



## تأثیر غیر خطی مالکیت مدیریتی بر نسبت بدهی‌های کوتاه و بلندمدت

رحمت الله آزاد<sup>۱</sup>

یاسر رستگاری راد<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۶/۰۸

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۴/۲۱

### چکیده

ساختار سرمایه شرکت‌ها در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری نقشی تعیین‌کننده ایفا می‌کند. مدیران به عنوان نمایندگان صاحبان سهام می‌بایست تلاش نمایند، ساختار سرمایه شرکت را به گونه‌ای تنظیم نمایند که هزینه سرمایه شرکت، حداقل و در نتیجه ارزش شرکت و ثروت سهامداران حداکثر گردد. در این تحقیق اثر غیر خطی مدیریت مالکیتی بر ساختار سرمایه مورد بررسی قرار گرفته است. در این راستا سه فرضیه مطرح گردید و ارتباط بین متغیرها مورد ارزیابی قرار گرفت. در این تحقیق از سه معیار (نسبت بدهی کوتاه‌مدت به دارایی و نسبت بدهی بلندمدت به دارایی و نسبت کل بدهی به دارایی) برای ساختار سرمایه استفاده شده است. برای آزمون فرضیات، اطلاعات لازم برای ۱۶۵ شرکت جمع‌آوری گردید. تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها توسط نرم‌افزار آماری Eviews و داده‌های پانل انجام شده است. نتایج حاصل از تحقیق بیان می‌کند که مدیریت مالکیتی بر نسبت بدهی کوتاه‌مدت و کل بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معنادار و غیرخطی ندارد. اما مدیریت مالکیتی بر نسبت بدهی بلندمدت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معنادار و غیرخطی و U شکل معکوس دارد. **واژه‌های کلیدی:** مدیریت مالکیتی، ساختار سرمایه، نسبت بدهی، رابطه غیرخطی.

۱ گروه حسابداری، واحد بابل، دانشگاه آزاد اسلامی، بابل، ایران. نویسنده مسئول. Azadamol@yahoo.com  
۲ گروه حسابداری، واحد آیت الله آملی، دانشگاه آزاد اسلامی، آمل، ایران. yaser.rastgari@gmail.com

۱۷۷

نوع مقاله: علمی پژوهشی  
<http://faar.iauctb.ac.ir>



Creative Commons – Attribution 4.0  
International – CC BY 4.0  
Creativecommons.org

## ۱- مقدمه

طی دهه‌های اخیر، سهامداران بزرگ، به دلیل رشد قابل توجه در مالکیت، تأثیر برجسته و قابل توجهی بر تصمیم‌گیری‌های ساختار سرمایه داشته‌اند. بر اساس تئوری مبادله، انتظار می‌رود شرکت‌های سودآور از بدهی بیشتری استفاده کنند تا پس‌انداز مالیاتی را افزایش داده و هزینه‌های نمایندگی ناشی از اطلاعات نامتقارن را کاهش دهند. در واقع، انتظار می‌رود شرکت‌هایی که سطح مالکیت بالایی دارند، به دلیل دسترسی به منابع مالی و تجربه تیم‌های مدیریتی، نرخ رشد بیشتری داشته باشند، سود بیشتری کسب کنند و بزرگ‌تر شوند (رامی‌زیتان و محمد گواید<sup>۱</sup>، ۲۰۲۱). ساختار مالکیت یکی از موضوعات مهم حاکمیت شرکتی به‌شمار می‌رود که انگیزه مدیران را تحت تأثیر قرار می‌دهد و بدین ترتیب می‌تواند در کارایی هر شرکتی تأثیر قابل توجهی داشته و از مهمترین عوامل اثرگذار بر کنترل و اداره شرکت‌ها، ترتیب مالکیت و به خصوص تمرکز مالکیت سهام شرکت‌ها در دست سهامداران عمده است (شاکری و مطوری، ۱۴۰۰). ساختار سرمایه یکی از مهمترین فاکتورهای اثرگذار بر بازده حقوق صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها می‌باشد، لذا بررسی عوامل اثرگذار بر ساختار سرمایه حائز اهمیت فراوان می‌باشد. تئوری‌های چندی وجود دارد که در تلاش برای تبیین تئوری‌های مرتبط با ساختار سرمایه می‌باشند، با وجود این هیچ یک از آن‌ها در عمل تشریح‌کننده ساختار سرمایه نمی‌باشند. به‌علاوه مشاهدات تجربی متناقضی که در مطالعات قبلی یافت شده است، سوالات و شبهات مربوط به اعتبار یافته‌های پیشین را افزایش داده و منجر شده است تحقیقات بیشتر بر روی عواملی که در عمل تعیین‌کننده ساختار سرمایه می‌باشد تمرکز نموده و منابع تصمیم‌گیری پیرامون تأمین مالی را تشریح نماید. مسئله مربوطه این است که علی‌رغم همه تئوری‌های عنوان شده در زمینه ساختار سرمایه، لکن در عمل چیز دیگری اتفاق می‌افتد و مدیران بدون توجه به روش‌های علمی تعیین ساختار سرمایه میناهای دیگری را معیار تصمیم‌گیری خود برای تعیین ساختار سرمایه قرار می‌دهند (رجبی میاندره و صادقی پناه، ۱۳۹۷). در بازارهای سرمایه، اعتبار شرکت‌ها تا حدود زیادی به ساختار سرمایه آنها وابسته است و در واقع، اساس تولید و ارائه خدمات به چگونگی تأمین و مصرف منابع مالی بستگی دارد. به همین دلیل، ساختار سرمایه به عنوان مه‌ترین عامل مؤثر بر ارزشگذاری شرکت‌ها و جهت‌گیری آنها در بازارهای سرمایه، مطرح شده است. بیشتر شرکت‌ها وجوه مورد نیاز خود را از روش‌های گوناگونی تأمین می‌کنند؛ اما عواملی مانند اندازه شرکت، ریسک، نوع صنعت و میزان دسترسی به بازارهای تأمین مالی و نیز محیط‌های اقتصادی و سیاسی، آنها را در خصوص تصمیم‌گیری‌های بهینه در این زمینه، محتاط کرده است. این در حالی می‌باشد که ایجاد بدهی و انتشار سهام به عنوان دو منبع اصلی تأمین مالی شرکت‌ها تعریف شده است (باغومیان و عزیززاده مقدم، ۱۳۹۳). مطابق با تئوری نمایندگی مالکیت مدیریتی یکی از ابزار کاهش تضاد منافع بین ایشان و سهامداران شرکت

<sup>۱</sup> - Zeitun, R & Goaid, M

محسوب می‌گردد که می‌تواند بر میزان تمایل استفاده از اهرم مالی و همچنین سیاست‌های تقسیم سود شرکت تأثیرگذار باشد (رفیع زاده، کردلویی، هاشمی گهر و شاهوردیانی، ۱۴۰۲).

از طرفی وجود تضاد منافع، موجب نگرانی مالکان (سهامداران) گردیده تا جایی که آنها برای اطمینان از تخصیص بهینه منابع خود توسط مدیران اقدام به بررسی و ارزیابی عملکرد مدیران می‌کنند. به مرور زمان مشخص شده است که برخی از تصمیمات مدیران ممکن است موجب ائتلاف منابع شرکت و از بین رفتن ثروت مالکان گردد. از سوی دیگر، مدیران همواره به دنبال این بوده‌اند تا ضمن حداکثر کردن منافع خود، به مالکان این اطمینان را بدهند که تصمیمات اتخاذ شده توسط آنها در جهت منافع مالکان می‌باشد (رستگار و همکاران، ۱۳۹۵). گاهی شرکت‌ها برای ایجاد انگیزه در مدیران و کاهش تضاد منافع، با اعطای سهام، آنها را در مالکیت شرکت سهیم می‌کنند. بنابراین، انتظار می‌رود، مدیریت مالکیتی برای شرکت ارزش‌آفرین باشد. از منظر دیگر روابط بین مدیریت مالکیتی و عملکرد را می‌توان چنین بیان کرد که با افزایش مدیریت مالکیتی و همسو شدن منافع مدیریت و سهامداران، طبق تئوری نمایندگی تلاش مدیریت در جهت منافع سهامداران افزایش می‌یابد. بنابراین، مدیران به طور ویژه، تلاش می‌کنند که ساختار سرمایه شرکتی را به گونه‌ای انتخاب نمایند که در جهت بهبود عملکرد شرکت باشد (خواجوی و شکرالهی، ۱۳۹۶). با جدا شدن مالکیت و مدیریت در شرکت‌های سهامی احتمال وقوع این رویداد وجود دارد که مدیران مایل باشند که تصمیماتی را اتخاذ کنند که در جهت منافع سهامداران نباشد و همچنین بین مدیران و مالکان عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد و سهامداران نتوانند اعمال و فعالیت‌های مدیران را به طور مستمر مشاهده نمایند. به منظور جلوگیری از این تضاد منافع یکی از پیشنهاد‌های تئوری نمایندگی آن است که مدیران سهامدار شرکت شوند، زیرا این کار باعث همسو شدن منافع آنها با دیگر سهامداران می‌گردد (سیفی و همکاران، ۱۳۹۷).

هر شرکت، هر اقتصاد، هر فرهنگ و هر مجموعه‌ای از مقررات قانونی نیاز به یک ساختار سرمایه متفاوت دارد. بنابراین تصمیم‌گیری در رابطه با ساختار سرمایه و تجزیه و تحلیل تجربی آن و انتخاب بین بدهی و حقوق صاحبان سهام بستگی به مشخصات خاص مؤسسه دارد و امری بسیار مشکل است که درک تئوری ساختار سرمایه می‌تواند به مدیران این امکان را بدهد تا به ساختار سرمایه مطلوب به منظور به حداکثر رساندن ثروت دست یابند. سیاست ساختار سرمایه، موازنه بین ریسک و بازده را برقرار می‌کند. از یک طرف استفاده از بدهی بیشتر ریسک جریان سود آوری شرکت را بیشتر می‌کند و از طرف دیگر به نرخ بازده مورد انتظار بیشتری منجر می‌شود. در این راستا مدیران شرکت نقش مهمی را در اداره شرکت ایفا می‌کنند، زیرا موفقیت و شکست بسیاری از سازمانها در گرو تصمیم‌گیری مدیران است. در پی جدایی مالکیت از مدیریت، نظریه‌های رفتاری مدیریت بر انگیزه‌های مدیر تکیه کرد. این نظریه‌ها پیش‌بینی می‌کنند که می‌توان با استفاده از ساز و کارهایی، منافع مدیران و صاحبان سرمایه را در یک راستا قرار داد. بدین ترتیب تمایل مدیران به بیشینه‌سازی ثروت سهامداران وابسته با میزان مالکیت خود ایشان در شرکت مربوط است. مدیران مالک با به کارگیری منابع قدرت می‌توانند زمینه رشد و تعالی یا زمینه انحراف و فساد سازمان را فراهم آورند و این امر به ماهیت

وجودی و چگونگی استفاده از قدرت و منابع آن بستگی دارد. مدیران به عنوان مالکان و نمایندگان صاحبان سهام تلاش می‌نمایند، ساختار سرمایه شرکت را به گونه‌ای تنظیم نمایند که هزینه سرمایه شرکت، حداقل و در نتیجه ارزش شرکت و ثروت سهامداران حداکثر گردد (انوار رستمی و همکاران، ۱۳۹۴). از آنجایی که امروزه توجه به ساختار سرمایه شرکت‌ها بیش از پیش مورد توجه می‌باشد و بحث شکست بنگاه‌ها و تعطیلی واحدها از موضوعاتی است که ذهن مسئولین را به خود مشغول داشته است و بر اساس تئوری‌های مطرح شده مدیریت مالکیتی می‌تواند یکی از عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری مربوط به ساختار سرمایه شرکت باشد که این تحقیق می‌کوشد تا با بررسی این موضوع و عوامل آن گامی در راستای کمک به بهبود عملکرد شرکت‌ها با پیشنهادهایی در این زمینه بردارد.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

### ۲-۱- مدیریت مالکیتی

با آگاهی از ساختار مالکیت، می‌توان استراتژی‌های اساسی و مناسب در پیشبرد اهداف شرکت‌ها را تدوین نمود. یکی از این استراتژی‌ها، تعیین ساختار بهینه سرمایه است که تحت تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی قرار دارد (شاکری و مطوری، ۱۴۰۰). از مقولات مهم در حاکمیت شرکتی آگاهی از ساختار مالکیت و درجه‌بندی آن در مقیاس‌های استاندارد می‌باشد تا با استفاده از آن بتوان استراتژی‌های لازم در استقرار حاکمیت شرکتی را تدوین نمود (خوشکار، استوار و موقر، ۱۴۰۰). یکی از اصلی‌ترین تصمیمات مدیران مالی در شرکت‌های سهامی عام، تعیین ترکیب بدهی و سهام است که این تصمیمات باید در راستای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران، اتخاذ شود (نیکو مرام، رهنمای رود پستی و مصحفی، ۱۳۹۱). به طور معمول برای بررسی ساختار مالکیت شرکت‌ها به مدیریت مالکیتی، تمرکز مالکیت و سهامداران نهادی پرداخته می‌شود (بادآور نهندي، محمود زاده باغبانی و بلوری، ۱۳۹۱). نحوه توزیع مالکیت (سهام شرکت‌ها) بین صاحبان واحد تجاری (سهامداران) ساختار مالکیت نامیده می‌شود (سجادی، فرازمند و نیک کار، ۱۳۹۲). سطوح مالکیت مدیریتی، متفاوت است. این سطوح می‌تواند به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری تضاد منافع بین مدیران و مالکان مورد استفاده قرار گیرد. تفکیک مدیریت و مالکیت نه تنها مضر نیست، بلکه با انتقال مالکیت از سرمایه‌داران به مدیران و متخصصان، کارایی به وجود می‌آید. وجود مالکیت مدیریتی بالا، منجر به کاهش شکاف بین مالکیت و مدیریت، هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری و همسویی منافع مدیران و سهامداران می‌شود. به علاوه، مدیرانی که در شرکت تحت مدیریت خود سرمایه‌گذاری کرده‌اند، نسبت به سایر مدیران، از تصمیم‌های با ریسک بالا اجتناب می‌کنند (چن<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷). ساختار مالکیت از جمله سازوکارهای بااهمیت حاکمیت شرکتی است که سعی دارد انگیزه مدیران جهت انجام فعالیت‌ها به نفع خود را کاهش دهد

و با افزایش کیفیت پیش‌بینی‌های مدیریت، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد (دهقان، پورحیدری و خدامی‌پور، ۱۴۰۱). ساختار مالکیت دارای دو بعد است: ترکیب سهامداران و تمرکز مالکیت. ترکیب سهامداران شامل مالکیت نهادی، مدیریت مالکیتی، مالکیت دولتی و مالکیت خانوادگی است. از دیگر ساختارهای مالکیت، مدیریت مالکیتی است که به عنوان درصد سهام در اختیار مدیران داخلی شرکت تعریف می‌شود. سطح مدیریت مالکیتی متفاوت است. این تفاوت سطح می‌تواند معیاری برای اندازه‌گیری تضاد منافع بین مدیر و مالک مدنظر قرار گیرد (آنگ و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۵). در این باره دو نظریه عمده وجود دارد. مطابق با فرضیه همگرایی منافع<sup>۲</sup>، زمانی که مدیریت درصد کمی از سهام شرکت را مالک است، به سبب وجود نظارت کارا در جهت منافع شرکت و به حداکثر رساندن ارزش شرکت اقدام می‌کند؛ اما مطابق با نظریه سنگربندی<sup>۳</sup>، زمانی که مدیر درصد بالایی از سهام شرکت را در اختیار داشته باشد به سبب نفوذ زیاد و عدم وجود نیروی نظارتی، ممکن است فعالیت‌هایی انجام دهد در جهت منافع سهامداران نباشد (سجادی و همکاران، ۱۳۹۲). مدیریت مالکیتی باعث مشارکت فعال مدیران در راهبری جریان‌های نقد آزاد شرکت برای اطمینان از سرمایه‌گذاری در طرح‌های دارای ارزش افزوده می‌شود (واعظ و همکاران، ۱۳۹۵) و می‌توان گفت که با افزایش درصد مالکیت مدیران، منافع آنها با سهامداران همسو شده، تضاد به حداقل رسیده و مدیران مبادرت به پذیرش پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت در جهت حداکثر ساختن ارزش شرکت می‌ورزند (فخاری و همکاران، ۱۳۹۳).

## ۲-۲- ساختار سرمایه

بر اساس بسیاری از مطالعات انجام شده، تصمیم‌های ساختار سرمایه، یکی از موضوعات اساسی و مهمی است که مدیران مالی با آن مواجه‌اند. این تصمیم به ظاهر ساده که ترکیب بهینه منابع مختلف تأمین مالی شرکت تعریف می‌شود، از زوایای مختلف، بررسی شده است (خواجه‌وی، جهان‌دوست مرغوب و ویسی حصار، ۱۴۰۰). محیطی که شرکت‌ها امروزه در آن فعالیت می‌کنند، محیطی است در حال رشد و بسیار رقابتی و شرکت‌ها برای ادامه حیات مجبور به رقابت با عوامل متعددی در سطح ملی و بین‌المللی و بسط فعالیت‌های خود از طریق سرمایه‌گذاری جدید هستند و شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری احتیاج به منابع مالی دارند، اما منابع مالی و استفاده از آنها باید به خوبی تعیین شود تا شرکت بتواند سودآور باشد و این وظیفه مدیر مالی است که منابع تأمین مالی و نحوه استفاده از آنها را تعیین کند. منابع تأمین مالی بر اساس تأمین مالی آنها به دو بخش «منابع مالی داخلی» و «منابع مالی خارجی» تقسیم می‌شود. در منابع مالی داخلی شرکت از محل سود کسب شده اقدام به تأمین مالی می‌کند، یعنی به جای تقسیم سود بین سهامداران، سود را در فعالیت‌های عمدتاً عملیاتی شرکت، به منظور کسب بازده بیشتر به کار می‌گیرد و در منابع مالی خارجی، شرکت از محل بدهی‌ها (استقراض) و انتشار سهام

<sup>1</sup> Ang et al

<sup>2</sup> Convergence of interest hypothesis

<sup>3</sup> Trench Hypothesis

اقدام به تأمین مالی می‌کند. تفاوت اصلی بدهی‌ها و سهام را می‌توان در الزام پرداخت و مزایای مالیاتی بدهی خلاصه کرد. اما مدیر مالی باید همیشه مواظب باشد که روش تأمین مالی با نوع سرمایه‌گذاری شرکت سازگار باشد و همچنین از اهرم در حد معقول آن استفاده کند تا هم ارزش شرکت حداکثر شود و هم از پیامدهای نامطلوب ریسک مالی به واسطه استفاده از بدهی، جلوگیری کند. همچنین به نظر می‌رسد که باید انگیزه‌ای در واحد تجاری ایجاد شود تا از این منبع تأمین مالی که محدود نیز هست، استفاده بهینه شود و این استفاده بهینه در قالب افزایش سودآوری نمایان می‌شود (نعیمی، ۱۴۰۱).

### ۳-۲- پیشینه پژوهش

رفیع زاده و کردلویی، هاشمی‌گهر و شاهوردیانی (۱۴۰۲) به تأثیرات آستانه‌ای میزان مالکیت مدیران بر ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود پرداخته و یافته‌های تحقیق نشان داد که تأثیر مدیر- مالک بر اهرم مالی حاصل دو مقدار آستانه‌ای مالکیتی و در نتیجه سه رژیم رفتاری متفاوت برای اهرم مالی است. در رژیم‌های رفتاری اول و دوم، مالکیت مدیریتی تأثیرات مثبت و معنی‌داری بر اهرم مالی داشته هرچند که با افزایش میزان مالکیت ضریب آن کاهش می‌یابد؛ اما به یک‌باره در رژیم رفتاری سوم تأثیر مالکیت مدیریتی منفی می‌شود. صدری و پاینده (۱۴۰۰) به بررسی رابطه مدیریت مالکیتی، استقلال هیئت‌مدیره و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پرداختند. به همین منظور، نمونه‌ای متشکل از ۱۲۵ شرکت طی دوره ۱۳۹۲ - ۱۳۹۷ انتخاب کردند. برای رسیدن به این هدف از استقلال هیئت‌مدیره و مدیریت مالکیتی (به عنوان متغیرهای مستقل) و از نسبت کیوتوبین (به عنوان متغیر وابسته) استفاده شد. روش تحقیق، روش توصیفی از نوع همبستگی و روش تحقیق ترکیبی است. نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که مدیریت مالکیتی و استقلال هیئت‌مدیره با عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری دارند، این به این معناست که هرچه مدیریت مالکیتی و استقلال هیئت‌مدیره افزایش یابد، عملکرد شرکت بهبود می‌یابد. در تحقیق که توسط خوشکار، استوار و موقر (۱۴۰۰) و در مورد تأثیر مدیریت مالکیتی بر رابطه بین تمرکز مشتری و مدیریت سود انجام گرفت، نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد بین تمرکز مشتری و مدیریت سود رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد و مالکیت مدیریت بر رابطه بین تمرکز مشتری و مدیریت سود تأثیرگذار است. شاکری و مطوری (۱۴۰۰) در تحقیق خود به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام پرداخته و طبق نتایج، بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام (شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام) ارتباط منفی (مثبت) و معناداری وجود دارد. اثر تعاملی مالکیت نهادی و اهرم مالی با نقدشوندگی سهام ارتباط مثبت و معنادار و اثر تعاملی تمرکز مالکیت و اهرم مالی با نقدشوندگی سهام ارتباط منفی و معناداری دارد؛ اما اثر تعاملی مالکیت مدیریتی و اهرم مالی بر نقدشوندگی سهام، بی‌تأثیر است. آزموده (۱۳۹۹) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

تهران پرداختند. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش تعداد ۱۵۷ شرکت به روش حذفی سیستماتیک انتخاب و طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ با استفاده از روش رگرسیون خطی و سیستم معادلات همزمان مورد آزمون قرار گرفتند. نتایج آزمون معناداری ضرایب بر اساس معادله‌های رگرسیون پردازش شده، به طور خلاصه نشان داد که شرکت‌هایی که توانایی بالایی در جذب منابع خارجی دارند، سود تقسیمی کمتری پرداخت می‌کنند و این ارتباط معکوس و متقابل بین ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود به تأثیر معکوس مالکیت خانوادگی بر سیاست تقسیم سود و تأمین مالی شرکت می‌انجامد؛ در صورتی که مالکیت نهادی تأثیری بر تصمیم‌گیری همزمان در مورد ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود ندارد. عباس زاده و رزاقی (۱۳۹۶) به بررسی رابطه بین مدیریت مالکیتی، اهرم مالی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این تحقیق در دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ انجام پذیرفته است. نتایج تحلیل‌ها نشان می‌دهد که بین مدیریت مالکیتی و نسبت بدهی رابطه غیرخطی وجود دارد. همچنین؛ بین مدیریت مالکیتی و ارزش شرکت رابطه غیرخطی وجود دارد و نسبت بدهی بر مدیریت مالکیتی و ارزش شرکت اثر معنادار دارد و ارزش شرکت نیز بر نسبت بدهی و مدیریت مالکیتی اثر معنادار دارد. قانع شلمانی و ذبیحی (۱۳۹۵) به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و پویایی ساختار سرمایه طی سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۲ در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج آزمون در سطح معناداری ۹۵٪ نشان‌دهنده این موضوع می‌باشد که برای شرکت‌های با اهرم بالا، سرعت تعدیل ساختار سرمایه به سوی اهداف برای شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی ضعیف نسبت به شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی قوی کندتر می‌باشد. نتایج فرضیه دوم حاکی از آن است که برای شرکت‌های با اهرم پائین، سرعت تعدیل ساختار سرمایه به سوی اهداف برای شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی ضعیف نسبت به شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی قوی کندتر می‌باشد. صالحی و یحیی زاده فر (۱۳۹۵) ارتباط بین مدیریت مالکیتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود را مورد بررسی قرار دادند. از این رو، ۹۴ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج پژوهش بیانگر این مطلب است که مدیریت مالکیتی تأثیر مثبت و معنادار و اهرم مالی تأثیر منفی و معناداری بر سیاست تقسیم سود دارد. همچنین در بررسی رابطه بین اهرم مالی و مدیریت مالکیتی مشخص شد که اهرم مالی تأثیر منفی و معناداری بر مدیریت مالکیتی دارد. یاری و عبدی (۱۳۹۵) به بررسی رابطه ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و تصمیمات مربوط به تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. جهت بررسی ساختار مالکیت، سه بعد مالکیت مدیریتی، مالکیت نهادی و مالکیت شرکتی مورد بررسی قرار گرفت. در این پژوهش، تعداد ۹۹ شرکت در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ بررسی شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که ابعاد مختلف ساختار مالکیت به کار رفته در تحقیق پیشرو، تأثیر معناداری بر نسبت بدهی داشته‌اند. قراچورلو و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر مدیریت مالکیتی بر سیاست‌های مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ پرداختند. با استفاده از روش نمونه‌گیری حذفی و با اعمال شرایط انتخاب نمونه،

تعداد ۱۰۰ شرکت به‌عنوان نمونه آماری برای دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ انتخاب گردید. جهت آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون چندمتغیره استفاده شده است. نتایج پژوهش بیانگر این است که مدیریت مالکیتی بر اهرم مالی تأثیری ندارد، اما با سیاست تقسیم سود و فرصت‌های رشد رابطه معناداری دارد.

رامی‌زیتان و محمد گواید<sup>۱</sup> (۲۰۲۱) به مطالعه رابطه غیرخطی بین مالکیت خارجی و تصمیمات اهرمی شرکتی را با استفاده از یک مدل آستانه پانل برای نمونه‌ای که شامل مجموعه داده‌های پانل متعادل از ۱۰۲۷ شرکت ژاپنی است، پرداختند. آنها بررسی کردند که آیا یک آستانه برای سطح مالکیت خارجی، تأثیر عوامل تعیین‌کننده بر ساختار سرمایه را تعدیل می‌کند یا خیر. یافته‌های تجربی نشان داد یک اثر آستانه‌ای (اثر غیرخطی) مالکیت خارجی بر ساختار سرمایه شرکت و عوامل تعیین‌کننده آن وجود دارد. علاوه بر این، یافته‌ها نشان از پیامدهای مدیریتی برای سرمایه‌گذاران خارجی با سطح مالکیت بالا دارد، زیرا آنها باید عمدتاً از نقدینگی، سودآوری و رشد برای کاهش اهرم استفاده کنند. لی و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۷) به بررسی رابطه غیرخطی بین قدرت مدیرعامل اجرایی و ساختار سرمایه پرداختند. آنها نمونه ۲۹۷ تایی از شرکت‌های بورس شتژن چین در سال ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۳ را مورد آزمون قرار دادند. نتایج تحقیق آنها نشان از یک رابطه غیرخطی قوی بین قدرت مدیرعامل و تصمیمات ساختار سرمایه دارد. وی نشان داد مالکیت مدیرعامل با ساختار سرمایه شرکت رابطه غیرخطی معناداری دارد. علاوه بر این، نتایج نشان می‌دهد که اثر تثبیت قدرت مدیر اجرایی بر اهرم شرکت در شرکت‌های دولتی شدیدتر می‌شود. سان و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و تصمیمات مالی پرداختند. بدین منظور آنها نمونه‌ای از شرکت‌های انگلیسی را ما بین سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۱۲ انتخاب کردند. در این پژوهش به منظور محاسبه ساختار مالکیت از دو بعد مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی استفاده شد. نتایج نشان داد که یک رابطه غی یکنواخت بین مالکیت مدیریتی و نرخ بدهی وجود دارد. سایر نتایج نشان داد که شرکت‌های با تمرکز بالای مدیریتی، اهرم مالی شان را به وسیله افزایش سودآوری از طریق انتشار اوراق قرضه کاهش می‌دهند. همچنین سایر نتایج حاکی از رابطه مثبت و معنادار میان مالکیت نهادی و درجه اهرم مالی بود. خان و سوزوکی<sup>۴</sup> (۲۰۱۵)، در پژوهشی به بررسی مالکیت و ساختار سرمایه شرکت‌های غیرمالی پاکستان پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که مالکیت خارجی دارای اثر معنی‌دار بر ساختار سرمایه با توجه به حضور بلوک دارندگان است. در مقابل، مالکیت داخلی دارای اثر پیچیده‌ای است؛ که نشان می‌دهد سهام مدیریتی به ترتیب رابطه مثبت و منفی معنی‌داری با اهرم مالی در میزان مالکیت پایین و بالاتر دارد. علاوه بر این، تجزیه و تحلیل ترکیب نشان می‌دهد که حضور بلوک‌داران

<sup>۱</sup> - Zeitun, R & Goaid, M

<sup>۲</sup> - Tongxia Li and et al.

<sup>۳</sup> - Sun and et al.

<sup>۴</sup> - Khan & Suzuki



تأثیر مدیریت مالکیتی بر ساختار سرمایه را نفی می‌کند. این به معنی این است که حضور سهامداران بزرگ و غالب در شرکت‌های پاکستان ممکن است باعث تعصب برای تأمین مالی برای حفظ قدرت رای و بازده شود.

### ۳- روش پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، تحقیقی کاربردی<sup>۱</sup> است و از نظر روش، توصیفی-تحلیلی (غیر آزمایشی) از گروه پیمایشی و بصورت مقطعی است. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که اطلاعات مالی مورد نیاز به ویژه صورت‌های مالی، گزارش حسابرسان مستقل و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی به منظور استخراج داده‌های مورد لزوم در دوره زمانی ۱۰ ساله ۱۳۹۹-۱۳۹۰ در دسترس باشند. در این پژوهش، نمونه از طریق روش حذفی سیستماتیک از جامعه آماری انتخاب شد، به این ترتیب که نمونه، متشکل از کلیه شرکت‌های موجود در جامعه آماری است که حائز معیارهای زیر باشند:

- شرکت‌ها قبل از سال ۱۳۹۰ و تا پایان سال ۱۳۹۹ در بورس اوراق بهادار تهران فعال باشند.
  - به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند بوده و طی بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ سال مالی و نوع فعالیت خود را تغییر نداده باشند.
  - به لحاظ ساختار گزارشگری جداگانه‌ای که شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی (لیزینگ‌ها و بیمه‌ها و هلدینگ‌ها و بانک‌ها و مؤسسات مالی) دارند از نمونه حذف می‌شوند.
  - اطلاعات مالی آنها در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ در دسترس باشد.
- در نهایت تعداد ۱۶۵ شرکت با دارا بودن شرایط ذکر شده به عنوان نمونه‌های تحقیق انتخاب شدند و با توجه به دوره زمانی ده ساله، برای هر شرکت ده مشاهده داشته و در نهایت ۱۶۵۰ مشاهده برای ۱۶۵ شرکت انتخاب شده، خواهیم داشت.

### ۳-۱- مدل رگرسیونی پژوهش

هر مدل به عنوان نقطه شروع و مبنایی جهت انجام مطالعات و تحقیقات است به گونه‌ای که متغیرهای مورد نظر تحقیق و روابط میان آنها را مشخص می‌کند. به عبارت دیگر می‌توان گفت که به صورت ایده‌آل مدل و یا همان نقشه ذهنی و ابزار تحلیلی یک استراتژی جهت شروع و انجام تحقیق است به گونه‌ای که انتظار می‌رود در حین اجرای تحقیق، متغیرها و روابط و تعاملات بین آنها مورد بررسی و آزمون قرار گرفته و برحسب ضرورت تعدیلاتی در آنها انجام می‌شود.

<sup>۱</sup>Applied Res

در این تحقیق با بهره‌گیری از تحقیق رامی‌زیتان و محمد گواید (۲۰۲۱) مدل رگرسیونی زیر جهت آزمون فرضیه‌های تحقیق ارائه گردید.

$$LEVERAGE_{it} = \beta_0 + \beta_1 OWN_{it} + \beta_2 OWN_{it}^2 + \beta_3 SIZ_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 PROF_{it} + \beta_7 RISK_{it} + \beta_8 GROWTH_{it} + \varepsilon$$

LEVERAGE: ساختار سرمایه

OWN: مدیریت مالکیتی

SIZ: اندازه شرکت

TANG: دارایی‌های مشهود

LIQ: نقدینگی

PROF: سودآوری

RISK: بحران مالی

GROWTH: فرصت رشد

در این تحقیق برای آزمون اثر غیرخطی مدیریت مالکیتی و ساختار سرمایه از مجذور شاخص مدیریت مالکیتی استفاده شده است. با بررسی این متغیر، دو نوع ارتباط غیرخطی (یو شکل یا یو شکل معکوس) را می‌توان انتظار داشت. هنگامی که ارتباط یو شکل به وجود می‌آید (یعنی ضریب منفی می‌شود) که در سطح پایین‌تر متغیر مستقل، اثرات منفی آن بر متغیر وابسته بیشتر از اثرات مثبت آن باشد اما پس از رسیدن به سطح مشخصی، اثرات مثبت آن شروع به بیشتر شدن از اثرات منفی آن می‌کنند. ارتباط یو شکل معکوس نیز زمانی به وجود می‌آید که در سطح پایین‌تر متغیر مستقل، اثرات مثبت آن بر متغیر وابسته، بیشتر از اثرات منفی آن باشد و این ارتباط پس از رسیدن متغیر مستقل به نقطه‌ای مشخص، معکوس می‌گردد.

حال، زمانی که یک الگوی رگرسیونی هر دو شکل خطی (X) و درجه دوم متغیر (X<sup>2</sup>) را به عنوان متغیر مستقل دارد، به طور طبیعی، همبستگی بین دو متغیر بالاست و اغلب سبب مشکل همخطی بین متغیرهای مستقل می‌شود. برای کاهش این مشکل در این مطالعه از تکنیک نرمال‌سازی Z-Score استفاده شده است.

$$z = \frac{x - \mu}{\sigma}$$

که در آن  $\mu$  برابر با میانگین متغیر  $x$  و  $\sigma$  نیز انحراف استاندارد این متغیر است.

## ۲-۳- متغیرهای تحقیق و شیوه اندازه‌گیری

**ساختار سرمایه:** به طور کلی، نسبت‌های اهرمی میزان بدهی را در ساختار سرمایه تأمین بودجه شرکت را نشان می‌دهد. نسبت‌های اهرم مالی اساساً به حجم کلی بدهی‌ها شرکت تأکید دارند. هرچه درآمد و بازده شرکت بیشتر باشد مقدار بدهی بیشتر نیز قابل قبول است. در این پژوهش از سه نسبت بعنوان معیار ساختار

سرمایه شرکت استفاده نمودیم. (۱- نسبت بدهی کوتاه‌مدت، ۲- نسبت بدهی بلندمدت، ۳- نسبت بدهی کل).

$$1) LEV1 = \frac{LTD}{TA}$$

$$2) LEV2 = \frac{STD}{TA}$$

$$2) LEV3 = \frac{TD}{TA}$$

*LTD*: بدهی کوتاه مدت

*STD*: بدهی بلند مدت

*TD*: بدهی کل

*TA*: دارایی کل

#### متغیر مستقل:

مدیریت مالکیتی: درصد سهام در اختیار مدیران شرکت

#### متغیر کنترلی:

اندازه شرکت (*SIZ*): شرکت‌های بزرگ مزایای استفاده از جریان نقدی پایدار و متنوع را دارند، به طوری که به نظر نمی‌رسد در ایفای تعهدات بدهی‌های خود کوتاهی کنند. لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌های شرکت به عنوان معیاری برای اندازه شرکت در نظر گرفته می‌شود.

دارایی‌های مشهود (*TANG*): دارایی‌های مادی می‌تواند به عنوان وثیقه مورد استفاده قرار گیرد تا نگرانی اعتباردهندگان را از ریسک هزینه‌های نمایندگی بدهی کاهش دهد، زیرا سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌تواند ثروت را از طلبکاران به سهامداران منتقل کند. بنابراین انتظار می‌رود اهرم شرکت با توجه به دارایی‌ها افزایش یابد. در این پژوهش از نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به کل دارایی‌ها برای بدست آوردن این متغیر استفاده می‌کنیم.

نقدینگی (*LIQ*): نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری.

سودآوری (*PROF*): از دیدگاه نظریه تجارت، شرکت‌های سودآور باید از بدهی‌های بیشتر استفاده کنند. زیرا نیاز بیشتری برای محافظت از درآمد در برابر مالیات شرکت دارند. در این پژوهش از نسبت سود عملیاتی به کل دارایی‌ها بعنوان معیاری برای شاخص سودآوری استفاده می‌شود.

بحران مالی (*RISK*): تئوری تجارت بیان می‌کند که شرکت‌هایی که دارای ریسک بالاتری هستند باید از بدهی‌های کمتری استفاده کنند، چرا که نسبت اهرم بالاتر می‌تواند نوسانات سود را افزایش دهد که ممکن

است منجر به افزایش هزینه‌های مورد انتظار ورشکستگی شود. در این تحقیق از معیار  $Z$  آلتمن برای اندازه‌گیری بحران مالی استفاده می‌شود که این مدل به صورت زیر می‌باشد:

$$Z = 0.717x_1 + 0.847x_2 + 3/107x_3 + 0/42x_4 + 0/998x_5$$

$x_1$  = کل دارایی / سرمایه در گردش

$x_2$  = سود انباشته / سود کل دارایی

$x_3$  = کل دارایی / سود قبل از بهره مالیات

$x_4$  = کل بدهی / حقوق صاحبان سهام

$x_5$  = کل دارایی / فروش

در این مدل اگر مقدار  $Z$  محاسبه شده برای شرکت‌ها کمتر از  $1/23$  باشد، شرکت در وضعیت نامطمئن و نابه‌سامانی مالی قرار دارد و احتمال ورشکستگی شرکت خیلی بالا است و اگر بین  $1/23$  و  $2/99$  باشد، شرکت در ناحیه خاکستری است و احتمال ورشکستگی آن وجود دارد و اگر بزرگتر از  $2/99$  باشد شرکت در وضعیت مطمئن و سلامت مالی قرار دارد و احتمال ورشکستگی شرکت خیلی کم است (پورزمانی و پویان راد، ۱۳۹۱). فرصت رشد ( $GROWTH$ ): استدلال‌های نظری بیان می‌کند شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های رشد بالاتری هستند، به راحتی به مشکلات کوچک جریان نقدی آزاد را حل می‌کنند. در این پژوهش از معیار کیوتوبین برای اندازه‌گیری فرصت سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنیم.

نسبت  $Q$  توپین آماره است که می‌توان به عنوان نماینده ارزش شرکت برای سرمایه‌گذاران حائز اهمیت باشد و به‌عنوان تکنیکی مهم جهت ارزیابی عملیات مدیران مطرح شده است. اگر شاخص  $Q$  محاسبه شده بزرگتر از یک باشد، انگیزه زیادی برای سرمایه‌گذاری وجود دارد و به عبارتی نشانه ارزشمندی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد شرکت می‌باشد. نحوه اندازه‌گیری این شاخص به صورت زیر است.

$$Q_s = \frac{VOC + BVL + BVC}{BVT}$$

VOC: ارزش سهام عادی در پایان سال

BVL: ارزش دفتری بدهی بلند مدت در پایان سال

BVC: ارزش دفتری بدهی جاری در پایان سال

BVT: ارزش دفتری کل دارایی‌ها در پایان سال

در این پژوهش برای متغیر وابسته ساختار سرمایه ( $leverage$ ) از سه شاخص نسبت بدهی کوتاه‌مدت، بلند مدت و کل بدهی استفاده شده است. بدین منظور مدل فوق برای هر متغیر وابسته بصورت جداگانه برازش می‌شود. بنابراین مدل را به صورت زیر بازنویسی می‌شود:

$$LEV1_{it} = \beta_0 + \beta_1 OWN_{it} + \beta_2 OWN_{it}^2 + \beta_3 SIZ_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 PROF_{it} + \beta_7 RISK_{it} + \beta_8 GROWTH_{it} + \varepsilon$$

$$LEV2_{it} = \beta_0 + \beta_1 OWN_{it} + \beta_2 OWN_{it}^2 + \beta_3 SIZ_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 PROF_{it} + \beta_7 RISK_{it} + \beta_8 GROWTH_{it} + \varepsilon$$

$$LEV3_{it} = \beta_0 + \beta_1 OWN_{it} + \beta_2 OWN_{it}^2 + \beta_3 SIZ_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 PROF_{it} + \beta_7 RISK_{it} + \beta_8 GROWTH_{it} + \varepsilon$$

این بررسی اثر غیر خطی مدیریت مالکیتی بر ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. جهت این بررسی، فرضیه زیر مطرح شد:

**فرضیه اصلی:** مدیریت مالکیتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر غیرخطی معنادار دارد.

فرضیه فرعی اول: مدیریت مالکیتی بر نسبت بدهی کوتاه‌مدت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر غیرخطی معنادار دارد.

فرضیه فرعی دوم: مدیریت مالکیتی بر نسبت بدهی بلندمدت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر غیرخطی معنادار دارد.

فرضیه فرعی سوم: مدیریت مالکیتی بر نسبت بدهی بلندمدت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر غیرخطی معنادار دارد.

داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها، از نرم‌افزار رهاوردنویس و تدبیرپرداز و همچنین صورت‌های مالی شرکت‌ها استخراج شد و پس از آماده‌سازی داده‌ها در نرم‌افزار Excel، تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها توسط نرم‌افزار آماری Eviews انجام شده است. برآورد مدل‌های تحقیق به روش داده‌های ترکیبی و بر اساس آزمون‌های تشخیصی انجام شده است. در این تحقیق تأثیر متغیرهای مستقل بر وابسته مورد آزمون قرار می‌گیرد و از رگرسیون چندمتغیره برای تجزیه و تحلیل داده‌ها استفاده می‌شود. روش به کار رفته در تحقیق روش حداقل مربعات معمولی (OLS) است.

#### ۴- تجزیه و تحلیل داده‌ها

##### ۴-۱- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

خلاصه وضعیت آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق در جدول ۱ ارائه شده است. همانطور که بیان شد، در کل از ۱۶۵ شرکت در طی سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۹ در این تحقیق استفاده شده است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرها	متغیرها	میانگین	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	جولگی	کشیدگی	مشاهدات
نسبت بدهی کوتاه مدت	LEV1	۰/۴۹۶۴	۱/۱۲۳۱	۰/۰۳۲۶۵۹	۰/۱۹۲۹۶۳	۰/۱۵۳۳۷۳	۲/۸۲۷۰۰۰	۱۶۵۰
نسبت بدهی بلندمدت	LEV2	۰/۰۷۰۵	۰/۵۳۹۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۸۲۹۹۷	۲/۶۲۲۲۵۴	۱۱/۸۵۳۷۰	۱۶۵۰
کل بدهی	LEV3	۰/۵۶۷۴	۱/۳۳۳۶	۰/۰۴۰۰۳۰	۰/۲۰۹۶۳۳	۰/۱۳۰۰۶۲	۳/۲۷۰۹۳۳	۱۶۵۰
مدیریت مالکیتی	OWN	۶۲/۵۱۲	۹۹/۴۵۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۲۵/۳۶۸۲۱	-۰/۸۹۵۷۲	۲/۹۵۸۹۲۳	۱۶۵۰
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۴۹۱	۲۰/۷۶۸	۱۰/۱۶۶۵۴	۱/۶۴۷۰۳۳	۰/۸۱۵۶۹۷	۳/۹۴۱۸۹۹	۱۶۵۰
دارایی مشهود	TANG	۰/۲۵۹۴	۰/۹۳۲۹	۰/۰۰۶۹۰۷	۰/۱۷۷۷۸۶	۰/۹۱۳۱۸۳	۳/۳۶۷۶۸۵	۱۶۵۰
نقدینگی	LIQ	۱/۶۲۰۷	۱۰/۸۷۴	۰/۲۳۳۰۰۲	۱/۱۹۵۸۳۰	۴/۰۶۵۱۲۵	۲۶/۶۸۳۸۳	۱۶۵۰
سودآوری	PROF	۰/۱۵۳۸	۰/۶۳۶۴	-۰/۳۲۲۰۸	۰/۱۴۳۴۸۲	۰/۴۲۸۶۴۳	۳/۶۳۴۱۷۸	۱۶۵۰
بحران مالی	Z	۲/۲۷۵۴	۸/۵۲۷۵	-۱/۶۶۱۴۶	۱/۳۰۵۳۵۱	۱/۰۳۸۳۳۸	۵/۷۱۰۹۸۶	۱۶۵۰
فرصت رشد	GROWTH	۲/۵۵۸۴	۲۲/۷۴۲	۰/۶۱۸۲۸۱	۲/۷۱۸۵۶۵	۴/۲۲۲۳۷۷	۲۶/۰۰۱۲۹	۱۶۵۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۲-۴- نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق

اولین گام برای برآورد الگو بعد از جمع‌آوری آمار، بررسی ویژگی‌های مانایی یا ایستایی متغیرها ست. برای این منظور از آزمون مانایی لوین، لین و چو<sup>۱</sup> داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود. بر اساس این آزمون، اگر مقدار احتمال کمتر از ۵٪ باشد، کل متغیرهای پژوهش در سطح، پایا هستند. این بدان معناست که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه، استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. نتایج بررسی، نشان‌دهنده مانایی تمام متغیرها می‌باشد.

قبل از برازش مدل جهت آزمون فرضیه‌ها، باید نوع روش (روش تلفیقی یا تابلویی) و فرض کلاسیک رگرسیون بررسی شود. برای این که بتوان مشخص نمود که آیا استفاده از روش داده‌های پانل در برآورد کارآمد خواهد بود یا نه از آزمون چاو و به منظور این که مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) جهت برآورد مناسب‌تر است از آزمون هاسمن استفاده شده است.

**مدل اول:** با توجه به نتایج حاصل از آزمون F لیمر، از آنجایی که مقدار احتمال این آزمون کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۰۰۰)، ناهمسانی عرض از مبداها پذیرفته شده و لازم است در برآورد مدل از روش داده‌های پانل استفاده شود. همچنین با توجه به این که مقدار احتمال آزمون هاسمن کوچکتر از ۰/۰۵ می‌باشد

<sup>1</sup> -Levin, Lin & Chu

(۰/۰۰۰۰) بنابراین مدل می‌بایست با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد گردد. در جدول ۲ نتایج حاصل از برآورد مدل پانل با اثرات ثابت با استفاده از روش SUR و مفروضات رگرسیون کلاسیک ارائه شده است.

جدول ۲- نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش

$LEV1_{it} = \beta_0 + \beta_1 OWN_{it} + \beta_2 OWN_{it}^2 + \beta_3 SIZ_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 PROF_{it} + \beta_7 RISK_{it} + \beta_8 GROWTH_{it} + \varepsilon$				
متغیرها	ضرایب	آماره t	احتمال	vif
ضریب ثابت	۰/۹۱۹۰۶۲	۱۳/۴۰۱۴۷	۰/۰۰۰۰	-
OWN	-۰/۰۰۰۸۵۹	-۱/۵۲۱۷۰۹	۰/۱۲۸۳	۱۳/۶۳
OWN <sup>۲</sup>	۱۰۰۱E-۰۵	۱/۸۱۰۹۵۱	۰/۰۷۰۴	۱۵/۶۲
SIZE	-۰/۰۰۴۷۴۴	-۰/۹۸۸۵۱۱	۰/۳۲۳۱	۲/۳۰
TANG	-۰/۴۹۲۰۴۰	-۲۰/۲۲۵۱۲	۰/۰۰۰۰	۱/۴۶
LIQ	-۰/۰۵۴۷۲۲	-۸/۷۳۰۶۳۰	۰/۰۰۰۰	۳/۱۴
PROF	-۰/۱۹۳۵۲۷	-۴/۰۱۳۵۸۶	۰/۰۰۰۱	۵/۳۴
Z	-۰/۰۴۴۱۲۷	-۵/۹۳۰۰۵۱	۰/۰۰۰۰	۸/۸۳
GROWTH	۰/۰۰۰۱۷۳	۰/۱۸۰۹۲۵	۰/۸۵۶۵	۲/۴۳
نوع آزمون	مقدار آماره	نوع آزمون	مقدار آماره	احتمال
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۸۰	جارتیو برا	۷۲۵/۲۷	۰/۰۰۰
دوربین واتسون	۱/۶۰	F فیشتر	۴۰/۶۱	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

طبق جدول ۲، مقدار احتمال متغیر «مجذور مدیریت مالکیتی OWN<sup>۲</sup>» بیشتر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۷) و ضریب آن برابر با -۰/۰۰۰۰۱ می‌باشد، در نتیجه می‌توان گفت مدیریت مالکیتی بر نسبت بدهی کوتاه‌مدت اثر غیرخطی معناداری ندارد. متغیرهای کنترلی دارایی مشهود، نقدینگی، سودآوری و بحران مالی دارای رابطه منفی و معناداری با متغیر وابسته نسبت بدهی کوتاه‌مدت است. اما بین سایر متغیرها با متغیر وابسته هیچ رابطه‌ای مشاهده نشد.

**مدل دوم:** با توجه به نتایج حاصل از آزمون F لیمر، از آنجایی که مقدار احتمال این آزمون کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۰۰۰)، ناهمسانی عرض از مبداها پذیرفته شده و لازم است در برآورد مدل از روش داده‌های پانل استفاده شود. همچنین با توجه به این که مقدار احتمال آزمون هاسمن کوچکتر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۰۰۰) بنابراین مدل می‌بایست با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد گردد.

جدول ۳- نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش

$$LEV2_{it} = \beta_0 + \beta_1 OWN_{it} + \beta_2 OWN_{it}^2 + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 PROF_{it} + \beta_7 RISK_{it} + \beta_8 GROWTH_{it} + \varepsilon$$

متغیرها	ضرایب	آماره t	احتمال	vif
ضریب ثابت	۰/۳۹۸۶۶۳	۴/۷۷۰۱۷۸	۰/۰۰۰۰	-
OWN	۰/۰۰۱۲۰۴	۳/۳۹۴۹۵۲	۰/۰۰۰۷	۲۰/۶۸
OWN <sup>2</sup>	-۱/۳۳۰۰۵	-۳/۵۵۲۲۴۷	۰/۰۰۰۴	۱۹/۱۵
SIZE	-۰/۰۱۷۵۰۱	-۴/۱۴۱۵۸۶	۰/۰۰۰۰	۲/۵۸
TANG	۰/۰۷۷۳۸۶	۴/۶۰۸۶۰۳	۰/۰۰۰۰	۱/۳۹
LIQ	۰/۰۲۷۴۱۳	۸/۷۱۰۷۲۷	۰/۰۰۰۰	۶/۳۸
PROF	۰/۱۰۵۵۰۵	۴/۰۴۸۷۸۱	۰/۰۰۰۱	۱/۹۰
Z	-۰/۰۳۳۸۵۱	-۶/۷۲۲۵۲۵	۰/۰۰۰۰	۶/۷۸
GROWTH	۰/۰۰۲۷۰۱	۳/۰۱۳۵۹۳	۰/۰۰۲۶	۲/۴۳
نوع آزمون	مقدار آماره	نوع آزمون	مقدار آماره	احتمال
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۸	جاریو برا	۶۰۹۶/۱۳	۰/۰۰۰
دوربین واتسون	۱/۶۰	F فیشر	۱۰/۲۰	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

طبق جدول ۳، مقدار احتمال متغیر «مجذور مدیریت مالکیتی  $OWN^2$ » کمتر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۰۰۴) و ضریب آن برابر با ۰/۰۰۰۱۳- می‌باشد، در نتیجه می‌توان گفت مدیریت مالکیتی دارای اثر غیرخطی معنادار بر متغیر نسبت بدهی بلندمدت است. متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و بحران مالی دارای رابطه منفی و معناداری و متغیرهای دارایی مشهود، نقدینگی و فرصت رشد دارای رابطه مثبت و معنادار با متغیر وابسته نسبت بدهی بلندمدت می‌باشد.

**مدل سوم:** با توجه به نتایج حاصل از آزمون F لیمر، از آنجایی که مقدار احتمال این آزمون کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۰۰۰)، ناهمسانی عرض از مبداها پذیرفته شده و لازم است در برآورد مدل از روش داده‌های پانل استفاده شود. همچنین با توجه به این که مقدار احتمال آزمون هاسمن کوچکتر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۰۰۰) بنابراین مدل می‌بایست با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد گردد.

طبق جدول ۴، مقدار احتمال متغیر «مجذور مدیریت مالکیتی  $OWN^2$ » بیشتر از ۰/۰۵ بوده (۰/۶۳) و ضریب آن برابر با ۰/۰۰۰۰۲- می‌باشد، در نتیجه می‌توان گفت مدیریت مالکیتی بر متغیر نسبت بدهی کل اثر غیرخطی معناداری ندارد. متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، دارایی مشهود، نقدینگی و بحران مالی دارای رابطه منفی و معناداری و متغیرهای و فرصت رشد دارای رابطه مثبت و معنادار با متغیر وابسته نسبت بدهی بلندمدت می‌باشد.



جدول ۴- نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش

$LEV3_{it} = \beta_0 + \beta_1 OWN_{it} + \beta_2 OWN^2_{it} + \beta_3 SIZ_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 PROF_{it} + \beta_7 RISK_{it} + \beta_8 GROWTH_{it} + \varepsilon$				
vif	احتمال	آماره t	ضرایب	متغیرها
-	۰/۰۰۰	۱۳/۹۷۳۵۲	۱/۲۰۷۴۸۷	ضریب ثابت
۸/۵۳	۰/۵۴۵۰	۰/۶۰۵۴۵۸	۰/۰۰۰۳۱۱	OWN
۸/۹۳	۰/۶۳۲۶	-۰/۴۷۸۱۶۸	-۲/۴۱E-۰۶	OWN <sup>2</sup>
۱/۸۰	۰/۰۰۰۲	-۳/۶۹۶۱۹۶	-۰/۰۲۱۵۶۴	SIZE
۱/۵۲	۰/۰۰۰۰	-۱۴/۵۲۷۴۷	-۰/۴۱۴۳۷۲	TANG
۲/۶۸	۰/۰۰۰۰	-۵/۱۱۴۳۱۴	-۰/۰۲۶۷۴۴	LIQ
۷/۴۲	۰/۰۹۲۵	-۱/۶۸۳۳۸۰	-۰/۰۹۳۳۹۵	PROF
۶/۳۸	۰/۰۰۰۰	-۱۰/۳۱۲۴۱	-۰/۰۷۸۵۲۷	Z
۱/۵۸	۰/۰۰۱۷	۳/۱۴۳۲۲۳	۰/۰۰۳۰۶۹	GROWTH
احتمال	مقدار آماره	نوع آزمون	مقدار آماره	نوع آزمون
۰/۰۰۰	۷۸۷/۷۰	جارکیو برا	۰/۸۲	ضریب تعیین تعدیل شده
۰/۰۰۰	۴۵/۳۳	F فیشر	۱/۵۹	دوربین واتسون

منبع: یافته‌های پژوهشگر

##### ۵- بحث و نتیجه‌گیری

در این تحقیق به بررسی اثر غیرخطی مدیریت مالکیتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. بدین منظور دو فرضیه طراحی شد و با بهره‌گیری از پژوهش رامی‌زیتان و محمد گواید (۲۰۲۱)، مدل رگرسیونی و متغیرهایی جهت آزمون فرضیات تحقیق ارائه شد. در این تحقیق به پیروی از رامی‌زیتان و محمد گواید (۲۰۲۱) از سه نسبت بعنوان معیاری برای ساختار سرمایه استفاده شد همچنین از درصد مالکیت مدیران شرکت بعنوان شاخص مدیریت مالکیتی استفاده شده است. به علاوه، تأثیر متغیرهای اندازه شرکت، دارایی مشهود، سودآوری، بحران مالی، نقدینگی و فرصت رشد نیز کنترل شده است. سپس براساس مدل رگرسیونی و متغیرهای مورد استفاده، داده‌های مورد نظر جمع‌آوری گردید و اطلاعات شرکت‌ها به نرم‌افزار اکسل انتقال داده شد و مورد آزمون آماری قرار گرفت. برای اثبات ارتباط غیرخطی در این تحقیق، دو نوع رابطه U شکل و U شکل معکوس را می‌توان انتظار داشت. رابطه U شکل به این معنا است که چنانچه مدیریت مالکیتی در شرکت افزایش یابد ابتدا نسبت بدهی آن کاهش می‌یابد و بعد از سطح معینی از میزان مدیریت مالکیتی، افزایش در مالکیت به افزایش نسبت بدهی منجر خواهد شد. رابطه U شکل معکوس

نیز به این معنا است که چنانچه مدیریت مالکیتی در شرکت افزایش یابد ابتدا نسبت بدهی افزایش می‌یابد و بعد از سطح معینی از میزان مالکیت، افزایش در مدیریت مالکیتی به کاهش نسبت بدهی منجر می‌شود. شواهد تجربی تحقیق در ارتباط با فرضیه اول نشان می‌دهد مدیریت مالکیتی بر نسبت بدهی کوتاه‌مدت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معنادار و غیرخطی ندارد. یعنی هیچ اثر U شکل یا U شکل معکوسی در این ارتباط یافت نشد و با توجه به نتایجی که در فصل ۴ بدست آمده است، ارتباط بین مدیریت مالکیتی و نسبت بدهی کوتاه‌مدت یک ارتباط مستقیم خطی نیز نمی‌باشد، به طوری که افزایش (کاهش) در مالکیت موجب تغییر در میزان بدهی کوتاه‌مدت نخواهد شد. یافته‌های این فرضیه با نتایج تحقیق لی و همکاران (۲۰۱۷) و عباس‌زاده و رزاقی (۱۳۹۶) همخوانی ندارد.

شواهد در ارتباط با فرضیه دوم نشان داد مدیریت مالکیتی بر نسبت بدهی بلندمدت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معنادار و غیرخطی وجود دارد. این اثر غیرخطی با توجه به منفی بودن ضریب مدیریت مالکیتی، U شکل معکوس است<sup>۱</sup>. بنابراین با افزایش مدیریت مالکیتی نخست بدهی بلندمدت شرکت افزایش می‌یابد. یعنی نسبت بدهی بلندمدت شرکت که با توجه به میزان درآمد و بازده شرکت انتخاب می‌شود، در سطوح بالای مدیریت مالکیتی افزایش می‌یابد. این می‌تواند حاکی از این باشد که در سطح بالای مدیریت مالکیتی ریسک‌پذیری مدیران نسبت به انتخاب بدهی افزایش می‌یابد اما بعد از سطح معینی از مالکیت، افزایش در آن به کاهش مدیریت مالکیتی شرکت منجر می‌شود. بنابراین با توجه به رابطه U شکل معکوس، یک نقطه بیشینه نسبی وجود دارد که بدهی بلندمدت شرکت را به حداکثر می‌رساند. به عبارتی با مشاهده این ارتباط، مدیران ممکن است این نقطه بیشینه یا حداکثر را مینا قرار داده و به دنبال انتخاب پاداش بیشتر یا کمتر بروند تا از این نقطه کمینه دور بمانند. نتایج این فرضیه با نتایج تحقیق لی و همکاران (۲۰۱۷) و عباس‌زاده و رزاقی (۱۳۹۶) همخوانی دارد.

همچنین شواهد در ارتباط با فرضیه سوم نیز نشان می‌دهد مدیریت مالکیتی بر نسبت کل بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معنادار و غیرخطی ندارد. یعنی هیچ اثر U شکل یا U شکل معکوسی در این ارتباط یافت نشد. و با توجه به نتایجی که در فصل ۴ بدست آمده است، ارتباط بین مدیریت مالکیتی و نسبت کل بدهی یک ارتباط مستقیم خطی نیز نمی‌باشد، به طوری که افزایش (کاهش) در مالکیت موجب تغییر در میزان کل بدهی نخواهد شد. یافته‌های این فرضیه با نتایج تحقیق لی و همکاران (۲۰۱۷) و عباس‌زاده و رزاقی (۱۳۹۶) همخوانی ندارد اما تا حدودی با نتایج تحقیق قراچورلو و همکاران (۱۳۹۲) همخوانی دارد. طبق نتایج حاصل آزمون مدل‌های رگرسیونی، پیشنهادات زیر، ارائه گردید:

<sup>۱</sup> - نقاطی از تابع درجه دوم که به ازای آن‌ها مشتق تابع تعریف نشده یا برابر صفر باشد، را نقاط بحرانی می‌نامند. اگر مشتق دوم در نقطه بحرانی مثبت باشد، آن نقطه کمینه نسبی است و اگر منفی باشد، بیشینه نسبی است. مشتق‌گیری از مدل رگرسیونی این تحقیق بر حسب متغیر مستقل مدیریت مالکیتی حاکی از وجود نقطه بیشینه نسبی و در نتیجه رابطه U شکل معکوس می‌باشد.

با توجه به نتایج فرضیه‌های تحقیق به سرمایه‌گذاران و علاقمندان به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود در مطالعات خود به ترکیب سهامداری شرکت‌ها توجه نمایند و مدیریت مالکیتی به عنوان عاملی که می‌تواند بر انتخاب بدهی‌های بلندمدت در ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر گذارد در نظر بگیرند و با توجه به اهداف بلندمدت و کوتاه‌مدت خود در انتخاب اینگونه شرکت‌ها توجه بیشتری نمایند. و همچنین به اعتباردهندگان نیز پیشنهاد می‌شود به این مقوله توجه بیشتری نمایند که این شرکت‌ها می‌توانند در انجام تعهدات خود به چه صورت عمل نمایند.

مشاهده ارتباط U شکل معکوس در فرضیه دوم نشان می‌دهد تا یک سطح معینی از درصد مدیریت مالکیتی، مدیران بدهی‌های بلندمدت را در تأمین مالی خود انتخاب می‌نمایند. و بعد از آن ریسک‌پذیری مدیران کمتر می‌شود. به سرمایه‌گذارانی که قصد سرمایه‌گذاری دارند پیشنهاد می‌شود که به میزان مدیریت مالکیتی شرکت انتخاب شده توجه نمایند و توانایی شرکت در بازپرداخت بدهی‌ها را در نظر داشته باشند. به سازمان بورس و اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود بر اهمیت برخی ویژگی‌های ساختار مالکیت مانند درصد مدیریت مالکیتی به عنوان عامل اثرگذار بر انتخاب بدهی بلندمدت در ساختار سرمایه شرکت‌ها تأکید نمایند.

#### فهرست منابع

- ۱) انواری رستمی‌علی، اصغر، الناز تجویدی و میثم جهانگرد، (۱۳۹۴)، "تأثیر ساختار سرمایه و پاداش هیئت‌مدیره بر کارایی سرمایه‌گذاری"، فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۵(۴ پیاپی ۱۸)، صص ۱۰۹-۱۳۰.
- ۲) آزموده، حدیثه، (۱۳۹۹)، "تأثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود و ساختار سرمایه" دومین کنفرانس بین‌المللی نوآوری در مدیریت کسب و کار و اقتصاد، تهران.
- ۳) بادآور نهندی، یونس، سعید محمود زاده باغبانی و امین بلوری، (۱۳۹۱)، "ارتباط ساختار سرمایه و مالکیت با تصمیمات هموارسازی سود (تحلیل خطی و لوجیت)"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۴(۱۶)، صص ۲۱۳-۱۸۵.
- ۴) باغومیان، رافیک و کیوان عزیززاده مقدم، (۱۳۹۳)، "رابطه ویژگی‌های شرکت و ساختار سرمایه"، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۱(۴۳)، صص ۱۳۳-۱۱۱.
- ۵) خواجه‌جوی، شکراله و احمد شکرالهی، (۱۳۹۶)، "بررسی تعامل بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت با استفاده از سیستم معادلات همزمان (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران)"، فصلنامه علمی- پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۴(۵۶)، صص ۸۱-۵۵.

- ۶) خواجه‌ای، شکراله، مهران جهاندوست مرغوب و ثریا ویسی حصار، (۱۴۰۰)، "ارتباط غیرخطی بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه با تأکید بر نقش اندازه شرکت‌ها"، *تحقیقات مالی*، ۲۳(۱)، صص ۴۰-۶۳.
- ۷) خوشکار، فرزین، میمنت استوار و بنفشه موقر، (۱۴۰۰)، "تأثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین تمرکز مشتری و مدیریت سود"، *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۴(۵۲)، صص ۷۶-۸۸.
- ۸) رجبی میاندره، خدیجه و جواد صادقی پناه، (۱۳۹۷)، "بررسی رابطه غیرخطی بین قدرت مدیرعامل اجرایی و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد گنبد کاووس.
- ۹) رفیع زاده، مهرداد، حمیدرضا کردلویی، محسن هاشمی‌گهر و شادی شاهوردیانی، (۱۴۰۲)، "تأثیرات آستانه‌ای میزان مالکیت مدیران بر ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار"، *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۱۴(۵۴).
- ۱۰) دهقان، فاطمه، امید پورحیدری و احمد خدای‌پور، (۱۴۰۱)، "تأثیر کیفیت پیش‌بینی مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن نقش ساختار مالکیت"، *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۴(۵۳)، صص ۷۶-۵۱.
- ۱۱) رستگار، علی، رشید خضری و عبدالرسول کریمی‌یزدی، (۱۳۹۵)، "بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر ریسک ورشکستگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *چهارمین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، برلین آلمان*.
- ۱۲) سجادی، حسین، حسن فرازمنند و جواد نیک‌کار، (۱۳۹۲)، "تأثیر ساختار مالکیت بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها"، *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۵(۲۰)، صص ۵۶-۲۹.
- ۱۳) شاکری، علی اصغر و احمد مطوری، (۱۴۰۰)، "بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام"، *نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری*، ۵(۱۹)، صص ۱۸۴۷-۱۸۲۶.
- ۱۴) صالحی، محمد و محمود یحیی زاده فر، (۱۳۹۵)، "بررسی رابطه بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *کنفرانس بین‌المللی مدیریت و حسابداری، تهران، موسسه آموزش عالی نیکان*.
- ۱۵) صدیقی، پروین و نسیمه پاینده، (۱۴۰۰)، "رابطه بین مالکیت مدیریتی، استقلال هیئت‌مدیره و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *ششمین کنفرانس بین‌المللی مطالعات نوین مدیریت و حسابداری در ایران، تهران*.
- ۱۶) عباس زاده، زهرا و عابد رزاقی، (۱۳۹۶)، "بررسی رابطه بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *اولین کنفرانس ملی رویکردهای نوین در علوم مدیریت، اقتصاد و حسابداری، ساری*.

- ۱۷) فخاری، حسین، محمد کاشانی پور و محمدعلی رجب بیگی، (۱۳۹۳)، "بررسی نقش نظارتی ساختار مالکیت و خطمشی بدهی بر کنترل مشکلات نمایندگی ناشی از جریان‌های نقدی آزاد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پیشرفت‌های حسابداری، ۱(۱۳۹۳)، صص ۹۰-۶۳.
- ۱۸) قانع شلمانی، آمنه و علی ذبیحی، (۱۳۹۵)، "بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و پویایی ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران"، هفتمین کنفرانس بین‌المللی اقتصاد و مدیریت، سوئد- دالارنا، مرکز ارتباطات دانشگاهی COAC، دانشگاه دولتی دالارنا.
- ۱۹) قراچورلو، نجف، مهدی علی نژاد ساروکلایی و پریناز شهروز، (۱۳۹۲)، "تأثیر مالکیت مدیریتی بر سیاست‌های مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، دومین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری، گرگان، انجمن علمی و حرفه‌ای مدیران و حسابداران گلستان.
- ۲۰) نعیمی، محمدحسین، (۱۴۰۱)، "بررسی رابطه بین حضور مدیران زن و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، ۶(۲۱)، صص ۱۳۹۹-۱۳۸۷.
- ۲۱) نیکو مرام، هاشم، فریدون رهنمای رود پشته و عارفه مصحفی، (۱۳۹۱)، "ارزیابی کاربرد تئوری توازن پایدار در ساختار سرمایه شرکت"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۴(۱۵)، صص ۴۲-۲۱.
- ۲۲) واعظ، سیدعلی، ابراهیم انواری و محمد بنافی، (۱۳۹۵)، "تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری"، حسابداری مالی، ۸(۳۱)، صص ۱۳۲-۱۰۱.
- ۲۳) یاری، رسول و مهدی عبدی، (۱۳۹۵)، "بررسی رابطه ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و تصمیمات مربوط به تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، اولین همایش بین‌المللی انسجام مدیریت و اقتصاد در توسعه شهری، تبریز، دانشگاه اسوه، دانشگاه آتاترک ترکیه.
- 24) Ang, J. S., Cole, R. A., and Lin, W. J. (2000), "Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Finance*, 55, PP. 81-106.
- 25) Chen, B. S. (2017), "Management Ownership and Investment in the Business Cycle", *scholar.harvard*, 1(1), PP. 1-53.
- 26) Khan, S., Suzuki, Y. (2015), "Ownership and Capital Structure of Pakistani Non-financial Firms", *Financial Internet Quarterly*, 12(1), PP. 57-67.
- 27) Li T, Munir Q, Karim M. R. A. (2017), "Nonlinear Relationship between CEO Power and Capital Structure: Evidence from China's Listed SMEs", *International Review of Economics and Finance*, 47(2017), PP. 1-21.
- 28) 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), PP. 448-463.
- 29) Zeitun, R. Goaid, M. (2021), "The Nonlinear Effect of Foreign Ownership on Capital Structure in Japan: A Panel Threshold Analysis", *Pacific-Basin Finance Journal* 68 (2021), 101594.

## Abstract

<https://doi.org/10.30495/faar.2023.1969155.3566>

### The Effect of Ownership Management on the Ratio of Short and Long Term Debts

Rahmatollah Azad<sup>1</sup>  
Yaser Rastegari Rad<sup>2</sup>

Received: 12 / July / 2023 Accepted: 30 / August / 2023

#### Abstract

The aim of this study was to model the complications of the system of conservation, maintenance and training of human resources through the research method of mixed exploratory model. Its statistical population in the quality department, a group of experts including senior managers of the National Iranian Oil Refining and Distribution Company and professors in the field of human resource management in higher education centers and in the quantitative department of the National Petroleum Products Distribution Company - Sari and Affairs Iran Oil Pipelines and Telecommunications - Northern Region, there were 835 people (789 men and 46 women). In the qualitative part of the snowball sampling method, 20 people and in the quantitative part with the relative class sampling method based on Cochran's formula, 263 people were selected as a statistical sample. Data in the qualitative part were extracted through the implementation of Delphi technique with a semi-structured questionnaire and in the quantitative part through the implementation of 120-item researcher-made questionnaires on a statistical sample and analyzed using SPSS and AMOS software. The validity of the questionnaires was confirmed in terms of content and structure. Reliability and combined reliability were estimated and confirmed by Cronbach's alpha coefficient with 84%. Descriptive statistics (mean, variance, standard deviation) and inferential statistics (exploratory and confirmatory factor analysis and Friedman test) were used to analyze the data. The results showed that modeling the complications of the system of conservation, maintenance and training of human resources has 6 dimensions (organizational (internal), environmental (external), occupational, individual (personal), governmental (political) and cultural-social) and 30 It has been a component. The results of the quantitative section showed that all dimensions of the research model were confirmed.

**Keywords:** Human Resources, Human Resource Management, Conservation, Maintenance and Training System.

<sup>1</sup> Department of Accounting, Babol Branch, Islamic Azad University, Babol, Iran. Corresponding Author. Azadamol@yahoo.com

<sup>2</sup> Department of Accounting, Ayatollah Amoli Branch, Islamic Azad University, Amol, Iran. yaser.rastgari@gmail.com