

بررسی رابطه رفتار تونل زنی سهام داران بزرگ با عملکرد مالی (متغیر بازده حقوق صاحبان سهام) با استفاده از مدل رگرسیونی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهدی صفا خلیج^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 صفا خلیج

چکیده

هدف اصلی این پژوهش بررسی رابطه رفتار تونل زنی سهام داران بزرگ با عملکرد مالی با استفاده از مدل رگرسیونی متغیر بازده حقوق صاحبان سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. 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، برای آزمون فرضیه های تحقیق از اطلاعات مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ استفاده شده است. نمونه نهایی متشکل از ۱۱۶ شرکت بوده که پس از اعمال محدودیت های مورد نظر در این تحقیق انتخاب شدند. پس از اندازه گیری متغیرهای تحقیق، از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی چند متغیره برای آزمون فرضیه های تحقیق استفاده گردید. آزمون ها با استفاده از نرم افزار اقتصادسنجی Eviews 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 رفتار تونل زنی سهام داران بزرگ و عملکرد مالی شرکت شامل شاخص های بازده حقوق صاحبان سهام رابطه منفی معناداری وجود دارد.

واژگان کلیدی: رفتار تونل زنی، عملکرد مالی، بازده حقوق صاحبان سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مقدمه

زمانی که سهام داران بزرگ یا سهام داران داخلی همانند مدیران ظرفیت کنترل شرکت ها را دارند، آنها ممکن است مشوق هایی برای دریافت مزایای خصوصی داشته باشند. دو فرضیه در ارتباط با نقش تمرکز مالکیت بر حاکمیت شرکتی وجود دارد: نظارت مدیریت شرکت و

تونل زنی سهام داران کوچک و متوسط. کلاسنس و همکاران (۲۰۰۰). لاپورتا^۱ (۲۰۰۰) بحث کرد کرد که مالکان نهایی تمایل به استفاده از ساختار هرمی برای تونل زنی به شرکت ها دارند و مشکل اصلی حاکمیت شرکتی مهار سلب مالکیت مالکیت نهایی سهام داران خرد می باشد (ژوان^۲، ۲۰۱۱).

مطالعات متعددی به بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت شرکت و ماهیت و شدت رفتار تونل زنی توسط سهام داران کنترلی پرداخته است. برکمن و همکاران (۲۰۰۹) و جیانگ و همکاران (۲۰۱۰) دریافتند که ضربه رفتار تونل زنی از طریق ضمانت نامه های وام و قرض دهی مرتبط در شرکت های خصوصی بالاتر از شرکت های دولتی است. هم چن و همکاران و چونگ و همکاران^۳ (۲۰۱۰) اظهار داشتند که شرکت هایی که توسط دولت های مرکزی کنترل می شوند احتمالاً سرپا تر هستند، در حالی که شرکت هایی که توسط دولت های محلی کنترل می شوند احتمالاً بیشتر رفتار تونل زنی از خود نشان می دهند. لاپورتا و همکاران^۴ (۱۹۹۹)، کلاسنس و همکاران^۵ (۲۰۰۰) و فاسیو و لانگ^۶ (۲۰۰۲) مدارکی تجربی ارائه دادند که نشان می داد شرکت های متعلق به گروه های کسب و کار و کنترل شده توسط مالکان نهایی از طریق رنجیره ای از شرکت ها احتمالاً بیشتر رفتار تونل زنی دارند. سهام داران کنترلی نهایی کنترل خود را حول شرکت های سطح پایین تر در زنجیره بدون قوانین جریانات نقدی اعمال می کنند. این مورد به سهام داران کنترلی مشوق های قوی تری برای کسب مزایای خصوصی و سلب مالکیت سهام داران خرد می دهد (لیانگبو و همکاران^۷، ۲۰۱۳).

جهت نشان دادن میزان موفقیت مدیران در ایجاد و افزایش ارزش از معیارهای ارزیابی عملکرد استفاده می شود. مدیران در دنیای رقابتی امروز، دورانی را پیش رو دارند که آنها را ملزم می نماید چارچوب اقتصادی جدیدی در شرکت های خود مستقر کنند. از این رو یافتن شاخصی که بتوان با استفاده از آن عملکرد شرکت را با اطمینان نسبتاً معقولی تشریح نمود یک ضرورت است. معیار مناسب عملکرد شرکت، معیاری است که به میزان ثروت اضافی که شرکت برای سهام دارانش ایجاد می کند، توجه خاصی داشته باشد و افراد را در تصمیم گیری های مربوط به ایجاد ارزش یاری کند. عدم استفاده از معیارهای مناسب برای ارزیابی عملکرد باعث می شود ارزش یک شرکت به سمت ارزش واقعی سوق پیدا نکند، و موجب زیان دیدن یک گروه از خریداران سهام و سود فزاینده برای گروه دیگر می شود (خواجوی و همکاران، ۱۳۹۴).

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 با استفاده از مدل بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد؟

سوال پژوهش

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

فرضیه پژوهش

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

^۱ Laporta

^۲ Xu'nan

^۳ Chong et al.

^۴ Laporta et al.

^۵ Clausense et al.

^۶ Fascio and Long

^۷ Liangbo et al.

بین رفتار تونل زنی سهام داران بزرگ با عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از متغیر بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.

چارچوب نظری و مدل مفهومی

نظریه تونل زنی

دو محقق وانگ و ژو^۸ (۲۰۰۶) اثر حق کنترل و حق جریان نقدی سهام داران کنترلی بر عملکرد شرکت را از دیدگاه کنترل کننده نهایی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج این تحقیق نشان می دهد که حق کنترل، سهام داران کنترلی، اثر تونل زنی منفی حق جریان نقدی اثر مشوقی مثبت دارد. اثر تونل زنی حق کنترل از اثر مشوقی حق جریان نقدی قوی تر است. هر چه میزان تفکیک دو حق بیشتر باشد، عملکرد شرکت پایین تر است. محققان دیگر به نام لیو و همکاران^۹ (۲۰۰۸) بیان می دارند که سهام داران کنترلی از مزیت پیچیدگی ساختار هرمی بهره می گیرند و از طریق تونل زنی و پیگیری اجاره به مزیت های خصوصی حق کنترل نیز دست می یابند. این محقق ژو و همکاران^{۱۰} (۲۰۰۹) دریافت که انگیزه ی پس انداز سرمایه و تصرف پول از سوی سهام دار بزرگ به محدودیت های بودجه منتهی می گردد که دلیل اصلی سوء استفاده از بودجه و پول جمع آوری شده در شرکت های پذیرفته شده چین می باشد. محققان به نام کای^{۱۱} (۲۰۱۲) با در نظر گرفتن زمان قبل و بعد از پیش اعلان سود شرکت های پذیرفته شده، مشکل برتری اطلاعاتی سهام داران بزرگ در زمان روی آوری به معاملات داخلی را مورد تحقیق قرار داد. او دریافت که سهام داران بزرگ از این برتری اطلاعاتی بهره می گیرند. محققان به نام وی و همکاران^{۱۲} (۲۰۱۳) بر مبنای سهام داران بزرگ در شرایط کنترل خانوادگی، دریافت که سهامداران بزرگ مرتبط، اثری منفی بر ارزش شرکت به واسطه ی معاملات مرتبط دارند و هر چه سهم سهام دار بزرگ مرتبط بیشتر باشد، میزان حضور آنها در هیئت مدیره، هیئت ناظران به عنوان یک عضو بیشتر است و در نهایت معاملات مرتبط در یک نهاد خانوادگی بالاتر خواهد بود. بسیاری از مطالعات نشان دادند که سهام داران بزرگ از شرکت های پذیرفته شده به دلایل و ملاحظات خاصی حمایت می نمایند. (اوسانگ^{۱۳}، ۲۰۱۵).

مدل های ارزیابی عملکرد مالی

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. سرمایه گذاران با اتکا به سود حسابداری، عملکرد شرکت را ارزیابی کرده و پیش بینی های خود را بر آن اساس انجام می دهند. مدیران نیز از سود برای برنامه ریزی آینده شرکت استفاده می کنند. در مدل حسابداری ارزیابی عملکرد، ارزش شرکت از حاصل ضرب دو عدد بدست می آید؛ عدد اول، سود شرکت و عدد دوم، ضریب تبدیل سود به ارزش است. همانطور که پیش از این نیز بیان شد در مدل های حسابداری ارزیابی عملکرد، ارزش یک شرکت، تابعی از معیارهای مختلفی نظیر سود، سود هر سهم، نرخ رشد سود، بازده حقوق صاحبان سهام، بازده سرمایه گذاری، جریان نقدی آزاد و سود تقسیمی است. سود حسابداری، سنتی ترین معیار ارزیابی عملکرد است که برای سرمایه گذاران، سهامداران، مدیران، اعتبار دهندگان و تحلیل گران اوراق بهادار از اهمیت زیادی برخوردار است. سود حسابداری که با فرض تعهدی محاسبه می شود به نظر بسیاری از پژوهشگران مانند لهن و ماخیاچا؛ چن و داد؛ ورثینگتون و وست یکی از مهمترین معیارهای سنجش عملکرد محسوب می شود. با توجه به مزیت در دسترس بودن اطلاعات مورد نیاز در این مدل ها و آسانی محاسبات مربوط به آن، این گروه از معیارهای ارزیابی عملکرد به شکل گسترده ای توسط استفاده کنندگان از اطلاعات مالی، مورد استفاده قرار می گیرد. بررسی های انجام شده توسط پژوهش گران نیز نشان می دهد که سود حسابداری و اطلاعات به دست آمده از آن، اطلاعات مفیدی را در اختیار استفاده کنندگان قرار می دهد که در تصمیم گیریهای آنها بسیار مؤثر است (مهدوی و حسینی، ۱۳۸۷).

^۸ Wang and Zhou

^۹ Liu et al.

^{۱۰} Zhou et al

^{۱۱} Kai

^{۱۲} He et al.

^{۱۳} Avsang

مطالعات پیشین شواهدی در مفید بودن نرخ‌های بازده حسابداری ارائه کرده‌اند (جاکوبسن^{۱۴}، ۱۹۸۷، لندسمن و شاپیرو^{۱۵}، ۱۹۹۵). با وجود تحقیق گسترده بر محتوای اطلاعاتی نرخ‌های بازده حسابداری، سؤال در مورد این که آیا معیارهای مبتنی بر سود نسبت به معیارهای مبتنی بر بازافت وجه نقد در تبیین عملکرد اقتصادی ارجحیت دارند یا خیر، هنوز بی‌پاسخ است. دجو^{۱۶} (۱۹۹۴) و سابرامانیام و ونکاتچالام^{۱۷} (۲۰۰۷)، دریافتند که سود بر جریان‌ات وجه نقد در تبیین عملکرد اقتصادی برتری دارد، در حالی که بارث و همکاران (۲۰۰۱)، و بورگ تاهلر و همکاران (۱۹۹۹)، اولویت جریان‌ات وجه نقد عملیاتی را ثابت کردند. در حقیقت سابرامانیام و نکاتچالام (۲۰۰۷)، بیان کردند که معیار سود و معیار جریان وجه نقد عملیاتی هیچ کدام ارزشمند نیستند، زیرا معیارهای مبتنی بر سود همراه با خطای اندازه‌گیری ناشی از مفروضات زیربنایی تعیین اقلام تعهدی^{۱۸} و ثبت‌های مجاز در استانداردهای حسابداری پذیرفته شده عمومی می‌باشند و معیار مبتنی بر جریان وجه نقد عملیاتی سرمایه‌گذاری در دارایی‌های عملیاتی را نادیده می‌گیرد (سابرامانیام و نکاتچالام، ۲۰۰۷).

ب) مدل های اقتصادی ارزیابی عملکرد

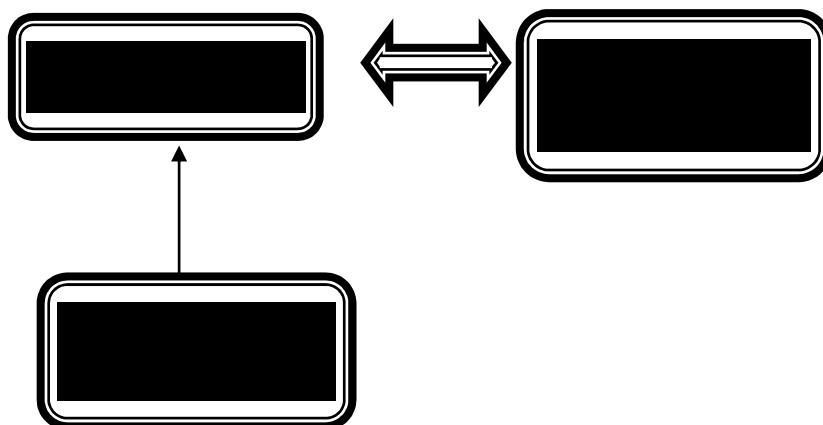
همانطور که در بخش مربوط به مدل های حسابداری ارزیابی عملکرد نیز بیان شد علیرغم کاربردهای مختلف سود حسابداری، برخی معتقد بودند که سود حسابداری معیار مناسبی برای ارزیابی عملکرد شرکت نیست؛ برای مثال، با استفاده از هر یک از روشهای مختلف ارزیابی، اندازه گیری و شناسایی موجودی کالا، مخارج پژوهش و توسعه و استهلاک دارایی های ثابت، مبلغ سود نیز متفاوت خواهد بود در حالی که این تفاوت به دلیل نحوه عملکرد نیست؛ بلکه به دلیل استفاده از روشهای مختلف حسابداری است. معرفی معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد، نتیجه تلاش پژوهشگران برای رفع نارسایی های مدل های مبتنی بر اعداد حسابداری است. 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 افزوده 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:



^{۱۴} Jacobson

^{۱۵} Landsman and Shapiro

^{۱۶} - Dechow

^{۱۷} - Subramanyam and Venkatachalam

^{۱۸} - Accruals

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:

جامیسون و همکاران^{۱۹} (۲۰۱۴)، در تحقیقی به بررسی سهامداران کنترلی، ساختار هیئت و عملکرد شرکت، شواهدی از هند پرداختند. این محققین بر این باور بودند که سودها و هزینه هایی از سوی سهامداران تأثیری مانند خانواده و موسسان شرکت برای مالکیت اوراق قرضه کنترلی وجود دارد. اکثر متون ادبی موجود به اثرات کنترل خانواده پرداخته اند. بحث در مورد این مزایا و هزینه ها در ادبیات به شدت بر اثراتی که اوراق قرضه کنترلی بر تعارضات خاصی در حاکمیت شرکتی دارد تمرکز کرده اند. شرکت های خانوادگی ایالات متحده از شرکت های غیرخانوادگی با ارزش ترند. خصوصاً وقتی که نسبت مدیران مستقل بیشتر است. چون مدیران مستقل تعارضات نمایندگی مربوط به کنترل خانوادگی را تعدیل می کنند. سهامداران نهادی شرکت های ایالات متحده تمایل دارند مدیریت را کنترل کنند و در زمانی که آن ها تصمیم هایی که ارزش را کاهش می دهد اتخاذ می کنند به اصلاح آن ها بپردازند. در شرکت هایی که ساختار های حاکمیت اجباری به طور کارآمد منافع سهامداران اقلیت را به نمایش می گذارد، عملکرد شرکت بهبود می یابد. چن و همکاران^{۲۰} (۲۰۱۴)، در تحقیقی به بررسی سهامداران کنترلی و عملکرد شرکت در تایوان (نقش ترکیب خارجی و حاکمیت درونی) پرداختند. رقابت بازار محصول یک عامل حاکمیت بیرونی موثر در نظارت بر مدیریت و کاهش تعارضات نمایندگی به حساب می آید. نتایج نشان می دهد که رقابت خارجی در کاهش اثر جداسازی، حاکمیت درونی غالب و موثرتر است. ترتیب قدرت برای از بین بردن اثر جداسازی از مالکیت کنترلی، «رقابت خارجی قوی و حاکمیت درونی قوی» و رقابت خارجی ضعیف و حاکمیت درونی ضعیف می باشد. می توانیم کارآیی رقابت بازار محصول خارجی را تایید کنیم. در تایوان رقابت خارجی بهتر از مکانیزم حاکمیت درونی می تواند از سهامداران اقلیتی در برابر بهره کشی سهامدار کنترلی حمایت می کند. دو و همکاران^{۲۱} (۲۰۱۳) در تحقیقی به بررسی تونل زنی و تصمیم به خصوصی شدن در شرکت های هنگ کنگی پرداختند. آنها نمونه ای از معاملات خصوصی سازی در بورس سهام هنگ کنگ از سال ۱۹۸۹ تا ۲۰۰۸ را مورد بررسی قرار دادند. شرکت های خصوصی شده پیش از اعلان معاملات خصوصی سازی، بازده های غیر عادی منفی بزرگی را تجربه کرده اند. نتایج و شواهد نشان می دهد که سهام داران کنترلی به شدت در سال قبل از خصوصی سازی به قبول معاملات مرتبط روی می آورند که کاهش ارزش و ضرر و عملکرد پایین بازده سهام منتهی می گردد. وقتی قیمت سهام کاهش پیدا می کند و قابلیت مشهودیت مالی پایین باقی می ماند، سهام داران کنترلی دیگر نام بودن را به نفع خود نمی بینند و به طرح خصوصی سازی روی آوردند. جهت کاهش هزینه های غرامتی خصوصی سازی، سهام داران کنترلی و سایر افراد داخلی با استفاده از معاملات داخلی، سهام خود را قبل از افشای عمومی طی خصوصی سازی افزایش می دهند که این امر به کاهش صرف پرداخت به سهام داران اقلیت را بعد از افشای طرح خصوصی سازی کمک می نماید. طی این فرآیند سهام داران کنترلی به طور عمومی طرح خصوصی سازی را افشا کرده و منافع سهام داران اقلیت را با خصوصی سازی به چنگ می آورند. لیانگبو و همکاران^{۲۲} (۲۰۱۳) در مطالعه ای به بررسی روابط سیاسی مدیران موسس و اثر آنها بر تونل زنی پرداختند. در این پژوهش اثر روابط سیاسی و وضعیت موسس بر تونل زنی در شرکت های پذیرفته شده چینی از سال ۲۰۰۴ تا ۲۰۰۹ مورد بررسی قرار گرفت. با طبقه بندی روابط سیاسی به سه بعد دارای دو گروه مالکیت کنترلی، آنها دریافتند که روابط کلی سیاسی به طور منفی با تونل زنی شرکت های خصوصی مرتبط است. این رابطه در مورد شرکت هایی با مالکیت دولتی مثبت است. نوع CPC/PPCC^{۲۳} روابط، احتمال می رود که از شرکت ها در برابر تونل زنی حمایت نماید. این در حالی است که نوع رسمی روابط تونل زنی از شرکت ها را تسهیل می بخشد. اثر بین دو نوع روابط سیاسی بر تونل زنی در سطح مرکزی قوی تر است. روابط سیاسی رئیس هیئت مدیره، نسبت به روابط سیاسی مدیران ارشد اجرایی تأثیر بیشتری بر تونل زنی می گذارد. هم چنین، آنها اظهار داشتند شرکت های دارای مدیران موسس نسبت به شرکت های بدون مدیر موسس، مقاومت بیشتری

^{۱۹} et al. & Jamayson

^{۲۰} Chen & et al.

^{۲۱} Du & et al.

^{۲۲} Liangbo et al.

^{۲۳} Chinese People's Congress (CPC) and Chinese People's Political Consultative Conference (CPPCC)

به تونل زنی دارند. نتایج کار آنها نشان می دهد مشوق های بسیاری از مدیران متفاوت در مورد تونل زنی بر انگیزه ی آنها برای ایجاد روابط سیاسی مرتبط بستگی دارد.

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

صادقی و همکاران (۱۳۹۰)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس با استفاده از سیستم معادلات همزمان پرداختند. این محققین بیان داشتند از زمانی که مالکیت از مدیریت تفکیک شده، نظارت بر مدیران بسیار دشوار گردیده است. بدین ترتیب استقرار مناسب سازوکارهای راهبری شرکتی، اقدامی اساسی برای استفاده بهینه از منابع، ارتقای پاسخگویی، شفافیت، رعایت انصاف و حقوق همه ذی نفعان شرکت است. به طور کلی، آزمون فرضیه های پژوهش، بیانگر آن است که در بورس اوراق بهادار تهران، تمرکز و ساختار مالکیت تأثیری بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۸۷-۸۲ ندارد. البته، این عدم تأثیرپذیری عملکرد از مالکیت را می توان به تمرکز اکثریت سهام شرکت ها در دست ۴ الی ۵ شرکت دانست که سهام شرکت ها در بازار حالت رقابتی نداشته، بازار کارا عمل نخواهد کرد. اما عملکرد شرکت تأثیر معنی دار و مثبت بر ساختار مالکیت شرکت ها دارد، بدین صورت که هر چقدر عملکرد شرکت بهتر می شود، ساختار مالکیت هم متمرکزتر می شود. همچنین، از آزمون فرضیه فرعی نیز چنین بر می آید که اندازه شرکت تأثیر منفی بر عملکرد شرکت دارد که علت آن این است که با بزرگتر شدن شرکت ها، نظارت بر آنها دشوارتر و عملکرد شرکت بدتر می شود. استا (۱۳۹۰)، به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس با استفاده از سیستم معادلات همزمان پرداختند. هدف این محققین بررسی ساختار مالکیت شرکت بر شیوه مدیریت سود است. در این پژوهش ساختار مالکیت به چهار طبقه مالکیت نهادی، شرکتی، مدیریتی و خارجی طبقه بندی شده است. نتایج تحقیق بیانگر این است که رابطه منفی معناداری بین مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی با مدیریت سود وجود دارد، اما بین مالکیت شرکتی و مدیریت سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. سرکانی و همکاران (۱۳۸۹) در تحقیقی به بررسی تأثیر پذیر عملکرد قیمتی سهام از ساختار مالکیت در طول بازار سرمایه پرداختند. آنها بیان داشتند ساختار مالکیت یکی از عوامل تعیین کننده نظام حاکمیت شرکتی است. آنها در این پژوهش به دنبال پاسخگویی به این پرسش بودند آیا عملکرد قیمتی سهام می تواند بر ساختار مالکیت در طول بحران بازار سرمایه تأثیر بگذارد یا خیر؟ یافته ها نشان دادند که ساختار مالکیت متمرکز، تعداد سهام داران عمده و تعداد سهام داران مالی بر عملکرد قیمتی سهام در طول دوره بحران مالی از عوامل تأثیرگذار در نظر گرفته می شوند. عملکرد قیمتی سهام رابطه مثبت با ساختار مالکیت، تمرکز مالکیت و تعداد سهامداران مالی دارد. زکلیکی و همکاران (۱۳۸۷)، در مقاله ای به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران پرداختند. تضاد منافع سهامداران با مدیریت یکی از موضوعات مهمی است که طی دهه های اخیر مورد توجه محققین بوده است. بررسی ها با استفاده از تحلیل واریانس و رگرسیون نشان می دهد که با افزایش تعداد سهامداران عمده، بازده حقوق صاحبان سهام شرکت ها افزایش می یابد. یافته نهایی تحقیق موبدآن است که ترکیبی از دو بخش خصوصی و دولتی در ترکیب مالکیت شرکت در افزایش سودآوری شرکت مثرالشمز بوده است، به عبارتی دولت به عنوان یک ارگان کنترلی در بهبود بازده ROE شرکت ها تأثیرگذار بوده است. هم چنین عملکرد شرکت های مورد بررسی بیشتر تحت تأثیر شرایط اقتصادی کشور و نوع صنعت است تا اینکه متأثر از اقدامات و تصمیمات مدیریتی باشد

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

$$PERF_{it} = \beta_0 + \beta_1 FIRST_{it} + \beta_2 FIRST_{it}^2 + \beta_3 AFFIL \times FIRST_{it} + \beta_4 LEVER_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 TANG_{it} + \beta_7 RISK_{it} + \beta_8 GROW_{it} + \varepsilon_{it}$$

-متغیر وابسته: عملکرد مالی

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

ROE: بازده حقوق صاحبان سهام. برابر است با درصد سود خالص تقسیم بر حقوق صاحبان سهام 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 ؛

$FIRST_{it}^2$: 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 فرضیه های تحقیق

در این بخش، ابتدا الگوی لازم برای تخمین مدل تعیین گردیده و سپس مدل تحقیق برآورد و نتایج حاصل از آن تفسیر می شود. در نتیجه برازش مدل، نتایج فرضیه های تحقیق ارائه می گردد. همچنین آزمون مفروضات آماری مربوط به مدل شامل استقلال باقیمانده ها ارائه می گردد. پیش از برازش مدل رگرسیونی به منظور تعیین تابلویی و یا تلفیقی بودن مدل، از آزمون چاو یا F مقید استفاده می شود. فرضیه صفر آماری در آزمون 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 چاو (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
-----	-------	-------------	--------------	-------

تلفیقی	۰,۲۱۶۶	۱,۱۱۶۵۵۶	چاو	(۱-۱)
-	-	-	هاسمن	

با توجه به سطح معناداری آزمون چاو و هاسمن، نتایج به دست آمده بیان گر این است که برای مدل روش مناسب، داده های تلفیقی و روش مناسب تری می باشد.

نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیونی (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 ارائه 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)

$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 FIRST_{it} + \beta_2 FIRST_{it}^2 + \beta_3 AFFIL \times FIRST_{it} + \beta_4 LEVER_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 TANG_{it} + \beta_7 RISK_{it} + \beta_8 GROW_{it} + \varepsilon_{it}$						
متغیر وابسته: بازده دارایی ها (ROE_{it})						
نتیجه	VIF	سطح معنی دار	آماره تی استیودنت	ضریب	نماد	متغیرهای مستقل و کنترلی
تایید	-	۰,۰۰۰۰	۸,۷۳۷۸۱۶	۳,۶۸۶۳۷۹	β_0	عرض از مبدا
تایید	۱,۰۳۹۴۶۰	۰,۰۰۰۰	-۷,۶۵۲۹۶۳	-۰,۱۲۸۳۸۵	$FIRST$	نسبت سهام بزرگ ترین سهام دار
تایید	۱,۰۴۵۷۸۷	۰,۰۰۳۱	۲,۹۵۴۵۴۲	۰,۰۰۰۱۶۹	$FIRST^2$	مربع نسبت سهام بزرگ ترین سهام دار
تایید	۴,۱۹۹۵۸۲	۰,۰۱۱۸	-۲,۵۱۸۵۶۴	-۰,۰۰۲۸۲۸	$AFFIL * FIRST$	بزرگ ترین سهامدار قبلی در بزرگ ترین سهام دار
تایید	۱,۰۴۳۵۸۹	۰,۰۰۰۰	-۱۰,۸۱۵۵۶	-۲,۰۴۱۳۴۰	$LEVER$	اهرم مالی
تایید	۱,۰۸۰۲۷۱	۰,۰۰۰۰	-۵,۱۳۲۱۴۸	-۰,۱۵۳۶۷۲	$SIZE$	اندازه شرکت
تایید	۱,۰۳۲۸۶۰	۰,۰۰۰۰	-۵,۵۵۷۳۵۷	-۱,۳۴۵۹۱۸	$TANG$	نسبت دارایی های محسوس
تایید	۱,۰۲۳۳۵۳	۰,۰۰۰۰	-۶,۰۳۶۸۲۵	-۰,۰۹۷۴۰۹	$RISK$	ریسک
رد	۱,۰۳۲۳۲۲	۰,۵۹۱۵	-۰,۵۳۶۷۱۳	-۰,۰۰۳۹۶۳	$GROW$	رشد
۱,۹۴۷۷۳۲		دوربین - واتسون (D-W)		۰,۳۹۰۸۳۵	ضریب تعیین (R^2)	
۳۰,۰۳۱۶۷		آماره F		۰,۳۸۵۵۰۸	ضریب تعیین تعدیل شده ($Adj.R^2$)	

	(سطح معنی دار)	(۰/۰۰۰)	
آماره آزمون آرچ	۰,۰۰۱۶۲۴	سطح معناداری	۰,۹۶۷۹

برای بررسی خوبی مدل، معمولاً از معیارهای ضریب تعیین (R^2)، ضریب تعیین تعدیل شده ($Adj. R^2$) و دوربین-واتسون ($D-W$) و برای بررسی معنی داری مدل نیز از آماره F استفاده می‌شود. همان طور که در جدول (۴-۴) مشاهده می‌شود، مقدار ضریب تعیین برابر 0.390835 و ضریب تعیین تعدیل شده برابر 0.385508 می‌باشد و بدین معنی می‌باشد که قدرت توضیح دهنده و برازش مدل در سطح خوبی قرار دارد. آماره دوربین - واتسون برابر با 1.947732 می‌باشد، و از آن جایی که بازه $1/5$ تا $2/5$ 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 30.3167 و مقدار احتمال آن نیز برابر 0.000 می‌باشد و از آن جایی که مقدار احتمال آن کمتر از 0.05 است، لذا معنی داری مدل تایید می‌شود. هم چنین، با توجه به اینکه مقدار VIF کمتر از 10 مورد قبول می‌باشد، در نتیجه عدم همخطی بین متغیرهای تحقیق پذیرفته می‌شود. 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 0.05 برآورد شده ($P-Value = 0.9679$) که نشان از همسانی واریانس اجزای خطای مدل در سطح خطای 0.05 دارد.

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

❖ از آن جایی که مقدار به دست آمده برای سطح معناداری متغیر نسبت سهام بزرگ ترین سهام دار ($FIRST$) (0.0000) پایین تر از 0.05 می‌باشد، بنابراین می‌توان فرض مخالف را رد کرد. به این ترتیب می‌توان 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 5 درصد تایید می‌شود. بیشتر اینکه، ضریب به دست آمده برای این متغیر ($\beta = -0.128385$) منفی می‌باشد که نشان می‌دهد این ارتباط معکوس و معنادار می‌باشد.

❖ از آن جایی که مقدار به دست آمده برای سطح معناداری متغیر مربع نسبت سهام بزرگ ترین سهام دار ($FIRST_2$) (0.0031) پایین تر از 0.05 می‌باشد، بنابراین می‌توان 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 ($AFFIL*FIRST$) (0.0118) پایین تر از 0.05 می‌باشد، بنابراین می‌توان گفت اینکه بزرگ ترین سهامدار در گذشته نیز دارای بالاتری سهام بوده، دارای ارتباط معناداری با بازده حقوق صاحبان سهام می‌باشد. بیشتر اینکه، ضریب به دست آمده برای این متغیر ($\beta = -0.02828$) منفی می‌باشد که نشان می‌دهد این ارتباط معکوس و معنادار می‌باشد.

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

❖ از آن جایی که مقدار به دست آمده برای سطح معناداری متغیر نسبت سهام بزرگ ترین سهام دار ($FIRST$) (0.0066) پایین تر از 0.05 می‌باشد، بنابراین می‌توان فرض مخالف را رد کرد. به این ترتیب می‌توان 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 5 درصد تایید می‌شود. بیشتر اینکه، ضریب به دست آمده برای این متغیر ($\beta = -0.13143$) منفی می‌باشد که نشان می‌دهد این ارتباط معکوس و معنادار می‌باشد.

❖ از آن جایی که مقدار به دست آمده برای سطح معناداری متغیر مربع نسبت سهام بزرگ ترین سهام دار ($FIRST_2$) (0.5039) بالاتر از 0.05 می‌باشد، بنابراین می‌توان 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 ($AFFIL*FIRST$) (0.0393) پایین تر از 0.05 می‌باشد، بنابراین می‌توان 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 ($\beta = -0.14687$) منفی می باشد که نشان می دهد این ارتباط معکوس و معنادار می باشد.

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 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 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.

پیشنهادهای

- ۱- استفاده از مدل ها و روش های دیگری برای اندازه گیری عملکرد مالی همانند بازده سرمایه گذاری و بازده فروش و بررسی ارتباط آن با رفتار تونل زنی.
- ۲- انجام تحقیق حاضر به تفکیک صنایع موجود در بورس اوراق بهادار تهران به منظور کنترل تأثیر صنعت.
- ۳- بررسی تأثیر رفتار تونل زنی سهامداران بر بازده دارایی ها و بازده سرمایه گذاری شرکت.
- ۴- بررسی اثر تعدیل کنندگی نظارت خارجی بر رابطه بین رفتار تونل زنی سهامداران و عملکرد مالی شرکت ها.
- ۵- بررسی تأثیر مالکیت مدیریت بر ارتباط بین رفتار تونل زنی سهامداران و عملکرد مالی شرکت ها.

- احمدپور، احمد، ابراهیمی، مهرداد (۱۳۹۱)، بررسی برخی از متغیرهای اثرگذار بر محافظه کاری، پژوهش های تجربی حسابداری، سال دوم، شماره ۶، صص ۱۹-۳۱.
- استا (۱۳۹۰)، رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس با استفاده از سیستم معادلات همزمان "فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۳ شماره ۱۷، صص ۲۱-۳۸.
- بابایی زکلیکی، محمدعلی، احمدوند، ژیل، (۱۳۸۷)، بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران، تحقیقات مالی، دوره ۱۰، شماره ۲۶، صص ۴۱-۶۰.
- سرکانی، سید یوسف، نوری فرد، یداله، پوربرات، فریده، (۱۳۸۹) "به بررسی تاثیر پذیر عملکرد قیمتی سهام از ساختار مالکیت در طول بازار سرمایه "فصلنامه پژوهشگر، شماره ۵، صص ۷۰-۸۵.
- صادقی، حسین و رحیمی، پریسا (۱۳۹۰) "رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" مجله حسابداری مالی سال چهارم، شماره ۴ صص ۸۹-۱۰۲.
- 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.
- Feng Xu'nan, (۲۰۱۱), Dividends and tunneling: evidence from family firms in China , *China Finance Review International*, Vol. ۱ Iss ۲ pp. ۱۵۲ - ۱۶۷
- Laporta, Y., (۲۰۱۲), " Reporting incentives for accounting conservatism, evidence from asset and equity tunneling" The current issue and full text archive of this journal is emerald.
- Liu, Y.Y., Li , H.M, (۲۰۱۵), Negative media coverage, law environment and tunneling of controlling shareholder", *China Finance Review International*, Vol. ۵ Iss ۱ pp. ۳-۱۸
- Liangbo, M., Shiguang, M., Gary, T, (۲۰۱۳), Political connections, founder-managers, and their impact on tunneling in China's listed firms, *Pacific-Basin Finance Journal* ۲۴, pp. ۳۱۲-۳۳۹.
- Wang, k., Xiao, x, (۲۰۱۱), Controlling shareholders' tunneling and executive
- Zhao, sh & Qian, J., (۲۰۱۱), " Shareholder Rights and Tunneling: Evidence from a Quasi-Natural Experiment" *Shanghai Univ. of Finance & Economics*.