

بررسی رابطه رفتار تونل زنی سهام داران بزرگ با عملکرد مالی (متغیر کیوتوبین) 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 مقاله بررسی رابطه رفتار تونل زنی سهام داران بزرگ با عملکرد مالی با استفاده از مدل رگرسیونی متغیر کیوتوبین در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. 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 و محققان بسیار است. 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 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، کیوتوبین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مقدمه

یکی از مهم ترین عوامل تاثیرگذار بر کنترل و اداره شرکت ها ترکیب مالکیت و به خصوص تمرکز مالکیت سهام شرکت ها در دست سهامداران عمده می باشد. چنین سهامدارانی درصد قابل توجهی از سهام شرکت را در اختیار دارند که به نوبه خود می توانند اداره شرکت را در دست بگیرند. در مقابل سهامداران خرد تمایل چندانی به کنترل و نظارت بر مدیران ندارند. زیرا در این صورت مجبور می شوند تا

هزینه های کنترل را به تنهایی تقبل نمایند، در حالی که سهم اندکی در سود شرکت دارند. وقتی تمرکز بالای مالکیت وجود دارد، امکان نظارت و کنترل بهتر بر عملکرد مدیریت شرکت فراهم می گردد (واعظ و همکاران، ۱۳۹۳).

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 براحتهی 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^۱ 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 دقیقاً مشابه با سهام داران کوچک نمی باشد. در چنین شرایط و محیطی، سهامداران بزرگ مزایای سهام داران متوسط و کوچک را با استفاده از تئانی 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 استفاده از مدل رگرسیونی متغیر کیوتوبین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران 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:

بین رفتار تونل زنی سهام داران بزرگ با عملکرد مالی با استفاده از مدل رگرسیونی متغیر کیوتوبین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق 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 دقیقاً مشابه با سهام داران کوچک نمی باشد. در چنین شرایط و محیطی، سهامداران بزرگ مزایای سهام داران متوسط و کوچک را با استفاده از تباری 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 محققان به نام کلاسنز و همکاران^۲ (۲۰۰۲) بر روی هشت اقتصاد آسیای شرقی نشان می دهد که 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 محققان 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، محققان به نام چنگ و همکاران^۴ (۲۰۰۹) دریافتند که اکتساب دارایی، فروش دارایی، ارائه حق و سایر معاملات مدیریتی به سهام دار کنترلی از سوی شرکت های 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 بررسی 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 مدل های حسابداری و مدل های اقتصادی تقسیم کرد.

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.

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

در پژوهش انجام شده توسط جینگیز و همکاران محتوای اطلاعاتی شکل های مختلف سود حسابداری مورد ارزیابی قرار گرفته است که نشان می دهد سود هر سهم در تمام اشکال محاسبه 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 روش های مختلف.
- ۲- رویه های عمومی پذیرفته شده حسابداری، عدم یکنواختی را در اندازه گیری سود در شرکت های مختلف مجاز می کند.
- ۳- با تغییرات سطح قیمت ها سود اندازه گیری شده با واحد پول تاریخی، تغییر می کند.
- ۴- به دلیل کاربرد اصل بهای تمام شده و تحقق درآمد، ارزش فروش تحقق نیافته دارایی هایی که در یک دوره 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 می دهد که معیارهای حسابداری مبتنی بر سود حسابداری نمی تواند به عنوان تنها معیار و مبنای ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار گیرد (نمازی، ۱۳۹۰).

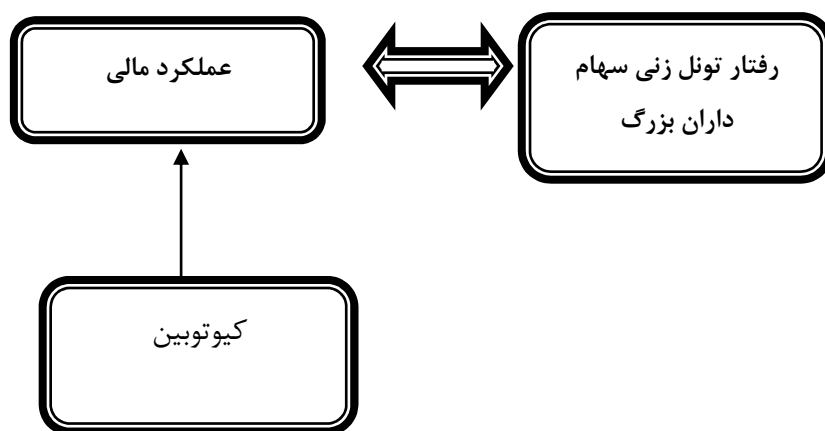
ب) مدل های اقتصادی ارزیابی عملکرد

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 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:



نمودار (۱) مدل مفهومی پژوهش

پیشینه تحقیق

پیشینه تحقیق در پژوهش حاضر به دو بخش پیشینه داخلی و خارجی تقسیم می شود که در جداول ذیل به آن اشاره شده است.

جدول (۱) پژوهش های انجام شده پیرامون موضوع در خارج از کشور

موضوع تحقیق	سال	پژوهشگران	نتایج
۱ پوشش منفی رسان، محیط قانونی و تونل زنی سهام داران کنترلی	۲۰۱۵	لی و همکاران	➤ پوشش منفی رسانه اثری بیشتر و بزرگ تری بر تونل زنی در شرکت های پذیرفته شده غیر دولتی دارد. پژوهش ➤ پوشش منفی رسانه اثری بیشتر بر تونل زنی مناطقی که محیط قانونی و حقوقی بهتر دارند، اعمال می نماید. ➤ کاهش رفتار تونل زنی سهام داران کنترلی می تواند عملکرد شرکت را بهبود بخشد و این بهبود در شرکت های دارای مالکیت غیر دولتی و مناطقی که محیط قانونی بهتر دارند، معنادارتر و چشمگیرتر است.
۲ نظارت یا تونل زنی سهام داران بزرگ	۲۰۱۵	اوسانگ	➤ اگر سهام داران بزرگ هیچ منصب و پستی در شرکت های پذیرفته شده نداشته باشند، یک ارتباط (یو) U معکوس میان نسبت سهام سهام دار بزرگ و عملکرد شرکت وجود دارد. ➤ نسبت های متفاوت سهام خبر از عدم کفایت و یا مازاد بودن نظارت شرکت از سوی سهام داران بزرگ می باشد.
۳ شبکه های هیئت مدیره مستقل و رفتار تونل زنی سهام داران کنترلی	۲۰۱۴	چن و همکاران	➤ رفتار تونل زنی سهام داران کنترلی به طور منفی با مرکزیت شبکه مدیران مستقل مرتبط است و این رابطه در شرایطی که اشتغال صندوق سرمایه غیر عملیاتی به عنوان معیار تونل زنی به کار می رود، شدیدتر است. ➤ 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.
۴ تونل زنی و تصمیم به خصوصی شدن	۲۰۱۳	دو و همکاران	➤ 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. ➤ خصوصی سازی مکانیزمی برای کاهش تعارضات میان سهام داران و مدیریت حاکمیت بر سر منافع می باشد. ➤ خصوصی سازی شرکت های پذیرفته شده، نتیجه ی فعالیت های تونل زنی سهام داران کنترلی است. ➤ 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.
۵ روابط سیاسی- مدیران موسس و اثر آنها بر تونل زنی	۲۰۱۳	لیانگبوما و همکاران	➤ روابط کلی سیاسی به طور منفی با تونل زنی شرکت های خصوصی مرتبط است. ➤ اثر بین دو نوع روابط سیاسی بر تونل زنی در سطح مرکزی قوی تر است.

جدول (۲-۲) پژوهش های انجام شده پیرامون موضوع در داخل کشور

ردیف	موضوع تحقیق	سال	پژوهشگران	نتایج
۱	بررسی انگیزه های گزارشگری برای محافظه کاری حسابداری، شواهدی از تونل زنی دارایی و سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران	۱۳۹۴	سلیمانی و همکاران	➤ 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.
۲	ارزیابی تاثیر ابعاد کنترلی و شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکت ها	۱۳۹۱	حساس یگانه و همکاران	➤ تقسیم سود نتیجه کیفیت حاکمیت شرکتی است؛ یعنی با افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی، میزان سود تقسیمی نیز افزایش پیدا می کند.
۳	تقسیم سود نتیجه کیفیت حاکمیت شرکتی است؛ یعنی با افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی، میزان سود تقسیمی نیز افزایش پیدا می کند.	۱۳۹۱	تاش و همکاران	➤ 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 درصد سهام بزرگترین سهامدار شرکت می باشد رابطه معنادار و مثبت با عملکرد شرکت وجود دارد.
۴	بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس با استفاده از سیستم معادلات همزمان	۱۳۹۰	صادقی و همکاران	➤ 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. ➤ 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.

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:

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 ؛

$FIRST_{it}^2$: 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. هم چنین 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 چار (F لیمر) و هاسمن در جدول زیر ارائه شده است.

جدول ۳- نتایج آزمون چاو برای مدل رگرسیونی پژوهش

مدل	آزمون	مقدار آماره	سطح معناداری	نتیجه
۱	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 بیان گر این است که برای مدل روش مناسب، روش داده های پانلی با اثرات ثابت روش مناسب تری می باشد.

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

مدل رگرسیونی 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 ارائه شده است. ضمن اینکه، آزمون های دیگری نیز مورد بررسی قرار گرفته که در ادامه تشریح می شوند:

جدول ۴- نتایج آزمون مدل رگرسیونی دوم (متغیر وابسته: کیوتوبین)

$TOBIN_Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 FIRST_{it} + \beta_2 FIRST_{it}^2 + \beta_3 AFFIL \times FIRST_{it} + \beta_4 LEVER_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 TANG_{it} + \beta_7 RISK_{it} + \beta_8 GROW_{it} + \varepsilon_{it}$						
متغیر وابسته: بازده دارایی ها ($TOBIN_Q_{it}$)						
نتیجه	VIF	سطح معنی دار	آماره تی استیودنت	ضریب	نماد	متغیرهای مستقل و کنترلی
تایید	-	۰,۰۰۰۰	۲۷,۸۰۹۹۷	۲,۷۷۳۵۲۷	β_0	عرض از مبدا
تایید	۱,۰۳۸۴۱۲	۰,۰۰۶۶	-۲,۷۱۹۲۵۹	-۰,۰۱۳۱۴۳	$FIRST$	نسبت سهام بزرگ ترین سهام دار
رد	۱,۰۴۵۲۶۵	۰,۵۰۳۹	۰,۶۶۸۳۳۹	۹,۰۳E-۰۶	$FIRST_2$	مربع نسبت سهام بزرگ ترین سهام دار
تایید	۴,۱۹۹۵۸۲	۰,۰۳۹۳	-۲,۰۶۱۳۴۵	-۰,۰۱۴۶۸۷	$AFFIL * FIRST$	بزرگ ترین سهامدار قبلی در بزرگ ترین سهام دار
تایید	۱,۰۴۳۵۸۹	۰,۰۰۰۰	-۱۶,۶۹۴۷۷	-۰,۷۴۴۸۷۲	$LEVER$	اهرم مالی
تایید	۱,۰۸۰۲۷۱	۰,۰۰۰۰	-۷,۰۰۵۸۷۴	-۰,۰۴۹۵۹۰	$SIZE$	اندازه شرکت
تایید	۱,۰۳۲۸۶۰	۰,۰۰۰۰	۵,۳۳۹۵۲۹	۰,۳۰۵۶۹۵	$TANG$	نسبت دارایی های محسوس
تایید	۱,۰۲۳۳۵۳	۰,۰۰۰۵	-۳,۴۶۱۵۲۵	-۰,۰۱۳۲۰۴	$RISK$	ریسک
تایید	۱,۰۳۲۳۲۲	۰,۰۲۷۰	۲,۲۱۲۴۶۸	۰,۰۰۳۸۶۲	$GROW$	رشد
۱,۸۱۰۱۴۰		دوربین - واتسون (D-W)		۰,۷۰۶۷۵۰	ضریب تعیین (R^2)	
۲۱,۹۳۳۳۸۶ (۰/۰۰۰)		آماره F (سطح معنی دار)		۰,۶۰۳۸۱۴	ضریب تعیین تعدیل شده ($Adj.R^2$)	
۰,۳۷۵۰		سطح معناداری		۰,۷۸۷۰۶۰	آماره آزمون آرچ	

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 ۰/۷۰۶۷۵۰ و ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۶۰۳۸۱۴ می‌باشد و بدین معنی می‌باشد که قدرت توضیح دهنده‌گی 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 معنی داری مدل تایید می‌شود. هم چنین، با توجه به اینکه مقدار VIF کمتر از ۱۰ 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 ۰/۰۵ برآورد شده ($P\text{-Value} = ۰/۳۷۵۰$) که نشان از همسانی واریانس اجزای خطای مدل در سطح خطای ۰/۰۵ دارد.

نتیجه گیری

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 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. 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 (۰/۳۹۳) پایین تر از ۰/۰۵ می باشد، بنابراین می توان گفت اینکه بزرگ ترین سهامدار در گذشته نیز دارای بالاترین 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.

پیشنهادهای

بر اساس یافته های 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 اوراق بهادار تهران، به سرمایه گذاران و فعالان بازار سرمایه پیشنهاد می شود 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 مدل های تصمیم گیری 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 عملکرد 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 (خصوصاً عمده) دقت بیشتری داشته باشند. چراکه افزایش آن می تواند منجر به کاهش عملکرد مالی شرکت گردد.

منابع فارسی

- 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.
- شهیکي 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.
- 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 ۱۰۲-۸۹.
- 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 Qتوین 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.
- واعظ، سید علی، قلمبر، محمدحسین، قنواتی، نسرین، رحمانی، فاطمه. (۱۳۹۳)، "بررسی رابطه تمرکز مالکیت و ساختار هیأت مدیره با کارایی مدیریت سرمایه در گردش ". فصلنامه علمی -پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی سال دوم، شماره چهارم، شماره (۴)، صص ۵۶-۶۹.

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
- Du, j., He, Q., Yuen, S.W, (۲۰۱۳), Tunneling and the decision to go private: Evidence from Hong Kong, *Pacific-Basin Finance Journal* ۲۲, pp. ۵۰-۶۸
- Du, J., He., Q., Yuen, S., (۲۰۱۳), Tunneling and the decision to go private: Evidence from Hong Kong, *Pacific-Basin Finance Journal*, ۲۲, ۵۰-۶۸.
- 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.
- 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.
- Liangbo, M., Shiguang, M., Tian, G., (۲۰۱۳), Political connections, founder-managers, and their impact on tunneling in China's listed firms, *Pacific-Basin Finance Journal*, ۲۴, ۳۱۲-۳۳۹.
-
- 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