



فصلنامه راهبرد مدیریت مالی

دانشگاه الزهرا

سال یازدهم، شماره چهل و یکم، تابستان ۱۴۰۲

صفحات ۲۵۴-۲۲۷



مقاله پژوهشی

بررسی توانایی ارقام مالی جهت خلاصه‌سازی اطلاعات قیمت سهام مبتنی بر "دیدگاه تونلینگ" با استفاده از نقش تعدیل‌گر سازوکارهای راهبری شرکتی قوی^۱

وحید بخردی‌نسب^۲

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۱/۲۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۲/۲۹

چکیده

مربوط بودن و سودمند بودن اطلاعات می‌تواند توسط ارتباط هم‌زمان میان اطلاعات مالی، انواع بازده سهام و ارزش بازار اندازه‌گیری شود. این موضوع، مبنای فعالیت‌هایی است که در زمینه بررسی ارتباط ارزشی صورت گرفته است. مفهوم ارتباط ارزشی توانایی ارقام مالی جهت خلاصه‌کردن اطلاعات تحت قیمت سهام می‌باشد. بر این اساس انگیزه‌های مالی گزارشگری متهورانه ارتباط ارزشی را تنزل می‌دهد. یکی از دلایل اقدامات فرصت‌طلبانه مدیران و گزارشگری مالی متهورانه تونلینگ است. دیدگاه تونلینگ عبارت است از تبانی سهام‌داران عمده و مدیریت که با استفاده از معاملات مدیریت با اشخاص وابسته انجام می‌شود. انتخاب بهترین معیارها از سازوکارهای راهبری شرکتی می‌تواند از حکمرانی خوب به‌عنوان بهترین عامل بازدارنده از تونلینگ استفاده نماید. بر این اساس هدف از مطالعه حاضر بررسی توانایی ارقام مالی جهت خلاصه‌سازی اطلاعات قیمت سهام مبتنی بر دیدگاه تونلینگ با استفاده از نقش تعدیل‌گر حکمرانی خوب می‌باشد. جامعه آماری در دسترس شامل ۱۳۳ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۷-۱۳۸۳ می‌باشد. روش اجرای پژوهش مبتنی بر داده‌های ترکیبی و رگرسیون چندگانه می‌باشد. شواهد پژوهش حاکی از آن است که تونلینگ سطح ارتباط ارزشی اطلاعات مالی را کاهش می‌دهد. از دیگر نتایج پژوهش این است که حکمرانی خوب بر تونلینگ تاثیر معکوس ولی غیرمعنی‌دار دارد. همچنین حکمرانی خوب، تاثیر معکوس تونلینگ بر ارتباط ارزشی را تضعیف می‌کند. این نتایج گویای ضرورت و اهمیت وجود حکمرانی خوب در شرکت‌ها و محدود نمودن تونلینگ می‌باشد.

واژگان کلیدی: تونلینگ، سازوکارهای راهبری شرکتی قوی، ارتباط ارزشی، معاملات غیرطبیعی با اشخاص وابسته.

طبقه‌بندی موضوعی: G34

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/JFM.2020.23572.1894

۲. دکتری، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد نجف‌آباد، نجف‌آباد، ایران. (نویسنده مسئول). Email: Vahid.BekhradiNasab@Gmail.Com

مقدمه

در سال ۱۹۲۹ بحرانی بزرگ در بورس آمریکا پدید آمد که علت آن، مشکل نمایندگی بود. در سال‌های اخیر شدت و جدیت مشکلات نمایندگی مرتبط با مالکیت متمرکز سهام، توجه فزاینده اقتصاددانان مالی و پژوهشگران این عرصه را به خود جلب کرده است. مشکل نمایندگی یا جدا شدن مالکیت از مدیریت ابتدا توسط آدام اسمیت (۱۷۷۶) مطرح شد (درايتز و همکاران^۱، ۲۰۰۴). امروزه این جدایی با نام مشکل نمایندگی شناخته می‌شود و بدین معنا است که چگونه می‌توان اطمینان داشت که مدیران از آزادی عمل خویش در راستای منافع سرمایه‌گذاران استفاده خواهند کرد (درايتز و همکاران، ۲۰۰۴؛ جنسن و مگ‌لینگ^۲، ۱۹۷۶). پس از پیدایش مشکل نمایندگی به جهت حفظ منافع عمومی باید اطلاعات مصون‌سازی شده و منافع مدیران و مالکان همسو شوند. به عبارتی با برقراری رابطه نمایندگی، هر یک از طرفین رابطه به دنبال حداکثر کردن منافع شخصی خویش می‌باشند. تونلینگ پدیده‌ای است که بواسطه جدایی مالک از مدیر ایجاد می‌شود (گئورگ^۳، ۲۰۱۵). در رابطه نمایندگی نوعی قرارداد که طبق آن یک یا چند نفر (مالک یا مالکین) شخص دیگری (مدیر یا نماینده) را مأمور اجرای عملیاتی می‌کنند، بسته شده و به دلیل اینکه اختیار اتخاذ برخی تصمیم‌ها را نیز به وی تفویض می‌نمایند، این احتمال وجود دارد که مالک فقط در راستای اهداف خود فعالیت نماید. از آنجا که تابع مطلوبیت مدیران با مالکان یکسان نیست، بین آن‌ها تضاد منافع به وجود می‌آید (شان^۴، ۲۰۱۳). از ابزارهای مختلفی نظیر کاربرد تئوری اخلاق در حسابداری، ایجاد استانداردهای حسابداری، کنترل‌های داخلی، حسابرسی داخلی و مستقل، وجود مدیران غیرموظف در هیئت مدیره و به کارگیری رویه‌های بلندمدت پاداش، در این خصوص استفاده شده است. با این همه باز هم مشکلات کمتر نشده بلکه پیچیدگی‌های آن بیشتر شده است. معیارهای کنترلی که به منظور کاهش مشکلات نمایندگی در نظر گرفته شده بود، نه تنها کارا نبوده بلکه حداقل نظارت‌ها را نیز اجرا نمی‌کنند. در واقع تمامی معیارهای ذکر شده به صورت ظاهری و فقط در جهت رعایت قوانین بودند؛ بدون اینکه بتوانند از منافع سهامداران در مقابل مدیران حمایت کنند. علت آن شاید نبود سازوکارهایی از حکمرانی خوب است که بتوانند علاوه بر مطابقت با تمام معیارهای گفته شده، به هدف غایی شرکت یعنی افزایش منافع سهامداران و نیز بهبود عملکرد شرکت منجر شود (بال و شیواکومار^۵، ۲۰۱۵). زیرا رفتارهای فرصت طلبانه مدیران، مشکلات نمایندگی و هزینه‌های نمایندگی را افزایش داد تا این که استقرار سیستم‌های راهبری شرکتی، در راستای کنترل و کاهش این مشکلات و هزینه‌ها صورت گرفت. به عبارتی جهت پیشگیری از رفتارهای فرصت طلبانه مدیران در شرکت که ریشه در تباری‌ها و تقلب دارد و ناشی از دلایل شخصی مدیران بوده، استقرار حکمرانی خوب در سیستم شرکت ملزم شد. دلیل این امر به خاطر جایگاه و اهمیت سود برای استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی است (ماتولکسی و همکاران^۶، ۲۰۱۱)،

1. Drobetz et al.
2. Jensen & Meckling.
3. George.
4. Shan.
5. Ball & Shivakumar.
6. Matolcsy et al.



زیرا صورت‌های مالی نتایج وظیفه‌ی مباشرت مدیریت یا حسابدھی آن‌ها را در قبال منابعی که در اختیارشان قرار گرفته است، منعکس می‌کند (بخردی نسب و ژولانژاد، ۱۳۹۶). پس علت این امر بروز رفتارهای فرصت طلبانه مدیران از طریق تبانی انجام یافته بین مدیران شرکت و سهام‌داران عمده آن است که ریشه در معاملات غیرطبیعی با اشخاص وابسته دارد که در نهایت منجر به پدیده تونلینگ می‌شود (گنورگ، ۲۰۱۵). کلبک و میهو^۱ (۲۰۰۴) اظهار کردند که بر اساس نظریه نمایندگی، معاملات با اشخاص وابسته نگرانی را افزایش می‌دهد؛ چرا که مدیران با انتقال نامناسب ثروت، سود و قابلیت اعتماد صورت‌های مالی، ارتباط ارزشی سهام را کاهش می‌دهند و موجب کاهش اثر قراردادهای طراحی شده برای کاهش تضاد نمایندگی و در نهایت، خسارت سهامداران شرکت‌ها می‌شوند. مربوط بودن و سودمند بودن این اطلاعات می‌تواند توسط ارتباط هم‌زمان میان اطلاعات مالی، انواع بازده سهام و ارزش بازار اندازه‌گیری شود (ریبئی و همکاران، ۱۳۹۲).

این موضوع، مبنای فعالیت‌هایی است که در زمینه‌ی بررسی ارتباط ارزشی صورت گرفته که در نهایت تونلینگ، ارتباط ارزشی اطلاعات مالی را کاهش می‌دهد. این اطلاعات از طریق کانال‌های حکمرانی خوب، مانند اعضای هیأت مدیره در اختیار برخی از سهامداران و سهامداران نهادی قرار گرفته و از این طریق به اطلاع عده‌ای می‌رسد؛ بنابراین عده‌ای از سهامداران از آگاهی بیشتری نسبت به سایرین برخوردارند و این امر موجب ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر به دلیل اختیارات رشد، فرصت‌های بیشتری را برای تونلینگ و انتقال ثروت به مدیریت از طریق معاملات داخلی و پاداش اضافی فراهم می‌کند (خوش‌طینت و یوسفی، ۱۳۸۷). بنابراین از آنجایی که معاملات با اشخاص وابسته به صورت افزایشی در سود اثر می‌گذارند، تونلینگ باعث می‌شود که عدم تقارن رفتار سود پدیدار شود (بنکر و همکاران، ۲۰۱۰، ۱۹۷۶). این پدیده، احتمالاً به ارتباط مثبت بین هزینه‌های نمایندگی و میزان معاملات منجر خواهد شد و از آنجا که سیستم‌های راهبری شرکتی در راستای محدود نمودن مسائلی نظیر پدیده تونلینگ طراحی و اجرا می‌شوند، انتظار می‌رود هر چه سیستم‌های راهبری شرکتی قوی‌تر باشند، تونلینگ کم‌رنگ‌تر شود و حکمرانی خوب، تونلینگ را کاهش دهد. شناسایی و حذف تونلینگ، به بهبود مربوط بودن و سودمند بودن صورت‌های مالی و ارتباط ارزشی اطلاعات مالی کمک قابل ملاحظه‌ای می‌نماید. از این رو با انتخاب بهترین معیارها از سازوکارهای راهبری شرکتی می‌توان از حکمرانی خوب به عنوان بهترین عامل بازدارنده از تونلینگ استفاده نمود.

ولی مسئله اصلی در این پژوهش این است که حکمرانی خوب به صورت مستقیم نمی‌تواند منجر به محدود شدن تونلینگ شود. لذا در این پژوهش از طریق معاملات غیرطبیعی با اشخاص وابسته به عنوان عاملی جهت شناسایی و محدودسازی تونلینگ استفاده شده تا ارتباط ارزشی در شرکت محفوظ بماند. واضح است که ارتباط ارزشی اطلاعات صورت‌های مالی، توانایی تأیید یا تغییر انتظارات سرمایه‌گذاران از ارزش شرکت را دارد. اگر سهام شرکت در میان سرمایه‌گذاران داد و ستد می‌شود، قیمت بازار آن سهام باید انتظارات عموم سرمایه‌گذاران را از ارزش خلاصه کند. بنابراین ارتباط ارزشی صورت‌های مالی می‌تواند توسط واکنش در قیمت بازار هنگامی که ارقام مالی منتشر شده‌اند، اندازه‌گیری شود. در ادامه پژوهش به



بررسی مبانی نظری، پیشینه پژوهش، فرضیه‌ها و الگوی پژوهش، معرفی متغیرها، جامعه آماری و حجم نمونه، یافته‌های پژوهش و در نهایت بحث و نتیجه‌گیری پرداخته شده است.

مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

راهبری شرکتی قوی

به دلیل مشکلات نمایندگی امکان دارد مدیران شرکت‌ها از منابع شرکت در جهت افزایش ثروت سهامداران استفاده نکنند. صاحب‌نظران امروزه بهترین راه حل این مشکل را در بهبود حکمرانی می‌دانند. حکمرانی خوب شامل معیارهایی است که می‌تواند با افزایش عدم تمرکز در کنترل شرکت‌ها، از قدرت مدیران در پیگیری منافع شخصی کاسته و باعث بهبود عملکرد شرکت‌ها شود (حساس یگانه، ۱۳۸۴). حکمرانی خوب و سازوکارهای نظارتی آن به مرور زمان بوجود می‌آیند. در ادبیات حکمرانی خوب، درون‌زا بودن، یک مشکل جدی محسوب می‌شود (بالابات و همکاران^۱، ۲۰۰۴؛ براون و همکاران^۲، ۲۰۱۱؛ دمستز^۳، ۱۹۸۳؛ دمستز و لن^۴، ۱۹۸۵؛ دمستز و ویالونگا^۵، ۲۰۰۱؛ فاروک و همکاران^۶، ۲۰۰۷ و ۲۰۱۰؛ ستیا آتماجا^۷، ۲۰۰۹). به عنوان مثال، آگراوال و نویبر^۸ (۱۹۹۶) و هرمالین و وایسبک^۹ (۲۰۰۳) اینگونه استدلال می‌کنند که حکمرانان خوب در پاسخ به مشکلات نمایندگی شرکت‌ها، کاملاً به صورت درون‌زا عمل می‌کنند. دمستز (۱۹۸۳)، دمستز و لن (۱۹۸۵) و دمستز و ویالونگا (۲۰۰۱) نشان دادند که ساختارهای مالکیت نیز درون‌زا هستند. با هدف جلوگیری از چنین مشکلاتی، این پژوهش جهت اندازه‌گیری کیفیت حکمرانی خوب در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، شاخص کیفیت حکمرانی خوب را به صورت مختصر گسترش می‌دهد و از امتیاز حکمرانی خوب استفاده می‌نماید. همچنین شان (۲۰۱۳) اینگونه استدلال می‌کند که یک محیط قانون‌مند فرصتی را برای بهبود بررسی اثربخشی سازوکارهای حکمرانی خوب فراهم می‌کند و انگیزه‌ای جهت مدیریت هر چه بهتر سود خواهد بود. به جهت همسو شدن با این استدلال، سعی شده اطلاعات مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به صورتی جمع‌آوری گردد که شرکت‌هایی که دارای اقتصادی بزرگ و قوی هستند حتی الامکان در نمونه‌گیری حضور داشته باشند. علاوه بر این ماتولچسی و همکاران^{۱۰} (۲۰۱۱) اینگونه استدلال می‌کنند که تغییرات قانونی می‌تواند حکمرانی خوب را تحت تأثیر قرار دهد. جهت تشخیص حکمرانی خوب از ابزارهای نظارتی نظیر

1. Balatbat et al.
2. Brown et al.
3. Demsetz.
4. Demsetz & Lehn.
5. Demsetz & Villalonga.
6. Farooque et al.
7. Setia-Atmaja.
8. Agrawal & Knoeber.
9. Hermalin & Weisbach.
10. Matolsy et al.



مالکیت یا سهامداران دولتی، اندازه موسسه حسابرسی، نسبت مدیران غیرموظف، سهام شناور شرکت‌ها، تعداد اعضای هیئت مدیره و دوگانگی نقش مدیر عامل استفاده می‌شود.

دیدگاه تونلینگ

توجه و تمرکز ادبیات تئوری نمایندگی و پژوهش‌های این حوزه بر تضاد منافع حاکم بین مدیران شرکت و گروهی از سهامداران پراکنده می‌باشد. اما در بسیاری از کشورهای آسیایی و اروپایی، شرکت‌ها توسط افرادی که بخش عمده‌ای از سهام شرکت را در دست دارند (سهامداران عمده)، کنترل می‌شوند. در این شرکت‌ها مشکل اصلی احتمال مصادره حقوق سهامداران اقلیت و بروز رفتارهای فرصت طلبانه از طریق تبنانی انجام یافته بین مدیران شرکت و سهامداران عمده آن است. گنورگ (۲۰۱۵) تبنانی انجام یافته بین مدیران شرکت و سهامداران عمده را تونلینگ نامیده که با کاهش انتخاب‌های اختیاری مدیران از طریق ایجاد محدودیت در معاملات با اشخاص وابسته، پدیده تونلینگ کوچک‌سازی می‌شود. به بیان دیگر در تونلینگ، دارایی و سهام شرکت و یا مدیران شرکت دارایی و سرمایه شرکت را با قیمت کمتری به سهامداران عمده می‌فروشند و این به ضرر سهامداران جزء (اقلیت) تمام می‌شود. این معاملات ریشه در معاملات غیرطبیعی با اشخاص وابسته دارد. بر اساس استاندارد حسابداری شماره ۱۲ ایران، معاملات غیرطبیعی با اشخاص وابسته عبارتند از انتقال منابع، خدمات یا تعهدهای بین اشخاص وابسته، صرف نظر از مطالبه یا عدم مطالبه بهای آن. پس رابطه با شخص وابسته می‌تواند بر وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری تأثیر داشته باشد.

اشخاص وابسته، ممکن است معاملاتی انجام دهند که اشخاص غیروابسته انجام نمی‌دهند. همچنین مبالغ معاملات بین اشخاص وابسته، ممکن است با مبالغ مشابه بین اشخاص غیر وابسته یکسان نباشد. به دلایل مذکور آگاهی از معاملات، مانده حساب‌های طرفین و رابطه با اشخاص وابسته، ممکن است بر ارزیابی استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی از عملیات واحد تجاری، شامل ارزیابی ریسک و فرصت‌های پیش روی واحد تجاری، تأثیر بگذارد (بخردی‌نسب و ژولانژاد، ۱۳۹۶). معامله با اشخاص وابسته را می‌توان از دیدگاه دو نظریه بررسی کرد. با توجه به فرضیه تضاد منافع، گاهی انگیزه برای معاملات با اشخاص وابسته این است که دارایی‌های شرکت به نفع اشخاص وابسته از تملک شرکت خارج شود و مدیر برای سرپوش گذاشتن بر آن، به مدیریت سود اقدام کند؛ اما فرضیه معامله کارآمد حاکی از آن است که گاهی برای دسترسی به تجربه، تخصص و مهارت منحصر به فرد اشخاص وابسته یا جبران خدمات، معامله با آن‌ها انجام می‌گیرد که در این صورت، انگیزه‌هایی برای مدیریت سود وجود ندارد (گوردون و هنری، ۲۰۰۵).

تصاحب منابع شرکت از طریق معاملات با اشخاص وابسته، در کشورهای توسعه یافته مرسوم است. اما به دلیل نقص بازارهای خارجی و ضعف حکمرانی خوب، این رخداد در اقتصادهای نوظهور بیشتر مشاهده می‌شود. در بسیاری از موارد، معاملات با اشخاص وابسته گریزناپذیر و سودمند است و در چرخه عملیات



شرکت تکرار می‌شود؛ ولی در شرایط خاص، به سهامداران عمده یا مدیران شرکت‌ها اجازه می‌دهد با هزینه سهامداران خرد، منافع شخصی خود را تأمین کنند (شعری و حمیدی، ۱۳۹۱).

بخش عمده‌ای از ادبیات نوظهور پدیده تونلینگ، به دنبال توضیح انگیزه‌های مدیریت سود با استفاده از نظریه نمایندگی است. این در حالی است که بر اساس نظریه نمایندگی، به دلیل جدایی مالکیت از مدیریت و وجود تضاد منافع بین این دو، معاملات با اشخاص وابسته ممکن است موجب از دست رفتن ثروت سهامداران شود و مدیر برای سرپوش گذاشتن روی این انتقال ثروت، ممکن است به مدیریت سود از طریق معاملات غیر طبیعی یا غیرعادی با اشخاص وابسته اقدام کند. استانداردهاگذاران اشاره می‌کنند، معاملات با اشخاص وابسته مبین سلب مالکیت احتمالی بالقوه منابع شرکت است (گوردون و هنری، ۲۰۰۵). همچنین کلبک و میهو (۲۰۰۴) معتقدند که مدیران از طریق معاملات با اشخاص وابسته با انتقال نامناسب ثروت، سود و قابلیت اعتماد صورت‌های مالی را کاهش می‌دهند. برخی شرکت‌ها دارای سازوکارهای نظارتی قوی مثلا در تعداد اعضای مستقل هیئت مدیره، حضور سرمایه‌گذاران نهادی می‌باشند. در مقابل برخی شرکت‌ها نیز دارای سازوکارهای نظارتی ضعیفی می‌باشند. سازوکارهای نظارتی در راستای مهار انگیزه‌های مدیران کاهش می‌یابد. پس تونلینگ باید به صورت ارزشی بررسی شود تا اهمیت رفتار مدیران در معاملات با اشخاص وابسته مشخص شود.

طبق پژوهش‌های انجام شده توسط چی^۱ (۲۰۰۵)، امکان سه رابطه علت و معلولی بین حکمرانی خوب و تونلینگ وجود دارد. نخست اینکه یک رابطه مستقیم و یک سویه بین حکمرانی خوب و تونلینگ وجود دارد. مبنی بر اینکه حکمرانی خوب باعث تونلینگ می‌شود. دوم اینکه یک رابطه دو سویه بین حکمرانی خوب و تونلینگ وجود دارد. مبنی بر اینکه حکمرانی خوب و تونلینگ بر هم اثر متقابل می‌گذارند. رابطه سوم مبنی بر اینکه حکمرانی خوب و تونلینگ به طور مستقیم بر هم اثر گذار نیستند. بلکه از طریق دخالت یک عامل دیگر بنام معاملات غیرطبیعی با اشخاص وابسته توانایی اثرگذاری بر یکدیگر را دارند. گسترش معاملات با اشخاص وابسته و افزایش به‌کارگیری این معاملات در شرکت‌ها و همچنین دامنه‌ای گسترده از ساختارها و روابط به طوری که موجب افزایش پیچیدگی در معاملات با اشخاص وابسته شود و سامانه‌های اطلاعاتی نیز در تشخیص یا تلخیص معاملات و مانده حساب‌ها بین واحد تجاری و اشخاص وابسته آن اثربخش نباشد، ایجاب می‌نماید که جهت کاهش جرائم مالی و بهبود عملکرد شرکت‌ها، سازوکارهای نظارتی ایجاد گردد. از جمله چنین سازوکارهای نظارتی، طراحی و اجرای حکمرانی خوب در شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی است (رخشان و همکاران، ۱۳۹۰). بنابراین انتظار می‌رود که حکمرانی خوب، رفتار فرصت طلبانه مدیران مبتنی بر دیدگاه تونلینگ را کاهش دهد.

ارتباط ارزشی راهبری شرکتی قوی و دیدگاه تونلینگ

بر اساس مفاهیم نظری گزارشگری مالی، اطلاعاتی که از دو ویژگی مربوط بودن و اتکاپذیری برخوردار باشند، در تصمیم‌گیری‌ها مفید خواهند بود. بررسی مربوط بودن و اتکاپذیری اطلاعات مالی به طور مجزا

بسیار مشکل است، زیرا مربوط بودن و اتکاپذیری اطلاعات مالی، معیارهای مکمل هستند که باید اطلاعات مورد گزارش، این ویژگی را داشته باشند. ولی باید بین این دو معیار، توازن برقرار باشد. زیرا بعضاً برای رسیدن به یکی، دیگری قربانی می‌شود. در مفاهیم نظری گزارشگری مالی مقدار مربوط بودن و اتکاپذیری این اطلاعات جهت برخورداری از معیارهای مذکور تعیین نشده است، یعنی این دو معیار کمی نیستند و بررسی آن‌ها به قضاوت بستگی دارد (بارث و همکاران^۱، ۲۰۰۸، ۲۰۰۱، ۱۹۹۹، ۱۹۹۶، ۱۹۹۱). ولی این پرسش به ذهن استفاده‌کنندگان متبادر می‌شود که آیا اطلاعات مالی، اطلاعاتی مربوط فراهم آورده است یا خیر. این موضوع اساس و شالوده‌ی پژوهش‌هایی است که در زمینه‌ی ارتباط ارزشی^۲ صورت می‌گیرد.

مفهوم ارتباط ارزشی اطلاعات مالی بیانگر جایگاه اطلاعات مذکور در ارزش‌گذاری حقوق صاحبان سهام است. پژوهش‌های ارتباط ارزشی، رابطه‌ی دو ویژگی مربوط بودن و اتکاپذیری را در نظر می‌گیرد. نخست بال و براون^۳ (۱۹۶۸) شروع به تشریح رابطه‌ی سود و بازده سهام نمودند. در مطالعات بعدی اوهلسون^۴ (۱۹۹۵) مفهوم جدیدی از اطلاعات مالی به نام رابطه‌ی بین سود و اندازه‌گیری ارتباط ارزشی را بسط و گسترش داد. به صورت کلی ارتباط ارزشی، به منظور مشاهده‌ی نقش اطلاعات حسابداری در تبیین بازده سهام مطالعه می‌شود. هنگامی که سرمایه‌گذاران آتی شرکت را در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری ارزیابی می‌کنند، اطلاعات مالی در این ارزیابی نقش مهمی را ایفا می‌کند. در مطالعات مالی اصولاً از وابستگی آماری بین اطلاعات مالی و قیمت سهام برای ارزیابی درجه‌ی ارتباط ارزشی اطلاعات مالی برای سهامداران استفاده می‌شود (فرانسیس و شیپر^۵، ۱۹۹۹). ویژگی بارز این پژوهش‌ها این فرض است که اگر داده‌های مالی قادر باشند اطلاعات اساسی مربوط به محاسبات ارزیابی سهام را منعکس کنند، در آن صورت ارتباط ارزشی می‌تواند تجربه آشکاری از ارتباط بین اطلاعات مالی و قیمت یا بازده باشد (کوئاری^۶، ۲۰۰۱).

در حالی که مطالعات جدیدتر در بازارهای ایالات متحده آمریکا متمرکز شده و افزایش ارتباط ارزشی اطلاعات مالی در بازارهای جهانی خود را بیش از بازارهای آمریکایی نشان می‌داند. به عنوان مثال در استرالیا، فرانسه، هلند و انگلستان (آلفورد و همکاران^۷، ۱۹۹۳)، در آلمان (هریس و همکاران^۸، ۱۹۹۴)، در انگلستان، استرالیا و کانادا (بارث و کلینچ^۹، ۱۹۹۶)، در شش اقتصاد آسیایی (گراهام و کینگ^{۱۰}، ۲۰۰۰) و در ۱۴ کشور اروپایی (آهورنی و همکاران^{۱۱}، ۲۰۱۰) ارتباط ارزشی اطلاعات مالی بیشتر از آمریکا مورد بررسی قرار داده شدند. معاملات غیرطبیعی با اشخاص وابسته بر وضعیت، عملکرد و انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری تاثیر

1. Barth et al.
2. Value relevance.
3. Ball & Brown.
4. Ohlson.
5. Francis & Schipper.
6. Kothari.
7. Alford et al.
8. Harris et al.
9. Barth & Clinch.
10. Graham & King.
11. Aharony et al.

می‌گذارد. اشخاص وابسته امکان انجام معاملاتی را دارند که دیگر اشخاص این امکان را ندارند. افزایش این دسته از معاملات به دلیل مبالغ مورد معامله بر تصمیم‌های استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی اثر گذار است (کامیابی و همکاران، ۱۳۹۵). با استفاده از شواهد تجربی، این پژوهش انگیزه‌ای خواهد بود جهت نشان دادن این موضوع که استفاده‌ی گسترده از معاملات با اشخاص وابسته به عنوان پروکسی تونلینگ در واقع وسیله‌ای است جهت کنترل دستکاری سود قابل افشاء در گزارشگری مالی که بر ارتباط ارزشی قیمت سهام اثرات مخربی دارد (آهورنی و همکاران^۱، ۲۰۱۰؛ جیان و وونگ^۲، ۲۰۱۰، لو و همکاران^۳، ۲۰۱۰، وونگ و همکاران^۴، ۲۰۱۵). بر این اساس انتظار می‌رود که تونلینگ بر ارتباط ارزشی اثر منفی داشته باشد و فرضیه اول پژوهش به شرح زیر تبیین شده است:

فرضیه اول: تونلینگ بر ارتباط ارزشی تاثیر معکوس و معنی‌دار دارد.

از لحاظ نظری تونلینگ با بسط و توسعه مدل قیمت‌گذاری اوهلسون (۱۹۹۵) معرفی شده است. به بیان دیگر این کار با ارائه یک اندازه‌گیری متفاوت از رفتار فرصت‌طلبانه مدیران در قسمت‌هایی که می‌تواند باعث افزایش سود بیشتر شود، نشان داده شده است. مطالعات پیشین این‌گونه فرض کرده‌اند که بخش‌های ایجاد کننده سود تنها با استفاده از فروش به اشخاص وابسته، مدیریت (دستکاری) سود و درآمد را انجام می‌دهند. به عنوان مثال، هرمان و همکاران^۵ (۲۰۰۳) این‌گونه بیان کرده‌اند که شرکت‌های ژاپنی از درآمد حاصل از فروش دارایی‌های ثابت جهت شناسایی رفتار فرصت‌طلبانه مدیریت استفاده کرده‌اند. چن و یان^۶ (۲۰۰۴) دریافته‌اند که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس چین از درآمدهای غیرعملیاتی جهت شناسایی رفتار فرصت‌طلبانه مدیریت استفاده می‌کنند. جی و همکاران^۷ (۲۰۱۰) دریافته‌اند که شرکت‌های چینی پذیرفته شده در بورس از فروش محصولات و همچنین فروش دارایی‌ها به اشخاص وابسته جهت شناسایی رفتار فرصت‌طلبانه مدیریت استفاده می‌کنند. به هر حال، این اندازه‌گیری‌ها می‌تواند به صورت عادی یا غیرعادی در معاملات با اشخاص وابسته ترکیب شود. در حقیقت، تونلینگ در معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته خود را نمایان می‌سازد (جائو و کلینگ، ۲۰۰۸؛ لو و وونگ^۸، ۲۰۱۱). بنابراین پژوهش حاضر می‌کوشد نشان دهد آیا انگیزه‌ای جهت دستکاری کردن سود از طریق معاملات با اشخاص وابسته وجود دارد یا خیر. بر همین اساس پیش‌بینی می‌شود که حکمرانی خوب پدیده تونلینگ را کاهش دهد و فرضیه دوم پژوهش به شرح زیر تبیین شده است:

فرضیه دوم: راهبری شرکتی قوی بر تونلینگ تاثیر معکوس و معنی‌دار دارد.

1. Aharony et al.
2. Jian & Wong.
3. Lo et al.
4. Wong et al.
5. Herrmann et al.
6. Chen & Yuan.
7. Ge et al.
8. Lo & Wong.



مبتنی بر پژوهش‌های انجام شده توسط محققانی نظیر گائو و کلینگ^۱ (۲۰۱۲، ۲۰۰۸)، جیانگ و همکاران^۲ (۲۰۱۰)، لیو و تیان^۳ (۲۰۱۲) و شان^۴ (۲۰۱۴، ۲۰۱۳) حکمرانی خوب، راهی است در جهت کاهش دادن تونلینگ است. پس می‌توان چنین متصور شد که مبتنی بر تئوری نمایندگی و یا وجود ارتباط معکوس بین تونلینگ و ارتباط ارزشی، حکمرانی خوب توانایی تضعیف این ارتباط را داشته و از ارتباط منفی بین تونلینگ و ارتباط ارزشی بکاهد. با پیروی از مدل معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته که توسط جیان و وونگ (۲۰۱۰) استفاده شده هر گونه معاملات عادی با اشخاص وابسته کنار گذاشته شده و معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته جانشینی برای تونلینگ در نظر گرفته شده است. پس انتظار می‌رود حکمرانی خوب، ارتباط معکوس بین تونلینگ و ارتباط ارزشی سهام را بشدت کاهش دهد و فرضیه سوم پژوهش به شرح زیر تبیین شده است:

فرضیه سوم: راهبری شرکتی قوی، تاثیر معکوس تونلینگ بر ارتباط ارزشی را تضعیف می‌کند.

پیشینه پژوهش

فوداه و نازپناه^۵ (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی تاثیر مالیات، تشویق تونلینگ، سازوکارهای پاداش و اندازه شرکت بر قیمت‌گذاری انتقالی پرداختند. این مطالعه ۲۸ شرکت تولید کننده را که از طریق ۱۵۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اندونزی از دوره ۲۰۱۳-۲۰۱۷ انتخاب شده اند، انتخاب کرده است. نتایج حاصل از رگرسیون داده‌های پانل با مدل اثر تصادفی نشان می‌دهد که انگیزه‌های تونلینگ روی قیمت گذاری انتقالی تأثیر نمی‌گذارد.

ژی و لی^۶ (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی تونلینگ و اهمیت ارزش گزارش‌های مالی پرداختند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که گزارش‌های مالی برای شرکت‌هایی که دارای حسابداری محافظه‌کارانه کمتری هستند، دارای اهمیت بیشتری نسبت به شرکت‌هایی که دارای حسابداری محافظه‌کارانه تر هستند، می‌باشد. در مجموع شواهد نشان می‌دهد که شرکت‌ها حسابداری محافظه‌کارانه را برای افزایش اطلاع‌رسانی در گزارش‌های مالی قبل از معاملات تونلینگ اتخاذ می‌کنند که این امر به کنترل سهامداران در تصرف ثروت از سهامداران اقلیت از معاملات تونلینگ کمک می‌کند.

تحاتا و الحدب^۷ (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی ارتباط ارزشی نسبی و تدریجی ارزش دفتری و درآمد در طول بحران مالی جهانی پرداخت. نتایج این پژوهش نشان داد که در زمان بحران مالی جهانی هم ارزش

1. Gao & Kling.
2. Jiang et al.
3. Liu and Tian.
4. Shan.
5. Fuadah & Nazihah.
6. Xie & Lee
7. Tahata & Alhadab.



دفتري و هم درآمد دارای ارتباط ارزشی زیادی می‌باشد. همچنین در طی این دوره، ارتباط ارزشی درآمد افزایش و ارتباط ارزشی ارزش دفتري کاهش می‌یابد.

اوکافور و همکاران^۱ (۲۰۱۶) در پژوهشی تحت عنوان "استانداردهای گزارشگری مالی بین‌المللی و ارتباط ارزشی، شواهدی بر اساس مصوبات کانادایی" این موضوع را مورد بررسی قرار دادند که آیا اطلاعات مالی تهیه و افشا شده تحت استانداردهای گزارشگری مالی بین‌المللی ارتباط ارزشی را افزایش می‌دهد یا اینکه اطلاعات مالی تهیه شده تحت اصول پذیرفته شده حسابداری. نتایج این پژوهش نشان داد چنانچه اطلاعات حسابداری بر اساس استانداردهای گزارشگری مالی بین‌المللی تهیه و افشا شوند، قیمت و بازده بالاتری از ارتباط ارزشی نسبت به اطلاعات حسابداری دارند. گئورگ (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی ارتباط ارزشی مدیریت سود و حاکمیت شرکتی پرداخته است. نتایج این پژوهش نشان داد که مدیریت سود سطوح ارتباط ارزشی را کاهش داده و حاکمیت شرکتی هم مدیریت سود را کاهش می‌دهد.

بخردی نسب و ژولانژاد (۱۳۹۶) به بررسی رفتار مدیر در برخورد با هزینه‌ها بر اساس رویکرد رتبه‌بندی شرکت‌ها با مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش نشان داد که چنانچه مدیریت، معیارهای حاکمیت شرکتی را همواره به صورت محسوس و نامحسوس ناظر بر رفتار خود قرار داده، کمتر دست به اقدامات اختیاری و فرصت‌طلبانه دست می‌زنند.

مردادی و سلمانپور (۱۳۹۶) به بررسی تاثیر حکمرانی خوب بر توزیع درآمد در کشورهای منتخب عضو سازمان همکاری اسلامی پرداخته‌اند. نتایج در این پژوهش نشان داد که از بین شاخص‌های حکمرانی خوب، همه شاخص‌ها بجز شاخص کنترل فساد به همراه متغیرهای مخارج مصرفی دولت و سهم صادرات از تولید ناخالص داخلی اثر منفی و معنی‌دار بر ضریب جینی کشورهای مورد مطالعه دارند و افزایش در این متغیرها موجب برابری در توزیع درآمد می‌شوند. همچنین شاخص کنترل فساد نیز به همراه درآمدهای مالیاتی دولت و نرخ تورم و بیکاری اثر مثبت و معنی‌داری بر نابرابری توزیع درآمد این کشورها دارند.

احمدی و محمدی (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر حکمرانی خوب شرکتی بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش نشان داد که محیط درونی شرکت‌ها، حکمرانی خوب شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی آنها همبستگی قوی با یکدیگر دارند و محیط درونی شرکت‌ها از طریق تقویت حکمرانی خوب شرکتی، ارزش افزوده اقتصادی را افزایش می‌دهد. بیات و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی تأثیر پایداری سود بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری را مورد بررسی قرار دادند. نتایج آنها بیانگر این مطلب بود که رابطه مستقیم و معنی‌دار بین پایداری سود و ارتباط ارزشی اطلاعات وجود دارد. به بیان دیگر، با افزایش تکرار پذیری سود حسابداری، ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری افزایش می‌یابد. ربیعی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی با عنوان بررسی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش نتایج به دست آمده از مدل‌های بازده، نشان‌گر وجود رابطه‌ای مثبت میان اطلاعات سود هر سهم با انواع بازده سهام

می‌باشد و ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری را تأیید می‌کند. علاوه بر این آنها به این نتیجه رسیدند که مدل قیمت، ارتباط ارزشی بسیار بیشتری نسبت به مدل‌های بازده دارد.

فرضیه‌ها یا سئوالات پژوهش

- منطبق بر مبانی نظری پژوهش، فرضیه‌ها به شرح زیر می‌باشد.
- ۱- تونلینگ بر ارتباط ارزشی تاثیر معکوس و معنی‌دار دارد.
 - ۲- راهبری شرکتی قوی بر تونلینگ تاثیر معکوس و معنی‌دار دارد.
 - ۳- راهبری شرکتی قوی، تاثیر معکوس تونلینگ بر ارتباط ارزشی را تضعیف می‌کند.

روش شناسی پژوهش

این پژوهش به لحاظ هدف کاربردی و به لحاظ ماهیت توصیفی-همبستگی از نوع پس‌رویدادی درحوزه پژوهش‌های اثباتی و مبتنی بر اطلاعات واقعی است. در این روش پژوهش‌گر به دنبال کشف و بررسی روابط بین عوامل و شرایط خاص یا نوع رفتاری که قبلاً وجود داشته یا رخ داده، از طریق مطالعه نتایج حاصل از آنهاست. به عبارت دیگر پژوهشگر در پی بررسی امکان وجود روابط علت و معلولی از طریق مشاهده نتایج موجود و زمینه قبلی آنها به امید یافتن علت وقوع پدیده یا عملی می‌باشد. ابزار گردآوری اطلاعات در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل آماری، نرم افزار ره‌آوردنویس می‌باشد. تجزیه و تحلیل داده‌ها در دو سطح آمار توصیفی و آمار استنباطی انجام شده است. در این ارتباط ابتدا با استفاده از روش‌های کمی شامل ابزارهای موجود در آمار توصیفی، نظیر میانگین و انحراف معیار، داده‌های مورد استفاده تجزیه و تحلیل می‌شود. سپس، آزمون F لیمر و هاسمن و وایت بین متغیرهای پژوهش، انجام شده است. کلیه تجزیه و تحلیل‌ها با استفاده از نرم افزار ایویوز^۱ انجام شده است. در ادامه جامعه و نمونه آماری، مدل آزمون فرضیه و متغیرهای پژوهش معرفی می‌شود.

جامعه آماری در دسترس

جامعه آماری پژوهش حاضر، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۸۳ تا پایان سال ۱۳۹۷ به مدت هشت سال است. همچنین برای تعیین جامعه آماری در دسترس از روش حذف نظام‌مند استفاده شده است. در این روش، محدودیت‌ها و شرایط زیر توسط پژوهشگران اعمال شده است تا به جامعه آماری در دسترس دست پیدا شود.

- ۱- به منظور قابلیت مقایسه داشتن داده‌ها و متغیرها، شرکت‌هایی که پایان سال مالی آنها منتهی به ۲۹ یا ۳۰ اسفند ماه نیست حذف شده‌اند.
- ۲- بانک‌ها و موسسات مالی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری مالی به دلیل ماهیت متفاوت فعالیت آنها از سایر واحدهای تجاری حذف شده‌اند.



۳-شرکتهایی که در طول دوره مورد بررسی تمامی داده‌های لازم برای محاسبه‌ی متغیرها را نداشته‌اند، حذف شدند.

۴-شرکت‌ها باید قبل از سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و در طی دوره‌ی زمانی پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشند.

با بررسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و اعمال شرایط و محدودیت‌های فوق تعداد ۱۳۳ شرکت (معادل ۱۹۹۵ مشاهده) جهت برآورد مدل‌ها و آزمون فرضیه‌های پژوهش انتخاب شده‌اند.

طرح آزمون فرضیه‌ها

آزمون فرضیه اول به بررسی تاثیر تونلینگ بر ارتباط ارزشی سود می‌پردازد که جهت پاسخ‌گوئی به این فرضیه از مدل رگرسیونی رابطه (۱) به پیروی از گنورگ (۲۰۱۵) استفاده شده است.

رابطه (۱)

$$PRICE_{it} = \alpha_0 + \beta_1 BVPS_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 Tunneling_{it} + \beta_4 Value\ Relevance_{it} + \varepsilon_{it}$$

آزمون فرضیه دوم به بررسی تاثیر حکمرانی خوب بر تونلینگ می‌پردازد که جهت پاسخ‌گوئی به این فرضیه از مدل رگرسیونی رابطه (۲) به پیروی از گنورگ (۲۰۱۵) استفاده شده است.

$$Tunneling_{it} = \alpha_0 + \beta_1 CGQ_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۲)$$

آزمون فرضیه سوم به بررسی تاثیر حکمرانی خوب بر ارتباط معکوس بین تونلینگ و ارتباط ارزشی سود می‌پردازد که جهت پاسخ‌گوئی به این فرضیه از مدل رگرسیونی رابطه (۳) به پیروی از گنورگ (۲۰۱۵) و مقایسه ضرایب در قالب آزمون والد استفاده شده است.

رابطه (۳)

$$PRICE_{it} = \alpha_0 + \beta_1 BVPS_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 Tunneling_{it} + \beta_4 Value\ Relevance_{it} + \beta_5 CGQ_{it} + \beta_6 Value\ Relevance_{it} \times CGQ_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در این مدل‌ها PRICE، قیمت سهام در پایان دوره مالی؛ BVPS، ارزش دفتری هر سهم؛ EPS، سود هر سهم؛ Tunneling، تونلینگ؛ Value Relevance، ارتباط ارزشی سود؛ CGQ، راهبری شرکتی قوی، ROA، بازده دارایی؛ SIZE، اندازه شرکت؛ AGE، عمر شرکت؛ Value Relevance×CGQ، هم‌کنشی ارتباط ارزشی و حکمرانی خوب و ε ، خطای مدل. در ادامه نحوه سنجش متغیرها بیان شده است.

قیمت سهام: این متغیر در مدل آزمون فرضیه اول و سوم به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است و بر اساس قیمت سهام^۱ شرکت t در پایان سال مالی t به دست می‌آید. اطلاعات قیمت سهام شرکت‌ها از سایت

سازمان بورس^۱ قابل دستیابی است. به دلیل آنکه قیمت سهام یک داده خام است و مستقیماً قابل استفاده نیست، از این رو، قیمت سهام با استفاده از جمع دارایی‌های ابتدای دوره همگن شده است.

تونلینگ: تونلینگ^۲ عبارت است از تبانی مدیریت با سهامداران در قالب معاملات غیرطبیعی یا غیرعادی با اشخاص وابسته^۳ که در مدل آزمون فرضیه اول به عنوان متغیر مستقل، در مدل آزمون فرضیه دوم به عنوان متغیر وابسته و در مدل آزمون فرضیه سوم به عنوان متغیر تعدیل‌گر در نظر گرفته شده است. به پیروی از گئورگ (۲۰۱۵) تونلینگ با استفاده از رابطه (۴) با الگوی حداقل مربعات معمولی برآورد شده است. در این رابطه متغیر وابسته بیانگر معاملات طبیعی و عادی با اشخاص وابسته می‌باشد و متغیرهای توضیحی برداری از عوامل اثرگذار بر تبانی مدیریت با سهامداران در قالب معاملات غیرطبیعی یا غیرعادی با اشخاص وابسته می‌باشد. مبتنی بر پژوهش انجام شده توسط گئورگ (۲۰۱۵) از خطای رگرسیونی رابطه (۴) به عنوان میزان معاملات غیرطبیعی یا غیرعادی مدیریت با اشخاص وابسته در مدل اصلی پژوهش استفاده شده است.

$$PLPT_{it} = \alpha_0 + \beta_1 LEVERAGE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MKVE_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۴)}$$

در رابطه ۴، PLPT، معاملات طبیعی با اشخاص وابسته که از جمع مبالغ عادی معاملات با اشخاص وابسته افشا شده در یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی سالانه که با استفاده از جمع دارایی‌های اول دوره همگن شده، محاسبه شده است. LEVERAGE، اهرم مالی که از نسبت جمع بدهی به جمع دارایی محاسبه شده است. SIZE، اندازه شرکت که با استفاده از لگاریتم جمع درآمد فروش محاسبه شده است. MKVE، نسبت ارزش بازار به دفتری که از تقسیم ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام محاسبه شده است و ε ، خطای مدل که معرف معاملات غیرطبیعی یا غیرعادی شرکت با اشخاص وابسته می‌باشد که نشان‌گر تونلینگ است.

ارتباط ارزشی: ارتباط ارزشی^۴ در مدل آزمون فرضیه اول به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده و از تعامل متغیر تونلینگ با سود هر سهم بدست می‌آید.

سازوکارهای راهبری قوی: در این پژوهش به پیروی از گئورگ (۲۰۱۵) برای تشخیص راهبری قوی^۵ از شش ابزار نظارتی استفاده شده است. هر کدام از این شاخص‌ها به صورت یک و صفر امتیازبندی شده است. پس از محاسبه سازوکارها، جهت سنجش شرکت‌هایی با سازوکارهای راهبری قوی، چنانچه شرکتی در مجموع نمره چهار به بالا (بزرگتر مساوی نمره چهار) را به خود اختصاص داد، به عنوان راهبری شرکتی قوی در نظر گرفته می‌شود. در نهایت در مدل اصلی پژوهش، اگر شرکتی از راهبری شرکتی قوی برخوردار بود، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر به آن شرکت تعلق خواهد گرفت. نحوه سنجش

1. [Http://tse.ir/](http://tse.ir/).
2. Tunneling.
3. Abnormal Related-Party Transaction (ABNRPT).
4. Value Relevance.
5. CGO.

ابزارهای نظارتی به شرح زیر است و امتیاز بالای این شاخص برای هر شرکت نشان‌دهنده راهبری قوی می‌باشد.

۱. تمرکز مالکیت دولتی : تمرکز مالکیت دولتی یک متغیر مجازی می‌باشد که به صورت یک و صفر

سنجیده می‌شود. مالکیت یا سهامداران دولتی در شرکت به پیروی از جائو و کلینگ (۲۰۱۲) به این صورت اندازه‌گیری می‌شود که اگر نسبت مالکیت دولت در شرکت از میانه کل شرکت‌ها کمتر نباشد، این متغیر عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر تعلق خواهد گرفت.

۲. اندازه حسابرس : اندازه حسابرس یک متغیر مجازی می‌باشد که به صورت یک و صفر سنجیده

می‌شود. اندازه حسابرس به پیروی از جائو و کلینگ (۲۰۰۸) و پنگ و همکاران^۱ (۲۰۱۱) به این صورت اندازه‌گیری می‌شود که چنانچه حسابرسی شرکت توسط سازمان حسابرسی یا موسسات رتبه یک معتمد بورس انجام شده باشد، این متغیر عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر تعلق خواهد گرفت.

۳. استقلال هیئت مدیره: استقلال هیئت مدیره یک متغیر مجازی می‌باشد که به صورت یک و صفر

سنجیده می‌شود. استقلال هیئت مدیره به پیروی از شان^۲ (۲۰۱۳) بر اساس نسبت مدیران غیرموظف به کل مدیران محاسبه می‌گردد. به این صورت که اگر نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضا در شرکت از میانه کل شرکت‌ها کمتر نباشد، این متغیر عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر تعلق خواهد گرفت.

۴. درصد سهام شناور: سهام شناور آزاد به تعداد یا درصدی از سهام شرکت‌ها اطلاق می‌شود که در

تملک مالکان اصلی و عمده شرکت‌ها نبوده و انتظار معامله آن در آینده‌ای نزدیک وجود دارد. به عبارت دیگر، میزانی از سهام است که در دست افراد مختلفی از سرمایه‌گذاران است که به طور روزانه یا هفتگی و ماهانه داد و ستد می‌شود. سهام شناور آزاد به پیروی از کارمانو و وافس^۳ (۲۰۰۵) یک متغیر کمی است و از حاصل تقسیم تعداد روزهایی از دوره مالی ناشر که در آن معاملات سهم در بازار عادی بیش از ۰/۰۰۰۱ تعداد سهام ناشر است بر نصف روزهای معاملاتی آن دوره محاسبه شده است. نحوه سنجش این متغیر بدین صورت است که اگر درصد سهام شناور آزاد در شرکت از میانه کل شرکت‌ها کمتر نباشد، این متغیر عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر تعلق خواهد گرفت.

۵. اندازه هیئت مدیره : اندازه هیئت مدیره یک متغیر مجازی می‌باشد که به صورت یک و صفر سنجیده

می‌شود. اندازه هیئت مدیره به پیروی از لندن‌برگ و لورا (۲۰۰۴) به این صورت اندازه‌گیری می‌شود

1. Peng et al.
2. Shan.
3. Karamanou and Vafeas.



که در صورتی که تعداد اعضای هیئت مدیره^۱ از میانه اعضای هیئت مدیره کلیه شرکت‌ها بیشتر باشد، این متغیر عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر تعلق خواهد گرفت.

۶. دوگانگی نقش مدیرعامل: دوگانگی مدیرعامل یک متغیر مجازی می‌باشد که به صورت یک و صفر سنجیده می‌شود. دوگانگی مدیرعامل به پیروی از جاثو و کلینگ (۲۰۱۲) به این صورت اندازه‌گیری می‌شود که در صورتی که مدیر عامل، نائب رئیس هیات مدیره نباشد؛ مبنی بر عدم وجود دوگانگی نقش مدیرعامل است و این متغیر عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر تعلق خواهد گرفت.

همگنشی ارتباط ارزشی و حکمرانی خوب: نقش تعدیل‌گر حکمرانی خوب با ارتباط ارزشی^۲ به عنوان متغیر تعدیل‌گر در آزمون فرضیه سوم در نظر گرفته شده است.

ارزش دفتری هر سهم: در علوم مالی ارزش دفتری از تقسیم حقوق صاحبان سهام در ترازنامه بر تعداد سهام به دست می‌آید و براساس آن در صورت انحلال شرکت و پس از پرداخت تمام بدهی‌های شرکت به ازای هر سهم نصیب سهامداران می‌شود. ارزش دفتری هر سهم^۳ از نسبت حقوق صاحبان سهام به تعداد سهام بدست می‌آید که جهت همگن‌سازی با سایر داده‌ها بر قیمت سهام ابتدای دوره تقسیم شده است.

سود هر سهم: سود هر سهم^۴ از تقسیم میزان سود خالص پس از کسر مالیات بر تعداد کل سهام، محاسبه شده است که جهت همگن‌سازی با سایر داده‌ها بر قیمت سهام ابتدای دوره تقسیم شده است.

بازده دارایی: نسبت بازده دارایی^۵ شاخصی از چگونگی و وابستگی سودآوری شرکت به کل دارایی‌های آن شرکت است. این متغیر را بر اساس نسبت سود خالص به کل دارایی‌های شرکت محاسبه شده است.

اندازه شرکت: اندازه شرکت^۶ از لگاریتم جمع درآمد فروش شرکت به دست می‌آید.

عمر شرکت: عمر شرکت^۷ از تعداد سال‌های فعالیت شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به دست می‌آید.

تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها:

یافته‌های پژوهش در دو بخش آمار توصیفی و استنباطی ارائه شده است.

1. Boardsize.
2. Value Relevance×CGQ.
3. BVPS.
4. EPS.
5. ROA.
6. SIZE.
7. Firm AGE.

یافته‌های توصیفی

پس از جمع‌آوری داده‌ها و محاسبه متغیرهای مورد استفاده در پژوهش، پارامترهای توصیفی هر متغیر به صورت مجزا در جدول (۱) و (۲) برای متغیرهای کمی و کیفی ارائه شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای کمی

نام متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
قیمت سهام	۰/۰۱۶	۰/۰۰۵	۰/۳۱۵	۰/۰۰۰۰۳	۰/۰۳۲	۴/۶۲	۲۹/۹۲
ارزش دفتری هر سهم	۰/۵۰۴	۰/۳۹۷	۴/۲۹۲	-۰/۲۹۴	۰/۴۷۱	۱/۸۶۴	۸/۹۶۱
تونلینگ	-۰/۰۰۰۰۵	-۰/۲۴۸	۴۱/۴۵۹	-۰/۷۳۸	۱/۴۶۳	۱۷/۵۳	۴۳۲/۵۶۲
سود هر سهم	۰/۱۵۸	۰/۱۳۳	۳/۲۶۶	-۰/۵۴۲	۰/۱۹۲	۵/۲۲	۶۶/۹۸۷
اندازه شرکت	۵/۷۵	۵/۶۷	۷/۹۸	۳/۸۶	۰/۶۰۴	۰/۱۰۴	۳/۱۳
عمر شرکت	۱۸/۴۳	۱۷	۵۷	۲	۱۰/۲۰۷	۱/۰۸۲	۴/۱۲۲
نسبت بازده دارایی	۰/۱۴۲	۰/۱۱۱	۳/۲۰۸	-۰/۲۹۸	۰/۱۷۱	۶/۶۶۱	۱۰۰/۱۹۳
ارتباط ارزشی	۰/۰۰۴	-۰/۰۲۷	۷/۱۶۳	-۰/۸۲۲	۰/۲۷	۱۳/۳۲۴	۲۸۶/۱۳۷

مأخذ: محاسبات پژوهش

از بین شاخص‌های مرکزی بیان شده میانگین مهم‌ترین آن‌ها محسوب می‌شود که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است. میانگین شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال میانگین قیمت سهام برابر با ۰/۰۱۶ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر در حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همان‌گونه که در جدول (۱) مشاهده می‌شود میانه متغیر ارزش دفتری هر سهم برابر با ۰/۳۹۷ است که نشان می‌دهد نیمی از داده‌های این متغیر کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار می‌باشد. همچنین انحراف معیار متغیرها برابر با صفر نیست. در طی قلمرو زمانی پژوهش بیشترین مقدار متعلق به تونلینگ است که برابر با ۴۱/۴۵۹ می‌باشد و کمترین مقدار نیز متعلق به ارتباط ارزشی با عدد -۰/۸۲۲ می‌باشد. در خصوص متغیر قیمت سهام بیشترین مقدار مربوط به شرکت معدنی دماوند در سال ۱۳۸۹ و کمترین مقدار این متغیر مربوط به شرکت چادرملو در سال ۱۳۹۶ می‌باشد. بیشترین مقدار متغیر سود هر سهم مربوط به شرکت مهندسی فیروزا در سال ۱۳۹۵ و کمترین مقدار این متغیر شرکت مهرکام پارس در سال ۱۳۹۱ می‌باشد. بیشترین مقدار اندازه شرکت مربوط به شرکت گل‌گهر در سال ۱۳۹۷ و کمترین مقدار مربوط به شرکت آلومراد در سال ۱۳۹۰ می‌باشد. شرکت تهران شیمی بالاترین سابقه فعالیت را در بین شرکت‌های بورسی با ۵۷ سال عمر دارا است. شرکت‌های آلومراد، پگاه خراسان، تایید واتر خاورمیانه، تکین کو، تهران شیمی، سازه پویش، سرامیک اردکان، سرماآفرین، سیمان شاهرود، فیبر ایران، گل‌گهر، لاستیک سهند، لعابیران، محروسازان، مس باهنر، مواد داروپخش و نفت بهران در سال ۱۳۸۳ که ابتدای دوره زمانی پژوهش می‌باشد، دارای ۲ سال سابقه فعالیت در بورس می‌باشند. بالاترین مقدار بازده دارایی‌ها مربوط به

شرکت فرآورده تزریقی مربوط به سال ۱۳۸۳ و کمترین مقدار این متغیر مربوط به شرکت فیبر ایران در سال ۱۳۹۶ می‌باشد. در نهایت بیشترین مقدار ارزش دفتری هر سهم مربوط به شرکت فرآورده های نسوز آذر در سال ۱۳۸۸ و کمترین مقدار شرکت مهرکام پارس در سال ۱۳۹۷ می‌باشد. جدول (۲) توصیف یافته‌ها برای متغیر حکمرانی خوب را نشان می‌دهد.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای کیفی

نام متغیر	میانگین	انحراف معیار
حکمرانی خوب	۲۰۳	۰/۱۷۱

مأخذ: محاسبات پژوهش

شواهد در توصیف یافته‌ها برای متغیر حکمرانی خوب گویای این است که ۲۰٪ از مشاهدات دارای حکمرانی خوب و دیگر مشاهدات از این مزیت برخوردار نبوده‌اند. بیشترین مقدار حکمرانی خوب متعلق به دو شرکت پارس سوئیچ در سال ۱۳۸۸ و شرکت خاک چینی ایران در سال ۱۳۹۲ می‌باشد که امتیاز کامل را کسب نموده‌اند. همچنین شرکت‌های ایرکا پارت صنعت در سال ۱۳۹۵، آلومراد در سال ۱۳۸۳، پتروشیمی آبادان در سال ۱۳۹۷، پشم بافی توس در سال ۱۳۹۵، پگاه خراسان در سال ۱۳۸۳، تهران شیمی در سال ۱۳۸۳، تهران شیمی در سال ۱۳۸۴، داروسازی کوثر در سال ۱۳۹۵، زامیاد در سال ۱۳۹۵، سالمین در سال ۱۳۸۳، سالمین در سال ۱۳۸۴، سالمین در سال ۱۳۸۵، سیمان داراب در سال ۱۳۹۵، سیمان شمال در سال ۱۳۹۵ و گروه بهمن در سال ۱۳۹۵ امتیاز صفر را کسب نموده‌اند که این مهم حاکی از راهبری ضعیف در این شرکت‌ها است.

یافته‌های استنباطی

نتایج نهایی حاصل از تخمین مدل‌های پژوهش با در نظر گرفتن مفروضات رگرسیون (ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی) و تعیین به‌کارگیری نوع داده‌ها (انتخاب نوع داده‌ها و اثرات آن) در ادامه ارائه شده است.

نتیجه فرضیه اول

آزمون فرضیه اول به بررسی تاثیر معکوس تونلینگ بر ارتباط ارزشی می‌پردازد که نتایج این برازش در جدول (۳) ارائه شده است. جهت برازش مدل‌های رگرسیونی، ابتدا لازم است آزمون آماری لازم برای تبیین نوع داده‌ها انجام گیرد. نتایج آزمون F لیمر روش به‌کارگیری داده‌ها تلفیقی یا تابلویی را نشان می‌دهد. مقدار احتمال مربوط به این آماره برای مدل اول پژوهش در جدول (۳) کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین فرض صفر آزمون مبنی بر تلفیقی بودن داده‌ها برای مدل اول رد می‌شود. با توجه به آزمون F لیمر، لازم است آزمون هاسمن برای مدل اول جهت تعیین نوع داده‌های تابلویی انجام گیرد. همان طور که در جدول (۳) مشاهده می‌شود، نتیجه آزمون هاسمن برای مدل اول پژوهش حاکی از تابلویی بودن با

اثرات تصادفی داده‌ها است. همچنین، نیاز است تا مفروضات رگرسیون اجرا و سپس، مدل با اثرات تصادفی برازش شود. فروض کلاسیک اجراء شده در خصوص طرح آزمون فرضیه اول عبارتند از همسانی واریانس و خودهمبستگی مرتبه اول که به ترتیب از آزمون رگرسیون کمکی بروش پاگان گادفری جهت تشخیص همسانی واریانس و آزمون دوربین واتسون جهت تشخیص خودهمبستگی مرتبه اول استفاده شده است. واریانس ناهمسانی به این معنا است که در تخمین مدل رگرسیونی مقادیر جملات خطا دارای واریانس‌های نابرابر هستند. نتایج مفروضات نشان‌دهنده وجود ناهمسانی واریانس در بین داده‌های مدل اول است، جهت رفع این مشکل از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته^۱ استفاده شده است. دیگر مفروض رگرسیون، تشخیص وجود یا عدم خودهمبستگی است. آزمون دوربین واتسون خود همبستگی را در مرتبه اول در نرم‌افزار ایویوز برازش می‌نماید. حد قابل قبول آزمون دوربین واتسون، خروجی بین بازه ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد. آماره آزمون دوربین واتسون قبل از برازش مدل پژوهش ۰/۳۸ است و نشان‌دهنده عدم وجود خودهمبستگی مرتبه اول بین داده‌های مدل آزمون فرضیه اول می‌باشد که جهت رفع آن از باقی مانده مدل با یک وقفه زمانی در مدل اول استفاده شد. در ادامه برازش رگرسیون با در نظر گرفتن مفروضات رگرسیون ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج مربوط به تخمین مدل اول

متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی‌دار
ارزش دفتری هر سهم	-۰/۰۰۶	۰/۰۰۱	-۶/۶۸	۰/۰۰۰
سود هر سهم	۰/۰۰۹	۰/۰۰۱	۵/۵۰۷	۰/۰۰۰
تونلینگ	-۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۰۴	-۲/۱۱۶	۰/۰۳۴۴
ارتباط ارزشی سود	۰/۰۰۳	۰/۰۰۲	۱/۲۰۴	۰/۲۲۸۵
وقفه زمانی باقی مانده مدل	۰/۷۲۲	۰/۰۰۱	۱۴/۸۶۹	۰/۰۰۰
عرض از میدا	۰/۰۱۵۹	۰/۰۰۱	۱۴/۸۶۹	۰/۰۰۰
آزمون دوربین واتسون	-	-	۱/۶۲	-
آماره F	۷۶۱/۷۴	-	-	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۶۷	-	-	-
خودهمبستگی	-	-	۰/۳۸	-
ناهمسانی واریانس	-	-	۳/۱۱	۰/۰۱۴۴
آزمون F لیمر	-	-	۱۶/۴۸	۰/۰۰۰
آزمون H هاسمن	-	-	۲/۱۵۵	۰/۷۰۷۳

مأخذ: محاسبات پژوهش

فرضیه اول پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا تونلینگ بر ارتباط ارزشی سود تاثیر معکوس دارد یا خیر؟ همان‌گونه که در جدول (۳) مشاهده می‌شود، سطح معنی‌دار تونلینگ برابر با ۰/۰۳۴۴ می‌باشد که نشان می‌دهد رابطه این دو متغیر در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار می‌باشد. همچنین، ضریب برآورد شده متغیر سطح ارتباط ارزشی و تونلینگ برابر با ۰/۰۰۰۸- است و نشان می‌دهد رابطه مورد بررسی به صورت معکوس

است. به گونه‌ای که تباری مدیریت و سهامداران با استفاده از معاملات غیرطبیعی با اشخاص وابسته، سطح ارتباط ارزشی قیمت سهام را کاهش می‌دهد. بنابراین، با توجه به احتمال و علامت ضریب برآورد شده متغیر سطح ارتباط ارزشی رفتار مدیریت و سهامداران با استفاده از معاملات غیرطبیعی با اشخاص وابسته می‌توان تاثیر منفی تونلینگ را تایید کرد و بر اساس این نتایج، فرضیه اول پژوهش تایید می‌شود.

نتایج فرضیه دوم

آزمون فرضیه دوم به بررسی تاثیر معکوس حکمرانی خوب بر تونلینگ می‌پردازد که نتایج این برازش در جدول (۴) ارائه شده است. نتایج آزمون F لیمر برای مدل دوم پژوهش در جدول (۴) کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین فرض صفر آزمون مبنی بر تلفیقی بودن داده‌ها برای مدل دوم رد می‌شود. با توجه به تبلویی بودن داده‌ها در آزمون F لیمر، نتیجه آزمون هاسمن در جدول (۴) برای مدل دوم پژوهش نشان می‌دهد که داده‌ها، تبلویی با اثرات ثابت هستند. همچنین، رگرسیون کمکی بریوش پاگان گادفری در جدول (۴) نشان دهنده این است که همسانی واریانس در بین داده‌های مدل دوم وجود ندارد و و مدل دوم با رویکرد حداقل مربعات معمولی برازش شده است. نتیجه آماره آزمون دوربین واتسون برای مدل دوم قبل از اجرای مدل در جدول (۴) برابر با ۱/۵۴ که مشخص شد مدل دوم دارای خودهمبستگی نمی‌باشد. در ادامه برازش رگرسیون با در نظر گرفتن مفروضات رگرسیون ارائه شده است.

جدول ۴. نتایج مربوط به تخمین مدل دوم

متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی دار
حکمرانی خوب	-۰/۱۰۴	۰/۰۸۸	-۱/۱۷۹	۰/۲۳۸۴
بازده دارایی‌ها	۰/۱۳۵	۰/۱۹۶	۰/۶۹	۰/۴۹۰۲
اندازه شرکت	-۰/۰۱	۰/۰۵۹	-۰/۱۷۶	۰/۸۶۲۰
عمر شرکت	-۰/۰۰۸	۰/۰۰۳	-۲/۵۷۸	۰/۰۱۰۰
عرض از میدا	۰/۲۲۴	۰/۳۴۲	۰/۶۵۵	۰/۵۱۲۵
آزمون دوربین واتسون	-	-	۱/۵۴	-
آماره F	۷/۶۳	-	-	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۰۵۶	-	-	-
خودهمبستگی	-	-	۱/۵۴	-
ناهمسانی واریانس	-	-	۰/۸۹	۰/۴۶۴۴
F لیمر	-	-	۸/۷۹	۰/۰۰۰
H هاسمن	-	-	۲۰/۸۲	۰/۰۰۰۳

مأخذ: محاسبات پژوهش

فرضیه دوم پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا حکمرانی خوب بر تونلینگ تاثیر معکوس دارد یا خیر. همان‌گونه که در جدول (۴) مشاهده می‌شود، علی‌رغم ضریب برآورد شده متغیر حکمرانی خوب که برابر با ۰/۱۰۴- است و نشان دهنده تاثیر معکوس حکمرانی خوب بر تونلینگ می‌باشد، سطح معنی دار حکمرانی خوب برابر با ۰/۲۳۸۴ می‌باشد که نشان می‌دهد رابطه این دو متغیر در سطح اطمینان ۹۵ درصد به صورت معنی دار نمی‌باشد.

به بیان دیگر با توجه به اینکه فقط ۲۰٪ شرکت‌ها دارای حکمرانی قوی می‌باشند و دیگر شرکت‌ها دارای نظارت ضعیف راهبری شرکتی می‌باشند، قدر مسلم حکمرانی خوب، رفتار مدیریت با سهامداران با استفاده از معاملات غیرطبیعی با اشخاص وابسته را محدود نمی‌نماید و امکان تنانی را کاهش نمی‌دهد. بنابراین با توجه به علامت ضریب برآورد شده متغیر حکمرانی خوب می‌توان تاثیر معکوس حکمرانی خوب بر تونلینگ را تایید کرد ولی نظر به سطح معنی‌دار فرضیه دوم پژوهش تایید نمی‌شود.

نتیجه فرضیه سوم

آزمون فرضیه سوم به بررسی تاثیر حکمرانی خوب بر ارتباط معکوس بین تونلینگ و ارتباط ارزشی می‌پردازد که نتایج این برازش در جدول (۵) ارائه شده است. نتایج آزمون F لیمر کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین فرض صفر آزمون مبنی بر تلفیقی بودن داده‌ها برای مدل سوم رد می‌شود. با توجه به آزمون F لیمر، لازم است آزمون هاسمن برای مدل سوم جهت تعیین نوع داده‌های تابلویی انجام گیرد. همان طور که در جدول (۵) مشاهده می‌شود، نتیجه آزمون هاسمن برای مدل سوم پژوهش نشان می‌دهد که داده‌ها، تابلویی با اثرات تصادفی هستند. همچنین نتایج رگرسیون کمکی بروش پاگان گادفری نشان‌دهنده وجود ناهمسانی واریانس در بین داده‌های مدل سوم است که جهت رفع این مشکل از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده است. نتیجه آماره آزمون دوربین واتسون برای مدل سوم قبل از اجرای مدل در جدول (۵) نشان‌دهنده وجود خودهمبستگی مرتبه اول بین داده‌های مدل آزمون فرضیه سوم می‌باشد که جهت رفع خودهمبستگی از باقی مانده مدل با یک وقفه زمانی در مدل سوم استفاده شد. در ادامه برازش رگرسیون با در نظر گرفتن مفروضات رگرسیون ارائه شده است.

جدول ۵: نتایج مربوط به تخمین مدل سوم

متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی‌دار
ارزش دفتری هر سهم	-۰/۰۰۶	۰/۰۰۰۹	-۶/۷۳	۰/۰۰۰
سود هر سهم	۰/۰۰۹	۰/۰۰۱	۵/۶۷۲	۰/۰۰۰
تونلینگ	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۴	-۲/۴۷۵	۰/۰۱۳۴
ارتباط ارزشی سود و تونلینگ	۰/۰۰۵	۰/۰۰۲	۱/۸۸	۰/۰۵۹۲
حکمرانی خوب	۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	۲/۱۸	۰/۰۲۹۳
حکمرانی خوب و ارتباط ارزشی سود با تونلینگ	-۰/۰۰۸	۰/۰۰۴	-۱/۹۶	۰/۰۴۹۰
وقفه زمانی باقی مانده مدل	۰/۷۲۲	۰/۰۱۳۲	۵۴/۵۵	۰/۰۰۰۰
عرض از مبدا	۰/۰۱۵	۰/۰۰۱	۱۵/۲۰۶	۰/۰۰۰۰
آزمون دوربین واتسون	-	-	۲/۱۹	-
آماره F	۵۴۳/۳۳	-	-	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۶۷	-	-	-
خودهمبستگی	-	-	۰/۳۸	-
ناهمسانی واریانس	-	-	۲/۲۷	۰/۰۳۴۰
آزمون F لیمر	-	-	۱۶/۶۳	۰/۰۰۰
آزمون H هاسمن	-	-	۱۱/۶۵	۰/۰۷۰۲

مأخذ: محاسبات پژوهش



فرضیه سوم پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا حکمرانی خوب، تاثیر معکوس تونلینگ بر ارتباط ارزشی را تضعیف می کند یا خیر. تاثیر معکوس تونلینگ بر ارتباط ارزشی در طرح آزمون فرضیه اول و فرضیه سوم تایید شد. سطح معنی دار متغیر تونلینگ در آزمون فرضیه سوم برابر با $0/0134$ و ضریب $0/0001$ می باشد. حکمرانی خوب این تاثیر را به صورت کلی تضعیف نموده و سطح معنی دار متغیر حکمرانی خوب و ارتباط ارزشی سود با تونلینگ در آزمون فرضیه سوم برابر با $0/0490$ و ضریب $0/0008$ می باشد. به گونه ای که تئانی مدیریت و سهامداران با استفاده از معاملات غیرطبیعی با اشخاص وابسته، سطح ارتباط ارزشی قیمت سهام را کاهش می دهد. در گام بعد، پس از اثبات وجود ارتباط معکوس بین تونلینگ و ارتباط ارزشی، نقش تعدیل گر حکمرانی خوب باید مورد بررسی قرار گیرد. مقدار احتمال محاسبه شده برای متغیر حکمرانی خوب و سطح ارتباط ارزشی با تونلینگ برابر با $0/0490$ می باشد که نشان می دهد رابطه این دو متغیر در سطح اطمینان ۹۵ درصد به صورت معنی دار می باشد. همچنین ضریب برآورد شده متغیر حکمرانی خوب و سطح ارتباط ارزشی با تونلینگ برابر با $0/008$ است که نشان می دهد رابطه مورد بررسی به صورت معکوس است. در این مرحله مشخص شد که از نظر آماری تونلینگ بر ارتباط ارزشی تاثیر معکوس دارد. همچنین حکمرانی خوب و سطح ارتباط ارزشی با تونلینگ بزرگتر از تونلینگ است. ولی نسبت به تشدید یا تضعیف نقش حکمرانی خوب، پس اجرای آزمون والد و مقایسه این دو ضریب می توان اظهار نظر نمود و به فرضیه سوم پاسخ داد. در آزمون والد آزمایش می شود که اختلاف معنی دار بین حکمرانی خوب و تونلینگ بر ارتباط ارزشی با تونلینگ وجود ندارد ($C3=C6$). سپس می توان با استفاده از ضرایب رگرسیون نسبت به تشدید یا تضعیف نقش حکمرانی خوب تصمیم گیری نمود. نتایج آزمون والد در جدول (۶) گزارش شده است.

جدول ۵: نتایج مربوط به تخمین والد

آماره آزمون	سطح معنی دار	درجه آزادی	احتمال
آماره t	۱/۶۱	۱۹۹۸	۰/۱۰۶۷
آماره F	۲/۶۰	(۱/۱۹۹۸)	۰/۱۰۶۷
کای دو	۲/۶۰	۱	۰/۱۰۶۷

مأخذ: محاسبات پژوهش

با توجه به آماره ی t، F و کای دو، سطح معنی دار این احتمال از $0/5$ بیشتر است. بنابراین اختلاف معنی دار بین تونلینگ با حکمرانی خوب و ارتباط ارزشی سود با تونلینگ وجود ندارد. در نتیجه با برتری حکمرانی خوب و ارتباط ارزشی با تونلینگ نسبت به ارتباط ارزشی و تونلینگ و ضرایب متغیرها، می توان گفت که حکمرانی خوب، تاثیر معکوس تونلینگ بر ارتباط ارزشی را تضعیف می کند و بر اساس این نتایج، فرضیه سوم پژوهش تایید می شود.

نتیجه گیری و بحث

آزمون فرضیه اول پژوهش تونلینگ و سطح ارتباط ارزشی را در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داد. بر اساس نتایج به دست آمده و یافته های حاصل از آزمون فرضیه اول،

حاکمی از آن است که تونلینگ بر سطح ارتباط ارزشی و مربوط بودن سود هر سهم اثر قابل ملاحظه‌ای دارد. نتایج حاصل از فرضیه اول پژوهش نشان داد هنگامی که شرکت معاملات غیرعادی را با اشخاص وابسته انجام می‌دهد، تونلینگ وجود دارد و تونلینگ، سطح ارتباط ارزشی شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران را کاهش می‌دهد. از آنجایی که ممکن است ماهیت اساسی رویدادهای اقتصادی معاملات با اشخاص وابسته، به طور کامل نشان داده نشود و نیز، چنین معاملاتی در جهت منافع سهامداران نباشد، بنابراین سهامدارانی که در شرکت‌های دارای معاملات با اشخاص وابسته سرمایه‌گذاری می‌کنند، ممکن است متضرر شوند. از این رو، بهتر است سهامداران به دنبال راه‌های دیگری برای مقابله با رفتارهای فرصت طلبانه مدیران باشند تا از منافع مالی خود محافظت کنند. لذا فرضیه دوم طرح‌ریزی شد و حکمرانی خوب به عنوان یکی از راه‌های مقابله با رفتارهای فرصت طلبانه مدیران مورد بررسی قرار گرفت. مبتنی بر آزمون فرضیه اول، به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که معاملات غیر عادی با اشخاص وابسته را کاهش دهند. چرا که با افزایش معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته مربوط بودن سود هر سهم کاهش می‌یابد و این امر منجر به فرار سرمایه‌گذاران و سهامداران در بازار بورس خواهد شد. پس تونلینگ در شرکت‌ها تا حد مطلوبی کاهش یابد، تا لطمه‌ای به مربوط بودن سود هر سهم و قیمت سهام یا محتوای ارزشی اطلاعات شرکت‌ها وارد نشود. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش با پژوهش گئورگ (۲۰۱۵) همخوانی و مطابقت دارد. همانطور که مشاهده شد شرکت‌هایی که سود خود را با استفاده از معاملات غیر طبیعی با افراد وابسته مدیریت می‌کنند قیمت، سود و ارزش دفتری هر سهم آن‌ها نسبت به دیگر شرکت‌ها کمتر است. شاید رقم سود کمتر به این موضوع اشاره کند که شرکت‌هایی که با تونلینگ مواجه‌اند، شرکت‌هایی با عملکرد ضعیف‌تر می‌باشند و قیمت کمتر سهام آن‌ها نشان می‌دهد که بازار، معاملات با اشخاص وابسته شرکت را تحت عنوان مدیریت سود تفسیر می‌نماید. از این رو به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود جهت تصمیم‌گیری در رابطه با سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها یا فروش سهام به معاملات با اشخاص وابسته توجه نمایند، چرا که ریسک اشتباه در ارزش‌گذاری سهام با تمرکز بر رقم نهایی سود افزایش می‌یابد. بنابراین شرکت‌هایی که تمایل به معاملات با اشخاص وابسته دارند، باید دیگر اطلاعات آن‌ها در فرآیند ارزش‌گذاری مد نظر قرار گیرد.

مبتنی بر نتایج فرضیه اول، حکمرانی خوب به عنوان یکی از راه‌های مقابله با تونلینگ انتخاب و فرضیه دوم مورد بررسی قرار گرفت. بر اساس نتایج به دست آمده و یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه دوم، حکمرانی خوب، تونلینگ را کاهش می‌دهد. بنابراین با توجه به عوامل ذکر شده که در افزایش راهبری شرکتی به عنوان حکمرانی خوب نقش دارند، بهبود راهبری شرکتی موجب می‌شود، معاملات غیرمعمول با اشخاص وابسته چون از نوع قیمت متعارف پیروی نمی‌کند (با نرخ کمتر بفروشند یا با نرخ بیشتر بخرند)، کمتر شود و از این مجرا سهامداران، اعتباردهندگان و بانکداران، ذی‌نفعان، سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه و بستانکاران کمتر ضرر می‌کنند. مبتنی بر آزمون فرضیه دوم پژوهش، شواهد نشان می‌دهد حکمرانی خوب با استفاده از سازوکارهای راهبری شرکتی در نظر گرفته شده در این مطالعه، توانایی کاهش تونلینگ و کنترل معاملات با اشخاص وابسته را دارند. لذا به مدیران و هیئت مدیره شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که جهت کنترل تونلینگ و معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته از قوی‌ترین سازوکارهای استفاده نمایند. چرا که نتایج در این فرضیه



نشان داد وجود مالکان دولتی در شرکت‌ها، سازمان حسابرسی یا موسسات معتمد بورس با درجه الف، مدیران غیر موظف، حساب‌رسان داخلی، سرمایه‌گذاران خارجی، تعدد اعضای هیئت مدیره و دوگانگی نقش مدیر عامل به عنوان ارکان برتر یک حکمرانی خوب، توانایی کاهش تونلینگ با اشخاص وابسته را دارند. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش با پژوهش گنورگ (۲۰۱۵) همخوانی و مطابقت دارد. با توجه به نتایج فرضیه دوم اصول حکمرانی خوب در هر کشوری می‌بایست بر مبنای چارچوب‌های زیر بنایی آن کشور تهیه گردد. بر این اساس بومی‌سازی مفاهیم حکمرانی خوب با توجه به مسائل فرهنگی و اقتصادی کشور کار بسیار حیاتی به شمار می‌آید، که در این میان نقش مراجع حرفه‌ای از جمله سازمان بورس اوراق بهادار تهران و سازمان حسابرسی بسیار مهم است. لذا به مراجع حرفه‌ای توصیه می‌شود هرگونه الگوبرداری از آیین‌نامه‌ها و قوانین مشابه را بدون در نظر گرفتن ساختار مدیریتی، فرهنگی، اقتصادی و سایر مسائل تاثیرگذار بر حکمرانی خوب نه تنها کمکی به اداره موثر امور نخواهد کرد، بلکه ممکن است شرکت‌ها را با مشکلات عدیده‌ای مواجه نماید.

جای این سؤال در پژوهش باقی مانده بود که آیا حکمرانی خوب که توانایی کاهش تونلینگ را دارد، می‌تواند بر ارتباط ارزشی تونلینگ هم تاثیرگذار باشد. بر این اساس فرضیه سوم تبیین شد و به این مهم پرداخت که آیا حکمرانی خوب ارتباط معکوس بین تونلینگ و ارتباط ارزشی سهام را تضعیف می‌نماید یا خیر؟ شواهد در آزمون فرضیه سوم نشان داد که سازوکارهای حکمرانی خوب ارتباط منفی بین تونلینگ و ارتباط ارزشی سهام را به شدت کاهش می‌دهد. پس دال بر تایید فرضیه دوم، می‌توان چنین نتیجه گرفت که وجود حکمرانی خوب منجر به تضعیف ارتباط منفی بین تونلینگ و ارتباط ارزشی سهام می‌شود. نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش با پژوهش گنورگ (۲۰۱۵) همخوانی و مطابقت دارد.

ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.

تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده است.



References

- Agrawal, A., Knoeber, C. R., (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 31 (3), 377-397.
- Aharony, J., Barniv, R., Falk, H., (2010). The impact of mandatory IFRS adoption on equity valuation of accounting numbers for security investors in the EU. *European Accounting Review*. 19 (3), 535-578.
- Ahmadi, F. & Mohammadi, E. (2016). Investigating the Effect of Good Corporate Governance on Supplementary Value of Companies Accepted by Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*. Article 3, 18 (2), 235-250 (in persian).
- Alford, A., Jones, J., Leftwich, R., Zmijewski, M., (1993). The relative informativeness of accounting disclosures in different countries. *Journal of Accounting Research*. 31 (3), 183-223.
- Audit Committee Technical Committee (2007), Accounting and Auditing Standards, Accounting Standards, *Audit Organization Publications*.
- Azwardi, Fuadah, L. L., & Nazihah, A. (2019). The effect of tax, tunneling incentive, bonus mechanisms, and firm size on transfer pricing (Indonesian evidence). *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 5(1), 1-17.
- Balatbat, M. C. A., Taylor, S. L., Walter, T. S., (2004). Corporate governance, insider ownership and operating performance of Australian initial public offerings. *Accounting and Finance*, 44 (3), 299-328.
- Ball, R., Brown, P., (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6 (2), 159-178.
- Ball, Ray, Shivakumar, L (2015). Earnings quality in U. K. private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39 (1), 83-128.
- Banker, R., Byzalov, D., & J. M. Plehn - Dujowich (2010). Sticky cost behavior: Theory and evidence. *Working paper*, Temple University.
- Barnea, A., J, Ronen, & S, Sadan. (1976). Classificatory Smoothing of Income with Extraordinary Items. *The Accounting Review*. January, 110-122.
- Barth, M. E., (1991). Relative measurement errors among alternative pension asset and liability measures. *The Accounting Review* 66 (3), 433-463.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., Landsman, W. R., (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 77-104.
- Barth, M. E., Clinch, G., (1996). International accounting differences and their relation to share prices: evidence from U.K., Australian, and Canadian Firms. *Contemporary Accounting Research*, 13 (1), 135-170.
- Barth, M. E., Clinch, G., (1996). International accounting differences and their relation to share prices: evidence from U.K., Australian, and Canadian Firms. *Contemporary Accounting Research*, 13 (1), 135-170.



- Barth, M. E., Landsman, W. R., Lang, M. H., (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 46 (3), 467-498.
- Barth, M., J. Elliott., and M. Finn. (1999). Market rewards associated with patterns of increasing earnings. *Journal of Accounting Research*, 37, 387-413.
- Bayat, Morteza; Zalaghi, Hasan; Mirhosseini, Iraj. (2015). Investigating the effect of profit sustainability on the value communication of accounting information. *Accounting and auditing reviews*. Article 4, 22 (1), 41-58 (in persian).
- BekhradiNasab, Vahid, Zholanezhad, Fatemeh. (2017). Investigating manager's behavior in dealing with costs based on corporate ranking approach with corporate governance mechanisms in Fuzzy Topsis. *Journal of Modern Management Engineering*, Article 2, 15(1,2), 17-37 (in persian).
- Brown, P., Beekes, W., Verhoeven, P., (2011). Corporate governance, accounting and finance: a review. *Accounting and Finance*, 51 (1), 96-172.
- Chen, K. C. W., Yuan, H., (2004). Earnings management and capital resource allocation: evidence from China's accounting-based regulation of rights issues. *The Accounting Review*, 79 (3), 645-665.
- Chi, j. (2005). "Understanding the endogeneity between firm value and shareholder rights", *Financial Management, Financial Management Assosiation*, 65-76.
- Demsetz, H., (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 375-390.
- Demsetz, H., Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93 (6), 1155-1177.
- Demsetz, H., Villalonga, B., (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7 (3), 209-233.
- Drobtz, W. Schillhofer, A. Zimmermann, H. (2004). "Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany". *European Financial Management*, No10, pp 267-293.
- Farooque, O. A., van Zijl, T., Dunstan, K., Karim, A. W., (2010). Co-deterministic relationship between ownership concentration and corporate performance: evidence from an emerging economy. *Accounting Research Journal*, 23(2), 172-189.
- Francis, J., Schipper, K., (1999). Have financial statements lost their relevance? *Journal of Accounting Research*, 37 (2), 319-352.
- Gao, L., Kling, G., (2008). Corporate governance and tunneling: empirical evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16 (5), 591-605.
- Gao, L., Kling, G., (2012). The impact of corporate governance and external audit on compliance to mandatory disclosure requirements in China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 21 (1), 17-31.
- Ge, W., Drury, D. H., Fortin, S., Liu, F., Tsang, D., (2010). Value relevance of disclosed related party transactions. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting* 26 (1), 134-141.

George, S., Y. (2015). Value relevance, earnings management and corporate governance in China, *Emerging Markets Review*. doi: 10.1016/j.ememar.2015.04.009.

Gordon, E. A. and Henry, E. (2005). Related Party Transactions and Earnings Management. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=612234&rec=1&srcabs=993532&alg=1&pos=1.

Graham, R. C., King, R. D., (2000). Accounting practices and the market valuation of accounting numbers: evidence from Indonesia, Korea, Malaysia, the Philippines, Taiwan, and Thailand. *International Journal of Accounting*, 35 (4), 445-470.

Harris, T. S., Lang, M., Möller, H., (1994). The value relevance of German accounting measures: an empirical analysis. *Journal of Accounting Research* 32 (2), 187-209.

Hasas Yeganeh, Y. (2005), Theoretical Foundations of Corporate Governance, *Journalist Journal*, No. 168 (in persian).

Hermalin, B. E., Weisbach, M. S., (2003). Boards of directors as endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 9 (1), 7-26.

Hermalin, B. E., Weisbach, M. S., (2003). Boards of directors as endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 9 (1), 7-26.

Herrmann, D. R., Inoue, T., Thomas, W. B., (2003). The sale of assets to manage earnings in Japan. *Journal of Accounting Research* 41 (1), 89-108.

Jensen, M. C. and Meckling, W. (1976). "The theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 35-60.

Jian, M., Wong, T. J., (2010). Propping through related party transactions. *Review of Accounting Studies*, 15 (1), 70-105.

Jiang, G., Lee, C. M. C., Yue, H., (2010). Tunneling through intercorporate loans: the China experience. *Journal of Financial Economics*, 98 (1), 1-20.

Kamyabi, Y., Booghmehrani, E., & Mohammadi, P. (2016). Investigate the relationship between transactions with affiliated entities and the gap between the right to control and the right of ownership of the ultimate controlling shareholder. *Financial Management Strategies*. Article 3, 4 (4), 45-65 (in persian).

Khosh Tinat, M. & Yousefi Aziz, F. (2007). The relationship between symmetry and information asymmetry with conservatism. *Empirical studies of financial accounting*. Article 2, 5 (20), 37-59 (in persian).

Kohlbeck, M. and Mayhew, B. (2004). Agency Costs, Contracting and Related Party Transactions. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=592582.

Kothari, S. P., (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1-3), 105-231.



Liu, Q., Tian, G., (2012). Controlling shareholder, expropriations and firm's leverage decision: evidence from Chinese Non-tradable share reform. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 782–803.

Lo, A. W. Y., Wong, R. M. K., Firth, M., (2010). Can corporate governance deter management from manipulating earnings? evidence from related-party sales transactions in China. *Journal of Corporate Finance*, 16 (2), 225–235.

Lo, A. W. Y., Wong, R. M. K., Firth, M., (2010). Tax, financial reporting, and tunneling incentives for income shifting: an empirical analysis of the transfer pricing behavior of Chinese-listed companies. *Journal of the American Taxation Association*, 32 (2), 1–26.

Lo, A. W. Y., Wong, R. M. K. (2011). An empirical study of voluntary transfer pricing disclosures in China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 30 (6), 607–628.

Matolcsy, Z., Tyler, J., Wells, P., (2011). The impact of quasi-regulatory reforms on boards and their committees during the period 2001–2007. *Australian Accounting Review*, 21(4), 352–364.

Moradi, Mehdi; Salmanpour, Ali. (2017). Effect of Good Governance on Income Distribution in Selected States of the Organization of Islamic Cooperation. *Two Social Quarterly*. Article 2, 4(10), 33-59 (in persian).

Ohlson, J. A., (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11 (2), 661–687.

Okafor, O. N., Anderson, M. & Warsame, H. (2016). IFRS and value relevance: evidence based on Canadian adoption, *International Journal of Managerial Finance*, 12(2), 136-160. <https://doi.org/10.1108/IJMF-02-2015-0033>.

Rabiei, H., Amini, V. & Izadinia, N. (2013). Investigation of the Value Relationship of Accounting Information in the Companies Accepted in Tehran Stock Exchange. *Empirical Accounting Research*. Article 1, 2(4), 101-123 (in persian).

Rakhshan, Z. (2011). The role of corporate governance in transactions with affiliated entities. Master's Thesis for Accounting at Mazandaran Payame Noor University (in persian).

Setia-Atmaja, L. Y., (2009). Governance mechanisms and firm value: the impact of ownership concentration and dividends. *Corporate Governance: An International Review* 17(6), 694–709.

Shaeri, S. & Hamidi, E. (2012), Identifying the motivations of transactions with affiliated entities, *Quarterly Journal of Experimental Accounting Research*, 2 (2), 64-49 (in persian).

Shan, Y. G., (2013). Can internal governance mechanisms prevent asset appropriation? examination of Type I tunneling in China. *Corporate Governance: An International Review*, 21 (3), 225–241.

Shan, Y. G., (2014). Corporate governance and voluntary disclosure of related-party transactions in China. Proceedings of the 37th Annual Congress of European Accounting Association, Estonian Business School, University of Tartu, Tallinn,

Estonia, 21-23 May 2014. (<http://www.eaa2014.org/userfiles/file/05%20EAA%20-%20GV.pdf>)

Tahata, Y. A. & Alhadab, M. (2017). Have accounting numbers lost their value relevance during the recent financial credit crisis? *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 66, 182-191.

Wong, R. M. K., Kim, J.-B., Lo, A. W. Y., (2015). Are related-party sales value-adding or value-destroying? evidence from China. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 16 (1), 1-38.

Y. Xie & H. Lee (2018). Tunneling and Value Relevance of Financial Reports: Evidence from Hong Kong, *Review of Economics & Finance*, Better Advances Press, 11, 67-82.



COPYRIGHTS

This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.

