Archive of SID

ارتباط استراتژی‌های مالی و حاکمیت شرکتی بر رفتار تونل وار سهامداران بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

علیرضا امیرکبیری[۱]
حسین قره بیگلو[۲]
بهجت آب‌چر[۳]

تاریخ دریافت: ۹۶/۱۰/۰۲ تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۱/۰۵

چکیده

استراتژی مالی بعدی از استراتژی شرکت است که ماهیت و جهت امور مالی سازمان را تعیین می‌کند. هدف نهایی هر شرکت تجاری افزایش ثروت سهامداران است و عملکرد مطلوب باعث افزایش ارزش شرکت و در نهایت افزایش ثروت سهامداران می‌شود. شرکت‌ها بدون داشتن استراتژی صحیح نمی‌توانند به اهداف خود برسند و تدوین استراتژی در نتیجه ارزیابی عملکرد از ابعاد مختلف است. ابعاد حاکمیت شرکتی(کفایت و توانایی) مجموعه ای از مکانیزم‌های کنترلی درون شرکتی و برون شرکتی است که تعادل مناسب بین حقوق صاحبان سهام از یکسو و نیازها و اختیارات هیات مدیره را از سوی دیگر برقرار می‌کند.روش تحقیق بر مبنای نتیجه، توسعه‌ای و بر مبنای هدف، توصیفی- تبیینی و بر مبنای روش، پس رویدادی است. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که ۲۵ شرکت به روش قضاوتی انتخاب شدند. ابزار گردآوری داده‌ها، تحلیل صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها می‌باشد و از آزمون‌های t، لونز، کولموگردف- اسمیرنوف و یومن- ویتنی، آزمون‌های چاو و هاسمن و نیز مدل رگرسیونی استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که بین رفتار تونل‌وار سهامداران بر عملکرد شرکت (میانگین بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام، نسبتQ توبین و حاشیه سود) با، استراتژی مالی هماهنگ با حاکمیت شرکت، بیشتر و معنادارتر از شرکت‌های ناهماهنگ است.

واژه‌های کلیدی: استراتژی مالی، حاکمیت شرکتی، هماهنگی،رفتار تونل‌وار، عملکرد مالی.

۱- دانشیار دانشکده مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی، ایران.Ali.Amirkabiri@iauctb.ac.ir
۲- دانشگاه آزاد اسلامی، واحد عجب شیر، گروه مدیریت، عجب شیر، ایران. h.gharehbiglo@yahoo.com
۳- دانشگاه آزاد اسلامی، واحد عجب شیر، گروه مدیریت، عجب شیر، ایران.(نویسنده مسئول) b_abchar@yahoo.com

www.SID.ir

Archive of SID

۱- مقدمه

بررسی تئوری‌های مالی نشان می‌دهد که تئوری مالی در سه دهه‌ی گذشته تغییرات بنیانی کرده است. اکنون رشته‌ی مالی به عنوان یک رشته توصیفی مطرح نیست بلکه با استفاده از ابزارهای پیچیده اقتصادسنجی کاربردی و ریاضیات بر توسعه الگوهای رسمی تاکید می‌شود. هم-چنین به نظر می‌رسد که تئوری مالی در پیوند با مدیریت استراتژیک، کامل و معنادار خواهد شد و نیاز به تعاملات بین رشته‌ای دارد؛ زیرا استراتژی به عنوان یک موضوع اصلی می‌تواند پیوند کارا و اثربخشی را بین شایستگی‌های بنگاه با فرصت‌ها تعهدات ایجاد شده به وسیله تغییرات محیطی فراهم کند. استراتژی بین اهداف مناسب متعدد و اهداف مطلوب پیوند ایجاد می‌کند که به‌وسیله بنگاه پیگیری می‌شود تا به اجزای گوناگون آن‌ها دسترسی پیدا کند و طرح‌ها و سیاست‌هایی را تعیین می‌کند تا راهنمایی برای عملیات روزانه بنگاه فراهم شود(اعرابی و عابدی،۱۳۹۰).

در ادبیات تئوری‌های سازمان و مدیریت می‌توان سه نوع الگوی هماهنگی را شناسایی کرد: الگوی عقلایی[۱] که مبتنی بر استراتژی سازمان است، الگوی طبیعی [2] که مبتنی بر عوامل نهادی است و الگوی ترکیبی[۳] یا همه جانبه که مبتنی بر نقاط مرجع استراتژی[۴] (SRPs) می‌باشد(اعرابی و رزمجوئی،۱۳۹۲؛ بامبرگر و فیگین‌بام،۱۹۹۶) مسئله اصلی برای مدیریت سازمان، ایجاد هماهنگی بین سطوح استراتژی با محیط خارجی سازمان می‌باشد(هانگر و ویلن[۵] ، ۲۰۰۷؛ پیرس و رابینسون[۶]، ۱۹۹۱؛ مینتزبرگ و کوئین[۷]، ۱۹۹۱). بر اساس بسیاری از نظریه‌های هماهنگی و ترکیب‌بندی سازمان، در سازمان‌هایی که هماهنگی بین عوامل زمینه‌ای، ساختاری و استراتژی در ترکیب‌بندی آن‌ها بالاست، اثربخشی آنها در حد بالای خود قرار دارد(دوتی و همکاران[۸]،۱۹۹۳). یکی از عوامل تعیین کننده عملکرد شرکت‌ها، مدیریت استراتژی و تدوین استراتژی مالی آن می‌باشد .از نظر اغلب سرمایه‌گذاران، وضع مالی به عنوان تنها عامل یا معیار تعیین کننده وضع رقابتی سازمان محسوب می‌شود و اغلب عوامل مالی موجب می‌شوند که استراتژی‌های کنونی و برنامه‌های اجرایی تغییر یابند. در نتیجه اگر استراتژی مالی به طور صحیح طراحی شود، و به طور مناسب اجرا شود، می‌تواند ارزش سهام‌داران را افزایش دهد؛ اما در حالت عکس و به صورت شدیدتر اگر استراتژی مالی به صورت اشتباه استفاده شود کل فعالیت و کسب وکار شرکت در معرض خطر قرار خواهد گرفت(بندر و وارد ،۲۰۰۲). از سوی دیگر یکی از عوامل اصلی بهبود کارایی اقتصادی، نظام حاکمیت شرکتی است که در برگیرنده مجموعه‌ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیات مدیره، سهامداران و سایر گروه‌های ذینفع است. نظام راهبرد بنگاه، ساختاری را فراهم می‌کند که از طریق آن هدف‌های بنگاه تنظیم و وسایل دستیابی به هدف‌ها و نظارت بر عملکرد تعیین می‌شود. معیارهای حاکمیت شرکتی ابزاری

www.SID.ir

Archive of SID

در جهت حفظ منافع سهامداران و اعتباردهندگان در مقابل نوسان‌های بحران‌های مالی می‌باشد (مشکی میاوقی و هاشمی سعادت، ۱۳۹۴).

ضرورت انجام تحقیقی جهت بررسی نقش استراتژی مالی و حاکمیت شرکتی و عملکرد سازمان را بر اساس الگوی همه جانبه نمایان ساخته است، بدین معنا که استراتژی مالی انتخاب شده هم بتوانند با شرایط محیطی و هم با حاکمیت شرکتی سازگار باشد تا باعث بهبود عملکرد شرکت‌ها شود. بنابراین هدف اصلی تحقیق، بررسی نقش استراتژی مالی و حاکمیت شرکتی با عملکرد مالی است.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۲-۱- استراتژی مالی

تمرکز اصلی استراتژی مالی بر ابعاد مالی تصمیم‌های استراتژیک است. در نتیجه این موضوع نشان دهنده ارتباط نزدیک با منافع سهام‌داران و با بازار سرمایه است. با این حال، یک استراتژی مالی مناسب همانند یک استراتژی سطح شرکت و استراتژی رقابتی بسیار عالی، تمامی ذینفعان داخلی و خارج از شرکت را مد نظر قرار می‌دهد. همچنین، تئوری‌های بازار سرمایه و تحقیقات موجود در این زمینه به صورت اساسی بر سطح اقتصاد کلان تمرکز می‌کنند، در حالی که استراتژی مالی خاص بوده و بر اساس نیازهای شرکت های خاص و حتی در بعضی از موارد برای واحدهای فرعی در داخل سازمان تدوین می‌شوند(بندر و وارد،۲۰۰۲). استراتژی مالی را می‌توان به عنوان مفهومی که دارای دو جزء اصلی است، تعریف کرد :اول این مفهوم با تأمین وجوه نقد مورد نیاز هر سازمان به بهترین روش مرتبط است. دومین بُعد آن شامل مدیریت به‌کارگیری این وجوه در داخل سازمان است، که شامل تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری مجدد و یا تقسیم و توزیع هر گونه سود ایجاد شده توسط سازمان است(بندر و وارد، 2002؛ اعرابی و رزمجوئی، ۱۳۹۲).

۲-۱-۱- نقاط مرجع استراتژیک در مبانی فلسفی تئوری‌های مدیریت

بورل و مورگان(۱۹۷۹) دو دسته پیش فرض فلسفی را به‌عنوان نقاط مرجع برای طبقه بندی نظریه‌های علوم اجتماعی، از جمله نظریه‌های سازمان و مدیریت، مطرح می‌کنند. طبقه‌بندی ارائه شده توسط آن‌ها بهترین و کاربردی‌ترین طبقه‌بندی در تئوری‌های اجتماعی می‌باشد (اعرابی،۱۳۸۵).

www.SID.ir

Archive of SID

۲-۱-۲- بعد کانون توجه در تدوین استراتژی مالی

در مدیریت مالی، منظور از کانون توجه این است که آیا سازمان مسائلی مانند کاهش بهای تمام‌شده و افزایش حاشیه سود از طریق استراتژی‌هایی مانند جایگزینی دارایی‌های قدیمی و فرسوده با دارایی‌های نو و پیشرفته و نیز افزایش ظرفیت تولید و ایجاد تنوع بیشتر در نوع محصولات و خدمات تولیدی خود از طریق سرمایه‌گذاری بیشتر و انجام طرح‌های توسعه را مد نظر قرار می‌دهد یا مسائلی مانند نحوه و درصد سود تقسیمی، حضور فعال در بازارهای پولی و مالی و تامین وجوه مورد نیاز از طریق اینن بازارها را. در صورتی که سازمانی موراد دسته اول را بیشتر مورد توجه قرار دهد، براساس تئوری نقاط مرجع استراتژیک گفته می‌شود که سازمان، توجه خود را بر محیط داخل سازمان متمرکز ساخته است و در حالت دوم گفته می‌شود که کانون توجه سازمان، بیشتر از محیط خارج سازمان است.

۲-۱-۳- بعد کنترل در تدوین استراتژی مالی

منظور از کنترل در تدوین استراتژی مالی این است که آیا مدیران سازمان‌ها کنترل شدید برتصمیم‌گیری‌های مالی دارند و آیا سیستم مدیریتی سازمان از انعطاف کامل در این نوع تصمیم-گیری‌ها برخوردار می‌باشد. نکته مهم این است که میزان کنترل در سازمان بر نوع استراتژی‌های مالی تاثیر می‌گذارد. علاوه‌براین دو بعد فلسفی، در هر یک از استراتژی‌ها دو بعد مالی نیز تعریف خواهد شد(پتیت،۲۰۰۷).

۲-۱-۴- گونه‌شناسی استراتژی‌های مالی و جانمایی آن بر اساس نقاط مرجع استراتژیک

استراتژی مالی، چارچوبی است که به تصمیم‌گیری‌های مالی ناشی از شرایط متفاوت، رقبای پویا و مجموعه‌ای از واکنش‌های مرتبط جهت می‌دهد(کلارک و همکاران، ۱۹۹۰). بررسی، تحلیل و تعمق در تئوری‌های مالی مشخص می‌کند که «ریسک کلی» و «بازده کلی» دو بُعد (حوزه تخصصی) اصلی تصمیم‌های مالی هستند که به عنوان نقاط مرجع استراتژی مالی نامیده می‌شوند و از ترکیب این دو بُعد، چهارگونه استراتژی مالی حاصل می‌شود که عبارت‌انداز: ۱) استراتژی ریسک‌گریزی، ۲) استراتژی میانه‌رو متمایل به ریسک‌پذیری، ۳) استراتژی میانه‌رو متمایل به ریسک‌گریزی، ۴) استراتژی ریسک‌پذیری(اعرابی و عابدی،۱۳۸۹).

www.SID.ir

Archive of SID

۲-۱-۵- تقسیم بندی شرکت‌ها بر اساس چهار گونه استراتژی مالی

برای مشخص کردن گونه استراتژی مالی شرکت‌ها از درجه اهرم عملیاتی و درجه اهرم مالی آن‌ها استفاده می‌شود. شرکت‌هایی که هم درجه اهرم عملیاتی و هم درجه اهرم مالی آن‌ها کمتر از متوسط صنعت باشد، در گروه شرکت‌های دارای استراتژی مالی ریسک گریز(گونه ۱)؛ شرکت‌هایی که درجه اهرم عملیاتی آن ها بیشتر از متوسط صنعت ولی درجه اهرم مالی آن‌ها کمتر از میانگین صنعت باشد، در گروه شرکت‌های دارای استراتژی مالی متادل مایل به ریسک‌گریز (گونه ۲)؛ شرکت‌هایی که درجه اهرم عملیاتی آن‌ها کمتر از متوسط صنعت ولی درجه اهرم مالی آن‌ها بیشتر از متوسط صنعت باشد، در گروه شرکت‌های دارای استراتژی مالی متعادل مایل به ریسک‌پذیر(گونه ۳)؛ و در نهایت؛ شرکت‌هایی که هم درجه اهرم مالیاتی آن‌ها و هم درجه مالی آن‌ها یشتر از متوسط صنعت باشد، در گروه شرکت‌های دارای استراتژی مالی ریسک‌پذیر(گونه۴) طبقه بندی شده‌اند(اعرابی و رزمجوئی، ۱۳۹۰).



شکل ۱- گونه‌شناسی استراتژی‌های مالی و جانمایی آن بر اساس نقاط مرجع استراتژیک

(اعرابی و رزمجوئی، ۱۳۹۰)

www.SID.ir

Archive of SID

جدول ۱- گونه شناسی استراتژی‌های مالی از دیدگاه صاحب‌نظران

صاحب‌نظر	انواع استراتژی مالی	منبع
جیمز ون هورن	سرمایه‌گذاری، تامین مالی، تقسیم سود	James Van Horn, Financial Management and policy (2000)
بری‌لی، مایرز و آلن	سرمایه‌گذاری، تامین مالی، تقسیم سود	ریچارد بری‌لن، استوارت مایرز و فرانکلین آلن، ترجمه پارسائیان، ۱۳۸۶
نارایانان و همکاران	سرمایه‌گذاری، تامین مالی، تقسیم سود	Narayanan,M,P,. Nanda, K. Vikram(2004), Finance for Strategic Decision Marking
پتیت، جاستین	سرمایه‌گذاری، تامین مالی، تقسیم سود	Pettit, Justin(2007), Strategic Corporate Financial
روترفورد و همکاران	سرمایه‌گذاری، تامین مالی، تقسیم سود	Rutterford, Janette, Upton, Martin, Kodwani,Devendra (2006), Financial Strategic
جاخوتیا	سرمایه‌گذاری، تامین مالی، تقسیم سود	Jakhotiiya, G.P(2003), Strategic Financial Management
پارکینسون و اوکیلوی	سرمایه‌گذاری، تامین مالی، تقسیم سود	Parkinson and Ogilvy(2003), Management Accounting- Financial Strategic
کلارک و همکاران	سرمایه‌گذاری، تامین مالی، سرمایه در گردش و تقسیم سود	Clarke Etal(1990), Strategic Financial Management
پی نوو	سرمایه‌گذاری، تامین مالی، سرمایه در گردش و تقسیم سود	ریموند پی نوو، ترجمه علی جهانخانی و علی پارسائیان
روت بندر و کیت وارد	سرمایه‌گذاری، تامین مالی، سرمایه در گردش و تقسیم سود	روت بندر و کیت وارد، ترجمه اعرابی و رزمجوئی ۱۳۸۸

۲-۲- حاکمیت شرکتی

حاکمیت شرکتی مجموعه‌ای از سازوکارهای کنترلی درون شرکتی و برون شرکتی است که تعادل مناسب بین حقوق صاحبان سهام از یکسو و نیازها و اختیارات هیات مدیره را از سوی دیگر برقرار می‌کند و در نهایت این مکانیزم‌ها اطمینان معقولی را برای صاحبان سهام و تهیه‌کنندگان منابع مالی و سایر گروه‌های ذینفع، مبنی بر اینکه سرمایه‌گذاری آن‌ها با سود مناسبی برگشت داده خواهد شد، فراهم می‌کند(برادران حسن زاده و همکاران،۱۳۹۱).

مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی به مرور زمان بوجود می‌آیند. برخی شرکت‌هادارای مکانیزم‌های قوی حاکمیت شرکتی مثلا در تعداد اعضای مستقل هیئت مدیره ، حضور سرمایه‌گذاران نهادی می-باشند. برخی شرکت‌ها نیز دارای حاکمیت شرکتی ضعیفی می‌باشند. در این تحقیق توانایی نظام حاکمیت شرکتی از کفایت حاکمیت شرکتی تفکیک می‌شود. توانایی(یا ضعف) حاکمیت شرکتی بعنوان اندازه حاکمیت شرکتی قلمداد می‌شود. شرکتی که دارای تعداد بیشتری عضو هیئت مدیره مستقل، سرمایه‌گذاران نهادی بوده، درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره و اعضای غیرموظف هیئت

www.SID.ir

Archive of SID

مدیره باشد دارای حاکمیت شرکتی توانمند محسوب می‌شود. در مقابل ، حاکمیت شرکتی در صورتی کافی تلقی می‌شود که در کاهش هزینه‌های نمایندگی موثر واقع شود. حاکمیت شرکتی می-تواند ضعیف ولی کافی باشد با این شرط که درزمان شروع آن، مسئله نمایندگی در حد پایین باشد. لذا در چنین شرکت‌هایی می‌توان کیفیت سود بالاتری را انتظار داشت. حاکمیت شرکتی می‌تواند قوی(توانمند) بوده ولی کافی نباشد. برای این شرکت‌ها، به رغم حاکمیت شرکتی قوی، کیفیت سود احتمالا مسئله‌ساز باشد. برای شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی ضعیف و ناکافی نیز کیفیت سود می‌تواند مسئله‌ساز باشد. طبقه‌بندی شرکت‌ها از طریق این دو بعد حاکمیت شرکتی(توانایی و کفایت) باعث تدوین فرضیه‌هایی به منظور بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود می-شود(والاس، ۱۹۸۸).

توانایی	کفایت: کمتر	کفایت: بیشتر
کمتر	**گروه (۳)** حاکمیت شرکتی ضعف و ناکافی	**گروه(۱)** حاکمیت شرکتی ضعف و کافی
بیشتر	**گروه(۴)** حاکمیت شرکتی قوی و ناکافی	**گروه(۲)** حاکمیت شرکتی قوی و کافی

شکل ۲- گروه‌بندی شرکت‌ها بر اساس توانایی و کفایت حاکمیت شرکتی

(نیکومرام و محمدزاده،۱۳۸۹)

۲-۲-۱- تئوری‌های حاکمیت شرکتی

تغییرات و تحولات بازار سرمایه موجب تکامل تئوری‌های حاکمیت شرکتی شده است. قبل از توسعه بازار شرکت‌ها، بر اموال افراد ثروتمند تکیه داشتند که معمولا خویشاوندان کارآفرین بودند. شرکت‌ها به همان افرادی تعلق داشتند که آن‌ها را اداره می‌کردند برای رشد و توسعه اقتصادی سرمایه‌های اندک کافی نبود و تجمع آن‌ها تاسیس شرکت‌های بزرگ را به همراه داشت .پذیرش ریسک محدود به نسبت سهم و بازده مناسب موجب تفکیک مالکیت از مدیریت و رونق بازار سرمایه گردید(حساس یگانه، ۱۳۹۳).

در ادامه به تشریح سه نوع از تئوری های حاکمیت شرکتی می‌پردازیم:

www.SID.ir

Archive of SID

- تئوری نمایندگی[9]

آغاز مالکیت شرکتی از طریق مالکیت سهام تاثیر چشم‌گیری بر روش کنترل شرکت‌ها داشت و بدین ترتیب مالکان اداره شرکت را به مدیران تفویض کردند. جدایی مالکیت از مدیریت(کنترل) منجر به یک مشکل سازمانی مشهور به نام" مشکل نمایندگی[10] "شد (مارگاریتیز و پسیلاکی،۲۰۱۰)

- تئوری هزینه معاملات[11]

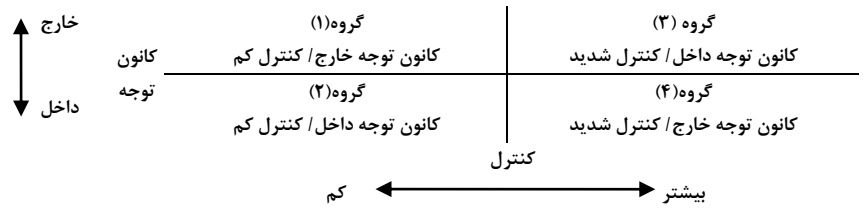
تئوری هزینه معاملات بر اساس این واقعیت است که شرکت‌ها آنقدر بزرگ شده‌اند که در تخصیص منابع جانشین بازار می‌شوند. در واقع شرکت‌ها آنقدر بزرگ و پیچیده‌اند که نوسانات قیمت در بازار تولید را هدایت کرده و بازار معاملات را متعادل می‌کنند. در درون شرکت‌ها برخی از معاملات حذف می‌شوند و مدیر تولید را هماهنگ می‌کند(کواس۱۹۳۷،[12]).

- تئوری ذی‌نفعان[13]

اساس تئوری ذی‌نفعان این است که شرکت‌ها آنقدر بزرگ شده‌اند و تاثیر آن‌ها بر جامعه آن‌چنان عمیق است که باید به جز سهامداران به بخش‌های بسیار بیشتری از جامعه توجه کرده و پاسخگو باشند. برای تئوری ذی‌نفعان چند روش تعریف بر اساس رشته‌های مختلف وجود دارد وجه تشابه تمام آن‌ها تایید دخالت در یک رابطه مبادله‌ای(تعامل) است(پیریچ،۱۹۸۲). نه تنها ذی‌نفعان تحت تاثیر شرکت‌ها هستند بلکه آن‌ها نیز بر شرکت‌ها تاثیر می‌گذارند آن‌ها در شرکت‌ها به جای سهامداران منافع هستند. ذی‌نفعان شامل سهامداران کارکنان مشتریان بستانکاران شرکت‌های مجاور و عموم مردم می‌باشند در واقع هر ذی‌نفع بخشی از سلسله قراردادهای صریح و ضمنی را نشان می‌دهد که یک شرکت را تشکیل می‌دهد اما بسیاری از نویسندگان ذی‌نفعان را کسانی می‌دانند که در شرکت نفعی قانونی به گسترده‌ترین مفهوم دارند(فارار و هانین‌گان، ۱۹۹۸).

۲-۳- جانمایی حاکمیت شرکتی

دو متغییر اصلی برای تشخیص حاکمیت شرکتی کانون توجه(داخل/ خارج) و کنترل(کم/ زیاد) هستند. با استفاده از این دو بعد می‌توان حاکمیت شرکتی را در یک ماتریس جانمایی کرد که در شکل ۳ نشان داده شده است.



شکل ۳- جانمایی حاکمیت شرکت بر اساس نقاط مرجع استراتژیک(یافته‌های محقق)

www.SID.ir

Archive of SID

۲-۴- نظریه تونل زنی

دو محقق وانگ و ژو (۲۰۰۶) اثر حق کنترل و حق جریان نقدی سهامداران کنترلی بر عملکرد شرکت را از دیدگاه کنترل کننده نهایی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که حق کنترل، سهامداران کنترلی، اثر تونل‌زنی منفی حق جریان نقدی اثر مشوقی مثبت دارد. اثر تونل‌زنی حق کنترل از اثر مشوقی حق جریان نقدی قوی‌تر است. هر چه میزان تفکیک دو حق بیشتر باشد، عملکرد شرکت پایین‌تر است. محققی دیگر به نام لیو و همکاران (۲۰۰۸) بیان می-دارند که سهامداران کنترلی از از مزیت پیچیدگی ساختار هرمی بهره می‌گیرند و از طریق تونل‌زنی و پیگیری اجاره به مزیت‌های خصوصی حق کنترل نیز دست می‌یابند. محققی به نام وی و همکاران (۲۰۱۳) بر مبنای سهامداران بزرگ در شرایط کنترل خانوادگی، دریافت که سهامداران بزرگ مرتبط، اثری منفی بر ارزش شرکت به واسطه‌ی معاملات مرتبط دارند و هر چه سهم سهام-دار بزرگ مرتبط بیشتر باشد، میزان حضور آن‌ها در هیئت مدیره، هیئت ناظران به عنوان یک عضو بیشتر است و در نهایت معاملات مرتبط در یک نهاد خانوادگی بالاتر خواهد بود. بسیاری از مطالعات نشان دادند که سهام داران بزرگ از شرکت‌های پذیرفته شده به دلایل و ملاحظات خاصی حمایت می‌نمایند(اوسانگ،۲۰۱۵).

۲-۵- ارزیابی عملکرد مالی

مجموعه تصمیمات مالی مدیران در زمینهٔ تعیین ساختار سرمایهٔ بهینه بسیار مهم است. مدیریت شرکت تصمیمات مربوط به ساختار سرمایهٔ خود را در جهت حداکثرکردن ارزش شرکت اتخاذ می کنند؛ در حالی که مدیران سطوح متفاوت اهرمی را پیش روی خود دارند و در تلاش‌اند تا به بهترین ساختار سرمایه دست پیدا کنند(سلیم و یادا،۲۰۱۲). معمولا برای ارزیابی استراتژی از نسبت‌های مالی استفاده می‌کنند و استراتژیست‌ها بدین وسیله می‌کوشند بین سازمان‌ها سه نوع مقایسه به عمل آورند: ۱) مقایسه عملکرد شرکت در دوره‌های مختلف زمانی، ۲) مقایسه عملکرد شرکت با میانگین صنعت و ۳) مقایسه عملکرد شرکت با عملکرد شرکت‌های رقیب(دیوید، ۱۹۹۹). بی و ویجواردن، با بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های منطقه آسیای میانه به این نتیجه رسیدند که ساختار سرمایه تحت تاثیر محیط و فضایی است که شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند. به عقیده ،آنان و بسیاری دیگر، بحران‌های سیاسی و اقتصادی مختلف و فضاهای متفاوت اقتصادی و فرهنگی حاکم بر فعالیت شرکت‌ها، تعیین کننده نوع و میزان تاثیر موثر بر عملکرد شرکت‌ها است(Bei & Wijewardana, 2012).

www.SID.ir

Archive of SID

۲-۶- پیشینه پژوهش

در رابطه با موضوع ، پژوهش‌های متعددی مشاهده شد که در ادامه به چند مورد از آن‌ها اشاره می‌شود: دو و همکاران (۲۰۱۳) در تحقیقی به بررسی تونل‌زنی و تصمیم به خصوصی شدن در شرکت‌های هنگ کنگی پرداختند. آنها نمونه‌ای از معاملات خصوصی‌سازی در بورس سهام هنگ کنگ از سال ۱۹۸۹ تا ۲۰۰۸ را مورد بررسی قرار دادند. نتایج و شواهد نشان می‌دهد که سهام-داران کنترلی به شدت در سال قبل از خصوصی‌سازی به قبول معاملات مرتبط روی می‌آورند که کاهش ارزش و ضرر و عملکرد پایین بازده سهام منتهی می‌گردد. لیانگبوما و همکاران (۲۰۱۳) در مطالعه‌ای به بررسی روابط سیاسی مدیران موسس و اثر آنها بر تونل‌زنی پرداختند. در این پژوهش اثر روابط سیاسی و وضعیت موسس بر تونل‌زنی در شرکت‌های پذیرفته شده چینی از سال ۲۰۰۴ تا ۲۰۰۹ مورد بررسی قرار گرفت. با طبقه‌بندی روابط سیاسی به سه بعد دارای دو گروه مالکیت کنترلی، آنها دریافتند که روابط کلی سیاسی به طور منفی با تونل‌زنی شرکت‌های خصوصی مرتبط است. این رابطه در مورد شرکت‌هایی با مالکیت دولتی مثبت است. اعرابی و عابدی (1390) رابطه بین استراتژی مالی و استراتژی کسب و کار را با عملکرد شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی نموده‌اند. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد هماهنگی درونی(عمودی) میان استراتژی سیستم مالی و زیر سیستم‌های آن، هماهنگی درونی(افقی) میان زیر سیستم‌های سیستم مالی و اثر تعاملی آن‌ها بر عملکرد (ROA) اثر می‌گذارند و شرکت‌هایی که هماهنگی بالایی دارند نسبت به شرکت‌هایی که هماهنگی متوسط و یا کمی دارند، عملکرد بیشتری دارند. اعرابی و رزمجویی(۱۳۹۰) رابطه بین استراتژی‌های مالی با بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نموده‌اند. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد وجود هماهنگی بین هر یک از گونه‌های استراتژی زیر سیستم مالی با گونه استراتژی مالی شرکت(هماهنگی درونی عمودی) باعث بهبود بازده سهام می‌شود. همچنین هر چه هماهنگی گونه‌های استراتژی زیر سیستم‌های مالی بیشتر باشد(هماهنگی درونی افقی) ، عملکرد بهتر خواهد بود. راجیو و همکاران(۲۰۱۴) در مطالعه-ای رابطه بین استراتژی‌های رقابتی و پایداری عملکرد را مورد بررسی قرار دادند .نتایج نشان داد که استراتژی‌های رقابتی منجر به بهبود عملکرد جاری می‌شوند. فوسو(۲۰۱۳) در پژوهشی با عنوان رقابت بازار محصول، اهرم و عملکرد به بررسی تأثیر ساختار، سرمایه بر عملکرد مالی شرکت‌ها پرداخت. او در پژوهش خود که از اطلاعات مالی مربوط به۲۵۷ شرکت فعال تولیدی در کشور آفریقای جنوبی استفاده کرد، به این نتیجه دست یافت که اهرم مالی تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد شرکت دارد؛ افزون‌براین، رقابت بازار محصول تأثیر عملکردی اهرم را افزایش می‌دهد. نیک-بخت و رحمانی‌نیا(۱۳۸۹) به بررسی تأثیر مالکیت نهادی در عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در

www.SID.ir

Archive of SID

بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند و برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها از معیارهای بازده حقوق صاحبان سهام(ROE) و Q توبین استفاده کرده‌اند. نتایج تحقیق بیانگر وجود رابطه مثبت و معنادار بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌ها(ROE، Qتوبین) است.

۳- مدل مفهومی و فرضیه‌های تحقیق

در این پژوهش، استراتژی مالی و حاکمیت شرکتی و رفتار تونل‌زنی سهامداران به عنوان متغیر مستقل و عملکرد مالی(ROA،ROE ،Qتوبین و حاشیه سود) به عنوان متغیر وابسته می‌باشند.

مدل رگرسیونی پژوهش

رفتار تونل‌زنی سهامداران بزرگ

$$\begin{aligned}\mathrm{PERF_{it}} = {} & \beta_0 + \beta_1 \mathrm{FIRST_{it}} + \beta_2 \mathrm{FIRST2_{it}} + \beta_3 \mathrm{AFFIL} \times \mathrm{FIRST_{it}} + \beta_4 \mathrm{LEVER_{it}} \\ & + \beta_5 \mathrm{SIZE_{it}} + \beta_6 \mathrm{TANG_{it}} + \beta_7 \mathrm{RISK_{it}} + \beta_8 \mathrm{GROW_{it}} + \varepsilon_{it}\end{aligned}$$

$FIRST_{it}$: نسبت سهام بزرگ‌ترین سهام دار به صورت درصد شرکت iدر سال t؛

$FIRST2_{it}$: مربع نسبت سهام بزرگ‌ترین سهام‌دار. $FIRST_{it} \times FIRST_{it}$؛

$AFFIL$: اگر سهام‌دار بزرگ در گذشته نیز سهام‌دار بزرگ بوده یک و در غیر این صورت صفر؛

متغیرهای کنترلی:

$LEVER_{it}$: اهرم مالی. برابر است با درصد نسبت بدهی کل به دارایی کل شرکت iدر سال t؛

$SIZE_{it}$: اندازه شرکت. برابر است با لگاریتم طبیعی دارایی‌های کل شرکت iدر سال t؛

$TANG_{it}$: نسبت دارایی‌های مشهود. برابر است با درصد نسبت دارایی ثابت به دارایی کل شرکت iدر سال t؛

$GROW_{it}$: رشد. درصد نسبت رشد سالانه سود شرکت iدر سال t؛

$RISK_{it}$: ریسک. برابر است با مقدار بتای شرکت iدر سال t؛

همچنین، در این پژوهش برای محاسبه توانایی حاکمیت شرکتی از رابطه ذیل استفاده می کنیم:

$$GINDEX = \frac{\sum_{j=1}^{m} dj}{\sum_{\mathrm{j}=1}^{\mathrm{n}} \mathrm{Hj}}$$

در این رابطه$\sum \mathrm{d_j}$ بیانگر کلیه اقلامی است که امتیاز یک گرفته‌اند و $\sum \mathrm{H_j}$ بیانگر کله اقلامی است که ارزش‌های صفر یا یک در مورد آن‌ها لحاظ شده است(والاس۱۹۸۸ ،احمد ونیکولس،۱۹۹۴).

www.SID.ir

Archive of SID

و برای محاسبه کفایت حاکمیت شرکتی، اندازه‌گیری کفایت حاکمیت شرکتی کار مشکلی است چون نیاز به اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی باقیمانده دارد. حاکمیت شرکتی زمانی کافی تلقی می-شود که هزینه‌های نمایندگی باقیمانده در حداقل باشد. انتظار می‌رود در شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی اثربخش ، منافع مدیران با منافع سهامداران همسو باشد. درنتیجه آن‌ها فعالیت‌های سرمایه-گذاری و عملیاتی انجام خواهند داد که ثروت سهامدار را افزایش دهد. می‌توان انتظار داشت که چنین شرکت‌هایی نسبت به شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی ضعیف ، عملکرد بهتری داشته باشند. در این تحقیق از نرخ بازده حقوق به‌عنوان معیار اندازه‌گیری (ROE) صاحبان سهام از طریق تقسیم سود. (ROE) عملکرد استفاده می‌شود قبل از اقلام غیرمترقبه بر متوسط کل حقوق صاحبان بزرگ‌تر(ROE)سهام محاسبه می‌شود. شرکت‌های دارای شرکت‌ها، به عنوان(ROE) یا مساوی نسبت به متوسط شرکت‌های دارای هزینه نمایندگی کمتر تعریف می‌شوند یعنی شرکت‌های دارای عملکرد بهتر دارای حاکمیت شرکتی کافی می‌باشند. و همچنین از چهار معیار(ROA ، ROE ،Q توبین و حاشیه سود) برای ارزیابی عملکرد استفاده می‌شود. از چهار معیار ذکر شده، سه معیار (ROA ، ROE و حاشیه سود) از معیارهای ارزیابی عملکرد مالی و حسابداری و معیار Qتوبین، شاخص ارزیابی عملکرد بازار می‌باشند. برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت از بازده کل دارایی‌ها (ROA) و شاخص Q توبین استفاده شده است. ROA عبارت است از سود خالص تقسیم بر مجموع دارایی‌ها و نسبت Q توبین نیز عبارت است از ارزش بازار شرکت (میانگین قیمت سهام سالانه شرکت ضرب در تعداد سهام به علاوه مجموع بدهی‌ها) تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها می‌باشد.

۴- فرضیه‌های پژوهش

بر اساس روابط بین متغیرهای موجود در چارچوب مدل مفهومی پژوهش عبارتند از:

فرضیه اصلی پژوهش:

۱) بین رفتار تونل‌وار سهام‌داران بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استراتژی‌های مالی و حاکمیت شرکتی رابطه معناداری وجود دارد.

۲) هماهنگی استراتژی مالی با حاکمیت شرکتی باعث بهبود عملکرد مالی می‌شود.

فرضیه فرعی پژوهش:

۱) استراتژی مالی ریسک‌گریزی با حاکمیت شرکتی ضعیف و ناکافی سازمان هماهنگ‌تر است و این هماهنگی عملکرد مالی را بهبود می‌بخشد.

www.SID.ir

Archive of SID

۲) استراتژی مالی میانه‌رو متمایل به ریسک‌پذیری با حاکمیت شرکتی قوی و ناکافی سازمان هماهنگ‌تر است و این هماهنگی عملکرد مالی را بهبود می‌بخشد.
۳) استراتژی مالی ریسک‌پذیری با حاکمیت شرکتی قوی و کافی سازمان هماهنگ‌تر است و این هماهنگی عملکرد مالی را بهبود می‌بخشد.
۴) استراتژی مالی میانه‌رو متمایل به ریسک‌گریزی با حاکمیت شرکتی ضعیف و کافی سازمان هماهنگ‌تر است و این هماهنگی عملکرد مالی را بهبود می‌بخشد.

۵- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش بر مبنایی نتیجه‌ی تحقیق توسعه‌ای و بر مبنای هدف، توصیفی- تبیینی و بر مبنای نوع داده، کمّی و کیفی؛ از نظر کنترل محقق، مستقل از موضوع و بر مبنای روش، پس رویدادی است. جامعه آماری تحقیق کلیه شرکت‌های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می-باشد، که سهام آن‌ها طی سال 1394مورد معامله قرار گرفته بودند. از کل جامعه آماری به روش غربال سیستماتیک و با توجه به شرایط زیر 25 شرکت انتخاب شد.

۱) به منظور قابلیت مقایسه اطلاعات مالی، پایان سال مالی شرکت منتهی به 29 اسفند باشد.
۲) اطلاعات مالی شرکت‌ها در دوره مورد مطالعه در دسترس باشد.
۳) داده‌های مربوط به تحقیق از تحلیل صورت‌های مالی حسابرسی شده پایان دوره مالی شرکت‌ها، تصمیمات مجمع عمومی عادی سالیانه صاحبان سهام استخراج شده است.
۴) شرکت‌هایی که طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ دوره مالی خود را تغییر نداده باشند.
۵) امکان دسترسی به اطلاعات مالی و سایر اطلاعات مورد نیاز آن‌ها باشد.
۶) شرکت‌هایی که طی دوره مورد بررسی زیان ده نباشند.
۷) شرکت‌هایی که قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس پذیرفته شده باشند.
۸) درمجموعه صنعت بانک‌ها و موسسات اعتباری و سرمایه‌گذاری مالی نباشند.
۹) صورت‌های مالی، از بانک‌های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران(کدال، تدبیر پرداز ، ره‌آورد نوین،SEO) گردآوری شده است.

پس از اعمال محدودیت‌های فوق، تعداد ۲۵ شرکت به عنوان نمونه آماری تحقیق انتخاب شدند. جهت تجزیه و تحلیل نهایی داده‌ها نیز از نرم افزار spss 21 و مدل رگرسیونی استفاده شده است.

www.SID.ir

Archive of SID

۶- تحلیل داده‌ها

در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از نرم افزار spss 21 و مدل رگرسیونی استفاده شد. فرضیه اصلی استفاده از آمار پارامتریک، برقراری نرمال بودن توزیع و تصادفی بودن داده‌ها(استقلال داده-ها) است. برای آزمون توزیع نرمال بودن داده‌های حاصل از عملکرد شرکت از آزمون تک نمونه‌ای کولموگورف- اسمیرنف استفاده شده است. که نتایج آن در جدول ۲ نشان داده شده است.

جدول ۲- آزمون نرمال بودن داده‌های مربوط به عملکرد شرکت‌ها

عملکرد	گونه‌های حاکمیت شرکتی	سطح معناداری(Sig)	تعداد(N)	نتیجه نرمال بودن
ROA	گونه(۱)	۰,۶۶۴	۴۴	تایید
	گونه(۲)	۰,۶۶۴	۵۲	تایید
	گونه(۳)	۱,۰۰۰	۱۱	تایید
	گونه(۴)	۰,۵۰۱	۱۸	تایید
	کل	۰,۰۱۸	۱۲۵	رد
ROE	گونه(۱)	۰,۹۳۵	۴۴	تایید
	گونه(۲)	۰,۰۰۸	۵۲	رد
	گونه(۳)	۰,۹۸۹	۱۱	تایید
	گونه(۴)	۰,۲۳۲	۱۸	تایید
	کل	۰,۰۰۰	۱۲۵	رد
حاشیه سود	گونه(۱)	۰,۵۳۴	۴۴	تایید
	گونه(۲)	۰,۱۹۷	۵۲	تایید
	گونه(۳)	۰,۴۸۲	۱۱	تایید
	گونه(۴)	۰,۰۲۶	۱۸	تایید
	کل	۰,۰۰۰	۱۲۵	رد
Qتوبین	گونه(۱)	۰,۴۲۵	۴۴	تایید
	گونه(۲)	۰,۱۷۱	۵۲	تایید
	گونه(۳)	۰,۸۴۱	۱۱	تایید
	گونه(۴)	۰,۴۹۹	۱۸	تایید
	کل	۰,۰۱۹	۱۲۵	رد

www.SID.ir

Archive of SID

۷- یافته‌های پژوهش

۷-۱- آزمون فرضیه اصلی پژوهش

در این بخش، ابتدا الگوی لازم برای تخمین مدل تعیین گردیده و سپس مدل تحقیق برآورد و نتایج حاصل از آن تفسیر می‌شود. در نتیجه برازش مدل، نتایج فرضیه های تحقیق ارائه می گردد. هم‌چنین آزمون مفروضات آماری مربوط به مدل شامل استقلال باقیمانده‌ها ارائه می‌گردد. پیش از برازش مدل رگرسیونی به منظور تعیین تابلویی و یا تلفیقی بودن مدل، از آزمون چاو یا F مقید استفاده می‌شود. فرضیه صفر آماری در آزمو چاو مبنی بر مناسب بودن مدل تلفیقی و فرضیه مقابل آن مبنی بر مناسب بودن مدل پانل است. علاوه بر این، فرضیه مخالف آزمون هاسمن مبنی بر مناسب بودن روش اثرات تصادفی و فرضیه موافق آن مناسب بودن روش اثرات ثابت می باشد. نتایج حاصل از این آزمون چار (F لیمر) و هاسمن در جدول زیر ارائه شده است.

جدول شماره۳- نتایج آزمون چاو برای مدل رگرسیونی پژوهش

مدل	آزمون	مقدار آماره	سطح معناداری	نتیجه
(۱-۱)	چاو	1.116556	0.2166	تلفیقی
	هاسمن	-	-	-

با توجه به سطح معناداری آزمون چاو و هاسمن، نتایج به دست آمده بیان‌گر این است که برای مدل روش مناسب، داده‌های تلفیقی و روش مناسب‌تری می‌باشد.

آزمون مدل رگرسیونی و نتایج حاصل

همان طور که در بخش قبلی تشریح شد، مدل رگرسیونی اول پژوهش با استفاده از روش داده-های تلفیقی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است که نتایج حاصل از آن در جدول۴ ارایه شده است. ضمنا آزمون‌های دیگری نیز مورد بررسی قرار گرفته که در ادامه تشریح می شوند.

برای بررسی خوبی مدل، معمولا از معیارهای ضریب تعیین (R^2)، ضریب تعیین تعدیل شده (Adj. R^2) و دوربین– واتسون (D-W) و برای بررسی معنی‌داری مدل نیز از آماره F استفاده می‌شود. همان‌طور که در جدول۴ مشاهده می‌شود، مقدار ضریب تعیین برابر ۰/390835 و ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/385508 می‌باشد و بدین معنی می‌باشد که قدرت توضیح دهندگی و برازش مدل در سطح خوبی قرار دارد. آماره دوربین – واتسون برابر با ۱/947732 می‌باشد، و از آن

www.SID.ir

Archive of SID

جایی که بازه ۱/۵ تا ۲/۵ نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی از مرتبه اول می‌باشد، در نتیجه خودهمبستگی از مرتبه اول در جزء خطای مدل وجود ندارد.

جدول شماره ۴- نتایج آزمون مدل رگرسیونی

$$PERF_{it} = \beta_0 + \beta_1 FIRST_{it} + \beta_2 FIRST2_{it} + \beta_3 AFFIL \times FIRST_{it} + \beta_4 LEVER_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 TANG_{it} + \beta_7 RISK_{it} + \beta_8 GROW_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرهای مستقل و کنترلی	نماد	ضریب	آماره تی‌استیودنت	سطح معنی‌دار	VIF	نتیجه
عرض از مبدا	β_0	3.686379	8.737816	0.0000	-	تایید
نسبت سهام بزرگ ترین سهام دار	FIRST	-0.128385	-7.652963	0.0000	1.039460	تایید
مربع نسبت سهام بزرگ ترین سهام دار	FIRST_2	0.000169	2.954542	0.0031	1.045787	تایید
بزرگ ترین سهامدار قبلی در بزرگ ترین سهام دار	AFFIL*FIRST	-0.002828	-2.518564	0.0118	4.199582	تایید
اهرم مالی	LEVER	-2.041340	-10.81556	0.0000	1.043589	تایید
اندازه شرکت	SIZE	-0.153672	-5.132148	0.0000	1.080271	تایید
نسبت دارایی های محسوس	TANG	-1.345918	-5.557357	0.0000	1.032860	تایید
ریسک	RISK	-0.097409	-6.036825	0.0000	1.023353	تایید
رشد	GROW	-0.003963	-0.536713	0.5915	1.032322	رد
ضریب تعیین (R^2)		0.390835	دوربین - واتسون (D-W)		1.947732	
ضریب تعیین تعدیل شده ($Adj.R^2$)		0.385508	آماره F (سطح معنی‌دار)		30.03167 (۰/000)	
آماره آزمون آرچ		0.001624	سطح معناداری		0.9679	

در نهایت مقدار آماره F برابر 30/03167 و مقدار احتمال آن نیز برابر ۰/۰۰۰ می‌باشد و از آن جایی که مقدار احتمال آن کمتر از ۰/۰۵ است، لذا معنی‌داری مدل تایید می‌شود. هم چنین، با توجه به اینکه مقدار VIF کمتر از ۱۰ مورد قبول می باشد، در نتیجه عدم همخطی بین متغیرهای تحقیق پذیرفته می شود. علاوه بر این، به منظور آزمون همسانی واریانس اجزای خطا نیز از آزمون آرچ استفاده شده است. سطح معناداری این آزمون نیز بزرگ تر از خطای نوع اول ۰/۰۵ برآورد شده (*P-Value* = ۰/9679) که نشان از همسانی واریانس اجزای خطای مدل در سطح خطای ۰/۰۵ دارد. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت بین رفتار تونل زنی سهام داران بزرگ و عملکرد مالی شرکت‌های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. و نیز می‌توان گفت ارتباط یو شکلی بین بزرگ‌ترین سهامدار و بازده حقوق صاحبان سهام در بین شرکت‌های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. که این ارتباط معکوس و معنادار می باشد.

www.SID.ir

Archive of SID

۷-۲- آزمون فرضیه اصلی پژوهش

برای آزمون این فرضیه به گونه‌های هماهنگ عدد(۱) و به گونه‌های ناهماهنگ عدد(۲) را اختصاص داده‌ایم و از آزمون مقایسه میانگین دو جامه مستقل برای تجزیه و تحلیل فرضیه استفاده شده است. ۳۵ شرکت (۲۸٪) دارای گونه‌ی هماهنگ و ۹۰ شرکت(۷۲٪) کونه‌ی ناهماهنگ داشتند. جداول ۵ و۶ نتایج این آزمون را نشان می‌دهد.

جدول شماره۵- نتایج آزمون مقایسه میانگین دو جامعه مستقل برای فرضیه‌ی اصلی

متغیرها (عملکرد)	آزمون لون برای برابری واریانس‌ها		آزمون t برای برابری میانگین‌ها			
	F	Sig	t	Sig (دو دامنه)	فاصله اطمینان(۹۵٪) پایین	بالا
ROA	۰,۷۶۷	۰,۴۲۱	۳,۰۲۳	۰,۰۰۳	۰,۰۲۴۵	۰,۲۱۲۳
ROE	۴,۰۸۲	۰,۰۳۵	۳,۶۵۷	۰,۰۰۱	۰,۰۷۵۸	۰,۱۹۸۷
حاشیه سود	۰,۸۶۷	۰,۳۴۷	۲,۱۵۷	۰,۰۳۴	۰,۰۰۵۲	۰,۲۴۵۶
Qتوبین	۰,۳۱۶	۰,۲۳۶	۲,۸۴۵	۰,۰۱۴	۰,۰۳۲۴	۰,۴۷۲۱

با توجه به نتایج آزمون لون، سطح معناداری مربوط به همه‌ی متغیرهای عملکرد به جز ROE بزرگ‌تر از سطح معناداری ۵٪ می‌باشد، پس تساوی واریانس‌ها در سطح خطای ۵٪ پذیرفته می-شود. سطح معناداری آزمون تساوی میانگین‌ها برای متغیرهای ROA، حاشیه سود و Qتوبین کمتر از ۵٪ است. به عبارت بهتر در میان میانگین عملکرد گروه‌ها اختلاف معناداری وجود دارد. برای مشخص کردن اینکه عملکرد کدام گروه بهتر است کافی است حد پایین و بان را مورد توجه قرار دهیم اگر هر دو حد مثبت باشد نتیجه می‌گیریم که میانگین گروه اول از گروه دوم بزرگ‌تر است. با توجه به جدول بالا چون هر دو حد متغیرهای ROA، حاشیه سود و Qتوبین مثبت است نتیجه می‌گیریم که عملکرد گروه اول (۱) بهتر و بزرگ‌تر از گروه دوم (۲) می‌باشد($\mu1>\mu2$). اما در مورد متغیر ROE چون سطح معناداری مربوط به آزمون لِونن کمتر از 5 درصد است از اطلاعات سطر دوم برای نتیجه‌گیری در مورد میانگین استفاده شد. سطح معناداری آزمون تساوی میانگین‌ها کمتر از 5 درصد است پس بین میانگین عملکرد گروه‌ها اختلاف معنادار وجود دارد و چون حد پایین و بان مثبت است نتیجه میگیریم که عملکرد گروه اول بیشتر از گروه دوم است به عبارت بهتر($\mu1>\mu2$). همچنین آزمون ناپارامتریک یو من ویتنی نیز برای آزمون فرضیه اصلی استفاده شد که نتایج آن به صورت زیر می‌باشد.

www.SID.ir

Archive of SID

جدول۶- نتایج آزمون یومن- ویتنی برای فرضیه اصلی

متغیرهای عملکرد	گونه‌های هماهنگ و ناهماهنگ	تعداد	میانگین رتبه‌ها	یومن- ویتنی	Sig
ROA	۱	۳۵	۹۲,۷۶	۱۳۱۸	۰,۰۰۰
	۲	۹۰	۶۴,۱۴		
ROE	۱	۳۵	۹۱,۸۷	۱۳۲۰	۰,۰۰۰
	۲	۹۰	۶۴,۹۵		
حاشیه سود	۱	۳۵	۷۸,۴۹	۱۵۳۸	۰,۰۰۴
	۲	۹۰	۵۷,۱۹		
Qتوبین	۱	۳۵	۸۹,۱۴	۱۵۹۹	۰,۰۱۱
	۲	۹۰	۶۵,۴۲		

با مقایسه میانگین رتبه‌ها نتیجه می‌گیریم که میانگین عملکرد گونه‌های هماهنگ بیشتر از گونه‌های ناهماهنگ می‌باشد. که این نتایج نیز همسو با آزمون t می‌باشد و فرضیه اصلی تحقیق را مورد تأیید قرار می‌دهد.

۷-۳- آزمون فرضیه فرعی ۱) برای حاکمیت شرکتی ضعیف و ناکافی

از ۱۱ شرکت، ۵ شرکت دارای گونه‌ی هماهنگ و ۶ شرکت گونه‌ی ناهماهنگ داشتند. که در جدول ۷ آزمون مقایسه میانگین دو جامعه مستقل را برای حاکمیت شرکتی ضعیف و ناکافی نشان می‌دهد.

جدول۷) آزمون مقایسه میانگین دو جامعه مستقل(t-test) برای حاکمیت شرکتی ضعیف و ناکافی

متغیرها (عملکرد)	آزمون لون برای برابری واریانس‌ها		آزمون t برای برابری میانگین‌ها			
	F	Sig	t	Sig (دو دامنه)	فاصله اطمینان(۹۵٪)	
					پایین	بالا
ROA	۰,۰۲۸	۰,۸۷۴	۳,۶۳۶	۰,۰۰۰۵	۰,۰۱۶۶	۰,۰۷۱۶
ROE	۰,۸۷۴	۰,۱۹۶	۳,۸۳۱	۰,۰۰۴	۰,۰۴۶۰	۰,۱۷۸۸

با توجه به جدول شماره ۶ معناداری تفاوت میانگین عملکرد برای متغیرهای ROA و ROE رد نمی-شود. همچنین با توجه به حد پایین و بالا که هر دو مثبت هستند می‌توان نتیجه گرفت که میانگین عملکرد شرکت‌های هماهنگ بیشتر از شرکت‌های ناهماهنگ است($\mu1>\mu2$).

www.SID.ir

Archive of SID

۷-۴- آزمون فرضیه فرعی ۲) برای حاکمیت شرکتی قوی و ناکافی

از ۱۸ شرکت، ۶ شرکت دارای گونه‌ی هماهنگ و ۱۲ شرکت گونه‌ی ناهماهنگ داشتند. که در جدول۸ آزمون مقایسه میانگین دو جامعه مستقل را برای حاکمیت شرکتی قوی و ناکافی نشان می‌دهد.

جدول۸- آزمون مقایسه میانگین دو جامعه مستقل(t-test) برای حاکمیت شرکتی قوی و ناکافی

متغیرها (عملکرد)	آزمون لون برای برابری واریانس‌ها		آزمون t برای برابری میانگین‌ها			
	F	Sig	t	Sig (دو دامنه)	فاصله اطمینان(۹۵٪)	
					پایین	بالا
ROA	۹,۶۵۸	۰,۰۰۶	۲,۸۴۲	۰,۰۱۱	۰,۰۳۴	۰,۲۱۷۳
ROE	۶,۳۵۴	۰,۰۱۴	۳,۱۴۳	۰,۰۰۸	۰,۲۱۳۴	۰,۷۴۵۶

با توجه به جدول ۷ معناداری تفاوت میانگین عملکرد برای متغیرهای ROA و ROE رد نمی‌شود. همچنین با توجه به حد پایین و بالا که هر دو مثبت هستند می‌توان نتیجه گرفت که میانگین عملکرد شرکت‌های هماهنگ بیشتر از شرکت‌های ناهماهنگ است پس فرضیه دوم نیز مورد تأیید قرار می‌گیرد($\mu1>\mu2$).

۷-۵- آزمون فرضیه فرعی۳) برای حاکمیت شرکتی قوی و کافی

از ۵۲ شرکت، ۱۴ شرکت دارای گونه‌ی هماهنگ و ۳۸ شرکت گونه‌ی ناهماهنگ داشتند. که در جدول۹ آزمون مقایسه میانگین دو جامعه مستقل را برای حاکمیت شرکتی ضعیف و کافی نشان می‌دهد.

جدول۹- آزمون مقایسه میانگین دو جامعه مستقل(t-test) برای حاکمیت شرکتی ضعیف و کافی

متغیرها (عملکرد)	آزمون لون برای برابری واریانس‌ها		آزمون t برای برابری میانگین‌ها			
	F	Sig	t	Sig (دو دامنه)	فاصله اطمینان(۹۵٪)	
					پایین	بالا
ROA	۰,۰۰۶	۰,۹۴۱	۴,۰۶۴	۰,۰۰۰	۰,۱۰۰۵	۰,۲۴۵۷
حاشیه سود	۰,۰۰۱	۱,۰۰۱	۳,۸۴۲	۰,۰۰۰	۰,۱۲۸۷	۰,۴۱۲۵
Qتوبین	۳,۸۷۲	۰,۰۵۴	۴,۶۴۳	۰,۰۰۰	۰,۴۳۰۶	۱,۰۵۴۹

www.SID.ir

Archive of SID

با توجه به جدول ۸، فرضیه برابری واریانس‌ها (H_0) برای متغیرهای ROA ، حاشیه سود و Q توبین رد نمی‌شود، بنابراین برای تفاوت میانگین عملکرد گروه‌ها از اطلاعات سطر اول استفاده می-کنیم در مورد معناداری تفاوت میانگین عملکرد گروه‌ها برای متغیرهای ROA، حاشیه سود و Q توبین رد نمی‌شود به عبارت بهتر میانگین عملکرد شرکت‌هایی که استراتژی مالی گونه سوم آن‌ها با مرحله بلوغ سازمان هماهنگ‌تر است نسبت به شرکت‌هایی که ناهماهنگ هستند متفاوت است(رد فرضیه H_0 برای برابری میانگین‌ها). و چون حد پایین و بالا همه مثبت هستند نتیجه می‌گیریم که میانگین عملکرد شرکت‌های هماهنگ(گونه سوم با حاکمیت شرکتی قوی و کافی) نسبت به شرکت‌های ناهماهنگ بیشتر است.

۷-۶- آزمون فرضیه فرعی۴) برای حاکمیت شرکتی ضعیف و کافی

از ۴۴ شرکت، ۱۰ شرکت دارای گونه‌ی هماهنگ و۳۴ شرکت گونه‌ی ناهماهنگ داشتند. که در جدول۱۰ آزمون مقایسه میانگین دو جامعه مستقل را برای حاکمیت شرکتی ضعیف و کافی نشان می‌دهد.

جدول۱۰) آزمون مقایسه میانگین دو جامعه مستقل(t-test) برای حاکمیت شرکتی ضعیف و کافی

متغیرها (عملکرد)	آزمون لون برای برابری واریانس‌ها		آزمون t برای برابری میانگین‌ها			
	F	Sig	t	Sig (دو دامنه)	فاصله اطمینان(۹۵٪)	
					پایین	بالا
ROE	۸,۷۵۴	۰,۰۰۵	۲,۸۴۹	۰,۰۰۶	۰,۰۲۵۸	۰,۱۵۷۸

معناداری تفاوت میانگین عملکردها در متغیر ROE تأیید و در بقیه رد شد. در نتیجه می‌توان گفت میانگین عملکرد(ROE) شرکت‌هایی که استراتژی مالی نوع چهارم آنها با حاکمیت شرکتی ضعیف و کافی سازمان هماهنگ‌تر است نسبت به شرکت‌های ناهماهنگ متفاوت است($\mu1>\mu2$). جمع‌بندی نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه‌های اصلی و فرعی تحقیق، روابط موجود در مدل مفهومی تحقیق را تأیید نموده است.

۸- نتیجه‌گیری و بحث

امروزه یکی از چالش‌های اساسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، هماهنگی میان حاکمیت شرکتی با استراتژی مالی آنهاست. مطالعات مختلف نشان می‌دهد که

www.SID.ir

Archive of SID

هماهنگی در سطوح مختلف سازمان باعث وحدت‌گرایی و هم‌افزایی و در نهایت باعث افزایش عملکرد آن‌ها می‌شود. هدف اصلی تحقیق بررسی مدل هماهنگی استراتژی مالی و حاکمیت شرکتی و رفتار تونل‌زنی سهامداران با عملکرد مالی بر اساس نقاط مرجع استراتژی است. بدین گونه که شرکت‌ها پس از تعیین اینکه در کدام یک از گویه‌های حاکمیت شرکتی قرار گرفته‌اند و همچنین پیش بینی رفتار تونل‌وار سهام‌داران و استراتژی مالی مناسب را انتخاب کنند تا در نهایت باعث افزایش عملکرد شرکت و افزایش ثروت سهام‌داران شوند. به طور کلی عوامل زیادی سازمان‌ها و شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهند که می‌توان آن‌ها را در دو دسته کلی طبقه‌بندی کرد۱) عواملی که درونی بوده و تحت کنترل و در حوزۀ اختیار مدیریت شرکت‌ها است مانند برنامه‌ریزی استراتژیک و ۲) عواملی که خارجی بوده و تحت کنترل و حوزۀ اختیار مدیریت شرکت‌ها نیست مانند وضعیت عمومی اقتصاد کشور، سیاست‌های دولت. این دو دسته عوامل ریشه اصلی مسائل و دشواری‌های شرکت‌ها هستند که بررسی و برنامه‌ریزی برای رفع آن‌ها می‌تواند منجر به موفقیت شرکت‌ها در بازارهای داخلی، خارجی و کسب مزیت رقابتی و نهایتاً افزایش عملکرد آن‌ها شود. برنامه‌ریزی برای رفع این مشکلات خود مستلزم دو سری اقدامات می‌باشد ۱) اقداماتی که خود شرکت‌ها باید انجام دهند و ۲) اقداماتی که سایر نهادها و دستگاه‌های تأثیرگذار و نقش آفرین مانند دستگاه‌های دولتی باید انجام دهند. در واقع این دو دسته اقدامات دو روی یک سکه هستند که قصور در هر کدام از آن‌ها موجب شکست یا حداقل کاهش کارایی لازم شرکت‌ها خواهد شد. نتایج حاصلبه شرح زیر می‌باشد:

آزمون فرضیه اصلی پژوهش حاضر با نتایج تحقیقات، دو و همکاران (۲۰۱۳)، لیانگبوما و همکاران (۲۰۱۳) هم راستا و با نتایج اوسانگ(۲۰۱۵) و کای (۲۰۱۲) ناسازگار می‌باشد. همچنین نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های فرعی: میانگین عملکرد مالی شرکت‌های که استراتژی مالی ریسک‌گریزی با حاکمیت شرکتی ضعیف و ناکافی سازمان هماهنگ‌تر است و این هماهنگی عملکرد مالی را بهبود می‌بخشد. با نتایج تحقیقات، اعرابی و عابدی(۱۳۹۰)، اعرابی و رزمجویی(۱۳۹۰) سازگار بود. استراتژی مالی میانه‌رو متمایل به ریسک‌پذیری با حاکمیت شرکتی قوی و ناکافی سازمان هماهنگ‌تر است و این هماهنگی عملکرد مالی را بهبود می‌بخشد. با نتایج تحقیقات، اعرابی و عابدی(۱۳۹۰)، اعرابی و رزمجویی(۱۳۹۰)و راجیو و همکاران(۲۰۱۴)، فوسو(۲۰۱۳) سازگار بود. استراتژی مالی ریسک‌پذیری با حاکمیت شرکتی قوی و کافی سازمان هماهنگ‌تر است و این هماهنگی عملکرد مالی را بهبود می‌بخشد. با نتایج تحقیقات، اعرابی و عابدی(۱۳۹۰)، اعرابی و رزمجویی(۱۳۹۰)، نیک‌بخت و رحمانی‌نیا(۱۳۸۹) سازگار بود. استراتژی مالی میانه‌رو متمایل به ریسک‌گریزی با حاکمیت شرکتی ضعیف و کافی سازمان هماهنگ‌تر است و این هماهنگی عملکرد مالی را بهبود می‌بخشد. با نتایج تحقیقات، اعرابی و عابدی(۱۳۹۰)، اعرابی و

www.SID.ir

Archive of SID

رزمجویی(۱۳۹۰)، نیک‌بخت و رحمانی‌نیا(۱۳۸۹) سازگار بود. لذا به شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که نه تنها اقدام به برنامه‌ریزی و تدوین استراتژی مالی و زیر سیستم‌های آن نمایند بلکه، رفتار تونل‌وار سهام‌داران و چالش هماهنگی استراتژیک در حوزهٔ وظیفه‌ای مالی را نیز مورد توجه قرار داده و جهت رفع آن استراتژی‌هایی را برای اجرا انتخاب نمایند که از هماهنگی بیشتری نسبت به سایر استراتژی-ها برخوردار باشند. زیرا بر اساس نتایج تحقیق، شرکت‌هایی که هماهنگی استراتژیک بیشتری با رفتار تونل‌وار سهامداران داشته‌اند نسبت به شرکت‌هایی که از هماهنگی استراتژیک کمتری برخوردار بودند، عملکرد بهتری داشتند.

www.SID.ir

Archive of SID

فهرست منابع

* اعرابی، سید محمد(۱۳۸۵)،جزوه تهیه شده درس فلسفه روش تحقیق، بهار ۱۳۸۵.
* اعرابی، سید محمد؛ رزمجوئی، محرم(۱۳۹۰)، "استراتژی‌های مالی و بازده سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعات مدیریت راهبردی، زمستان، شماره ۸، صص۱۴۱-۱۶۶.
* اعرابی، سید محمد؛ عابدی، رحیم(۱۳۹۰)،" رابطه هماهنگی بین استراتژی‌های مالی، سرمایه-گذاری، تامین مالی، تقسیم سود و سرمایه در گردش با عملکرد سازمانی: شرکت داروسازی اکسیر"، پژوهش‌های مدیریت در ایران- مدرس علوم انسانی، دوره ۱۵، شماره ۴، زمستان۱۳۹۰.
* دیوید، فردآر(۲۰۰۶)، "مدیریت استراتژیک"، ترجمه علی پارسائیان و سید محمد اعرابی، تهران، انتشارات دفتر پژوهش‌های فرهنگی، چاپ ۲۰، ۱۳۹۳.
* حساس یگانه، یحیی(۱۳۹۳)،"فلسفه حسابرسی"، تهران، انتشارات علمی و فرهنگی.
* عابدی، رحیم؛ زینال‌زاده، حامد(۱۳۹۴)،" مدل هماهنگی استراتژی مالی و چرخه عمر سازمان با عملکرد مالی شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله‌ی پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره هفتم، شماره دوم، پیاپی ۶۹/۳، صص ۸۵-۱۱۶.
* مشکی میاوقی، مهدی؛ هاشمی سعادت، مریم(۱۳۹۴)، "بررسی رابطه حاکمیت شرکتی با احتمال وقوع ورشکستگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق تهران"، پژوهش حسابداری، شماره۱۷.
* نیکومرام، هاشم؛ محمدزاده سالطه، حیدر(۱۳۸۹)،" ارائه الگویی برای تبیین ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کیفیت سود"، مجله حسابداری مدیریت، سال سوم، شماره۴.
* Ahmed, K., & Nicholls, D. (1994). The impact of non-financial company characteristics on mandatory disclosure in developing countries: The case of Bangladesh. The International Journal of Accounting, 29, 62-77.
* Bender, R. & Ward, K. (2002). Corporate Financial Strategy (second Ed). MPG Books Ltd, Bodmin, Cornwall.
* Clarke, G., Roger, Wssss., Brent Daines, H., Robert and Nadauld. D. Stephen (1990). Strategic Financial Management. Richard D.Irwin, Inc.
* Doty, D. H., Glick, W. H., & Huber, G. P. (1993). Fit, equifinality, and organizational effectiveness: A test of two configurationally theories.
* Fosu, s., (2013), "Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa", The Quarterly Review of Economics and Finance,xxx ,PP: 1–12.
* Liu, Y.Y., Li , H.M, (2015), Negative media coverage, law environment and tunneling of controlling shareholder", China Finance Review International, Vol. 5 Iss 1 pp. 3-18

www.SID.ir

Archive of SID

- Margariti,D., & Psillaki, M, (2010)," Capital structure, equity ownership and firm performance", Journal of Banking & Finance,Vol 34, PP. 621–632.
- Performance:Evidence from Malaysian Listed Companies", Procedia - Social and Behavioral Sciences, Vol 65, pp. 156 – 166.
- Peasnell, K.; Pope, P.; and Young, S. (2005) “Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals?” Journal of Business Finance & Accounting. 32: 1311-1346.
- Pettit, J. (2007). Strategic Corporate Finanace. John Wiley & Sons, Inc.
- Rajiv, D. B., and Raj, M., and Arindam. T. (2014). Does a Differentiation Strategy Lead to More Sustainable Financial Performance than a Cost Leadership Strategy?. Management Decision, Vol. 52, No. 5, Pp. 872 - 896
- Salim, M., & Yadav,R. (2012). "Capital Structure and Firm
- Wallace, R. S. O. (1988, Autumn).Corporate financial reporting in Nigeria. Accounting and Business Research, 18(72), 352-362.

www.SID.ir