تأثیرات آستانه‌ای مالکیت نهادی... / رفیع زاده، کردلوئی، هاشمی و شاهوردیانی

اهرم مالی (Leverage): این متغیر که از طریق نسبت کل بدهی به دارایی‌های شرکت اندازه‌گیری می‌شود، مالکیت مدیریتی (Manown): به صورت درصد سهام نگهداری شده توسط اعضای هیئت‌مدیره محاسبه شده است. این نحوه محاسبه مالکیت مدیریتی در شماری از تحقیقات چون عبدی و همکاران (۱۳۹۶) و خدادادی و همکاران (۱۳۹۳) استفاده شده است / نسبت دارایی‌های ثابت مشهود (Asset): از حاصل تقسیم کل دارایی‌های ثابت مشهود به کل دارایی‌ها محاسبه شده و در پژوهش‌های قبلی نیز کنترل شده است / نقدینگی (Liquidity): برابر است با نسبت اختلاف دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری به کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی. / رشد شرکت (Grow): برابر است با نسبت تغییرات در فروش به کل فروش اول دوره شرکت در پایان سال مالی / اندازه: (size): ارزش بازار سهام به‌عنوان معیار اندازه در نظر گرفته شده است. از این رو، قیمت سهام در پایان سال در تعداد سهام در دست سهامداران ضرب می‌شود.

آزمون‌ها و یافته‌های پژوهش

آزمون ایستایی متغیرها: پایایی متغیرهای پژوهش به این معنا است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. با توجه به نتایج جدول (۱) می‌توان نتیجه گرفت که وجود فرضیه صفر مبنی بر وجود ریشه واحد و تمامی متغیرها در سطح ایستا است.

جدول ۱: نتایج آزمون ریشه واحد تابلویی برای متغیرهای مدل

آزمون‌ها متغیرها	آزمون لین، لوین و چو (LLC)	Prob	آزمون ایم، پسران ووشین (IPS)	prob	آزمون فیشر (ADF-Fisher)	Prob	آزمون فیشر (pp-Fisher)	Prob
اندازه شرکت	-۴۸,۰۱۳	۰/۰۰۰	-۱۱,۸۷۰	۰/۰۰۰	۷۶۹,۸۱۸	۰/۰۰۰	۹۶۷,۵۶۸	۰/۰۰۰
مالکیت مدیریت	-۲۳,۷۶۴	۰/۰۰۰	-۳۹,۱۵۱	۰/۰۰۰	۷۱,۰۲۳	۰/۰۰۰	۶۳,۷۵۱	۰/۰۰۰
سود سهام پرداختنی	-۱۰,۴۹۰	۰/۰۰۰	-۲,۰۷۷	۰/۰۰۰	۱۳۰,۶۸۰	۰/۰۰۰	۱۴۹,۲۵۸	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-۵۷,۹۰۸	۰/۰۰۰	-۱۰,۴۲۲	۰/۰۰۰	۶۷۶,۵۰۹	۰/۰۰۰	۹۰۹,۸۲۳	۰/۰۰۰
نسبت دارایی‌های ثابت	-۴۰,۴۰۶	۰/۰۰۰	-۷,۴۹۶	۰/۰۰۰	۶۰۴,۷۱۴	۰/۰۰۰	۷۱۳,۷۱۶	۰/۰۰۰
نقدینگی	-۱۸۷,۱۲۹	۰/۰۰۰	-۲۰,۰۹۹	۰/۰۰۰	۵۱۴,۷۸۶	۰/۰۰۰	۶۱۴,۴۶۲	۰/۰۰۰
رشد شرکت	-۱۰۲,۵۴۸	۰/۰۰۰	-۱۸,۹۹۸	۰/۰۰۰	۵۲,۹۹۸	۰/۰۰۰	۲۶,۴۱۱	۰/۰۰۰
فرصت رشد	۸۷,۲۳۹	۰/۰۰۰	۱۳,۰۶۹	۰/۰۰۰	۴۷,۱۸۶	۰/۰۰۰	۵۸,۳۳۸	۰/۰۰۰

تعیین تعداد آستانه‌ها: بر اساس جدول ذیل با در نظر داشتن ساختار مالکیت مدیریتی به‌عنوان متغیر آستانه و یا انتقال، مقدار آماره آزمون F (۱۱,۷۱۳) از مقدار بحرانی در سطح (7.113) بیشتر است، لذا مقدار آستانه حاصله معنی‌دار بوده و فرض خطی بودن الگوی مورد بررسی رد می‌شود.

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۴ / شماره ۵۴ / بهار ۱۴۰۲

جدول ۲: تشخیص آستانه مالکیت مدیریتی بر اهرم مالی

P value	آماره آزمون	آزمون آستانه	
۰,۰۰۱	*۱۱,۷۱۳	آستانه ۱	مالکیت مدیریتی
۰,۰۰۰۹	*۹,۰۶۷	آستانه ۲	
۰,۰۹۸	۸,۸۰۴	آستانه ۳	

*نشان دهنده معنی داری مقدار آستانه در سطح ۰,۰۵ است. (منبع یافته‌های پژوهش)

جدول ۳: تشخیص آستانه مالکیت نهادی بر سود سهام پرداختی

P value	آماره آزمون	آزمون آستانه	
۰,۰۰۰	*۹,۴۳۲	آستانه ۱	مالکیت مدیریتی
۰,۰۰۰	*۱۲,۷۴۲	آستانه ۲	
		آستانه ۳	

*نشان دهنده معنی داری مقدار آستانه در سطح ۰,۰۵ است. (منبع یافته‌های پژوهش)

بر اساس جدول فوق با در نظر داشتن ساختار مالکیت مدیریتی به عنوان متغیر آستانه و یا انتقال، مقدار آماره آزمون F (۹,۴۳۲) از مقدار بحرانی در سطح (7.113) بیشتر است، لذا مقدار آستانه حاصله معنی دار بوده و فرض خطی بودن الگوی موردبررسی رد می‌شود.

جدول ۴: برآورد مقادیر آستانه مالکیت مدیریتی و رژیم‌های رفتاری اهرم مالی

عنوان	مقادیر آستانه‌های مالکیت مدیریتی
مقدار آستانه ۱۷	۰,۷۲۳
مقدار آستانه ۲۷	۱,۱۱۷

(منبع یافته‌های پژوهش)

جدول ۵: برآورد آستانه مقادیر آستانه مالکیت مدیریتی و رژیم‌های رفتاری سود سهام پرداختی

عنوان	مقادیر آستانه‌های مالکیت مدیریتی
مقدار آستانه ۱۷	۷,۳۱۳
مقدار آستانه ۲۷	-

(منبع یافته‌های پژوهش)

همچنین برای مدل مالکیت مدیریت و اهرم مالی دو مقدار آستانه به ترتیب ۰,۷۲۳ و ۱,۱۱۷ برآورد گردید. در ارتباط با مالکیت مدیریتی و سود سهام پرداختی، یک مقدار آستانه‌ای برابر ۷,۳۱۳ برای مالکیت مدیریتی شناسایی گردیده است. در زیر تابع ای معرفی می‌گردد که بر اساس دو مقدار آستانه‌ای

بررسی تأثیرات آستانه‌ای مالکیت نهادی... / رفیع زاده، کردلوئی، هاشمی و شاهوردیانی

مالکیت مدیریتی بر اهرم مالی توسعه یافته و در آن سه رژیم رفتاری مختلف اهرم مالی بر اساس ساختار مالکیت نهادی مورد بررسی قرار می‌گیرد. بر اساس نتایج حاصله پی خواهیم برد که در هر بازه چه تأثیری میزان مالکیت نهادی بر اهرم مالی شرکت‌ها داشته است.

$$Lev = b^1 + b^2(Manown \leq 0.723) + b^3(0.723 < Manown \leq 1.117) + b^4(1.117 < Manown) + Controlvariables + \varepsilon$$

جدول ۶: تأثیر ساختار مالکیت مدیریتی بر اهرم مالی

متغیر وابسته سهام پرداختی در مدل بر اساس متغیرهای مستقل مالکیت نهادی (آستانه‌های)				
Std. Error	t-Statistic	Probability	Coefficient	متغیرها
۷۹۲۰.۰	-۱,۱۲۱	۰,۲۶۲	-۰,۰۰۷۴	Intercept
۱۶۰.۰۴	۰,۵۷۴	۰,۰۰۵	۰,۰۰۴	مالکیت مدیریتی ($Manown > ۰,۷۲۳$)
۰,۴۳۹	۰,۴۵۳	۰,۰۵۰	۰,۰۰۱	مالکیت مدیریتی ($۰,۷۲۳ < Manown \leq ۱,۱۷$)
۰,۹۱۲	-۰,۱۶۵	۰,۰۰۸	-۰,۰۰۳	مالکیت مدیریتی ($Manown < ۱,۱۷$)
۰,۸۱۶	۰,۷۳۹	۰,۴۵۹	۰,۰۰۲	اندازه شرکت
۰,۲۱۹	-۱,۲۲۴	۰,۲۲۰	-۰,۰۲۵	نسبت دارایی
۰,۲۷۳	۰,۸۴۳	۰,۰۹۹	۰,۰۱۳	فرصت رشد
۰,۰۹۸	۰,۲۳۴	۰,۸۱۴	۰,۰۰۴	نقدینگی
۰,۰۵۸	۰,۰۱۳	۰,۹۸۹	۸,۳۶	رشد شرکت
	۰,۱۱۹			آزمون سارگان
	۰,۲۱			AR(1)
	۰,۱۹			AR(2)

(منبع یافته‌های پژوهش)

در این مدل متغیرهای وابسته و متغیرهای توضیحی عبارت‌اند از: اهرم مالی و رشد شرکت، نقدینگی، فرصت رشد، نسبت دارایی، اندازه شرکت. همان‌طور که قبلاً اشاره شد برای شرکت‌های منتخب دو مقدار آستانه تأیید گردیده که عبارت‌اند از ۰,۷۲۳ و ۱,۱۱۷ درصد. به عبارتی این مقادیر و درصدها شرکت‌ها را به سه رژیم بالای ۱,۱۱۷ درصد، بین ۱,۱۱۷ و ۰,۷۲۳ درصد و کمتر از ۰,۷۲۳ درصد تقسیم می‌کنند. شرکت‌های با رژیم بالا نشان‌دهنده این است که مالکیت مدیریتی بالای ۱,۱۱۷ را تجربه کرده‌اند. از طرفی دو مقدار آستانه (۰,۷۲۳ و ۱,۱۱۷) نمونه ما را به سه رژیم «تقسیم می‌کند: رژیم رفتاری اهرم مالی برای مالکیت مدیریتی کمتر از (۰,۷۲۳)، رژیم رفتاری اهرم مالی بر اساس میزان مالکیت مدیریتی ($۰,۷۲۳ < Manown \leq ۱,۱۷$) و رژیم رفتاری اهرم مالی برای مالکیت مدیریتی بالاتر از (۱,۱۱۷). در رژیم‌های مختلف اهرم مالی، سطح معنی‌داری و شدت تأثیر مالکیت مدیریتی متفاوت است. در رژیم اهرم مالی برای مالکیت مدیریتی ۰,۷۲۳ افزایش میزان مالکیت مدیریتی تأثیر مثبت معنی‌داری بر اهرم مالی

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۴ / شماره ۵۴ / بهار ۱۴۰۲

خواهد داشت اما زمانی که میزان مالکیت مدیریتی و بیشتر از ۰,۷۲۳٪ و کمتر یا مساوی ۱,۱۱۷٪ است، متوجه می‌شویم که ضریب اطمینان در مالکیت مدیریتی مجدداً مثبت و معنی‌دار بوده اما ضریب تأثیر آن افزایش می‌یابد یعنی نسبت به قبل در این سطح مالکیت تمایل به استفاده از اهرم مالی بازهم کاهش می‌یابد؛ اما هنگامی که مالکیت مدیریتی گزارش شده بیش از ۱,۱۱۷ باشد، ضریب مالکیت مدیریتی منفی و معنی‌دار می‌باشد. در صورتی که قدر مطلق آماره t بزرگ‌تر از ۲ باشد ضرایب تکی متغیرهای توضیحی از نظر آماری معنادار هستند؛ بنابراین برای ایجاد اطمینان در خصوص مناسب بودن استفاده از این روش برای برآورد مدل دو آزمون مطرح است، یکی از این آزمون‌های آزمون سار جنت می‌باشد که برای اثبات شرط اعتبار تشخیص بیش‌ازحد یعنی صحت و اعتبار متغیرهای ابزاری به کار می‌رود. آزمون دوم، آزمون همبستگی پسماندها مرتبه اول (AR(1) و مرتبه دوم (AR(2) است. این آزمون نیز برای بررسی اعتبار و صحت متغیرهای ابزاری به کار می‌رود. در مدل برآورد شده آماره آزمون سارگان برابر با ۰,۱۹ به دست آمده است، (AR(1) برابر با ۰,۲۱ و (AR(2) برابر با ۰,۱۱ می‌باشد. بنابراین آزمون سار جنت صورت گرفته در مدل و نیز آزمون همبستگی پسماندها مرتبه اول (AR(1) و مرتبه دوم (AR(2) نیز صحت اعتبار نتایج مدل آزمون شده بر اساس روش GMM را تأیید می‌نماید.

تابعی که در پایین معرفی می‌گردد بر اساس یک مقدار آستانه یافت شده بوده و لذا دو رژیم رفتاری مختلف برای سود سهام پرداختی در این تابع شناخته شده است.

$$Div = b^1 + b^2(Manown \leq 7.313) + b^3(Manown > 7.313) + Controlvariables + \varepsilon$$

جدول ۷: تأثیر ساختار مالکیت بر سود سهام پرداختی

متغیر وابسته سهام پرداختی در مدل بر اساس متغیرهای مستقل مالکیت نهادی (آستانه‌های)				
Std. Error	t-Statistic	Probability	Coefficient	متغیرها
۰,۷۹۶	۰,۸۶۷	۰,۰۰۶	۰,۰۴۶	Intercept
۰,۲۱۵	۰,۴۹۲	۰,۰۰۰۲	۰,۰۱۶	مالکیت مدیریتی ($Manown > 7.313$)
۰,۰۰۷۸	۶,۴۰۶	۰,۰۰۰	۳,۰۶۳	مالکیت مدیریتی ($Manown < 7.313$)
۰,۰۰۹	۲,۴۵۵	۰,۰۱۴	۰,۱۴۷	اندازه شرکت
۰,۲۲۷	-۱,۲۹۷	۰,۰۰۰۶	-۰,۰۵۲	نسبت دارایی
۰,۹۹۱	-۰,۲۳۶	۰,۰۱۳	-۰,۰۰۵	فرصت رشد
۰,۷۹۵	۰,۷۱۰	۰,۴۷۷	۰,۰۰۲	نقدینگی
۰,۰۰۹	-۱,۲۴۶	۰,۲۱۳	-۰,۰۲۵	رشد شرکت
		۰,۲۱۳		آزمون سارگان
		۰,۰۶۸		AR(1)

(منبع یافته‌های پژوهش)

بررسی تأثیرات آستانه‌ای مالکیت نهادی... / رفیع زاده، کردلوئی، هاشمی و شاهوردیانی

دو رژیم رفتاری سود سهام پرداختنی وجود داشته که بر اساس مقدار آستانه‌ای مالکیت مدیریتی (۷,۳۱۳) شکل گرفته است. در هر دو رژیم رفتاری سود سهام پرداختنی مالکیت مدیریتی تأثیر مثبت معنی‌داری بر سود سهام پرداختنی دارند. ضریب تأثیر در رژیم اول که مربوط به مالکیت مدیریتی زیر (۷,۳۱۳) برابر با ۰,۰۱۶ بوده و برای مالکیت مدیریتی بیشتر از (۷,۳۱۳) درصد برابر با ۳,۰۶۳ است که نشان می‌دهد که با افزایش میزان مالکیت مدیریتی از ۷,۳۱۳ درصد به یک‌باره رژیم رفتاری سود سهام پرداختنی رفتاری افزایشی را نشان داده و میزان سود توزیعی افزایش می‌یابد. برای ایجاد اطمینان در خصوص مناسب بودن استفاده از این روش آزمون سارجنت و آزمون همبستگی پسماندها مرتبه اول (۱) AR انجام گردید. در مدل برآورد شده آماره آزمون سارگان برابر با ۰,۲۱۳ به دست آمده است، (۱) AR برابر با ۰,۰۶۸ می‌باشد. بنابراین آزمون سارجنت صورت گرفته در مدل و نیز آزمون همبستگی پسماندها مرتبه اول (۱) AR نیز صحت اعتبار نتایج مدل آزمون شده بر اساس روش GMM را تأیید می‌نماید.

بحث و نتیجه‌گیری

نظریه نمایندگی چندین روش را برای کاهش مشکلات نمایندگی پیشنهاد می‌کند. اولین روش پیشنهاد شده افزایش میزان مالکیت مدیران در شرکت است (کوسوماواتی^{۲۶} و ستیاوان، ۲۰۱۹). روش دوم برای کاهش هزینه‌های نمایندگی، اجبار کردن شرکت به استفاده از بدهی با تأمین مالی از طریق بدهی است. افزایش بدهی منجر به خطر ورشکستگی و از دست دادن شغل شده اما موجب می‌شود مدیران به‌طور کارتری از جریان‌های نقدی استفاده کنند (فلوریک^{۲۷} و همکاران، ۲۰۱۴). به‌عنوان روش سوم پرداخت سود سهام می‌تواند برای کاهش هزینه‌های نمایندگی مورد استفاده قرار گیرد راس^{۲۸} (۲۰۱۴). لذا ساختار مالکیت، اهرم مالی، سود سهام پرداختنی هر سه به‌عنوان بخشی از حاکمیت شرکتی، نتیجه تلاش‌ها برای به حداقل رساندن هزینه‌های مرتبط با تفکیک کنترل و مالکیت شرکت بشمار می‌آیند، که در این بین دو متغیر اهرم مالی و سود سهام پرداختنی خود متأثر از میزان مالکیت مدیران می‌باشند. همان‌طور که در تحقیقات پیشین در تأیید نظریه نمایندگی بر اساس دو فرضیه هم‌گرایی و سنگربندی بیان گردیده، رفتار مدیر مالکان در ارتباط با تصمیمات مهم مالی همچون سود سهام پرداختنی و اهرم مالی (شو^{۲۹} و همکاران، ۲۰۱۸) به میزان مالکیت آن‌ها بوده و رفتاری غیرخطی گزارش گردیده است. این بدان معنی است که با افزایش میزان مالکیت به یک‌باره جهت و یا شدت استفاده از اهرم مالی و یا سیاست‌های تقسیم سود تغییر کرده و در واقع اهرم مالی و سیاست تقسیم سود رفتاری غیرخطی را در قبال میزان مالکیت سهام مدیریتی از خود نشان می‌دهند. در این پژوهش که در بین ۱۴۳ شرکت و بر اساس اطلاعات ۷ سال مالی آن‌ها انجام شده، یافته‌ها نشان می‌دهد که بر اساس میزان مالکیت مدیران می‌توان رفتار شرکت‌ها در قبال اهرم

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۴ / شماره ۵۴ / بهار ۱۴۰۲

مالی را به سه رژیم رفتاری تقسیم نمود. رژیم رفتاری اول برای مالکیت کمتر از ۰,۷۲۳ درصد، رژیم رفتاری دوم بین ۰,۷۲۳ و ۱,۱۱۷ درصد و در نهایت رژیم رفتاری بیش از ۱,۱۱۷ درصد مالکیت مدیریتی. در دو رژیم اول تأثیر میزان مالکیت مدیران بر اهرم مالی مثبت بوده هرچند که در رژیم دوم، درصد آن از ۰,۰۰۴ به ۰,۰۰۱ کاهش می‌یابد؛ اما به یک‌باره با افزایش مالکیت مدیریتی از مقدار آستانه‌ای ۱,۱۱۷، تأثیر مالکیت بر اهرم مالی منفی می‌گردد. در ارتباط با تفسیر آن می‌توان بیان داشت که برای کاهش تضاد منافع تا سطح مالکیت (۱,۱۱۷ درصدی) شرکت‌ها ترجیح می‌دهند که از هر دو ابزار سهامداری مدیران و اهرم مالی برای کاهش مسئله نمایندگی استفاده کنند. هرچند که با افزایش میزان مالکیت، کاربرد اهرم مالی کاهش می‌یابد و به یک‌باره بعد از طی مقدار آستانه‌ای ۱,۱۱۷ درصد مالکیت مدیران، نیاز به استفاده از اهرم مالی مرتفع می‌گردد. این دو ابزار سهامداری مدیران و اهرم مالی که در دو رژیم اول، دو ابزار مکمل در حل معضل نمایندگی بوده‌اند به دو ابزار جایگزین بدل می‌گردند. این یافته همچنین نشان می‌دهد که مدیران با افزایش میزان مالکیت در بازار سرمایه ایران محافظه‌کارانه‌تر عمل نموده و کمتر به اخذ تسهیلات و تأمین منابع خارج از شرکت علاقه نشان می‌دهند. مالکیت مدیران بر میزان سود سهام پرداختی دارای یک آستانه بوده که دارای مقدار ۷,۳۱۳ درصد می‌باشد. هر دو رژیم رفتاری سود سهام پرداختی حاصل از این آستانه مثبت می‌باشند اما ضریب در رژیم دوم به یک‌باره از ۰,۰۱۶ به ۳,۰۶۳ تغییر می‌یابد که یک رشد قابل‌توجه را نشان می‌دهد. این یافته حکایت از آن دارد که مدیران با افزایش میزان سهام خود بسیار علاقه‌مندند که سود سهام پرداختی را افزایش داده و جریان آزاد نقدینگی مثبت شرکت را در انتهای سال مالی از طریق پرداخت سود به صورت عایدات شخصی به دست آورند. این یافته نیز نشان از رفتار محافظه‌کارانه مدیران و نداشتن افق سرمایه‌گذاری و سهامداری درازمدت در شرکت می‌باشد. از طرف دیگر این یافته تحقیق حکایت از آن دارد که با افزایش میزان مالکیت مدیران تمایل بیشتری به پرداخت سود داشته تا به سایر سهامداران این علامت را برسانند که مدیران شرکت متعهد به سودآوری و تقسیم آن بین سهامداران هستند. در نهایت این‌گونه می‌توان یافته‌های تحقیق را تفسیر نمود که با افزایش میزان مالکیت مدیران رغبت آن‌ها به اهرم مالی کاهش یافته ولی آن‌ها بسیار مشتاق‌تر به تقسیم سود می‌باشند.

بررسی تأثیرات آستانه‌ای مالکیت نهادی... / رفیع زاده، کردلوئی، هاشمی و شاهوردیانی

منابع

- ۱) امام وردی، قدرت اله، کریمی، مجتبی، صادقی بناب، هلن. (۱۳۹۶). بررسی اثر آستانه‌ای و نامتقارن نسبت اهرمی بر سودآوری شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران. اقتصاد مالی، (۳۹) ۱۱، ۵۷-۸۲
- ۲) مطلبیان چالستری، مجتبی؛ مصطفوی، زهرا. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش حسابداری، دوره ۹، شماره ۳، صص ۶۵-۸۲.
- ۳) خواجوی، شکرآ، شکرالهی، احمد. (۱۳۹۶). بررسی تعامل بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت با استفاده از سیستم معادلات همزمان (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران). مطالعات تجربی حسابداری مالی، 14(56), ۵۵-۸۱
- ۴) مجتهدزاده، ویدا. (۱۳۹۰). رابطه نظریه نمایندگی و مالکیت مدیریت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، 3(10), 21-4
- ۵) عسکری، مریم؛ صالح نژاد، سیدحسن. (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین اهرم مالی و مالکیت مدیریتی با هزینه نمایندگی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار ایران، نخستین کنفرانس ملی مدیریت بازرگانی، کارآفرینی و حسابداری، تهران، مرکز بین‌المللی همایشها و سمینارهای توسعه پایدار علوم جهان اسلام-موسسه آموزش عالی حکمت.
- ۶) عسکریان، هاله؛ شیرازی، شایان. (۱۳۹۵). بررسی رابطه میان سیاست پرداخت سود سهام و مدیریت سود (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران). کنفرانس بین‌المللی ایده‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری.
- ۷) عباس زاده، زهرا؛ رزاقی، عابد. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین کنفرانس ملی رویکردهای نوین در علوم مدیریت، اقتصاد و حسابداری، ساری، شرکت سارینا پروژه رها دانش.
- ۸) خانعلی زاده، زینب. (۱۳۹۶). اثر آستانه‌ای مالکیت مدیریتی بر کیفیت شرکت: با کمک مدل PSTR، اولین کنفرانس ملی نقش حسابداری، اقتصاد و مدیریت، تبریز، موسسه آموزش عالی علم و فن آوری شمس.
- ۹) گل خندان، ابوالقاسم. (۱۳۹۶). تأثیر آستانه‌ای مالکیت مدیریتی بر ارزش شرکت: آزمون مجدد به کمک مدل PSTR، حسابداری مدیریت، دوره ۱۰، شماره ۳۴، صص ۸۵-۹۸.
- ۱۰) تقی زاده خانقاه، وجید؛ بادآورنهنندی، یونس. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود شرکت‌های دارویی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از معادلات هم‌زمان، حسابداری سلامت، دوره ۴، شماره ۲، صص ۶۰-۸۶.

(۱۱) عبدی، رسول، زینالی، مهدی، تقی‌زاده‌خانقاه، وحید. (۱۳۹۶). تأثیر مالکیت‌مدیریتی بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و ناکارایی سرمایه‌گذاری. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۹(۳۵) - صص ۱۹۱-۱۵۷

(۱۲) خدادادی، ولی، قربانی، رامین، خوانساری، نیکو. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر حق الزحمه حسابرسی. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، صص ۷۲-۵۷

13) Aydin, Alev Dilek, and Seyma Caliskan Cavdar. "Corporate governance and dividend policy: An empirical analysis from Borsa Istanbul corporate governance index (XKURY)." *Accounting and Finance Research* 4, no. 3 (2015): 66-76.

14) Ayunitha, A., Sulastri, H. W., Fauzi, M. I., Sakti, M. A. P., & Nugraha, N. M. (2020). Does the Good Corporate Governance Approach Affect Agency Cost. *Solid State Technology*, 63(4), 3760-3770.

15) Bensaadi, I., Azis, N., Musnadi, S., & Abd Majid, M. S. (2021). Can Debt Mitigate Majority-Minority Shareholders Agency Problem?. *Montenegrin Journal of Economics*, 17(1), 121-131.

16) bin Hidhiir, M. H., Basheer, M. F., & Hassan, S. G. (2019). The Simultaneity of Corporate Financial Decisions Under Different Levels of Managerial Ownership: A Case of Pakistani Listed Firms. *Research in World Economy*, 10(2), 147-159.

17) Chikalipah, S. (2019). Financial leverage and profitability of microfinance institutions in sub-Saharan Africa. *Enterprise Development & Microfinance*, 30(1), 4-21.

18) Chris, F., Angelos, K., & Alexandros, K. (2015). Dividend policy, managerial ownership and debt financing: A non-parametric perspective, *European Journal of Operational Research* Volume 241, Issue 3, pp 783-795.

19) Cole, C. D., & Schneider, R. (۲۰۲۰). Corporate Governance and Capital Structure: Extending Agency Theory From Executives to the Board of Directors. *Journal of Accounting and Finance*, ۲۰(۶), ۱۰۸-۱۲۴.

20) Dhuhri, R., & Diantimala, Y. (2018). The Influence of Institutional Ownership, Individual Ownership, and Managerial Ownership Toward Dividend Payout Ratio at Non-Financial Companies Registered in Indonesia Stock Exchange in 2012-2016. *International Journal of Social Science and Economic*, 3(3), 786-801.

21) Driver, C., Grosman, A., & Scaramozzino, P. (2020). Dividend policy and investor pressure. *Economic Modelling*, 89, 559-576.

22) Enekwe, C. I., Nweze, A. U., & Agu, C. I. (2015). The effect of dividend payout on performance evaluation: Evidence of quoted cement companies in Nigeria. *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, 3(11), 40-59.

- 23) Fayez, M. , Ragab, A. and Moustafasoliman, M. (2019) The Impact of Ownership Structure on Capital Structure: An Empirical Study on the Most Active Firms in the Egyptian Stock Exchange. *Open Access Library Journal*, 6, 1-13
- 24) Florackis, C.; Kanas, A.; and A. Kostakis (2014). "Dividend Policy, Managerial Ownership and Debt Financing: A Non-Parametric Perspective", *European Journal of Operational Research*, Vol. 24, No. 3, pp. 783-795.
- 25) Florackis, C.; Kanas, A.; and A. Kostakis (2015). "Dividend Policy, Managerial Ownership and Debt Financing: A Non-Parametric Perspective", *European Journal of Operational Research*, Vol. 24, No. 3, pp. 783-795.
- 26) Gyimah, D., & Gyapong, E. (2021). Managerial entrenchment and payout policy: A catering effect. *International Review of Financial Analysis*, 73, 101600.
- 27) Hansen, B. E. (1999). Threshold effects in non-dynamic panels: Estimation, testing, and inference. *Journal of econometrics*, 93(2), 345-368.
- 28) Hansen, B. E. (2000). Sample splitting and threshold estimation. *Econometrica*, 68(3), 575-603.
- 29) Hasanuddin, R. (2021). The Influence of Investment Decisions, Dividend Policy and Capital Structure on Firm Value. *JURNAL ECONOMIC RESOURCE*, 4(1), 39-48.
- 30) Hatem, B. S. (2015). Interdependence between Managerial Ownership, Leverage and Firm Value: Theory and Empirical Validation. *International Journal of Economics and Finance*, 7(12), 106-118.
- 31) Huang, P. and S. negun. (2014). Corporate Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Greek Firms." *Corporate Governance: An International Review*. Vol. 15, No. 2, pp. 144 158.
- 32) Isakov, D., Pérignon, C., & Weisskopf, J. P. (2021). What if dividends were tax-exempt? Evidence from a natural experiment. *The Review of Financial Studies*, 34(12), 5756-5795.
- 33) Jabeen, M., & Ahmad, M. (2019). Impact of Ownership Structure on Dividend Payout Policy in Cement Industry of Pakistan. *European Online Journal of Natural and Social Sciences*, 8(4), pp-679.
- 34) Kusumawati, E., & Setiawan, A. (2019). The Effect of Managerial Ownership, Institutional Ownership, Company Growth, Liquidity, and Profitability on Company Value. *Riset Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 4(2), 136-146.
- 35) Lee, W. (2011). "Managerial Entrenchment and the Value of Dividends", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 36, No. 2, pp. 297-322.
- 36) Lumapow, L. S. (2018). The Influence of Managerial Ownership and Firm Size On Debt Policy. *International Journal of Applied Business and International*

Management (IJABIM), 3(1), 47-55

37) Michaely, R., & Roberts, M. (2012), Corporate dividend policies: Lessons from private firms, *Review of Financial Studies*, 25(3):711 – 746.

38) Moussa, F. B., & Chichti, J. (2013). A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership and debt policy: Evidence from Tunisian Stock Exchange. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 3(2), 225.

39) Muñoz Mendoza, J. A., Sepúlveda Yelpeo, S. M., & Veloso Ramos, C. L. (2019). Non-linear Effects of Ownership Structure, Growth Opportunities and Leverage on Debt Maturity in Chilean Firms. *Revista mexicana de economía y finanzas*, 14(1), 21-40.

40) NAZAR, M. C. A. (2021). The Influence of Corporate Governance on Dividend Decisions of Listed Firms: Evidence from Sri Lanka. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 8(2), 289-295.

41) Oded, J. (2020). Payout policy, financial flexibility, and agency costs of free cash flow. *Journal of Business Finance & Accounting*, 47(1-2), 218-252.

42) Park, Jong-Hun, Changsu Kim, Young Kyun Chang, Dong-Hyun Lee, and Yun-Dal Sung. "CEO hubris and firm performance: Exploring the moderating roles of CEO power and board vigilance." *Journal of Business Ethics* 147, no. 4 (2018): 919-933.

43) Ras, A, (2014), "Revisiting Agency Theory: Evidence of Board Independence and Agency Cost from Bangladesh", *Journal of Business Ethics*. Working Paper. DOI 10.1007/s10551-014-2211-y.

44) Rashid, M.M. (2020), ""Ownership structure and firm performance: the mediating role of board characteristics"", *Corporate Governance*, Vol. 20 No. 4, pp. 719-737.

45) Rizqia, D. A. and S. A. Sumiati (2013). "Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value", *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 4, No. 11, pp. 120-130.

46) Salehi, M., & Alkhyoon, H. (2021). The relationship between managerial entrenchment, social responsibility, and firm's risk-taking and shareholders' activity. *Social Responsibility Journal*.

47) Shan, Yuan George, Indrit Troshani, and Janice Loftus. "Managerial ownership, audit committees and non-audit services." *Australian Journal of Management* (2020): 1-47

48) Sun, H., San ten, S., & Zahir, S. (20۱۶). Ownership structure and the likelihood of financial distress in the Netherlands. *Applied Financial Economics*, 19, 1687-1696

49) Sun, J. , Ding, L. , Guo, J. M. , & Li, Y. (2016). Ownership, capital structure and financing decision: Evidence from the UK. *The British Accounting Review*, 48 (4) , 448-463.

بررسی تأثیرات آستانه‌ای مالکیت نهادی... / رفیع زاده، کردلوئی، هاشمی و شاهوردیانی

50) Xu, X. X., Liu, A. Q., Gu, Y. H., & Yang, S. L. (2018, May). Research on Managerial Entrenchment and Company Capital Structure. In 4th Annual International Conference on Management, Economics and Social Development (ICMESD 2018) (pp. 15-20). Atlantis Press.

51) Zaher, A.Fattah.A.S.(2020). Impact of Financial Leverage, Size and Assets Structure on Firm Value: Evidence from Industrial Sector, Jordan, International Business Research; Vol. 13, No. 1; pp1-7-120

یادداشت‌ها :

-
- 1 Lumapow
 - 2 bin Hidthiir
 - 3 Cole
 - 4 Rashid
 - 5 Duhri
 - 6 Lumapow
 - 7 Ayunitha
 - 8 Shan
 - 9 Salehi
 - 10 Sun
 - 11 Moussa
 - 12 Hatem
 - 13 Mendoza
 - 14 Enekwe
 - 15 Rizqia & Sumiati
 - 16 Aydin & Cavdar
 - 17 NAZAR
 - 18 Fayeز
 - 19 Gyimah
 - 20 Park
 - 21 Hasanuddin
 - 22 Lee
 - 23 Florackis
 - 24 Fayeز
 - 25 Hansen
 - 26 Kusumawati
 - 27 Florackis
 - 28 Ras
 - 29 Xu