



بررسی تأثیرات آستانه‌های مالکیت نهادی بر اهرم مالی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهرداد رفیع‌زاده^۱

حمیدرضا کردلوئی^۲

محسن هاشمی‌گهر^۳

شادی شاهوردیانی^۴

تاریخ دریافت مقاله : ۱۴۰۰/۰۸/۱۶ تاریخ پذیرش مقاله : ۱۴۰۰/۰۹/۰۹

چکیده

سهامداری نهادی یکی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی محسوب شده نه تنها به علت وجود تخصص و دانش نقش نظارتی بهتری بر مدیران دارا هستند که همچنین می‌توانند در هم‌راستا نمودن تصمیمات با اهمیت شرکت با منافع خود تأثیرگذار باشند. اینکه سهامداران نهادی با لحاظ آستانه‌های مالکیتی چگونه بر تصمیمات مدیران در قبال اهرم مالی و سود سهام پرداختی تأثیر می‌گذارند سؤالی اصلی تحقیق است. در پژوهش حاضر تعداد ۱۴۳ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۸-۱۳۹۲ انتخاب شده‌اند، یافته‌های تحقیق نشان می‌دهند که تأثیر سهامدار نهادی بر اهرم مالی حاصل دو مقادیر آستانه‌های مالکیت نهادی و در نتیجه سه رژیم رفتاری متفاوت برای اهرم مالی است. در رژیم‌های رفتاری اول و دوم، مالکیت نهادی تأثیرات منفی و معنی‌داری بر اهرم مالی داشته که با افزایش میزان مالکیت ضریب کاهشی آن شدت می‌پذیرد؛ اما در مقادیر مالکیت نهادی بالاتر از آستانه دوم تأثیر معنی‌داری بر اهرم مالی تأیید نمی‌گردد. در ارتباط با تأثیر مالکیت نهادی بر سود سهام پرداختی نیز یک مقدار آستانه‌های شناسایی گردیده که بر هر دو رژیم تأثیر مالکیت نهادی بر سود سهام پرداختی مثبت و معنی‌دار بوده اما در مقادیر بالای مقدار آستانه‌ای ضریب تأثیر افزایش قابل توجهی نشان می‌دهد.

کلمات کلیدی

مالکیت نهادی، سود سهام پرداختی، اهرم مالی، تأثیرات آستانه‌های

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

۲- گروه مدیریت مالی، واحد اسلامشهر، 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

ایران به‌عنوان کشوری در حال توسعه در راستای نیل به هدف دستیابی به توسعه پایدار و رشد سریع، نیازمند سرمایه‌گذاری و تشکیل سرمایه در سطح کلان و خرد است. پیشرفت در صنعت هر کشور و رشد تولیدات مستلزم برنامه‌ریزی، سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت است که از طریق آن بتوان به پشتوانه‌های عظیمی در اقتصاد دست‌یافت (مطلبیان چالشتی و زهرا مصطفوی، ۱۳۹۸). در این راستا سرمایه‌گذاری نهادی به‌عنوان نوعی از مالکیت که دارای تخصص، نیروی انسانی و تجربه کافی جهت نظارت بر مدیران شرکت‌های بورسی بوده می‌تواند در توسعه این بازار سرمایه نقشی برجسته ایفا نماید. سرمایه‌گذاران نهادی در نظارت و کنترل سیاست‌های شرکت از مزیت مشخصی برخوردار هستند. آن‌ها از طریق تخصص متمرکز، هزینه کمتری برای نظارت بر تفویض اختیار دارند و بنگاه‌هایی که مالکیت نهادی بالایی دارند هزینه‌های نمایندگی پایین‌تر دارند که از مزایای آن‌ها محسوب می‌گردد (آلن و همکاران، ۲۰۱۴). اهرم مالی فرآیند استفاده از بدهی در ساختار مالی یا وامی است که مازاد آن را می‌توان برای به دست آوردن درآمد بیشتر سرمایه‌گذاری کرد (چیکالیف، ۲۰۱۹). از طرف دیگر شرکت‌ها برای حداکثر کردن ارزش خود از بدهی استفاده می‌کنند تا از مزایای مالیاتی بیشتری بهره‌مند شوند که منجر به افزایش ارزش شرکت خواهد شد. در شماری از تحقیقات رابطه خطی بین مالکیت و اهرم مالی گزارش گردیده برای مثال مطلبیان چالشتی و مصطفوی (۱۳۹۸) بیان داشتند که کنترل نهادی بر اهرم مالی تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد؛ اما کارور، تائبی نقندری و نمازیان (۱۳۹۶) تأثیر منفی معنی‌داری از سهامداری نهادی بر اهرم مالی گزارش کرده‌اند. همچنین در تحقیقی نیز امکان وجود یک رابطه‌ی U شکل معکوس بین ساختار مالکیت و اهرم مالی ذکر شده است (مرادی و همکاران، ۱۳۹۷). لذا اینکه چه میزان سهامداری نهادی چه تأثیری بر اهرم مالی می‌گذارد همچنان محل تأمل می‌باشد. فلسفه تقسیم سود این است که سرمایه‌گذاران هیچ سود تقسیمی را کمتر از حد انتظار نمی‌خواهند، مگر اینکه این اعتقاد را داشته باشند که سرمایه‌گذاری که در آن سود متعهد است، بازده بیشتری به همراه خواهد داشت و این امر عملکرد مثبتی برای شرکت محسوب می‌گردد (کانوال و حمید، ۲۰۱۷) و عدم اطمینان بین سرمایه‌گذاران را نسبت به عملکرد آتی شرکت برطرف کند (ساموئل و همکاران، ۲۰۱۸). تحقیق دیگری نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که دارای مالکیت نهادی هستند در مقایسه با شرکت‌هایی که مالکیت مدیریتی دارند اهرم مالی پایین‌تری را ترجیح می‌دهند و نسبت به آن‌ها سود بیشتری را تقسیم می‌کنند (الغرایبه و همکاران، ۲۰۱۳). در تحقیقات داخلی نیز اتفاق نظر در مورد تأثیر مالکیت نهادی بر سود تقسیمی سهام وجود ندارد کارور و همکاران (۱۳۹۶)

بررسی تأثیرات آستانه‌ای مالکیت نهادی بر اهرم مالی... / رفیع زاده، کردلوئی، هاشمی و شاهرودیانی

تأثیر مثبت و معنی‌داری از مالکیت نهادی بر میزان سود تقسیمی سهام گزارش کرده‌اند اما ستایش و کاظم نژاد (۱۳۹۱) به‌عکس رابطه‌ای منفی و معنی‌دار بین آن‌ها یافته‌اند. به نظر می‌رسد که یکی از دلایل این یافته‌های متفاوت تأثیر متفاوتی باشد که میزان مالکیت نهادی در نمونه‌های آماری تحقیقات پیشین داشته‌اند و در واقع مالکیت نهادی درصدهای مالکیت مختلف تأثیر متفاوتی بر سیاست‌های تقسیم سود می‌گذارد. این تحقیق به دو دلیل به گسترش ادبیات پژوهش داخلی یاری می‌رساند. دلیل اول اینکه، عموماً پژوهش‌های گذشته در زمینه بررسی تأثیر انواع ساختارهای مالکیت بر روی اهرم مالی و سود سهام پرداختی به‌صورت خطی بوده‌اند. این بدان معنی بوده که نتیجه تحقیقی حکایت از تأثیر مثبت مالکیت نهادی بر اهرم مالی / سود سهام تقسیمی داشته و تحقیق دیگری در یک بازار دیگر، در نمونه‌گیری یا بازه زمانی دیگری نتایجی متفاوت نشان داده‌اند؛ اما آنچه کمتر مورد توجه قرار گرفته تأثیرات آستانه‌های ساختار مالکیت بوده است. تأثیرات آستانه‌های بدان معنی است که در یک بازه‌ای از درصد مالکیت نوع تأثیر بر متغیرهای وابسته‌ای چون اهرم مالی و یا سود سهام تقسیمی مثبت/منفی با یک ضریب تأثیر مشخص بوده و به‌یک‌باره با تغییر درصد مالکیت جهت تأثیر عوض شده و یا ضریب تأثیر تغییر فراوان می‌یابد. این میزان مالکیت که در آن تغییرات صورت می‌پذیرد نقاط آستانه‌های نامیده می‌شوند. دلیل دوم اینکه، نظام راهبری شرکتی در ابتدای قرن بیست‌ویک، به‌عنوان یکی از مباحث بسیار مهم کسب‌وکار مطرح شده است. با توجه به اینکه سهامداری نهادی خود به‌عنوان یکی از ارکان تأثیرگذار حاکمیت شرکتی شناخته می‌شوند لذا درک تأثیر آنان بر دو سیاست اصلی شرکت که بر روش تأمین مالی و نحوه برخورد با مشکلات نمایندگی (بر اساس تئوری نمایندگی) مهم می‌نماید.

پیشینه و چارچوب نظری پژوهش:

الف- مالکیت نهادی و سود سهام پرداختنی

سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت ازجمله مباحثی هستند که همواره مورد رصد محققان بوده است (باتاینه، ۲۰۲۱). مالکین نهادی با توجه به سهامداری بخش قابل‌توجهی از شرکت‌ها از نفوذ قابل‌توجهی نیز در مدیریت شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردارند. لذا سهامداران نهادی بر روی رویه‌ها و سیاست‌های شرکت‌ها تأثیر مؤثری خواهند داشت (لاکسومی و موسی، ۲۰۲۱). البته درباره استراتژی‌های سرمایه‌گذاری سهامدار نهادی دو دیدگاه وجود دارد در دیدگاه اول بیان می‌شود که سهامداران نهادی ذاتاً دید کوتاه‌مدتی دارد (صدف، اولاً، پاپ و ماته، ۲۰۱۹) و منافع بلندمدت شرکت را قربانی می‌کند و لذا هزینه‌های نظارتی را کاهش داده و سعی در دیکته نمودن برنامه‌های خود به‌قصد حداکثر نمودن بازده سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت را دارد. در ایران نیز شرکت‌هایی که میزان بیشتری از

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره پنجاه و دو، پائیز ۱۴۰۱

مالکیت سهامدار نهادی را داشته‌اند میزان بیشتری از سود را در بین سهامداران خود تقسیم نموده‌اند (بیابانی و کاظمی، ۱۳۹۲)؛ اما از نگاه دیگر، سهامدار نهادی در صورتی که میزان بالایی از سهام خود را درگیر نماید آنگاه نظارت بیشتری نیز نموده و با ایجاد نظم و نظارت بیشتر انضباط مالی در جریان‌های ورودی و خروجی شرکت نیز ایجاد می‌نماید. لذا هم در دید کوتاه‌مدت و هم دید بلندمدت سیاست‌های سود پرداختی از مواردی است که سهامدار نهادی به شدت به آن توجه نشان می‌دهد؛ اما آنچه مهم می‌نماید میزان مالکیت سهامدار نهادی و افق زمانی سرمایه‌گذاری او می‌باشد که البته با افزایش میزان مالکیت احتمال دید بلندمدت نیز افزایش می‌یابد زیرا که خروج از سرمایه‌گذاری درصدهای بالای مالکیت دشوار می‌باشد. در دید بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی مشوق‌های برای هم‌راستا کردن منافع مدیران با منافع شرکت را نیز در نظر خواهند داشت (السرتاوی، ۲۰۱۸) در حاکمیت شرکتی معاصر به سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان یکی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی نیرومند نگاه می‌شود (آیونیتها، سولاستری، ساکی و نوگراه، ۲۰۲۰). انگیزه‌های مدیریت نیز می‌تواند تحت تأثیر ساختار مالکیت بوده و در نهایت کارایی شرکت را تحت تأثیر قرار داده که این خود از موضوعات مهم حاکمیت شرکتی محسوب می‌گردد (رشت، رنجبر ولی نیا، ۱۳۹۴). همچنین از سال‌های قبل نیز ساختار مالکیت به‌عنوان یکی از عوامل تأثیرگذار سیاست‌های تقسیم سود شناخته می‌گردیده است (اوبایدات، ۲۰۱۸). در ایران نیز این رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود تأیید گردیده (تقوی، حسینی و خوشکار، ۱۳۹۸) و همچنین رابطه مستقیم بین مالکیت شرکتی و جریان نقدی آزاد در بین شرکت‌های بورسی ایران نیز نشان داده شده است (ستایش و صالحی نیا، ۱۳۹۴). هرچند که میزان بیشتر مالکیت در اختیار سهامدار نهادی به عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر و تجمع خبرهای بد بیشتری در بین شرکت‌های ایرانی گزارش گردیده است (رشت، رنجبر ولی نیا، ۱۳۹۴). در تئوری نمایندگی نیز به‌طور خاص از سود تقسیمی سهام به‌عنوان یکی از ابزار کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهامداران نام برده شده و کارایی آن به تأیید رسیده است (کومار و ساجیت، ۲۰۱۸). یافته‌های پژوهش عبدالسلام و همکاران (۲۰۰۸) نیز بیانگر این بود که بین مالکیت نهادی و پرداخت سود نقدی رابطه معنی‌داری مشاهده نشد؛ اما جاکوب و لوکس (۲۰۱۸)، ترجیح سرمایه‌گذار نهادی در انتخاب شرکت‌های بزرگی که تقسیم سود می‌نمایند را گزارش کرده‌اند. هرچند که در تحقیقات سوکماوردینی و آردینساری (۲۰۱۸) و برزینتس، لینا و الکسیوا (۲۰۱۷) رابطه‌ای معکوس بین میزان سهامداری نهادی و سود تقسیمی به ترتیب در بورس کشورهای اندونزی و روسیه گزارش گردید. با توجه پیشینه تحقیقاتی عنوان شده و نظریه‌های بررسی شده سؤال اول تحقیق آن است که آیا میزان مالکیت سهامدار نهادی دارای مقادیر

بررسی تأثیرات آستانه‌ای مالکیت نهادی بر اهرم مالی.../رفیع زاده، کردلوئی، هاشمی و شاهرودیانی

آستانه‌ای متفاوتی است که منجر به رژیم‌های رفتاری متفاوت بر سود سهام پرداختنی گردد؟

ب- ساختار مالکیت و اهرم مالی

از نگاه تئوریک استفاده از اهرم مالی به سه دلیل عمده می‌تواند توسط مدیران شرکت‌ها مورد استقبال قرار گیرد. نظریه اول تئوری نمایندگی می‌باشد و بیان می‌دارد که مدیران تلاش می‌کنند که با بهره‌گیری از منابع مالی خارجی و بدون درخواست سرمایه از سمت سهامداران فعلی و حفظ میزان مالکیت آن‌ها و صرفاً با استفاده از روش استقراض برای پروژه‌های جدید و یا تأمین جریان نقدی موردنیاز خود اقدام نماید که این امر باعث نظارت نفر سوم خارج سازمانی بر عملکرد مدیران و نحوه مصرف منابع شده که باعث افزایش اطمینان سهامداران و کاهش نگرانی آنان در مورد نحوه مدیریت در شرکت می‌گردد (سیافا، ۲۰۲۱). نظریه دوم نیز که تئوری موازنه می‌باشد بیان می‌دارد که شرکت‌ها بر اساس مزیت مالیاتی بدهی از بدهی استقبال می‌نمایند که در نهایت باعث افزایش ارزش شرکت می‌گردد (ازدمار، تنیاری و آکدنیز، ۲۰۲۱)؛ اما از سمت دیگر هزینه‌های احتمالی ورشکستگی نیز که دلیل آن عدم ایفای به‌موقع تعهدات بدهی می‌باشد وجود دارد. لذا مدیران همیشه در تلاش‌اند که بین مزیت‌های حاصل از مالیات بدهی و هزینه‌های ورشکستگی احتمالی ناشی از بدهی توازن ایجاد نمایند (خوا، تنه و تانگ، ۲۰۲۱). طبق بیان کلاسیک این نظریه شرکت یک نسبت بدهی موردنظر و مطلوب را می‌تواند تعیین کرده و به سمت آن حرکت نماید. تئوری سوم نیز نظریه علامت‌دهی نام داشته و بیان می‌کند که مدیران با اخذ تسهیلات مالی سعی می‌کنند که سیگنال‌های مثبتی برای سهامداران ارسال نمایند (کومارا، غزالی و جانوریتی، ۲۰۲۰). همچنین آن‌ها سعی ندارند که جریان نقدی فعلی شرکت را در دست داشته و باعث گردند که سهامداران نگران نحوه مصرف آن باشند بلکه در هرزمانی که طرحی با بازده مناسب را شناسایی کردند با استفاده از منابع خارجی به تأمین مالی آن خواهند پرداخت (دیرمن، ۲۰۲۰)؛ اما زمانی که سهامداران نهادی مالکیت درصد بالایی از سهام شرکت را در اختیار دارند به دلیل حجم بالای سرمایه‌گذاری نظارت بیشتری بر عملکرد شرکت خواهند داشت و توصیه و اظهارنظرهای بیشتری به مدیران خواهند کرد. مطابق با یافته‌های دین و همکاران (۲۰۱۳)، ارزش یک شرکت اهرمی بالاتر از ارزش شرکت غیر اهرمی است. با این حال، با افزایش بدهی، هزینه ورشکستگی شرکت نیز افزایش می‌یابد که به دلیل ناتوانی شرکت در بازپرداخت بدهی خود از درآمد حاصل می‌شود. هولدرمز (۲۰۱۹) نشان می‌دهد که همپوشانی بهتر بین کنترل و مالکیت باید به کاهش درگیری منجر شود و ارزش شرکت بالاتر شود... اونسومو (۲۰۱۴) مطالعه‌ای در مورد رابطه بین ساختار سرمایه و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های فهرست شده در بورس اوراق بهادار نایروبی انجام

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره پنجاه و دو، پائیز ۱۴۰۱

داد. یافته‌ها نشان داد که بین ساختار سرمایه و هزینه‌های نمایندگی رابطه مثبت وجود دارد. استفاده از بدهی سهامداران را قادر می‌سازد مسئولیت نظارت بر عملکرد مدیران را به وام‌دهندگان منتقل کنند که این مسئله در هنگامی که سهامدار عمده نهادی وجود دارد ضرورتی پیدا نمی‌کند. لی و همکاران (۲۰۱۴) ادعا می‌دارند که ساختار مالکیت تعیین‌کننده اصلی مشکلات نمایندگی است. این امر به این دلیل است که سهامداران بزرگ انگیزه بیشتری برای جمع‌آوری اطلاعات و نظارت بر عملکرد مدیران در نتیجه تأثیرگذاری بر تصمیمات مالی اتخاذشده از شرکت دارند؛ اما آنچه مسئله را پیچیده می‌کند تأثیرات متفاوتی است که حتی در زمان مالکیت سهامدار نهادی بر میزان اهرم مالی شرکت‌ها وجود داشته است. برای نمونه السرتاوی و سند (۲۰۱۹) و هم‌سورم و جرسو (۲۰۱۴) گزارش از تأثیر مثبت مالکیت نهادی بر اهرم مالی داشته‌اند و این در حالی است که کایران و نارندر (۲۰۲۱) تأثیر منفی را گزارش داده‌اند. علاوه بر آن در بین شرکت‌های بورسی ایران نیز وجود رابطه غیرخطی بین میزان سهم سهامدار نهادی و اهرم مالی شرکت گزارش گردیده است (اشرفی، ۲۰۱۹).

لذا سؤال دوم آن است که آیا میزان مالکیت سهامدار نهادی دارای مقادیر آستانه‌ای متفاوتی است که منجر به رژیم‌های رفتاری متفاوت اهرم گردد؟

توسعه مدل و تعریف متغیرها

دو دستگاه معادلات ذیل دستگاه‌های هستند که مدل‌های مفهومی تحقیق را نشان می‌دهند. هر یک از آن‌ها بر اساس رگرسیون آستانه‌ای برای داده‌های پانل متوازن مورد استفاده قرار می‌گیرد. در مدل‌های کلی ذیل هم شرایط یک آستانه‌ای و هم دو آستانه‌ای را پوشش می‌دهد. مقدار γ_1 مقادیر آستانه‌ای را نشان می‌دهد که در آن مقدار آستانه اول و γ_2 آستانه دوم می‌باشد. اگر مقدار آستانه‌ای دوم نیز وجود نداشته باشد آنگاه به جای تمامی γ_2 مقدار γ_1 جایگزین شده و سه رابطه دستگاه به دو رابطه تبدیل می‌گردد (رابطه وسط هر دستگاه معادلات حذف می‌شود). جزء خطای هر رگرسیون بوده و INS_{it} متغیر مالکیت نهادی بشمار می‌رود و h_{it} هم متغیرهای کنترلی را نمایندگی می‌کند. Lev_{it} و Div_{it} نیز به ترتیب متغیرهای وابسته اهرم مالی و سود تقسیمی سهام در دو مدل مجزا هستند.

$$Lev_{it} = \begin{cases} \mu_i + \beta_1 h_{it} + \beta_2 INS_{it} + e_{it} & if INS_{it} \leq \gamma_1 \\ \mu_i + \beta_1 h_{it} + \beta_2 INS_{it} + e_{it} & if \gamma_1 \leq INS_{it} < \gamma_2 \\ \mu_i + \beta_1 h_{it} + \beta_3 INS_{it} + e_{it} & if INS_{it} > \gamma_2 \end{cases}$$

بررسی تاثیرات آستانه‌ای مالکیت نهادی بر اهرم مالی... / رفیع زاده، کر دلوئی، هاشمی و شاهوردیانی

$$Div_{it} = \begin{cases} \mu_i + \beta_1 h_{it} + \beta_r INS_{it} + e_{it} & if INS_{it} \leq \gamma_1 \\ \mu_i + \beta_1 h_{it} + \beta_r INS_{it} + e_{it} & if \gamma_1 \leq INS_{it} < \gamma_r \\ \mu_i + \beta_1 h_{it} + \beta_r INS_{it} + e_{it} & if DEB_{it} > \gamma_r \end{cases}$$

لازم به ذکر است که در این پژوهش داده‌های ۱۴۳ شرکت از سال ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ به صورت پنلی مورد بررسی 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.

اهرم مالی (Leverage): این متغیر که از طریق نسبت کل بدهی به دارایی‌های شرکت اندازه‌گیری می‌شود، / سود سهام پرداختی (Dividends) برای اندازه‌گیری سود سهام پرداختنی از سود سهام نقدی سهام عادی تقسیم‌بر کل دارایی‌ها استفاده شده است. / مالکیت نهادی (Ins): بر اساس مصوبه توضیحی سازمان بورس و اوراق بهادار موضوع بند ۲۷ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار ج.ا.ا. مبنای محاسبات سهام‌دار نهادی در این مقاله بوده است / اندازه شرکت (size): اندازه: ارزش بازار سهام به‌عنوان معیار اندازه در نظر گرفته شده است. از این‌رو، قیمت سهام در پایان سال در تعداد سهام در دست سهامداران ضرب می‌شود. / 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 / 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.

آزمون‌ها و یافته‌های پژوهش

تعیین تعداد آستانه‌ها: قبل از اعمال مدل رگرسیون آستانه، باید اثر آستانه را برای تعیین تعداد آستانه‌ها آزمایش کرده و سپس فرم مدل را بر اساس تعداد آستانه‌های مشخص شده مشخص کنیم. برای تعیین تعداد آستانه‌ها، ما از روش "bootstrap" که توسط هانس (۱۹۹۹) توسعه یافته است استفاده می‌کنیم که به‌طور متوالی صفر، یک، دو سه آستانه را امکان‌پذیر می‌کند. آمار F همراه با مقادیر p-bootstrap آن‌ها در جدول (۱) و جدول (۲) نشان داده شده است. برای مدل مالکیت نهادی،

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره پنجاه و دو، پائیز ۱۴۰۱

متوجه می‌شویم که آزمون‌های یک آستانه و دو آستانه به ترتیب با مقدار $0,001P$ و $0,000$ معنی‌دار هستند. آزمون اثر آستانه سه‌گانه معنی‌دار نیست. تشخیص وجود حدود آستانه‌های مالکیت نهادی بر اهرم مالی مالکیت نهادی و سود سهام پرداختنی به ترتیب در جدول‌های ۳ و ۴ گزارش گردیده‌اند.

جدول ۱: تشخیص آستانه مالکیت نهادی بر اهرم مالی

P value	آماره آزمون	آزمون آستانه	
۰,۰۰۱	*۹,۷۵۸	۱ آستانه	مالکیت نهادی
۰,۰۰۰	*۱۴,۱۸۳	۲ آستانه	
۰,۱۱۹	۵,۱۳۵	۳ آستانه	

*نشان‌دهنده معنی‌داری مقدار آستانه در سطح $0,05$ است.

بر اساس جدول فوق با در نظر داشتن ساختار مالکیت (مالکیت نهادی) به‌عنوان متغیر آستانه و یا انتقال، مقدار آماره آزمون $F(9,758)$ از مقدار بحرانی در سطح $(7,133)$ بیشتر است، لذا مقدار آستانه حاصله معنی‌دار بوده و فرض خطی بودن الگوی موردبررسی رد می‌شود.

جدول ۲: تشخیص آستانه مالکیت نهادی بر سود سهام پرداختنی

P value	آماره آزمون	آزمون آستانه	
۰,۰۰۰	*۷,۴۱۲	۱ آستانه	مالکیت نهادی
۰,۰۰۷	*۱۰,۵۵۶	۲ آستانه	

*نشان‌دهنده معنی‌داری مقدار آستانه در سطح $0,05$ است.

بر اساس جدول فوق با در نظر داشتن ساختار مالکیت (مالکیت نهادی) به‌عنوان متغیر آستانه و یا انتقال، مقدار آماره آزمون $F(7,412)$ از مقدار بحرانی در سطح $(7,113)$ بیشتر است، لذا مقدار آستانه حاصله معنی‌دار بوده و فرض خطی بودن الگوی موردبررسی رد می‌شود.

جدول ۳: برآورد مقادیر آستانه مالکیت نهادی و رژیم‌های رفتاری اهرم مالی

مقادیر آستانه‌های مالکیت نهادی	
۰,۴۷۶	مقدار آستانه ۱۷
۳,۱۱۷	مقدار آستانه ۲۷

جدول ۴: برآورد آستانه مقادیر آستانه مالکیت نهادی و رژیم‌های رفتاری سود سهام پرداختنی

مقادیر آستانه‌های مالکیت نهادی	
۵,۹۰۶	مقدار آستانه ۱۷
-	مقدار آستانه ۲۷

بررسی تاثیرات آستانه‌ای مالکیت نهادی بر اهرم مالی.../رفیع زاده، کردلوئی، هاشمی و شاهوردیانی

برای مدل مالکیت نهادی و اهرم مالی، دو مقدار آستانه به ترتیب ۰,۴۷۶٪ و ۳,۱۱۷٪ است. برای مدل مالکیت نهادی و سود سهام پرداختی، ارزش یک آستانه ۵,۹۰۶ است. برآورد نقطه‌ای مقدار γ^* است که در آن آماره آزمون نسبت احتمال (LR) برابر ۰ است. مقادیر آمار نسبت احتمال (LR) برای هر سه تخمین آستانه کمتر از مقدار بحرانی ۷,۳۵ در سطح اطمینان ۹۵ است. بنابراین، سه برآورد آستانه در سطح ۵ درصد قابل توجه و معتبر است. در ذیل تابع ای معرفی می‌گردد که بر اساس آستانه‌های دوگانه یافت شده، در 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.

$$lev = b1 + b2(ins \leq 3.117) + b3(3.17 < ins \leq 0.476) + b4(0.476 < ins) + control\ variables + \varepsilon$$

جدول ۵: تأثیر ساختار مالکیت بر اهرم مالی

متغیر وابسته سهام پرداختی در مدل بر اساس متغیرهای مستقل مالکیت نهادی (آستانه‌های)				
Std. Error	t-Statistic	Probability	Coefficient	متغیرها
۰,۰۶۶۵۶۲	-۰,۰۷۹	۰,۹۳۶	۰,۹۱۳	Intercept
۰,۰۴۷۲۸۰	-۲,۷۳۵	۰,۰۰۲	-۰,۱۷۷	مالکیت نهادی ۱- ($ins > 0.476$)
۰,۱۹۸۴۱۳	-۱,۶۴۴	۰,۰۰۰	-۰,۵۵۱	مالکیت نهادی ۲ ($ins \leq 3.17$)
۰,۰۶۹۱۲۲۴	-۱,۲۴۲	۰,۰۷۴	-۱,۰۰۴	مالکیت نهادی ۳ ($ins < 3.17$)
۰,۰۶۴۱۸۹۶	-۱,۸۶۹	۰,۰۶۲	-۰,۰۱۵	اندازه شرکت
۰,۰۲۱۱۰۳	-۱,۲۲۰	۰,۰۲۲	-۰,۰۲۵	نسبت دارایی
۰,۰۱۵۲۲۱	-۰,۸۶۱	۰,۰۰۹	-۰,۰۱۳	فرصت رشد
۰,۰۱۹۳۶۴	-۰,۲۵۱	۰,۰۰۱	-۰,۰۰۴	نقدینگی
۰,۰۰۰۶۳۹	-۰,۰۰۳	۰,۰۰۷	-۲,۰۲۳	رشد شرکت
	۰,۲۱۹			آزمون سارگان
	۰,۲۷			AR(1)
	۰,۱۵			AR(2)

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 ۰,۴۷۶٪ و ۳,۱۱۷٪ درصد. به عبارتی این مقادیر و

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره پنجاه و دو، پائیز ۱۴۰۱

درصدها شرکت‌ها را به سه رژیم بالای ۳،۱۱۷ درصد، بین ۳،۱۱۷ و ۰،۴۷۶ درصد و کمتر از ۰،۴۷۶ درصد تقسیم می‌کنند. شرکت‌های با رژیم بالا نشان‌دهنده این است که مالکیت نهادی بالای ۳،۱۱۷ را تجربه کرده‌اند. از طرفی دو مقدار آستانه (۰،۴۷۶ و ۳،۱۱۷) نمونه ما را به سه "رژیم" تقسیم می‌کند: رژیم رفتاری اهرم مالی برای مالکیت نهادی کمتر از (۰،۴۷۶)، رژیم رفتاری اهرم مالی بر اساس میزان مالکیت نهادی ($0.476 < ins \leq 3.117$) و رژیم رفتاری اهرم مالی برای مالکیت نهادی بالاتر از (۳،۱۱۷). در رژیم‌های مختلف اهرم مالی، سطح معنی‌داری و شدت تأثیر مالکیت نهادی متفاوت است. در رژیم اهرم مالی برای مالکیت نهادی ۰،۴۷۶ افزایش میزان مالکیت نهادی تأثیر منفی معنی‌داری بر اهرم مالی خواهد داشت اما زمانی که میزان مالکیت نهادی و بیشتر از ۰،۴۷۶٪ و کمتر یا مساوی ۳،۱۱۷٪ است، متوجه می‌شویم که ضریب اطمینان در مالکیت نهادی مجدداً منفی 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 نهادی گزارش شده بیش از ۳،۱۱۷ باشد، ضریب مالکیت نهادی منفی بوده اما در سطح ۵ درصد معنی‌دار نیست که نشان می‌دهد که در این رژیم، میزان مالکیت نهادی تأثیر معنی‌داری بر تمایل به استفاده یا عدم به‌کارگیری از اهرم مالی ندارد. در صورتیکه 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،۲۱۹ به‌دست‌آمده است، $AR(1)$ برابر با ۰،۲۷ و $AR(2)$ برابر با ۰،۱۵ 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.

تابعه‌ای 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 شناخته‌شده است.

$$Div = b1 + b2(ins \leq 0.476) + b3(ins > 0.476) + control\ variables + \varepsilon$$

بررسی تاثیرات آستانه‌ای مالکیت نهادی بر اهرم مالی.../رفیع زاده، کردلوئی، هاشمی و شاهرودیانی

جدول ۶: تأثیر ساختار مالکیت بر سود سهام پرداختی

متغیر وابسته سهام پرداختی در مدل بر اساس متغیرهای مستقل مالکیت نهادی (آستانه‌های)				
متغیرها	Coefficient	probability	t-Statistic	Std. Error
Intercept	۰,۰۵۴	۰,۰۴۱	۲,۰۴۱	۰,۰۴۱۲۳۰
مالکیت نهادی-۱ ($ins > 5.906$)	۰,۳۰۲	۰,۰۳۹	۲,۴۷۹	۰,۹۰۸۷۰۵
مالکیت نهادی-۲ ($ins < 5.906$)	۰,۶۳۶	۰,۰۳۰	۲,۱۷۴	۰,۲۱۲۲۹۰
اندازه شرکت	۰,۹۶۶	۰,۰۰۹	۰,۴۲۷	۰,۲۶۰۰۳۰
نسبت دارایی	-۰,۹۷۶	۰,۰۴۰	-1.477	۰,۰۱۵۳۲۳
فرصت رشد	-۰,۰۲۵	۰,۰۱۰	-۱,۲۵۳	۰,۰۲۰۴۸۵
نقدینگی	۰,۰۱۳	۰,۰۰۳	۰,۸۹۰	۰,۰۱۵۵۹۰
رشد شرکت	۰,۰۰۴	۰,۰۹۶	۰,۲۵۸	۰,۰۱۸۹۱۲
آزمون سارگان	۰,۱۹۷			
AR(1)	۰,۰۸۸			

رژیم رفتاری سود سهام پرداختی برای مالکیت نهادی کمتر از (۵,۹۰۶) و رژیم رفتاری سود سهام پرداختی برای مالکیت نهادی بالاتر از (۵,۹۰۶) که سود سهام پرداختی را به دو «رژیم» تقسیم می‌کند: رژیم با سود سهام پرداختی کم (۵,۹۰۶) و رژیم مالکیت نهادی بالای (۵,۹۰۶). در هر دو رژیم مالکیت نهادی تأثیر مثبت معنی‌دار و مثبتی بر سود سهام پرداختی دارند به طوری که ضریب تأثیر در رژیم اول که مربوط به مالکیت نهادی زیر (۵,۹۰۶) برابر با ۰,۳۰۲ بوده و برای مالکیت نهادی بیشتر از (۵,۹۰۶) درصد برابر با ۰,۶۳۶ است که نشان می‌دهد که با افزایش میزان مالکیت نهادی از ۵,۹۰۶ درصد به یک‌باره رژیم رفتاری سود سهام پرداختی رفتار دیگری را نشان داده و میزان سود توزیعی افزایش می‌یابد. 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 بیش از حد یعنی صحت و اعتبار متغیرهای ابزاری به کار می‌رود. آزمون دوم، آزمون همبستگی پسماندها مرتبه اول AR(1) است. این آزمون نیز برای بررسی اعتبار و صحت متغیرهای ابزاری به کار می‌رود. در مدل برآورد شده آماره آزمون سارگان برابر با ۰,۱۹۷ به دست آمده است، AR(1) برابر با ۰,۰۸۸ می‌باشد؛ بنابراین آزمون سار جنت صورت گرفته در مدل و نیز آزمون همبستگی پسماندها مرتبه اول AR(1) نیز صحت اعتبار نتایج مدل آزمون شده بر اساس روش GMM را تأیید می‌نماید.

بحث و نتیجه‌گیری

با توجه به تحقیقات گذشته که نتایج متفاوتی را برای تأثیر مالکیت نهادی بر اهرم مالی و سود سهام پرداختی نشان می‌داند که از دو دیدگاه می‌توان آن را تشریح نمود که یکی مرتبط به وجود تفاوت‌ها در قوانین مقررات در بازارهای سرمایه متفاوت (همچون میزان حمایت از سهامدار خرد)، کیفیت سهامداران نهادی در کشورهای مختلف، کیفیت و قوانین مرتبط با حاکمیت شرکتی و موارد از این قبیل دارد. در این مقاله، به دنبال بررسی اثرات آستانه‌های مالکیت نهادی بر اهرم مالی و سود سهام پرداختی شرکت‌ها بودیم از این‌رو با استفاده از مدل رگرسیونی آستانه‌های برای داده‌های پانل متوازن و بهره‌گیری از روش هانسن، ابتدا ضمن یافتن نقاط شکستگی (مقادیر بهینه مالکیت نهادی که مقادیر آستانه‌های هستند) و آزمون آماری این نقاط نشان دادیم که اثرات مالکیت نهادی نسبت به اهرم مالی شرکت‌ها یک رابطه غیرخطی و نامتقارن است. به طوری که شرکت‌هایی که نسبت مالکیت نهادی آن‌ها $(ins > 0.476)$ بوده رژیم رفتاری اهرم مالی نشان از تأثیر منفی و معنی‌دار با ضریب

0.177 - بوده و در مالکیت نهادی بین $(0.476 < ins \leq 2.17)$ ضریب تأثیر بر اهرم مالی برابر 0.551 - می‌باشد که نشان می‌دهد با افزایش مالکیت نهادی علاقه شرکت به استفاده از اهرم مالی بشدت کاهش می‌یابد و این بدان معنی است که سهامداران نهادی با افزایش مالکیت نظارت بیشتری بر شرکت داشته و لذا نیازی به استفاده از اهرم مالی بیشتر در جهت کاهش تضاد منافع با مدیران شرکت نیاز نمی‌شود. همچنین زمانی که میزان مالکیت سهامدار نهادی بیش از 3.17 درصد می‌گردد دیگر میزان مالکیت نهادی تأثیر معنی‌داری بر به‌کارگیری اهرم مالی ندارد که نشان می‌دهد که با سهامداری عمده سهامدار نهادی مشکل تضاد منافی با مدیران کمتر وجود داشته و بیشتر می‌تواند میزان تسهیلات دریافتی مرتبط به ترید از بین زیان احتمالی ورشکستگی و سپر مالیاتی داشته تا مسائل مدیریتی. به بیان دیگر سهامداران نهادی که مالکیت درصد بالایی از سهام شرکت را در اختیار دارند به دلیل حجم بالای سرمایه‌گذاری نظارت بیشتری بر عملکرد شرکت خواهند داشت و توصیه و اظهارنظرهای بیشتری به مدیران خواهد داشت و لذا نیازی به تحمیل سیاست‌های یکسان بر اخذ تسهیلات خارجی شرکت ندارد و بنا بر شرایط اتخاذ تصمیم می‌نماید. لازم به ذکر است که در شماری از موارد نتایج تحقیق حاضر با نتایج تحقیقات یافته‌های دین و همکاران (۲۰۱۳)، هولدرمز (۲۰۱۹) و اونسومو (۲۰۱۴) مطابقت دارد.

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

ساختار مالکیت و سیاست‌های تقسیم سود از دیدگاه‌های متفاوتی حائز اهمیت بوده که اهم آن‌ها عبارت‌اند از؛ کاهش تضاد منافع بر روی جریان نقدی آزاد شرکت بین سهامداران و مدیران، منابع تأمین مالی موردنیاز شرکت در سال‌های مالی آتی- که با پرداخت سود سهام ناچار مدیران بایستی به منابع مالی خارج از سازمان رجوع کنند، همچنین به طور کلی پرداخت سود سهام پرداختی نیاز به نظارت بیشتر مالکین سهام بر مدیران را کاهش داده و هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد. مطابق با نتایج شرکت‌هایی که نسبت مالکیت نهادی آن‌ها در رژیم یک (INS ≥ 1)= ۵۰.۹۰۶٪ قرار می‌گیرد به‌طور معناداری بر سود سهام پرداختنی تأثیرگذار بوده (با ضریب ۰.۳۰۲) ولی بیک باره با گذشتن از مقدار آستانه‌های مالکیت ۵.۹۰۶ درصد سود سهام پرداختی با ضریب فراوان‌تری افزایش می‌یابد (۰.۶۳۶) که نشان می‌دهد سهامداران نهادی در بازار سرمایه ایران ترجیح می‌دهند که سود سهام پرداختی بیشتری در شرکت‌های که آن‌ها سهامدار عمده آن هستند توزیع گردد. این نتیجه زمانی که تأثیر مالکیت بر اهرم مالی مقایسه می‌گردد مشخص می‌شود که سهامداران نهادی درصد بالای سهامداری بیشتر بر روی سود تقسیمی به‌عنوان ابزار کاهشی تضاد منافع تمرکز دارند تا اهرم مالی و همچنین این سود سهام پرداختی به شکلی مناسب باعث رضایت خاطر سهامداران خرد نیز گردیده که این در کل می‌تواند ارزش بازاری سهام شرکت را حفظ یا بهبود بخشد و به شکلی دیگر منافع سهامدار عمده تأمین می‌گردد. در میزان سهامداری‌های پایین نیز سهامداران نهادی ترجیح می‌دهند که از هر دو شکل اهرم مالی و سود سهام پرداختی استفاده شود که با افزایش میزان سهامداری کارکرد سود سهام پرداختی از نظر ایشان بیشتر بوده و در نهایت نسبت به اهرم مالی بی‌تفاوت عمل خواهند کرد. نتایج تحقیق حاضر تا حدودی با نتایج تحقیقات جاکوب و لوکس (۲۰۱۸)، سوکماوردینی و آردینساری (۲۰۱۸) و برزینتس، لینا و الکسیوا (۲۰۱۷) هم‌راستا می‌باشد. همان‌طور که در قسمت‌های مقدمه و پیشینه ادبیات نیز بدان اشاره شده نقش سهامدار نهادی در ساختار حاکمیت شرکتی بوده که با توجه به تأثیرگذار بودن میزان مالکیت سهامدار نهادی بر دو گروه از تصمیمات عمده شرکت که سیاست‌های اهرم مالی و تقسیم سود بوده وجود رژیم‌های رفتاری این دو متغیر بر اساس میزان مالکیت که همگی نمودی از تأثیر معنی‌دار سهامدار نهادی بر تصمیمات اساسی شرکت‌ها دارد. جهت درک بهتر ساختار مالکیت بر تصمیمات مالی شرکت‌ها و بطور خاص اهرم مالی و ساختار سرمایه پیشنهاد می‌گردد که تأثیر سایر انواع ساختارهای مالکیت بر ساختار بدهی و سیاست‌های تقسیم سود شرکت موردتحقیق قرار گیرد.

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره پنجاه و دو، پائیز ۱۴۰۱

منابع

- ۱) بیابانی، شاعر؛ رضی کاظمی؛ ستاره. (۱۳۹۲). ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار دوره-۶، شماره ۴، صص-۱۵-۲۸.
- ۲) تقوی، سیده زهرا، حسینی، سیده مریم، خوشکار، فرزین. (۱۳۹۸). بررسی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی سیاست‌های تقسیم سود و ساختار مالکیت در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران. چشم‌انداز حسابداری و مدیریت. ۲ (۱۹)، از ۴۲-۶۰.
- ۳) تقی زاده خانقاه، مجید؛ بادآورنده‌دی، 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.
- ۴) رشت، سمیرا، رنجبر، محمدحسین، ولی نیا، سید نیما. (۱۳۹۴). بررسی رابطه‌ی بین ساختار مالکیت و عدم تقارن اطلاعاتی مشروط به افشای داوطلبانه. فصلنامه مهندسی مدیریت نوین، ۴ (۳ و ۴)، ۱-۱۲.
- ۵) ستایش، محمدحسین، صالحی نیا، محسن. (۱۳۹۴). تأثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه‌بر جریان‌های نقدی آزاد. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۷ (۲۵)، ۲۱-۳۸.
- ۶) ستایش، محمدحسین، کاظم نژاد، مصطفی. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت‌مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری، ۱ (۱)، ۲۹-۵۱.
- ۷) کارور محدثه، تائبی نقندری امیرحسین، نمازیان علی. (۱۳۹۶). کنفرانس ملی تحقیقات علمی جهان در مدیریت، حسابداری، حقوق و علوم اجتماعی. تهران، ایران.
- ۸) مرادی، محمدعلی؛ توسلی، امین‌الله. (۱۳۹۷). بررسی مقایسه‌ای تأثیر ساختار مالکیت نهادی بر سیاست تقسیم سود سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران (مطالعه موردی شرکت‌های پتروشیمی و خودروسازی)، دومین همایش بین‌المللی مدیریت، حسابداری و اقتصاد در توسعه پایدار، مشهد، موسسه تعاونی دانش‌بنیان کم‌آوش.
- ۹) 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.

بررسی تاثیرات آستانه‌ای مالکیت نهادی بر اهرم مالی.../رفیع زاده، کردلوئی، هاشمی و شاهوردیانی

۱۰) نعمتی، علی؛ امام وردی، قدرت الله؛ باغانی، علی؛ دارابی، رؤیا؛ نورالله زاده، نوروز. (۱۳۹۸). بررسی تطبیقی اثر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با کشورهای آسیای جنوب شرقی بر اساس رویکرد رگرسیون پانل آستانه‌های، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره-۱۱، شماره ۴۲، صص ۱۲۳-۱۵۸.

11) Abdelsalam. O, EL-Masry. A. and Elsegini. S, (2008), "Board Composition, Ownership Structure and Dividend Policies in an Emerging Market, Journal of Managerial Finance, Vol. 34, No. 12, PP. 953-964.

12) Alan D. C, Sébastien, M. James. P. W. (2014). The Effect of Institutional Ownership on Payout Policy: Evidence from Index Thresholds, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2102822> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2102822>

13) Al-gharaibeh, M. Zurigat, Z. Al-harabshe, K. (2013). "the effect of ownership structure on dividend policy in Jordanian companies". Interdisciplinary journal of cotemporary research in business, vol 4, no 10.

14) Al-Sartawi, A. M. M. (2018). Ownership structure and intellectual capital: evidence from the GCC countries. International Journal of Learning and Intellectual Capital, 15(3), 277-291.

15) Al-Sartawi, A. M. M. & Sanad, Z. (2019). Institutional ownership and corporate governance: evidence from Bahrain. Afro-Asian Journal of Finance and Accounting, 9(1), 101-115.

16) Ashrafi, M. (2019). Nonlinear relationship between institutional investors' ownership and capital structure: evidence from Iranian firms. International Journal of Managerial and Financial Accounting, 11(1), 1-19.

17) 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.

18) Bataineh, H. (2021). The impact of ownership structure on dividend policy of listed firms in Jordan. Cogent Business & Management, 8(1), 1863175.

19) Berezinets, I. Ilina, Y. & Alekseeva, L. (2017). Dividend policy and ownership structure: A study of Russian dual-class stock companies. Corporate Ownership & Control, 15 (1-1), 199-212.

20) Chikalipah, S. (2019). Financial leverage and profitability of microfinance institutions. <https://doi.org/10.3362/1755-1986.18-00009>

- 21) Crane, A. D. Michenaud, S. & Weston, J. P. (2012). The effect of institutional ownership on payout policy: A regression discontinuity design approach. SSRN Electronic Journal, 12, 1-45.
- 22) Din, S. Javid, A. & Imran, M. (2013). External and Internal Ownership Concentration and Debt decisions in an Emerging Market: Evidence from Pakistan. Asian Economic and Financial Review, 3(12), 1583-1597.
- 23) Dirman, Angela. "Financial Distress: The Impacts Of Profitability, Liquidity, Leverage, Firm Size, And Free Cash Flow.« International Journal of Business, Economics and Law 22, no. 1 (2020): 17-25.
- 24) Hammerstrom, G. & Jersov, K. (2014). The effect of Institutional Ownership on the Capital Structure of Swedish Firms. Stockholm School of Economics.
- 25) Holderness, C. G. (2019). The Myth of diffuse ownership in the United States. Review of Financial studies
- 26) Jacob, C. & PJ, J. L. (2018). Institutional ownership and dividend payout in emerging markets: Evidence from India. Journal of Emerging Market Finance, 17(1_suppl), S54-S82.
- 27) Kanwal.m, Hameed, Sh. (2017). The Relationship between Dividend Payout and Firm Financial Performance, Research in Business and Management, 1(4), 2330-8362.
- 28) KHOA, B.T. and THAI, D.T. (2021). Capital structure and trade-off theory: Evidence from Vietnam. The Journal of Asian Finance, Economics, and Business, 8(1), pp.45-52.
- 29) Kim, S. Jung, J. Y. & Cho, S. W. (2021). Does Information Asymmetry Affect Dividend Policy? Analysis Using Market Microstructure Variables. Sustainability, 13(7), 3627.
- 30) Kiran: A. S. & Narender, M. (2021). An Empirical Study on the Relationship Between Institutional Ownership and Capital Structure. IUP Journal of Corporate Governance, 20(1), 28-42.
- 31) Komara, A. Ghozali, I. & Januarti, I. (2020, March). Examining the firm value based on signaling theory. In 1st International Conference on Accounting, Management and Entrepreneurship (ICAMER 2019) (pp. 1-4). Atlantis Press.
- 32) LAKSSOUMI, F. & MOUSSA, A. (2021). Does Institutional Ownership Influence Earnings management? Evidence from Morocco. IJBTSR International Journal of Business and Technology Studies and Research, 3(2), 9-pages.

- 33) Lee, Y. & Lee, S. (2014). Interaction Effects between Ownership Concentration and Leverage on Firm Performance. *Management Review: An International Journal*, 9(1), 70-106.
- 34) Marriam, R, Ambreen. Kh, Faisal, M. (2010). The Impact of Concentrated Leverage and Ownership on Firm Performance: a Case in Pakistan, *Scientific Journal of Logistics*, 16(1), pp15-31.
- 35) Obaidat, A. N. (2018). Ownership structure and dividends policy: Emerging market evidence. *International Business Research*, 11(6), 65-72.
- 36) Onsumo, P. G. (2014). The Relationship between Capital Structure and Agency Costs of Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange. Unpublished Journal, University of Nairobi.
- 37) Ozdamar, M. Tanyeri, B. & Akdeniz, L. (2021). The effect of tax regulation on firm value: the Turkish case of Allowance for Corporate Equity (ACE) regulation. *Applied Economics Letters*, 28(4), 264-268.
- 38) Accounting Researchers and Educators (JARE) 1.1
- 39) Rajesh Kumar, B. & Sujit, K. S. (2018). Determinants of dividends among Indian firms—An empirical study. *Cogent Economics & Finance*, 6(1), ۱-۱۸
- 40) Sadaf, R. Oláh, J. Popp, J. & Máté, D. (2019). Institutional ownership and simultaneity of strategic financial decisions: An empirical analysis in the case of Pakistan Stock Exchange.
- 41) Samuel, T. E, Eslyn, B, Hugh, I. (2018). Factors that Determine Dividend Payout. Evidence from the Financial Service Sector in South Africa, *Journal of Banking and Finance Management*, 1(1), 48-53.
- 42) Sukmawardini, D. & Ardiansari, A. (2018). The Influence of Institutional Ownership, Profitability, Liquidity, Dividend Policy, Debt Policy on Firm Value. *Management Analysis Journal*, 7(2), 211-222.
- 43) Syafa'ah, L. (2021). Good Corporate Governance and Leverage of Financial Performance: Literatur Review. *IPTEK Journal of Proceedings Series*, (1), 259-265.
-