




Research Article

Evaluation of the Relationship between Shareholder Competition Intensity and Performance and Value of Active Stock Exchange Companies: Evidence from Managerial Entrenchment or Convergence of Interests

Samaneh Noraniazad* : Assistant Professor of Economics, Department of Management and Economics, Payame Noor University, Tehran, Iran, Corresponding Author.

<http://noraniazad@pnu.ac.ir>

Abdolrasoul Rahmanian Koushkaki: Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran.

<http://abr.rahmanian@pnu.ac.ir>

Abstract

The primary purpose of this study was to examine the evidence of managerial entrenchment or convergence of interest's hypothesis in evaluating the relationship between the shareholder competition's intensity on the return and value of Iranian stock exchange companies. This research is applied, a post-event method and descriptive type; it is included in the category of threshold nonlinear regression models. In this article, the data of 127 production companies active in the stock exchange market over the period of 2012-2021 were used. The results confirm the existence of a threshold non-linear relationship between the intensity of shareholder competition and the performance of the company; In other words, if the share of state owners increases, the hypothesis of convergence of interests prevails in the managerial entrenchment. This means that the major shareholders try to reduce agency conflict through control and supervision and align their interests with the managers and minority stockholders to increase the company's value and return. Conclusion: At high levels of concentration, shareholders by dominating the market are able to benefit from tariff exchange rates, cheap feed, and government support; therefore, these stockholders being in the safe margin, do not feel threatened by competitors and can use their resources in profitable activities with high return and value

Keywords: Shareholder Competition Intensity, Company Return, Company Value, Share of Government Owners, Nonlinear Threshold Model.

* Corresponding author

2322-3405 © The author(s) Publisher: University of Isfahan

This is an open access article under the [CC-BY-NC 4.0 License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

 [10.22108/FAR.2023.138946.1994](https://doi.org/10.22108/FAR.2023.138946.1994)



Introduction

The value of the company is one of the reliable indicators of the development of societies and organizations, as well as the vital key to the realization of development goals in individual and social dimensions (Karimi & Parhizgar, 2007). Organizations, in their pursuit of realizing this value and meeting shareholder expectations, exhibit more responsible behavior. Organizations must operate in a manner aligned with the values of shareholders and stakeholders. Entities failing to align themselves with this fundamental principle are unlikely to succeed pragmatically and are unable to uphold or enhance their standing in society. Consequently, their viability is endangered by substantial risks (Agustina & Sudibyo, 2022). From a theoretical standpoint, the escalation of competition and competitiveness implies that a company cannot adopt a production method through controlling prices and matching them with the final cost to offer a higher quality product at a lower price than the competitors, thus gaining market share. Consequently, the competition intensity among shareholders is regarded as a facet of concentration, influencing shareholders' capacity to dictate prices and sales volume, and set prices above the final cost to maximize profits in the capital market. This stands out as one of the pivotal mechanisms in corporate governance. Aligned with the structuralist school or the Structure-Conduct-Performance (SCP) paradigm, under the Production-Structure-Performance framework, it can exert dominance over a company's operational and strategic decisions, shaping the trajectory of corporate performance, including enhancements in efficiency and corporate value (Syverson, 2019). Although numerous studies affirm the correlation between these two variables, the relationships are intricate and ambiguous, taking on positive, negative, or inverse U-shaped forms. Interpretation of these relationships can be facilitated through agency theory, the convergence of interests' hypothesis, and managerial entrenchment. In the initial perspective, Jensen and Meckling (1976) assert that ownership concentration

and increased shareholder competition have a positive impact on corporate performance. They argue that heightened competition among shareholders, facilitated by internal and external mechanisms, mitigates agency problems and conflicts of interest between shareholders and managers. This argument is based on the premise that managers tend to allocate company resources to pursue their interests, potentially conflicting with the interests of external shareholders. However, the increase in managerial ownership aligns their interests more closely with those of external shareholders, potentially resolving conflicts between managers and shareholders. Consequently, managerial ownership is considered a contributing factor to addressing agency problems and improving corporate performance (Jensen & Meckling, 1976). In a contrasting perspective, Fama and Jensen (1983) redirect their attention to the implications of agency problems arising from shareholder concentration and control. They argue that this concentration enables controlling shareholders to pursue their interests at the expense of the firm's activities. Essentially, their research illustrates that managers holding sufficient shares to gain control of the board can exploit the company's wealth. Through managerial entrenchment, they transform into significant shareholders, capable of extracting additional benefits for themselves, even if it involves making negative net present value investments in valuable projects (Fama & Jensen, 1983). Fama (1980) contends that the separation of ownership and control, fostered by competition among companies, enhances the monitoring of individuals and organizations. He argues that in a dispersed ownership structure, shareholders find themselves in a vulnerable position vis-à-vis managers. Consequently, managers can expropriate the company's wealth and, by allocating more benefits to themselves, deprive shareholders of the firm's interests due to cost considerations. In simpler terms, shareholders in public companies are so widely scattered that they lack the power and motivation required to reform and constrain the actions taken by managers (Fama, 1983).

As a result, in line with the managerial entrenchment hypothesis, the separation of ownership from control suggests that the performance of majority shareholders with a larger stake surpasses that of a company with less ownership among shareholders. Nevertheless, conflicting evidence regarding the separation of ownership and control, along with the positive or negative impacts of ownership structure on the company's value and profitability, has given rise to a third perspective. This perspective observes a U-shaped relationship between ownership structure and company performance by combining the two hypotheses of convergence of interests and managerial entrenchment. In simpler terms, when ownership concentration is low, all shareholders make efforts to monitor managers to maximize the company's value. However, when ownership concentration is sufficiently high, shareholders tend to expropriate the wealth of minority shareholders, striving to augment their wealth and profits. Consequently, the profitability and performance of expropriated shareholders decrease.

Now, with a review of the theoretical literature, research hypotheses can be formulated as follows:

Hypothesis 1: The relationship between the intensity of competition among shareholders and the value of active manufacturing companies in the stock market is nonlinear; however, a diminishing relationship or the managerial entrenchment hypothesis is confirmed.

Hypothesis 2: The relationship between the intensity of competition among shareholders and the returns of manufacturing companies in the stock market is nonlinear; however, an increasing relationship or the convergence of interest's hypothesis is confirmed.

Methods & Materials

The present research is of applied type and employs a quasi-experimental design, relying on post-event or archival descriptive data. It falls into the category of analyzing non-linear threshold regression models. The theoretical and empirical foundations of the study are formulated using a literature review method, and the required data for calculating study

variables are extracted from various databases. Archival data from the Rahavard Novin database were utilized for calculating variables requiring financial statements and market items.

The selected population of the study includes financial information for all companies listed on the Tehran Stock Exchange from 2012 to 2021. Based on the following conditions, the sample member companies have been excluded from the statistical population:

1. Excluding companies classified as banks and financial institutions (investment companies, financial intermediaries, holding companies, and leasing companies) since their financial disclosure and corporate strategic structures differ.
2. The fiscal year of the companies ends at the end of each year.
3. Companies should not have changed their fiscal year during the years 2012 to 2021.
4. They should have been listed on the Tehran Stock Exchange until the end of the fiscal year 2011.
5. They should not have been delisted from the Tehran Stock Exchange during the specified period.

Applying these conditions reduced the available statistical population to 127 active companies on the Tehran Stock Exchange, which were ultimately selected as the sample.

Findings

The research findings confirm a non-linear threshold relationship between the intensity of shareholder competition and the efficiency and value of the company. In both hypotheses, as the ownership share of government shareholders varies, both convergence and managerial entrenchment hypotheses are apparent. However, the convergence of interests theory prevails over managerial entrenchment. Essentially, majority shareholders have strived to alleviate agency conflicts through control and oversight, aligning their interests with those of managers and shareholders, aiming to enhance the value and performance of the company.

Conclusion & Results

At elevated levels of shareholder concentration, achieving market dominance provides shareholders with advantages such as preferential tariff rates, access to cost-effective currency supplies, and government support. Residing in a secure position, these shareholders perceive no threat from competitors, enabling them to efficiently deploy resources in lucrative activities that yield high performance and value. Simultaneously examining the managerial entrenchment and convergence of interests'

hypotheses, this study significantly advances the theoretical literature on ownership structure and company performance. Unlike previous studies, this approach establishes a foundation for identifying the threshold level of ownership structure and comparing variable statuses before and after reaching this threshold. This facilitates precise decision-making for professionals, financial planners, and shareholders seeking to enhance investments in profitable activities with high efficiency and value.

ارزیابی رابطه شدت رقابت سهامداران با بازدهی و ارزش شرکت‌های فعال بورسی: شواهدی از سنگربندی مدیریتی یا همگرایی منافع

سمانه نورانی آزاد^۱؛ استادیار گروه اقتصاد، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

noraniazad@pnu.ac.ir

عبدالرسول رحمانیان کوشکی؛ استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

abr.rahmanian@pnu.ac.ir

چکیده

هدف محوری این تحقیق بررسی شواهدی از دو فرضیه سنگربندی مدیریتی یا همگرایی منافع در ارزیابی ارتباط شدت رقابت سهامداران بر بازدهی و ارزش شرکت‌های فعال بورسی ایران است. پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی، از منظر روش پس‌رویدادی و از نوع توصیفی است و در دسته تحلیل مدل‌های رگرسیون غیرخطی آستانه‌ای قرار می‌گیرد. نمونه آماری مشتمل بر ۱۲۷ شرکت فعال تولیدی، شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران است که در بازه‌های زمانی ۱۳۹۱-۱۴۰۰ در بورس فعالیت مستمر داشته‌اند. نتایج پژوهش ضمن تأیید وجود رابطه غیرخطی آستانه‌ای بین شدت رقابت سهامداران با بازدهی و ارزش شرکت بیان می‌کند در هر دو فرضیه، با تغییر سهم مالکان دولتی فرضیه همگرایی منافع برسنگربندی مدیریتی غالب است؛ به عبارت دیگر، سهامداران عمده تلاش کرده‌اند از طریق کنترل و نظارت در جهت کاهش تضاد نمایندگی و همسویی منافعشان با مدیران و سهامداران جزء برآیند تا بتوانند نسبت به افزایش ارزش و بازدهی شرکت اقدام کنند. در سطوح تمرکز بالای سهامداران، سهامداران با تسلط بر بازار امکان بهره‌مندی از نرخ‌های ارز تعرفه‌ای، خوراک ارزان قیمت و حمایت‌های دولتی برایشان فراهم می‌شود؛ از این رو، اینگونه سهامداران با قرارگرفتن در حاشیه امن، تهدیدی از سوی رقبا احساس نمی‌کنند و می‌توانند منابع خود را در فعالیتهای سودآور با بازدهی و ارزش بالا استفاده کنند. این مطالعه با آزمون همزمان دو فرضیه سنگربندی مدیریتی و همگرایی منافع می‌تواند گام مؤثری در توسعه ادبیات نظری در حوزه ساختار مالکیت و عملکرد شرکت باشد. برخلاف مطالعات قبلی، استفاده از این رویکرد زمینه پیشرفت تعیین سطح آستانه ساختار مالکیت و مقایسه وضعیت متغیرها در سطوح قبل و بعد از سطح آستانه به منظور تصمیم‌گیری صحیح صاحب نظران، برنامه‌ریزان مالی و سهامداران برای افزایش سرمایه‌گذاری در فعالیتهای سودآور با بازدهی و ارزش بالا فراهم می‌شود.

واژه‌های کلیدی: شدت رقابت سهامداران، بازدهی شرکت، ارزش شرکت، سهم مالکان دولتی، الگوی آستانه غیرخطی



مقدمه

سهامداران عمده به دلیل توانایی اعمال نظارت بیشتر در مقایسه با سهامداران جزء و مدیران، نفوذ قابل ملاحظه در شرکت دارند و می‌توانند با جلوگیری از رفتار فرصت طلبانه مدیران یا از طریق تئانی و ایجاد منفعت برای سهامداران اقلیت، با فشار بر سودآوری، تأثیر مثبتی بر عملکرد مالی شرکت داشته باشند و برای افزایش ارزش و ثروت شرکت مشارکت کنند (Cai & Lui, 2009). در واقع، رقابت بین سهامداران، شرکت‌ها را به سمت نوآوری تشویق می‌کند که باعث تخصیص کارآمد منابع و رشد بهره‌وری می‌شود؛ یعنی افزایش رقابت سهامداران تضمین می‌کند که شرکت‌ها به طور فعال رقابت کنند و با ارائه محصولات با کیفیت بالا و قیمت‌های مناسب‌تر، حداقل رساندن تعارضات داخلی، افزایش نظارت بر کیفیت و ناکارآمدی در بازار کاهش یابد و همچنین با کنترل و نظارت بر عملکرد مدیران، آنها تلاش دارند اشتباهاتی که به عملکرد شرکت آسیب می‌زنند را کاهش دهند. در این شرایط شرکت با برخورداری از این مزیت حاشیه‌ای انگیزه افزایش ارزش و بازدهی شرکت را تشدید می‌کند (Moyo, Tuyet & Ninh, 2023). در حالی که اگر سهامداران عمده برخلاف وظیفه حرفه‌ای خود با مدیران برای رسیدن به منافع‌شان همکاری کنند، با کاهش نظارت بر فعالیت مدیران، انگیزه سودآوری و ارزش شرکت را می‌توانند کاهش دهند. همچنین با افزایش شدت رقابت سهامداران امکان دارد این انگیزه برای مالکان ایجاد شود تا فعالیت‌هایی انجام دهند که مطلوبیت شخصی آنها را افزایش دهد و عملکرد شرکت را تضعیف کند. این امر از این واقعیت نشئت گرفته که سطح بالای تمرکز ممکن است به تصمیمات سرمایه‌گذاری کمتر کارآمد مرتبط باشد که به عملکرد پایین شرکت منجر خواهد شد (Jiang et al., 2021). بنابراین، بررسی مکانیزم

ارزش شرکت، به عنوان یکی از شاخص‌های معتبر توسعه‌یافتگی جوامع، سازمان‌ها و نیز کلید حیاتی تحقق اهداف توسعه در ابعاد فردی و اجتماعی است (کریمی و پرهیزگار، ۱۳۸۶) که سازمان‌ها به منظور تحقق آن در جهت برآورده کردن انتظارات سهامداران، رفتارهای مسئولانه‌تری را از خود نشان می‌دهند. واضح است سازمان‌ها باید به گونه‌ای فعالیت کنند که سهامداران و ذی‌نفعان آن را بپذیرند و منطبق بر ارزش‌های آنها باشد. سازمان‌هایی که نتوانند خود را با این اصل مهم سازگار کنند، در عرصه عمل موفق نیستند و نمی‌توانند جایگاهشان را در جامعه حفظ کنند یا بهبود بخشند؛ در نتیجه، بقای خود را در معرض خطر جدی خواهند دید (Agustina & Sudibyo, 2022). پس گفتنی است ارزش شرکت یکی از شاخص‌هایی است که سرمایه‌گذاران می‌توانند از آن برای ارزیابی میزان موفقیت شرکت استفاده کنند و این امکان وجود دارد که بازدهی شرکت را افزایش دهند. در واقع، سرمایه‌گذاران و سهامداران شرکت‌های با عملکرد خوب و باثبات، تمایل به افزایش ارزش دارند و به نوبه خود بازدهی بالاتر را دوست دارند؛ زیرا بهبود ارزش و بازدهی شرکت مؤید تلاش چشمگیر شرکت برای دستیابی به سودآوری بالاتر است؛ اما عوامل متعددی همچون اهرم مالی (Samo & Blažková & Dvoutý, 2019)، سن شرکت (Murad, 2019)، حقوق صاحبان سهام (Chechet & Olayiwola, 2018)، و استقلال کمیته حسابرسی (Haldar et al., 2014) می‌توانند بر ارزش و بازدهی شرکت تأثیر بگذارند. با تأکید بر این موضوع، مطالعه حاضر در تلاش است یکی از مهم‌ترین فاکتورهای مؤثر که سهامداران و ذی‌نفعان نیز تأکید ویژه‌ای به آن دارند، همچون شدت رقابت سهامداران را در ارزش و بازدهی شرکت ارزیابی کنند. در این باره می‌توان چنین ادعان داشت که

موضوع، مشوقی برای مشارکت شرکت‌ها در فعالیت‌های مرتبط با افزایش بازدهی و ارزش شرکت می‌تواند باشد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

از دیدگاه نظری رقابت به توانایی شرکت‌ها در اثرگذاری بر قیمت و مقدار فروش محصول اشاره دارد؛ هرچه قدرت شرکت در اثرگذاری بر قیمت و مقدار فروش کمتر باشد، بازار به ساختار رقابت نزدیک‌تر است؛ یعنی رقابتی بودن بازار به منزله آن است که شرکت‌های مختلف در تولید و فروش کالا رقابت تنگاتنگی با یکدیگر داشته باشند و کالای آنها نسبت به دیگری برتری چندانی نخواهد داشت. در این بازار که تعداد زیاد تولیدکننده و مصرف‌کننده به دادوستد کالای خاص و همگن با یکدیگر می‌پردازند، سود هر شرکت از برابری قیمت و هزینه نهایی حداکثر شده است؛ اما هر شرکتی سهم بازاری ناچیزی را به خود اختصاص می‌دهد؛ در نقطه مقابل، افزایش شدت رقابت و رقابت‌پذیری بودن به این معنا است که شرکت نتوانسته است از طریق کنترل قیمت و برابری آن با هزینه نهایی شیوه تولیدی را اتخاذ کند که کالای با کیفیت‌تر را با قیمت پایین‌تر از رقبای عرضه کند؛ در نتیجه، بازار فروش را در قبضه خود می‌گیرد. در این شرایط که بازار به سمت انحصار کامل یا چندجانبه تمایل پیدا می‌کند، فعالان بازار با تعیین قیمت بالاتر از هزینه تلاش دارند با تخصیص سهم عمده بازار به خود، بالاترین سود را نصیب خود کنند؛ از این رو، شدت رقابت سهامداران به عنوان یکی از مؤلفه‌های تمرکز و به منزله توانایی سهامداران برای تعیین قیمت، مقدار فروش، اتخاذ قیمت بالاتر از هزینه نهایی به منظور حداکثرسازی سود در بازار سرمایه است. این متغیر یکی از مهم‌ترین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی است که با عنایت به مکتب ساختارگرایی یا رویکرد ساختار - رفتار

شدت رقابت سهامداران و اثر آن بر عملکرد شرکت از اهمیت به‌سزایی برخوردار است و جزء مباحث چالش‌برانگیزی است که توجه پژوهشگران بسیاری را به خود جلب کرده است. در این میان ملاحظه می‌شود هرچند اقتصاددانان و صاحب‌نظران مالی رابطه بین شدت رقابت سهامداران و تأثیر آن بر عملکرد شرکت را می‌پذیرند، درباره چگونگی این ارتباط با یکدیگر متفق‌القول نیستند؛ بنابراین، لازم است به‌طور تجربی بررسی شود. با همه تفاسیر تا زمان نگارش این مقاله در ایران، مطالعات زیادی درخصوص رابطه شدت رقابت سهامداران، ارزش و بازدهی شرکت صورت نگرفته و در محدود مطالعات انجام‌شده رابطه خطی بین متغیرهای مذکور بررسی شده است؛ از این رو، مطالعه حاضر از نوآوری بالایی برخوردار بوده و از طریق موارد زیر سبب گسترش مبانی شده است: (۱) علاوه بر بسط مبانی نظری مرتبط با پژوهش، با عنایت همزمان به فرضیه سنگربندی مدیریتی و همگرایی منافع تحولی در ادبیات تحقیق و تئوری تضاد نمایندگی ایجاد کرده است؛ (۲) در این مطالعه، برخلاف مطالعات قبلی که تنها رابطه خطی بین متغیرهای پژوهش مدنظر قرار می‌گرفت، رابطه غیرخطی بین شدت رقابت سهامداران با بازدهی و ارزش شرکت با استفاده از رگرسیون غیرخطی آستانه‌ای (PSTR) مدنظر قرار گرفته است؛ (۳) در این پژوهش، برخلاف دیگر مطالعات، اثر فضای رقابتی حاصل از کارایی برتر بر بازدهی و ارزش شرکت به‌عنوان عناصر عملکردی مؤثر بر تحقق رشد شرکت بررسی شده است؛ (۴) با توجه به محیط اقتصادی در حال رشد ایران، برای تصمیم‌گیری شرکت‌ها، مدیران آنها، قانون‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان می‌توانند مفید واقع شوند و برای شرکت‌ها فضای رقابتی ایجاد کنند که با تحقق آن بر اقتصاد در حال رشد کشور کمک کند؛ (۵) بررسی این

احتمالاً حل و فصل می‌شود؛ بنابراین، مالکیت سهام مدیران می‌تواند به حل مشکلات نمایندگی و بهبود عملکرد شرکت کمک کند (Jensen & Meckling, 1976). پس تئوری نمایندگی نشان می‌دهد مدیران انگیزه محکمی برای حفظ هزینه‌های پایین ندارند. براساس این، مدیران ممکن است از استراتژی‌ها و شیوه‌هایی پیروی کنند که شخصاً برای آنها منفعت داشته باشد و به هزینه‌های بالاتر برای سهامداران منجر شود؛ بنابراین، نقش سهامداران و رقابت بین آنها حیاتی است؛ زیرا آنها می‌توانند بر رفتار مدیران نظارت کنند؛ یعنی سهامدارانی که بیشترین سهام را دارند از شدت رقابت بیشتری برخوردارند و ناظران بهتری نسبت به سهامداران جزء خواهند بود؛ زیرا آنها بخش چشمگیری از هزینه‌های نظارت را درونی می‌کنند و قدرت رأی‌گیری درخور توجهی برای اثرگذاری بر تصمیم‌های تجاری دارند که این امر شرکت را به سمت عملکرد خارق‌العاده‌تر و پایداری مالی سوق می‌دهد (Duong et al., 2022). درواقع، در محیط‌هایی که شدت رقابت سهامداران بالاست، تمرکز بالای مالکیت از طریق حل مشکل سواری مجانی، تضاد مالک و مدیر را کاهش می‌دهد؛ در نتیجه، ارزش شرکت با افزایش شدت رقابت سهامداران از سطوح پایین، شروع به افزایش می‌یابد (Lozano et al., 2016). لیور و همکاران نیز بر این باورند که مالکیت متمرکز رابطه مثبتی با ارزش شرکت و سودآوری در اقتصادهای بازار دارد. آنها بیان کردند تأثیر مثبت مالکان دارای سهام بیش از ۵ درصد، عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد؛ به این معنی که سهامداران بزرگ معمولاً تخصص و مهارت‌های تجاری بیشتری دارند که تأثیر مثبتی بر تصمیمات مدیریتی و رشد ارزش شرکت دارند. علاوه بر این، اگر سهامداران بزرگ بر مدیران یا مالکان کنترل‌کننده نظارت داشته باشند، می‌توانند با جلوگیری از رفتار فرصت‌طلبانه آنها یا از طریق تئوری و ایجاد منفعت برای سهامداران اقلیت، تأثیر مثبت

- عملکرد (SCP) می‌تواند بر تصمیمات عملیاتی و استراتژیک یک شرکت تسلط یابد و سمت‌وسوی عملکرد شرکت را تعیین کند (Syverson, 2019). همچنین، در مکتب شومپتری اعتقاد بر این است که رفتار و عملکرد استراتژیکی شرکت‌ها منبعت از رقابت غیرقیمتی بر سر تبلیغات، مخارج تحقیق و توسعه، ابداع و نوآوری، فروش و ترکیب مالکان است که باعث افزایش شدت رقابت غیرقیمتی سهامداران و بروز انحصار در بازار می‌شود. در حقیقت، نقطه شروع بحث رابطه شدت رقابت سهامداران بر بازدهی و ارزش شرکت از تئوری نمایندگی و تفکیک مالکیت از کنترل نشئت گرفته است؛ به طوری که قرن بیستم را سرآغاز این حوزه از مطالعات دانسته‌اند (نورانی‌آزاد و میکائیلی، ۱۴۰۱). در مجموع، رابطه شدت رقابت سهامداران و عملکرد شرکت‌های با تمرکز بالا، به تضاد بین سهامداران بزرگ و کوچک یا سهامداران کنترل‌کننده و اقلیت متمرکز است (Miller et al., 2006)؛ درحالی که مطالعات مختلف رابطه بین دو متغیر مذکور را می‌پذیرند؛ اما روابط بین آنها بسیار پیچیده و مبهم است و می‌تواند به صورت مثبت، منفی، U معکوس باشد که با بهره‌مندی از تئوری نمایندگی، فرضیه همگرایی منافع و سنگربندی مدیریتی تفسیر می‌شود. در دیدگاه اول، جنسن و مک‌لینگ (1976) معتقدند تمرکز مالکان و افزایش شدت رقابت سهامداران اثر مثبتی بر عملکرد شرکت دارد؛ زیرا افزایش شدت رقابت سهامداران از طریق مکانیزم‌های داخلی و خارجی باعث کاهش مشکلات نمایندگی و تناقض منافع بین سهامداران و مدیران می‌شود. به اعتقاد آنها مدیران به تخصیص منابع شرکت برای دستیابی بیشتر به منافع خود تمایل دارند که ممکن است با منافع مالکان خارجی در تضاد باشد و با افزایش مالکیت سهام مدیران، منافع آنها بیشتر با سهامداران خارجی منطبق شود و در نتیجه، تضادهای بین مدیران و سهامداران

بر عملکرد مالی شرکت داشته باشند (Lepor et al., 2017). همچنین، قدرت و توانایی سهامداران می‌تواند از هیئت مدیره و مدیران اجرایی برای دستیابی به اهداف و منافع شرکت پشتیبانی کند و به مدیران اجازه دهد شرکت‌ها را کنترل کنند و در نتیجه، ارزش شرکت‌ها را برای سهامداران و کارکنان خود به حداکثر برسانند (Ngatno et al., 2021). برخی محققان نیز شواهدی مبنی بر اینکه جدایی بین مالکیت و کنترل، به دلیل منافع شخصی که مدیران از کاهش ریسک به دست می‌آورند، انگیزه‌های مدیریتی را برای متنوع‌سازی فراهم می‌کند. در واقع، تعداد زیادی از سهامداران نمی‌توانند قدرت کافی برای نظارت بر عملکرد مدیریتی را اعمال کنند؛ در نتیجه، مدیران همانند مالکان متمرکز و سهامداران با شدت بالای رقابت، از آزادی بیشتری در استفاده از منابع شرکت برخوردارند. براساس استراتژی تنوع این مدیران به دلیل ریسک‌گریزی، ترجیح هزینه‌ها و ایجاد امپراتوری، منافع شخصی (مالی و شهرت) بیشتری را در نتیجه تنوع محصول یا بازار برای خود در نظر می‌گیرند؛ از این رو، شدت بالای رقابت سهامداران همراه با تنوع شرکت می‌تواند بازدهی و ارزش بیشتری را برای سهامداران ایجاد کند (Oluwagbemiga et al., 2014). در یک دیدگاه متضاد، فاما و جنسن (1983) توجه خود را به اثر مشکلات نمایندگی ناشی از ترکیب و کنترل سهامداران متمرکز معطوف کردند؛ زیرا این ترکیب اجازه می‌دهد سهامداران کنترل‌کننده، منافع خصوصی خود را از فعالیت بنگاه‌ها به دست آورند. در واقع، آنها نشان دادند مدیرانی که سهام کافی برای تصاحب هیئت مدیره دارند، می‌توانند ثروت شرکت را سلب مالکیت کنند و با سنگربندی مدیریتی به یک سهامدار بزرگ تبدیل شوند که قادر است مزایای بیشتری به خود پردازد و در پروژه‌هایی با ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری کند

(Fama & Jensen, 1983). علاوه بر این، لپور و همکاران توضیح می‌دهند که سهامداران بزرگ با دنبال کردن اهداف خصوصی که متفاوت از اهداف سهامداران اقلیت است، می‌توانند ثروت آنها را سلب مالکیت کنند. آنها داشتن بلوک‌های بزرگ را عامل تسریع سنگربندی مدیران می‌دانند؛ بنابراین، سلب مالکیت بیشتر سهام توسط مدیران از سهامداران باعث افزایش قدرت حوزه داخل و کاهش قدرت حوزه خارجی در تأثیرگذاری بر عملکرد شرکت می‌شود (Lepor et al., 2017; Villalonga & Amit, 2006). فاما (1980) بیان می‌کند تفکیک مالکیت و کنترل به واسطه رقابت بین شرکت‌ها باعث نظارت مؤثرتری بر عملکرد افراد و سازمان می‌شود. او معتقد است در یک ساختار مالکیت پراکنده، سهامداران موقعیت ضعیفی در مقابل مدیران دارند؛ بنابراین، مدیران می‌توانند ثروت شرکت را سلب مالکیت کنند و با تخصیص مزایای بیشتر به خود، سهامداران را از منافع بنگاه به دلیل ملاحظات هزینه‌ای محروم کنند. به عبارت دیگر، سهامداران شرکت‌های سهامی عام آنچنان پراکنده شده‌اند که فاقد قدرت و اشتیاق لازم برای اصلاح و محدود کردن سمت‌وسویی هستند که مدیران این شرکت‌ها در پیش می‌گیرند (Fama, 1980)؛ در نتیجه، براساس فرضیه سنگربندی مدیریتی، به علت جدایی مالکیت از کنترل، منطقی به نظر می‌رسد که عملکرد سهامداران عمده با سهام بیشتر، بهتر از شرکتی است که سهامداران آن سهام کمتری در اختیار دارند. ایواساکی و میزوباتا نیز خاطر نشان می‌کنند، با توجه به اینکه سهامداران بزرگ کنترل‌هایی را به منظور حداکثرسازی سود اعمال می‌کنند، قادرند شرکت را به قربانی کردن سایر سهامداران و کارکنان سوق دهند و به ارزش شرکت آسیب برسانند (Oluwagbemiga et al., 2014; Iwasaki & Mizobata; 2020). فرانسیس و

تواند اثر منفی در سطوح معینی از تمرکز مالکیت ایجاد کند (Pindado et al., 2014).

همچنین، وجود شواهد متناقض در رابطه با تفکیک مالکیت و کنترل و اثرات مثبت یا منفی ساختار مالکیت بر ارزش شرکت و سودآوری به شکل‌گیری دیدگاه سومی در این خصوص منجر شده است. در این دیدگاه، با ترکیب دو فرضیه همگرایی منافع و سنگربندی مدیریتی می‌توان به وجود رابطه U معکوس بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت پی برد. در فرضیه همگرایی منافع بیان می‌شود وقتی مدیر، مالک درصد پائینی از سهام شرکت است یا تمرکز مالکیت سهامداران پایین باشد، با تأثیر از نیروی بازار و اعمال نظارت کارآمد، برای حداکثرسازی ارزش شرکت حرکت می‌کند؛ درحالی‌که در فرضیه سنگربندی مدیریتی، مدیران کنترل، بخش چشمگیری از سهام شرکت را در دست دارند و رفتارهایی نظیر تعیین پاداش و حقوق بالا، استخدام خویشاوندان و نزدیکان با مزایای فوق‌العاده و فراهم کردن یک زندگی مجلل از خود نشان می‌دهند که مغایر با هدف حداکثرسازی ارزش شرکت است (Shan, 2019). در خصوص ساختار مالکیت سهامداران نیز می‌توان اذعان کرد وقتی تمرکز مالکیت سهامداران پایین باشد، تمام سهامداران تلاش خود را صرف نظارت بر مدیران برای به حداکثر رساندن ارزش شرکت می‌کنند؛ اما زمانی که تمرکز مالکیت سهامداران به اندازه کافی بالا باشد، سهامداران تمایل دارند ثروت سهامداران اقلیت را سلب کنند و در صدد افزایش ثروت و سود هستند؛ بنابراین، میزان سودآوری و عملکرد سهامدارانی کاهش می‌یابد که سلب مالکیت شده‌اند.

در ادامه پس از بیان مبانی نظری، به‌طور اجمالی برخی از پیشینه‌های داخلی و خارجی تحقیق در موضوع مطالعه مرور می‌شود. رحمانیان کوشکی و بادپاب در مقاله‌ای با

همکاران نیز بیان می‌کنند شدت رقابت سهامداران یا تمرکز مالکیت ممکن است به کاهش مشکلات نمایندگی حاصل از واگرایی منافع بین کارگزاران مختلف منجر شود که از طریق تجزیه و تحلیل دو فرضیه همگرایی منافع و سنگربندی مدیریتی توجیه و تفسیر می‌شود. در خصوص شرکت‌های با تمرکز مالکیت بالا، تئوری نمایندگی پیشنهاد می‌کند سهامداران کنترل‌کننده اغلب از قدرت خود برای انجام فعالیت‌های سودآور و به ضرر ثروت سهامداران اقلیت استفاده می‌کنند. این روند ممکن است درباره شرکت‌های خانوادگی تشدید شود؛ زیرا این مزایا در خانواده کنترل‌کننده باقی می‌ماند؛ درحالی‌که در شرکت‌های غیرخانوادگی این سود بین تعداد زیادی از سهامداران توزیع می‌شود (Villalonga & Amit, 2006). در این راستا، برخی از محققان استدلال کرده‌اند سهامداران خانوادگی کنترلی می‌توانند به راحتی از منافع خود در مقابل سهامداران اقلیت با تلقی شرکت به‌عنوان یک فعالیت اشتغال‌زای خانوادگی یا با محدود کردن پست‌های مدیریت ارشد به اعضای خانواده یا با پرداخت سود سهم فوق‌العاده دفاع کنند. در این شرایط، هزینه‌های نمایندگی به شکل سود سهام و پاداش فوق‌العاده یا تثبیت تیم مدیریت خانواده ظهور می‌یابد و این سنگربندی به اعمال سلب مالکیت از سهامداران خانوادگی کنترلی منجر می‌شود که دارای قدرت بر سهامداران اقلیت هستند و در نهایت، کاهش سودآوری شرکت را به دنبال دارد (Gomez-Mejia, 2001; Deangelo & Deangelo, 2000) با این حال، گروه دیگری از نویسندگان پیشنهاد کردند ویژگی‌های متمایز شرکت‌های خانوادگی تأثیر مثبتی بر رفتار شرکتی آنها دارد. علاقه خانواده به بقای بلندمدت کسب‌وکار و نگرانی برای حفظ شهرت شرکت و خانواده باعث می‌شود آنها از انجام اقدامات فرصت طلبانه در رابطه با سود حاصله اجتناب کنند (Wang, 2006). در حقیقت، دو هزینه بالقوه وجود دارد که می

استفاده از مدل‌یابی معادلات ساختاری و نمونه‌ای متشکل از ۱۴۲ شرکت پذیرفته‌شده بوردی طی سال‌های ۱۳۹۹-۱۳۹۱ تأثیر حاکمیت شرکتی، سودآوری و اندازه شرکت بر ارزش شرکت با نقش میانجی سرمایه فکری را بررسی کردند. آنها در مطالعه خود دریافتند حاکمیت شرکتی تأثیر معناداری بر سرمایه فکری و ارزش شرکت ندارد. همچنین، تأثیر سودآوری بر سرمایه فکری و ارزش شرکت تأیید شده است. اندازه شرکت تأثیر معناداری بر ارزش شرکت داشته است؛ درحالی‌که تأثیر آن بر سرمایه فکری پذیرفته نشده است. علاوه بر این، تأثیر سرمایه فکری بر ارزش شرکت تأیید نشده است؛ درنهایت، نتایج نشان دادند نقش میانجی سرمایه فکری در رابطه بین حاکمیت شرکتی، سودآوری و اندازه شرکت با ارزش شرکت پذیرفته نمی‌شود (رحمانیان کوشکی و بادباب، ۱۴۰۲).

مقصودی تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت را بررسی می‌کند. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده‌اند و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۳۰ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب‌شده در بازه زمانی ۱۴۰۰-۱۳۹۵ بررسی شدند. نتایج نشان می‌دهند بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت ارتباط وجود دارد. همچنین، حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت تأثیر معنی‌دار دارد (مقصودی، ۱۴۰۲).

صراف و همکاران در مطالعه‌ای با استفاده از روش رگرسیون، تأثیر بازده سهام و عملکرد مالی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت را در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار در سال‌های ۱۳۹۹-۱۳۹۰ بررسی کردند. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهند بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت رابطه

معناداری وجود ندارد. متغیرهای تعدیل‌گر بازده سهام و عملکرد مالی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت را معنادار و مثبت می‌کنند؛ بنابراین، تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت به‌دلیل عدم کارایی بازار و عدم آگاهی کافی حاضرین در بازار سرمایه درخور توجه قرار نمی‌گیرد و در صورتی سرمایه‌گذاران واکنش مثبتی به مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی نشان می‌دهند که این تأثیر در بازده سهام و عملکرد شرکت نمایان شود (صراف و همکاران، ۱۴۰۱).

یلمه در مطالعه خود رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکت و ارزشیابی شرکت را با روش رگرسیون چندمتغیره ترکیبی در ۱۰۵ شرکت فعال بوردی طی سال‌های ۱۳۹۸-۱۳۹۰ بررسی کرد. او دریافت بین اندازه هیئت مدیره، درصد مالکیت سهامداران عمده، درصد مالکیت سهامداران نهادی، مدیران غیرموظف در هیئت مدیره و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین، رابطه اهرم مالی و ارزش شرکت منفی و معنی‌دار است (یلمه، ۱۴۰۰).

پیرایش و محمدپورزنجان در پی یافتن ارتباط اثرات مستقیم و غیرمستقیم میان ارزش شرکت و عملکرد مالی آنها به‌صورت سامانمند، ۱۵۳ شرکت پذیرفته‌شده بوردی را انتخاب کردند و به مقایسه این مهم در شرکت معدنی و صنایع مرتبط در استان زنجان پرداختند. برای سنجش ارزش شرکت از نسبت Q توبین و برای ارزیابی عملکرد مالی از نسبت بازده سهام و نسبت بازده فروش استفاده شد. ضریب نسبت بازده سهام در رگرسیون Q توبین مربوط به کل بورس برابر $2/18$ بوده که بیان‌کننده ارتباط مثبت معنادار میان ارزش شرکت و عملکرد مالی است. در ادامه، شرکت‌های معدنی استان زنجان را بررسی کرده‌اند و به نتیجه مشابه و قوی‌تری دست یافتند؛ زیرا ضریب نسبت بازده سهام مربوطه آنها حداقل $1/5$ برابر

تأکید بر مالکیت مدیریتی را بررسی کردند. نتایج نشان دادند عملکرد مالی، شهرت حسابرس، اندازه شرکت به طور همزمان تأثیر معنی‌داری بر ارزش شرکت دارند. مالکیت مدیریتی نمی‌تواند اثر عملکرد مالی و شهرت حسابدار بر ارزش شرکت را تعدیل کند؛ اما قادر است اثر عملکرد مالی، شهرت حسابرس، اندازه شرکت بر ارزش شرکت را به‌طور همزمان تعدیل کند (Wardhana & Kusumawardhany, 2022).

هوانگ و همکاران (2020) تأثیرات تحلیل‌گران حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت را در استرالیا بررسی کردند. آنها دریافتند تحلیل‌گران حاکمیت شرکتی هیچ تأثیری بر ارزش شرکت در استرالیا ندارند. از نظر تئوری، تحلیل‌گران حاکمیت شرکتی از طریق نظارت بر مدیریت، افزایش تولید و انتشار اطلاعات و افزایش شناخت سرمایه‌گذاران، ارزش شرکت را ایجاد می‌کنند؛ اما آنها این اثر را در استرالیا پیدا نکردند. علاوه بر این، آنها متوجه شدند برخلاف تحلیل‌گران شرکت‌های انگلستان، تحلیل‌گران حاکمیت شرکتی هیچ تأثیر چشمگیری بر ارزش شرکت در استرالیا ندارند (Huang et al., 2020).

دی‌گلوریا (2017) در پژوهشی رابطه بین ویژگی‌های مالکیت شرکت و سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت را بررسی کرد. نتایج پژوهش او نشان داد در شرکت‌های با مالکیت خصوصی، رابطه معناداری میان سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود ندارد؛ اما در شرکت‌های بزرگ بین این دو، رابطه قوی و معناداری برقرار است (Di Gloria, 2017).

وینتیلا و قرقیناس (2014) در پژوهشی تأثیر تمرکز مالکیت بر ارزش شرکت را بررسی کردند. نتایج، عدم تأثیرپذیری ارزش شرکت توسط اولین سهامدار بزرگ را نشان می‌دهد؛ درحالی‌که دومین سهامدار بزرگ به‌طور مثبت بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد و سومین سهامدار

ضریب مربوط به کل بورس بوده است. در مجموع، عملکرد مالی شرکت‌های استان زنجان، عملکردی به مراتب بهتر از صنایع کل بورس نشان می‌دهد (پیرایش و محمدپورزنجانی، ۱۳۹۷).

صالحی و همکاران در پژوهشی تأثیر تمرکز مالکیت و درجه کنترل بر ارزش شرکت صنعت بیمه را بررسی کردند. آنها دریافتند تنها متغیر لگاریتم مجموع سهام سهامداران اصلی بر ارزش شرکت تأثیرگذار است و سایر متغیرها رابطه معناداری بین تمرکز مالکیت و ارزش شرکت نشان نمی‌دهند. علاوه بر این، درجه کنترل و نوع سهامدار اصلی بر ارزش شرکت تأثیرگذار نیست؛ اما رابطه معکوس آن برقرار است (صالحی و همکاران، ۱۳۹۶).

نشیر و گوپتا (2023) در پژوهشی تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت در هند را بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهند تمرکز مالکیت هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد؛ زیرا دارندگان بلوک فعال، مدیریت شرکت را نظارت می‌کنند و در نتیجه، به عملکرد بهتر شرکت منجر می‌شوند (Nashier & Gupta, 2023).

امباتی (2023) در پژوهشی تأثیر دوگانگی مدیرعامل، استقلال هیئت مدیره، تمرکز مالکیت، سن شرکت بر ماندگاری سود و ارزش شرکت را بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهند دوگانگی مدیرعامل تأثیر منفی و استقلال هیئت مدیره و سن شرکت تأثیر مثبت بر سود دارند؛ اما تمرکز مالکیت تأثیر معناداری بر تداوم سود ندارد. علاوه بر این، استقلال هیئت مدیره و سن شرکت تأثیر مثبت بر ارزش شرکت دارند؛ درحالی‌که دوگانگی مدیر عامل و تمرکز مالکیت تأثیر معنی‌داری بر ارزش شرکت ندارند (Mbate, 2023).

واردهانا و کوسوماوردهانی (2022) عملکرد مالی، شهرت حسابرس و اندازه شرکت بر ارزش شرکت با

تا سطح دارایی ۱۳/۰۸ درصد دارای تأثیر مثبت و سپس منفی می‌شود؛ بنابراین، در سطوح فراتر از سطح آستانه، کاهش نگرانی درباره فرایند نظارت مدیران و در نتیجه، دستیابی به اهداف خود درک می‌شود. علاوه بر این، از منظر تمرکز مالکیت، تنها مجموع دارایی‌های سه سهامدار بزرگ به‌طور مثبت بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد؛ اما هیچ رابطه آماری معناداری بین مجموع دارایی دو سهامدار بزرگ و ارزش شرکت شناسایی نشد (Vintilă & Gherghina, 2014).

کوکورووا و همکاران (2017) در تحقیق خود دریافتند تمرکز مالکیت و مالکیت مدیریت تأثیر چشمگیری بر ارزش شرکت ندارد. ساختار سرمایه از نظر آماری تأثیر مثبت بر ارزش شرکت یا معیار Tobin's Q داشته است؛ اما اندازه هیئت مدیره تأثیر منفی و معناداری را نشان می‌دهد (Kokoreva et al., 2017).

حال با مرور بر ادبیات نظری، فرضیه‌های تحقیق را می‌توان به‌صورت زیر مطرح کرد:

فرضیه اول: رابطه بین شدت رقابت سهامداران و ارزش شرکت‌های تولیدی فعال در بورس اوراق بهادار غیرخطی است؛ اما رابطه کاهشی یا فرضیه سنگربندی مدیریتی تأیید می‌شود.

فرضیه دوم: رابطه بین شدت رقابت سهامداران و بازدهی شرکت‌های تولیدی بورس اوراق بهادار غیرخطی است؛ اما رابطه افزایشی یا فرضیه همگرایی منافع بین متغیرها تأیید می‌شود.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی، طرح آن شبه‌تجربی و با اتکا به اطلاعات پس‌رویدادی یا آرشیوی از نوع توصیفی است و در دسته تحلیل مدل‌های

رگرسیون غیرخطی آستانه‌ای قرار می‌گیرد. مبانی نظری و تجربی مطالعه با استفاده از روش کتابخانه‌ای تدوین شده است و داده‌های مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای مطالعه از بانک‌های اطلاعاتی مختلف استخراج شده‌اند. برای محاسبه متغیرهایی که به آیتم‌های صورت‌های مالی و بازار نیاز داشتند، از اطلاعات آرشیوی بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین استفاده شده است.

جامعه منتخب پژوهش شامل اطلاعات مالی تمام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰ هستند. براساس شرایط زیر، شرکت‌های عضو نمونه به‌صورت حذفی از بین شرکت‌های عضو جامعه آماری مدنظر قرار گرفته‌اند:

۱. شرکت‌های نمونه جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها) نباشند؛ زیرا افشای اطلاعات مالی و ساختارهای راهبردی شرکتی در آنها متفاوت است.

۲. سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه هر سال باشد.

۳. طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰ تغییر سال مالی نداشته باشند.

۴. تا پایان سال مالی ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

۵. در دوره زمانی مدنظر از بورس اوراق بهادار تهران خارج نشده باشند.

با اعمال شرایط فوق، تعداد جامعه آماری در دسترس به ۱۲۷ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تقلیل یافتند و در نهایت به‌عنوان نمونه انتخاب شدند.

معرفی ساختار الگو و روش برآوردی

در این بخش پژوهش برای مدل‌سازی رابطه تمرکز مالکان با ارزش شرکت و ارتباط شدت رقابت سهامداران

در رابطه (۳) γ پارامتر شیب بوده و بیان‌کننده میزان تعدیل یا سرعتی است که رابطه دو متغیر از یک وضعیت خاص به وضعیت دیگر تغییر می‌کند و q_{it} متغیر آستانه‌ای است که براساس مطالعه کولیتاز و هارولین باید از بین متغیرهای توضیحی، وقفه متغیر وابسته یا هر متغیری خارج از مدل انتخاب شود که از منظر تئوریک در ارتباط با مدل مطالعه شده و عامل ایجاد رابطه غیرخطی باشد. همچنین، $c = (c_1, \dots, c_m)$ یک بردار از پارامترهای حد آستانه‌ای است و به اندازه معینی از متغیر انتقال اشاره دارد که در آن، نحوه ارتباط دو متغیر از یک وضعیت به وضعیت دیگر تغییر می‌کند؛ البته فرم تعمیم‌یافته الگو با بیش از یک تابع انتقال نیز به صورت رابطه زیر تصریح می‌شود:

$$y_{it} = \mu_i + B_0 X_{it} + \sum_{j=1}^r [B_j X_{it}] G_j(q_{it}; \gamma_j, c_j) + U_{it} \quad (4)$$

که در آن، r بیان‌کننده تعداد توابع انتقال برای تصریح رفتار غیرخطی است. همچنین، گونزالز و همکاران بیان می‌کنند تابع انتقال به‌طور معمول دارای یک یا دو حد آستانه‌ای است ($m=1$ و $m=2$)؛ بنابراین، ویژگی پیوسته و کران‌دار بودن تابع انتقال بین صفر و یک باید بحث شود. با فرض $m=1$ یک تابع انتقال با دو رژیم حدی وجود دارد؛ یعنی با میل کردن شیب به سمت بی‌نهایت، اگر $q_{it} > c$ باشد، تابع انتقال مقدار یک و چنانچه $q_{it} < c$ باشد، تابع انتقال مقدار صفر اختیار می‌کند. با فرض $m=2$ ، در صورت تمایل پارامتر شیب به سمت بی‌نهایت، تابع انتقال سه رژیمی خواهیم داشت که دو رژیم بیرونی مشابه یکدیگر و متفاوت از رژیم میانی رفتار می‌کنند. حال اگر پارامتر شیب یا سرعت انتقال رژیم میانی به صفر میل کند، مدل PSTR به یک مدل رگرسیون خطی با اثرهای ثابت تبدیل خواهد شد.

با بازدهی شرکت‌های بورسی تلاش شده است با الهام از تئوری‌ها و مبانی نظری قبلی، رویکرد اقتصادسنجی رگرسیون غیرخطی آستانه‌ای و الگوی رگرسیون انتقال ملایم پنلی (PSTR) تبیین شود. مدل رگرسیون غیرخطی آستانه‌ای یکی از برجسته‌ترین مدل‌های با انعطاف‌پذیری بالا است که نخست، شکل تابعی خاص و محدودکننده‌ای را به ارتباط بین متغیرها تحمیل نمی‌کند؛ دوم، ارتباط غیرخطی احتمالی بین متغیرها را با استفاده از تابع انتقال و متغیر آستانه‌ای به شیوه‌های پیوسته مدل‌سازی می‌کند؛ سوم، به ضرایب تخمین اجازه می‌دهد در طول زمان و برای مقاطع مختلف تغییر کنند که البته این ویژگی راه‌حل مناسبی برای فائق آمدن بر مشکل ناهمگنی پارامترهای تخمینی است؛ بنابراین، به پیروی از فوک و همکاران (Fok et al., 2005)، گونزالز و همکاران (Gonzalez et al., 2017) و کولیتاز و هارولین (Colletaz, & Hurlin, 2006) فرم تابعی یک مدل PSTR با دو رژیم حدی و یک تابع انتقال به صورت زیر است:

$$y_{it} = \mu_i + B_0 X_{it} + B_1 X_{it} G(q_{it}; \gamma, c) + U_{it} \quad (1)$$

$$i = 1, \dots, N, t = 1, \dots, T$$

در رابطه (۱) y_{it} متغیر وابسته، X_{it} برداری از متغیرهای برون‌زا، μ_i اثرات ثابت مقاطع، U_{it} نیز جمله خطا است و $G(q_{it}; \gamma, c)$ تابع انتقال است که یک تابع پیوسته و کران‌دار بین صفر و یک است و به صورت زیر تعریف می‌شود:

$$G(q_{it}; \gamma, c) = \begin{cases} 1 & \text{if } q_{it} \geq c \\ 0 & \text{otherwise} \end{cases} \quad (2)$$

همچنین، این تابع انتقال توسط متغیر آستانه‌ای تعیین

و به صورت تابع لاجیستیکی زیر تصحیح می‌شود:

$$G(q_{it}; \gamma, c) = \left\{ 1 + \exp \left[-\gamma \prod_{j=1}^m (q_{it} - c_j) \right] \right\}^{-1} \quad (3)$$

$$\gamma > 0, c_1 \leq c_2, \dots, \leq c_m$$

مراحل تخمین

مراحل تخمین مدل آستانه غیرخطی پنبلی براساس مطالعه گونزالز و همکاران (Gonzalez et al., 2017) و کولیتاز و هارولین (Colletaz & Hurlin, 2006) بدین ترتیب است که ابتدا آزمون خطی در مقابل غیرخطی مدل انجام می‌شود که در صورت رد فرضیه صفر آزمون، الگو غیرخطی است و باید توابع انتقال برای تصریح کامل رفتار غیرخطی موجود میان متغیرها انتخاب شوند. برای آزمون این فرضیه از آماره‌های ضریب لاگرانژ والد (LM_w)، ضریب لاگرانژ فیشر (LM_F) و نسبت راستنمایی (LR) استفاده می‌شود که توسط روابط زیر محاسبه می‌شوند:

$$LM_w = \frac{TN(SSR_0 - SSR_1)}{SSR_0}$$

$$LR = -2[\log(SSR_1) - \log(SSR_0)] \quad (5)$$

$$LM_F = \frac{[(SSR_0 - SSR_1)/Km]}{[SSR_0/(TN - N - mK)]}$$

که در آن، SSR_0 مجموع باقی‌مانده‌ها در مدل پنبلی خطی و SSR_1 مجموع مربعات باقی‌مانده غیرخطی PSTR است. همچنین، T دوره زمانی، N تعداد مقاطع، K تعداد متغیرهای توضیحی لحاظ‌شده در مدل و m تعداد حدهای آستانه‌ای هستند. در شرایطی که نتایج به وجود مدل غیرخطی دلالت داشته باشد، در مرحله بعدی باید تعداد توابع انتقال برای تصریح کامل رفتار غیرخطی انتخاب شوند؛ بنابراین، صفر وجود یک تابع انتقال در مقابل حداقل دو تابع انتقال آزمون می‌شود. فرایند این آزمون نیز مشابه خطی بودن مدل است که اگر فرضیه صفر رد نشود، لحاظ‌کردن یک تابع انتقال برای بررسی رابطه غیرخطی میان متغیرهای تحت بررسی کفایت می‌کند؛ اما اگر فرضیه صفر این آزمون رد شود، حداقل دو تابع انتقال در مدل آستانه غیرخطی وجود دارد؛ از این رو، در ادامه باید فرضیه صفر وجود دو تابع انتقال در

مقابل حداقل سه تابع انتقال آزمون شود. این فرایند تا زمانی ادامه خواهد یافت که فرضیه صفر پذیرفته شود. مطالعات کولیتاز و هارولین قابلیت آزمون وجود رابطه خطی در مقابل غیرخطی (PSTR) بین متغیرها را دارد؛ بنابراین، مدل‌های تجربی پژوهش پیش‌رو برای آزمون فرضیه‌های تحقیق، با الهام از تئوری‌های نظری و مطالعات تجربی فام و همکاران (Pham et al., 2021) و هگدی و همکاران (Hegde et al., 2020) برای آزمون فرضیه رابطه شدت رقابت سهامداران با ارزش شرکت به‌صورت زیر تصریح می‌شوند:

$$\begin{aligned} PVB_{it} &= \mu_i + a_1 Pcm_{it} + a_2 Ks_{it} + a_3 CDR_{it} \\ &+ a_4 SGM_{it} + a_5 Lev_{it} \\ &+ \sum_{j=1}^T [B_1 Pmc_{it} + B_2 Ks_{it} \\ &+ B_3 CDR_{it} + B_4 SGM_{it} \\ &+ B_5 Lev_{it}] G_j(q_{it}^j; \gamma_j, c_j) + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (6)$$

همچنین، برای آزمون فرضیه دوم مبنی بر رابطه شدت رقابت سهامداران و بازدهی شرکت از فرم تبعی زیر استفاده خواهیم کرد:

$$\begin{aligned} Roa_{it} &= \mu_i + a_1 Pcm_{it} + a_2 Ks_{it} + a_3 CDR_{it} \\ &+ a_4 SGM_{it} + a_5 Lev_{it} \\ &+ \sum_{j=1}^T [B_1 Pmc_{it} + B_2 Ks_{it} \\ &+ B_3 CDR_{it} + B_4 SGM_{it} \\ &+ B_5 Lev_{it}] G_j(q_{it}^j; \gamma_j, c_j) + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (7)$$

در روابط فوق، i و t بیان‌کننده شرکت و زمان، PVB_{it} ارزش شرکت و Roa_{it} بازدهی دارایی به‌عنوان متغیرهای وابسته هر دو معادله، Pcm_{it} معیار شدت رقابت سهامداران به‌عنوان متغیر مستقل، SGM_{it} درصد سهام مالکان دولتی به‌عنوان متغیر انتقال، CDR_{it} مانع ورود، Ks_{it} شدت موجودی سرمایه، Lev_{it} اهرم مالی به‌عنوان متغیرهای کنترلی و ε جمله خطا است. شایان ذکر است

سال است (Sukesti et al., 2019).

بازدهی شرکت: به توانایی دارایی شرکت در ایجاد سود اشاره دارد و عامل کلیدی برای سرمایه‌گذاری آینده شرکت محسوب می‌شود و این معیار از نسبت سود قبل از بهره و مالیات به ارزش دفتری جمع دارایی‌ها با فرمول زیر به دست می‌آید:

$$Roa = \frac{Ebit}{TAsset} \quad (9)$$

که در آن، Ebit بیان‌کننده سود قبل از بهره و مالیات و TAsset ارزش دفتری کل دارایی‌ها است (Chu, 2009).

اهرم مالی: اهرم مالی، استفاده از ابزارهای مالی یا بدهی برای افزایش نرخ بازده سرمایه‌گذاری بالقوه است و برای ارزیابی مخاطره مالی بنگاه در ساختار سرمایه به کار می‌رود که از نسبت کل بدهی‌ها به دارایی $Lev = Debt/Asset$ به دست می‌آید (Aroesa et al., 2010).

شدت موجودی سرمایه: این ضریب بیان‌کننده میزان تجهیزات و اموال سرمایه‌ای است که شرکت برای انجام فعالیت‌های اقتصادی از آن استفاده می‌کند و این معیار از رابطه $Ks = PPe/Sale$ محاسبه می‌شود (Huang & Hou, 2020).

براساس روابط (۶) و (۷) فرض می‌شود در ازای سطوح مختلف سهم مالکان دولتی رابطه بین تمرکز سهامداران با ارزش و بازدهی شرکت از الگوی غیرخطی آستانه‌ای تبعیت می‌کند.

تعریف عملیاتی متغیرها

در این پژوهش اطلاعات آماری برای برآورد الگو از پایگاه داده‌ها و اطلاعات بورس اوراق بهادار تهران، استخراج و سپس متغیرهای تحقیق با استفاده از فرمول‌های زیر عملیاتی و کمی شده‌اند که در ادامه توضیحات لازم برای هر متغیر ارائه می‌شود.

ارزش شرکت: دیدگاه سهامداران را نشان می‌دهد و با قیمت سهام مرتبط است و هرچه قیمت سهام بالاتر باشد، ارزش شرکت بالا می‌رود. همچنین، باعث می‌شود بازار این باور را داشته باشد که علاوه بر خوب بودن عملکرد شرکت، چشم‌اندازهای خوبی برای آن وجود دارد. به عبارت دیگر، به معنای حداکثرسازی رفاه سهامداران در حین دستیابی به اهداف شرکت است و با نسبت قیمت سهام به ارزش دفتری شرکت اندازه‌گیری می‌شود.

$$PVB = \frac{Price}{Book Value} \quad (8)$$

در رابطه (۸)، PVB نشان‌دهنده ارزش شرکت، Book Value ارزش دفتری و Price قیمت سهام انتهای

نگاره ۱. آماره توصیفی متغیرهای پژوهش

Table 1. Descriptive statistics of research variables

متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
شدت رقابت سهامداران PCM	۰/۱۹۲	۰/۱۴۴	۷/۸۰۳	-۱/۳۸۷	۰/۳۳۲
سهم مالکان دولتی MG	۰/۳۸۱	۰/۴۵۵	۰/۹۹۴	۰/۱۰۰	۰/۲۱۳
ضریب شدت مانع ورود CDR	۰/۲۴۵	۰/۱۹۶	۰/۹۳۲	۰/۰۰۷	۰/۱۷۹
ضریب شدت سرمایه KS	۰/۲۹۱	۰/۱۷۲	۵/۰۱۹	۰/۰۰۱	۰/۳۶۷
اهرم مالی LEV	۰/۵۴۸	۰/۵۴۶	۱/۸۲۴	۰/۰۳۱	۰/۲۰۹
بازدهی شرکت ROA	۰/۱۴۶	۰/۱۲۳	۰/۶۷۳	-۰/۵۸۱	۰/۱۵۳
ارزش شرکت PVB	۴/۵۴۹	۲/۸۸۵	۲۲۷/۶۸	-۸۶۲/۹۸	۲۶/۸۱۴

منبع: یافته‌های پژوهش

نمونه به‌طور متوسط به‌ازای هر ریال سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها معادل ۱۴/۶ درصد سود کسب کرده‌اند. حداقل مقدار منفی ۰/۵۸۱ متغیر مذکور نیز دلالت بر این دارد که بعضی از شرکت‌ها در نمونه آماری زیان داشته‌اند. همچنین، ارزش شرکت که بیان‌کننده دیدگاه سهامداران در رابطه با قیمت سهام شرکت است، با مقدار متوسط ۴/۵۴۹ باعث شده است بازار این باور را داشته باشد که شرکت‌های نمونه مطالعه از عملکرد نسبتاً مناسبی برخوردارند و علاوه بر آن، با وجود زیان‌دهی برخی شرکت‌ها همچنان می‌توان چشم‌اندازهای آینده خوبی را برای شرکت‌های فعال انتظار داشت.

آزمون‌های پیش‌فرض برای برازش رگرسیون

همان‌طور که بیان شد در این تحقیق بررسی رابطه شدت رقابت سهامداران بر بازدهی و ارزش شرکت مدنظر بوده است؛ بنابراین، با الهام از تئوری‌های نظری و بهره‌گیری از مدل‌های تجربی فام و همکاران (2021) و هگدی و همکاران (2020)، فرضیه‌های تحقیق در چارچوب الگوی رگرسیون آستانه غیرخطی آزمون می‌شوند؛ البته قبل از برآورد مدل، اطمینان از کاذب‌نبودن رگرسیون امری ضروری است. در این راستا پسران (Pesaran, 2012) عکس‌العمل مناسب متغیرها برای جلوگیری از رگرسیون ساختگی را به اندازه نسبی T, N نسبت داد و بیان کرد در مدل‌های پنل ناهمگن با N بزرگ ($N > 30$) و $T < 15$ بررسی درجه هم‌انباشتگی و انجام آزمون مانایی متغیرها لازم نیست و می‌توان بدون بررسی مانایی نسبت به برآورد مدل اقدام کرد. با توجه به اینکه در مطالعه حاضر، تعداد مقاطع $N = 127$ و بازه زمانی ۱۰ ساله از $T = 15$ کمتر است، می‌توان تنها با انجام آزمون‌های تشخیصی، برآورد مدل نهایی را بررسی کرد.

براساس نتایج نگاره (۲) و بررسی هم‌خطی بین متغیر با استفاده از عامل تورم واریانس (VIF) ملاحظه می‌شود

شدت رقابت سهامداران به‌عنوان یکی از عناصر ساختاری بازار بوده که بر رفتار و عملکرد شرکت‌های نمونه در بازار اثرگذار است. براساس نگاره (۱)، میانگین این متغیر در شرکت‌های نمونه معادل ۰/۱۹۲ و بالاتر از میانه ۰/۱۴۴ است؛ بنابراین، می‌توان بیان کرد وجود رفتارهای غیررقابتی بین سهامداران و امکان افزایش یا کاهش عناصر عملکردی ارزش و بازدهی شرکت، با توجه به نوع عکس‌العمل سهامداران و مدیران در قبال یکدیگر دور از انتظار نیست. علاوه بر این، کمینه شدت رقابت سهامداران با مقدار $-1/387$ می‌تواند تأییدی بر وجود ساختار رقابتی بازار بین سهامداران باشد. اختلاف درخور توجه بین بیشینه و کمینه سهم مالکان دولتی نیز بیان می‌کند بخش عمده سهام شرکت‌ها در دست مالکان دولتی یا شبه‌دولتی متمرکز است.

همچنین، شرکت‌های نمونه به‌ترتیب متوسط شدت مانع ورود و شدت سرمایه ۲۴/۵ و ۲۹/۱ درصدی داشته‌اند و تحقق تفاوت چشمگیر مقادیر بیشینه و کمینه این دو متغیر می‌تواند توجیه‌کننده مانعی مرتفع در مقابل ورود رقبا به بازار، تسلط تعداد اندکی بازیگران فعال بر بازار و تمرکز سهامداران عمده باشد؛ در نتیجه، تمایل سهامداران عمده برای تصاحب ثروت سهامداران اقلیت یا کنترل و نظارت آنها بر مدیران به‌منظور تأمین منافع ثروت و سود افزایش می‌یابد. همچنین، در شرکت‌های نمونه با میانگین اهرم مالی معادل ۰/۵۴۸ ملاحظه می‌شود که تقریباً ۵۴/۸ درصد از دارایی‌های شرکت ناشی از بدهی است.

علاوه بر این، با استناد به نتایج نگاره (۱) در خصوص متغیر بازدهی شرکت به‌عنوان یکی از شاخص‌های سودآوری وابسته به دارایی می‌توان اذعان کرد این متغیر با مقدار متوسط معادل ۰/۱۴۶ ایده‌ای درباره مدیریت کارآمد در خصوص استفاده از دارایی به‌منظور تولید سود ارائه می‌دهد. به عبارتی دیگر، شرکت‌های

که مشکل هم‌خطی جدی بین متغیرهای تحقیق وجود ندارد

نگاره ۲. نتایج آزمون هم‌خطی بین متغیرهای معادله بازدهی و ارزش شرکت

Table 2: The results of the collinearity test between the variables of the efficiency equation and the value of the company

نام متغیر	ارزش شرکت	بازدهی شرکت	شدت رقابت سهامداران	سهام بازاری مالکان دولتی	شدت مانع ورود	نسبت سرمایه به فروش	اهرم مالی
Vif	۱/۰۰۲	۲/۴۹۸	۱/۷۴۹	۱/۰۹۱	۱/۷۰۲	۱/۶۹۲	۱/۹۳۶
1/Vif	۰/۹۹۸	۰/۴۰۰	۰/۵۷۲	۰/۹۱۷	۰/۵۸۷	۰/۵۹۱	۰/۵۱۷

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج فرضیه اول پژوهش

مالکان دولتی به‌عنوان متغیر انتقال آزمون شد. سپس فرض وجود رابطه غیرخطی باقی‌مانده به‌منظور تعیین تعداد توابع انتقال بررسی شد که نتایج آن در نگاره (۳) مشاهده می‌شوند.

برای آزمون فرضیه اول و برآورد الگوی ارزش شرکت (معادله ۶)، ابتدا فرضیه صفر خطی بودن در مقابل فرضیه وجود الگوی PSTR با در نظر گرفتن متغیر سهم

نگاره ۳. آزمون رابطه خطی در مقابل PSTR و تعداد توابع انتقال در معادله ارزش شرکت

Table 3. Test of linear relationship against PSTR and the number of transfer functions in the company value equation

	فرض وجود یک حد آستانه‌ای		
	نسبت راست‌نمایی	ضریب لاگرانژ فیشر	ضریب لاگرانژ والد
فرضیه صفر خطی بودن در مقابل فرضیه غیرخطی بودن	۱۴/۰۱	۲/۵۳	۱۳/۹۳
	(۰/۰۱۶)	(۰/۰۲۸)	(۰/۰۱۶)
فرض وجود یک تابع انتقال در مقابل دو تابع انتقال	۶/۷۷	۱/۲۱	۶/۷۵
	(۰/۲۳۸)	(۰/۳۰۴)	(۰/۲۴۰)

منبع: یافته‌های پژوهش

آستانه‌ای و یک تابع انتقال برای ارزش شرکت به‌عنوان مدل بهینه انتخاب شد؛ از این‌رو، مدل PSTR با یک تابع انتقال و یک حد آستانه که بیان‌کننده مدل دو رژیم است و رفتار غیرخطی متغیرها را نشان می‌دهد، به صورت نگاره (۴) تصریح می‌شود.

علاوه بر این، برای انتخاب حالت بهینه برای تابع انتقال با یک یا دو حد آستانه‌ای، مدل PSTR متناظر با یک و دو تابع انتقال به‌طور مجزا برآورد شد و سپس براساس معیارهای مجموع مجذور باقی‌مانده‌ها (RSS=۶۸۴/۵۸)، آکاییک (AIC= -۰/۵۸۹) و شوارتزیبیزین (SB= -۰/۵۴۰) مدل PSTR با یک حد

نگاره ۴. نتایج برآورد پارامترهای مدل PSTR در معادله ارزش شرکت

Table 4. The results of estimating the parameters of the PSTR model in the company value equation

اهرم مالی	ضریب شدت مانع ورود	ضریب شدت سرمایه	سهم مالکان دولتی	شدت رقابت سهامداران	قسمت خطی مدل
$\alpha_5 = -0.169^*$	$\alpha_4 = 0.001$	$\alpha_3 = 0.32^{**}$	$\alpha_2 = -0.116^{**}$	$\alpha_1 = 0.080^{**}$	قسمت خطی مدل
$\beta_5 = 0.353^{**}$	$\beta_4 = -0.468^{**}$	$\beta_3 = -0.079$	$\beta_2 = 30.54^{**}$	$\beta_1 = -0.027^*$	قسمت غیرخطی مدل
$G_j(q_{it}^j, \gamma, c) = 0$: رژیم حدی اول: $PVB_{it} = \mu_i + 0.08 Pcm_{it} - 0.116SMG_{it} + 0.001CDR_{it} - 0.169 lev_{it} + 0.32KS_{it}$ $G_j(q_{it}^j, \gamma, c) = 1$: رژیم حدی دوم: $PVB_{it} = \mu_i + 0.53 Pcm_{it} + 30.42SMG_{it} - 0.467CDR_{it} + 0.184 lev_{it} + 0.24KS_{it}$					
$c = 0.077$		مکان تغییر وقوع رژیم			
$\gamma = 29.7$		پارامتر تغییر شیب			

علامت *** و * به ترتیب معناداری ضرایب در سطح ۵ درصد و ۱۰ درصد را نشان می‌دهند.

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به دو رژیم ذکرشده، ملاحظه می‌شود تمام متغیرها با گذر از حد آستانه‌ای تغییر علامت داده‌اند که تأییدی بر رابطه غیرخطی بین ارزش شرکت و عوامل مؤثر بر آن است. این در حالی محقق شده است که بعد از سطح آستانه، متغیرهای شدت رقابت سهامداران، سهم مالکان دولتی و ضریب سرمایه همچنان تأثیرپذیری ارزش شرکت را تقویت کرده‌اند. به عبارت دیگر، اگر سهم مالکان دولتی از ۰/۰۷۷ تجاوز کند، متغیرها با سرعت ۲۹/۷ تغییر مسیر می‌دهند و براساس رژیم دوم رفتار می‌کنند. در خصوص شدت مانع ورود می‌توان اذعان کرد تا قبل از سطح آستانه، اثرگذاری مثبتی بر ارزش شرکت داشته که با گذر از حد آستانه‌ای منفی و معنادار شده است. به عبارت دیگر، افزایش شدت مانع ورود نشان‌دهنده رابطه U معکوس با ارزش شرکت بوده است و شواهدی دال بر تئوری همگرایی منافع قبل از سطح آستانه‌ای و سنگربندی مدیریتی بعد از سطح آستانه ای را نشان می‌دهد.

نتایج فرضیه دوم پژوهش

نتایج نگاره (۴) دلالت می‌کنند پارامتر شیب، معادل ۲۹/۷ و حد آستانه به‌عنوان نقطه عطف و متمایزکننده دو رژیم معادل ۰/۰۷۷ برآورد شده است. به عبارت دیگر، وقتی مقدار متغیر انتقال به این حد آستانه‌ای می‌رسد جهت تأثیرگذاری متغیرها تغییر می‌کند و با سرعت ۲۹/۷ اتفاق می‌افتد. گفتنی است دو رژیم اول و دوم حالت‌های حدی رگرسیون آستانه‌ای غیرخطی هستند که با توجه به مشاهدات متغیر انتقال مقدار ضرایب رگرسیونی بین این دو مقدار حدی نوسان می‌کند؛ البته به‌دلیل اینکه ضرایب متغیرها با توجه به متغیر انتقال در طول زمان یکسان نیستند، نمی‌توان مقدار عددی ضرایب را تفسیر کرد و صرفاً باید علامت متغیرها را تجزیه و تحلیل کرد که برای تبیین بهتر، نتایج دو رژیم حدی مدل آستانه‌ای ارزش شرکت در انتهای جدول ارائه شده‌اند. همچنین، نتایج دلالت بر تأثیر مثبت متغیرهای شدت رقابت سهامداران، ضریب شدت سرمایه و شدت مانع ورود بر ارزش شرکت در بخش خطی الگو دارند؛ اما سهم مالکان دولتی و اهرم مالی تأثیر منفی و معناداری خواهند داشت.

آزمون شد. آنگاه فرض وجود رابطه غیرخطی باقی مانده برای تعیین تعداد توابع انتقال بررسی شد که نتایج آن در نگاره (۵) ارائه شده‌اند.

همان‌گونه که قبلاً نیز بیان شد به‌منظور آزمون فرضیه دوم و برآورد مدل بازدهی شرکت (معادله ۷)، ابتدا فرضیه صفر خطی بودن در مقابل فرضیه وجود الگوی PSTR با در نظر گرفتن سهم مالکان دولتی به‌عنوان متغیر انتقال

نگاره ۵. آزمون رابطه خطی در مقابل PSTR و تعداد توابع انتقال برای معادله بازدهی شرکت

Table 5. Test of linear relationship against PSTR and the number of transfer functions for the company's asset return equation

	فرض وجود یک حد آستانه‌ای		
	ضریب لاگرانژ والد	ضریب لاگرانژ فیشر	نسبت راستنمایی
فرضیه صفر خطی بودن در مقابل	۲۳/۲۲	۴/۲۴	۲۳/۴۴
فرضیه غیرخطی بودن	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۱)	(۰/۰۰۰)
فرض وجود یک تابع انتقال در	۱۴/۰۴	۲/۵۲	۱۴/۱۲
مقابل دو تابع انتقال	(۰/۲۴۰)	(۰/۳۰۴)	(۰/۲۳۸)

منبع: یافته‌های پژوهش

به‌عنوان مدل بهینه انتخاب شد؛ از این‌رو، پس از انتخاب مدل PSTR با یک تابع انتقال و یک حد آستانه‌ای که بیان‌کننده مدل دو رژیم است، در ادامه رفتار متغیرها برای معادله بازدهی شرکت به‌صورت نگاره (۶) خواهد بود.

در ادامه، به‌منظور انتخاب حالت بهینه میان تابع انتقال با یک یا دو حد آستانه‌ای براساس معیارهای مجموع مجذور باقی‌مانده‌ها ($RSS=116/38$)، آکاییک ($-2/36$) $AIC=$ و شوارتزبیزین ($SB=-2/31$)، مدل PSTR با یک حد آستانه‌ای و یک تابع انتقال برای بازدهی شرکت

نگاره ۶. نتایج برآورد پارامترهای مدل PSTR در معادله بازدهی شرکت

Table 6. The results of estimating the parameters of the PSTR model in the company's efficiency equation

اهرم مالی	ضریب شدت مانع ورود	ضریب شدت سرمایه	سهم مالکان دولتی	شدت رقابت سهامداران	
$\alpha_5 = -0/053$	$\alpha_4 = -0/028$	$\alpha_3 = 0/123^{**}$	$\alpha_2 = 0/012$	$\alpha_1 = 1/01^{**}$	قسمت خطی مدل
$\beta_5 = 0/338^{**}$	$\beta_4 = -0/045^{**}$	$\beta_3 = -0/105^*$	$\beta_2 = -0/606^{**}$	$\beta_1 = -0/20$	قسمت غیرخطی مدل
$G_j(q_{it}^j, \gamma, c) = 0$: رژیم حدی اول:					
$Ro_{ait} = \mu_i + 1.01 Pcm_{it} + 0.012 SMG_{it} - 0.028 CDR_{it} - 0.053 lev_{it} + 0.123 KS_{it}$					
$G_j(q_{it}^j, \gamma, c) = 1$: رژیم حدی دوم:					
$Ro_{ait} = \mu_i + 0.81 Pcm_{it} - 0.594 SMG_{it} - 0.073 CDR_{it} + 0.285 lev_{it} + 0.018 KS_{it}$					
$c = 0.551$ مکان تغییر وقوع رژیم					
$\gamma = 3.20$ پارامتر تغییر شیب					

علامت *** و * به ترتیب معناداری ضرایب در سطح ۵ درصد و ۱۰ درصد را نشان می‌دهند.

منبع: یافته‌های پژوهش

دارند که این امر امکان سلب مالکیت توسط مدیران، تصاحب سهام مالکان و تلاش برای تأمین منافع شخصی در مقابل مالکان را فراهم می‌کند؛ این امر افزایش اهرم مالی و تأثیر منفی بر بازدهی شرکت را در پی خواهد داشت. علاوه بر این، با افزایش شدت مانع ورود امکان تسلط مدیران بر سهامداران اقلیت بیشتر می‌شود و از طریق سنگربندی مدیریتی کاهش بازدهی شرکت را به دنبال دارد. توسعه موجودی سرمایه در رژیم حدی اول، منفی و در رژیم دوم مثبت و معنادار بوده که به‌منزله وجود رابطه U شکل بین موجودی سرمایه و بازدهی شرکت است؛ دلیل آن را می‌توان به این نکته نسبت داد که با افزایش موجودی سرمایه، تمرکز سهامداران عمده بیشتر می‌شود و آنها تمایل بالاتری برای تصاحب ثروت سهامداران اقلیت به‌منظور افزایش ثروت و سود خود دارند؛ بنابراین، بازدهی و عملکرد شرکت‌های سلب مالکیت شده تقلیل می‌یابد؛ اما در نهایت با گسترش نظارت، کنترل و همسویی منافع سهامداران و مدیران، میزان بازدهی افزایش خواهد یافت.

بحث و نتیجه‌گیری

مقاله حاضر تلاش دارد رابطه شدت رقابت سهامداران با بازدهی و ارزش ۱۲۷ شرکت بورسی ایران در سال‌های ۱۴۰۰-۱۳۹۱ را بررسی کند. با توجه به اینکه در خصوص رابطه مذکور بین اقتصاددانان اتفاق نظر وجود ندارد و با یکدیگر متفق‌القول نیستند، لازم است این ارتباط به‌طور تجربی بررسی شود. نتایج پژوهش در هر دو الگو، وجود مدل آستانه‌ای غیرخطی با دو رژیم حدی را تأیید می‌کنند. همچنین، با شدت رقابت سهامداران تا قبل از سطح آستانه‌ای سهم مالکان دولتی، ارزش و بازدهی شرکت در رژیم حدی اول افزایش می‌یابد؛ زیرا در این مرحله با افزایش سهم مالکان دولتی و تمرکز بالای سهامداران در بازار، امکان تسلط آنها بر

با توجه به اینکه انتظار می‌رود شدت رقابت سهامداران بر بازدهی شرکت تأثیرگذار باشد، در معادله بازدهی شرکت متغیر سهم مالکان دولتی به‌عنوان عامل ایجادکننده رابطه غیرخطی (متغیر انتقال) مدنظر قرار گرفته است. براساس نتایج جدول (۵) ملاحظه می‌شود یک تابع انتقال با دو رژیم حدی انتخاب شده است. مقدار حد انتقال، ۰/۵۵۱ و سرعت انتقال، بیان‌کننده جهش از رژیم حدی اول به دوم، برابر ۳/۲۰ است؛ از این رو، در صورتی که مقدار سهم مالکان دولتی از ۰/۵۵۱ کوچک‌تر باشد، در رژیم حدی اول قرار می‌گیرد و $G_j(q_{it}^j, \gamma, c)$ برابر صفر می‌شود و در حالتی که سهم مالکان دولتی از ۰/۵۵۱ بیشتر باشد، در رژیم حدی دوم قرار می‌گیرد و مقدار $G_j(q_{it}^j, \gamma, c)$ برابر یک است. علامت شدت رقابت سهامداران در رژیم حدی اول، مثبت و معنی‌دار و در رژیم حدی دوم تأثیر منفی بر بازدهی شرکت داشته است؛ یعنی تا قبل از حد آستانه‌ای ۰/۵۵۱ با افزایش شدت رقابت سهامداران بازدهی شرکت های بورسی افزایش می‌یابد و با گذر از سطح آستانه اثر آن هرچند منفی شده است، از نظر آماری معنادار نیست. به عبارت دیگر، اگر سهم مالکان دولتی از ۰/۵۵۱ تجاوز کند، متغیرها با سرعت ۳/۲۰ تغییر مسیر می‌دهند و براساس رژیم دوم رفتار می‌کنند؛ اما در صورت کم‌تر بودن از حد آستانه‌ای در رژیم اول قرار خواهند گرفت. درواقع، با گذر از حد آستانه، اثر شدت رقابت سهامداران در جهت تقویت بازدهی شرکت است که این نتایج شواهدی مبتنی بر تسلط تئوری نظارت بر سلب مالکیت شرکت‌های بورسی در ایران ارائه می‌دهند. در خصوص سهم مالکان دولتی می‌توان اذعان کرد براساس تئوری نمایندگی و تفکیک مالکیت از کنترل، در شرکت‌هایی که سهم مالکان دولتی نسبتاً بالاست، مالکان با توجه به ساختار، نوع مالکیت، قرارگرفتن در حاشیه امن و شرایط زندگی آرام، نظارت و کنترل کمتری بر فعالیت مدیران

کاهش تضاد منافع فعالان بازار و افزایش ارزش و بازدهی شرکت اقدام کنند.

در تدوین قوانین و مقررات نظارتی بر فعالیت مدیران و سهامداران به سیاست‌گذاران و قانون‌گذاران بازار بورس توصیه می‌شود به‌منظور توسعه همگرایی منافع، توجه خود را بیشتر به سمت شرکت‌هایی معطوف کنند که در بازارهای با ساختار کمتر رقابتی فعالیت می‌کنند تا از این طریق با کاهش هزینه نمایندگی از حقوق سهامداران و سرمایه‌گذاران عمده حمایت نمایند.

با توجه به اینکه ضریب شدت سرمایه منجر به افزایش بازدهی و ارزش شرکت شده است، به مؤسسات حسابرسی و تصمیم‌گیران مالی توصیه می‌شود که نسبت به انتشار به‌موقع اطلاعات شرکت از منظر شدت سرمایه اقدام کنند و با پیش‌بینی افق سرمایه‌گذاری، امکان رقابت پذیری سهامداران و سرمایه‌گذاران در بازارهای داخلی و خارج را فراهم کنند. علاوه بر این، با حذف موانع ورود مصنوعی زمینه‌ساز ورود سرمایه‌های خارجی و مشارکت سهامداران و مالکان در بازارهای مالی بین‌المللی باشند.

همچنین، به‌منظور افزایش ارزش و بازدهی شرکت های فعال بورسی، گسترش تخصص مدیران مالی و اجرایی شرکت‌ها، مشارکت در فعالیت‌های سودآور و کاهش هزینه‌های اضافی حاصل از استخدام نیروی کار مازاد پیشنهاد می‌شود. به برنامه‌ریزان بازار بورس، پایش مداوم ساختار مالکیت سهامداران عمده و جزء و بررسی اندازه شرکت برای ممانعت از تسلط مدیران و سهامداران دولتی و شبه‌دولتی بر بازار توصیه می‌شود.

علاوه بر آن، به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی تأثیر دیگر عناصر ساختاری و رفتاری بازار از قبیل نقش ائتلاف و تباری بین سهامداران، شدت تبلیغات، مخارج تحقیق و توسعه، ابداع و نوآوری را بر ارزش و بازدهی شرکت بررسی کنند. این مطالعه نیز مانند هر پژوهش علمی دیگری عاری از محدودیت

بازار، بهره‌مندی از ارز با نرخ‌های تعرفه‌ای، خوراک ارزان قیمت و حمایت‌های دولتی را فراهم می‌کند؛ از این رو، اینگونه سهامداران قدرت کنترل و نظارت بیشتری به دست می‌آورند که معمولاً از آن برای مشارکت در فعالیت‌های سودآور با بازدهی و ارزش بالا استفاده می‌کنند. نکته تأمل‌برانگیز این است که بعد از سطح آستانه و در رژیم حدی دوم، هرچند وجود رابطه غیرخطی تأیید شده است، همچنان اثرگذاری شدت رقابت سهامداران بر ارزش و بازدهی شرکت مثبت و معنادار بوده است که شواهد مذکور بر تسلط و غلبه فرضیه نظارت و همگرایی منافع بر فرضیه سلب مالکیت سهامداران دلالت دارد. در رابطه با متغیرهای کنترلی می‌توان اذعان کرد در معادله بازدهی دو متغیر اهرم مالی و موجودی سرمایه در رژیم اول اثر کاهشی را نشان می‌دهند؛ اما با گذر از سطح آستانه اثر فزاینده‌ای را نشان می‌دهند که تأییدکننده رابطه U شکل بین دو متغیر مذکور است؛ البته در معادله بازدهی همین رفتار درباره اهرم مالی مشاهده می‌شود؛ درحالی‌که موجودی سرمایه در معادله ارزش شرکت نقش غالب فرضیه نظارت و کنترل بر سنگربندی مدیریتی را تأیید می‌کند. افزایش شدت مانع ورود نیز حاکی از آن است که امکان تسلط مدیران بر سهامداران اقلیت بیشتر شده است و امکان سلب مالکیت مدیران از سهامداران از طریق سنگربندی مدیریتی فراهم می‌شود که این امر کاهش بازدهی و ارزش شرکت را در پی خواهد داشت.

با توجه به نتایج پژوهش، پیشنهادهای زیر ارائه می‌شوند؛ با توجه به اینکه افزایش شدت رقابت سهامداران و تمرکز بازار در دست تعداد محدود بازیگران فعال باعث افزایش بازدهی و ارزش شرکت شده است، غالب بودن فرضیه همگرایی منافع تأیید می‌شود؛ از این رو، به برنامه‌ریزان و صاحب‌نظران مالی توصیه می‌شود با تعیین سطح مناسب تمرکز و شدت رقابت سهامداران نسبت به

عملکرد مالی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت. *مطالعات حسابداری و حسابرسی*، ۱۱(۴۳)، صص ۲۱-۳۶.

مقصودی، محمد. (۱۴۰۲). تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت. چشم *انداز حسابداری و مدیریت*، ۶(۷۸)، صص ۷۰-۸۰. کریمی، عباسعلی و محمدمهدی پرهیزکار. (۱۳۸۶). سازوکارهای مؤثر در طراحی و پیاده‌سازی نظام‌های نوین ارزیابی عملکرد سازمانی در بانک‌های تجاری کشور (مطالعه موردی، بانک ملت). *پژوهشنامه مدیریت اجرایی*، ۷(۲۷)، صص ۱۳-۴۲.

نورانی‌آزاد، سمانه، سیده وجیهه میکائیلی. (۱۴۰۱). ارزیابی سطح آستانه ساختار مالکیت و رابطه آن با اجتناب مالیاتی شرکت‌های فعال بورس: رویکرد غیرخطی آستانه‌ای انتقال ملایم. *فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی*، ۱۰(۳۸)، صص ۶۷-۱۰۲. یلمه، فاطمه. (۱۴۰۰). رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکت و ارزشیابی شرکت. *نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری*، ۵(۱۷)، صص ۴۹-۶۴.

References

- Agustina, L., & Sudibyo, Y. A. (2022). Does financial performance moderate the effect of CEO characteristics and stakeholder influence on corporate social responsibility in Indonesia? *Technium Business and Management*, 2(1), 13-29.
- Arosa, B., Iturralde, T., & Maseda, A. (2010). Ownership structure and firm performance in non-listed firms: Evidence from Spain. *Journal of Family Business Strategy*, 1(2), 88-96.
- Blažková, I., & Dvouletý, O. (2018). Investigating the differences in entrepreneurial success through the firm-specific factors: Microeconomic evidence from the Czech food industry. *Journal of Entrepreneurship in Emerging Economies*, 11(2), 154-176.
- Cai, H., & Liu, Q. (2009). Competition and corporate tax avoidance: Evidence from

نخواهد بود. با توجه به اینکه تورم شدیدی طی چندین دهه در ایران اتفاق افتاده است، این پژوهش برای کنترل اثر تورم از قلمرو زمانی کوتاه‌مدتی استفاده کرده است که در مطالعات آتی با به‌کارگیری بازه زمانی بلندمدت‌تری می‌توان اثر تورم و سایر شاخص‌های کلان را با دقت بیشتر بررسی و کنترل کرد؛ علاوه بر این، عدم کنترل عوامل سیاسی و اقتصادی، در دسترس نبودن اطلاعات صورت‌های مالی برخی شرکت‌ها، عدم ارائه گزارش دقیق مالی برای برخی از متغیرها و نبود اطلاعات در بعضی از سال‌های فعالیت می‌تواند از محدودیت‌های دیگر پژوهش حاضر باشد.

منابع

- پیرایش، رضا و مسعود محمدپور زنجانی. (۱۳۹۷). بررسی رابطه عملکرد مالی و ارزش شرکت در بین شرکت‌های معدنی استان زنجان (پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران). *نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری*، ۲(۷)، صص ۱۰۳-۱۱۶.
- رحمانیان کوشکی، عبدالرسول و آرش بادیاب. (۱۴۰۲). تأثیر حاکمیت شرکتی، سودآوری و اندازه شرکت بر ارزش شرکت با نقش میانجی سرمایه فکری. *مطالعات اخلاق و رفتار در حسابداری و حسابرسی*، ۳(۱)، صص ۸۹-۱۱۴.
- صالحی، مهدی، بخشیان، عسل و فتانه داوطلب طوسی. (۱۳۹۶). تأثیر تمرکز مالکیت و درجه کنترل بر ارزش شرکت در صنعت بیمه. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۹(۳۳)، صص ۲۹-۵۰.
- صراف، فاطمه، بشارت‌پور، فاطمه، علی‌اکبری، محمدامین، رؤیا پرتوی. (۱۴۰۱). تأثیر بازده سهام و

- Huang, P., Lu, Y., & Wee, M. (2020). Corporate governance analysts and firm value: Australian evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 63, 101430.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate governance* (pp. 77-132): Gower.
- Jiang, Y., Zheng, H., & Wang, R. (2021). The effect of institutional ownership on listed companies' tax avoidance strategies. *Applied Economics*, 53(8), 880-896.
- Haldar, A., Shah, R., Nageswara Rao, S. V. D., Stokes, P., Demirbas, D., & Dardour, A. (2018). Corporate performance: does board independence matter? Indian evidence. *International Journal of Organizational Analysis*, 26(1), 185-200.
- Iwasaki, I., & Mizobata, S. (2020). Ownership concentration and firm performance in European emerging economies: A meta-analysis. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(1), 32-67.
- Karimi, A. A., Parhishkar, M. M. (2007). Effective mechanisms in the design and implementation of new organizational performance evaluation systems in the country's commercial banks (case study, Bank Mellat). *Research Journal of Executive Management*, 7(27), 13-42. [In Persian]
- Kokoreva, M., Stepanova, A., & Povkh, K. (2017). Could High-Tech Companies Learn from Others While Choosing Capital Structure? *Higher School of Economics Research Paper No. WP BRP*, 62.
- Lepore, L., Paolone, F., Pisano, S., & Alvino, F. (2017). A cross-country comparison of the relationship between ownership concentration and firm performance: does judicial system efficiency matter? *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(2), 321-340.
- Lozano, M. B., Martínez, B., & Pindado, J. (2016). Corporate governance, ownership and firm value: Drivers of ownership as a good corporate governance mechanism. *International Business Review*, 25(6), 1333-1343.
- Mbate, M. M. (2023). Effects of CEO Duality, Board Independence, Ownership Concentration, Company Age on Profit Persistence and Firm Value: An Empirical Study of Manufacturing Companies in West Java, Indonesia. *The ES Accounting and Finance*, 1(02), 54-60.
- Chinese industrial firms. *The Economic Journal*, 119(537), 764-795.
- Chechet, I. L., & Olayiwola, A. B. (2014). Capital structure and profitability of Nigerian quoted firms: The agency cost theory perspective. *American International Journal of Social Science*, 3(1), 139-158.
- Chu, W. (2009). The influence of family ownership on SME performance: evidence from public firms in Taiwan. *Small Business Economics*, 33, 353-373.
- Cronqvist, H., & Nilsson, M. (2003). Agency costs of controlling minority shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(4), 695-719.
- Colletaz, G., & Hurlin, C. (2006). Threshold effects of the public capital productivity: an international panel smooth transition approach.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2000). Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: A study of the Times Mirror Company. *Journal of financial Economics*, 56(2), 153-207.
- Di Gloria, R. M. N. (2017). On the shareholders' composition of the company and the governance mechanisms of the firm, can this contribute to the firm performance (including the capacity to attract capital and bank allowances).
- Duong, K. D., Huynh, T. N., Van Nguyen, D., & Le, H. T. P. (2022). How innovation and ownership concentration affect the financial sustainability of energy enterprises: evidence from a transition economy. *Heliyon*, 8(9).
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fok, D., Van Dijk, D., & Franses, P. H. (2005). A multi-level panel STAR model for US manufacturing sectors. *Journal of Applied Econometrics*, 20(6), 811-827.
- Gomez-Mejia, L. R., Nunez-Nickel, M., & Gutierrez, I. (2001). The role of family ties in agency contracts. *Academy of management Journal*, 44(1), 81-95.
- Gonzalez, A., Teräsvirta, T., Van Dijk, D., & Yang, Y. (2017). *Panel smooth transition regression models*.
- Hegde, S., Seth, R., & Vishwanatha, S. (2020). Ownership concentration and stock returns: Evidence from family firms in India. *Pacific-Basin Finance Journal*, 61, 101330.

- companies. *Data Science for Financial Econometrics*, 597-612.
- Piraish, R., & Mohammadpour, Z. M. (2017). Investigating the relationship between financial performance and company value among mining companies in Zanjan province (accepted in Tehran Stock Exchange). *Scientific journal of modern research approaches in management and accounting*, 2(7), 103-116. [In Persian]
- Pindado, J., Requejo, I., & De la Torre, C. (2014). Family control, expropriation, and investor protection: A panel data analysis of Western European corporations. *Journal of Empirical Finance*, 27, 58-74.
- Rahmanian, Koushkak, A., & Badyab, A. (2023). The Effect of Corporate Governance, Profitability, and Firm Size on Firm Value with the Intervention of Intellectual Capital. *Studies of ethics and behavior in accounting and auditing*, 3(1), 89-114. [In Persian]
- Samo, A. H., & Murad, H. (2019). Impact of liquidity and financial leverage on firm's profitability—an empirical analysis of the textile industry of Pakistan. *Research Journal of Textile and Apparel*, 23(4), 291-305.
- Salehi, Mehdi; Bakshian, honey; Volunteer Tusi, Fatane. (2016). The effect of ownership concentration and degree of control on company value in the insurance industry. *Financial Accounting and Audit Research*, 9(33), 29-50. [In Persian]
- Sarraf, F., Besharatpour, F., Aliakbari, M., & Partovi, R. (2022). The effect of stock returns and financial performance on the relationship between corporate governance and Company value. *Accounting and Auditing Studies*, 11(43), 21-36. <https://doi.org/10.22034/iaas.2022.161710>. [In Persian].
- Shan, Y. G. (2019). Managerial ownership, board independence and firm performance. *Accounting Research Journal*, 32(2), 203-220. *Value and Company Performance as Mediation Variables (Study Manufacturing Companies period 2015-2017)*. Paper presented at the ICEMAB 2018: Proceedings of the 1st International Conference on Economics, Management, Accounting and Business, ICEMAB 2018, 8-9 October 2018, Medan, North Sumatra, Indonesia.
- Syverson, C. (2019). Macroeconomics and market power: Context, implications, and open questions. *Journal of Economic Perspectives*, 33(3), 23-43.
- Maghsodi, M. (2023). The effect of corporate governance on the relationship between excess cash and company value. *Journal of Accounting and Management Vision*, 6(78), 70-80. [In Persian]
- Miller, D., & Le Breton-Miller, I. (2006). Family governance and firm performance: Agency, stewardship, and capabilities. *Family business review*, 19(1), 73-87.
- Moyo, B. (2018). An analysis of competition, efficiency and soundness in the South African banking sector. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 21(1), 1-14.
- Nashier, T., & Gupta, A. (2023). Ownership concentration and firm performance in India. *Global Business Review*, 24(2), 353-370.
- Ngatno, Apriatni, E. P., & Youlianto, A. (2021). Moderating effects of corporate governance mechanism on the relation between capital structure and firm performance. *Cogent Business & Management*, 8(1), 1866822.
- Noraniazad, S., & mikaeeli, S. V. (2022). Assessing the Threshold Level of Ownership Structure and its Relationship with Tax Avoidance in Security Market: A Nonlinear Smooth Transition Regression Approach [Research]. *quarterly journal of fiscal and Economic policies*, 10(38), 67-102. [In Persian]
- Oluwagbemiga, O. E., Michael, O., & Zaccheaus, S. A. (2014). The effect of ownership concentration on firm value of listed companies. *Journal of Humanities and Social Science*, 19(1), 90-96.
- Pesaran, M. H. (2012). On the interpretation of panel unit root tests. *Economics Letters*, 116(3), 545-546.
- Pham, A. D., Hoang, A. T., & Le, M. T. (2021). The effect of governance characteristics on corporate performance: An empirical bayesian analysis for Vietnamese publicly listed
- Sharma, V. (2011). Stock returns and product market competition: Beyond industry concentration. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 37, 283-299.
- Soltan Abadi, H. H. (2015). The Relationship between Product Market Competition and Stock Returns in Tehran Stock Exchange Companies. *European Online Journal of Natural and Social Sciences: Proceedings*, 4(1 (s)), pp. 154-164.
- Sukesti, F., Wibowo, E., & Prakasiwi, A. E. (2019). *The Factors that Influence on Firm*

- Wardhana, R. A., & Kusumawardhany, S. S. (2022). Effect of financial performance, auditor reputation, and firm size on firm value with managerial ownership as moderating: (Empirical Study on Raw Goods Sector Companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2017-2020). *Journal of management accounting, general finance and international economics issues*, 1(4), 91-108.
- Yalma, Fatima. (1400). The relationship between company management mechanisms and company evaluation. *Scientific Journal of New Management and Accounting Research Approaches*, 5(17), 49-64. [In Persian].
- Tuyet, N. L. H., & Ninh, L. K. (2023). Competition and firm performance: evidence from Vietnam. *RAUSP Management Journal*, 58, 111-124.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of financial Economics*, 80(2), 385-417.
- Vintilă, G., & Gherghina, Ş. C. (2014). The impact of ownership concentration on firm value. Empirical study of the Bucharest Stock Exchange listed companies. *Procedia Economics and Finance*, 15, 271-279.
- Wang, D. (2006). Founding family ownership and earnings quality. *Journal of accounting research*, 44(3), 619-656.