

Comparative Study of the Role of Corporate Governance System in Companies disposal of assets and Non-Transferring Companies based on the Statistical Matching Technique of Propensity Score

Vahid Bekhradi Nasab¹

Ali Khoshdel²

(Receipt: 2023.01.11- Acceptance: 2023.07.31)

Abstract

Disposal of assets can potentially create value for shareholders by helping the company to optimize its asset portfolio. However, many companies do not use disposal of assets due to agency problems. In fact, the major shareholders of the company may tend to impose costs on the minority shareholders by creating private interests in controlling the activities. In addition, disposal of assets can lead to an incorrect assessment of the company's resources. Based on this, in the present study, the role of other block shareholders in limiting the influence of the largest group of shareholders was investigated. The statistical population of the current research was the companies admitted to the Tehran Stock Exchange. Also, the sample size was selected using the systematic elimination method and 183 observations (company-years) were examined by the systematic elimination method during the period of 2009 to 2021 in order to test the hypotheses. The research method was based on statistical matching technique based on propensity score and the softwares used to implement this method were Oxmetrics 6, Stata 12 and Eviews 8. The results of the research showed that the disposal of assets decreases with the ownership of the largest group of shareholders, and this issue can impose certain costs on the group of minority shareholders by preventing the maximization of the company's value. In this regard, the existence of another important group of block shareholders in the company can lead to the neutralization of this orientation in connection with the disposal of assets. These findings showed an economic logic according to which companies benefiting from balanced ownership structures are likely to have better performance than other companies. In addition, the existence of family ownership structure can also bring similar benefits for companies.

Key Words: Disposal of assets, Corporate governance system, Statistical matching technique

1. Assistant Professor, Department of Accounting, Najaf Abad Branch, Islamic Azad University, Najaf Abad, Iran. Vahid.BekhradiNasab@gmail.com

2. Ph.D. student of accounting department, central Tehran branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. khosdel84@gmail.com

بررسی تطبیقی نقش نظام راهبری شرکتی در شرکت های واگذار کننده دارایی و شرکت های غیرواگذار کننده دارایی بر اساس تکنیک تطبیق آماری امتیاز گرایشی

وحید بخردی نسب^۱

علی خوشدل^۲

(دریافت: ۱۴۰۱/۱۰/۲۱-پذیرش نهایی: ۱۴۰۲/۰۵/۰۹)

چکیده

واگذاری دارایی ها بطور بالقوه با کمک به شرکت در جهت بهینه سازی پرتفولیوی دارایی های خود قابلیت ایجاد ارزش برای سهامداران را دارد. با این وجود بسیاری شرکت ها از واگذاری دارایی ها به دلیل مشکلات نمایندگی استفاده نمی کنند. در حقیقت، سهامداران عمده شرکت ممکن است تمایل داشته باشند با ایجاد منافع خصوصی در کنترل فعالیت ها به سهامداران اقلیت هزینه تحمیل کنند. علاوه بر این، واگذاری دارایی ها می تواند منجر به ارزیابی نادرست منابع شرکت شود. بر این اساس در مطالعه حاضر، نقش سایر سهامداران بلوکی در محدود کردن تاثیر بزرگترین گروه سهامداران مورد بررسی قرار گرفته است. جامعه آماری پژوهش حاضر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. همچنین حجم نمونه با استفاده از روش حذف سیستماتیک انتخاب و ۱۸۳ مشاهده (شرکت-سال) به روش حذفی سامانمند طی بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۴۰۰ جهت بررسی آزمون فرضیه ها مورد بررسی قرار گرفت. روش پژوهشی بر اساس تکنیک تطبیق آماری مبتنی بر امتیاز گرایشی بوده و نرم افزار های مورد استفاده جهت اجرای این روش نرم افزار Oxmetrics 6، Stata12 و Eviews8 می باشد. نتایج پژوهش نشان می دهد که واگذاری دارایی ها با مالکیت بزرگترین گروه سهامداران کاهش پیدا می کند و این موضوع می تواند با جلوگیری از حداکثر شدن ارزش شرکت، هزینه های مشخصی را به گروه سهامداران اقلیت تحمیل کند. در این رابطه وجود گروهی از سهامداران بلوکی با اهمیت دیگر در شرکت، می تواند منجر به خنثی شدن این جهت گیری در ارتباط با واگذاری دارایی ها شود. این یافته ها یک منطق اقتصادی را نشان می دهد که مطابق آن شرکت های بهره مند از ساختارهای مالکیت متوازن، احتمالاً دارای عملکرد بهتر نسبت به سایر شرکت ها هستند. علاوه بر این وجود ساختار مالکیت فامیلی نیز می تواند مزایای مشابه برای شرکت ها به همراه داشته باشد.

واژه های کلیدی: واگذاری دارایی ها، نظام راهبری شرکتی، تکنیک تطبیق آماری.

۱. استادیار گروه حسابداری، واحد نجف آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، نجف آباد، ایران Vahid.BekhradiNasab@gmail.com

۲. دانشجوی دکتری گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران khsodel84@gmail.com

مقدمه

واگذاری دارایی‌ها نقش مهمی در رشد کارایی اقتصادی دارد. شرکت‌ها می‌توانند از تصمیم‌های واگذاری دارایی‌ها برای اصلاح اشتباهات سرمایه‌گذاری گذشته خود همچون تحصیل نادرست دارایی‌ها استفاده کنند و منابع شرکت را به بهترین محل مناسب جهت استفاده برگردانند (هیرت و زایما؛ ۱۹۸۴؛ هایت و همکاران؛ ۱۹۸۷). همچنین شرکت‌ها می‌توانند از فرآیند واگذاری دارایی‌ها برای کاهش حجم سرمایه‌گذاری‌های خود در زمانی استفاده کنند که تقاضا به میزان مورد انتظار وجود ندارد (واروساویتارانا؛ ۲۰۰۸). واگذاری دارایی‌ها می‌تواند به شرکت‌ها کمک کند تا سرمایه و زمان مدیریت خود را آزاد کنند و از این منابع آزاد شده برای انجام فعالیت‌های دارای ارزش بالاتر بهره‌گیرند. جان و اوفک^۴ (۱۹۹۵) نشان می‌دهند هم‌افزایی^۵ منفی به دلیل متنوع‌سازی اضافی دارایی‌ها می‌تواند تاثیر استفاده از فرآیند واگذاری دارایی‌ها را معکوس نماید. علاوه بر این، شرکت‌ها می‌توانند از واگذاری دارایی‌ها به عنوان یک راهکار جایگزین جهت افزایش وجوه در دسترس خود برای بازپرداخت بدهی‌ها استفاده کنند (شلیفر و ویشنی؛ ۱۹۹۲؛ لانگ و همکاران؛ ۱۹۹۵). پژوهش‌های پیشین نظیر هیرت و زایما (۱۹۸۴)؛ الکساندر و همکاران (۱۹۸۴)؛ جاین^۹ (۱۹۸۵)؛ هایت و همکاران (۱۹۸۷)؛ کونی و همکاران (۲۰۰۴)؛ لوی^{۱۱} (۲۰۰۷)؛ اون و همکاران (۲۰۱۰) نشان می‌دهد که واکنش بازار به اعلام واگذاری دارایی‌ها مثبت است. در این حالت بهبود با اهمیت نتایج عملیاتی شرکت در سال‌هایی که شرکت‌ها با واگذاری دارایی‌ها مواجه بوده‌اند، تعجب برانگیز نیست و غیر قابل انتظار نمی‌باشد (مونت گومری و توماس؛ ۱۹۸۸؛ جان و اوفک، ۱۹۹۵؛ هیلیر و همکاران؛ ۲۰۰۹). با این وجود، موانع متعدد می‌توانند نقش بازدارنده در برابر شرکت‌ها برای کامل کردن تصمیم‌های واگذاری دارایی‌ها علیرغم منافع بالقوه حاصل از آنها داشته باشد. مدیران محافظه‌کار یا به عبارتی سخت‌گیر، به طور خاص در زمانی که جریان نقدی قوی است، تمایل به انباشته‌سازی دارایی‌ها دارند (جنسن؛ ۱۹۸۶). یکی از دلایل این نحوه برخورد مدیریت این است که اندازه شرکت معمولاً رابطه مستقیم با پاداش مدیریت دارد و به همین دلیل حجم بزرگتر معمولاً منجر به پاداش بیشتر می‌شود. برای مثال، مرهبی و همکاران (۲۰۰۶) اندازه ضریب کششی ۵۰۰ شرکت بزرگ فعال در استرالیا را ۲۷٫۴٪ گزارش کرده‌اند. علاوه بر این، رشد دارایی فرصت بهتری را برای مدیران فراهم می‌کند که از طریق آن می‌توانند آینده کاری خود را ایجاد کنند و از منابع در اختیار شرکت در جهت منافع شخصی خود بهره‌گیرند. در این حالت دارایی‌های بد و نامناسب می‌توانند در ترازنامه شرکت پنهان شوند؛ در حالیکه واگذاری آنها منجر به شناسایی زیان سرمایه‌گذاری و نیز آشکار شدن تصمیم‌های ضعیف اتخاذ شده توسط مدیریت شود. در نتیجه، مدیران ترجیح می‌دهند زیان‌های مربوط به پروژه‌های سرمایه‌گذاری را در طول زمان و به

1. Hearth and Zaima
2. Hite et al
3. Warusawitharana
4. John and Ofek
5. Synergies
6. Shleifer and Vishny
7. Lang et al
8. Alexander et al
9. Jain
10. Cooney et al
11. Lui
12. Owen et al.
13. Montgomery and Thomas
14. Hillier et al.
15. Jensen
16. Merhebi et al

تدریج شناسایی و افشا نمایند. به همین دلیل نظارت بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیران عامل کلیدی برای کسب اطمینان از عدم وجود دارایی‌های دارای عملکرد ضعیف و نامناسب است که واگذاری سریع آنها می‌تواند منجر به حفظ ارزش اقتصادی شرکت شود (هاینز و همکاران، ۲۰۰۳؛ هانسون و سانگ، ۲۰۰۶).

در این پژوهش، تاثیر مکانیسم‌های راهبری شرکتی بر تصمیم‌های واگذاری دارایی‌ها مورد بررسی قرار گرفته است. در این ارتباط تمرکز مالکیت می‌تواند سودمند باشد، زیرا این تمرکز می‌تواند به حل مشکل سواری مجانی شود و این موضوع در حالی است که ساختار مالکیت گسترده احتمالاً توان غلبه بر این مشکل را نخواهد داشت (شلیفر و ویشنی، ۱۹۸۶؛ آدماتی و همکاران، ۱۹۹۴). تعدادی از مطالعات موجود در این حوزه نشان می‌دهند که با وجود بزرگترین سهامداران در شرکت، به نظارت بهتر بر تصمیم‌های مدیریت منجر می‌شود. با فرض اینکه مدیران نسبت به واگذاری دارایی‌های خود بی‌میل هستند، وجود یک سهامدار بزرگ می‌تواند با نرخ بالاتر واگذاری دارایی در شرکت‌ها ارتباط داشته باشد. از طرف دیگر، قدرت بدون محدودیت به سهامداران کنترل‌کننده فعالیت شرکت، انگیزه می‌دهد تا برای خود منافع خصوصی بر علیه منافع سهامداران اقلیت ایجاد کنند (شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷؛ بندسن و ولفنسن، ۲۰۰۰). در حقیقت، در این رابطه شواهد رو به رشدی وجود دارد که نشان می‌دهد که سهامدار بزرگ تنها با ارزش کمتر (ماتوری و پاجوست، ۲۰۰۵؛ آتیگ و همکاران، ۲۰۰۹) و هزینه تامین سرمایه بیشتر برای شرکت ارتباط دارد. سهامداران کنترل‌کننده در عمل نگرانی بیشتری درباره هدایت منابع در مقایسه با تمرکز بر تصمیم‌های اتخاذ شده برای ایجاد ارزش برای سهامداران دارند (ماتوری و پاجوست، ۲۰۰۵؛ آتیگ و همکاران، ۲۰۰۹). این وضعیت نیز می‌تواند سطح کمتر فعالیت‌های واگذاری دارایی در شرکت‌ها را به همراه داشته باشد. در طرف مقابل، توازن بیشتر قدرت بین سهامداران بلوکی می‌تواند منجر به نظارت بهتر در شرکت شود. به عبارتی وجود سهامداران بزرگ منجر به ایجاد ارزش بالاتر برای شرکت می‌شود و دلیل این موضوع جلوگیری از ایجاد منافع خصوصی و نیز اعمال محدودیت برای تصمیم‌های شرکتی در جهت منافع سهامداران عمده است (میشرا، ۲۰۱۱). ساختار نظارتی ناشی از وجود قدرت نسبی سایر سهامداران در کنار سهامداران عمده می‌تواند احتمال تاثیرگذاری این قدرت بر اتخاذ تصمیم‌های واگذاری دارایی‌ها را افزایش دهد. بر این اساس هدف اصلی این مطالعه تاثیرگذاری سهامداران بلوکی متعدد بر کاهش انحراف ایجاد شده به دلیل عملکرد سهامداران عمده می‌باشد. بطور مختصر، وجود سایر سهامداران بلوکی به شرکت‌ها کمک می‌کند تا بر ایجاد ارزش از طریق اعمال محدودیت در شکل‌گیری منافع خصوصی تمرکز کنند (پاگانو و روتل، ۱۹۹۸). در نتیجه، در این حالت شرکت‌ها با وجود بی‌میلی سهامداران عمده به احتمال بیشتر از تصمیم‌های واگذاری دارایی‌ها استفاده خواهند کرد. این نتیجه با شواهد مربوط به افزایش ارزش شرکت و بهبود نتایج عملکرد به واسطه ساختارهای مالکیت چندگانه مطابقت دارد. در این مطالعه همچنین تاثیرگذاری رابطه سهامداران بلوکی نیز مورد بررسی قرار گرفته است. اکثر مطالعات انجام شده در این حوزه نشان می‌دهند وجود مالکیت فامیلی یا خانوادگی منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود و این موضوع به دلیل افق بلندمدت‌تر سرمایه‌گذاری‌ها و همسویی بیشتر منافع مالکان است (اندرسون و ریب، ۲۰۰۳؛ هاروی، ۱۹۹۹). بر این اساس،

1. Haynes et al
2. Hanson and Song
3. Admati et al
4. Bennedsen and Wolfenson
5. Maury and Pajuste
6. Attig et al.
7. Mishra
8. Pagano and Roell
9. Anderson and Reeb
10. Harvey

در این مطالعه فرض شده وجود سهامداران بلوکی خانوادگی به افزایش استفاده از تصمیم‌های واگذاری دارایی‌ها از طریق جلوگیری از اعمال فشار بر شرکت در راستای اتخاذ تصمیم‌های ناکارآمد به نفع سهامداران عمده کمک می‌کند.

مطالعه حاضر در شرکت‌هایی انجام شده که در آنها حداقل یک سهامدار بلوکی وجود داشته و تصمیم‌های واگذاری دارایی‌ها اتخاذ شده است. جهت بررسی تاثیر تطبیقی مکانیسم‌های نظام راهبری شرکتی، در این مطالعه از تکنیک تطبیق آماری استفاده شده است. در این راستا به پیروی از روش تحقیق اتخاذ شده توسط هاینز و همکاران (۲۰۰۳) شرکت‌های نیازمند واگذاری دارایی، ابتدا از طریق یک مجموعه از ویژگی‌های مالی همچون اندازه شرکت، درجه اهرم مالی و سطح عملکرد شناسایی شده‌اند. برای مثال، شرکت‌های برخوردار از درجه اهرم مالی بالا و عملکرد ضعیف به احتمال بیشتر به عنوان شرکت‌های نیازمند به واگذاری دارایی در نظر گرفته شده‌اند. هر شرکت نیازمند واگذاری در ادامه با یک شرکت بی‌نیاز از واگذاری در صنعت مشابه با نزدیک‌ترین امتیاز مطابقت تطبیق داده شده است. بر این اساس شرکت‌های نیازمند واگذاری و شرکت‌های بی‌نیاز از واگذاری بطور مجازی بر اساس تفاوت‌های ساختارهای مالکیت غیر قابل تفکیک هستند. در ادامه این مطالعه قدرت پیش‌بینی موارد واگذاری دارایی از طریق تفاوت‌های مشاهده شده، مورد بررسی قرار گرفته است. تکنیک تطبیق آماری در این حالت تمایل بیشتری به ویژگی‌های سنتی‌تر اتخاذ شده در رویه تطبیق ویژگی‌ها داشته است (لی و پرابهالا؛ ۲۰۰۶). بطور خاص، ویژگی‌های هر جفت از شرکت‌ها این امکان را فراهم می‌کند تا موارد انحراف شناسایی شود و این موضوع در حالی است که گرایش این شرکت‌ها نسبت به واگذاری دارایی‌ها مشابه است.

یافته‌های تجربی در شواهد مطالعه حاضر نشان می‌دهد یک گرایش قوی نسبت به فعالیت‌های تجدید ساختار، کمتر از حد مورد نیاز در اینگونه شرکت‌ها وجود دارد. از طرف دیگر، توازن قدرت بزرگترین سهامداران طبق یافته‌ها دارای یک تاثیر مثبت بر تصمیمات اتخاذ شده توسط شرکت است. بطور خلاصه، وجود سایر سهامداران بلوکی در شرکت و قدرت با اهمیت ناشی از فعالیت آنها در مقابل عملکرد سهامداران عمده، محدودیت و مانع ایجاد می‌کند و این موضوع منجر به اتخاذ بیشتر تصمیم‌های واگذاری دارایی می‌شود. بنابراین، این تاثیرات بطور خاص زمانی مشاهده می‌شود که ساختار مالکیت خانوادگی تشکیل دهنده بخش اصلی یا ثانویه سهامداران بلوکی بزرگ در شرکت باشد. این یافته‌ها با کاهش هزینه‌ها و تضاد منافع مطابق تئوری نمایندگی و نیز افزایش انگیزه‌های مربوط به مالکیت خانوادگی در شرکت هماهنگی و مطابقت دارد. در عمل این نتایج نشان می‌دهد برخی ساختارهای مالکیت به عنوان مکانیسم‌های راهبری شرکتی می‌توانند بطور جدی بر تصمیم‌های شرکت تاثیرگذار باشند. همچنین نتایج بدست آمده این مفهوم را دنبال می‌کنند که برخی ساختارها می‌توانند به عملکرد شرکت صدمه وارد کنند و در یک مقیاس وسیع‌تر می‌توانند در برابر شرایط رقابتی بازار مانع ایجاد نمایند. بطور خلاصه، یافته‌های مطالعه حاضر نشان می‌دهند یکی از دلایل اینکه ارزش کمتر (بیشتر) به شرکت‌های دارای یک سهامدار بلوکی (چند سهامدار بلوکی) اختصاص داده می‌شود نه تنها به ریسک بالاتر سلب مالکیت مربوط است، که سرمایه‌گذاران همواره درباره آن نگرانی دارند، بلکه علاوه بر این به دلیل موارد تغییر احتمالی در رویه مدیریت پرتفولیوی دارایی‌های شرکت نیز می‌باشد. چیزی که اغلب در این ارتباط مشاهده می‌شود، اعطای نمایندگی و حق مدیریت منابع بدون کنترل‌های صحیح و ایجاد توازن در قدرت می‌تواند هزینه‌بر باشد. با توجه به تصمیم‌های اتخاذ شده که به صورت غیرکارآمد مورد بررسی قرار می‌گیرند، مدیریت ممکن است به سادگی بیشتر با سهامداران عمده تباری کرده و این موضوع منجر به کاهش سطح عملکرد شرکت می‌شود. در واقع، نتایج این مطالعه نشان می‌دهد بدون وجود یک سهامدار ثانویه، تصمیم‌های واگذاری دارایی‌ها کمتر مورد توجه قرار می‌گیرد. همچنین نتایج نشان می‌دهد تا زمانی که مالکیت خانوادگی می‌تواند با هر دو حوزه هزینه‌ها و منافع فعالیت شرکت ارتباط داشته باشد، نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهد، یکی از مزایای مشخص وجود سهامداران فامیلی و خانوادگی آمادگی بیشتر برای تجدید ساختار دارایی‌ها و کاهش تمایل نسبت به حفظ دارایی‌های موجود است. ادامه این

پژوهش بدین صورت است که، در بخش بعد مبانی نظری تصمیم‌های واگذاری دارایی در شرکت‌ها و نیز ساختارهای مالکیت چندگانه ارائه شده است. در بخش بعد جزئیات روش تطبیق امتیازی با استفاده از نمونه تهیه شده بررسی می‌شود. در ادامه یافته های تجربی پژوهش ارائه شده است و در این بخش همچنین نتایج تجربی پژوهش ارائه شده است. در نهایت در بخش آخر خلاصه تحقیق ارائه شده است.

مروری بر مبانی نظری پژوهش

واگذاری دارایی ها

واگذاری دارایی می‌تواند به روش‌های مختلف برای شرکت ارزش آفرینی می‌کنند. یکی از واضح‌ترین این روش‌ها از طریق واگذار کردن و کنارگذاری دارایی‌هایی است که در عمل دارای ارزش فعلی خالص منفی هستند. در این حالت، واگذاری دارایی‌ها را می‌توان به عنوان نقطه مقابل یک سرمایه‌گذاری مورد توجه قرار داد. شرکت‌ها یک پروژه را به این دلیل انتخاب می‌کنند که ارزش فعلی جریان نقدی مورد انتظار آن از هزینه فرصت استفاده از دارایی‌های مولد جریان نقدی در زمان اتخاذ تصمیم سرمایه‌گذاری بیشتر باشد. به هر حال گذر زمان صحت و درست بودن ارزش در نظر گرفته شده برای پروژه را آشکار می‌کند. برای مثال، جریان نقدی ممکن است از سطح مورد انتظار بیشتر باشد، که این موضوع می‌تواند منجر به تشویق شرکت برای افزایش حجم سرمایه‌گذاری خود شود. اما این جریان نقدی ممکن است به دلیل کمتر بودن سطح تقاضا از مقدار پیش‌بینی شده کمتر از برآورد باشند. فرض کنید شرکت دارایی‌های خود را به ارزش بازار نگهداری نماید، زیرا هنوز می‌توان از این دارایی‌ها به روش‌های دیگر استفاده کرد. در این حالت هزینه فرصت استفاده از دارایی ممکن است به صورت بالقوه از ارزش جریان نقد (باقیمانده) حاصل از دارایی بیشتر باشد. در این حالت، برای شرکت ممکن است بهتر باشد دارایی‌ها را به منظور تحصیل اختلاف ارزش بین هزینه فرصت استفاده از آنها و ارزش جریان نقدی مورد انتظار حاصل از دارایی به فروش رساند. بطور خلاصه، واگذاری دارایی‌ها به شرکت امکان می‌دهد خالص ارزش فعلی جریان نقدی منفی مربوط به دارایی به دلیل استفاده ناکارآمد از آن که احتمالاً با گذر زمان و عدم قطعیت مربوط به جریان نقدی آشکار خواهد شد را حذف نمایند (میشرا، ۲۰۱۱). روش دیگری که واگذاری دارایی‌ها می‌توانند بطور مشابه منجر به ایجاد ارزش شوند ایجاد قابلیت برای شرکت‌ها جهت تعدیل حجم سرمایه‌گذاری‌های آنها می‌باشد. در طرف مقابل حالت قبل، شرکت‌ها نیازی به واگذاری کامل دارایی‌های خود ندارند. برای مثال، یک شرکت ممکن است در پیش‌بینی تقاضا برای خود برآورد غیر واقعی و بیش از حد داشته باشد که در عمل دستیابی به آن امکان‌پذیر نباشد. در این حالت مشکل موجود ارتباطی به کیفیت پروژه ندارد، بلکه مبلغ سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها مشکل اصلی است. با کاهش مبلغ سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها، شرکت ممکن است هنوز توانایی برآورده کردن تقاضای جاری خود را داشته باشد. اما با این وجود شرکت هنوز می‌تواند توانایی بازیافت ارزش دارایی‌های اضافی که سودآوری پروژه را تهدید می‌کنند، داشته باشند (ماکسیمویچ و فیلیپس، ۲۰۰۱؛ واروساویتارانا، ۲۰۰۸). یکی دیگر از شرایط که نیازمند واگذاری دارایی‌ها است در زمانی اتفاق می‌افتد که ارزش دارایی‌ها تغییر پیدا کند. این موضوع زمانی شکل می‌گیرد که دارایی‌ها امکان استفاده توسط سایرین داشته باشند و ارزش دارایی بر اساس توانایی سایر شرکت‌ها در ایجاد جریان نقدی با استفاده از آنها در فرآیندهای تولید خود تغییر پیدا کند. برای مثال، یک ترکیب تولید متفاوت قابل دستیابی از طریق توسعه تکنولوژی می‌تواند منجر به افزایش ارزش دارایی‌ها برای سایر شرکت‌ها شود و این موضوع در حالیست که جریان نقدی مورد انتظار حاصل از دارایی برای شرکت دارنده آن ممکن است ثابت و بدون تغییر باقی بماند. این وضعیت فرصتی را در اختیار شرکت قرار می‌دهد که از طریق آن می‌توان با واگذاری دارایی برای شرکت ارزش ایجاد کرد و از هزینه فرصت (هم اکنون بالاتر) ایجاد شده برای دارایی‌ها استفاده کرد.

یک مثال عمومی در این ارتباط، شرکتی است که عملیات خرده‌فروشی انجام می‌دهد. در این حالت کمیابی موقعیت‌های جایگزین به این معنی است که ارزش فروشگاه خرده‌فروشی با ایجاد فرصت‌های بیشتر برای سایر فعالیت‌های تجاری افزایش پیدا می‌کند (لمان و ویگانده، ۲۰۰۰). در این حالت اگر شرکت توانایی دنبال کردن روند عملیاتی مشابه را نداشته باشد، زمانی فرا می‌رسد که فروش دارایی‌های شرکت (یا اجاره فروشگاه) یک تصمیم منطقی خواهد بود. روش جایگزین دیگر معمولاً این است که شرکت تمام فعالیت تجاری خود را از نو تاسیس و راه‌اندازی کند (بنسن و ولفسون، ۲۰۰۰).

هم‌افزایی منفی دارایی‌ها

یکی از مباحثی که در این ارتباط بطور مکرر بر آن تاکید می‌شود این است که ایجاد انگیزه برای واگذاری دارایی‌ها در عمل می‌تواند منجر به حذف هم‌افزایی منفی دارایی‌ها برای شرکت شود (هایت و همکاران، ۱۹۸۷؛ جان و اوفک، ۱۹۹۵). طبق این تعریف، هم‌افزایی منفی زمانی اتفاق می‌افتد که دارایی‌های مختلف بتوانند محصولات خروجی مشتری داشته باشند که ارزش این محصولات کمتر از جمع ارزش محصولات حاصل از استفاده دارایی‌ها بطور مجزا باشد. دلیل وقوع این حالت را می‌توان به هزینه‌های اضافی ناشی از خطوط عملیات نامتجانس و غیر هماهنگ نسبت داد. در این حالت فروش یا جدا سازی یکی از فعالیت‌های تجاری می‌تواند مشکل موجود را حل کند و منجر به ایجاد ارزش برای شرکت شود. سوالی که بلافاصله در این حوزه مطرح می‌شود این است که چرا شرکت‌ها با هم‌افزایی منفی مواجه می‌شوند. یک توضیح ارائه شده در این ارتباط اینست که احتمالاً شرکت‌ها با تنوع بخشی ضعیف در فعالیت‌های خود مواجه هستند یا فعالیت خود را به حوزه‌های تجاری غیر مرتبطی توسعه داده‌اند که توانایی ایجاد هم‌افزایی مثبت در آنها را ندارند. همچنین به احتمال زیاد، هزینه راهبری شرکتی این قبیل شرکت‌ها در طول زمان افزایش یافته است. در برخی نقاط، ممکن است داخلی کردن برخی بخش‌های تولید به دلیل هزینه‌های بالای هماهنگی، عرضه غیر کافی، یا نگرانی درباره ملزوماتی که ممکن است نیازمند نیروی چانه‌زنی اضافی باشد، ارزشمند و ارزنده باشد (اندرسون و ریپ، ۲۰۰۳؛ بورکارت و همکاران، ۲۰۰۳). به هر حال، ساختار صنعت در طول زمان تغییر کرده و توسعه پیدا می‌کند. عرضه‌کنندگان بیشتری می‌توانند با توسعه رقابت ایجاد شوند، هزینه‌ها بطور نسبی کاهش پیدا می‌کنند و نگرانی کمتری درباره قابلیت اعتماد عرضه‌کنندگان و مشکلات تاخیر وجود دارد. استانداردسازی اجزای کاری در این حالت می‌تواند افزایش پیدا کند و این موضوع دیگر یک موضوع حیاتی درباره موقعیت رقابتی شرکت محسوب نمی‌شود. در این زمان ممکن است نیاز به برون‌سپاری برخی محصولات و تحصیل بخشی منابع از طریق مبادلات بازار باشد. با توسعه صنایع شرکت‌هایی که محصولات خود را به صورت داخلی تولید می‌کنند، با هزینه‌های بالاتری مواجه می‌شوند بدون اینکه این نحوه فعالیت منافع خاص برای شرکت به همراه داشته باشند. بطور خلاصه، توسعه تکنولوژیک احتمالاً واگذاری دارایی‌ها را به شرکت تحمیل می‌کند. بطور مشابه، تکنولوژی اطلاعات نیز منجر به شکل‌گیری سازمان‌های مشخصی شده که بطور موثر اکثر اجزا و منابع مورد نیاز خود را به صورت خارجی تحصیل می‌کنند. بنابراین، شرکت‌هایی که سعی می‌کنند تمام اجزای مورد نیاز خود را در داخل شرکت تولید کنند، با ایجاد تغییرات در صنعت نیازمند تجدید ساختار و واگذاری دارایی‌های خود خواهند بود یا مجبور می‌شوند با ریسک اضافی در ارتباط با فعالیت رقبا خود مواجه شوند. بطور خلاصه، واگذاری دارایی‌ها می‌تواند با آزادسازی قابلیت‌های داخلی شرکت در برابر توانایی سایر شرکت‌ها که می‌توانند رقیب

1.Scarcity of alternative places

2.Lehman and Weigand

3.Burkart et al

شرکت بوده یا رقیب شرکت نباشند، منجر به ایجاد ارزش شود و به این ترتیب ارزش بیشتری با استفاده از دارایی‌های مشابه ایجاد خواهد شد (ماتوری و پاچوست، ۲۰۰۵، آتیگ و همکاران، ۲۰۰۶).

واگذاری دارایی‌ها و نظام راهبری شرکتی

در مقابل دیدگاه مطرح شده توسط برل و مینز (۱۹۳۲)، مطالعات اخیر نشان می‌دهند مالکیت شرکتی معمولاً در اختیار چند سهامدار بلوکی محدود می‌شود. این مفهوم به این دلیل بطور بالقوه با اهمیت محسوب می‌شود که سهامداران بلوکی دارای قدرت کافی برای تاثیرگذاری بر تصمیم‌های شرکت هستند (هریس و راویو، ۱۹۸۸؛ گراسمان و هارت، ۱۹۸۸). یک دیدگاه موجود در این حوزه بیان می‌کند سهامداران بزرگ می‌توانند منجر به بهبود فرآیند نظارتی در شرکت شوند. به دلیل سهم زیاد این سهامداران در مالکیت شرکت، آنها می‌توانند انگیزه لازم برای نظارت بر مدیریت را داشته باشند و منافع حاصل از این کار توجیه کننده هزینه‌های نظارت است. این موضوع در حالی است که سهامداران کوچک و متنوع امکان انجام چنین کاری را ندارند (شلیفر و ویشنی، ۱۹۸۶؛ آدمازی و همکاران، ۱۹۹۴). فرآیند نظارت بیشتر این اطمینان را فراهم می‌کند که تصمیم‌های بهتری توسط مدیریت برای اداره شرکت گرفته می‌شوند. در بین سایر مسائل، سهامداران بزرگ می‌توانند مدیریت را از سرمایه‌گذاری بیش از حد بازدارند و عدم رضایت خود در صورتی که دارایی‌های شرکت بطور کارآمد مورد استفاده قرار نگیرند را اعلام نمایند. این شرایط پیشنهاد می‌کند وجود سهامداران بزرگ می‌بایست با واگذاری بیشتر دارایی‌ها ارتباط داشته باشد. یک دیدگاه دیگر در این رابطه بیان می‌کند سهامداران بزرگ احتمالاً از قدرت کنترلی خود برای ایجاد منافع خصوصی به هزینه سهامداران اقلیت استفاده می‌کنند. به دلیل اینکه آنها بطور موثر می‌توانند با نگهداری کسری از سرمایه فعالیت‌های شرکت را تحت کنترل داشته باشند، سهامداران بزرگ فقط بخشی از نتایج حاصل از تصمیم‌های شرکت را بطور داخلی در نظر خواهند گرفت. این موضوع نشان‌دهنده انگیزه‌های مربوط به واگذاری منابع شرکت برای بهره‌گیری از منافع کامل آنها در زمانی است که در عمل فقط بخشی از هزینه‌های مربوط به دارایی توسط سهامداران بزرگ پرداخت می‌شود (شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷؛ بندسن و ولفسنون، ۲۰۰۰). یک ایده مشابه این موضوع توسط جنسن و مکلینگ (۱۹۷۶) درباره شرکتی که به وسیله مدیریت کنترل می‌شود نیز ارائه شده است.

یکی از راه‌هایی که سهامداران بزرگ می‌توانند بر علیه سهامداران اقلیت فعالیت کنند از طریق مبادلات با اشخاص وابسته است. برای مثال، سهامداران بزرگ می‌توانند شرکت را به سمت فروش دارایی‌ها یا ارائه خدمات با قیمت‌های پایین به شرکت‌هایی سوق دهند که درصد زیادی از سهام سرمایه آنها در اختیار این سهامداران می‌باشد. بطور مشابه، آنها می‌توانند به شرکت جهت خرید دارایی‌ها یا تامین خدمات مورد نیاز با قیمت‌های تورمی فشار وارد کنند یا بخش زیادی از هزینه‌های راه-اندازی پروژه‌های مشترک را به شرکت تحمیل کنند و به این ترتیب به نفع شرکتی عمل کنند که مالکیت جداگانه آن را در اختیار خود دارند. به همین دلایل برخی مطالعات به بررسی مشکلات نمایندگی حاصل از وجود سهامداران بزرگ در شرکت می‌پردازند. بای و همکاران (۲۰۰۲) چگونگی استفاده سهامداران بزرگ از معاملات با اشخاص وابسته را برای واگذاری منابع در شرکت‌های کره‌ای مورد بررسی قرار داده‌اند. برتراند و همکاران (۲۰۰۲) وجود مشکلات مشابه در هند را مورد بررسی قرار

1. Attig et al
2. Berle and Means
3. Harris and Raviv
4. Grossman and Hart
5. Jensen and Meckling
6. Bae et al
7. Bertrand et al

داده‌اند. چئونگ و همکاران (۲۰۰۶) در مطالعه خود شواهدی را ارائه می‌کنند که در ارتباط با مبادلات انجام شده با اشخاص وابسته در هنگ‌کنگ می‌باشد. بندسن و ولفنسن (۲۰۰۰) حالتی را تشریح کرده‌اند که مربوط به انجام فعالیت‌های مشابه در یک شرکت اسرائیلی است. علاوه بر این، بانگ و همکاران^۲ (۲۰۰۶) نشان می‌دهند سهامداران بزرگ از ارائه سهام خصوصی (معمولاً به قیمت‌های انتشار غیرعادی پایین) برای کاهش قدرت سهامداران اقلیت در یک گروه شرکت‌های تجاری فعال در کره استفاده کرده‌اند. با در نظر گرفتن تمام شرایط، به نظر می‌رسد وجود سهامداران بزرگ زیان بیشتری برای سهامداران اقلیت (به واسطه ایجاد منافع خصوصی) در مقایسه با منافع بدست آمده (به واسطه نظارت بیشتر بر تصمیم‌های مدیریت) به همراه دارند. با توجه به اینکه سهامداران بزرگ می‌توانند برای خود ارزش ایجاد کنند بدون اینکه الزاماً ارزش شرکت را حداکثر نمایند، بطور منطقی این سهامداران تمایل کمی برای تشویق واگذاری دارایی‌ها دارند. یکی از مباحث دیگر مطرح شده در برابر واگذاری دارایی‌ها وجود این حقیقت است که سهامداران بزرگ بطور بالقوه قابلیت تحمیل معاملات نامناسب به شرکت به ضرر سایر سهامداران را دارند. علاوه بر این، طرف فروشنده ممکن است توانایی تایید قیمت پیشنهاد شده برای یک کالا را بدون آشکار شدن موارد سوء مدیریت خود نداشته باشد. با توجه به اینکه قدرت سهامداران عمده احتمالاً با افزایش درصد مالکیت تحت کنترل آنها افزایش پیدا می‌کند (آتیگ و همکاران، ۲۰۰۶)، در این مطالعه انتظار می‌رود تاثیر ناشی از واگذاری دارایی‌ها منفی باشد و مالکیت بیشتر شرکت توسط سهامداران عمده با واگذاری کمتر دارایی‌ها ارتباط داشته باشد.

در طرف مقابل، وجود سهامداران بلوکی دیگر پشت سهامداران عمده می‌تواند به نفع شرکت باشد. برخی مباحث مطرح شده در این رابطه از این نتایج پشتیبانی می‌کنند. اول اینکه، عدم هماهنگی بیشتر در اهداف سهامداران بلوکی نشان دهنده عدم توافق بیشتر درباره سمت و سویی است که شرکت باید آن را دنبال کند. در نتیجه، شرکت به احتمال کمتر رویه‌هایی را می‌تواند به ضرر سهامداران اقلیت باشند، قبول خواهد کرد (پاگانو و روتل، ۱۹۹۸؛ گومز و نواز، ۱۹۹۹). به بیان دیگر، هر چه تعداد سهامداران بلوکی بیشتر باشد، میزان انحراف از اهداف مربوط به حداکثر سازی ارزش شرکت کمتر خواهد بود. بطور مشابه، وجود سایر سهامداران بلوکی می‌تواند از نظارت بیش از حد یا دخالت نامناسب سهامداران کنترل‌کننده جلوگیری کند و این موضوع می‌تواند از سرمایه‌گذاری‌های خاص شرکتی که توسط سهامداران کلیدی تحمیل می‌شوند و بنابراین منجر به کاهش ارزش شرکت می‌شوند، ممانعت کند (بورکارت و همکاران، ۱۹۹۷). علاوه بر این، بندسن و ولفنسن (۲۰۰۰) نشان می‌دهند وجود سهامداران بلوکی متعدد منجر به ایجاد انگیزه برای تشکیل ائتلاف‌های بزرگتر بین سهامداران کنترل‌کننده شود. بطور خلاصه، هر چه توازن بین سهام سرمایه در بین سهامداران بلوکی بیشتر باشد، احتمال تشکیل مالکیت انباشته در نتیجه ائتلاف سهامداران بیشتر است. در نتیجه، ائتلاف کنترل‌کننده تا حدود زیاد گرایش مشخص به داخلی کردن نتایج تصمیم‌های خود دارند. از طرف دیگر، وجود یک سهامدار عمده به همراه یک عدم توازن زیاد در توزیع سهام سرمایه این حقیقت را نشان می‌دهد که سهامداران عمده می‌توانند در رقابت بر سر در دست گرفتن کنترل شرکت با تملک بخش به نسبت کوچکی از سهام سرمایه موفق شوند. با توجه به یافته‌های مطالعه جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) این وضعیت می‌تواند بطور جدی مساعد ایجاد انحراف در استفاده از منابع شرکت باشد. همچنین وجود سهامداران بلوکی متعدد با افزایش ارزش شرکت ارتباط دارد. در بررسی یک نمونه از شرکت‌های فعال در فنلاند، مائوری و پاچوست (۲۰۰۵) نشان می‌دهند ارزش بازار شرکت‌ها با گسترش قدرت نسبی سایر سهامداران بلوکی در مقابل تاثیرگذاری سهامداران عمده افزایش پیدا می‌کند. آتیگ و

1. Cheung et al
2. Baek et al
3. Gomes and Novaes
4. Burkart et al

همکاران (۲۰۰۶) یافته‌های مشابهی را از شرکت‌های فعال در آسیای شرقی گزارش می‌کنند. فاجیو و همکاران^۱ (۲۰۰۱) شواهد غیر مستقیم از مصادره منافع با وجود یک سهامدار بزرگ در شرکت را نشان می‌دهند. نتیجه حاصل از تحلیل آنها همچنین نشان می‌دهد سایر سهامداران بلوکی تا زمانی که ائتلاف بین آنها به صورتی که توسط زئوبل^۲ (۱۹۹۵) نشان داده شده وجود داشته باشد، می‌توانند شرکت را مجبور کنند سود بیشتری بین سهامداران تقسیم کند. بطور کلی، انتظار می‌رود تاثیر ساختار مالکیت سهام چندگانه بر واگذاری دارایی‌ها مثبت باشد. با جلوگیری از جهت‌گیری منافع خصوصی به نفع سهامداران عمده، وجود سایر سهامداران بلوکی منجر به کاهش انحراف از اهداف خواهند شد. در این حالت احتمالاً شرکت تمرکز بیشتری در راستای دستیابی به هدف حداکثر سازی ارزش خود خواهد داشت. بطور خاص، در این حالت شرکت احتمالاً اشتیاق بیشتری به واگذاری دارایی‌ها خواهد داشت. در این مطالعه انتظار می‌رود که وجود سایر سهامداران بلوکی بر واگذاری دارایی‌ها تاثیر مثبتی داشته باشد و قدرت نسبی سایر سهامداران عمده، بطور خاص در حالت وجود یک سهامدار بلوکی ثانویه با اهمیت، با فعالیت بیشتر در حوزه واگذاری دارایی‌ها ارتباط داشته باشد.

عوامل مالی موثر بر واگذاری دارایی‌ها

تاکنون مطالعات زیادی در خارج از کشور در راستای واگذاری دارایی‌ها انجام شده که در آنها از سه عامل تعیین‌کننده برای پیش‌بینی واگذاری دارایی‌ها از قبیل اندازه شرکت، عملکرد عملیاتی و اهرم مالی استفاده شده است. هم‌افزایی منفی ناشی از واگذاری نامناسب احتمالاً در عملکرد ضعیف عملیاتی شرکت قابل مشاهده است (جان و اوفک، ۱۹۹۵). علاوه بر این، برگر و اوفک^۳ (۱۹۹۹) پیشنهاد می‌کنند متغیر اندازه شرکت و اهرم مالی می‌تواند به عنوان یک عامل برای تشخیص موارد واگذاری دارایی بیشتر مورد استفاده قرار گیرد. در ادامه ارتباط سه پارامتر با واگذاری دارایی‌ها به لحاظ نظری تشریح می‌شود.

اندازه شرکت

شرکت‌های بزرگ گرایش به حفظ یک مجموعه گسترده از دارایی‌ها دارند که به دلیل تغییر هم‌افزایی موجود بین دارایی‌ها در طول زمان به دنبال ایجاد توسعه‌های تکنولوژیک یا تغییر در شرایط بازار، نیاز به تجدید ساختار آنها در فواصل زمانی مشخص وجود دارد. برای مثال، اجزایی که تولید آنها به دلیل هزینه‌های با اهمیت تولید در داخل شرکت انجام می‌شود، می‌توانند برون‌سپاری شده یا با استانداردسازی کافی ویژگی‌های محصول از خارج خریداری شوند. تغییر در ساختار صنعت بطور مشابه می‌تواند باعث شود شرکت‌ها ملزومات مورد نیاز خود را هنگامی که نگرانی نسبت به قدرت تامین بازار کاهش پیدا کند از سایر تولیدکنندگان خریداری نمایند. شرکت‌های بزرگ یک مزیت نسبی دیگر در مقایسه با شرکت‌های کوچکتر دارند. برای این شرکت‌ها واگذاری دارایی‌ها کم هزینه‌تر از سایر شرکت‌ها است. در این حالت اندازه شرکت انعطاف-پذیری بیشتری را برای تجدید ساختار فراهم می‌کند و بطور همزمان احتمال شکست فرآیند را به دلیل اینکه دارایی‌های واگذار شده به نسبت در مقایسه با کل دارایی‌های یک شرکت بزرگ ناچیز هستند، حداقل می‌کند. وروساویتارانا^۴ (۲۰۰۸) نشان می‌دهد متغیر اندازه شرکت یک عامل تعیین‌کننده برای فروش دارایی‌ها در آمریکا است. بطور مشابه، آن و واکر^۴ (۲۰۰۷) بیان می‌کنند متغیر اندازه شرکت دارای تاثیر مثبت بر تصمیم‌های واگذاری است. در یک پژوهش مشابه، هاینز و

1. Faccio et al
2. Zwiebel
3. Berger and Ofek
4. Ahn and Walker

همکاران (۲۰۰۳) بیان می‌کنند اندازه شرکت با موارد بیشتر و از نظر زمانی نزدیک تر فعالیت واکذارى دارایی‌ها ارتباط دارد. با استفاده از ارزش بازار حقوق صاحبان سهام برای اندازه‌گیری اندازه شرکت، هیلیر و همکاران (۲۰۰۹) بیان می‌کنند احتمال واکذارى دارایی‌ها با افزایش اندازه شرکت‌ها در انگلستان بیشتر می‌شود.

عملکرد عملیاتی

اغلب مواقع عملکرد ضعیف عملیاتی یک شرکت با شکل‌گیری و پیدایش موارد واکذارى دارایی‌ها ارتباط دارد. یک شرکت می‌تواند از سطح سودآوری پایین خود به خاطر سرمایه‌گذاری‌های اضافی در گذشته آسیب ببیند. برای مثال، همواره احتمال دارد سطح تقاضای پیش‌بینی شده بیشتر تقاضای واقعی باشد و بر این اساس ظرفیت تولید اضافی در شرکت ایجاد شده باشد. بنابراین، با نرسیدن تقاضا به سطح پیش‌بینی شده برای آن، عملکرد شرکت به مقدار دارایی‌های اضافی که در فرآیند تولید مورد استفاده قرار نمی‌گیرند، کاهش پیدا خواهد کرد. به هر حال، شرکت می‌تواند به سادگی سودآوری خود را با اصلاح ظرفیت تولید خود بازبایی و تجدید کند (برای مثال با واکذارى دارایی‌های اضافی یا فاقد تولید کافی برای شرکت). این مباحث توسط وروساویتارانا (۲۰۰۸) مورد تایید قرار گرفته است. یکی دیگر از دلایل عملکرد ضعیف شرکت تنوع‌سازی ناموفق می‌باشد. به دلیل هم‌افزایی ضعیف پرتفولیوی دارایی‌ها، احتمالاً شرکت توانایی پوشش هزینه فرصت زمان و تلاش مدیریت را نخواهد داشت. یک تصمیم عاقلانه در این حالت می‌تواند واکذارى دارایی‌ها با توجه به ارزش بازار آنها به جای نگهداری دارایی‌ها برای استفاده از جریان نقد آتی مورد انتظار آنها است. منافع حاصل از این واکذارى برای شرکت در عمل آزاد کردن هزینه فرصت برای مدیریت می‌باشد. جان و اوفک (۱۹۹۵) بیان می‌کنند جریان نقدی اصلاح شده صنعت پس از واکذارى دارایی‌ها برای شرکت‌هایی بطور خاص افزایش پیدا می‌کند که دارایی‌های غیر اساسی و ثانویه خود را واگذار کرده‌اند. هیلیر و همکاران (۲۰۰۸) در این رابطه تایید می‌کنند شرکت‌های انگلیسی بطور با اهمیت نتایج حاصل از عملیات خود را با واکذارى دارایی‌ها بهبود بخشیده‌اند. این مباحث اهمیت عملکرد شرکت در تصمیم‌های واکذارى دارایی‌ها را توضیح می‌دهد. وروساویتارانا (۲۰۰۸) نقش بازده دارایی‌ها بر تصمیم فروش آنها را بررسی کرده است. ماکسیمویک و فیلیپس (۲۰۰۱) پیشنهاد می‌کنند عملیات واکذارى تحت تاثیر سودآوری پایین و افزایش هزینه فرصت نگهداری دارایی‌های بلا استفاده است که در صورت واکذارى آنها به رقبای کارآمدتر ارزش بیشتری خواهند داشت. بطور مشابه، هاینز و همکاران (۲۰۰۳) در مطالعه خود وجود رابطه منفی بین عملکرد عملیاتی و تصمیم‌های واکذارى دارایی‌ها را در انگلستان نشان می‌دهند. در یک حالت مشابه، لانگ و همکاران (۱۹۹۵) نشان می‌دهند شرکت‌های دارای شاخص Q توپین پایین با احتمال بیشتر با واکذارى دارایی‌ها مواجه هستند. همچنین آن و واکر (۲۰۰۷) در مطالعه خود بیان می‌کنند تصمیم‌های واکذارى با ارزش اضافی شرکت که نشان‌دهنده یک معیار دیگر ارزیابی عملکرد است، رابطه منفی دارد.

اهرم مالی

اهرم مالی سومین عامل موثر بر تصمیم‌های واکذارى دارایی‌ها است. مطابق با فرضیه معاملات در حاکمیت شرکتی، ارزش شرکت با گذشتن از درجه اهرم بهینه آن کاهش پیدا می‌کند. با عبور از سطح اهرم بهینه، هزینه‌های مالی شرکت را با مزایای مالیاتی اضافی مربوط به پرداخت‌های بهره مواجه می‌کنند. بطور خاص، درجه اهرم اضافی می‌تواند از سرمایه‌گذاری شرکت در پروژه‌های با ارزش جلوگیری کند. در اصل، شرکت‌ها انتظار دارند به سطحی از درجه اهرم بهینه دست پیدا کنند که بین هزینه‌های مالی مورد انتظار و مزایای حاصل از بدهی موازنه و تعادل ایجاد کند. بنابراین، کمبود نقدینگی پیش‌بینی نشده می‌تواند منجر به ایجاد فشار بر شرکت جهت فاصله گرفتن از سطح اهرم بهینه شود. برای اصلاح ساختار مالکیت،

1. Tradeoff theory

شرکت‌ها می‌توانند اقدام به انتشار سرمایه کنند. به هر حال، هنگام انتشار سهام سرمایه‌گذاران جدید هوشیارانه انتقال ثروت به نفع دارندگان اوراق بدهی را تحت نظارت دارند. مایرز و مجلوف (۱۹۸۴) بیان می‌کنند این نگرانی می‌تواند مانع از انتشار سرمایه شده و در عمل می‌تواند منجر به طبقه‌بندی پروژه‌های با ارزش شود. در عوض، لانگ و همکاران (۱۹۹۵) پیشنهاد می‌کنند فروش دارایی‌ها می‌تواند بر این مشکلات نمایندگی غلبه کند و یک راهکار جایگزین ارزان‌تر نسبت به تامین مالی خارجی را در اختیار شرکت قرار دهد. در واقع، اگر شرکت بخشی از دارایی‌های برخوردار از قابلیت نقدشوندگی به نسبت بالا را که می‌تواند به بهایی نزدیک به ارزش فعلی جریانات نقد مورد انتظار حاصل از آن به فروش رساند نزد خود نگهداری کند، فروش دارایی‌ها می‌تواند منجر به شناسایی یک زیان ناچیز شود که امکان جبران آن از طریق پروژه‌های جدید دارای ارزش بالا که شرکت توانایی انتخاب آنها را دارد یا هزینه تامین مالی که شرکت می‌تواند از آن جلوگیری کند، به سادگی وجود دارد. در تحلیل‌های انجام شده، لانگ و همکاران (۱۹۹۵) نشان می‌دهند که شرکت‌های واگذارکننده را می‌توان با توجه به نسبت اهرم بالاتر آنها شناسایی کرد. هیلیر و همکاران (۲۰۰۹) نشان می‌دهند درجه اهرم بالا یک عامل قوی برای پیش‌بینی فروش دارایی‌ها در انگلستان است. هاینز و همکاران (۲۰۰۳) همچنین یک رابطه مثبت بین ظرفیت بدهی شرکت و حجم فعالیت واگذاری دارایی‌ها را نشان می‌دهند. علاوه بر این، دنیس و شوم (۲۰۰۵) به شواهدی دست یافته‌اند که نشان می‌دهد اهرم صنعت تعدیل شده بالا با احتمال بالاتر تجدید ساختار دارایی‌ها ارتباط دارد. بطور مشابه، وئی و همکاران (۲۰۱۰) بیان می‌کنند شرکت‌های استرالیایی معمولاً هنگامی دارایی‌های تحت تملک خود را واگذار می‌کنند که دسترسی آنها به بازارهای سرمایه محدود شده باشد.

نقش نظام راهبری شرکتی در واگذاری دارایی‌ها

هنگامی که یک شرکت دارایی‌های خود را واگذار می‌کند، سایر مسائل ممکن است نقش بازدارنده برای مدیران جهت کامل کردن عملیات واگذاری داشته باشد. این نتایج منجر به کاهش ارزش شرکت می‌شود و نشان‌دهنده یک تضاد منافع نمایندگی بین مدیران و سهامداران است. حاکمیت شرکتی قوی و نظارت خوب بر فعالیت‌ها و تصمیم‌های اتخاذ شده می‌تواند این تضاد را کاهش دهد و بنابراین اتخاذ تصمیم‌های مربوط به افزایش ارزش شرکت را تسهیل می‌کند. در این مطالعه، تاثیر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی با استفاده از درصد مالکیت سهامداران مورد بررسی قرار گرفته است.

درصد مالکیت سهامدار عمده

اولین مکانیسم از حاکمیت شرکتی قوی مالکیت بزرگترین سهامدار یا سهامداران عمده می‌باشد. تاثیر سهامدار عمده بر فعالیت‌های یک شرکت بر اساس درصد مالکیت وی اندازه‌گیری می‌شود. هر چه این درصد مالکیت بیشتر باشد، کنترل سهامدار بر فعالیت‌های شرکت قوی‌تر است. با وجودی که سطح مالکیت بالای سهامداران باعث ایجاد انگیزه جهت نظارت بر فعالیت مدیریت می‌شود و بنابراین می‌تواند در ارتباط با ارزش شرکت سودمند باشد، سهامدار عمده همچنین می‌تواند تلاش کند تا با سوءاستفاده از قدرت خود مدیریت را به سمت رویه‌هایی سوق دهد که بطور نامناسب به سمت منافع شخصی وی و به زیان شرکت باشد. همچنین سهامدار عمده به علت دارا بودن منافع بالا می‌تواند کسب منافع شخصی توسط سهامدار اصلی را کنترل کند (روان مهر، ۱۳۹۰). برای مثال، سهامدار کنترل‌کننده ممکن است مدیران را توصیه و تشویق به واگذاری برخی فعالیت‌ها به سایر شرکت‌های خارجی کند که بخش مهمی از سرمایه آنها متعلق به وی است. بطور مشابه،

1. Myers and Majluf

2. Denis and Shome

3. Wee et al.

این سهامداران ممکن است شرکت را از اجرای پروژه‌هایی که می‌توانند به ضرر ارزش سایر شرکت‌هایی باشد که سهام آنها تحت کنترل وی است، منصرف و دلسرد نمایند. به همین دلیل تعدادی از مطالعات انجام شده در این حوزه دیدگاه مربوط به ایجاد منافع خصوصی ناشی از کنترل موثر بر شرکت برای سهامداران کنترلی را تایید می‌کند (بائی و همکاران، ۲۰۰۲؛ برتراند و همکاران، ۲۰۰۲؛ چئونگ و همکاران، ۲۰۰۶).

قدرت نسبی سایر سهامداران بلوکی

دومین مکانیسم از حاکمیت شرکت قوی قدرت دیگر مالکان شرکت (بجز بزرگترین سهامدار و سهامداران عمده) می‌باشد. در واقع سایر سهامداران بلوکی ممکن است یک تاثیر مثبت بر فرآیند نظارت شرکتی از طریق اطمینان از این موضوع داشته باشند که سهامدار عمده و سهامداران بزرگ منابع شرکت را به هزینه سایر سهامداران مورد استفاده قرار نمی‌دهد. در عمل نظارت بیشتر احتمالاً تاثیر مستقیم بر افزایش گرایش به واگذاری دارایی‌ها ندارد. به هر حال، با ایجاد محدودیت برای سهامدار عمده در راستای جهت‌دهی به منابع در راستای منافع شخصی وی، سایر سهامداران بلوکی می‌توانند شرکت را مجبور به تمرکز بر ایجاد ارزش کنند. این تحول با اهمیت در رویه عملیاتی را در عمل می‌توان در ریسک‌پذیری بیشتر شرکت مشاهده کرد (میشرا، ۲۰۱۱). یکی از اجزای اصلی دیگر قابل مشاهده در این ارتباط می‌تواند تمایل بیشتر شرکت به تجدید ساختار پرتفولیوی دارایی‌های شرکت با توجه به فرصت‌های جدید شکل گرفته باشد که نشانه‌ای آشکار از تغییر رویه می‌باشد.

تمرکز مالکیت بلوک دارندگان سهام

سومین مکانیسم از حاکمیت شرکت قوی تمرکز مالکیت بلوک دارندگان سهام می‌باشد. تاثیر مثبت ناشی از وجود سایر سهامداران بلوکی با اهمیت نظیر مالکان خانوادگی را می‌توان از طریق یک ضریب مثبت مشاهده کرد. به هر حال، روش دیگری که دومین سهامدار عمده می‌تواند منجر به بهبود نظارت شرکتی شود با رقابت بر سر تاثیرگذاری و نفوذ سهامدار اصلی قابل مشاهده است. انجام این کار از طریق کاهش تاثیر منفی ناشی از فعالیت‌های سهامدار عمده بر تصمیم‌های واگذاری امکان‌پذیر است.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه ۱: سهامداران عمده توانایی بیشتری در کاهش واگذاری دارایی‌ها در مقایسه با دیگر مکانیسم‌های راهبری شرکتی دارند.

فرضیه ۲: سهامداران عمده توانایی و قدرت رقابت بیشتری برای کاهش واگذاری دارایی‌ها در مقایسه با دیگر مکانیسم‌های راهبری شرکتی دارند.

فرضیه ۳: وجود مالکان خانوادگی در شرکت، قدرت سهامداران عمده برای کاهش واگذاری دارایی‌ها را تقویت می‌کنند.

جامعه آماری و حجم نمونه

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، از ابتدای سال ۱۳۸۸ تا ۱۴۰۰ شامل می‌شود. همچنین برای نمونه‌گیری از روش نمونه‌گیری قضاوتی (حذف سیستماتیک) به شرح زیر استفاده شده است:

- (۱) برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری، دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند باشد.
- (۲) در طی دوره مورد بررسی توقف فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.
- (۳) اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها، در طی دوره مورد بررسی موجود باشد.
- (۴) حجم معاملات انجام شده شرکت‌ها طی دوره مالی حداقل ۴/۰۰۰/۰۰۰/۰۰۰ (میلیارد ریال) برای شرکت-سال باشد. این حداقل ارزش، این اطمینان را برای محقق فراهم می‌کند که موارد واگذاری مشاهده شده نشان‌دهنده یک تصمیم تجدید ساختار با اهمیت در شرکت است.

بر اساس معیارهای فوق، ۴۷۸ شرکت شناسایی گردید. ولی حجم نهایی نمونه جهت برآزش نهایی مدل‌های پژوهشی را روش تطبیق آماری جهت مقایسه شرکت‌ها مشخص می‌نماید. پس نخست شرکت‌های واگذار کننده دارایی را از سایر شرکت‌ها تفکیک نموده و سپس روش تطبیق آماری امتیاز گزینشی اجراء می‌گردد.

تفکیک شرکت‌های واگذار کننده دارایی از سایر شرکت‌ها

برای شناسایی شرکت‌های واگذار کننده دارایی‌ها مطابق با مبانی نظری پژوهش و ویژگی‌های مالی اثر گذار بر واگذاری دارایی‌ها، در مطالعه حاضر از یک مدل منطقی استفاده شده که می‌تواند شرکت‌های واگذار کننده دارایی‌ها و سایر شرکت‌هایی که عملیات واگذاری را انجام نداده‌اند، تفکیک نماید. در این مطالعه با استفاده از رابطه (۱) طبقه‌بندی این شرکت‌ها انجام شده است.

رابطه (۱)

$$Divest = \beta_1 Size + \beta_2 ROA + \beta_3 Leverage + \gamma' Industry + \varepsilon$$

که در رابطه فوق:

Divest: واگذاری دارایی‌ها

Size: اندازه شرکت

ROA: نرخ بازده دارایی‌ها

Leverage: اهرم مالی

Industry: متغیر صنعت

ε : خطای باقیمانده مدل

در نهایت پس از برآزش رابطه (۱) برای تمام شرکت‌هایی که اطلاعات آنها با استفاده روش حذف سیستماتیک برای بازه زمانی پژوهش گردآوری شده، با استفاده از تحلیل مدل منطقی پیش بینی شده در رابطه (۱) با نشان دادن ضرایب هر کدام از متغیرها و همچنین آزمون Z (اعداد درون پرانتز) به شرح رابطه (۲) می‌باشد. البته در این تحلیل ضرایب ویژگی‌های صنعت ($\gamma' Industry$) جهت اختصار گزارش نشده است و تحلیل دیگر ضرایب در ادامه بیان و مطابق با مبانی نظری تشریح می‌گردد.

رابطه (۲)

$$Divest = 0.5917Size + 1.5162ROA + 1.6044Leverage$$

$$(12.28) \quad (-3.48) \quad (3.13)$$

$$N = 5255 \quad Pseudo R2 = 0.1785$$

ضریب اندازه شرکت در این حالت مثبت و از نظر آماری بطور با اهمیت بالا می‌باشد. این موضوع نشان می‌دهد شرکت‌های بزرگتر به احتمال بیشتر عملیات واگذاری انجام می‌دهند. این نتایج با توجه به این حقیقت که شرکت‌های بزرگ گرایش به در اختیار داشتن پرتفولیوی متنوع‌تر دارند که نیاز به مرتب کردن آن بطور دوره‌ای وجود دارد و این حقیقت که آنها از هزینه‌های پایین‌تر معاملات در زمان فروش دارایی‌ها منتفع می‌شوند، تعجب برانگیز نیست. وروساویتارانا (۲۰۰۸) همچنین به این نتیجه رسیده‌اند اندازه شرکت یک عامل پیش‌بینی کننده قوی برای فعالیت واگذاری در آمریکا است. بطور مشابه، آن واکر (۲۰۰۷) بیان می‌کنند اندازه شرکت مهمترین عامل تعیین کننده برای اتخاذ این تصمیمات هستند.

عملکرد عملیاتی دارای یک تاثیر منفی با اهمیت بر تصمیم‌های واگذاری شرکت‌ها است. این یافته با نتایج مطالعه وروساویتارانا (۲۰۰۸) مطابقت دارد که بیان می‌کند عملیات واگذاری یک واکنش منطقی به یک شوک منفی است که بر قابلیت تولید تاثیر می‌گذارد. مونت گومری و توماس (۱۹۸۸) مشاهده کرده‌اند که شرکت‌های واگذار کننده بطور با اهمیت دارای سودآوری کمتر قبل از انجام عملیات واگذاری در مقایسه با سایر شرکت‌ها هستند. هاینز و همکاران (۲۰۰۳) همچنین بیان می‌کنند یک رابطه منفی ملایم و به نسبت کم بین بازده سرمایه‌گذاری‌ها و فعالیت‌های واگذاری در انگلستان وجود دارد.

اهرم مالی دارای یک تاثیر مثبت قوی در این مطالعه است که نشان می‌دهد محدودیت‌های ناشی از تامین مالی دلایل قابل اعتنا برای تحلیل واگذاری دارایی‌ها هستند. وئی و همکاران (۲۰۱۰) در مطالعه خود بیان می‌کنند محدودیت‌های ناشی از فرآیند تامین مالی می‌تواند احتمال واگذاری دارایی‌ها را افزایش دهد. کاهش سریع قیمت‌ها نشان می‌دهد درجه اهرم مالی بالای شرکت نگرانی اصلی اعتباردهندگان است و در حقیقت دلیل اصلی تصمیم شرکت برای فروش دارایی‌ها و صرف نظر از بسیاری پروژه‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد. در ادامه با توجه به هدف پژوهش که بررسی تطبیقی و مقایسه ای دو سطح حجم نمونه از قرار شرکت‌های واگذار کننده دارایی و شرکت‌های غیر واگذار کننده دارایی می‌باشد، روش اجرای این نوع روش بیان می‌گردد.

روش تطبیق آماری امتیاز گرایشی

برای آزمون تاثیرگذاری نظام راهبری شرکتی منطبق بر رابطه (۱)، لازم است تمام عوامل تاثیرگذار در این رابطه کنترل شوند. به پیروی از روش تحقیق هاینز و همکاران (۲۰۰۳) رویکرد تحقیق حاضر استفاده از روش تطبیق آماری است. برای انجام این کار ابتدا متغیرهای مالی مشخص شده‌اند، که بر اساس آنها می‌توان واگذاری دارایی‌ها در یک شرکت را مشخص نمود. این متغیرها می‌توانند برای تطبیق شرکت‌های واگذار کننده و شرکت‌هایی که عملیات واگذاری در آنها انجام نمی‌شود ولی بطور مشابه نیاز به واگذاری دارایی‌ها دارند استفاده شود. با استفاده از این گروه کنترلی، در ادامه تاثیرگذاری نظام راهبری بر قدرت پیش‌بینی موارد واگذاری بررسی شده و بنابراین سعی شده از راهبری شرکتی به عنوان یک عامل تعیین کننده برای تشخیص احتمال واگذاری دارایی‌ها در شرکت استفاده شود. باید توجه داشت که ممکن است شرکت‌ها در ارتباط با مکانیسم‌های راهبری شرکتی متفاوت باشند و این تفاوت عاملی در سرعت بخشیدن یا کاهش در تصمیم‌های واگذاری است. بنابراین در ادامه با توجه به تعداد شرکت‌های مشخص شده با استفاده از روش همسان سازی بر اساس نمره گرایش یا امتیاز گرایشی در رابطه (۲)، مدل مورد بررسی برای آزمون فرضیه‌ها ارائه می‌گردد. در واقع پس از کالیبره کردن مدل منطقی، در این مطالعه از امتیاز گرایشی برای طبقه‌بندی شرکت‌ها بر اساس عملیات واگذاری دارایی‌ها از طریق رابطه (۲) استفاده شده است.

رابطه (۲)

1. Propensity score

$$\text{Propensity score} = \psi(\beta_1 \text{Size} + \beta_2 \text{ROA} + \beta_3 \text{Leverage} + \gamma^1 \text{Industry})$$

که در رابطه فوق:

ψ : مقداری است که با استفاده از تابع منطقی $\psi(x) = e^x / (1 + e^x)$ تعریف می‌شود.

هر شرکت واگذارکننده در این روش با یک شرکت مشابه خود که عملیات واگذاری را انجام نمی‌دهد در یک صنعت مشابه با نزدیکترین امتیاز گرایشی مقایسه می‌شود. نتایج این رویه تطبیقی فراهم کردن یک نمونه از شرکت‌ها است که به صورت تئوریک با توجه به رفتار واگذاری شرکت‌ها قابل تفکیک نیست. به هر حال، شرکت‌ها ممکن است هنوز در ارتباط با نظام راهبری شرکتی با یکدیگر تفاوت داشته باشند. دومین مرحله آزمون بطور مختصر به بررسی توانایی توصیف تصمیم‌های واگذاری از طریق تفاوت‌های مشاهده شده در نمونه می‌پردازد. در مطالعه حاضر انتظار می‌رود که شرکت‌های برخوردار از نظام های راهبری شرکتی که منجر به نظارت بهتر می‌شود به احتمال بیشتر تصمیم‌های واگذاری خود را تکمیل می‌کنند. در این مطالعه از مدل امتیاز گرایشی تشریح شده در رابطه (۲) برای شناسایی یک همتای مناسب برای هر شرکت واگذارکننده استفاده شده است. از طرف دیگر همتایی که عملیات واگذاری توسط آن انجام نشده به عنوان شرکتی تعریف می‌شود که عملیات واگذاری دارایی‌ها را در سال مشابه انجام نداده است. به دلیل اندازه به نسبت اقتصاد کوچک ایران، جمعیت شرکت‌ها از یک تعداد کوچک شرکت‌های بزرگ و یک تعداد زیاد شرکت‌های کوچک تر تشکیل شده است. در نتیجه، پیدا کردن یک همتای کامل بر اساس اندازه شرکت، نتایج عملیات و درجه اهرم مالی در این بازار به غیر از موارد خاص می‌تواند تقریباً کاری دشوار به نظر رسد. در مقابل، استفاده از تکنیک تطبیق آماری تا حدودی می‌تواند انعطاف‌پذیری لازم را برای انتخاب شرکت‌های مطابقت داده شده در اختیار محقق قرار دهد. برای مثال، سطح عملکرد و درجه اهرم مالی نیازی به نزدیک بودن به ارزش‌های مربوط به شرکت واگذار کننده ندارد و در عمل مقدار کلی آنها باید با مقدار احتمال مشابه در یک حالت واگذاری هماهنگی و مطابقت داشته باشد. به عبارتی اگر هیچ شرکت دیگری با اندازه مشابه را نتوان در نمونه شرکت‌هایی پیدا کرد که عملیات واگذاری در آنها انجام نشده باشد، یک شرکت کوچک تر با درجه اهرم مالی بالاتر یا سطح عملکرد پایین‌تر می‌تواند به عنوان یک همتا انتخاب شده است.

همسان سازی بر اساس نمره گرایش

روش‌های مرسوم که معمولاً برای کنترل متغیرهای مخدوشگر به کار گرفته می‌شود، شامل همسان‌سازی و مدل‌های رگرسیونی می‌باشد که بر روی تعداد محدودی از متغیرهای کمکی می‌توانند کنترل انجام دهند (ماتوری و پاچوست، ۲۰۰۵؛ لاون و لونی، ۲۰۰۸؛ آتیگ و همکاران، ۲۰۰۸). بنابراین اگر چه یافتن ایده نمونه‌های همسان ساده به نظر می‌رسد، ولی اغلب یافتن نمونه‌هایی که روی همه متغیرهای مخدوشگر مهم، مشابه باشند کار مشکلی است. در نتیجه از روش همسان سازی بر اساس نمره گرایش استفاده می‌شود. نمره گرایش برای هر عامل به صورت احتمال شرطی دریافت اقدام نظر (واگذاری) به شرط مشخص بودن عوامل پیش نیاز برای آن عامل تعریف می‌شود. یعنی می‌توان نوشت $[e(x_i) = p_r (z_i = 1 | X_i = x_i)]$ که برای عامل (شرکت) i ام، اگر به گروه مداخله تعلق داشته باشد، $z_i = 1$ و در صورتی که در گروه شاهد قرار داشته باشد، $z_i = 0$ خواهد بود. نمره گرایش در عمل مجهول است که معمول ترین روش برای برآورد آن استفاده از مدل‌های دوگانه می‌باشد. در این مدل‌ها متغیر وابسته همان عضویت در گروه مشاهده (واگذاری برابر با یک و واگذار نشده برابر با صفر) و متغیرهای توضیحی همان عواملی هستند که محقق قصد دارد توزیع آن‌ها را در دو گروه مورد مطالعه مشابه باشد (جانانی و همکاران، ۱۳۸۹). نتیجه روش همسان سازی در پژوهش حاضر به منظور بررسی

نفوذ نظام راهبری شرکتی و تعیین شرکت هایی است که به لحاظ نظری نیاز به واگذاری در آن ها احساس نمی شود. ولی به منظور تمرکز بیشتر برای افزایش ارزش، انتظار می رود که واگذاری دارایی ها ارائه گردد. جهت همسان سازی شرکت های حجم نمونه بر اساس نمره گرایش، نخست تمام اطلاعات شرکت هایی که مبادلات انجام شده آن ها طی بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۴۰۰ با حداقل ۴/۰۰۰/۰۰۰/۰۰۰ میلیارد ریال بوده است، جمع آوری شد. این حداقل ارزش این اطمینان را برای محقق فراهم می کند که موارد واگذاری مشاهده شده نشان دهنده یک تصمیم تجدید ساختار با اهمیت در شرکت است. در مرحله بعد با استفاده از نرم افزار Oxmetrics 6 تطبیق آماری در قالب یک جدول از شرکت هایی که عملیات واگذاری داشته اند و شرکت هایی که عملیات واگذاری در آنها انجام نشده با توجه به نظام راهبری شرکتی و اطلاعات مالی آنها تهیه شده است. با توجه به اینکه مطالعه حاضر درباره ارتباط متقابل بین سهامداران بلوکی است، اطلاعات این جدول محدود به شرکت هایی است که در آنها حداقل یک سهامدار بزرگ وجود داشته باشد که طبق تعریف حداقل ۵٪ سهام شرکت را تحت تملک خود داشته باشد. همچنین با توجه به اینکه متغیر وابسته در این رابطه بر این اساس اندازه گیری شده که واگذاری دارایی در منتهی به پایان سال مالی شرکت انجام شده باشد یا خیر، به دلیل اینکه برخی شرکت ها می توانند موارد متعدد واگذاری در یک سال مشخص داشته باشند، تعداد دفعات شرکت محاسبه شده در نمونه برای عملیات واگذاری به ۱۸۳ مورد مشاهده شرکت-سال کاهش پیدا کرده است. تعداد ۵۰۷۲ مورد مشاهده شرکت-سال مربوط به حالت هایی است که در آنها عملیات واگذاری دارای ارزشی کمتر از ۴/۰۰۰/۰۰۰/۰۰۰ میلیارد ریال در سال مورد نظر بوده و به همین خاطر در نمونه گیری وارد نشده است. در نهایت تشکیل نمونه تطبیقی در نگاره (۱) نمایش داده شده است. این نگاره نظام راهبری و ویژگی های مالی نمونه تطبیق داده شده را در برابر یکدیگر قرار داده است. گروه اول نشان می دهد رویه تطبیقی منجر به جفت شدن نزدیک-ترین شرکت ها از نظر اندازه، نتایج عملکرد و درجه اهرم مالی با شرکت های واگذار کننده در مقایسه با جمعیت عمومی شرکت هایی شده که عملیات واگذاری در آنها انجام نشده است. در حقیقت، تفاوت بین میانگین نرخ بازده دارایی ها و میانگین درجه اهرم مالی از نظر آماری معنادار نمی باشد. به هر حال، به نظر می رسد یک شرکت کوچکتر اغلب نیاز به تخصیص داده شدن به عنوان یک همتا دارد. زیرا در عمل شرکت واگذار کننده بزرگترین شرکت در صنعت خود می باشد. در نتیجه، این تفاوت کوچک می تواند برای پیش بینی اینکه کدامیک از موارد تطبیق شرکت ها در ارتباط با عملیات واگذاری است مورد استفاده قرار گیرد. در واقع، در این حالت میانگین امتیاز گرایشی شرکت تطبیق داده شده (۹،۱۷٪)، بطور معناداری کمتر از میانگین امتیاز گرایشی شرکت واگذار کننده (۱۱،۵۱٪) است.

نگاره (۱): برازش مدل منطقی معیار امتیاز گرایشی

متغیرها	شرکت های واگذار کننده دارایی	دیگر شرکت ها (تطبیق داده شده)	تفاوت بین دو گروه	سطح معناداری
گروه اول: میانگین تفاوت های مشاهده شده				
Size	۲۰/۳۶	۲۰/۰۳	۰/۳۳	***۰/۰۰۴
ROA (%)	-۱/۴۲	-۳/۸۳	۲/۴۱	۰/۴۰۴۵
Leverage (%)	۲۶/۵۶	۲۵/۸۴	۰/۷۲	۰/۶۳۹۳
Propensity score (%)	۱۱/۵۱	۹/۱۷	۲/۳۴	***۰/۰۰۰
Lsh1 (%)	۱۸/۳۴	۲۲/۶۵	-۴/۳۱	**۰/۰۱۱۸
Lsh2 (%)	۸/۲۸	۸/۰۲	۰/۲۶	۰/۶۸۵۰
Nolsh2 (%)	۱۸/۰۳	۱۸/۵۸	-۰/۵۵	۰/۸۸۹۱
Lsh2/ Lsh1	-۰/۵۲	۰/۴۹	۰/۰۳	۰/۴۷۰۸
indiv1 (%)	۱۳/۶۶	۱۲/۵۷	۱/۰۹	۰/۷۲۴۷
indiv2 (%)	۶/۵۶	۵/۴۶	۱/۰۹	۰/۶۵۶۰
Lsh23 (%)	۱۲/۹۰	۱۲/۶۷	۰/۲۳	۰/۸۲۶۷
Lsh23/ Lsh1	-۰/۸۳	۰/۷۷	۰/۰۶	۰/۳۹۵۱

۰/۱۱۹۴	-۴/۰۷	۳۹/۶۷	۳۵/۶۰	<i>Blocks (%)</i>
۰/۳۹۹۵	۰/۱۱	۲/۰۱	۲/۱۲	<i>Blocks/Lsh1</i>
گروه دوم: میانه تفاوت های مشاهده شده				
***۰/۰۰۱۸	۰/۱۱	۲۰/۴۰	۲۰/۵۰	<i>Size</i>
۱/۰۰۰۰	-۰/۱۶	۳/۳۵	۳/۱۹	<i>ROA (%)</i>
۱/۰۰۰۰	۰/۳۵	۲۶/۰۹	۲۶/۴۳	<i>Leverage (%)</i>
***۰/۰۰۴۸	۰/۴۴	۷/۸۶	۸/۳۰	<i>Propensity score (%)</i>
۰/۱۰۳۶	-۱/۱۰	۱۴/۹۶	۱۳/۸۶	<i>Lsh1 (%)</i>
۰/۸۷۹۹	-۰/۳۲	۷/۷۴	۷/۴۲	<i>Lsh2 (%)</i>
۰/۸۸۸۶	.	.	.	<i>Nolsh2 (%)</i>
۰/۸۷۹۹	.	۰/۵۷	-۰/۵۷	<i>Lsh2/ Lsh1</i>
۰/۷۳۳۷	.	.	.	<i>indiv1 (%)</i>
۰/۶۵۴۷	.	.	.	<i>indiv2 (%)</i>
۰/۸۶۰۶	۰/۶۴	۱۲/۴۲	۱۳/۰۶	<i>Lsh23 (%)</i>
۰/۴۱۸۱	۰/۱۳	۰/۷۳	۰/۸۶	<i>Lsh23/ Lsh1</i>
۰/۳۰۰۷	-۱/۷۵	۳۳/۶۵	۳۱/۹۰	<i>Blocks (%)</i>
۰/۶۵۰۳	۰/۱۲	۱/۸۲	۱/۹۴	<i>Blocks/Lsh1</i>

مقایسه مکانیسم های نظام راهبری شرکتی نشان می دهد بزرگترین سهامداران بلوکی بطور با اهمیت بخشی بزرگتری از سهام شرکت هایی را در اختیار دارند که عملیات واگذاری دارایی ها توسط آنها انجام نشده است (۲۲,۵۶٪ در برابر ۱۸,۳۴٪ در شرکت های واگذار کننده). سایر متغیرهای نظام راهبری شرکتی در ظاهر نزدیک به یکدیگر هستند. بطور خاص، سهامدار بلوکی ثانویه تقریباً ۸٪ سهام سرمایه را در هر دوی شرکت های واگذار کننده و نیز شرکت هایی که عملیات واگذاری در آنها انجام نشده، تحت تملک دارند. یک سهامدار بلوکی ثانویه همچنین بطور تقریبی در ۸۲٪ (۱۸٪) موارد وجود دارد (ندارد). این درصد مالکیت تقریباً نیمی از درصد مالکیت سرمایه سهامدار اصلی شرکت است. یک شخص (یا یک فامیل) نیز تقریباً در ۱۳٪ موارد سهامدار اصلی شرکت ها بوده است. مقایسه میانه اطلاعات در گروه دوم نتایج مربوط به میانه تفاوت های مشاهده شده را تایید می کند. شرکت های تطبیق داده شده بطور مشخص کوچکتر از بقیه شرکت ها هستند و گرایش کمتر نسبت به واگذاری دارایی ها دارند. از طرف دیگر، تمام متغیرهای مالکیت نشان دهنده میانگین ارزش ها است که تقریباً جداسازی آنها از یکدیگر غیرممکن است.

رگرسیون لجستیک

در اغلب موارد اقتصاددانان فرض می کنند که متغیر وابسته، مجموعه ای از مقادیر پیوسته می باشد. لیکن موارد متعددی وجود دارد که رفتار تصمیم گیرنده در قالب یک مجموعه محدود خلاصه می شود. مدل هایی که برای چنین اهدافی استفاده می شوند، مدل های با متغیرهای وابسته کیفی نامیده می شوند (جاج و همکاران؛ ۱۹۸۸). با توجه به پیوسته نبودن مقادیر متغیر وابسته در این مدل ها، به این گروه از مدل های اقتصادسنجی، مدل های رگرسیون گسسته اطلاق می شود (مادالا؛ ۱۹۹۱). ساده ترین این مدل ها مدل هایی هستند که در آنها متغیر وابسته دو گانه (مجازی) می باشند. مدل رگرسیونی مرتبط با این گونه مسائل یک متغیر کیفی دوتایی است که مقادیر صفر و یک به خود می گیرد. از جمله این مدل ها می توان مدل احتمال خطی، مدل لاجیت و مدل پروبیت را نام برد (کهنسال و همکاران، ۱۳۸۸). آسانترین و گسترده ترین مدل انتخاب

1. Judge et al

2. Maddala

گسسته، مدل لاجیت است (گجراتی، ۱۳۸۵). در مدل رگرسیون لاجیت به جای حداقل کردن مجذور خطاها (که در رگرسیون معمولی صورت می گیرد) احتمالی که یک واقعه رخ می دهد، حداکثر می شود. عمومیت داشتن این مدل به این دلیل است که فرمول های مورد استفاده برای محاسبه احتمال انتخاب هر گزینه دارای یک فرم بسته بوده و به سادگی قابل تفسیر هستند (باقرزاده، ۱۳۸۹). در این مطالعه برای بررسی تأثیر متغیرهای توضیحی نظام راهبری شرکتی با توجه به دوگانه بودن واگذاری دارایی ها، مدل لاجیت به کار گرفته شد. الگوی لاجیت برای بررسی تأثیر متغیرهای توضیحی بر متغیر وابسته به صورت رابطه (۱) نشان داده می شود:

رابطه (۱)

$$Z_i^* = \alpha + \beta X_i + u_i$$

که در آن Z_i^* متغیر وابسته و X_i برداری از مکانیسم های راهبری شرکتی و کنترلی شرکت نام است. α و β پارامترهای الگو و u_i نیز جزء خطای الگو است. اگر متغیر دیگری به نام Z_i تعریف شود که از مقادیر صفر و یک تشکیل شده باشد، چنانچه $Z_i^* > 0$ متغیر Z_i دارای مقدار یک و در غیر این صورت دارای مقدار صفر می باشد. بنابراین، در این مطالعه متغیر وابسته مدل، یک متغیر صفر و یک تعریف می شود که شامل $Z_i = 1$ و $Z_i = 0$ برای متغیر وابسته مورد مطالعه است. در الگوی لاجیت مورد مطالعه، احتمال به صورت رابطه (۲) تعریف می شود:

رابطه (۲)

$$P_i = F(Z_i) = F(\alpha + \beta X_i) = \frac{1}{1 + e^{-Z_i}} = \frac{1}{1 + e^{-(\alpha + \beta X_i)}}$$

در مدل بالا e پایه لگاریتم طبیعی و P_i به طور غیر خطی به Z_i مربوط است. در مورد تخمین این مدل باید گفت P_i نه تنها بر حسب X بلکه بر حسب β ها هم غیرخطی است و روش معمول OLS برای تخمین پارامترهای مدل مذکور مناسب نیست. بر این اساس مدل فوق با استفاده از روش حداکثر درستنمایی تخمین زده می شود (گجراتی، ۱۳۷۲). اگر P_i احتمال باشد $1 - P_i$ احتمال عدم خواهد بود، با تقسیم احتمال آیین شرکت به احتمال عدم آن به شرح رابطه (۳) خواهد بود:

رابطه (۳)

$$\frac{P_i}{1 - P_i} = \frac{1 + e^{Z_i}}{1 + e^{-Z_i}} = e^{Z_i}$$

رابطه بالا نشانگر نسبت احتمال به احتمال عدم است. با گرفتن لگاریتم طبیعی از طرفین، رابطه (۴) بدست می آید:

رابطه (۴)

$$L_i = \ln \left(\frac{P_i}{1 - P_i} \right) = \alpha + \beta X_i$$

که L لگاریتم آن می باشد و بر حسب X و پارامترها خطی است. استدلال پشتوانه استفاده از مدل لجستیک در تجزیه و تحلیل این پژوهش، به کارگیری روش همسان سازی بر اساس نمره گرایش است. علاوه بر این، سهامداران در تصمیم هایی با دو انتخاب روبرو هستند، واگذاری دارایی ها یا عدم واگذاری دارایی ها. با توجه به اینکه در این پژوهش از رگرسیون لجستیک جهت بررسی آزمون فرضیه ها استفاده شده است، به مثابه

آن از آزمون LR، به منظور بررسی معناداری کل مدل رگرسیونی، از آزمون Log Likelihood جهت برازش نیکویی مدل و از آزمون Z برای بررسی معنادار بودن ضرایب حاصل از برآورد مدل رگرسیونی استفاده شده است. در نهایت با توجه به حجم وسیع داده‌ها، برای انتقال آن‌ها به نرم افزار اقتصادسنجی از محیط اطلاعاتی Excel 10، بررسی نمره گرایش، نرم افزار Oxmetrics 6 و برآورد یافته‌های توصیفی و استنباطی نرم افزار Stata12 و Eviews8 استفاده شده است. در ادامه به بررسی متغیرهای پژوهش و نحوه سنجش آن‌ها پرداخته می‌شود.

متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

واگذاری دارایی‌ها (Divest): متغیر وابسته پژوهش حاضر واگذاری دارایی‌ها می‌باشد. این متغیر یک متغیر دوگانه می‌باشد و نحوه سنجش آن بدین صورت است که در صورتی که شرکت در سال مورد نظر فعالیت واگذاری داشته باشد، ارزش یک خواهد داشت و در غیر این صورت مقدار آن صفر خواهد بود. نحوه ارزیابی شرکت‌های واگذار شده بدین صورت است که، اگر واگذاری توسط شرکت انجام شود، ارزش یک و در غیر این صورت صفر است (نگئیوان و همکاران، ۲۰۱۳). به منظور تعیین شرکت‌های واگذار شده از شرکت‌های واگذار نشده، رابطه (۲) برازش می‌شود. به این صورت که بعد از برازش مدل چنانچه نمره گرایش به دست آمده بالاتر از حد استاندارد روش همسان سازی باشد (بیشتر از ۰/۵)، حاکی از واگذاری در شرکت است و همچنین نمایی از احتمال واگذاری در آینده توسط شرکت است و اگر نمره گرایش حاصل شده پایین‌تر از استاندارد باشد (کمتر از ۰/۵)، گویای عدم واگذاری در شرکت خواهد بود. بنابراین هر چقدر نمره گرایش به عدد یک نزدیک‌تر باشد، احتمال واگذاری در شرکت و حتی تحقق آن در آینده بیشتر است (جانانی و همکاران، ۱۳۸۹).

متغیرهای توضیحی

متغیرهای توضیحی در این پژوهش عبارتند از متغیرهای مستقل و کنترلی که درصد مالکیت بزرگترین سهامدار، درصد مالکیت سایر سهامداران بلوکی و توانایی دومین سهامدار بلوکی بزرگ برای رقابت بر سر تاثیرگذاری سهامدار عمده به عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده و متغیرهای اندازه شرکت، نرخ بازده دارایی‌ها، اهرم مالی و متغیر نوع صنعت به عنوان متغیرهای کنترلی در رابطه نظام راهبری شرکتی و واگذاری دارایی‌ها در نظر گرفته شده است. نحوه سنجش این متغیرها به پیروی از نگئیوان و همکاران (۲۰۱۳) به شرح زیر می‌باشد.

متغیرهای مستقل

درصد مالکیت بزرگترین سهامدار (Lsh1): درصد سهام بزرگترین سهامداران شرکت با استفاده از مالکیت اولین سهامدار عمده در شرکت سنجیده شده است. این سهامداران حداقل ۵٪ سهام شرکت را تحت تملک خود دارند. پس به دنبال مطالعات قبلی انجام شده، در این پژوهش جهت سنجش درصد مالکیت سهامداران عمده از آستانه ۵٪ برای این نوع مالکان استفاده شده است.

درصد مالکیت دومین سهامداران بلوکی (Lsh2): درصد مالکیت دومین سهامداران از مالکیت سایر سهامداران بلوکی با استفاده از مالکیت دومین سهامداران بزرگ در شرکت سنجیده شده است. این سهامداران بیش از ۵٪ سرمایه شرکت را در اختیار خود دارند. پس به دنبال مطالعات قبلی انجام شده، در این پژوهش جهت سنجش درصد مالکیت سایر سهامداران بلوکی از آستانه ۵٪ سرمایه برای این کار استفاده شده است.

درصد مالکیت سومین سهامداران بلوکی (Lsh3): درصد مالکیت سومین سهامداران از مالکیت سایر سهامداران بلوکی با استفاد از مالکیت سومین سهامداران بزرگ در شرکت سنجدیده شده است. این سهامداران حداکثر ۱۰٪ سرمایه شرکت را در اختیار خود دارند. پس به دنبال مطالعات قبلی انجام شده، در این پژوهش جهت سنجش درصد مالکیت سایر سهامداران بلوکی از آستانه ۱۰٪ برای این نوع مالکان استفاده شده است.

رقابت مالکان با ۱۰٪ سرمایه در کاهش واگذاری دارایی (Hi-contest): این متغیر توانایی دومین سهامدار بلوکی بزرگ برای رقابت بر سر تاثیرگذاری سهامدار عمده برای کاهش واگذاری دارایی ها را نشان می دهد. در واقع برخلاف متغیرهای درصد مالکیت بزرگترین سهامدار و درصد مالکیت سایر سهامداران بلوکی، توانایی دومین سهامدار بلوکی بزرگ برای رقابت بر سر تاثیرگذاری سهامدار عمده یک متغیر مجازی می باشد. به عبارتی متغیر Hi-contest در مدل رگرسیونی یک متغیر مصنوعی است که توانایی دومین سهامدار بلوکی بزرگ برای رقابت بر سر تاثیرگذاری سهامدار عمده را مورد بررسی قرار می دهد. برای اندازه گیری این توانایی، در این مطالعه از نسبت مالکیت دومین سهامدار بزرگ تقسیم بر درصد مالکیت سهامدار اصلی استفاده شده و نمونه مطالعه بر اساس میانه توزیع طبقه بندی شده است. بطور مکرر، در این مطالعه به سطح حداقل مالکیت دومین سهامدار اشاره شده است. مبتنی بر پژوهش نگنویان و همکاران (۲۰۱۳) و به پیروی از مطالعات قبلی، از آستانه ۱۰٪ برای این کار استفاده شده است.

رقابت مالکان با ۱۵٪ سرمایه در کاهش واگذاری دارایی (Lo-contest): این متغیر توانایی دومین سهامدار بلوکی بزرگ را با حساسیت بیشتر از ۱۰٪ برای رقابت بر سر تاثیرگذاری سهامدار عمده برای کاهش واگذاری دارایی ها را نشان می دهد. در واقع پژوهش حاضر جهت تحلیل حساسیت نتایج در راستای توانایی کاهش تمایل شرکت ها به عملیات واگذاری دارایی ها از یک آستانه بالاتر از ۱۰٪ تحت عنوان آستانه ۱۵٪ استفاده شده است. بطور ضمنی این انتخاب نشان می دهد مالکان ۱۵٪ سرمایه می توانند به سهامداران دوم قدرت کافی را برای رقابت بیشتر با سهامدار اصلی بدهد و این موضوع منجر به نظارت بهتر بر عملکرد شرکت می شود.

توانایی مالکان خانوادگی با ۲۰٪ سرمایه در کاهش واگذاری دارایی (indiv1): مطالعه حاضر در کنار دیگر مکانیسم های راهبری شرکتی، از مالکیت خانوادگی سهامداران بلوکی استفاده می شود. جهت سنجش سهامداران خانوادگی از اعضای یک خانواده که حداقل ۲۰٪ سهام یک شرکت را در اختیار داشته باشند استفاده می شود.

توانایی مالکان خانوادگی (هم فامیل- نام خانوادگی) در کاهش واگذاری دارایی (indiv2): در کنار توانایی سهامداران خانوادگی با حداقل ۲۰٪ سهام یک شرکت، جهت بررسی حساس تر نقش مالکان فامیلی از معیار حداقلی مالکان هم فامیل استفاده می گردد. بدین صورت که چنانچه حداقل یکی از اعضای خانواده عضو هیئت مدیره باشند، نقش قوی تری در کاهش واگذاری های دارایی ها دار.

مالکیت کل سهامداران (Blocks): مالکیت کل سهامداران شرکت که از مجموع درصد کل سهامداران بدست می آید.

متغیرهای کنترلی

متغیرهای بیشماری بر ارتباط بین نظام راهبری شرکتی و واگذاری دارایی ها نقش دارند، ولی نگنویان و همکاران (۲۰۱۳) بیان دارند، اندازه شرکت، اهرم مالی، بازده دارایی ها و نوع صنعت بر رابطه نظام راهبری شرکتی و واگذاری دارایی ها بیشترین اثر را دارد. لذا این پژوهش با انتخاب این متغیرها به عنوان متغیرهای تعدیلگر بر رابطه بین نظام راهبری شرکتی و واگذاری دارایی ها به بررسی آن ها پرداخته و نحوه سنجش هر کدام به شرح زیر ارائه شده است.

اندازه شرکت (Size): اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی جمع دارایی های شرکت در ابتدای دوره مالی بدست می آید.

نرخ بازده دارایی‌ها (ROA) : نرخ بازده دارایی‌ها از بازده عملیاتی حاصل از استفاده دارایی‌ها در سال گذشته بدست می‌آید. به عبارتی جهت محاسبه نرخ بازده دارایی‌ها از نسبت سودخالص به جمع دارایی‌ها بدست می‌آید. اهرم مالی (Leverage) : اهرم مالی از نسبت جمع بدهی‌ها به جمع دارایی‌ها در ابتدای دوره مالی بدست می‌آید. متغیر صنعت (Industry) : متغیر صنعت که بر اساس طبقه‌بندی صنایع در بازار بورس تهیه شده است.

الگوی مورد بررسی و فرضیه های پژوهش

الگوهای پژوهشی بر اساس امتیاز گرایشی می باشد؛ در واقع با استفاده از ۱۸۳ مورد مشاهده برای شرکت-سال، تاثیر سایر بلوک دارندگان سهام بر واگذاری دارایی‌ها با استفاده از مدل های رگرسیون لجستیک زیر ارزیابی می شود. فرضیه اول و مدل آزمون

مدل اول توانایی مکانیسم های راهبری شرکتی را به صورت تطبیقی در راستای کاهش واگذاری دارایی‌ها با یکدیگر مقایسه می کند. در واقع پیش بینی می شود که مالکیت بزرگترین سهامدار اثر منفی بر واگذاری دارایی‌ها داشته باشد. به عبارتی وجود بزرگترین سهامداران در شرکت در مقایسه با دیگر سهامداران منجر به گرایش کمتر در زمینه کنارگذاری دارایی‌ها می شود. الگوی بررسی ارتباط مالکیت بیشتر شرکت توسط سهامداران عمده با واگذاری کمتر دارایی‌ها به شرح رابطه (۳) می باشد و طرح فرضیه این مدل از قرار زیر می باشد:

فرضیه ۱: سهامداران عمده توانایی بیشتری در کاهش واگذاری دارایی‌ها در مقایسه با دیگر مکانیسم های راهبری شرکتی دارند.

رابطه (۳)

$$Divest = \beta_1 Size + \beta_2 ROA + \beta_3 Leverage + \beta_4 Lsh1 + \gamma' Industry + \varepsilon$$

که متغیر جدید در رابطه فوق:

Lsh1 : درصد مالکیت بزرگترین سهامدار

مبنای تصمیم گیری برای تایید یا رد فرضیه اول، بدین صورت می باشد که، نخست رابطه (۳) برازش می شود. سپس ضریب β_4 در رابطه (۳) تفسیر می شود. پس از آن متغیر Lsh2 وارد رابطه (۳) شده و سپس برازش می شود. پس از آن ضریب این متغیر تفسیر می گردد. سپس ضریب این دو متغیر با یکدیگر مقایسه می گردد. همچنین با توجه به اینکه هدف فرض اول مقایسه سایر مکانیسم های راهبری شرکتی می باشد، در سومین برازش متغیر Lsh3 وارد رابطه (۳) شده و سپس برازش می شود. تفسیر ضرایب Lsh1، Lsh2 و Lsh3 به فرضیه اول پاسخ می دهد.

فرضیه دوم و مدل آزمون

فرضیه دوم پژوهش رقابت قدرت نسبی سایر سهامداران را بر واگذاری دارایی‌ها بررسی می نماید و انتظار می رود بطور خاص در حالت وجود سهامدار عمده، با فعالیت کمتر در حوزه واگذاری دارایی‌ها روبرو باشد. بنابراین، در مطالعه حاضر انتظار می رود وجود سایر سهامداران بلوکی با اهمیت و مالکیت آنها بتواند منجر به افزایش فعالیت‌های واگذاری شرکت شود. پس انتظار می رود که قدرت نسبی سهامداران عمده برای رقابت بر سر تاثیر گذاری سهامداران عمده در مقایسه با دیگر مکانیسم های راهبری شرکتی، توانایی بیشتری در کاهش واگذاری دارایی‌ها داشته باشند. الگوی بررسی رقابت سهامداران بر سر کاهش واگذاری دارایی‌ها به شرح رابطه (۴) می باشد و طرح فرضیه این مدل از قرار زیر می باشد:

فرضیه ۲: سهامداران عمده توانایی و قدرت رقابت بیشتری برای کاهش واگذاری دارایی ها در مقایسه با دیگر مکانیسم های راهبری شرکتی دارند.

رابطه (۴)

$$Divest = \beta_1 Size + \beta_2 ROA + \beta_3 Leverage + \beta_4 Lsh1 + \beta_5 Hicontest * Lsh1 + \beta_6 Hicontest + \gamma' Industry + \varepsilon$$

که متغیر جدید در رابطه فوق:

Hi-contest : رقابت سهامدار بلوکی با ۱۰٪ سرمایه

مبنای تصمیم گیری برای تایید یا رد فرضیه دوم، بدین صورت می باشد که، رابطه (۴) در سطوح متفاوت سهامداران بلوکی با درصد سهام های متفاوت برازش می شود، تا مشخص شود که شدت رقابت بین سهامداران به صورت کامل شود. این رابطه طی مراحل متفاوت برازش شده و متغیر Lo-contest طی دفعات با درصد های متفاوت مالکان وارد مدل می شود و به صورت تعاملی با دیگر متغیرهای جوابگوی فرضیه دوم می باشد.

فرضیه سوم و مدل آزمون

در بررسی فرضیه سوم اثر مالکان خانوادگی در کاهش واگذاری دارایی ها بررسی می شود. انتظار می رود که تمرکز مالکیت بلوک دارندگان سهام، با فعالیت بیشتر واگذاری دارایی ها ارتباط داشته باشد ولی مالکان خانوادگی تاثیر منفی بر تصمیم های واگذاری امکان پذیر باشد. الگوی بررسی مالکان خانوادگی بر سر کاهش واگذاری دارایی ها به شرح رابطه (۵) می باشد و طرح فرضیه این مدل از قرار زیر می باشد:

فرضیه ۳: وجود مالکان خانوادگی در شرکت، قدرت سهامداران عمده برای کاهش واگذاری دارایی ها را تقویت می کنند.

رابطه (۵)

$$Divest = \beta_1 Size + \beta_2 ROA + \beta_3 Leverage + \beta_4 Lsh1 + \beta_5 indiv * Lsh1 + \beta_6 indiv + \gamma' Industry + \varepsilon$$

که متغیر جدید در رابطه فوق:

Indiv1 : مالکان خانوادگی با ۲۰٪ سهام شرکت

مبنای تصمیم گیری برای تایید یا رد فرضیه سوم، بدین صورت می باشد که، رابطه (۵) در سطوح متفاوت خانوادگی برازش می شود. سپس متغیر indiv1 وارد رابطه (۵) شده و ضرایب مرتبط با سهامداران فامیلی در شرکت با یکدیگر مقایسه می گردد.

یافته های پژوهش

آمار توصیفی

نگاره (۲) خلاصه نتایج آماری نمونه شرکت های واگذار کننده دارایی و شرکت هایی که عملیات واگذاری دارایی در آنها انجام نشده است را با استفاده از مدل پیش بینی امتیاز گرایشی تشریح شده در رابطه (۱) نشان می دهد.

نگاره (۲): نتایج آمار توصیفی

متغیرها	میانگین	انحراف معیار	چارک اول	چارک دوم	چارک سوم
گروه اول: شرکت های واگذار کننده دارایی (مشاهدات: ۱۸۳)					
Size	۲۰/۳۶	۱/۹۹	۱۸/۹۸	۲۰/۵۰	۲۱/۷۲
ROA (%)	-۱/۴۲۲	۲۳/۳۵	-۲/۰۹	۳/۱۹	۶/۰۵
Leverage (%)	۲۶/۵۶	۱۷/۷۲	۱۵/۲۲	۲۶/۴۳	۳۵/۴۳
Lsh1 (%)	۱۸/۳۴	۱۲/۹۸	۹/۵۷	۱۳/۸۶	۲۳/۰۸
Lsh2 (%)	۸/۲۸	۶/۵۳	۵/۱۵	۷/۴۲	۱۰/۷۱
Nolsh2 (%)	۱۸/۰۳	۳۸/۵۵	۰	۰	۰
Lsh2/ Lsh1	-/۵۲	-/۳۴	۰/۲۵	-/۵۷	-/۸۲
indiv1 (%)	۱۳/۶۶	۳۴/۴۴	۰	۰	۰
indiv2 (%)	۶/۵۶	۲۴/۸۲	۰	۰	۰
Lsh23 (%)	۱۲/۹۰	۱۰/۰۰	۵/۷۴	۱۳/۰۶	۱۷/۴۴
Lsh23/ Lsh1	-/۸۳	-/۶۰	۰/۲۶	-/۸۶	۱/۳۳
Blocks (%)	۳۵/۶۰	۲۲/۰۶	۱۹/۷۴	۳۱/۹۰	۴۷/۶۱
گروه دوم: سایر شرکت ها (مشاهدات: ۵۰۷۲)					
Size	۱۷/۸۸	۲/۰۴	۱۶/۶۱	۱۷/۷۱	۱۹/۱۶
ROA (%)	-۶/۶۶	۲۴/۵۴	-۱۵/۰۷	-/۶۱	۷/۱۷
Leverage (%)	۱۴/۸۰	۱۷/۲۵	۰/۰۰	۸/۳۴	۲۵/۸۴
Lsh1 (%)	۲۳/۹۴	۱۸/۲۰	۱۰/۹۶	۱۷/۶۴	۳۰/۷۵
Lsh2 (%)	۹/۶۴	۸/۴۰	۵/۶۰	۸/۶۰	۱۲/۳۶
Nolsh2 (%)	۱۷/۶۱	۳۸/۰۹	۰	۰	۰
Lsh2/ Lsh1	-/۵۱	-/۳۴	۰/۲۰	-/۵۵	-/۸۲
indiv1 (%)	۱۸/۹۱	۳۹/۱۶	۰	۰	۰
indiv2 (%)	۱۶/۶۴	۳۷/۲۵	۰	۰	۰
Lsh23 (%)	۱۴/۴۳	۱۳/۳۸	۵/۹۹	۱۳/۵۰	۱۹/۷۷
Lsh23/ Lsh1	-/۷۸	-/۵۸	۰/۲۷	-/۷۷	۱/۲۶
Blocks (%)	۴۲/۴۸	۲۸/۳۸	۲۲/۷۶	۳۸/۲۷	۵۷/۶۷

در نگاه اول، شرکت های واگذار کننده در ظاهر بطور با اهمیت بیشتر از شرکت هایی هستند که در آنها عملیات واگذاری انجام نشده است. ولی در حقیقت، میانگین لگاریتم جمع دارایی های این شرکت ها تقریباً برابر ۷۰۰ میلیون دارایی در مقایسه با فقط ۵۸ میلیون دارایی برای شرکت هایی است که عملیات واگذاری توسط آنها انجام نشده است. میانگین عملکرد عملیاتی معمولاً برای هر دو گروه شرکت ها پایین می باشد. به هر حال، به نظر می رسد این عملکرد برای شرکت هایی که عملیات واگذاری انجام ندادند کمتر است و این موضوع نقطه مقابل انتظاراتی است که طبق آنها واگذاری دارایی ها ناشی از عملکرد ضعیف می باشد. این موضوع احتمالاً به خاطر قابلیت سودآوری کمتر شرکت های کوچک در بورس تهران می باشد. از طرف دیگر، به نظر می رسد اهرم مالی برای گروه شرکت های واگذار کننده (میانگین ۱۴,۸٪) از دیگر نتایج آماره توصیفی نشان می دهند سهامدار عمده بطور تقریبی ۱۸,۳٪ سهام سرمایه شرکت را در مقایسه با تقریباً ۸,۲۸٪ درصد مالکیت دومین سهامدار بزرگ در اختیار دارند. اختلاف بین شرکت های واگذار کننده و شرکت هایی که در آنها عملیات واگذاری انجام نشده در این حالت کم می باشد و این

اختلاف می‌تواند به اندازه کوچکتر شرکت‌هایی مربوط باشد که عملیات واگذاری در آنها انجام نشده است. همچنین به نظر می‌رسد شرکت‌های کوچکتر گرایش به ساختارهای مالکیت متمرکزتر دارند. در واقع، مالکیت انباشته تمام سهامداران بلوکی بطور تقریبی برابر با ۴۲,۴۸٪ در برابر ۳۵,۶۰٪ مالکیت برای شرکت‌های بزرگتری است که عملیات واگذاری در آنها انجام شده است. با این وجود نسبت مالکیت سرمایه دومین سهامدار بزرگ نسبت به اولین سهامدار عمده شرکت بطور تقریبی برای هر دو گروه برابر با ۵۰٪ است. یک تفاوت مهم‌تر در این رابطه این است که سهامدار بلوکی اصلی به احتمال بیشتر اشخاصی هستند که سهام سرمایه شرکت‌هایی را در اختیار دارند که در آنها عملیات واگذاری انجام نشده است و این موضوع به خاطر اندازه کوچکتر این شرکت‌ها می‌باشد.

آمار استنباطی

بررسی فرضیه اول پژوهش

با استفاده از مدل‌های تطبیق داده شده به شرح نگاره (۳)، در این مطالعه تاثیر نظام راهبری شرکتی بر تصمیم‌های واگذاری دارایی‌ها مورد بررسی قرار گرفته است. نگاره (۳) نتایج حاصل از مدل رگرسیون منطقی تشریح شده در رابطه (۳) را نشان می‌دهد.

نگاره (۳): نتایج اثر گذاری نظام راهبری بر تصمیم‌های واگذاری دارایی

متغیرها	مدل اول	مدل دوم	مدل سوم	مدل چهارم
<i>Size</i>	۰/۱۱۷۱ (۱/۶۴)	۰/۹۳۲ (۱/۲۹)	۰/۱۰۸۱ (۱/۴۶)	۰/۱۱۱۷ (۱/۵۱)
<i>Leverage</i>	۰/۱۰۵۵ (۰/۱۶)	۰/۳۱۴۲ (۰/۴۵)	۰/۳۳۹۶ (۰/۴۹)	۰/۴۰۹۷ (۰/۵۹)
<i>ROA</i>	۰/۰۴۸۲ (۰/۱۲)	۰/۰۳۹۷ (۰/۱۰)	-۰/۰۳۹۹ (-۰/۱۰)	-۰/۰۲۳۹ (-۰/۰۶)
<i>Lsh1</i>		**۰/۰۱۹۰ (-۲/۵۸)	***۰/۰۲۰۸ (-۰/۷۲)	***۰/۰۲۱۵ (-۲/۸۲)
<i>Lsh2</i>			۰/۰۲۱۴ (۱/۲۰)	۰/۰۳۴۹ (۱/۵۰)
<i>Lsh3</i>				-۰/۰۰۹۲ (-۱/۰۰)
<i>Log likelihood</i>	۰/۰۰۷۳	۰/۰۲۰۴	۰/۰۲۳۲	۰/۰۲۴۸
جمع مشاهدات	۳۶۶	۳۶۶	۳۶۶	۳۶۶

فرضیه اول پژوهش به دنبال پاسخ به این سوال است که آیا سهامداران عمده توانایی بیشتری در کاهش واگذاری دارایی‌ها در مقایسه با دیگر مکانیسم‌های راهبری شرکتی دارند یا خیر؟ برای بررسی فرضیه اول پژوهش هدف نبود رابطه معنی دار بین سهامداران عمده در مقایسه با دیگر مکانیسم‌های راهبری برای کاهش واگذاری دارایی‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان فرضیه صفر انتخاب و وجود آن (عکس فرضیه صفر) به عنوان فرضیه مقابل در نظر گرفته شد. همان‌طور که در نگاره (۳) مشاهده می‌شود، در برازش مدل اول فقط از ویژگی‌های مالی شرکت‌ها برای ارزیابی اثربخشی فرآیند تطبیق استفاده می‌کند. با در نظر گرفتن این متغیرها همراه یکدیگر و آماره Z برای متغیرهای این مدل، می‌توان گفت که هیچکدام از آنها از نظر آماری معنادار نمی‌باشند. آماره Z برای اندازه شرکت (۱/۶۴)، اهرم مالی (۰/۱۶) و بازده دارایی‌ها (۰/۱۲) همگی بیش از سطح خطای ۵٪ می‌باشد. این نتایج نشان می‌دهد تکنیک تطبیق آماری توانایی کافی برای پیدا کردن شرکتی که عملیات واگذاری توسط آن انجام نشده برای هر شرکت واگذار کننده را دارد.

ولی در برازش مدل دوم، درصد مالکیت بزرگترین سهامدار بلوکی ($Lsh1$) در معادله وارد شده است. ویژگی های مالی به این دلیل به مدل وارد شده که توانایی پیش بینی باقیمانده عملیات واگذاری دارایی ها مورد استفاده قرار گیرد. با توجه به معنادار بودن آماره Z برای این متغیر ($-2/58$) و همچنین منفی بودن آن، نتایج حاصل از بررسی ها نشان می دهد، هر چه درصد مالکیت سهامدار عمده بیشتر باشد، احتمال واگذاری دارایی ها در شرکت کمتر است. این رابطه منفی بیان می کند وجود یک تضاد منافع بین سهامدار اصلی و سایر سهامداران به دلیل این حقیقت است که سهامدار اصلی در موقعیتی قرار داد که می تواند در جهت منافع خصوصی خود فعالیت های شرکت را تحت کنترل قرار دهد. در برازش مدل سوم درصد مالکیت دومین سهامدار بزرگ را در تحلیل وارد می کند ($Lsh2$). ضریب این متغیر ($1/20$) در تحلیل آماری مثبت است، اما تاثیرگذاری آن بر تعداد موارد واگذاری در سطح اطمینان ۹۰٪ ضعیف است. از طرف دیگر، تاثیر منفی مربوط به کنترل سهامدار عمده ($-0/72$) هنوز با اهمیت باقیمانده است. در برازش مدل چهارم درصد مالکیت سایر سهامداران بلوکی پس از دومین سهامدار بزرگ را در تحلیل وارد کرده است. نتیجه انجام این کار افزایش ضریب درصد مالکیت دو سهامدار بزرگ شرکت است. با این وجود، نتیجه تحلیل هنوز بدون تغییر باقی می ماند و فقط بزرگترین سهامدار با مقداری برابر با ($-2/82$) در ظاهر دارای تاثیر با اهمیت بر گرایش شرکت به واگذاری دارایی ها است. این موضوع در حالی است که هیچ یک از سایر سهامداران بلوکی به مثابه سهامداران عمده در عمل قدرت تاثیرگذاری با اهمیت بر سیاست تجدید ساختار شرکت را ندارند. در نتیجه فرضیه اول پژوهش تایید و شواهد حاکی از آن است که سهامداران عمده در تمامی حالات برازش، توانایی بیشتری در کاهش واگذاری دارایی ها در مقایسه با دیگر مکانیسم های راهبری شرکتی را دارند. نتیجه فرضیه اول پژوهش با پژوهش نگوئیان و همکاران (۲۰۱۳) همخوانی و مطابقت دارد.

بررسی فرضیه دوم پژوهش

فقط از طریق تاثیرگذاری یکنواخت بر گرایش شرکت به عملیات واگذاری دارایی ها نمی توان اثر دومین سهامدار بزرگ را بر سیاست تجدید ساختار شرکت بررسی نمود. جهت رفع این مشکل از آزمون خنثی سازی تاثیر سهامداران عمده استفاده شده و قدرت دومین سهامدار شرکت برای رقابت بر سر تاثیر سهامدار عمده بر تصمیم گیری ها برآورد شده است. به عبارتی از طرق دیگری دومین سهامدار بزرگ می تواند بر سیاست تجدید ساختار شرکت تاثیر گذاری داشته باشد و یکی از این راه ها خنثی سازی تاثیر سهامدار عمده می باشد و با این فرض که دومین سهامدار قدرت کافی را برای موثر بودن در این رابطه در اختیار داشته باشد. برای آزمون این ایده، فرضیه دوم تبیین شده و در این آزمون از یک متغیر مصنوعی ($Lo-contest$) استفاده شده که نشان دهنده قدرت دومین سهامدار شرکت برای رقابت بر سر تاثیر سهامدار عمده بر تصمیم گیری ها می باشد. این متغیر با درصد مالکیت سهامدار عمده ($Lsh1$) ارتباط متقابل دارد. سپس در تخمینی مجدد توانایی دومین سهامدار بلوکی بزرگ برای رقابت بر سر تاثیرگذاری سهامدار عمده در واگذاری دارایی ها در سطوح مختلف سرمایه برآزش شده و نتایج این دو اجرای با یکدیگر مقایسه می گردد. نتایج حاصل از این تحلیل ها در نگاره (۴) و نگاره (۵) نشان داده شده است.

نگاره (۴): آزمون خنثی سازی اثر سهامداران عمده

متغیر	مدل اول	مدل دوم	مدل سوم	مدل چهارم	مدل پنجم
Size	-۰/۱۱۱۲ (۱/۵۱)	-۰/۱۰۲۹ (۱/۳۹)	-۰/۱۰۵۰ (۱/۴۳)	**۰/۱۷۷۷ (۲/۰۶)	**۰/۱۷۶۲ (۲/۱۱)
Leverage	-۰/۲۶۷۲ (۰/۳۹)	-۰/۴۳۶۵ (۰/۶۳)	-۰/۵۵۵۴ (۰/۸۰)	-۰/۶۵۲۰ (۰/۹۴)	-۰/۵۳۵۲ (۰/۷۴)
ROA	-۰/۱۰۹۸ (۰/۲۸)	-۰/۰۵۷۴ (-۰/۱۵)	-۰/۰۴۸۹ (-۰/۱۳)	-۰/۰۶۹۲ (-۰/۱۶)	-۰/۲۴۲۷ (-۰/۵۹)

-/۰.۱۲۰ (-۰/۷۴)	-/۰.۰۷۸ (-۰/۵۲)	-/۰.۳۱۹ (۱/۰۰)	-/۰.۱۱۰ (-۰/۷۳)	-/۰.۱۵۱ (-۰/۷۵)	<i>Lsh1</i>
		*-/۰.۵۹۹ (-۱/۸۰)	**-/۰.۴۲۱ (-۲/۳۰)	**-/۰.۴۶۰ (-۲,۱۳)	<i>Lo-contest × Lsh1</i>
*-/۰.۸۵۰۵ (۱/۷۲)	*-/۰.۹۸۰۰ (۱/۶۹)	۱/۱۵۶۳ (۱/۱۱)	*-/۰.۸۷۶۶ (۱/۸۳)	**۱/۰.۵۵۷ (۲/۴۸)	<i>Lo-contest</i>
-/۰.۲۸۵ (-۱/۴۳)	-/۰.۰۴۸ (-۰/۴۱)				<i>Lo-contest × lo-pscore × Lsh1</i>
**-/۰.۵۶۳ (-۲/۹۸)	**-/۰.۴۷۹ (-۲/۷۲)				<i>Lo-contest × hi-pscore × Lsh1</i>
-/۰.۳۶۹ (-۰/۱۴)	-/۰.۷۷۹ (-۰/۱۱)				<i>Lo-contest × hi-pscore</i>
-/۰.۲۹۸	-/۰.۴۹۴	-/۰.۳۵۹	-/۰.۳۲۳	-/۰.۳۳۰	<i>Log likelihood</i>
۳۶۶	۳۶۶	۳۶۶	۳۶۶	۳۶۶	جمع مشاهدات

فرضیه دوم پژوهش به دنبال پاسخ به این سوال است که آیا سهامداران عمده توانایی و قدرت رقابت بیشتری برای کاهش واگذاری دارایی‌ها در مقایسه با دیگر مکانیسم‌های راهبری شرکتی دارند یا خیر؟ برای بررسی فرضیه دوم پژوهش هدف نبود رابطه معنی‌دار بین قدرت رقابت سهامداران عمده در مقایسه با دیگر مکانیسم‌های راهبری برای کاهش واگذاری دارایی‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان فرضیه صفر انتخاب و وجود آن (عکس فرضیه صفر) به عنوان فرضیه مقابل در نظر گرفته شد. همان‌طور که در نگاره (۲) مشاهده می‌شود، در برازش مدل یک، قابلیت رقابت با استفاده از نسبت مالکیت دومین سهامدار بزرگ شرکت تقسیم بر درصد مالکیت سهامدار عمده تعریف شده است. بطور اختصار، متغیر *Lo-contest* هنگامی که نسبت $Lsh2/Lsh1$ کمتر از مقدار میانگین نمونه یا زیر سطح میانه باشد، برابر با یک است. همچنین در برازش مدل‌های دوم و سوم، قابلیت رقابت بطور مستقیم بر اساس درصد مالکیت دومین سهامدار بزرگ شرکت تعریف می‌شود. به پیروی از پژوهش‌های پیشین، در این پژوهش از آستانه درصد مالکیت ۱۰٪ استفاده شده، زیرا این درصد مالکیت به سهامدار بلوکی قدرت قانونی کافی برای رقابت با مدیریت یا نقطه نظرات سهامدار عمده را می‌دهد. این آستانه همچنین احتمالاً در شکل‌گیری میزان رای کافی به نفع پیشنهادات جایگزین غیر از پیشنهادات ارائه شده توسط مدیریت اساسی و مناسب است. علاوه بر این، در این مطالعه یک حد بالاتر ۱۵٪ برای ارزیابی حساسیت معیار قابلیت رقابت محاسبه شده برای دومین سهامدار بزرگ نیز مورد استفاده قرار گرفته است. نتایج مندرج در نگاره (۴) نشان می‌دهد که اثر متقابل سهامدار عمده در کاهش رقابت به ترتیب $(-۲,۱۳)$ ، $(-۲/۳۰)$ و $(-۱/۸۰)$ که در سطح اطمینان ۹۵٪ و ۹۹٪ برای مدل‌های سه‌گانه، ضریب منفی و معنادار بوده و ارتباط متقابل عبارت $Lo-contest \times Lsh1$ به روشنی نشان می‌دهد که سهامدار عمده توانایی کاهش تمایل شرکت به عملیات واگذاری دارایی‌ها را در زمانی دارد که دومین سهامدار بزرگ دارای قدرت رقابت کم برای مواجه شدن با تاثیر وی باشد. هنگامی که دومین سهامدار بلوکی قدرت کافی را در اختیار داشته باشد، تاثیر سهامدار عمده خنثی می‌شود، همان‌طور که این موضوع معنادار نبودن ضریب متغیر *Lsh1* در مدل‌های پنج‌گانه، را در تحلیل نتایج به ترتیب $(۰/۷۲)$ ، $(۱/۰۰)$ ، $(۰/۵۲)$ و $(۰/۷۴)$ نشان می‌دهد. به هر حال چه به خاطر درصد مالکیت دومین سهامدار بزرگ نسبت به سهامدار عمده یا به خاطر درصد مطلق سهام سرمایه تحت کنترل وی، به نظر می‌رسد سهامدار عمده تاثیری بر سیاست واگذاری دارایی‌ها در شرکت ندارد. در برازش مدل‌های چهارم و پنجم، تمایل شرکت به واگذاری دارایی‌ها علاوه بر قدرت سهامدار بلوکی دوم مورد بررسی قرار گرفته است. در برازش این دو مدل شرکت‌های دارای امتیاز گرایشی با استفاده از تعدیل *lo-pscore* و *hi-pscore* با درصد مالکیت سهامداران عمده و رقابت نمایش داده شده است. در واقع در این مطالعه برای بررسی این ایده از ارتباط متقابل بین قدرت دومین سهامدار بزرگ و یک

متغیر مصنوعی استفاده شده که نشان دهنده یک امتیاز گرایشی بالا یا پایین سطح میانگین است (به ترتیب در این رابطه از متغیرهای مصنوعی $hi-pscore$ و $lo-pscore$ استفاده شده است). در این بخش ضرایب مربوط به $lo-contest \times lo-$ و $pscore \times Lsh1$ و $hi-contest \times lo-pscore \times Lsh1$ هر دو منفی است که در عمل نشان دهنده اولویت کمتر سهامدار عمده نسبت به واگذاری دارایی‌ها در زمانی است که قدرت دومین سهامدار بزرگ کم است. در این رابطه شرکت‌های دارای امتیاز گرایشی پایین از نظر مالی قوی‌تر هستند. برای این شرکت‌ها تکمیل فرآیند واگذاری دارایی‌ها برای ادامه فعالیت اقتصادی ضروری نیست. به بیان دیگر، این شرکت‌ها را می‌توان با شرکت‌هایی مقایسه کرد که با حجم زیاد جریانات نقدی آزاد مواجه هستند (در مقابل شرکت‌هایی که جریانات نقد آزاد کم دارند و به این واسطه محدودیت‌های مشخصی برای فرآیند تصمیم‌گیری آنها وجود دارد). با توجه به ضریب سهامداران عمده $(-0/41)$ و $(-1/43)$ تاثیر سهامدار عمده بر متوقف کردن تصمیم‌های واگذاری به احتمال کمتر درباره این شرکت‌ها مشاهده می‌شود، زیرا در عمل انتظار واگذاری دارایی‌ها در این شرکت‌ها وجود ندارد. در مقابل، شرکت‌های دارای امتیاز گرایش بالا نیاز ضروری به تجدید ساختار پرتفولی دارایی‌های خود دارند. تاثیر (منفی) سهامدار عمده $(-2/72)$ و $(-2/98)$ در این حالت معنادار است، همانطور که ممکن است دومین سهامدار بزرگ شرکت بر سر این تاثیرگذاری با سهامدار عمده رقابت داشته باشد. به هر حال، تاثیر این تحلیل در زمانی ضعیف است که شرکت‌ها تمایل کمی به واگذاری دارایی‌های خود داشته باشند، اما این تاثیر زمانی قوی است که عملیات شرکت‌ها یک نیاز واضح در ارتباط با واگذاری دارایی‌ها را نشان دهد. تاثیر نظام راهبری در این حالت معنادار است، زیرا این نظام توانایی تاثیرگذاری بر موقعیت رقابتی شرکت را دارد. با کاهش با اهمیت سرعت تجدید ساختار شرکت، سهامدار عمده می‌تواند شرکت را با دارایی‌های اضافی محصور کند و این موضوع منجر به شکل‌گیری هم‌افزایی منفی شود، که باعث کاهش سطح عملکرد شرکت و نیز کاهش توانایی رقابت با رقبای بطور اثربخش می‌شود. مزیت حاصل از وجود یک سهامدار بلوکی با اهمیت دیگر خنثی کردن این تاثیر منفی می‌باشد. در این حالت مدیریت ممکن است تحت نظارت دقیق‌تر قرار گیرد و مجبور به ایجاد ارزش برای تمام سهامداران شود، به جای اینکه بخواهد منابع در اختیار شرکت را فقط در جهت منافع سهامدار عمده هدایت کند. برای تاکید بیشتر بر اهمیت توازن بیشتر قدرت بین سهامداران، در این مطالعه وضعیت سومین سهامدار بزرگ و نیز تمام سهامداران بلوکی دیگر در ارزیابی قدرت رقابتی مورد بررسی قرار گرفته است. اطلاعات مربوط به سایر سهامداران بلوکی در نگاره (۴) نشان می‌دهد این سهامداران قدرت کمی برای تاثیرگذاری با ثبات بر گرایش شرکت نسبت به واگذاری دارایی‌ها دارند. به هر حال، این سهامداران می‌توانند آرای خود را با آرای دومین سهامدار جمع کنند و توازن قدرت را به سمت منافع سهامداران اقلیت تغییر دهند (پاگانو و روتل، ۱۹۹۸). نتیجه حاصل از این کار می‌تواند تمرکز بیشتر بر ایجاد ارزش برای تمام سهامداران باشد و این انتظار وجود دارد که به این ترتیب سوءگیری موجود بر علیه تصمیم‌های واگذاری دارایی‌ها کاهش پیدا کرده یا خنثی شود. ولی با توجه به حساسیت رقابت بین سهامداران، جهت پاسخ گوئی دقیق به فرضیه دوم، در تحلیل نتایج حساسیت بیشتری وارد شد و این قدرت به سهامداران بلوکی داده شده که هنگامی که اولین سهامداران و دومین سهامداران سهم هر دوی آن‌ها از سرمایه ای بیش از ۱۰٪ سهام شرکت و یا بیش از ۲۰٪ سهام شرکت برخوردار باشند، توانایی کاهش واگذاری دارایی‌ها را بیش از اولین سهامداران و دومین سهامداران بصورت تنهایی دارند. در ادامه به تخمین و تحلیل نتایج پرداخته شده است.

نگاره (۵): بررسی قابلیت رقابت توانایی دومین سهامدار بلوکی بزرگ

متغیرها	$Lsh2+Lsh3 > 10\%$	$Lsh2+Lsh3 > 20\%$	$Lsh2+Lsh3 > Lsh1$	$Blocks-1 > Lsh1$
مدل اول	مدل دوم	مدل سوم	مدل چهارم	
Size	-0/1032 (1/39)	-0/0948 (1/29)	-0/1014 (1/39)	-0/1045 (1/42)
Leverage	-0/3146 (0/46)	-0/4072 (0/58)	-0/3299 (0/48)	-0/3021 (0/44)

0/0427 (0/11)	0/0807 (0/20)	0/0154 (0/04)	-0/0105 (-0/03)	ROA
0/0082 (0/40)	0/0095 (0/42)	0/0002 (0/01)	-0/0103 (-0/0103)	Hi-contest × Lsh1
***-0/0228 (-2/67)	***-0/0242 (-2/85)	***-0/0236 (-2/75)	** -0/0237 (-2/56)	Lo-contest × Lsh1
0/4967 (1/17)	0/6378 (1/47)	0/5780 (1/02)	0/1372 (0/34)	Lo-contest
0/0244	0/0250	0/0234	0/0237	Log likelihood
366	366	366	366	جمع مشاهدات

در برازش مدل اول و دوم، سهام سرمایه تحت تملک دومین و سومین سهامدار بزرگ شرکت، با یکدیگر جمع شده و با توجه به آستانه ۱۰٪ (یا ۲۰٪) مورد بررسی قرار گرفته است. در این رابطه متغیر *Lo-contest* زمانی برابر با یک است که $Lsh2 + Lsh3 < 10\%$ (یا $Lsh2 + Lsh3 < 20\%$) باشد. آستانه ۱۰٪ نشان‌دهنده یک تعریف ضعیف از قابلیت رقابت است. در واقع، دو سهامدار بزرگ بعدی شرکت مطابق این تعریف زمانی دارای قدرت کافی هستند که فقط ۱۰٪ سهام سرمایه شرکت بین آنها تقسیم شده باشد.

مدل اول نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده برای $Hi-contest \times Lsh1$ معنادار نیست، در حالیکه ضریب $Lo-contest \times Lsh1$ منفی بوده و در سطح ۵٪ از نظر آماری معنادار است. *Lo-contest* برابر است با ۱ منهای *Hi-contest*. این نتایج در حقیقت فرضیه‌ای را که بر اساس آن سهامدار عمده به احتمال زیاد از قدرت رقابت ضعیف سهامدار بلوکی برای تحمیل اولویت‌ها و علایق خود بر سیاست کاری شرکت منتفع می‌شود را تایید می‌کند. مدل دوم نشان می‌دهد تاثیر سهامدار عمده زمانی بطور کامل خنثی می‌شود که سهم سرمایه تحت کنترل مشترک دو سهامدار بلوکی بزرگ بعدی بیشتر از ۲۰٪ باشد. این موضوع در حالی است که تاثیر منفی سهامدار عمده در غیر این صورت از نظر آماری قوی می‌باشد. در مدل سوم، مالکیت دو سهامدار بلوکی بزرگ بعدی در مقایسه با سهامدار عمده مورد ارزیابی قرار گرفته است. این معیار قابلیت رقابت بطور آشکار با مورد قبلی ارتباط دارد. اگر سایر سهامداران بلوکی سهم بیشتری از سهام سرمایه شرکت را در اختیار داشته باشند، این سهامداران همچنین به احتمال بیشتر سهم بزرگتری از توان کنترلی شرکت را در مقایسه با سهامدار عمده در اختیار خواهند داشت. در حقیقت، این نتایج حتی زمانی به یکدیگر نزدیکتر می‌شوند که معیارهای پیوسته اولیه به شاخص‌های دوگانه قابلیت رقابت، تبدیل شوند. در مدل چهارم، تمام بلوک‌های سرمایه پس از سرمایه سهامدار عمده با یکدیگر تجمیع شده و با بلوک سرمایه سهامدار عمده مقایسه شده است. به هر حال دستیابی به هماهنگی بین سهامداران بلوکی متعدد می‌تواند دشوار باشد، زیرا همواره مشکلات مربوط به سواری مجانی وجود دارد که بر اساس آن برخی سهامداران بلوکی ترجیح می‌دهند بر اساس اطلاعات خصوصی در اختیار خود فعالیت کنند، به جای اینکه در فرآیند نظارت بر فعالیت شرکت نقش داشته باشند (کان و وینتون؛ ۱۹۹۸). با این وجود، وضعیتی که در آن تمام سهامداران بلوکی کنترل بخش بزرگتری از سهام شرکت را در مقایسه با سهامدار عمده در اختیار داشته باشد، می‌تواند این اطمینان را فراهم کند که مانعی مناسب بر سر شکل‌گیری منافع برای سهامدار عمده به هزینه سایر سهامداران در شرکت وجود دارد. با کاهش فرصت‌های مربوط به جهت‌دهی منابع شرکت در راستای منافع شخصی، سهامدار عمده احتمالاً نگرانی بیشتری درباره عملکرد شرکت از خود نشان می‌دهد که این موضوع می‌تواند منجر به شکل‌گیری گرایش بیشتر شرکت نسبت به عملیات واگذاری شود و این شرایط معمولاً زمانی مشاهده می‌شود که تاثیر سهامدار عمده بر تصمیم‌های شرکت کم باشد. مبتنی بر نگاره (۴) تاثیر منفی سهامدار عمده $(-2/72)$ و $(-2/98)$ در این حالت اثبات شده ولی همانطور که گفته شد ممکن است دومین سهامدار بزرگ شرکت بر سر این تاثیرگذاری با سهامدار عمده رقابت داشته باشد. بر این اساس قدرت سهامداران عمده در سطوح مختلف رقابت با

حساسیت بیشتر بررسی شد. مجدداً تاثیر منفی سهامدار عمده (-۲/۵۶)، (-۲/۷۵)، (-۲/۸۵) و (-۲/۶۷) در این بررسی با سطح اطمینان ۹۵٪ در مدل اول و اطمینان ۹۹٪ در دیگر مدل ها تایید شد. پس با توجه به تحلیل های صورت گرفته می توان گفت که سهامداران عمده در سطوح مختلف رقابت با درصدهای متفاوت سرمایه و سهام شرکت، توانایی و قدرت رقابت بیشتری نسبت به دیگر سهامداران عمده و مکانیسم های دیگر راهبردی شرکتی، برای کاهش واگذاری دارایی ها دارند. در نتیجه فرضیه دوم پژوهش تایید و با پژوهش نگتویان و همکاران (۲۰۱۳) همخوانی و مطابقت دارد.

بررسی فرضیه سوم پژوهش

در این بخش، تاثیر مالکیت خانوادگی سهامداران بلوکی بر تصمیم های واگذاری دارایی ها مورد بررسی قرار گرفته است. مطالعات قبلی نشان می دهد مکانیسم های راهبردی شرکتی دارای تاثیرات مشخص در شرکت های خانوادگی است. از یک طرف، مباحث مطرح شده نشان دهنده تضاد منافع کمتر در شرکت های خانوادگی است، زیرا همسویی بیشتری از منافع در این شرکت ها وجود دارد (برل و مینز، ۱۹۳۲). علاوه بر این، مالکان خانوادگی به احتمال بیشتر نتایج مربوط به تصمیم های شرکت را داخلی در نظر می گیرند. این دیدگاه به دنبال انتظاری است که مطابق آن احتمالاً مالکان خانوادگی تصمیم هایی را ترجیح می دهند که منجر به ایجاد ارزش و بهبود عملکرد شرکت می شود. همسو با این استدلال، تعدادی از مطالعات انجام شده در این ارتباط نشان می دهد شرکت های خانوادگی عملکرد بهتری در آمریکا (اندرسون و ریب، ۲۰۰۳)، در اروپا (بارونتینی و کاپریو، ۲۰۰۶) و در ژاپن (سایتو، ۲۰۰۸) داشته اند. از طرف دیگر، مالکان خانوادگی به احتمال زیاد در تصمیم های خود منافع فامیل را در نظر می گیرند (زویبل، ۱۹۹۵؛ بندسن و ولفنسون، ۲۰۰۰). برای مثال، مالکان خانوادگی گرایش به حفظ کنترل بیشتر بر عملیات شرکت دارند که این موضوع نشان می دهد شرکت های تحت کنترل فامیلی ترجیح می دهند برای تامین مالی به جای انتشار سرمایه از بدهی ها استفاده کنند تا به این ترتیب مانع از تقلیل سطح کنترل خود بر شرکت شوند (کروچی و همکاران، ۲۰۱۲). علاوه بر این شرکت های خانوادگی برای تداوم فعالیت خود در بلندمدت ریسک به نسبت کمتری را در مقایسه با سایر شرکت ها می پذیرند (موریکوا، ۲۰۱۳). وجود این حقیقت بطور واضح تحت تاثیر تمایل سهامداران خانوادگی به واگذار کردن فعالیت های شرکت به نسل های آینده می باشد. در این حوزه، مطالعه انجام شده توسط موسسه کوپرز نشان می دهد تقریباً ۲ مورد از هر ۵ مورد فعالیت های تجاری خانوادگی در استرالیا به دنبال واگذاری مدیریت شرکت به نسل بعد خانواده هستند. در نتیجه این محدودیت ها، مالکیت خانوادگی احتمالاً ارزش مورد انتظار سهامداران اقلیت شرکت را کاهش می دهد (میلر و همکاران، ۲۰۰۷). با بررسی اهداف متناقض دنبال شده توسط شرکت های خانوادگی، می توان گفت که تاثیر مالکیت خانوادگی به عنوان یکی از مکانیسم های راهبردی شرکتی بر تصمیم های واگذاری مبهم می باشد. شرکت های خانوادگی ممکن است بخواهند از عملیات واگذاری برای افزایش ارزش شرکت خود در زمانی استفاده کنند که ارزش بازار (یا هزینه فرصت) دارایی ها بیشتر از ارزشی باشد که انتظار ایجاد آن با استفاده از دارایی در آینده وجود دارد. به هر حال، این شرکت ها همچنین ممکن است وابستگی زیاد به فعالیت تجاری و کارمندان خود داشته باشند. علاوه بر این، مالکیت خانوادگی می تواند فرصت های شغلی با ارزش برای اعضای خانواده فراهم کند که بر ایده حفظ شرایط فعلی شرکت پافشاری می کنند. به هر حال، شواهد کافی می توان در راستای هر دو جهت مباحث مطرح شده پیدا کرد. برای مثال،

1. Barontini and Caprio
2. Saito
3. Crochi et al
4. Morikawa
5. Price Waterhouse Coopers (PWC)

موسس شرکت بیلابونگ^۱ و سهامداران عمده آن یک درخواست مطرح شده برای واگذاری دارایی به گروه TPG را در اوایل سال ۲۰۱۲ را رد کردند. با رد این درخواست قیمت سهام شرکت تقریباً ۳/۴ ارزش خود را از دست داد. این موضوع در حالی است که در مورد شرکت فورتسکیو نیاز به آزادسازی منابع مالی و پاسخگویی به نگرانی‌های سرمایه‌گذاران باعث شد سهامدار عمده شرکت اندرو فورست بدون تعصب واکنش نشان داده و برخی از همکاران نزدیک خود که برای مدت طولانی با آنها همکاری داشت را اخراج کند. در نهایت، می‌توان گفت که تاثیر مالکیت خانوادگی بر تصمیم‌های واگذاری یک مسئله تجربی است. برای بیان این مسئله، لازم است تاثیر سهامدار عمده در شرکت‌های خانوادگی و شرکت‌های غیر خانوادگی مشخص شود. در این رابطه شرکت‌های خانوادگی معمولاً دارای یک شخصیت هستند که از طریق نام فامیل سهامدار عمده قابل تعریف است. به نظر می‌رسد این رویه تعیین هویت در عمل تا حدودی ناقص است. چرا که در بسیاری از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، برخی افراد ممکن است به یک خانواده مشابه تعلق داشته باشند، در حالیکه نام فامیل آنها می‌تواند متفاوت از یکدیگر باشد. علاوه بر این برخی افراد ممکن است بر فعالیت‌های شرکت بطور غیر مستقیم کنترل داشته باشند. با این وجود، رویکرد مطرح شده در مطالعه حاضر می‌تواند روشی مناسب برای بررسی تاثیر بالقوه ناشی از مالکیت خانوادگی بر تصمیم‌های واگذاری دارایی‌ها باشد. نتایج حاصل از این بررسی‌ها در نگاره (۶) ارائه شده است.

نگاره (۶): بررسی مالکیت خانوادگی سهامداران بلوکی و تصمیم‌های واگذاری دارایی‌ها

متغیر	مدل اول	مدل دوم	مدل سوم
Size	۰/۱۲۰۰ (۱/۵۸)	۰/۱۰۵۹ (۱/۴۳)	۰/۱۲۷۷ (۱/۶۵)
Leverage	۰/۳۴۲۰ (۰/۴۹)	۰/۳۲۶۷ (۰/۴۷)	۰/۳۰۶۵ (۰/۴۳)
ROA	-۰/۱۳۸۱ (-۰/۳۶)	-۰/۰۴۵۸ (-۰/۱۲)	-۰/۱۸۱۴ (-۰/۴۵)
$indiv1 \times Lsh1$	۰/۰۳۹۲ (۰/۳۱)		۰/۰۲۸۶ (۱/۲۸)
$1-indiv1 \times Lsh1$	***-۰/۰۲۷۹ (-۳/۲۹)		-۰/۷۹۳۲ (-۱/۱۴)
$indiv1$	-۱/۱۰۰۰ (-۱/۵۵)		-۰/۷۹۳۲ (-۱/۱۴)
$indiv2 \times Lsh1$		۰/۰۲۵۹ (۰/۶۳)	
$1-indiv2 \times Lsh1$		***-۰/۰۲۱۳ (-۲/۷۶)	
$indiv2$		-۰/۶۱۸۳ (-۰/۶۷)	
$1-indiv1 \times indiv2 \times Lsh1$			۰/۰۶۶۸ (۰/۸۰)
$1-indiv1 \times 1-indiv2 \times Lsh1$			***-۰/۰۰۰۵ (-۲/۹۳)
$1-indiv1 \times indiv2$			-۰/۷۸۱۰ (-۰/۴۵)

1. Billabong
2. Andrew Forrest

۰/۰۳۹۵	۰/۰۲۵۰	۰/۰۳۴۶	<i>Log likelihood</i>
۳۶۶	۳۶۶	۳۶۶	جمع مشاهدات

فرضیه سوم پژوهش به دنبال پاسخ به این سوال است که آیا وجود مالکان خانوادگی در شرکت، قدرت سهامداران عمده برای کاهش واگذاری دارایی ها را تقویت می کنند یا خیر؟ برای بررسی فرضیه سوم پژوهش هدف نبود رابطه معنی دار بین مالکان خانوادگی در مقایسه با دیگر سهامداران شرکت و واگذاری دارایی ها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان فرضیه صفر انتخاب و وجود آن (عکس فرضیه صفر) به عنوان فرضیه مقابل در نظر گرفته شد. همان طور که در نگاره (۶) مشاهده می شود، مدل اول نشان می دهد تاثیر سهامدار عمده زمانی که ساختار سرمایه به صورت خانوادگی (۰/۳۱) باشد، معنادار نمی باشد. همچنین این نتایج می تواند نشان دهد تاثیر منفی سهامداران عمده (۳/۲۹-) می بایست مربوط به مالکیت غیر خانوادگی شرکت ها باشد. چرا که $1-indiv1$ عبارت است از جمع سهامدار به جزء مالکان خانوادگی، که ضریب منفی مشاهده شده برای $1-indiv1 \times Lsh1$ در سطح ۱٪ معنادار است، که این موضوع به اختصار شرایط موجود را منعکس می کند. با توجه به این نتیجه پیشنهاد می شود که شرکت ها باید به حفظ نظام راهبری شرکتی خود حتی با استفاده از روش های مختلف ادامه بدهند. بنابراین به نظر می رسد مالکیت خانوادگی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تلاش بیشتر برای ایجاد ارزش از طریق تسهیم بهتر منابع، هنگام ایجاد فرصت های احتمالی در بازار در ارتباط است. مدل دوم به بررسی این موضوع می پردازد که با وجود مالک خانوادگی به عنوان دومین سهامدار بزرگ می توان به نتایج یکسان دست یافت یا خیر. ضریب $indiv2 \times Lsh1$ مثبت (۰/۶۳) اما معنادار نیست و نیز ضریب $1-indiv2 \times Lsh1$ منفی و معنادار (۲/۷۶-) می باشد که نشان می دهد دومین سهامدار بزرگ دارای قدرت زیاد برای نظارت بر مدیریت و سهامدار اصلی در زمانی است که مالکیت خانوادگی وجود داشته باشد. این نتایج وجود نظارت بهتر در شرکت های تحت مالکیت خانوادگی را تایید می کند. در مقابل، تشریح مشکلات نمایندگی از طریق مشاهده فعالیت های واگذاری کمتر، در ظاهر ریشه در فقدان نظارت بر عملکرد شرکت در زمانی دارد که دو سهامدار اصلی با یکدیگر خویشاوند یا فامیل نباشند. نتایج حاصل از مدل سوم تایید می کند که با توجه به متغیر $1-indiv1 \times 1-indiv2 \times Lsh1$ و ضریب (۲/۹۳-)، سهامدار اصلی فقط توانایی کاهش تمایل شرکت به عملیات واگذاری را در زمانی دارد که هیچ یک از دو سهامدار بزرگ عضو یک خانواده یا فامیل نباشند. در این حالت فامیل بودن یکی از این سهامداران می تواند اطمینان کافی فراهم کند که شرکت به عملیات واگذاری دارایی ها به عنوان ابزاری برای تجدید ساختار یا تزئین و آراستن ترازنامه خود در زمان مورد نیاز نگاه نمی کند. پس با توجه به تحلیل های صورت گرفته می توان گفت که با وجود مالکان خانوادگی در شرکت، قدرت سهامداران عمده برای کاهش واگذاری دارایی ها با توجه به متغیرهای $1-indiv1 \times Lsh1$ و آماره Z برای این متغیر (۳/۲۹-)، متغیر $1-indiv2 \times Lsh1$ و آماره Z برای این متغیر (۲/۷۶-) و متغیر $1-indiv1 \times 1-indiv2 \times Lsh1$ و آماره Z برای این متغیر (۲/۹۳-) بهبود می یابد و آن ها را در راستای کاهش واگذاری دارایی ها تقویت می کند. در نتیجه فرضیه سوم پژوهش تایید و با پژوهش نگتویان و همکاران (۲۰۱۳) همخوانی و مطابقت دارد.

نتیجه گیری

شواهد مطالعه حاضر نشان داد که مکانیسم های راهبری شرکتی در عمل بر تصمیم های شرکتی تاثیر می گذارند و بنابراین احتمالاً عملکرد شرکت را شکل می دهند. وجود سهامداران بزرگ می تواند در این زمینه سودمند باشد، زیرا این سهامداران می توانند به حل مشکلات سواری مجانی مربوط به مالکیت گسترده کمک کرده و بطور همزمان امکان نظارت بهتر بر عملکرد مدیریت را فراهم کنند. به هر حال سهامداران بزرگ همچنین دارای انگیزه های مشخص برای ایجاد منافع شخصی برای خود با توجه به قدرت کنترلی آنها بر شرکت به واسطه سهامی هستند که مالکیت آن را در اختیار دارند. در این

حالت توازن بیشتر قدرت بین سهامداران یا توانایی بیشتر سایر سهامداران برای رقابت با سهامدار عمده در ظاهر می‌تواند این تاثیر ناشی از تضاد منافع نمایندگی را کاهش دهد و در عمل منجر به کارایی بهتر عملکرد شرکت شود. این موضوع توضیح می‌دهد که چرا شرکت‌های برخوردار از سهامداران بزرگ متعدد که قدرت کنترلی آنها بر اساس سهام سرمایه تحت تملک با یکدیگر تناسب و هماهنگی مناسب دارد می‌توانند برای شرکت ارزش‌های بالاتر را به همراه داشته باشند. یکی از راه‌های دیگری که شرکت‌ها می‌توانند برای خود ارزش ایجاد کنند، از طریق پذیرش ریسک بیشتر است. روش دیگر برای انجام این کار از طریق تجدید ساختار منظم پرتفولیوی دارایی‌های شرکت در پاسخ به شوک‌های وارد شده بر قابلیت تولید و بهره‌برداری از دارایی‌ها است. در این رابطه شرکتی که فقط یک سهامدار با اهمیت داشته باشد به احتمال کمتر در فعالیت‌های واگذاری برای ایجاد ارزش مشارکت می‌کنند، زیرا در این حالت سهامدار عمده می‌تواند منابع شرکت را در جهت منافع شخصی خود هدایت کند. علاوه بر این، عملیات واگذاری دارایی‌ها می‌تواند به واسطه اقدامات خریدار برای شرکت هزینه اضافی و زیان به همراه داشته باشد. به هر حال، وجود یک قدرت متوازن‌تر بین سهامداران (یا وجود قابلیت رقابت با سهامدار عمده) احتمالاً می‌تواند امکان ایجاد منافع خصوصی در شرکت را کاهش دهد؛ زیرا ائتلاف کنترل کننده نیاز به نگهداری بخش بزرگتری از حقوق مربوط به جریان نقدی را برای انجام این کار دارد که این موضوع انگیزه سوءاستفاده از منابع را کاهش می‌دهد. در نتیجه، تمرکز فعالیت شرکت در این حالت بر بازگشت به فرآیند ایجاد ارزش خواهد بود. واگذاری دارایی‌ها می‌تواند بطور گسترده برای بهره‌برداری از مزایای ناشی از فرصت‌های بازار استفاده شود که در این حالت باید به مشکلات مربوط به وجود اطلاعات نادرست یا عملکرد اشتباه‌انگام فروش دارایی‌های شرکت توجه داشت. یافته‌های این مطالعه مباحث مطرح شده درباره عملیات واگذاری دارایی‌ها را تایید می‌کند. هنگامی که کنترل سهامدار عمده بر فعالیت شرکت بدون رقیب باشد، به احتمال زیاد شرکت دارایی‌های خود را واگذار نمی‌کند. این مفهوم می‌تواند به توضیح ارزش کمتر اختصاص یافته توسط سرمایه‌گذاران به این شرکت‌ها کمک کند و مشکلات نمایندگی ناشی از قدرت اضافی یک سهامدار برتر در شرکت را منعکس نماید. در مقابل، قابلیت رقابت بیشتر دومین سهامدار بزرگ (و سایر سهامداران بلوکی) در ظاهر می‌تواند بی‌میلی سهامدار عمده نسبت به عملیات واگذاری دارایی‌ها در شرکت را خنثی و کم اثر نماید. این موضوع می‌تواند عملکرد بهتر شرکت‌های برخوردار از یک سهامدار ثانویه بزرگ و نیز ارزش‌های بازار بالاتر آنها را توضیح دهد. این نتایج همچنین با وجود شفافیت بیشتر اطلاعات حسابداری در این شرکت‌ها هماهنگی دارد. علاوه بر این، در مطالعه حاضر وضعیت مربوط به ماهیت و ارتباط خانوادگی سهامداران نیز مورد بررسی قرار گرفته است. در ظاهر شرکت‌های تحت کنترل یک فامیل علاقه بیشتری به واگذاری دارایی‌ها در مقایسه با شرکت‌هایی دارند که از ساختارهای دیگر مالکیت برخوردارند. این یافته همچنین در زمانی قابل مشاهده است که سهامداران فامیلی دومین بلوک سهام بزرگ شرکت را در اختیار داشته باشند. این نتایج پیشنهاد می‌کند که مالکیت خانوادگی می‌بایست با عملکرد بهتر شرکت مطابق با پژوهش اندرسون و ریب (۲۰۰۳) ارتباط داشته باشد. به هر حال، این نظام نمی‌تواند از شکل‌گیری منافع خصوصی جلوگیری کند. بنابراین ارزش مربوط به شرکت‌های خانوادگی ممکن است الزاماً بیشتر از سایر شرکت‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نباشد. به هر حال این مسئله هنوز نیاز به بررسی و مطالعه دارد. در نهایت باید گفت که تمرکز اصلی در این مطالعه فراهم کردن شواهد کافی درباره چگونگی تاثیرگذاری نظام راهبری شرکتی بر واگذاری دارایی‌ها، تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و در نهایت عملکرد شرکت بوده که نتایج پژوهش نگویان و همکاران (۲۰۱۳) همخوانی و مطابقت دارد. توازن قدرت می‌تواند باعث کاهش مسایل نمایندگی و در نتیجه کارایی بهتر شرکت شود. عملکرد بالاتر شرکت با حضور دومین سهامدار ارزش بیشتر بازار را به همراه دارد و حضور وی و سایر سهامداران به احتمال زیاد عاملی برای خنثی کردن هر گونه فعالیت در برابر

1. Adverse information
2. Wrongdoing

تصمیم های واگذاری دارایی هاست. بر اساس یافته های پژوهش، بزرگترین سهامدار تأثیر کافی برای ممانعت از پیاده سازی فعالیت های واگذاری در شرکت ها ندارد. بنابراین، سرمایه گذاران می توانند به تأثیر سایر سهامداران و ساختار ترکیب آنها، به منظور سرمایه گذاری در شرکت ها، توجه داشته باشند. همچنین با توجه به درصد مالکیت دومین سهامدار بزرگ شرکت، می تواند مبنایی برای احتمال واگذاری در آینده و در نتیجه سودآوری بیشتر شرکت برای سهامداران اقلیت باشد و با توجه به نتایج فرضیه های مطرح شده مبنی بر اینکه مکانیسم های نظام راهبری شرکتی و واگذاری دارایی ها بر ارزش شرکت ها تأثیرگذار است، سرمایه گذاران، تحلیل گران و مشاوران مالی می توانند از این تأثیر برای سرمایه گذاری و تجزیه و تحلیل وضعیت مالی شرکت ها استفاده کنند. همچنین به پژوهشگران آتی پیشنهاد می شود که نتایج حاصل از این پژوهش را با نتایج به دست آمده از سازمان بورس سایر کشورها مقایسه و به تحلیل وجود اختلاف در نتایج بپردازند و یا معیارها و متغیرهای دیگری را که به عنوان عوامل مؤثر می توان در تصمیمات واگذاری شرکت ها استفاده کرد، برگزینند.



منابع

- باقرزاده، علی(۱۳۸۹)، عامل های موثر بر تقاضای تفریح در پارک های جنگلی، مطالعه موردی پارک جنگلی داغلاباغی شهرستان خوی، مجله‌ی تحقیقات اقتصاد کشاورزی، جلد ۲، شماره ۲.
 - جانانی، لیلا؛ مرادیان، سیامک؛ احمدیه، حمید؛ محمد، کاظم؛ گلستان، بنفشه و فروزانفر، محمدحسین. (۱۳۸۹). مقایسه نتایج دو روش جراحی ویتراکتومی اولیه با و بدون باند دورتادوری در جدادگی شبکیه بعد از عمل آب مروارید با استفاده از تحلیل آماری. نمره گرایش. مجله چشم پزشکی بینا. دوره ۱۶، شماره ۲، ۱۰۰-۱۰۷.
 - روان مهر، نگار. (۱۳۹۰). تأثیر حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت و موجودی نقد بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه اصفهان.
 - کهنسال، م. ر.، قربانی، م.، و رفیعی، ه. (۱۳۸۸). بررسی عوامل محیطی و غیرمحیطی مؤثر بر پذیرش آبیاری بارانی، مطالعه موردی استان خراسان رضوی. مجله اقتصاد کشاورزی و توسعه. سال ۱۷، شماره ۱۱۲.
 - گجراتی، دامودار (۱۳۷۲). مبانی اقتصاد سنجی، ترجمه ابریشمی، حمید، جدول اول و دوم، انتشارات دانشگاه تهران، چاپ دوم.
 - گجراتی، دامودار. (۱۳۸۵). مبانی اقتصادسنجی، ترجمه حمید ابریشمی، جلد اول، تهران: دانشگاه تهران.
- Admati, A.R., Pfleiderer, P., and Zechner, J. 1994. Large shareholder activism, risk sharing, and financial market equilibrium, *Journal of Political Economy* 102, 1097-1130.
- Ahn, S., and Walker, M.D. 2007. Corporate governance and the spinoff decision, *Journal of Corporate Finance* 13.79-96.
- Alexander, G., Benson, P.G. and Kampmeyer, J., 1984. Investigating the valuation effects of announcements of voluntary corporate selloffs, *Journal of Finance* 39, 503-517.
- Anderson, R., and Reeb, D. 2003. Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500, *Journal of Finance* 58, 1301-1327.
- Attig, N., El Ghouli, S., and Guedhami, O. 2009. Do multiple large shareholders play a corporate governance role? Evidence from East Asia, *Journal of Financial Research* 32, 395-422.
- Attig, N., Fong, W.-M., Gadhomi, Y., and Lang, L. 2006. Effects of large shareholding on information asymmetry and stock liquidity, *Journal of Banking and Finance* 30, 2875-2892.
- Attig, N., Guedhami, O., and Mishra, D. 2008. Multiple large shareholders, control contests, and implied cost of equity, *Journal of Corporate Finance* 14, 721-737.
- Bae, K-H., Kang, J-K., and Kim, J-M. 2002. Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups, *Journal of Finance* 57, 2695-2740.
- Baek, J.-S., Kang, J.-K. and Lee, I. 2006. Business groups and tunneling: evidence from private securities offerings by Korean chaebols, *Journal of Finance* 61, 2415-2449.

- Barontini, R., and Caprio, L. 2006. The effect of family control on firm value and performance: Evidence from Continental Europe, *European Financial Management* 12, 689-723.
- Bennedsen, M., and Wolfenzon, D. 2000. The balance of power in closely held corporations, *Journal of Financial Economics* 58, 113-139.
- Berger, P., and Ofek, E. 1999. Causes and effects of corporate refocusing programs, *Review of Financial Studies* 12.45-113.
- Berle, A., and Means, G., 1932. *The modern corporation and private property*. MacMillan, New York.
- Bertrand, M., Mehta, P., and Mullainathan, S. 2002. Ferreting out tunneling: an application to Indian business groups, *Quarterly Journal of Economics* 117, 121-148.
- Burkart, M., Gromb, D., and Panunzi, F. 1997. Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. *Quarterly Journal of Economics* 112, 693-728.
- Burkart, M., Panunzi, F., and Shleifer, A. 2003. Family firms, *Journal of Finance* 58, 2167-2202.
- Cheung, Y., Rau, P.R., and Stouraitis, A. 2006. Tunneling, propping, and expropriation: Evidence from connected party transactions in Hong Kong, *Journal of Financial Economics* 82: 343-386.
- Cooney, M.R., Finn, F., and Karl, A. 2004. Australian divestiture activity: An examination of gains to sell-off announcements, *Australian Journal of Management* 29, 135-151.
- Croci, E., Doukas, J., and Gonenc, H. 2012. Family control and financing decisions, *European Financial Management* 17, 860-897.
- Denis, D., and Shome, D. 2005. An empirical investigation of corporate asset downsizing, *Journal of Corporate Finance* 11, 427-48.
- Faccio, M., Lang, L., Young, L. 2001. Dividends and expropriation, *American Economic Review* 91, 54-78.
- Gomes, A. and Novaes, W. 1999. *Multiple Large Shareholders in Corporate Governance*, Working Paper, University of Pennsylvania.
- Grossman, S., and Hart, O., 1988. One-share-one-vote and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics* 20,175-202.
- Hanson, R., and Song, M. 2006. Corporate governance and asset sales: the effect of internal and external control mechanisms, *Financial Review* 41, 361-386.

- Harris, M. and Raviv, A. 1988. Corporate governance: voting rights and majority rules. *Journal of Financial Economics* 20, 203–235.
- Harvey, S.J. 1999. Owner as manager, extended horizons and the family firm. *International Journal of the Economics of Business* 6, 41–55.
- Haynes, M., Thompson, S., and Wright, M. 2003. The determinants of corporate divestment: Evidence from a panel of UK firms, *Journal of Economic Behavior and Organization* 52, 147–166.
- Hearth, D., and Zaima, J.K. 1984. Voluntary corporate divestitures and value, *Financial Management* 13, 141-185.
- Hillier, D., McColgan, P., and Werema, S. 2009. Asset sales and firm strategy: an analysis of divestitures by UK companies, *European Journal of Finance* 15, 71-87.
- Hite, G.L., Owers, J.E., and Rogers, R.C. 1987. The market for inter-firm asset selloffs: Partial selloffs and total liquidations, *Journal of Financial Economics* 18, 229–252.
- Jain, P.C. 1985. The effect of voluntary sell-off announcements on shareholder wealth, *Journal of Finance* 40,45-209.
- Jensen, M.C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review* 76 ,323-329.
- Jensen, M.C. and Meckling, W. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305–360.
- John, K., and Ofek, E. 1995. Asset sales and increase in focus, *Journal of Financial Economics* 37, 105-126.
- Judge, G., C. Hill, W. Griffiths, T. Lee, and H. Lutkepohl. (1988), *Intruduction to the theory and practice of econometrics*. New York : Wiley.
- Kahn, C. and Winton, A. 1998. Ownership structure, speculation, and shareholder intervention, *Journal of Finance* 53, 99–129.
- Laeven, L., and Levine, R. 2008. Complex ownership structures and corporate valuations, *Review of Financial Studies* 21, 597-604.
- Lang, L., Poulsen, A., and Stulz, R.M. 1995. Asset sales, firm performances, and the agency costs of managerial discretion, *Journal of Financial Economics* 37, 3-37.
- Lehman, E., and Weigand, J. 2000. Does the governed corporation perform better? Governance structures and corporate performance in Germany. *European Finance Review* 4, 157–195.

- Li, K., and Prabhala, N.R. 2006. Self-Selection Models in Corporate Finance, in B. Espen Eckbo (ed.), Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Elsevier: North-Holland.
- Lui, C. 2007. Divestiture Announcements in Australia: Causes and Consequences, Doctoral dissertation, City University of Hong Kong.
- Maddala, G.S.(1991). Introduction to econometrics. 2nd edition, Macmillan, New York.
- Maksimovic, V., and Phillips, G. 2001. The market for corporate assets: Who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains? *Journal of Finance* 56, 2019-2065.
- Maury, B., and Pajuste, A. 2005. Multiple large shareholders and firm value, *Journal of Banking and Finance* 29, 34-83.
- Merhebi, R., Pattenden, K., Swan, P.L., and Zhou, X. 2006. Australian chief executive officer remuneration: pay and performance, *Accounting & Finance* 46, 481-497.
- Mishra, D., 2011. Multiple large shareholders and corporate risk-taking: Evidence from East Asia. *Corporate Governance: An International Review* 19, 507-528.
- Montgomery, C., and Thomas, A. 1988. Divestment: motives and gains, *Strategic Management Journal* 9, 93-97.
- Morikawa, M. 2013. Productivity and survival of family firms in Japan, *Journal of Economics and Business*, in press.
- Myers, S., and Majluf, N. 1984. Corporate financing decisions when firms have investment information that investors do not have, *Journal of Financial Economics* 13, 187-220.
- Nguyen, Pascal. Rahman, Nahid. Zhao, Ruoyun. (2013). Ownership structure and divestiture decisions: Evidence from Australian firms. *International Review of Financial Analysis*. Volume 30, December 2013, Pages 170-181.
- Owen, S., Shi, L., and Yawson, A. 2010. Divestitures, wealth effects and corporate governance, *Accounting and Finance* 50, 389-415.
- Pagano, M., and Roell, A. 1998. The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public. *Quarterly Journal of Economics* 113, 187-226.
- Saito, T., 2008. Family firms and firm performance: Evidence from Japan, *Journal of the Japanese and International Economies* 22, 620-646.
- Shleifer, A., and Vishny, R.W. 1986. Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy* 94 .461-488.

- Shleifer, A., and Vishny, R.W. 1992. Liquidation values and debt capacity: a market equilibrium approach, *Journal of Finance* 47, 1343-1366.
- Shleifer, A., and Vishny, R.W. 1997. A survey of corporate governance, *Journal of Finance* 52, 737-783.
- Warusawitharana, M. 2008. Corporate asset purchases and sales: Theory and evidence, *Journal of Financial Economics* 87, 471-497.
- Wee, M., Izan, H.Y. and Tan, N. 2010. Should we have separated? Firm performance post divestiture, Working Paper, University of Western Australia.
- Zwiebel, J. 1995. Block investment and partial benefits of corporate control, *Review of Economic Studies* 62, 161-185.

