



بررسی نقش لایه‌ها و زنجیره‌های کنترل چندگانه رفتار خود معامله‌گر بر عملکرد اقتصادی شرکت‌ها

رضا پاپروسچی گروه مدیریت صنعتی، واحد بین‌المللی کیش، دانشگاه آزاد اسلامی، جزیره کیش، ایران
قنبر عباس‌پور اسفدن^۱ گروه مدیریت صنعتی، واحد بین‌المللی کیش، دانشگاه آزاد اسلامی، جزیره کیش، ایران و دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب
اصغر مشبکی اصفهانی گروه مدیریت صنعتی، واحد بین‌المللی کیش، دانشگاه آزاد اسلامی، جزیره کیش، ایران و استاد مدعو دانشگاه تربیت مدرس
چنگیز والمحمدی گروه مدیریت صنعتی، واحد بین‌المللی کیش، دانشگاه آزاد اسلامی، جزیره کیش، ایران و دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب

نوع مقاله: پژوهشی

دریافت: ۱۴۰۱/۰۸/۲۱ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۲/۲۵

چکیده: منظور از اقلیت در شرکت سهامی، سرمایه دارانی هستند که مجموع رأی آن‌ها نسبت به سایر سرمایه‌داران (رأی اکثریت) ناچیز است و قادر به اعمال نفوذ محسوس در اداره شرکت نیستند. سرمایه داران اقلیت دارای نسبت‌های گوناگونی بوده که هر یک قابل تأمل است. هدف از این پژوهش بررسی تأثیر لایه‌ها و زنجیره‌های کنترل چندگانه رفتار خود معامله‌گر شهری و عملکرد اقتصادی شرکت‌ها است. این پژوهش ماهیت و روش توصیفی - همبستگی و از لحاظ هدف کاربردی می‌باشد. جامعه آماری در این پژوهش متشکل از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ است. انتخاب نمونه از روش غربال‌گری (حذفی) استفاده شد و از نرم‌افزار Eviews برای بررسی مدل پانل دیتا حاصل استفاده شده است. نتایج حاکی از آن است که لایه‌های کنترل چندگانه بر روی عملکرد اقتصادی شرکت‌ها تأثیر کاهنده معنی‌دار داشته و همچنین زنجیره‌های کنترل چندگانه بر عملکرد اقتصادی شرکت‌ها تأثیر افزایش‌دهنده دارند.

واژگان کلیدی: لایه‌های کنترل، زنجیره‌های کنترل چندگانه، عملکرد اقتصادی شرکت، شرکت‌های سهامی

۱- مقدمه

گسترش روز افزون فعالیت‌های اقتصادی و مالی در دهه‌های اخیر موجب شده است که اداره و هدایت شرکت‌های تجاری بیش از پیش، پیچیده شود. به‌طور کلی، شرکت‌های سهامی با سه منشأ اصلی بروز مشکل و ناهماهنگی روبه‌رو هستند که شامل تعارض میان مدیران و سرمایه‌داران، تعارض منافع سرمایه‌داران اصلی و سهامداران اقلیت و تعارض منافع سهام‌داران قدیمی و جدید است. بر اساس تئوری نمایندگی، در ترکیب ساختار مالکیت شرکت، بخشی از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهام‌داران اقلیت قرار دارد. این گروه برای تصمیم‌گیری و نظارت بر عملکرد مدیران شرکت‌ها، تنها به اطلاعات برون‌سازمانی همانند صورت‌های مالی منتشره، دسترسی دارند. سهام‌داران اقلیت جهت اتخاذ سیاست‌های مالی خود از جمله سرمایه‌گذاری، واگذاری سهام و... فقط بر اطلاعات برون‌سازمانی شرکت اتکا می‌کنند. از طرف دیگر سهام‌داران حقیقی شرکت به دلیل جزئی بودن میزان سهام تحت تملک آنها، هم‌چنین به دلیل عدم توان کافی جهت اعمال نظارت بر عملکرد مدیران شرکت، و تصمیم‌گیری در شرایط ریسک‌پذیر اینکه عملکرد مدیران را مداوم رصد کنند از عهده آن‌ها خارج است، لذا با تصمیم‌گیری‌های نهادی می‌توانند حاکمیت شرکت‌ها و عملکرد مدیران را بازبینی نمایند، تمرکز مالکیت در دست سهام‌داران موجب کنترل مشکلات شده و با هم‌سو شدن منافع مدیریت و منافع گروه سهام‌داران می‌تواند منافع سهام‌داران و سرمایه‌گذاران را بهبود بخشد (Alamsyah et al., 2022).

در مقابل، سهام‌داران عمده بخش عمده‌ای از سهام شرکت و هم‌چنین کنترل آن را در اختیار دارند. هم‌چنین آن‌ها معمولاً در هیأت مدیره شرکت حضور دارند و بنابراین در تعیین سمت و سوی جلسات هیأت مدیره مؤثر هستند (Hooy et al., 2019). بنابراین، درصد

بیشتر سهام نگهداری شده به وسیله سهام‌داران عمده، برابر با این است که آن‌ها روی مدیریت نفوذ بیشتری دارند. در این ارتباط، دو دیدگاه متضاد شامل فرضیه نظارت فعال و فرضیه منافع شخصی، درباره نقش مالکان بزرگ در شرکت‌ها وجود دارد؛ در فرضیه نظارت فعال، مالک اصلی در جهت حداکثرسازی ارزش شرکت رفتار می‌کند. محققان ادعا می‌نمایند که سرمایه‌گذاران دارای مالکیت زیاد، انگیزه زیادی برای نظارت عملکرد شرکتی دارند، زیرا آن‌ها به‌طور بالقوه بیشترین منفعت را از این نظارت می‌برند و از حق رأی بیشتری برخوردار هستند که این امر اقدامات الزام را در صورت لزوم سهولت می‌بخشد (مرادی و همکاران، ۱۳۹۵).

کنترل مطلق سهام‌داران عمده بر اداره امور شرکت را تمرکز مالکیت گویند (بادآور نهندی و همکاران، ۱۳۸۹). در برخی از تحقیقات نیز مجموع سه سهام‌دار عمده به عنوان تمرکز مالکیت در نظر گرفته می‌شود (راه چمنی، ۱۳۸۹). ولوری و جنکینز (۲۰۰۶) تمرکز مالکیت را درصد تجمعی مالکیت پنج مورد از بزرگترین سرمایه‌گذاران نهادی تعریف می‌کنند. ایشان هم‌چنین نشان دادند که بین تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی و کیفیت سود رابطه‌ای منفی وجود دارد. در واقع تمرکز مالکیت به حالتی اطلاق می‌شود که میزان قابل توجهی از سهام شرکت در دست سهام‌داران عمده (اکثریت/اصلی) بوده و نشان‌دهنده آن است که چه درصدی از سهام شرکت به عهده محدودی تعلق دارد (اعتمادی و دیگران، ۱۳۸۸). مالکیت متمرکز ممکن است به موضوع تضاد منافع بین سهام‌داران اکثریت و اقلیت منجر شود. در واقع سهام‌داران عمده با کنترل شرکت ممکن است ترجیحات شخصی خود را تحمیل کنند، حتی اگر این خواسته‌ها برخلاف کسانی که سهام‌دار اقلیت هستند، اجرا شود (Alves, 2012).

شخصی خود هدایت نمایند (Zhao & Peng, 2018; Bradford et al., 2013; Riadi et al., 2019).

یکی از مسائل اصلی که در مورد چنین شرکت‌هایی وجود دارد، چگونگی کنترل رفتار خود معامله‌گر سهام‌داران عمده است (Liu, 2019). خلع ید سهام‌داران اقلیت توسط سهام‌داران عمده، آنان را قادر می‌سازد تا حقوق کنترلی فراتر از حقوق مالکیتی محدود خود به دست آورند. در نهایت این امر منجر به تضعیف عملکرد شرکت خواهد گردید (Su, 2015; Hooy et al., 2019). نتایج تعدادی از مطالعات پیشین محققان نشان داده است که برخی شرکت‌ها از ساختار هرمی مالکیت برای به دست آوردن کنترل نهایی استفاده می‌نمایند. ساختار داخلی (لایه‌های کنترل، زنجیره‌های کنترل) هرمی و اثرات آن بر تصمیمات ساختار سرمایه و پیچیدگی آن سبب می‌شود تا مالکان نهایی، مستقیماً منابع شرکت را به سمت منافع شخصی خود سوق داده و به منافع اشخاص و گروه‌های خارج از سازمان کوچک‌ترین توجهی ننمایند (HashimShah et al., 2019). در همین راستا، پین دادو و همکاران (۲۰۱۳) دریافتند که هر چه تمرکز مالکیت بیشتر باشد، ریسک سلب مالکیت (برای سایر سهام‌داران) افزایش می‌یابد. در این تحقیق، ترکیب سهامداری و میزان سهام شناور آزاد یکی از راهبردهای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران شناخته شد. عبدالحمید و همکاران (۲۰۱۶) معتقدند حاکمیت شرکتی قوی باعث حفظ حقوق سهام‌داران اقلیت شرکت‌ها می‌شود. فاسیوا^۱ و همکاران (۲۰۰۱)، جانسون^۲ و همکاران (۲۰۰۰)، لاپورتا^۳ و همکاران (۲۰۰۰) نشان دادند که سهام‌داران کنترلی (سهام‌داران اکثریت) انگیزه زیادی برای استفاده از منابع شرکت در جهت منافع شخصی خود به جای منافع سهام‌داران اقلیت دارند که به آن تونل‌زدن گویند (بادآور نهندی و همکاران، ۱۳۹۸).

فروغی و فوالدی (۲۰۱۱) ساختار مالکیت و عملکرد اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران مورد مطالعه قرار دادند. نتایج حاکی از آن است که ساختار مالکیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران متمرکز بوده و تحت تأثیر دولت می‌باشد. این سطح بالای تمرکز می‌تواند ریسک عملیاتی و مالی ایجاد کند (محمد آزادی و محمدی، ۱۳۹۴).

هنگامی که درصد مالکیت سهام‌دار اصلی زیاد باشد، نظارت او بر شرکت و فرایند کلی گزارشگری مالی به دلیل منافع شخصی افزایش می‌یابد. طرفداران فرضیه منافع شخصی بر این باورند که احتمال بیشتری وجود دارد که سرمایه‌گذاران بزرگ از منافع خاصی، همچون دسترسی به اطلاعات محرمانه که می‌تواند در جهت اهداف معاملاتی و کسب منافع شخصی مورد استفاده قرار گیرد، بهره‌برند (مرادی و همکاران، ۱۳۹۵). راه حل تمام این تعارض‌ها، مشارکت و همکاری تمام تأثیرگذار بر عملکرد شرکت یا همان راهبری شرکتی است. بازارهای پرتلاطم و رو به رشد اوراق بهادار در دنیا نیز متکی بر سیستم‌های پیچیده حمایت‌کننده‌ای هستند که نظام راهبری را در شرکت‌های سهامی عام بهبود می‌بخشند (بادآور نهندی و همکاران، ۱۳۹۸).

باید توجه داشت که ترکیب ساختار مالکیت و درصد مالکیت سهام، دو ابزار مهم نظام راهبری شرکتی است که برای عملکرد شرکت حائز اهمیت بسیاری است (Paniagua et al., 2018; Villalonga, 2019). در کشورهایی که دارای ساختار مالکیت متمرکز هستند، معمولاً تعارض منافع بین سهام‌داران اکثریت داخلی و سهام‌داران اقلیت بیرونی بسیار مهم است. توانایی اعمال نفوذ بر سیاست‌های شرکت‌ها توسط سهام‌داران عمده، این انگیزه را در آنان به وجود می‌آورد که سرمایه‌گذاران خارج از سازمان را خلع ید کرده و منابع شرکت را به سمت

³ La Porta

¹ Faccio

² Johnson

غافل‌گیری سود منفی (مثبت) دارند غافل‌گیری سود زمانی رخ می‌دهد که سود گزارش شده توسط شرکت بیشتر یا کمتر از انتظار تحلیل‌گران است؛ دوم سرمایه‌گذاران نهادی سهام را با پایین‌ترین میزان مدیریت سود و بیشترین غافل‌گیری سود خریداری می‌کنند و الگوهای تجاری عمدتاً توسط مؤسسات فعال هدایت می‌شوند الگوی تجاری قابل توجهی در سهام با غافل‌گیری سود منفی مشاهده نمی‌شود؛ و سوم، نویسنده از تجربیات ذاتی مطابق با اصلاحات استانداردهای حسابداری چین برای شناسایی درون‌زایی استفاده می‌کند و علیت‌یابی نتایج هنوز هم ادامه دارد.

تسفای^۲ و همکاران (۲۰۱۸) در مقاله‌ای به مطالعه مالکیت، نهادی رقابت در بازار محصول و مدیریت درآمدها: شواهد بدست‌آمده از داده‌های بین‌المللی پرداخته‌اند طبق تحقیقات آن‌ها به طور کلی عدم تقارن در نقش مالکیت نهادی و نقش رقابت در بازار محصول در محدود کردن مدیریت درآمدهای تعهدی در مقابل مدیریت درآمدهای واقعی را ثبت شد بعد از کنترل شاخص‌های مدیریت درآمدها در سطح شرکت که تحقیقات پیشین ثبت کردند و متغیرهای شاخص در سطح صنعت و کشور، شواهد محکمی یافتیم که افزایش مدیریت درآمدهای تعهدی بر روی درصدی از مالکیت نهادی تأثیرگذار است؛ اما شواهدی دال بر اینکه افزایش مدیریت درآمدهای واقعی با درصدی از مالکیت نهادی در ارتباط است نیافتیم، درحالی‌که به نظر می‌رسد مالکیت نهادی تأثیری بر مدیریت درآمدهای واقعی ندارد به‌طور معناداری باعث افزایش مدیریت درآمدهای تعهدی می‌شود.

شاه و همکاران (۲۰۱۸) کار خود را گسترش دادند و مطالعه‌ای را برای کشف دلیل چنین جدایی زیاد بین حقوق مالکیت و کنترل مالکان نهایی و تأثیر آن بر اهرم در شرکت‌ها انجام دادند. آنها دریافتند که جدایی زیاد به دلیل وجود تعداد زیادی لایه و زنجیره کنترل در شرکت‌های هرمی است. مطالعات تأثیر منفی حقوق

با توجه به اهمیت موضوع حقوق سهام‌داران اقلیت و شناسایی عوامل مؤثر بر حفظ و رعایت آن، با مرور ادبیات پژوهش می‌توان دریافت که تاکنون پژوهش‌های اندکی در این زمینه در ایران و علی‌الخصوص در مورد رابطه آن با عملکرد شرکت و تأثیرگذاری ساختار هرم داخلی بر حقوق سهام‌داران اقلیت صورت گرفته است که با بررسی آن‌ها می‌توان به خلأهای موجود تئوریک در این زمینه پی برد. به عبارت بهتر در این زمینه با کمبود منابع و اطلاعات مواجه هستیم که این امر، لزوم تحقیقات بیشتر در این خصوص را روشن می‌سازد. بنابراین با اجرای این پژوهش، می‌توان به غنی‌سازی ادبیات موجود کمک نمود. نتایج پژوهش ضمن آن که موجب بسط مبانی نظری پژوهش‌های گذشته در حوزه مالی رفتاری و حقوق اقلیت می‌شود، می‌تواند به توسعه ادبیات مربوطه در کشورهای درحال توسعه از جمله ایران کمک شایانی نماید. از این رو مطالعه حاضر در نظر دارد تا به بررسی رابطه بین ساختار هرم داخلی، حمایت از سرمایه‌گذاران اقلیت و عملکرد شرکت‌ها بپردازد. بنابراین می‌توان مسأله اصلی پژوهش حاضر را بدین‌گونه مطرح نمود: لایه‌ها و زنجیره‌های کنترل چندگانه رفتار خودمعامله‌گر بر عملکرد اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار چه تأثیری دارند؟

فرضیه‌های تحقیق عبارتند از:

- لایه‌های کنترل چندگانه بر عملکرد اقتصادی شرکت‌ها تأثیر معنی‌دار دارند.
- زنجیره‌های کنترل چندگانه بر عملکرد اقتصادی شرکت‌ها تأثیر معنی‌دار دارند.

۲- پیشینه تحقیق

الف) پژوهش‌های خارجی

لیو^۱ (۲۰۱۹) مقاله‌ای تحت عنوان مدیریت سود و تجارت سرمایه‌گذار نهادی قبل از اعلامیه‌های سود انجام داده‌اند. یافته‌ها نشان می‌دهد که اول سرمایه‌گذاران نهادی به‌ویژه، فعالان تمایل به فروش خرید سهام قبل از

کنترل بیش از حد مالکان نهایی را بر عملکرد شرکت‌های هرمی گزارش می‌کنند. ادبیات وجود تعداد قابل توجهی از شرکت‌های هرمی در مالزی را نشان می‌دهد.

عارفین و همکاران (۲۰۱۰) گزارش دادند که مالکان نهایی در شرکت‌های هرمی از حقوق کنترلی قابل توجه خود برای استفاده از منابع شرکت برای منافع خود استفاده می‌کنند.

سو (۲۰۱۵) ساختار داخلی (لایه‌های کنترل، زنجیره‌های کنترل) شرکت‌های هرمی چینی و تأثیر آن بر تصمیم‌گیری ساختار سرمایه را بررسی کرده و استدلال نمود که یک ساختار پیچیده داخلی هرمی، مالکان نهایی را تشویق می‌کند تا منابع شرکت را برای استفاده شخصی خود بدون نیاز به هدایت کنند. به راحتی از بیرون شناسایی می‌شود.

ب) پژوهش‌های داخلی

بدیعی نژاد و توانگر (۱۴۰۱) در پژوهشی اثر تمرکز مالکیت نهادی منفعل، دوره تصدی مدیرعامل و رقابت بازار محصول را بر رابطه بین اغفال توجه سرمایه‌گذاران نهادی منفعل و عدم شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها مورد مطالعه قرار دادند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که اغفال توجه سرمایه‌گذاران نهادی منفعل تأثیر منفی و معناداری بر شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها دارد و علی‌رغم این که تمرکز مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی منفعل در دو سطح تمرکز بیشتر از ۵٪ و تمرکز بیشتر از ۱۵٪، تأثیر مثبت و معناداری بر شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها دارند لیکن اغفال توجه سرمایه‌گذاران نهادی منفعل تنها در شرکت‌های دارای سطح تمرکز مالکیت نهادی منفعل بیشتر از ۱۵٪، تأثیر منفی و معناداری بر شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها دارد. همچنین، براساس نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش، اغفال توجه سرمایه‌گذاران نهادی منفعل در شرکت‌های دارای مدیران عامل جدید، تأثیر مثبت و معناداری بر شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها دارد ولی در شرکت‌های دارای

رقابت سطح بازار محصول، تأثیر معناداری بر شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها ندارد.

خوشکار و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهش خود تأثیر شرایط بازار را بر رابطه تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مالکیت متقابل نهادی مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری با مالکیت متقابل نهادی رابطه مستقیم و معنی‌داری دارد و ارتباط مثبت بین تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مالکیت متقابل نهادی زمانی که شرکت با رقابت بیشتری در بازار محصول روبرو می‌شود، بیشتر می‌شود.

حمیدیان و همکاران (۱۳۹۹) پژوهشی تحت عنوان پایداری مالکیت نهادی راهکاری مناسب جهت کنترل مدیریت سود واقعی انجام دادند. نتایج پژوهش در فرضیه اول نشان داد که مدیریت سود واقعی تأثیر مخربی بر عملکرد دوره آتی شرکت‌ها داشته است؛ و همچنین متغیرهای مدل ورشکستگی Z، شرکت‌های زیان‌ده و نسبت اهرم مالی تأثیر معناداری بر عملکرد آتی شرکت‌ها دارند. نتایج یافته‌ها در فرضیه دوم پژوهش نشان از آن دارد که پایداری مالکیت نهادی می‌تواند راهکار مناسبی برای کنترل اعمال مدیریت سود واقعی شرکت‌ها باشد. همچنین متغیرهای توان عملیاتی، نرخ رشد فروش، اندازه شرکت و نرخ بازده کل دارایی‌ها تأثیر معناداری بر مدیریت سود واقعی شرکت‌ها دارد.

کامیابی و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و شکاف بین حق کنترل و حق مالکیت سهام‌دار کنترل‌کننده نهایی پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که شکاف بین حق کنترل و حق مالکیت مربوط به سهام‌دار کنترل‌کننده نهایی با معاملات با اشخاص وابسته رابطه منفی و معناداری دارد. این نتیجه منطبق با تئوری منافع شخصی است.

۳- مبانی نظری

یک سیستم حاکمیت شرکتی توسعه یافته برای رفاه یک شرکت و به‌ویژه برای سرمایه‌گذاران آن اهمیت زیادی دارد. رونق اقتصادی یک کشور و توسعه بازار سرمایه به کیفیت شیوه‌های حاکمیت شرکتی وابسته است. ترکیب ساختار مالکیت و درصد مالکیت حقوق صاحبان سهام دو ابزار مهم حاکمیت شرکتی هستند که برای عملکرد شرکت بسیار مهم هستند (Yamada et al., 2018; Villalonga, 2019). در کشورهای دارای مالکیت متمرکز، تضاد منافع بین سهام‌داران عمده داخلی و سهام‌داران جزئی خارجی از اهمیت بیشتری برخوردار است. مالکیت قابل توجه سهام، نفوذ سهام‌داران عمده را بر سیاست‌های شرکت می‌گیرد، که آنها را تشویق می‌کند تا سرمایه‌گذاران خارجی را سلب مالکیت کنند و منابع شرکت را به سمت استفاده شخصی خود هدایت کنند (Riadi et al., 2019).

ساختار مالکیت، نقش بسزایی در تعارض منافع دارد. چنان‌که در مسأله نمایندگی مدیران، ساختار مالکیت گسترده از منابع اصلی پیدایش آن بود، در مقابل، ساختار مالکیت متمرکز موجب تعارض منافع میان سهام‌داران اقلیت و اکثریت می‌گردد. منشأ دیگر را باید وظایف اخلاقی مدیران دانست. مدیران وظیفه رفتار برابر و وفاداری دارند که وظیفه فوق در قبال سهام‌داران به این می‌انجامد که آنها تکلیف مستقیمی به نفع سهام‌داران داشته باشند تا به نفع شرکت؛ در نتیجه حفظ منافع اکثریت به جای تمام سهام‌داران و یا اقلیت در اولویت قرار خواهد گرفت. منشأ دیگر مشکلات در بحث حمایت از حقوق اقلیت، ساختار هیأت مدیره شرکت‌ها می‌باشد. البته از مسائلی هم‌چون شیوه برگزاری مجامع عمومی نباید غافل بود که هنوز به صورت قدیمی و ناکارآمد برگزار می‌شود و یکی از مخالفان اصلی الکترونیکی و به روز برگزار شدن آن لااقل در ایران، سهام‌داران بزرگ هستند. این سرچشمه‌های تعارض موجب می‌شود با وجود اصول رفتارهای برابر و متساوی، باز هم احتمال نقض حقوق

سهام‌داران اقلیت وجود داشته باشد (صادقیان ندوشن و باقری، ۱۳۹۵). از این‌رو در اینجا به تبیین مفهوم حقوق اقلیت و رابطه آن با عملکرد و هرم داخلی پرداخته می‌شود. مطالعات قبلی نشان می‌دهد که برخی شرکت‌ها از ساختار مالکیت هرمی برای به دست آوردن کنترل نهایی شرکت‌های گروه استفاده می‌کنند (Liu, 2019). محققان عوامل تعیین‌کننده عملکرد شرکت‌های چینی را بررسی کردند، اکثر آنها بر تأثیر واگرایی حقوق مالکیت-کنترل بر عملکرد شرکت‌های هرمی چینی تمرکز کردند (Alamsyah et al., 2022). در همین راستا چیمبا و همکاران (۲۰۰۳) شواهدی از ساختار مالکیت منحصر به فرد هرمی در شرکت‌های فهرست شده پاکستانی گزارش کردند، آنها دریافتند که مالکان نهایی خانواده ۶۸٪ از شرکت‌های پاکستانی را کنترل می‌کنند، تفکیک بین حقوق کنترل و حقوق مالکیت به‌طور قابل توجهی بیشتر از شرکت‌های آسیای شرقی است.

در مورد شرکت‌های هرمی و سیاست‌های شرکت در اقتصادهای نوظهور، پدیده رایج در ادبیات این است که اکثر مطالعات تأثیر واگرایی حقوق مالکیت-کنترل را بر عملکرد شرکت‌ها تحلیل می‌کنند. آنها تأثیر ساختار هرم داخلی را که از لایه‌های کنترلی و زنجیره‌های کنترلی تشکیل شده است، بررسی نمی‌کنند. به جز هوی و همکاران (۲۰۱۹)، با این حال، آنها همچنین تأثیر تعداد زنجیره‌های کنترلی بر عملکرد شرکت‌های هرمی مالزی را بررسی می‌کنند، آنها تأثیر تعداد لایه‌های کنترل در یک زنجیره کنترل منفرد (طول زنجیره) را بر عملکرد شرکت‌ها بررسی نمی‌کنند.

تحقیقات نشان می‌دهد که در اقتصادهای توسعه‌یافته، حاکمیت خارجی و محیط نهادی برای حمایت از حاکمیت شرکتی توسعه و طراحی شده‌اند. این موضوع در بازارهای نوظهور، جایی که حمایت نهادی برای تقویت حاکمیت داخلی کافی نیست، اهمیت زیادی دارد (Zhao, 2018). از ادبیات مشهود است که در اقتصادهای نوظهور مکانیزم‌های حکمرانی خارجی به

خوبی توسعه نیافته‌اند. در میان سازوکارهای حاکمیت شرکتی، اجرای قانون یکی از مکانیسم‌های برجسته کنترل خارجی است. به دلیل تفاوت شیوه‌های حاکمیت شرکتی با کشورهای توسعه یافته، نقش اجرای قانون در اقتصادهای نوظهور مهم است. به عنوان مثال، در اقتصادهای نوظهور، شرکت‌ها خود را در گروه‌های تجاری از طریق ساختار مالکیت پیچیده هرمی در پاسخ به محیط سازمانی ترتیب می‌دهند. بخش بزرگی از ادبیات حمایت از سرمایه‌گذار و عملکرد بر روی محتوای قانونی تمرکز دارد. حمایت از سرمایه‌گذار، انگیزه‌های سهام‌داران کنترل کننده را برای استفاده از منابع شرکت برای منافع خود کاهش می‌دهد (Shah, 2019; Riadi et al., 2019).

ساختار هرم داخلی و عملکرد شرکت‌ها

تئوری نمایندگی زمانی از اهمیت قابل توجهی برخوردار است که با سؤالات مربوط به ارتباط مالکیت-عملکرد سروکار داریم. تعداد زیادی از مطالعات قبلی به توسعه این بخش از ادبیات عامل اصلی اختصاص داده شده است که توسط جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) معرفی شد، به منظور کاهش مشکل نمایندگی بین سهام‌داران خارجی و مدیریت، آنها سهام‌داری قابل توجه توسط مدیریت را پیشنهاد کردند. بر اساس این تئوری، دلیل ارتباط مثبت بین عملکرد خوب و مالکیت مدیریتی قابل توجه این است که در صورت وجود سهام بالای مالکیت، مدیریت تمایل کمتری به سلب مالکیت سهام‌داران خارجی خواهد داشت، زیرا آنها باید بخشی از هزینه را به موازات تحمل کنند. به سهم خود از مالکیت، از این‌رو، این مالک-مدیران تلاش می‌کنند تا ارزش شرکت‌ها را به حداکثر برسانند (دونی و همکاران، ۲۰۱۹). برعکس، مالک-مدیر می‌تواند از سهام بالای مالکیت خود استفاده کند، بر تصمیمات مالی شرکت تأثیر بگذارد، منابع شرکت را برای استفاده شخصی خود هدایت کند و در نتیجه عملکرد شرکت کاهش یابد (Abdallah, 2017).

برای مقابله با مشکلات نمایندگی بین مدیریت و سهام‌داران پراکنده خارجی، محققان ایده سهام‌داران بزرگ را برای افزایش عملکرد شرکت‌ها ارائه می‌کنند. منطق پشت این موضوع این است که مالکیت بالای سهام، منافع سهام‌داران بزرگ را با سهام‌داران پراکنده بیرونی هم‌سو می‌کند، مالکیت قابل توجه باعث نفوذ سهام‌داران بزرگ می‌شود، اگرچه آنها هیچ ارتباط مستقیمی با مدیریت ندارند. علاوه بر این، حقوق رای قوی‌تر سهام‌داران بزرگ، پتانسیل مهار مدیریت را دارد و بنابراین می‌تواند مشکل نمایندگی را کاهش دهد. با این حال، وجود سهام‌داران بزرگ زمانی می‌تواند آسیب‌زا باشد که منافع آنها مشابه سهام‌داران اقلیت نباشد، آنها می‌توانند برای تأمین منافع خود، منابع شرکت را برای منافع خود منحرف کنند. هاشم شاه^۱ و همکاران (۲۰۱۹) بیان می‌کنند که در شرکت‌هایی که سهام‌داران عمده بیش از ۵۰ درصد مالکیت سهام را در اختیار دارند، شانس بیشتری برای سلب مالکیت سرمایه‌گذاران اقلیت وجود دارد. مسئله اصلی برای شرکت‌های دارای مالکیت متمرکز این است که چگونه می‌توان مطمئن شد که سهام‌داران بزرگ به نفع سهام‌داران جزئی کار خواهند کرد؟

مشکل نمایندگی زمانی شدیدتر می‌شود که حقوق کنترل سهام‌داران بزرگ (حق رأی) از حقوق مالکیت آنها (حقوق جریان نقدی) فراتر رود و از طریق شبکه پیچیده زنجیره‌های کنترل و لایه‌های کنترل، مالک نهایی شرکت‌ها می‌شود. لایه‌های کنترلی متعدد (شرکت‌های تابعه) و زنجیره‌های کنترلی ساختار داخلی یک مجموعه هرمی را می‌سازند که باعث جدایی کنترل و مالکیت می‌شود، تعداد لایه‌ها و زنجیره‌های کنترلی با تفکیک حقوق مالکیت - کنترل نسبت مستقیم دارد. سهم بالای حقوق کنترلی (حقوق کنترل) مالکان نهایی را قادر می‌سازد تا سیاست‌های شرکتی را طراحی کنند که در خدمت منافع آنها باشد و سهام‌داران جزئی را از طریق

¹ HashimShah

می‌گردد. جامعه آماری در این پژوهش متشکل از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ است. در این مطالعه برای این که نمونه پژوهش یک نماینده مناسب از جامعه آماری مورد نظر باشد، برای انتخاب نمونه از روش غربال‌گری (حذفی) استفاده شد. برای این منظور معیارهای زیر در نظر گرفته شده و در صورتی که یک شرکت کلیه معیارها را احراز کرده بود به عنوان یکی از شرکت‌های نمونه انتخاب شد. با توجه به اطلاعات مورد نیاز از سال ۱۳۹۵، شرکت‌هایی که حداکثر تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۹۴ در بورس و اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند و نام آن‌ها تا پایان سال ۱۳۹۹ از فهرست شرکت‌های یاد شده، حذف نشده باشد.

- در طول دوره مورد نظر، سهام آن‌ها به طور فعال در بورس معامله شده باشد.
- به منظور افزایش قابلیت مقایسه شرکت‌های مورد بررسی، دوره مالی آنها باید منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد و در دوره مورد مطالعه تغییر دوره مالی نداشته باشند.
- جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها و بیمه‌ها) به دلیل متفاوت بودن عملکرد آن‌ها، نباشند.
- اطلاعات مورد نیاز در دسترس باشد.

جهت تجزیه تحلیل داده‌ها، ابتدا داده‌ها از طریق آمار توصیفی مانند میانگین و انحراف معیار و ضریب همبستگی تجزیه تحلیل می‌شوند و سپس جهت آزمون‌های آماری، مدل رگرسیون خطی با استفاده از حداقل مربعات معمولی به کار برده شده است. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها در این تحقیق از نرم‌افزار ایویوز^۱ و به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. برای اطمینان از تفسیر روابط رگرسیونی، فرض‌های زیربنایی رگرسیون به کار رفته در این پژوهش بررسی شد. همچنین، قبل از اجرای آزمون

اقداماتی مانند، تونل‌زنی، قیمت‌گذاری انتقال یا سرمایه‌گذاری در پروژه‌های NPV منفی طراحی کنند (Shah, 2019; Riadi et al., 2019). با توجه به ادبیات فوق، منطقی است که بپرسیم چه چیزی ساختار مالکیت هرم را پیچیده می‌کند. تعداد متعدد لایه‌ها و زنجیره‌های کنترلی در ساختار هرمی، پیوند پیچیده شرکت‌های تابعه و میانی را ایجاد کرده و آنها را تحت کنترل مالک نهایی قرار می‌دهد. شاه و همکاران (۲۰۱۸) بیان می‌کنند که جدایی بین حقوق مالکیت و کنترل در شرکت‌های هرمی بیشتر از کشورهای آسیای شرقی است، آنها استدلال می‌کنند که دلیل این جدایی بیشتر این است که ساختار هرمی داخلی در شرکت‌های پاکستانی پیچیده‌تر از شرکت‌های هرمی آسیای شرقی است. از این رو، بدیهی است که تعداد لایه‌ها و زنجیره‌های کنترلی است که بین حقوق مالکیت و کنترل جدایی ایجاد می‌کند. سو (۲۰۱۵) گزارش می‌دهد که مالکان نهایی چینی از لایه‌های کنترلی متعدد در ساختار هرمی برای سلب مالکیت سهام‌داران اقلیت استفاده می‌کنند. با اشاره به بحث فوق نتیجه می‌گیریم که در حضور ساختار مالکیت پیچیده (زنجیره‌های کنترلی، لایه‌های کنترلی) و اگرایی بین حقوق مالکیت و حقوق کنترل مالکیت نهایی زیاد است و انگیزه مالکان نهایی برای هدایت منابع شرکت به سمت منافع خود است.

۴- روش تحقیق

این پژوهش از لحاظ ماهیت و روش توصیفی و همبستگی و از لحاظ هدف کاربردی می‌باشد. هم‌چنین از آنجا که این نوشتار به توصیف آنچه که هست یا توصیف شرایط موجود بدون دخل و تصرف (و نه به الزام و توصیه خاص) و با توجه به آن که قضاوت‌های ارزشی در این پژوهش کم‌رنگ است، پژوهش حاضر در زمره پژوهش‌های توصیفی حسابداری به شمار می‌رود. به‌علاوه با توجه به اینکه از اطلاعات تاریخی در آزمون فرضیات آن استفاده خواهد شد در گروه پژوهش‌های شبه آزمایشی طبقه بندی

^۱- Eviews

یک شرکت بشدت-کنترل شده در نظر گرفته می‌شود. به منظور شناسایی مالک نهایی، الگوی سهام‌داری موجود در گزارش‌های سالانه بررسی می‌شود تا بزرگ‌ترین سهام‌دار مستقیم شرکت پیدا شود و متعاقباً همین روند برای بزرگ‌ترین سهام‌دار مستقیم بعدی تکرار می‌شود. ساختار هرمی داخلی شامل لایه‌های کنترل و زنجیره‌ها است. لایه‌های کنترل به تعداد شرکت‌های تابعه و شرکت‌های واسط در یک زنجیره کنترلی اشاره می‌کنند، که با لایه‌ها نشان داده می‌شوند. زنجیره‌های کنترل به مسیر متفاوت اتخاذ شده توسط مالک نهایی برای کنترل شرکت‌های وابسته در ساختار هرم اشاره دارد، این به وسیله زنجیره‌ها نشان داده می‌شود.

متغیرهای کنترل

به غیر از متغیرهای توضیحی؛ ساختار مالکیت هرمی پیچیده و کارایی قضایی (دادگاه)، مجموعه‌ای از متغیرهای کنترل تقویت شده‌اند و به‌طور گسترده توسط محققان به عنوان عوامل تعیین‌کننده عملکرد استفاده می‌شوند: اهرم، ROA، رشد، اندازه، ملموس بودن^۳ و سهام‌داران بزرگ متعدد. نسبت بدهی، یعنی بدهی کلی تقسیم بر دارایی‌های کل به عنوان یک شاخص برای اهرم (LeV) استفاده می‌شود (Shah et al., 2018).

شاخص ROA سود خالص تقسیم بر دارایی‌های کل است، که نشان‌دهنده عملکرد و قدرت یک شرکت برای تولید بازده سرمایه سهام‌داران در صندوق آن‌ها است. رشد (Grow) نرخ تغییر در دارایی‌های یک شرکت است، ارزش دارایی‌های جاری با دارایی‌های سال قبل برای تعیین نرخ رشد مقایسه می‌شود. برای کنترل اندازه، لگاریتم طبیعی دارایی‌ها محاسبه می‌شود (برادفورد و همکاران، ۲۰۱۳؛ خان و همکاران، ۲۰۱۷). برای کنترل ملموس بودن (Tang) همان رویکرد (Shah et al., 2011) دنبال می‌شود، یعنی دارایی ثابت خالص تقسیم بر دارایی‌های جاری و استفاده از نسبت جاری (یعنی

رگرسیون خطی چندگانه باید یک‌سری پیش فرض‌هایی (فروض کلاسیک) را مورد آزمون قرار داد. در ادامه، روش‌های آماری مورد استفاده برای تجزیه و تحلیل داده‌ها بیان شده و هر یک از مراحل به تفصیل توضیح داده می‌شود.

متغیر وابسته

مشاهده شده است که اکثریت محققان در ادبیات تحقیق از سه شاخص برای اندازه‌گیری عملکرد اقتصادی شرکت استفاده کرده‌اند؛ ROA، ROE و کیو/توبین^۱. بطور کلی ROA و ROE توسط محققین به منظور تعیین کمیت عملکرد حسابداری شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرند. همچنین کیو/توبین کمیت عملکرد بازار شرکت را تعیین می‌کند. در این مقاله، کیو/توبین نسبت به ROA و ROE ترجیح داده می‌شود چون کیو/توبین توانایی شرکت در تولید ثروت برای سهام‌داران را به تصویر می‌کشد. کیو/توبین با پیروی از شیوه گوپتا (۲۰۰۹) و سو و همکاران (۲۰۱۷) بکار گرفته شده است. کیو/توبین با ارزش کلی بازار شرکت تقسیم‌بر کل دارایی‌ها برابر است، که در آن ارزش کلی بازار برابر با ارزش بازار سهام به علاوه ارزش دفتری بدهی است. شاخص ROA سود خالص تقسیم‌بر دارایی‌های کل است، و نشان‌دهنده عملکرد و قدرت یک شرکت برای تولید بازده سرمایه سهام‌داران در صندوق است و شاخص ROE سود خالص تقسیم‌بر ارزش سهام سهام‌داران است.

ساختار هرمی داخلی (لایه‌های کنترل و

زنجیره‌های کنترل)

متغیر کاذب Pyz مقدار ۱ را می‌گیرد اگر یک شرکت تحت کنترل مالک نهایی باشد، در غیر این صورت مقدار ۰ می‌گیرد. همچنین سطح جداسازی^۲ کنترل برابر با ۱۰ درصد اجرا می‌شود؛ کنترل ۱۰ درصد کافی است تا بر تصمیمات مالی شرکت تاثیر بگذارد. اگر حقوق کنترل مالک نهایی کم‌تر از ۱۰ درصد باشد، آنگاه شرکت به عنوان

³ tangibility

¹ Tobin's Q

² cut-off

حق رأی ۱۰ درصد وجود داشته باشد، در غیر این صورت، مقدار ۰ می‌گیرد.

بدهی‌های جاری تقسیم بر دارایی‌های جاری) به عنوان یک شاخص برای نقدینگی. متغیر **Multi** مقدار ۱ می‌گیرد اگر بیش از یک سهام‌دار بزرگ در یک آستانه

$$Tobin's Q_{it} = \alpha + \beta_1 Layers_{it} + \beta_2 Num_Day_{it} + \beta_3 Inv_Pro_{it} + \gamma (controls)_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Tobin's Q_{it} = \alpha + \beta_1 Chats_{it} + \beta_2 Num_Day_{it} + \beta_3 Inv_Pro_{it} + \gamma (controls)_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

j به کشور i به شرکت و t به زمان اشاره می‌کنند. کیو/توبین برابر با ارزش کل بازار شرکت تقسیم بر کل دارایی‌هاست و ارزش کل بازار برابر با بازار ارزش سهام به علاوه ارزش دفتری بدهی است. β نشان‌دهنده ضرایب متغیرهای توضیحی است. لایه‌ها، تعداد لایه‌های کنترل و زنجیره‌ها تعداد زنجیره‌های کنترل در ساختار مالکیت هرمی هستند. متغیر **Num_Day** تعداد روزهای صرف‌شده توسط دادگاه برای خاتمه دادن به یک پرونده و **Inv-Pro** نشان‌دهنده حفاظت سرمایه‌گذار اقلیت است. γ نشان‌دهنده ضرایب متغیرهای کنترل است؛ **ROA**، **Leverage**، رشد، اندازه، ملموس بودن، سهام‌داران بزرگ متعدد و درنهایت ε نشان‌دهنده عبارت خطا است.

۵- یافته‌های تحقیق

در جدول ۱ میانگین از جمله شاخص‌های مرکزی و انحراف‌معیار، چولگی و کشیدگی از جمله شاخص‌های پراکندگی به صورت کلی محاسبه شده است.

جدول ۱- توصیف داده‌های پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
QTOBIN	3.814571	2.477146	4.323166	4.797209	36.02497
CHANIS_1	6.086549	6.7095	2.571422	0.673637	11.51913
INV_PRO	31.93107	28.51	18.72386	1.047605	3.965393
DAY_NUM	129.0702	133	32.99943	0.877799	5.518505
GROW	0.449948	0.278358	0.700773	6.41829	63.55551
LEV	0.521801	0.520288	0.22382	0.105857	2.903151
MULTI	0.458333	0	0.498808	0.167248	1.027972
ROA	0.182583	0.165021	0.170312	0.365978	3.285491
SIZE	15.21419	14.95496	1.491103	0.997262	4.51982
TANG	0.218378	0.178093	0.167236	1.115378	4.109517
LAYERS_1	0.473684	0	0.499855	0.105409	1.011111

خصوص بررسی مانایی در داده‌های سری زمانی نیز تنها به این نکته اشاره می‌نمایم که اگر در متغیر مورد بررسی شکست ساختاری وجود داشته باشد، آزمون مانایی فیلیپس - پرون مناسب خواهد بود و در غیر این صورت استفاده از آزمون دیکی فولر و دیکی فولر تعمیم یافته پیشنهاد می‌شود. آزمون پایایی براساس آزمون ریشه‌واحد برای متغیرهای وابسته نشان داد، به دلیل این که سطح معنی‌داری کمتر از ۵٪ است، می‌توان گفت این متغیرها طی دوره پژوهش در سطح پایا بوده است. پایایی بدین معنی است که میانگین و واریانس (پراکندگی) متغیرهای پژوهش در طول زمان ثابت بوده است.

آزمون ناهمسانی واریانس

یکی از مفروضات معادله رگرسیون، ثابت بودن واریانس جملات پسماند می‌باشد، که به عنوان فرض همسانی واریانس شناخته می‌شود. در صورتی که جملات پسماند، واریانس ثابتی نداشته باشند گفته می‌شود

همان‌طور که مشاهده می‌شود، بیش‌ترین انحراف معیار مربوط به متغیر تعداد روزهای صرف‌شده توسط دادگاه برای خاتمه دادن به یک پرونده و کم‌ترین آن مربوط به ملموس بودن می‌باشد.

آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

یک سری زمانی ایستا گفته می‌شود اگر میانگین و واریانس آن طی زمان ثابت باشد و کواریانس آن تنها به اختلاف فاصله زمانی وابسته باشد. اگر سری زمانی ایستا نباشد نتایج رگرسیون گمراه‌کننده خواهد بود و ممکن است به رگرسیون جعلی منجر شود. برای بررسی ایستایی سری زمانی روش‌های بسیاری وجود دارد که انتخاب روش به ماهیت داده‌ها و متغیر مورد بررسی وابسته است. اگر داده‌های ما از نوع پنل دیتا باشد باید آزمون‌های مختص آن انجام شود؛ زیرا هرکدام آزمون‌های مانایی پنل دیتا فروزی را در خصوص ناهمگنی مقاطع دارد که باید دید این فروض اعتبار دارد یا خیر؟ در

صورتی که نمونه‌های مختلف واریانس متفاوتی داشته باشند، نتایج حاصل از F و t قابل اتکا نبوده و نمی‌توان نتایج را از نمونه به جامعه تعمیم داد. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس به شرح جدول ۳ می‌باشد.

واریانس ناهمسانی وجود دارد. این مشکل بیشتر در داده‌های مقطعی دیده می‌شود. آزمون ناهمسانی واریانس به این علت ایجاد شده است که نمونه‌های مختلف از جامعه آماری هر یک واریانس یکسان می‌بایست داشته باشند و از آنجاکه برای آزمون فرضیات متکی به آزمون F و t می‌باشد و این دو آزمون به مقدار واریانس مربوطند در

جدول ۲. آزمون ناهمسانی واریانس

نام آزمون	شرح	آماره	احتمال
پنل EGLS	مدل پژوهش	14600.42	0.0000

نوع الگوی برآورد مشخص شود. به عبارت دیگر ابتدا باید بررسی شود که مدل مورد بررسی در کدام طبقه $pool$ یا $panel$ قرار می‌گیرد. در برآورد مدل پانل دیتا با دو حالت کلی روبرو هستیم. حالت اول این است که عرض از مبدأ برای کلیه مقاطع یکسان است که در این صورت با مدل پول دیتا ($pool\ data$) مواجه هستیم. حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام مقاطع متفاوت است که به این حالت پانل دیتا ($panel\ data$) گفته می‌شود. برای شناسایی دو حالت فوق از آزمون‌های نام اف-لیمر استفاده می‌شود. بنابراین آزمون اف-لیمر برای انتخاب بین روش‌های رگرسیون پول دیتا (تلفیقی) و رگرسیون با اثرات ثابت استفاده می‌شود.

با توجه به احتمال آماره آزمون وایت با اطمینان ۹۹ درصد می‌توان گفت فرض همسانی واریانس رد می‌شود؛ در نتیجه برآوردگر حداقل مربعات معمولی مناسب نبوده و باید از برآوردگر حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده کرد.

آزمون اف - لیمر

قبل از آزمون فرضیه‌های پژوهش اقدام به بررسی همگن یا ناهمگن بودن داده‌ها با استفاده از آزمون اف - لیمر می‌کنیم. گاهی اوقات داده‌هایی که ما با آن‌ها روبرو هستیم هم دربرگیرنده داده‌های سری زمانی و هم مقطعی می‌باشد. به چنین مجموعه‌ای از داده‌ها عموماً پانلی از داده‌ها یا پانل دیتا شناخته شده است. در برآورد یک مدل که داده‌های آن از نوع ترکیبی هست ابتدا باید

جدول ۳. یافته‌های حاصل از آزمون اف - لیمر (چاو)

فرض صفر	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
عرض از مبدأ تمامی مقاطع با هم یکسان است.	1.391807	۰/۰۰۰۰	داده پنل است
دوره زمانی یکسان است.	22.015314	۰/۰۰۰۰	داده پنل است

HO : عرض از مبدأ در تمام مقاطع برابر هستند (داده‌های تلفیقی)

H1 : عرض از مبدأ در تمام مقاطع برابر نیستند (داده‌های پنل)

آزمون هاسمن

بعد از انتخاب روش داده‌های تابلویی با آزمون اف - لیمر، از آزمون هاسمن برای تعیین استفاده از اثرات ثابت یا تصادفی استفاده می‌کنیم:

در صورتی که مقادیر محاسبه شده F کمتر از مقدار جدول باشد، فرضیه صفر پذیرفته می‌شود و فقط باید از یک عرض از مبدأ استفاده نمود. ولی در صورتی که F محاسبه شده بیش‌تر از F جدول باشد، فرضیه صفر رد، و اثرات گروه پذیرفته می‌شود و باید عرض از مبدأهای مختلفی را در برآورد لحاظ نمود. با توجه به سطح معنی‌داری به‌دست آمده از آزمون اف - لیمر فرضیه یک تایید می‌شود.

جدول ۵. یافته‌های حاصل از آزمون هاسمن

نتیجه آزمون	سطح معنی‌داری	آماره آزمون	فرض صفر
عدم پذیرش (اثرات ثابت)	0.0000	60.35971	تفاوت در ضرایب نظام‌مند نیست (تصادفی است).

معناداری آزمون F بیانگر تأیید معناداری کل رگرسیون است.

در جدول ۵ در واقع فرض صفر مبنی بر تصادفی بودن ضرایب است و فرض یک مبنی بر ثابت بودن الگوی ضرایب. با توجه به سطح معنی‌داری به‌دست آمده از آزمون هاسمن، که کمتر از $0/01$ است فرض صفر با اطمینان ۹۹ درصد رد شده و فرض یک تایید می‌شود به عبارتی استفاده از روش اثرات ثابت بر روش تصادفی ارجح است.

آزمون فرضیات پژوهش

سطح معنی‌داری برای تک تک متغیرها و همچنین برای کل مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد محاسبه شده است. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده مدل پردازش شده می‌توان ادعا کرد که ۶۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته فرضیه پژوهش توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می‌شود. خودهمبستگی نقض یکی از فرض‌های استاندارد الگوی رگرسیون است و از آماره دوربین-واتسون می‌توان جهت تعیین بود و نبود خودهمبستگی در الگوی رگرسیون استفاده کرد. آماره دوربین - واتسون محاسبه شده ($2/29$) که بین $2/5-1/5$ می‌باشد بیان‌گر عدم وجود خودهمبستگی است و استقلال باقی‌مانده‌های اجزای خطا را نشان می‌دهد. همچنین

جدول ۶. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیات پژوهش

رابطه ۱		رابطه ۲		متغیر
سطح معنی‌داری	ضریب	سطح معنی‌داری	ضریب	
		0.0018	0.488657	CHANIS
0.0359	-1.250150			LAYERS
0.0053	0.057698	0.0013	0.066606	INV_PRO
0.0127	0.022385	0.1707	0.010054	DAY_NUM
0.6471	0.596055	0.1607	1.962219	GROW
0.5067	-1.705996	0.7283	-0.808121	LEV
0.5028	-0.351474	0.3244	0.513841	MULTI
0.3435	3.257341	0.8168	0.761062	ROA
0.0028	2.099224	0.0010	-3.987080	SIZE
0.3422	-2.344018	0.6953	0.897167	TANG
0.0041	-31.56267	0.0024	57.04444	C
آماره F: ۲/۴۷	ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۲۸	آماره آزمون F: ۳/۶	ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۴۱	
سطح معنی‌داری: ۰/۰۰۰		سطح معنی‌داری: ۰/۰۰۰		

ندارد. دیوان عالی باید سنجش‌هایی صورت دهد تا کارآمدی دادگاه‌های منطقه‌ای را گسترش داده و تعداد قاضی‌ها در دادگاه‌ها را برای نتیجه‌گیری برای موارد زیاد در حال انتظار افزایش دهد.

تمام فعالیت‌های سلب مالکیت بر ارزش شرکت‌ها تأثیر منفی می‌گذارد و پیامدهای مخربی را برای سهام‌داران و سایر سهام‌داران کنترل‌کننده به همراه دارد. بخش کوچکی از ادبیات مالکیت - عملکرد به بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت هرم و عملکرد می‌پردازد. بین محققان در مورد ارتباط دقیق بین ساختار مالکیت هرم و عملکرد اتفاق نظر وجود ندارد. طبق نظر یک گروه، بین ساختار هرم و عملکرد اقتصادی شرکت رابطه مثبت وجود دارد، درحالی‌که گروه دیگر رابطه منفی پیدا کردند. به‌ویژه، طبق دانش فعلی، تعداد بسیار محدودی از مطالعات وجود دارد که تأثیر ساختار داخلی مالکیت هرم (لایه‌های کنترل و زنجیره‌های کنترل) را بر تصمیم‌های مالی شرکت بررسی می‌کنند. تعداد متعدد لایه‌ها و زنجیره‌های کنترلی در ساختار هرمی، پیوند پیچیده شرکت‌های تابعه و میانی را ایجاد کرده و آنها را تحت کنترل مالک نهایی قرار می‌دهد. دلیل جدایی بین حقوق مالکیت و کنترل در شرکت‌های هرمی این است که ساختار هرمی داخلی در شرکت‌های پیچیده‌تر سبب شده که تعداد لایه‌ها و زنجیره‌های کنترلی است که بین حقوق مالکیت و کنترل جدایی ایجاد می‌کند. مالکان نهایی از لایه‌های کنترلی متعدد در ساختار هرمی برای سلب مالکیت سهام‌داران اقلیت استفاده می‌کنند. با اشاره به بحث فوق نتیجه می‌گیریم که در حضور ساختار مالکیت پیچیده (زنجیره‌های کنترلی، لایه‌های کنترلی) واگرایی بین حقوق مالکیت و حقوق کنترل مالکیت نهایی زیاد است و انگیزه مالکان نهایی برای هدایت منابع شرکت به سمت منافع خود است. همان‌گونه که فاسیو^۱ و همکاران

همانطور که در آزمون فرضیه اول در جدول ۶ دیده می‌شود بین لایه‌های کنترل چندگانه و عملکرد اقتصادی شرکت‌ها سطح معنی‌داری برابر با ۰/۰۳۵۹ است. از آنجا که مقدار P-value از ۰/۰۵ کمتر است می‌توان گفت رابطه معنی‌دار است؛ لذا می‌توان گفت فرضیه اول تأیید می‌شود به عبارتی لایه‌های کنترل چندگانه بر عملکرد اقتصادی شرکت‌ها اثر کاهنده دارند. و همان‌طور که در آزمون فرضیه اول در جدول ۶ دیده می‌شود بین زنجیره‌های کنترل چندگانه و عملکرد اقتصادی شرکت‌ها سطح معنی‌داری برابر با ۰/۰۰۱۸ است. از آنجا که مقدار P-value از ۰/۰۵ کمتر است، می‌توان گفت رابطه معنی‌دار است؛ لذا می‌توان گفت فرضیه دوم نیز تأیید می‌شود به عبارتی زنجیره‌های کنترل چندگانه بر عملکرد اقتصادی شرکت‌ها اثر افزایش‌دهنده دارند.

۶- نتیجه‌گیری و پیشنهاد

این مطالعه نشان می‌دهد که ساختار هرمی داخلی پیچیده با عملکرد اقتصادی پایین‌تر مرتبط است و کارآمدی قضایی اثری خنثی‌کننده بر این رابطه دارد. نتایج ما پیشنهاد می‌کنند که مالکان نهایی از ارتباط پیچیده زنجیره‌ها و لایه‌های کنترل در ساختار هرمی سود می‌برند و از منابع شرکت به نفع خودشان استفاده می‌کنند که منجر به عملکرد اقتصادی پایین می‌شود.

یافته‌های ما پیامدهای مهمی برای توسعه بازار سرمایه ایران دارند. سیاست‌گذاران باید سیاست‌ها را طراحی کنند که می‌توانند کمک کنند ساختار هرمی هم از جهت افقی و هم از جهت عمودی، پیچیدگی کمتری داشته باشد. کمیسیون بورس و اوراق بهادار نیاز دارد سیاست‌هایی را طراحی کند که نیاز باشد مالک نهایی اطلاعات مربوط به مالکیت غیرمستقیم سهام را افشا کند، زیرا در حال حاضر هیچ بستر عمومی برای به‌دست آوردن اطلاعات راجع به مالکیت غیرمستقیم مالکان نهایی وجود

حمیدیان، محسن؛ جنت مکان، حسین؛ و فلاح، هاجر، (۱۳۹۹). پایداری مالکیت نهادی راهکاری مناسب جهت کنترل مدیریت سود واقعی، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی)، ۱۲(۴۷)، ۱۶۹-۱۹۰.

خوارزمی، محمد و ودیعی نوقایی، محمدحسین و شوروزی، محمدرضا، (۱۳۹۲). اثر سهامداران اقلیت، هزینه های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، یازدهمین همایش ملی حسابداری ایران، مشهد.

خوشکار، فرزین؛ ملکی، صدیقه؛ نوری بخش، مهدی، (۱۴۰۰). تأثیر شرایط بازار بر رابطه تأمین مالی فرصت های سرمایه گذاری و مالکیت متقابل نهادی، نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری، ۱۵(۱۹)، ۴۶۴-۴۸۴.

راه چمنی، ابوالقاسم، (۱۳۸۵). نقش ساختار مالکیت و میزان حمایت از حقوق سهامداران. فصلنامه آسیا. ۳۰-۳۶. کامیابی، یحیی؛ بوژمهرانی، احسان؛ و محمدی، پویان، (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و شکاف بین حق کنترل و حق مالکیت سهامدار کنترل کننده نهایی، راهبرد مدیریت مالی، ۴(۱۵)، ۴۵-۶۵.

محمد آزادی، زهرا و محمدی، اسفندیار، (۱۳۹۴). مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت و حق الزحمه حسابرسی، دانش حسابداری، ۱۵(۶۰)، ۱۶۵-۱۷۶.

مرادی رامز، زهرا؛ سهرابی، شهلا، (۱۳۹۷). بررسی رابطه سهامداران نهادی به عنوان مالک و مدیر بر درمادگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اقتصاد مالی، ۱۲(۴۴)، ۱۰۲-۸۷.

Abdallah, A. A. N., & Ismail, A. K. (2017). Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries. *Journal of International Financial Markets*,

(۲۰۰۱)، جانسون^۱ و همکاران (۲۰۰۰)، لاپورتا^۲ و همکاران (۲۰۰۰) نشان دادند که سهامداران کنترلی (سهامداران اکثریت) انگیزه زیادی برای استفاده از منابع شرکت در جهت منافع شخصی خود به جای منافع سهامداران اقلیت دارند که به آن تونل زدن گویند.

تحقیقات بیشتری باید انجام شود تا اثر ساختار مالکیت منحصر به فرد سیاست های شرکت های مالی و بانکداری اسلامی بررسی گردد، زیرا از ادبیات مشهود است که چند زنجیره و لایه کنترل هم در شرکت های مالی و هم در شرکت های غیرمالی تحت حمایت چتر کنترل مالکان نهایی در می آیند.

۷- منابع

اعتمادی، حسین؛ باباجانی، جعفر؛ آذر، عادل و دیانتهی دلمی، زهرا، (۱۳۸۸). تأثیر فرهنگ سازمانی، تمرکز مالکیت و ساختار مالکیت بر کیفیت اطلاعاتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علوم مدیریت ایران، شماره ۵۱. بادآور نهندی، یونس؛ نظاری ابر، فیروز و دهقان، رقیه، (۱۳۹۸). ارتباط هزینه های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت با تأکید بر نقش کیفیت گزارشگری مالی، پژوهش حسابداری و حسابرسی، ۲(۲)، ۲۴-۱.

بادآور نهندی، یونس؛ برادران حسن زاده، رسول؛ بلوری، امین و محمودزاده باغبانی، سعید، (۱۳۸۹). بررسی تأثیر ساختار مالکیت و سرمایه بر میزان هموارسازی سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه حسابداری مالی، ۲(۸)، ۷۵-۹۴.

بدیعی نژاد، علی؛ توانگر، افسانه، (۱۴۰۱). اثر تمرکز مالکیت نهادی منفعل، دوره تصدی مدیرعامل و رقابت بازار محصول بر رابطه بین اغفال توجه سرمایه گذاران نهادی منفعل و عدم شفافیت اطلاعاتی شرکت ها، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۴(۵۴)، ۲۳۳-۲۶۲.

² La Porta

¹ Johnson

- performance: Evidence from emerging economies, *Research in International Business and Finance*, 52,101170.
- Hooy, G. K., Hooy, C. W., & Chee, H. K. (2019). Ultimate Ownership, Control Mechanism, and Firm Performance: Evidence from Malaysian Firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 1-24.
- Jin, K. and C. Park (2015). Separation of Cash Flow and Voting Rights and Firm Performance in Large Family Business Groups in Korea. *Corporate Governance: An International Review*, 23(5), 434-451.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American economic review*, 90 (2), 22-27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The journal of finance*, 55 (1), 1-33.
- Lin, F.-L., and Lin, H.-L. (2013). Ultimate controller ownership and firm value in Taiwan. *Emerging Markets Finance and Trade*, 49(1), 68-81.
- Lin. T. (2014). Corporate social responsibility, ethics, and corporate governance, *Social Responsibility Journal*, 8 (4), 547 – 560.
- Liu, S. (2019). The impact of ownership structure on conditional and unconditional conservatism in China: Some new evidence. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 34, 49-68.
- Moradi, M., Omidfar, M. (2017). The relationship between ownership and the decision to change the *Institutions and Money*, 46, 98-115.
- Alamsyah, M. F., & Yulianti, Y. (2022). The effect of good corporate governance on the financial performance of property and real estate sub-sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange. *Asian Management and Business Review*, 90-102.
- Alves, S. (2012). Ownership Structure and earnings management: Evidence from Portugal. *AAFBJ*.6(57).
- Bandyopadhyay, A., & Barua, N. M. (2016). Factors determining capital structure and corporate performance in India: Studying the business cycle effects. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 61, 160-172.
- Bradford, W., et al. (2013). Cash dividend policy, corporate pyramids, and ownership structure: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 27, 445-464.
- Faccio, M., Lang, L. H., & Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *American Economic Review*, 91 (1), 54-78.
- Gavious, I., Hirsh, N., & Kaufman, D. (2015). Innovation in pyramidal ownership structures. *Finance Research Letters*, 13, 188-195.
- Gill, A. S. and Obradovich, J. D. (2012).” Corporate governance, institutional ownership and decision to pay the amount of dividends: evidence from USA”. *Journal of finance and economics*. 1450(97), PP. 60-71.
- HashimShah, M., Xiao, Z., Abdullah, Quresh, SH., Ahmad, M. (2019). Internal pyramid structure, contract enforcement, minority investor protection, and firms’

- Ullah, Waseem., et al. (2017). Impact of Excess Control, Ownership Structure and Corporate Governance on Firm Performance of Diversified Group Firms in Pakistan. *Business & Economic Review*, 9(2), 49-72.
- Velury, V. and Jenkins, S.D. (2006). Institutional Ownership and the quality of earnings. *Journal of Business Research*. 59(9), 1043-1051.
- Villalonga, B. (2019). on ownership structure and corporate performance: Looking back and looking forward. *Journal of Corporate Finance*, 58, 64-67.
- Yamada, K. (2019). Inter-Firm Relationships and Leverage Adjustment. *Research in International Business and Finance*, 50,381-391.
- Zhao, C., & Peng, H. (2018). The Tunneling of State-Owned Controlling Shareholders and the Incentive of Professional Manager in the Mixed Ownership Reform of Chinese. *Modern Economy*, 9(11), 1839.
- Examining the role of layers and multiple control chains of the trader's own behavior on the economic performance of companies
- Reza Paproschi¹, Dr. Qanbar Abbaspour Esfadan², Dr. Asghar Meshbaki Esfahani³, Dr. Cengiz Valmohammadi⁴
- auditor. *Financial Economics*, 2 (In Persian).
- Namazi, M. (2005). Investigating the applications of representation theory in management accounting. *Social Sciences and Human Sciences University of Shiraz*, 23 (2) (In Persian).
- Paniagua, J., Rivelles, R., & Sapena, J. (2018). Corporate governance and financial performance: The role of ownership and board structure. *Journal of Business Research*, 89, 229-234.
- Riadi, A. D. R., & Mita, A. F. (2019, July). The Effect of Ownership Structure on a Company's Tunneling Activities: Indonesian Evidence. *Asia Pacific Business and Economics Conference (APBEC 2018)*. Atlantis Press.
- Shah, M. H., et al. (2018). The Effect of a Complex Ownership Structure and Judicial Efficiency on Leverage: Evidence from Pakistani Listed Companies. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(10), 2258-2277.
- Su, K. (2015). The inner structure of pyramid and capital structure: Evidence from China. *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, 9(2015-14), 1-30.
- Tam, O. K., & Tan, M. G. S. (2007). Ownership, governance and firm performance in Malaysia. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 208-222.
- Lemma, T. T., Negash, M., Mlilo, M., & Lulseged, A. (2018). Institutional ownership, product market competition, and earnings management: Some evidence from international data. *Journal of Business Research*, 90, 151-163.