مجله علمی پژوهش درمدیریت ومطالعات اجتماعی، شماره ۹، پاییز ۱۳۹۶، ص ۱۳۰-۱۱۷
http://www.jmss.ir

مجله علمی پژوهش درمدیریت ومطالعات اجتماعی (سال سوم)
شماره ۹ / پاییز ۱۳۹۶ / ص ۱۳۰-۱۱۷

بررسی نظارت یا رفتار تونل زنی توسط سهام داران عمده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهدی صفا خلج[۱]، علی احتشام[۲]

[۱] دانش آموخته کارشناسی ارشد رشته حسابداری، واحد ساوه ،دانشگاه آزاد اسلامی ، ساوه، ایران
[۲] استادیار گروه حسابداری، واحد ساوه ،دانشگاه آزاد اسلامی ، ساوه، ایران

نام نویسنده مسئول:
نام و نام خانوادگی
مهدی صفاخلج

چکیده

ساختار مالکیت، مشخص کردن بافت و ترکیب سهامداران یک شرکت و بعضاً مالک عمده نهایی سهام آن شرکت است. بسیاری از نظریه پردازان اقتصادی عقیده دارند که هر یک از انواع مالکیت نیز می تواند بر عملکرد شرکتها تاثیرگذار باشد. لذا، روشهای کنترل عملکرد مدیران و عوامل مؤثر بر عملکرد آنها و همچنین شیوه اندازه گیری تاثیر هر یک از انواع مالکیت بر عملکرد شرکتها، از جمله مسائلی است که طرف توجه و علاقه سهامداران، مدیران ومحققان بسیار است.تفکیک بین مالکیت و کنترل به عنوان پایه و اساس رابطه ی نمایندگی موجب می شود تا مدیران به دنبال حداکثر کردن ثروت خود حتی به هزینه ارزش شرکت باشند. سلب مالکیت سهام داران اقلیت توسط سهام داران کنترلی از مشکلات اصلی نمایندگی در اقتصاد با ساختار مالکیت متمرکز است. اعطای حق رای به سهام داران اقلیت طبق مقررات می تواند مانع سلب مالکیت و حل تضاد منافع بین سهام داران کنترلی و اقلیت شود. افراد درون سازمانی سود شرکت را در جهت منافع خویش استفاده می کنند و نگران بازگشت پول به سرمایه گذاران بیرونی نمی باشند. مالکیت کنترلی می تواند بر عملکرد شرکت و به طور خاص عملکرد مالی شرکت تاثیر بگذارد. با این حال در عمده مطالعات داخلی صورت گرفته این موضوع نادیده گرفته شده و یک فضای خالی در ادبیات حسابداری و مالی برای تحقیق وجود دارد که این خود، انگیزه ای جهت انجام این پژوهش است. لذا، هدف از انجام این پژوهش، بررسی نظارت یا رفتار تونل زنی توسط سهام داران بزرگ در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ استفاده شده است. نمونه نهایی متشکل از ۱۱۶ شرکت بوده که پس از اعمال محدودیت‌های مورد نظر در این تحقیق انتخاب شدند. پس از اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق، از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی چند متغیره برای آزمون فرضیه‌های تحقیق استفاده گردید. آزمون‌ها با استفاده از نرم‌افزار اقتصادسنجی *Eviews۸* و تکنیک آماری داده-های تلفیقی و پانلی با روش اثرات ثابت صورت پذیرفته است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده ها نشان می دهد بین بین رفتار تونل زنی سهام داران بزرگ و عملکرد مالی شرکت شامل شاخص های بازده حقوق صاحبان سهام و کیوتوبین رابطه منفی معناداری وجود دارد. اما این ارتباط یوشکل بین این دو متغیر مورد تایید قرار نگرفت.

واژگان کلیدی: *رفتار تونل زنی، عملکرد مالی، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران*

مقدمه

مالکیت و کنترل شرکت های سهامی بین دو گروه سهام داران و مدیران تقسیم می شود. سهام داران، مالک واحد تجاری هستند و مدیران، واحد تجاری را کنترل می کنند. این وضعیت از آنجا ناشی می شود که ممکن است مالکان واحد تجاری، هزاران و یا حتی صدها هزار سهام دار بوده و قادر به اتخاذ تصمیمات روزانه مورد نیاز برای اداره یک واحد تجاری نباشند. بسیاری از سهام داران تمایلی به مشارکت در فعالیت های مربوط به کسب و کار واحد تجاری ندارند. به این سهام داران به دیده سرمایه گذار (نه مالک) نگریسته می شود. مالکان به عملکرد واحد تجاری و سرمایه گذاران به ریسک و بازده پرتفوی سهامشان توجه دارند. بنابراین، سهام داران جزء، به صورت سرمایه گذارانی منفعل در شرکت ها هستند و تصمیمات و سیاست های شرکت ها توسط سهام داران بزرگ (مالکان) تعیین می شود (اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۲).

تفکیک بین مالکیت و کنترل به عنوان پایه و اساس رابطه ی نمایندگی موجب می شود تا مدیران به دنبال حداکثر کردن ثروت خود حتی به هزینه ارزش شرکت باشند. سلب مالکیت سهام داران اقلیت توسط سهام داران کنترلی از مشکلات اصلی نمایندگی در اقتصاد با ساختار مالکیت متمرکز است. اعطای حق رای به سهام داران اقلیت طبق مقررات می تواند مانع سلب مالکیت و حل تضاد منافع بین سهام داران کنترلی و اقلیت شود. افراد درون سازمانی سود شرکت را در جهت منافع خویش استفاده می کنند و نگران بازگشت پول به سرمایه گذاران بیرونی نمی باشند. سهام داران کنترلی می توانند ارزش سهام خود را از طریق اعمال کنترل و کاهش سود هر سهم افزایش دهند، تضاد منافع بین سهام داران کنترلی و اقلیت می تواند بر خط مشی پرداخت پاداش موثر باشد که انگیزه سهام داران کنترلی برای پرداخت پاداش ناشی از عملکرد را کاهش می دهد (مجتهدزاده و همکاران، ۱۳۹۲).

یکی از تضادهای نمایندگی در اقتصاد با ساختار مالکیت متمرکز، تضاد منافع سهام داران کنترلی و اقلیت می باشد. سهام داران کنترلی با توانایی کنترل شرکت، تغییرات مهمی و تصمیمات سرمایه گذاری و مدیریت سود، برنظام راهبری شرکت اعمال می کنند و در جهت منافع خود به کار می گیرند. بنابراین در یک محیط مالکیت متمرکز و حفاظت ضعیف از سرمایه گذاران، سهام داران کنترلی می توانند براحتی ثروت را از سهام داران اقلیت مصادره کنند و از منافع خصوصی کنترل بهره ببرند. به هرحال این تعارض شرکت ها بندرت مورد مطالعه قرار گرفته است چون اکثر تعارض ها فرضی در شرکت ها بین مدیران و سهام داران رخ می دهد (حساس یگانه و پاک مرام، ۱۳۹۱).

پژوهشگران متعددی به طور همزمان فرضیه تونل زنی[1] را در مورد تمرکز مالکیت مطرح نمودند. این فرضیه بیان می دارد که علی رغم وجود همگنی سهام داران در شرایطی که مالکیت پراکنده می باشد، در شرایطی که مالکیت متمرکز است ناهمگنی ایجاد می شود و مزایای سهام داران بزرگ به همراه کنترل قوی بر شرکت دقیقا مشابه با سهام داران کوچک نمی باشد. در چنین شرایط و محیطی، سهامداران بزرگ مزایای سهام داران متوسط و کوچک را با استفاده از تبانی افراد داخلی که مزیت کنترلی و اطلاعات محرمانه دارند، مورد بهره کشی قرار می دهند. با در نظر گرفتن مالکیت مرکزی و متنوع سازی ناکافی ریسک های سرمایه گذاری ، ممکن است سهام داران بزرگ ، برای نظارت بر مدیریت داخلی و ریسک سرمایه گذاری متمرکز ، با استفاده از انتقال مزایا، هزینه هایی را ایجاد نمایند (لی، ۲۰۱۰).

با توجه به مطالب فوق چنین استدلال می شود که مالکیت کنترلی می تواند بر عملکرد شرکت و به طور خاص عملکرد مالی شرکت تاثیر بگذارد. با این حال در عمده مطالعات داخلی صورت گرفته این موضوع نادیده گرفته شده و یک فضای خالی در ادبیات حسابداری و مالی برای تحقیق وجود دارد که این خود، انگیزه ای جهت انجام این پژوهش است. لذا پژوهش حاضر در پی یافتن شواهد تجربی جهت پاسخ به این سوال اصلی تحقیق است که آیا بین رفتار تونل زنی سهام داران بزرگ و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟ و در صورت مثبت بودن پاسخ، نوع رابطه چگونه خواهد بود؟

سوال پژوهش

آیا بین رفتار تونل زنی سهام داران بزرگ با عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟

---

[1] *Tunneling*

فرضیه پژوهش

با توجه به پرسش‌های پژوهش و نیز بررسی پیشینه پژوهش، فرضیه های پژوهش به شرح زیر تدوین گردیده است:

بین رفتار تونل زنی سهام داران بزرگ با عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوارق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

چارچوب نظری و مدل مفهومی

نظریه تونل زنی

پژوهشگران متعددی به طور همزمان فرضیه تونل زنی را در مورد تمرکز مالکیت مطرح نمودند. این فرضیه بیان می دارد که علی رغم وجود همگنی سهام داران در شرایطی که مالکیت پراکنده می باشد، در شرایطی که مالکیت متمرکز است ناهمگنی ایجاد می شود و مزایای سهام داران بزرگ به همراه کنترل قوی بر شرکت دقیقا مشابه با سهام داران کوچک نمی باشد. در چنین شرایط و محیطی ، سهامداران بزرگ مزایای سهام داران متوسط و کوچک را با استفاده از تبانی افراد داخلی که مزیت کنترلی و اطلاعات محرمانه دارند، مورد بهره کشی قرار می دهند. با در نظر گرفتن مالکیت مرکزی و متنوع سازی ناکافی ریسک های سرمایه گذاری، ممکن است سهام داران بزرگ، برای نظارت بر مدیریت داخلی و ریسک سرمایه گذاری متمرکز، با استفاده از انتقال مزایا، هزینه هایی را ایجاد نمایند. تحقیق تجربی محققی به نام کلاسنز و همکاران[۲] (۲۰۰۲) بر روی هشت اقتصاد آسیای شرقی نشان می دهدکه ارزش بازاری نهادها به طور مثبت با حق جریان نقدی در ارتباط است که این امر تایید می نماید که مالکیت سهام داران بزرگ در شرکت اثر مشوقی و انگیزشی دارد. و همچنین مشخص شد یک رابطه ی منفی میان ارزش بازار و حق کنترل سهام داران کنترلی وجود دارد. وقتی حق کنترل از حق مالکیت به طور معنادار متجاوز می گردد، چنین همبستگی منفی حتی مشهودتر می گردد که نشان می دهد که کنترل مازاد بر شرکت های پذیرفته شده از سوی سهام داران کنترلی به چپاول شرکت های پذیرفته شده منجر می گردد. کاهش ارزش شرکت به واسطه ی تفکیک حق مالکیت از حق کنترل را سندی بر اثبات چپاول سهام داران کوچک و سهام داران متوسط از سوی سهام داران کنترلی می باشد. تحقیق محققی به نام لاپورت و همکاران[۳] (۲۰۰۲) بیان می دارد که هر چه حمایت سرمایه گذار ضعیف تر باشد، ارزش شرکت کمتر است. با در نظر گرفتن ۳۷۵ معامله ی صورت گرفته در شرکت های پذیرفته شده هنگ کنگ در سال های ۱۹۹۸- ۲۰۰۰ به عنوان نمونه ، محققی به نام چنگ و همکاران[۴] (۲۰۰۹) دریافتند که اکتساب دارایی ، فروش دارایی ، ارائه حق و سایر معاملات مدیریتی به سهام دار کنترلی ازسوی شرکتهای پذیرفته شده به مزیت های سهام داران کوچک و متوسط آسیب می رساند. وقتی میزان تفکیک حق کنترل از حق جریان نقد بالا باشد، تعارضات حدی میان سهام داران بزرگ و کوچک ، سرمایه گذاری بیش از حد شرکت را بیشتر و شدیدتر می نماید. دو محقق وی و ژانگ با برسی هشت اقتصاد آسیای شرقی (۲۰۰۸) دریافتند که وقتی تفکیک حق کنترل از حق جریان نقدی بالا باشد، تعارضات نمایندگی میان سهام داران اقلیت و اکثریت، سرمایه گذاری بیشتر از حد را بدتر می نماید. دو محقق دیگ به نام های آلباکوارکو و وانگ[۵] (۲۰۰۸) بیان نمودند که در کشورهای دارای حمایت ضعیف تر حقوقی از سرمایه گذاران، سهام داران کنترلی ، انگیزه قوی تر برای دستیابی به حق کنترل به واسطه ی سرمایه گذاری بیشتر از حد دارند و ارزش شرکت نیز در این حالت پایین تر خواهد بود. محققانی دیگر به نام جیانگ و همکاران[۶] ۲۰۱۰ و فنگ[۷] ۲۰۱۱ بیان نمودند که سهام داران بزرگ از طریق بازار سرمایه درونی ، اثر تونل زنی را شناسایی می نمایند.

مدل های ارزیابی عملکرد مالی

استفاده کنندگان گزارش های مالی با استفاده از معیارهای مختلف، عملکرد مالی شرکت را ارزیابی می کنند. روش های متعددی برای ارزیابی عملکرد وجود دارد که بطور کلی می توان آنها را به دو دسته مدل‌های حسابداری و مدل‌های اقتصادی تقسیم کرد.

---

[۲] *Klasnz et al*
[۳] *Lapvrt et al.*
[۴] *Cheng et al.*
[۵] *Lbakvarkv and Wang*
[۶] *Jiang et al*
[۷] *Feng*

الف) مدل های حسابداری ارزیابی عملکرد

حاصل سیستم اطلاعات حسابداری، گزارش های مالی است که سود گزارش شده در آنها از اهمیت زیادی برای استفاده کنندگان برخوردار است. سرمایه‌گذاران با اتکا به سود حسابداری، عملکرد شرکت را ارزیابی کرده و پیش‌بینی‌های خود را بر آن اساس انجام می‌دهند. مدیران نیز از سود برای برنامه‌ریزی آینده شرکت استفاده می کنند. در مدل حسابداری ارزیابی عملکرد، ارزش شرکت از حاصلضرب دو عدد بدست می آید؛ عدد اول، سود شرکت و عدد دوم، ضریب تبدیل سود به ارزش است.

در پژوهش انجام شده توسط جینگیز و همکاران محتوای اطلاعاتی شکل های مختلف سود حسابداری مورد ارزیابی قرار گرفته است که نشان می‌دهد سود هر سهم در تمام اشکال محاسبهٔ خود، برای استفاده کنندگان مفید می باشد. با این حال، مدل های حسابداری (سنتی) ارزیابی عملکرد دارای نارسایی های زیر است:

۱- امکان تحریف و دستکاری سود از طریق انتخاب روش‌های مختلف.

۲- رویه های عمومی پذیرفته شده حسابداری، عدم یکنواختی را در اندازه‌گیری سود در شرکت‌های مختلف مجاز می‌کند.

۳- با تغییرات سطح قیمت‌ها سود اندازه گیری شده با واحد پول تاریخی، تغییر می‌کند.

۴- به دلیل کاربرد اصل بهای تمام شده و تحقق درآمد، ارزش فروش تحقق نیافته دارایی هایی که در یک دورهٔ زمانی مشخص نگهداری شده اند، در محاسبه سود حسابداری شناسایی نمی شود. این ویژگی باعث می شود که نتوان اطلاعاتی سودمند را افشا کرد.

۵- به دلیل استفاده از روش های مختلف پذیرفته شده برای محاسبه بهای تمام شده و روش های مختلف برای تخصیص هزینه ها، تکیه بر سود حسابداری مبتنی بر اصل بهای تمام شده تاریخی، کار مقایسه اقلام را بسیار مشکل می سازد.

۶-تکیه بر سود حسابداری مبتنی بر اصل تحقق درآمد، اصل بهای تمام شده تاریخی و محافظه کاری باعث می شود تا اطلاعات گمراه کننده ای در اختیار استفاده کنندگان قرار گیرد.

۷-در نظر نگرفتن هزینه سرمایه

نارسایی های بالا نشان می‌دهد که معیارهای حسابداری مبتنی بر سود حسابداری نمی‌تواند به عنوان تنها معیار و مبنای ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار گیرد (نمازی،۱۳۹۰).

ب)مدل های اقتصادی ارزیابی عملکرد

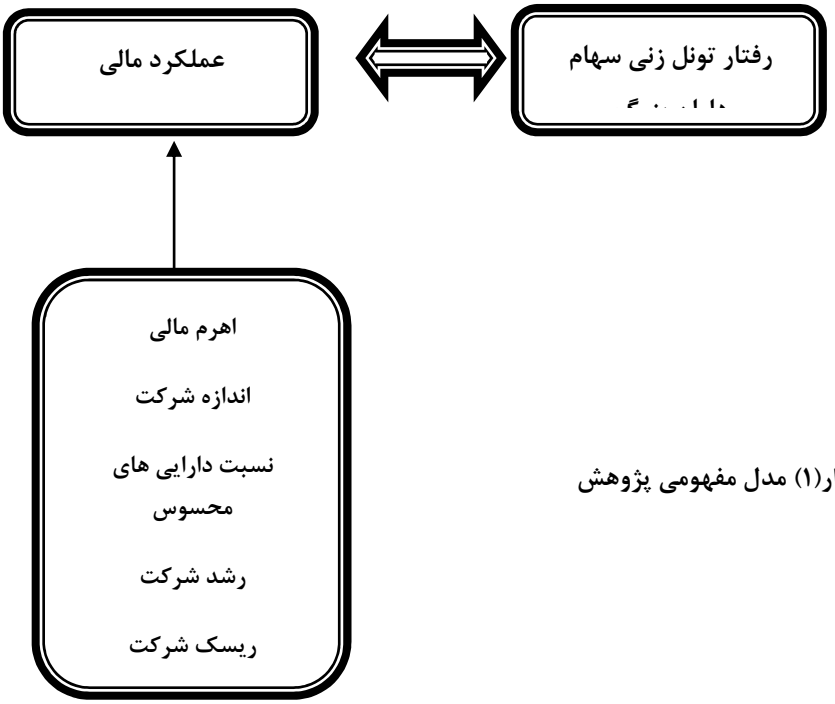
در مدل های اقتصادی، ارزش شرکت، تابعی از قدرت سودآوری، اولویت های موجود، سرمایه گذاری های بالقوه و مابه التفاوت نرخ بازده و هزینه سرمایه شرکت است. در بین مفاهیم متعدد، معیارهای اندازه گیری سود باقیمانده که در سالهای اخیر مطرح شده است، استفاده از ارزشهای دفتری و ارزشهای بازار در تعیین هزینه سرمایه تفاوت چشمگیری بین نتایج حاصل از آنها را موجب شده است. مدل های اقتصادی ارزیابی عملکرد شامل ۲ نوع می باشد که عبارتند از:

۱- ارزش افزودهٔ اقتصادی

۲- ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده (مهدوی و حسینی، ۱۳۸۷).

مدل مفهومی پژوهش

با توجه به سوال و فرضیه تحقیق مدل مفهومی به صورت ذیل می باشد:



نمودار(۱) مدل مفهومی پژوهش

پیشینه تحقیق

پیشینه تحقیق در پژوهش حاضر به دو بخش پیشینه داخلی و خارجی تقسیم می شود که در بخش خارجی می توان به موارد زیر اشاره کرد:

لی و همکاران[۸] (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی پوشش منفی رسانه ، محیط قانونی و تونل زنی سهام داران کنترلی در شرکت های چینی پرداختند. تحقیقات و مطالعات بیشتر نشان می دهد که کاهش رفتار تونل زنی سهام داران کنترلی می تواند عملکرد شرکت را بهبود ببخشد و این بهبود در شرکت های دارای مالکیت غیر دولتی و مناطقی که محیط قانونی بهتر دارند، معنادارتر و چشمگیرتر است . نتایج نشان می دهد که پوشش رسانه نقشی بسیار فعال در جلوگیری از رفتار سهام دار و کمال و تعالی حاکمیت شرکتی ایفا می نماید. ساختار مالکیت متمرکز که به راحتی مشکلات تونل زنی را ایجاد می نمایند، در شرکت های پذیرفته شده چین همه گیر است. در مجموع نتایج تایید می نماید که پوشش منفی رسانه می تواند به طور معنادار تونل زنی را کاهش دهد. کاهش تونل زنی به عملکرد شرکت کمک می نماید. اوسانگ[۹] (۲۰۱۵) در مطالعه ای به بررسی نظارت یا تونل زنی سهام داران بزرگ پرداخت. هدف این مقاله تحلیل رابطه ی میان تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت در شرکت های پذیرفته شده چین می باشد. نتایج نشان می دهد که نسبت های متفاوت سهام خبر از عدم کفایت و یا مازاد بودن نظارت شرکت از سوی سهام داران بزرگ می باشد. اگر سهام دار بزرگ در شرکت های پذیرفته شده منصب و پست داشته باشد، یک رابطه (یو) U شکل میان نسبت سهام بزرگ ترین سهام دار و عملکرد شرکت وجود دارد. این نتایج نشان می دهد که سهام دار کوچک توسط سهام دار بزرگ به واسطه تفاوت در نسبت های سهام شان، تونل زده می شود. چن و همکاران[۱۰] (۲۰۱۴) در تحقیقی به بررسی شبکه های هیئت مدیره مستقل و رفتار تونل زنی سهام داران کنترلی پرداختند. نتایج نشان می دهد که شبکه های هیئت مدیره به مدیران مستقل برای محدود نمودن رفتار تونل زنی سهام داران کنترلی کمک می رساند. این امر نقشی مثبت در حاکمیت شبکه ایفا می نماید. آنها هم چنین اظهار داشتند در چین انگیزه ی توسعه ی یک سیستم از مدیران مستقل رفتار تونل زنی سهام داران کنترلی را

---

[۸] *et al.&Li*
[۹] *Song*
[۱۰] *et al. & Chen*

محدود نمود و از منافع سرمایه گذاران اقلیت حمایت های چشمگیری صورت داد. از آنجایی که فرآیند به کارگیری مدیران مستقل خود از سوی سهام داران کنترلی صورت می پذیرد ، نمی توان با اطمینان تقویت توانایی نظارتی مدیران مستقل به واسطه ی افزایش تعداد و میزان آنها حمایت و تایید نمود. به علاوه با توجه به نگرانی های آنها در مورد مسائل مربوط به آبرو و اعتبارشان مدیران مستقل ، نه همه آنها ، تمایل دارند تا به عنوان یک افشاگر عمل نمایند.

در بخش پژوهش های داخلی تحقیقات متعددی طی چند سال اخیر صورت گرفته که می توان به موارد زیر اشاره کرد:

سلیمانی و همکاران (۱۳۹۴) در تحقیقی به بررسی انگیزه های گزارشگری برای محافظه کاری حسابداری، شواهدی از تونل زنی دارایی و سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند.در این تحقیق در ابتدا به بررسی محافظه کاری حسابداری در شرکت هایی که مبادلات تونل زنی دارایی و یا سهام را انجام می دهند با شرکت هایی که انواع دیگر مبادلات مرتبط را اتخاذ می کنند پرداخته شد و سپس افزایش سیاست محافظه کارانه ی حسابداری گزارش شده توسط شرکت هایی که مبادلات تونل زنی سهام یا دارایی را انجام می دهند، با منافع شخصی به دست آمده توسط سهامداران کنترلی از تونل زنی مطالعه شد. نتایج به دست آمده نشان داد که شرکت هایی که مبادلات تونل زنی دارایی و یا سهام را انجام می دهند محافظه کاری حسابداری بالاتری نسبت به شرکت هایی که انواع دیگر مبادلات مرتبط را اتخاذ می کنند و افزایش منافع شخصی به دست آمده توسط سهامداران کنترلی از تونل زنی، محافظه کاری حسابداری توسط شرکت هایی که مبادلات تونل زنی سهام یا دارایی را انجام می دهند را افزایش می دهد. حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۱)، در پژوهشی به ارزیابی تاثیر ابعاد کنترلی و شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکت ها پرداختند. در این مقاله با در نظر گرفتن تئوری نمایندگی، تاثیر حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکت ها مورد بررسی قرار می گیرد. آن ها در مطالعه خود رابطه جایگزینی بین متغیر سود تقسیمی نقدی و شاخص حاکمیت را اثبات کرده بودند. یعنی شرکت های با حاکمیت ضعیف تر، سود تقسیمی بیشتری دارند تا جانشینی برای مدیریت ضعیف آن ها باشد. در این مدل، فرضیه جایگزینی و یا تئوری علامت دهی اشاره شده در پیشینه مطالعه تایید نشد؛ یعنی بعد کنترلی حاکمیت شرکتی، در شرکت های مورد بررسی نتوانسته است نقش جایگزین یا علامتی برای حمایت از منافع ذی نفعان را ایفا نمایند. از طرف دیگر، فرضیه نتیجه، بیان می کند تقسیم سود نتیجه کیفیت حاکمیت شرکتی است؛ یعنی با افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی، میزان سود تقسیمی نیز افزایش پیدا می کند. از بین مولفه های موجود، وجود تاثیر مرجع حسابرسی (کیفیت حسابرسی) بر سیاست تقسیم سود تایید شد. یعنی مرجع حسابرسی تاثیر معنی دار و مثبتی بر سیاست تقسیم سود شرکت ها دارد. تاش و همکاران(۱۳۹۱) در تحقیقی به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد پانل دیتا پرداختند. هدف این تحقیق بررسی رابطه ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت بر اساس معیارهای نوین عملکرد ارزش افزوده اقتصادی و Q توبین در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. یافته های تحقیق بر اساس هر دو مدل ارزش افزوده اقتصادی و Q توبین نشان می دهد که رابطه معنادار و مثبت بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت و رابطه معنادار و منفی بین مالکیت حقیقی و عملکرد شرکت وجود دارد. در مورد تمرکز مالکیت که بیانگر درص د سهام بزرگترین سهامدار شرکت می باشد رابطه معنادار و مثبت با عملکرد شرکت وجود دارد.

روش تحقیق

روش تحقیق در این پژوهش از نظر هدف، یک تحقیق کاربردی می باشد. همچنین از نظر گردآوری داده ها و اطلاعات و روش تجزیه و تحلیل یک تحقیق توصیفی و غیر آزمایشی می باشد. جامعه آماری تحقیق حاضر را کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می دهند. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ می باشند. در بررسی حجم نمونه با توجه به شروط در نظر گرفته شده در ، تعداد ۱۱۶ شرکت در بازه زمانی بین سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ در نظر گرفته شده است که در مجموع ۵۸۰ سال-شرکت را شامل می شوند. به منظور تدوین مبانی نظری تحقیق از مطالعات کتابخانه ای و آرشیوی بهره برده می شود و داده های مورد نیاز از طریق سایت رسمی بورس اوراق بهادار دریافت می شود. هم چنین، از نرم افزارهای تدبیرپرداز و ره آورد نوین به منظور جمع آوری اطلاعات شرکت ها استفاده شده است. در این تحقیق، برای تحلیل داده های به دست آمده از نمونه ها، هم از روش های آمار توصیفی و هم از روش های آمار استنباطی استفاده شده است. برای بررسی مشخصات شرکت ها از آمار توصیفی استفاده خواهد شد. برای تحلیل داده ها از آزمون های چاو و هاسمن و نیز مدل رگرسیونی استفاده شد.

مدل رگرسیونی پژوهش

$$PERF_{it} = \beta_{۰} + \beta_{۱}FIRST_{it} + \beta_{۲}FIRST۲_{it} + \beta_{۳}AFFIL \times FIRST_{it} + \beta_{۴}LEVER_{it} + \beta_{۵}SIZE_{it} + \beta_{۶}TANG_{it} + \beta_{۷}RISK_{it} + \beta_{۸}GROW_{it} + \varepsilon_{it}$$

-متغیر وابسته: عملکرد مالی

$PERF_{it}$: عملکرد مالی. برای اندازه گیری این متغیر از دو شاخص زیر استفاده می شود:

۱) ROE: بازده حقوق صاحبان سهام. برابر است با درصد سود خالص تقسیم بر حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t؛

۲) Tobin Q: کیوتوبین. برابر است با ارزش بازاری سهام به علاوه ارزش بدهی تقسیم بر دارایی کل شرکت i در سال t؛

متغیر مستقل: رفتار تونل زنی سهام داران بزرگ

$FIRST_{it}$: نسبت سهام بزرگ ترین سهام دار به صورت درصد شرکت i در سال t؛

$FIRST۲_{it}$: مربع نسبت سهام بزرگ ترین سهام دار. $FIRST_{it} \times FIRST_{it}$؛

$AFFIL$: اگر سهام دار بزرگ در گذشته نیز سهام دار بزرگ بوده یک و در غیر این صورت صفر؛

متغیرهای کنترلی:

$LEVER_{it}$: اهرم مالی. برابر است با درصد نسبت بدهی کل به دارایی کل شرکت i در سال t؛

$SIZE_{it}$: اندازه شرکت. برابر است با لگاریتم طبیعی دارایی های کل شرکت i در سال t؛

$TANG_{it}$: نسبت دارایی های مشهود. برابر است با درصد نسبت دارایی ثابت به دارایی کل شرکت i در سال t؛

$GROW_{it}$: رشد. درصد نسبت رشد سالانه سود شرکت i در سال t؛

$RISK_{it}$: ریسک. برابر است با مقدار بتای شرکت i در سال t؛

یافته های تحقیق

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق

در این بخش، ابتدا الگوی لازم برای تخمین مدل تعیین گردیده و سپس مدل تحقیق برآورد و نتایج حاصل از آن تفسیر می‌شود. در نتیجه برازش مدل، نتایج فرضیه های تحقیق ارائه می گردد. هم‌چنین آزمون مفروضات آماری مربوط به مدل شامل استقلال باقیمانده‌ها ارائه می‌گردد. پیش از برازش مدل رگرسیونی به منظور تعیین تابلویی و یا تلفیقی بودن مدل، از آزمون چاو یا F مقید استفاده می‌شود. فرضیه صفر آماری در آزمو چاو مبنی بر مناسب بودن مدل تلفیقی و فرضیه مقابل آن مبنی بر مناسب بودن مدل پانل است. علاوه بر این، فرضیه مخالف آزمون هاسمن مبنی بر مناسب بودن روش اثرات تصادفی و فرضیه موافق آن مناسب بودن روش اثرات ثابت می باشد. نتایج حاصل از این آزمون چار (F لیمر) و هاسمن در جدول زیر ارائه شده است.

جدول ۱-نتایج آزمون چاو برای مدل رگرسیونی پژوهش

مدل	آزمون	مقدار آماره	سطح معناداری	نتیجه
(۱-۱)	چاو	۱,۱۱۶۵۵۶	۰,۲۱۶۶	تلفیقی
	هاسمن	-	-	-
(۱-۲)	چاو	۳,۷۱۲۵۱۹	۰,۰۰۰۰	پانلی (تابلویی)
	هاسمن	۴۱,۹۳۰۱۵۱	۰,۰۰۰۰	اثرات ثابت

با توجه به سطح معناداری آزمون چاو و هاسمن، نتایج به دست آمده بیان‌گر این است که برای مدل اول روش مناسب، داده های تلفیقی و برای مدل دوم روش مناسب، روش داده های پانلی با اثرات ثابت روش مناسب تری می باشد.

نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیونی اول (متغیر وابسته: بازده دارایی ها)

همان طور که در بخش قبلی تشریح شد، مدل رگرسیونی اول پژوهش با استفاده از روش داده های تلفیقی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است که نتایج حاصل از آن در جدول زیر ارایه شده است. ضمن اینکه، آزمون های دیگری نیز مورد بررسی قرار گرفته که در ادامه تشریح می شوند:

جدول ۲ نتایج آزمون مدل رگرسیونی اول (متغیر وابسته: بازده حقوق صاحبان سهام)

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 FIRST_{it} + \beta_2 FIRST2_{it} + \beta_3 AFFIL \times FIRST_{it} + \beta_4 LEVER_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 TANG_{it} + \beta_7 RISK_{it} + \beta_8 GROW_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر وابسته: بازده دارایی ها (ROE_{it})

متغیرهای مستقل و کنترلی	نماد	ضریب	آماره تی‌استیودنت	سطح معنی‌دار	VIF	نتیجه
عرض از مبدا	β_0	۳,۶۸۶۳۷۹	۸,۷۳۷۸۱۶	۰,۰۰۰۰	-	تایید
نسبت سهام بزرگ ترین سهام دار	*FIRST*	-۰,۱۲۸۳۸۵	-۷,۶۵۲۹۶۳	۰,۰۰۰۰	۱,۰۳۹۴۶۰	تایید
مربع نسبت سهام بزرگ ترین سهام دار	*FIRST_۲*	۰,۰۰۰۱۶۹	۲,۹۵۴۵۴۲	۰,۰۰۳۱	۱,۰۴۵۷۸۷	تایید
بزرگ ترین سهامدار قبلی در بزرگ ترین سهام دار	*AFFIL*FIRST*	-۰,۰۰۲۸۲۸	-۲,۵۱۸۵۶۴	۰,۰۱۱۸	۴,۱۹۹۵۸۲	تایید
اهرم مالی	*LEVER*	-۲,۰۴۱۳۴۰	-۱۰,۸۱۵۵۶	۰,۰۰۰۰	۱,۰۴۳۵۸۹	تایید
اندازه شرکت	*SIZE*	-۰,۱۵۳۶۷۲	-۵,۱۳۲۱۴۸	۰,۰۰۰۰	۱,۰۸۰۲۷۱	تایید
نسبت دارایی های محسوس	*TANG*	-۱,۳۴۵۹۱۸	-۵,۵۵۷۳۵۷	۰,۰۰۰۰	۱,۰۳۲۸۶۰	تایید
ریسک	*RISK*	-۰,۰۹۷۴۰۹	-۶,۰۳۶۸۲۵	۰,۰۰۰۰	۱,۰۲۳۳۵۳	تایید
رشد	*GROW*	-۰,۰۰۳۹۶۳	-۰,۵۳۶۷۱۳	۰,۵۹۱۵	۱,۰۳۲۳۲۲	رد
ضریب تعیین (R^2)		۰,۳۹۰۸۳۵	دوربین - واتسون (D-W)		۱,۹۴۷۷۳۲	
ضریب تعیین تعدیل شده ($Adj.R^2$)		۰,۳۸۵۵۰۸	آماره F (سطح معنی‌دار)		۳۰,۰۳۱۶۷ (۰/۰۰۰)	
آماره آزمون آرچ		۰,۰۰۱۶۲۴	سطح معناداری		۰,۹۶۷۹	

برای بررسی خوبی مدل، معمولا از معیارهای ضریب تعیین (R^2)، ضریب تعیین تعدیل شده ($Adj.\ R^2$) و دوربین–واتسون (D-W) و برای بررسی معنی‌داری مدل نیز از آماره F استفاده می‌شود. همان طور که در جدول (۴-۴) مشاهده می‌شود، مقدار ضریب تعیین برابر ۰/۳۹۰۸۳۵ و ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۳۸۵۵۰۸ می‌باشد و بدین معنی می‌باشد که قدرت توضیح دهندگی و برازش مدل در سطح خوبی قرار دارد. آماره دوربین – واتسون برابر با ۱/۹۴۷۷۳۲ می‌باشد، و از آن جایی که بازه ۱/۵ تا ۲/۵ نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی از مرتبه اول می‌باشد، در نتیجه خودهمبستگی از مرتبه اول در جزء خطای مدل وجود ندارد. در نهایت مقدار آماره F برابر ۳۰/۰۳۱۶۷ و مقدار احتمال آن نیز برابر ۰/۰۰۰ می‌باشد و از آن جایی که مقدار احتمال آن کمتر از ۰/۰۵ است، لذا معنی‌داری مدل تایید می‌شود. هم چنین، با توجه به اینکه مقدار VIF کمتر از ۱۰ مورد قبول می باشد، در نتیجه عدم همخطی بین متغیرهای تحقیق پذیرفته می شود. علاوه بر این، به منظور آزمون همسانی واریانس اجزای خطا نیز از آزمون آرچ استفاده شده است. سطح معناداری این آزمون نیز

بزرگ تر از خطای نوع اول ۰/۰۵ برآورد شده (*P-Value* = ۰/۹۶۷۹) که نشان از همسانی واریانس اجزای خطای مدل در سطح خطای ۰/۰۵ دارد.

اما نتایج حاصل از بررسی مدل رگرسیونی اول (با متغیر وابسته بازده حقوق صاحبان سهام) براساس فرضیه های پژوهش به صورت زیر می باشد:

- از آن جایی که مقدار به دست آمده برای سطح معناداری متغیر نسبت سهام بزرگ ترین سهام دار (*FIRST*) (۰/۰۰۰۰) پایین تر از ۰/۰۵ می باشد، بنابراین می توان فرض مخالف را رد کرد. به این ترتیب می توان نتیجه گرفت بین رفتار تونل زنی سهام داران بزرگ و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر، فرضیه پژوهش در سطح خطای ۵ درصد تایید می شود. بیشتر اینکه، ضریب به دست آمده برای این متغیر (β=-۰/۱۲۸۳۸۵) منفی می باشد که نشان می دهد این ارتباط معکوس و معنادار می باشد.

- از آن جایی که مقدار به دست آمده برای سطح معناداری متغیر مربع نسبت سهام بزرگ ترین سهام دار (*FIRST_۲*) (۰/۰۰۳۱) پایین تر از ۰/۰۵ می باشد، بنابراین می توان گفت ارتباط یو شکلی بین بزرگ ترین سهامدار و بازده حقوق صاحبان سهام در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

- از آن جایی که مقدار به دست آمده برای سطح معناداری متغیر نسبت بزرگ ترین سهامدار قبلی در بزرگ ترین سهام دار (*AFFIL*FIRST*) (۰/۰۱۱۸) پایین تر از ۰/۰۵ می باشد، بنابراین می توان گفت اینکه بزرگ ترین سهامدار در گذشته نیز دارای بالاتری سهام بوده، دارای ارتباط معناداری با بازده حقوق صاحبان سهام می باشد. بیشتر اینکه، ضریب به دست آمده برای این متغیر (β=-۰/۰۰۲۸۲۸) منفی می باشد که نشان می دهد این ارتباط معکوس و معنادار می باشد.

نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیونی دوم (متغیر وابسته: کیوتوبین)

همان طور که در بخش قبلی تشریح شد، مدل رگرسیونی اول پژوهش با استفاده از روش داده های پانلی با اثرات ثابت مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است که نتایج حاصل از آن در جدول زیر ارایه شده است. ضمن اینکه، آزمون های دیگری نیز مورد بررسی قرار گرفته که در ادامه تشریح می شوند:

جدول ۳ نتایج آزمون مدل رگرسیونی دوم (متغیر وابسته: کیوتوبین)

$$TOBIN_Q_{it} = \beta_{۰} + \beta_{۱}FIRST_{it} + \beta_{۲}FIRST۲_{it} + \beta_{۳}AFFIL \times FIRST_{it} + \beta_{۴}LEVER_{it} + \beta_{۵}SIZE_{it} + \beta_{۶}TANG_{it} + \beta_{۷}RISK_{it} + \beta_{۸}GROW_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر وابسته: بازده دارایی ها ($TOBIN_Q_{it}$)

متغیرهای مستقل و کنترلی	نماد	ضریب	آماره تی‌استیودنت	سطح معنی‌دار	VIF	نتیجه
عرض از مبدا	$\beta_{۰}$	۲,۷۷۳۵۲۷	۲۷,۸۰۹۹۷	۰,۰۰۰۰	-	تایید
نسبت سهام بزرگ ترین سهام دار	*FIRST*	-۰,۰۱۳۱۴۳	-۲,۷۱۹۲۵۹	۰,۰۰۶۶	۱,۰۳۸۴۱۲	تایید
مربع نسبت سهام بزرگ ترین سهام دار	*FIRST_۲*	۹,۰۳E-۰۶	۰.۶۶۸۳۳۹	۰,۵۰۳۹	۱,۰۴۵۲۶۵	رد
بزرگ ترین سهامدار قبلی در بزرگ ترین سهام دار	*AFFIL*FIRST*	-۰,۰۱۴۶۸۷	-۲,۰۶۱۳۴۵	۰,۰۳۹۳	۴,۱۹۹۵۸۲	تایید
اهرم مالی	*LEVER*	-۰,۷۴۴۸۷۲	-۱۶,۶۹۴۷۷	۰,۰۰۰۰	۱,۰۴۳۵۸۹	تایید
اندازه شرکت	*SIZE*	-۰,۰۴۹۵۹۰	-۷,۰۰۵۸۷۴	۰,۰۰۰۰	۱,۰۸۰۲۷۱	تایید
نسبت دارایی های محسوس	*TANG*	۰,۳۰۵۶۹۵	۵,۳۳۹۵۲۹	۰,۰۰۰۰	۱,۰۳۲۸۶۰	تایید
ریسک	*RISK*	-۰,۰۱۳۲۰۴	-۳,۴۶۱۵۲۵	۰,۰۰۰۵	۱,۰۲۳۳۵۳	تایید
رشد	*GROW*	۰,۰۰۳۸۶۲	۲,۲۱۲۴۶۸	۰,۰۲۷۰	۱,۰۳۲۳۲۲	تایید
ضریب تعیین ($R^۲$)		۰,۷۰۶۷۵۰	دوربین - واتسون (D-W)		۱,۸۱۰۱۴۰	
ضریب تعیین تعدیل شده ($Adj.R^۲$)		۰,۶۰۳۸۱۴	آماره F (سطح معنی‌دار)		۲۱,۹۳۳۳۸۶ (۰/۰۰۰)	
آماره آزمون آرچ		۰,۷۸۷۰۶۰	سطح معناداری		۰,۳۷۵۰	

برای بررسی خوبی مدل، معمولا از معیارهای ضریب تعیین ($R^۲$)، ضریب تعیین تعدیل شده ($Adj.\ R^۲$) و دوربین–واتسون (D-W) و برای بررسی معنی‌داری مدل نیز از آماره F استفاده می‌شود. همان طور که در جدول (۴-۴) مشاهده می‌شود، مقدار ضریب تعیین برابر ۰/۷۰۶۷۵۰ و ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۶۰۳۸۱۴ می‌باشد و بدین معنی می‌باشد که قدرت توضیح دهندگی و برازش مدل در سطح خوبی قرار دارد. آماره دوربین – واتسون برابر با ۱/۸۱۰۱۴۰ می‌باشد، و از آن جایی که بازه ۱/۵ تا ۲/۵ نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی از مرتبه اول می‌باشد، در نتیجه خودهمبستگی از مرتبه اول در جزء خطای مدل وجود ندارد. در نهایت مقدار آماره F برابر ۲۱/۹۳۳۳۸۶ و مقدار احتمال آن نیز برابر ۰/۰۰۰ می‌باشد و از آن جایی که مقدار احتمال آن کمتر از ۰/۰۵ است، لذا معنی‌داری مدل تایید می‌شود. هم چنین، با توجه به اینکه مقدار VIF کمتر از ۱۰ مورد قبول می باشد، در نتیجه عدم همخطی بین متغیرهای تحقیق پذیرفته می شود. علاوه بر این، به منظور آزمون همسانی واریانس اجزای خطا نیز از آزمون آرچ استفاده شده است. سطح معناداری این آزمون نیز

بزرگ تر از خطای نوع اول ۰/۰۵ برآورد شده (*P-Value* = ۰/۳۷۵۰) که نشان از همسانی واریانس اجزای خطای مدل در سطح خطای ۰/۰۵ دارد.

اما نتایج حاصل از بررسی مدل رگرسیونی اول (با متغیر وابسته بازده حقوق صاحبان سهام) براساس فرضیه های پژوهش به صورت زیر می باشد:

- از آن جایی که مقدار به دست آمده برای سطح معناداری متغیر نسبت سهام بزرگ ترین سهام دار (*FIRST*) (۰/۰۰۶۶) پایین تر از ۰/۰۵ می باشد، بنابراین می توان فرض مخالف را رد کرد. به این ترتیب می توان نتیجه گرفت بین رفتار تونل زنی سهام داران بزرگ و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوارق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر، فرضیه پژوهش در سطح خطای ۵ درصد تایید می شود. بیشتر اینکه، ضریب به دست آمده برای این متغیر (β=-۰/۰۱۳۱۴۳) منفی می باشد که نشان می دهد این ارتباط معکوس و معنادار می باشد.

- از آن جایی که مقدار به دست آمده برای سطح معناداری متغیر مربع نسبت سهام بزرگ ترین سهام دار (*FIRST_۲*) (۰/۵۰۳۹) بالاتر از ۰/۰۵ می باشد، بنابراین می توان اظهار داشت ارتباط یو شکلی بین بزرگ ترین سهامدار و کیوتوبین در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد.

- از آن جایی که مقدار به دست آمده برای سطح معناداری متغیر نسبت بزرگ ترین سهامدار قبلی در بزرگ ترین سهام دار (*AFFIL*FIRST*) (۰/۰۳۹۳) پایین تر از ۰/۰۵ می باشد، بنابراین می توان گفت اینکه بزرگ ترین سهامدار در گذشته نیز دارای بالاتری سهام بوده، دارای ارتباط معناداری با بازده حقوق صاحبان سهام می باشد. بیشتر اینکه، ضریب به دست آمده برای این متغیر (β=-۰/۰۱۴۶۸۷) منفی می باشد که نشان می دهد این ارتباط معکوس و معنادار می باشد.

- **خلاصه یافته‌های تحقیق**

فرضیه	شرح فرضیه	عملکرد مالی	نتیجه
فرضیه	بین رفتار تونل زنی سهام داران بزرگ و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوارق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.	بازده حقوق صاحبان سهام	در سطح خطای ۵ درصد تایید می شود
		کیوتوبین	در سطح خطای ۵ درصد تایید می شود

نتیجه گیری

متغیر وابسته: بازده حقوق صاحبان سهام

نتایج حاصل از بررسی مدل با استفاده از متغیر وابسته بازده حقوق صاحبان سهام نشان می دهد بین رفتار تونل زنی سهام داران بزرگ و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوارق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر، فرضیه پژوهش در سطح خطای ۵ درصد تایید می شود. بیشتر اینکه، ضریب به دست آمده برای این متغیر منفی می باشد که نشان می دهد این ارتباط معکوس و معنادار می باشد. به عبارت دیگر می توان انتظار داشت با افزایش مالکیت بزرگ ترین سهامدار، بازده حقوق صاحبان کاهش یابد (ارتباط معکوس و منفی). این امر نیز می تواند ناشی از این امر باشد که با افزایش مالکیت بزرگ ترین سهامدار، تعارضات نمایندگی بین مالکان و مدیران افزایش یافته و این موضوع بر عملکرد مالی شرکت تاثیر منفی می گذارد. به هر ترتیب، وقتی کنترل مالکیت بالا باشد، احتمال وجود تعارضات میان سهام داران کنترلی و سهام داران بیرونی بر سر منافع بیشتر است. علاوه بر این، سهام داران کنترلی در مقایسه با سهام داران اقلیت اهداف متفاوت تری دارند و بیشتر به استفاده از صندوق های سرمایه و بودجه به نفع منافع شخصی خود و ضرر سهام داران اقلیت تمایل دارند.

علاوه بر این، شواهد نشان می دهد ارتباط یو شکلی بین بزرگ ترین سهام دار و بازده حقوق صاحبان سهام در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. به عبارت دیگر، با افزایش مالکیت بزرگ ترین سهامدار، بازده حقوق صاحبان سهام افزایش و سپس کاهش پیدا می کند. در نهایت،این موضوع نیز مورد تایید قرار گرفت که بزرگ ترین سهامدار در گذشته نیز دارای بالاتری سهام بوده، دارای ارتباط معناداری با بازده حقوق صاحبان سهام می باشد. بیشتر اینکه، ضریب به دست آمده برای این متغیر منفی می باشد که نشان می دهد این ارتباط معکوس و معنادار می باشد. به عبارت دیگر، باز شواهد بیشتری در ارتباط با اثرات منفی بزرگ ترین سهامدار بر عملکرد مالی یافت شد. به این ترتیب، در مجموع می توان گفت افزایش مالکیت بزرگ ترین سهامدار موجب کاهش بازده حقوق صاحبان سهام و در مجموع عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می گردد.

متغیر وابسته: کیوتوبین

نتایج حاصل از بررسی مدل با استفاده از متغیر وابسته کیوتوبین نیز نشان می دهد بین رفتار تونل زنی سهام داران بزرگ و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوارق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر، فرضیه پژوهش در سطح خطای ۵ درصد تایید می شود. بیشتر اینکه، ضریب به دست آمده برای این متغیر منفی می باشد که نشان می دهد این ارتباط معکوس و معنادار می باشد. علاوه بر این، از آن جایی که مقدار به دست آمده برای سطح معناداری متغیر نسبت بزرگ ترین سهامدار قبلی در بزرگ ترین سهام دار (۰/۰۳۹۳) پایین تر از ۰/۰۵ می باشد، بنابراین می توان گفت اینکه بزرگ ترین سهامدار در گذشته نیز دارای بالاتری سهام بوده، دارای ارتباط معناداری با بازده حقوق صاحبان سهام می باشد. بیشتر اینکه، ضریب به دست آمده برای این متغیر منفی می باشد که نشان می دهد این ارتباط معکوس و معنادار می باشد. به این ترتیب، می توان گفت افزایش مالکیت بزرگ ترین سهامدار می تواند اثرات منفی بر کیوتوبین شرکت نیز داشته باشد و موجب کاهش آن گردد. اما از آن جایی که مقدار به دست آمده برای سطح معناداری متغیر مربع نسبت سهام بزرگ ترین سهام دار (۰/۵۰۳۹) بالاتر از ۰/۰۵ می باشد، بنابراین می توان اظهار داشت ارتباط یو شکلی بین بزرگ ترین سهامدار و کیوتوبین در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد. به این ترتیب، می توان گفت در مجموع بزرگ ترین سهامدار دارای اثر منفی بر عملکرد مالی (کیوتوبین) می باشد اما ارتباط یو شکل میان این دو متغیر مورد تایید قرار نگرفته است.

مقایسه با پژوهش های دیگر

مطابق با نتایج پژوهش حاضر، لی و همکاران (۲۰۱۵) نیز نشان دادند کاهش رفتار تونل زنی سهام داران کنترلی می تواند عملکرد شرکت را بهبود ببخشد. هم چنین، دو و همکاران (۲۰۱۳) اظهار داشتند سهام داران کنترلی به امور خود می پردازند و به منافع خود می اندیشند که به ضرر و از بین رفتن ارزش و کاهش قیمت سهام منتهی می گردد. در پژوهش های داخلی نیز، صادقی و همکاران (۱۳۹۰) اعلام کردند تمرکز و ساختار مالکیت تأثیری بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۸۷-۸۲ ندارد.

پیشنهادات

بر اساس یافته‌های پژوهش حاضر مبنی بر وجود رابطه منفی و معنادار بین رفتار تونل زنی سهام داران بزرگ و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوارق بهادار تهران، به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود که هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه-گذاری علاوه بر متغیرهای مالی، میزان مالکیت و به طور مشخص میزان مالکیت بزرگ ترین سهامدار شرکت ها را نیز مدنظر قرار داده و آن را به عنوان عاملی موثر بر عملکرد مالی، در مدل‌های تصمیم‌گیری خود لحاظ نمایند.

به سازمان بورس اوراق بهادار به عنوان مقام ناظر بازار سرمایه نیز پیشنهاد می شود تا الزاماتی وضع نماید که شرکت ها براساس شاخص های علمکرد مالی رتبه بندی گردند تا بدین ترتیب، سرمایه گذاران و تحلیل گران بتوانند تحلیل درست تری از شرکت ها داشته باشند. ضمن اینکه نظارت بیشتر بر رفتار مالکیت های عمده و کنترلی می تواند از دیگر وظایف سازمان بورس اوراق بهادار تهران باشد.

پیشنهاد می شود شرکت ها در واگذاری سهام به سهامداران (خصوصا عمده) دقت بیشتری داشته باشند. چراکه افزایش آن می تواند منجر به کاهش عملکرد مالی شرکت گردد.

منابع فارسی

- اعتمادی، حسین، دهقانی، طوبی، آذر، عادل، انواری رستمی، علی اصغر، (۱۳۹۲)، طراحی مدلی برای قیمت گذاری بلوک های کنترلی سهام، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ۶، شماره ۱۸، صص ۲۸-۴۳.
- حساس یگانه، یحیی، شهریاری، علیرضا، (۱۳۹۱)، بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و محافظه کاری در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره دوم، صص ۹۴-۷۷.
- حساس یگانه، یحیی، پاک مرام، عسگر، (۱۳۹۱)، ارزیابی تاثیر ابعاد کنترلی و شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکت ها، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۴، شماره ۴، از صفحه ۸۵ تا ۱۱۵
- سلیمانی، محسن،تابی ،مائده.،(۱۳۹۴)" انگیزه های گزارشگری برای محافظه کاری حسابداری، شواهدی از تونل زنی دارایی و سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران "پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه الزهراء.
- شهیکی تاش،محمد نبی ،کاظمی،مهدی و امینی، موسی(۱۳۹۱)" بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد پانل دیتا "مجله اقتصادی-دو ماهنامه بررسی مسائل و سیاست های اقتصادی شماره های ۹ و ۱۰، صص ۲۴-۵.
- مجتهد زاده، ویدا، سعادت آبادی، راضیه، (۱۳۹۲)، رابطه مدیریت سود و فرصت های سرمایه گذاری با تاکید بر تمرکز مالکیت، مجله فراسوی مدیریت، شماره ۸، صص ۱۴۱-۱۸۷.
- نمازی، محمد، زراعت گری، رامین. (۱۳۸۸)"بررسی کاربرد نسبت Qتوبین و مقایسه ی آن با سایر معیارهای ارزیابی عمل کرد مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ". پیشرفت های حسابداری،۱(۱): ۲۳۱-۲۶۲.

منابع لاتین

- Chen Y., Wang, Y., Lin, L., (۲۰۱۴), Independent directors' board networks and controlling shareholders' tunneling behavior, *China Journal of Accounting Research*, ۷, ۱۰۱–۱۱۸.
- Chen, Y., Wang, Y., Lin, L., (۲۰۱۴), Independent directors' board networks and controlling shareholders' tunneling behavior, China Journal of Accounting Research, ۷, ۱۰۱–۱۱۸
- Li, G., (۲۰۱۰), The pervasiveness and severity of tunneling by controlling shareholders in China, *China Economic Review*, ۲۱, ۳۱۰–۳۲۳.
- Li, H., Lei, Y., (۲۰۱۵), Yong Ye Lei Huang Ming Li , (۲۰۱۵),Negative media coverage, law environment and tunneling of controlling shareholder, *China Finance Review International*, ۵ (۱), ۳ – ۱۸..
- Song, X, (۲۰۱۵), Monitoring or tunneling by large shareholders: evidence from China private listed companies, China Finance Review International, Vol. ۵ Iss ۲ pp. ۱۸۷ - ۲۱۱