

## استراتژی‌های مالی و بازده سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران

سیدمحمد اعرابی\*، محرم رزمجوئی\*\*

### چکیده

بر اساس تعریف به جایگاه استراتژی مالی بعدی از استراتژی شرکت است که ماهیت و جهت امور مالی سازمان را تعیین می‌کند. همچنین بر اساس تعریف به اجزاء، استراتژی مالی، شامل استراتژی تأمین مالی، استراتژی سرمایه در گردش، استراتژی سرمایه‌گذاری و استراتژی تقسیم سود می‌شود. الگوهای مختلفی برای ایجاد هماهنگی بین استراتژی‌های مالی مختلف وجود دارد. در این تحقیق از تئوری نقاط مرجع استراتژیک استفاده شده است. مطالعات مختلف نشان داده است که وجود هماهنگی در سطوح مختلف سازمان منجر به عملکرد بهتر می‌شود. لذا هدف اصلی این تحقیق، بررسی اثر هماهنگی استراتژی‌های مالی بر عملکرد شرکت‌هاست. جامعه آماری تحقیق، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند که از میان آن‌ها ۶۲ شرکت با استفاده از نمونه‌گیری طبقه‌ای (با جایگذاری از جامعه محدود) برای نمونه آماری انتخاب شده‌اند. نتایج آزمون فرضیات تحقیق نشان می‌دهد که وجود هماهنگی بین هر یک از گونه‌های استراتژی زیرسیستم مالی با گونه استراتژی مالی شرکت (هماهنگی درونی-عمودی) باعث بهبود عملکرد می‌شود. همچنین هر چه هماهنگی گونه‌های استراتژی زیرسیستم مالی بیشتر باشد (هماهنگی درونی-افقی)، عملکرد بهتر خواهد بود.

**کلیدواژه‌ها:** تئوری نقاط مرجع استراتژیک؛ استراتژی مالی؛ استراتژی تأمین مالی؛ استراتژی سرمایه در گردش؛ استراتژی سرمایه‌گذاری؛ استراتژی تقسیم سود.

تاریخ دریافت مقاله: ۹۰/۰۵/۹، تاریخ پذیرش مقاله: ۹۰/۰۹/۱۲.

\* استاد، دانشگاه علامه طباطبائی.

Email: Razmjoy1980@yahoo.com

\*\* عضو هیأت علمی پژوهشکده مدیریت سما (نویسنده مسئول).

### ۱. مقدمه

استراتژی عبارت است از برنامه جامع و همه جانبه‌ای که نشان می‌دهد شرکت چگونه به مأموریت خود دست می‌یابد [۱۰]. دفت می‌گوید: استراتژی عبارت است از برنامه‌ای برای ایجاد رابطه متقابل با عوامل محیطی - که معمولاً ضد و نقیض هستند - برای تأمین هدف‌های سازمان. برخی از مدیران، هدف را مترادف استراتژی می‌دانند، ولی از دید وی، هدف مشخص می‌کند که سازمان به کجا می‌خواهد برود و استراتژی، تعیین کننده رسیدن به آنجاست [۱۲].

بیشتر سازمان‌ها به‌جای اتخاذ یک استراتژی جامع و واحد، از مجموعه‌ای از استراتژی‌های مرتبط استفاده می‌کنند که هر یک در سطوح مختلفی از شرکت طراحی می‌شوند. سطوح مهم استراتژی در بیشتر سازمان‌های بزرگ دارای چند کسب‌وکار عبارتند از: - استراتژی بنگاه یا شرکت<sup>۱</sup>؛ - استراتژی کسب‌وکار<sup>۲</sup> (واحد تجاری)؛ - استراتژی کارکردی<sup>۳</sup>. واحدهای کارکردی یا وظیفه‌ای در سازمان عبارتند از: سیستم مالی، سیستم انسانی، سیستم بازاریابی، سیستم تولید، سیستم تحقیق و توسعه، و سیستم اطلاعاتی. از میان این استراتژی‌ها، تمرکز این مقاله بر استراتژی مالی است. استراتژی مالی، چارچوبی برای هدایت تصمیم‌گیری‌هایی است که ماهیت و جهت امور مالی سازمان را تعیین می‌کند. استراتژی مالی، مجموعه‌ای پویا و مرتبط از واکنش‌ها و پاسخ‌هایی است که براساس شرایط محیطی مختلف و عکس‌العمل‌های سایر سازمان‌های موجود در آن محیط‌ها اتخاذ می‌شود [۱۹].

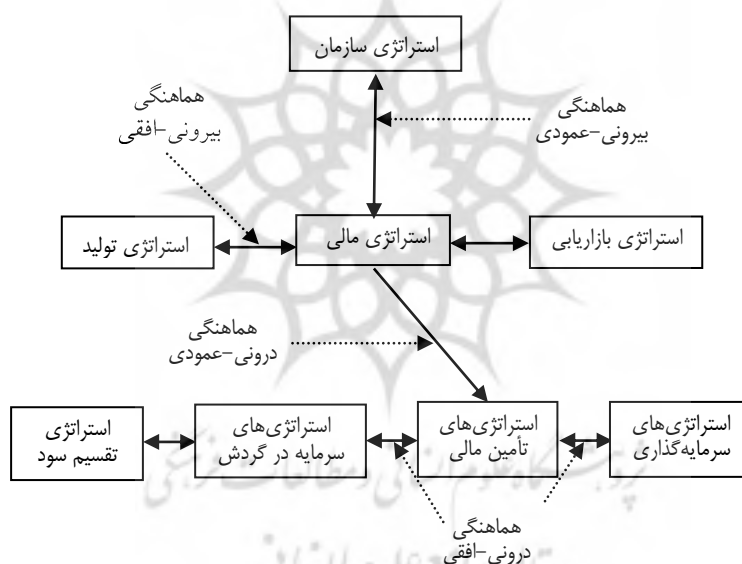
همانند سایر استراتژی‌های وظیفه‌ای (بازاریابی، عملیات، منابع انسانی و غیره) - که بیشتر شرکت‌ها هم‌اکنون آن‌ها را به‌عنوان ابعاد اساسی از فرآیند مدیریت استراتژیک خود تدوین می‌کنند، استراتژی مالی نیز باید براساس نیازهای کلی شرکت و استراتژی‌های رقابتی تدوین شود. اگر استراتژی مالی به‌طور صحیح طراحی و به‌طور مناسب اجرا گردد، می‌تواند ارزش مورد نظر سهام‌داران را افزایش دهد، اما در حالت عکس و به‌صورت شدیدتر اگر استراتژی مالی به‌صورت اشتباه استفاده شود، کل فعالیت و کسب‌وکار شرکت در معرض خطر قرار خواهد گرفت [۱].

---

1. Corporate Strategy  
2. Business Strategy  
3. Functional Strategy

## ۲. مبانی و چارچوب نظری تحقیق

هماهنگی به معنای همسویی، سازگاری و تناسب با جهتی خاص است. به عبارت دیگر، تطابق یک کیفیت با کیفیت دیگر و در جهت خاص که به هدف مشترک می‌انجامد. هماهنگی می‌تواند هم در سطح عملیاتی و هم در سطح استراتژیک و هم بین این دو سطح برقرار شود. منظور از هماهنگی در سطح استراتژیک، همخوانی و انطباق استراتژی‌های سطوح پایین‌تر سازمان و استراتژی‌های کارکردی با استراتژی کلان سازمان می‌باشد. این هماهنگی، جنبه‌های متفاوت دیگری را نیز دربر می‌گیرد که به اصطلاح هماهنگی درونی و بیرونی نامیده می‌شود. هر یک از سیستم‌های موجود در سطوح استراتژی سازمان هم با زیرسیستم‌های خودش (هماهنگی درونی) و هم با سطوح بالادست و سیستم‌های هم‌تراز خودش (هماهنگی بیرونی) باید هماهنگ باشد تا باعث ایجاد هم‌افزایی برای رسیدن به هدف‌های سازمان شود [۱]. از آن‌جا که در این پژوهش برآنیم تا هماهنگی استراتژی‌های مالی را تبیین نماییم، لذا می‌توان گفت مدل هماهنگی در این پژوهش از نوع هماهنگی درونی (درونی-افقی و درونی-عمودی) می‌باشد (شکل ۱).



شکل ۱. سطوح هماهنگی در مدیریت استراتژیک مالی [۱]

در دو دهه گذشته، چارچوب‌های زیادی ارائه شده است تا با آن‌ها بتوان گونه‌های آرمانی استراتژی‌های سازمانی را ارائه داد و هماهنگی آن‌ها را تبیین نمود. بررسی این چارچوب‌ها

نشان می‌دهد که جدیدترین آن‌ها در سال ۱۹۹۶ توسط فیگن باوم و همکارانش تحت عنوان تئوری نقاط مرجع استراتژیک<sup>۱</sup> مطرح شد. این تئوری بیان می‌کند که افراد و سازمان‌ها برای ارزیابی گزینه‌های فرارویشان می‌توانند از نقاط مرجع استراتژیک استفاده کنند. براساس دیدگاه بامبرگر و فیگن باوم (۱۹۹۶) نقاط مرجع استراتژیک عبارتند از اهداف یا شاخص‌های مرجعی که مدیران برای ارزیابی گزینه‌ها استفاده می‌کنند تا تصمیم‌گیری‌های استراتژیک را اتخاذ نمایند و اولویت‌های سازمانی یا سیستمی را به اطلاع ذی‌نفعان کلیدی خود برسانند. براساس تحقیق فیگن باوم، هارت و شندل (۱۹۹۶)، درک گزینه‌های نقاط مرجع استراتژیک سازمان، روشی است برای رسیدن به هماهنگی استراتژیک. نقاط مرجع استراتژیک، نقاطی برای هماهنگی هستند که اگر همه عناصر و سیستم‌های سازمان، خود را با آن هماهنگ نمایند، یک هماهنگی همه جانبه به وجود می‌آید [۱۰].

نظریه‌پردازان مختلف، هر یک براساس دیدگاه خود، نقاط مرجع خاصی را برای دستیابی به موفقیت سازمان‌ها برشمرده‌اند. کاهش هزینه (پورتر، ۱۹۸۰)؛ کیفیت (ایمای<sup>۲</sup>، ۱۹۸۶)؛ سرعت (استاک و هود<sup>۳</sup>، ۱۹۹۰)؛ نوآوری (فوستر<sup>۴</sup>، ۱۹۸۶)؛ نیازهای مشتریان (اوهمایه<sup>۵</sup>، ۱۹۸۸ و پیترز، ۱۹۸۷) و ذی‌نفعان (هندرسون<sup>۶</sup>، ۱۹۹۰) از جمله نقاطی هستند که به‌زعم نظریه‌پردازان ارائه‌کننده آن‌ها در صورت تأکید بر هر یک از این نقاط، سازمان به هماهنگی و در نتیجه به موفقیت نائل خواهد آمد. البته برخی نظریه‌پردازان دیگر از نقاط مرجع استراتژیک چند بعدی یا ترکیبی استفاده کرده‌اند. استفاده از این نقاط ترکیبی باعث گردید گونه‌های مختلف استراتژی به وجود آیند.

**نقاط مرجع استراتژیک در مبانی فلسفی تئوری‌های مدیریت.** بورل و مورگان (۱۹۷۹) دو دسته پیش‌فرض فلسفی را به‌عنوان نقاط مرجع برای طبقه‌بندی نظریه‌های علوم اجتماعی، از جمله نظریه‌های سازمان و مدیریت، مطرح می‌کنند. طبقه‌بندی ارائه شده توسط آن‌ها بهترین و کاربردی‌ترین طبقه‌بندی در تئوری‌های اجتماعی می‌باشد [۶]. ادعای محوری آن‌ها این است که "تمام نظریه‌های سازمان بر فلسفه‌ای از علم و نظریه‌ای از جامعه مبتنی است". بدین ترتیب، دو دسته پیش‌فرض فلسفی را به‌عنوان نقاط مرجع معرفی می‌کنند که عبارتند از: (۱) پیش‌فرض‌هایی درباره ماهیت علوم اجتماعی (که بعد عینی/ذهنی از آن حاصل می‌شود)

1. Strategic Reference Points (SRPs)
2. Emayee
3. Astack & Houdd
4. Foster
5. Ohmayeh
6. Henderson

و (۲) پیش‌فرض‌هایی درباره ماهیت جامعه (که بعد نظم‌دهی/تغییر بنیادی از آن حاصل می‌شود). در این تحقیق، دو بعد فوق به‌عنوان نقاط مرجع استراتژیک در مبانی فلسفی تئوری‌های مدیریت در نظر گرفته شده‌اند.

مبانی فلسفی بر "محتوای" نظریه‌ها تکیه دارد، ولی مبانی منطقی بر "مبانی شکلی" نظریه‌ها متکی است (اعرابی، ۱۳۸۸). این دو در امتداد یکدیگر قرار دارند و باید از محتوا به‌شکل رسید. به‌عبارت دیگر، برای جمع‌بندی نظریه‌های مدیریت باید تئوری‌ها یا دستگاه تئوری‌ها را استخراج کنیم. سه دسته‌بندی معروف و رایج در مبانی منطقی وجود دارد که عبارتند از: جمع‌بندی نظریه‌های غالب ارائه‌شده توسط سرآمدان نظریه‌پردازی در چهار دوره زمانی که توسط دبلیو ریچارد اسکات<sup>۱</sup> (۱۹۹۸) انجام شده است؛ چهار پارادایم برای تحلیل نظریه‌های اجتماعی که توسط بورل و مورگان<sup>۲</sup> (۱۹۷۹) مطرح شده‌اند؛ و الگوی اثربخشی و مجموعه‌ای از ارزش‌ها که توسط هال<sup>۳</sup> (۲۰۰۱) ارائه شده‌اند.

براساس تحقیقات انجام شده می‌توان نتیجه گرفت که سه دیدگاه مطرح شده در مبانی منطقی تئوری‌های مدیریت (اسکات؛ بورل و مورگان؛ هال) مترادف یکدیگر هستند و نقاط مرجع آن‌ها بر یکدیگر تطابق دارند. برای گونه‌شناسی الگوهای هر یک از سیستم‌ها و زیرسیستم‌های سازمان باید "نقاط مرجع اعلم" را از میان نقاط مرجع مطرح‌شده انتخاب کرد و سپس اقدام به گونه‌شناسی نمود. این موضوع در گونه‌شناسی استراتژی‌های مختلف در هر یک از سطوح استراتژی نیز صادق است [۴]. در این نوشتار، برای یافتن نقاط مرجع استراتژیک مالی و نیز گونه‌شناسی استراتژی‌های مالی از نقاط مرجع مبتنی بر دیدگاه هال، یعنی دو بعد توجه به‌داخل/خارج و میزان کنترل کم/شدید، استفاده شده است.

**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 مدنظر قرار می‌دهد یا مسائلی مانند نحوه و درصد سود تقسیمی، حضور فعال در بازارهای پولی و مالی و تأمین وجوه مورد نیاز از طریق این بازارها را. در صورتی که سازمانی موارد دسته اول را بیشتر مورد توجه قرار دهد، براساس تئوری نقاط مرجع استراتژیک گفته می‌شود که سازمان، توجه خود را بر محیط داخل سازمان

1. W. Richard Scott  
2. Burrell & Morgan  
3. Hall

متمرکز ساخته است و در حالت دوم گفته می‌شود که کانون توجه سازمان، بیشتر محیط خارج سازمان است.

**بعد کنترل در تدوین استراتژی مالی.** منظور از کنترل در استراتژی مالی این است که آیا مدیران سازمان‌ها کنترل شدید بر تصمیم‌گیری‌های مالی دارند و آیا سیستم مدیریتی سازمان از انعطاف کامل در این نوع تصمیم‌گیری‌ها برخوردار می‌باشد. نکته مهم این است که میزان کنترل در سازمان بر نوع استراتژی‌های مالی تأثیر می‌گذارد. علاوه بر این دو بعد فلسفی، در هر یک از استراتژی‌ها دو بعد مالی نیز تعریف خواهد شد.

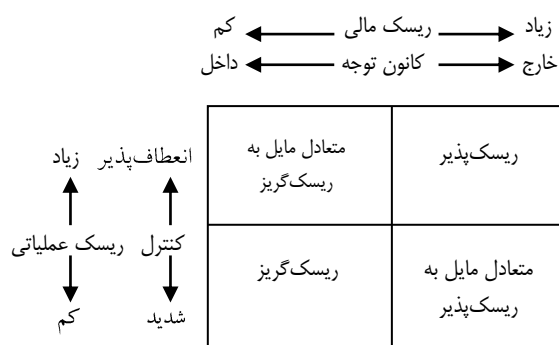
**گونه‌شناسی استراتژی‌های مالی.** استراتژی مالی، چارچوبی است که به تصمیم‌گیری‌های مالی ناشی از شرایط متفاوت، رقبای پویا و مجموعه‌ای از واکنش‌های مرتبط جهت می‌دهد [۱۹]. با توجه به اینکه ریسک و بازده، دو معیار اصلی تعیین‌کننده در تمامی تصمیم‌گیری‌های مالی در هر سازمان است، لذا مبنای اصلی برای طبقه‌بندی استراتژی‌ها در این مقاله، رویکرد اصلی سازمان به مقوله ریسک می‌باشد. گرچه در حالت کلی فرض می‌شود که سرمایه‌گذاران (حقیقی و حقوقی) یا ریسک‌گریزند و یا ریسک‌پذیر، اما می‌توان درجات مختلفی از ریسک‌گریزی و یا ریسک‌پذیری را مشخص کرد. در حقیقت، اگر سازمان‌های ریسک‌گریز را در یک طرف طیف و سازمان‌های ریسک‌پذیر را، در طرف دیگر آن قرار دهیم، همه سازمان‌ها را با توجه به رویکردشان به ریسک (و در نتیجه براساس استراتژی مالی آن‌ها) می‌توانیم در این طیف جانمایی کنیم.

در این مقاله، علاوه بر دو بعد کانون توجه و میزان کنترل، از دو شاخص درجه اهرم عملیاتی<sup>۱</sup> - که شاخص محاسبه ریسک عملیاتی است - و درجه اهرم مالی<sup>۲</sup> - که نشان‌دهنده ریسک مالی در هر سازمان است - برای گونه‌شناسی و جانمایی استراتژی‌های مالی استفاده می‌شود. نتایج این گونه‌شناسی و جانمایی در شکل ۲ آمده است.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

1. Degree of operational leverage (DOL)

2. Degree of financial leverage (DFL)



شکل ۲. گونه‌شناسی استراتژی‌های مالی براساس نقاط مرجع استراتژیک

مطالعه متون موجود در حوزه استراتژی مالی و مدیریت مالی نشان می‌دهد که بیشتر صاحب‌نظران در این حوزه، استراتژی مالی را مجموعه تصمیم‌گیری‌های اتخاذ شده در حوزه تأمین مالی، سرمایه‌گذاری (بودجه‌بندی سرمایه‌ای) و تقسیم سود می‌دانند. اما برخی دیگر، علاوه بر سه تصمیم فوق، تصمیم‌گیری‌های اتخاذ شده در مورد سرمایه در گردش (مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌های جاری) را نیز به‌عنوان یکی از استراتژی‌های مالی در نظر گرفته‌اند (جدول ۱).

**استراتژی‌های سرمایه‌گذاری (بودجه‌بندی سرمایه‌ای).** استراتژی‌های سرمایه‌گذاری را می‌توان به چهار دسته تقسیم کرد:

**جایگزینی دارایی‌های موجود با دارایی‌های مشابه.** هدف از این استراتژی، جایگزین کردن دارایی‌هایی است که عمر مفید آن‌ها پایان یافته است [۲۹].

**جایگزینی دارایی‌های موجود با هدف کاهش هزینه‌ها.** این استراتژی به منظور کاهش هزینه‌های تولید اجرا می‌شود. تغییر تکنولوژی تولید از گونه‌های این استراتژی محسوب می‌شود [۲۹].

**توسعه ظرفیت تولید.** این استراتژی با هدف افزایش تولید از طریق افزایش تعداد خطوط تولید و یا بهبود راندمان تولید اجرا می‌شود [۲۹].

سرمایه‌گذاری‌های استراتژیک<sup>۱</sup>. سرمایه‌گذاری‌های استراتژیک را می‌توان ترکیبی از سرمایه‌گذاری‌هایی در نظر گرفت که سازمان را به‌جهت دیگر سوق می‌دهند. ایجاد تنوع ناهمگون در محصولات را می‌توان از گونه‌های این استراتژی دانست. ارزیابی این دسته از سرمایه‌گذاری‌ها با استفاده از روش‌های معمول و شاخص‌های کمی مشکل است، زیرا برآورد سودهای غیرمستقیم ناشی از این سرمایه‌گذاری‌ها به‌سادگی امکان‌پذیر نیست [۲۹].

جدول ۱. گونه‌شناسی استراتژی‌های مالی از دیدگاه صاحب‌نظران

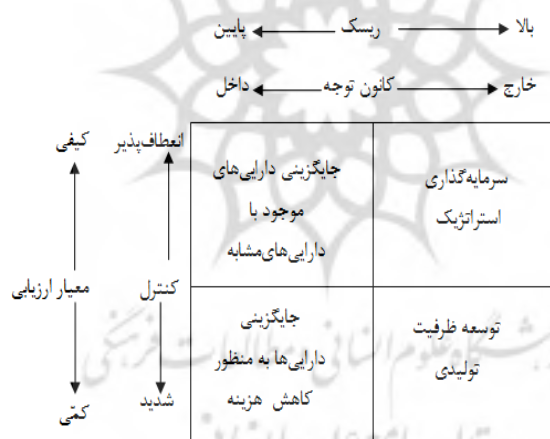
صاحب نظر	انواع استراتژی مالی	منبع
جیمز ون هورن	سرمایه‌گذاری، تأمین مالی، تقسیم سود	James Van Horn, Financial management and policy (2000)
بری لی، مایرز و آلن	سرمایه‌گذاری، تأمین مالی، تقسیم سود	ریچارد بری لی، استوارت مایرز و فرانکلین آلن، ترجمه پارسائیان، ۱۳۸۶
نارایانان و همکاران	سرمایه‌گذاری، تأمین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

1. Strategic investments



جانمایی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری (بودجه‌بندی سرمایه‌ای). با استفاده از دو نقطه مرجع استراتژیک می‌توان کانون توجه و میزان کنترل چهار استراتژی سرمایه‌گذاری را جانمایی و طبقه‌بندی کرد (شکل ۳). برای مثال، سازمان‌هایی که کانون توجه آن‌ها محیط خارجی است و از انعطاف کافی برخوردارند، بیشتر بر سرمایه‌گذاری‌های استراتژیک تمرکز می‌کنند. این طبقه‌بندی را می‌توان براساس دو معیار ریسک طرح‌های سرمایه‌گذاری و ارزیابی طرح‌ها نیز انجام داد. مثلاً اگر سازمان با سرمایه‌گذاری‌های استراتژیک روبرو باشد، معمولاً شاخص‌های ارزیابی کیفی و ذهنی، بسیار تعیین‌کننده هستند. براساس انواع استراتژی مالی و مدل هماهنگی می‌توان گفت که:

- استراتژی سرمایه‌گذاری‌های استراتژیک با گونه استراتژی مالی ریسک‌پذیر هماهنگ است.
- استراتژی سرمایه‌گذاری برای افزایش ظرفیت تولید با گونه استراتژی مالی متعادل مایل به ریسک‌پذیر هماهنگ است.
- استراتژی سرمایه‌گذاری جایگزینی دارایی‌های موجود با دارایی‌های مشابه باید با گونه استراتژی مالی متعادل مایل به ریسک‌گریز هماهنگ می‌باشد.
- استراتژی سرمایه‌گذاری برای جایگزینی دارایی‌های موجود با هدف کاهش هزینه‌ها با استراتژی مالی ریسک‌گریز هماهنگ است.



شکل ۳. جانمایی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری

**استراتژی‌های تأمین مالی و ساختار سرمایه.** تصمیمات در زمینه تأمین مالی به تأمین مالی بهینه برای برآورده کردن اهداف مالی سازمان و نیز بررسی درباره مدیریت مؤثر سرمایه

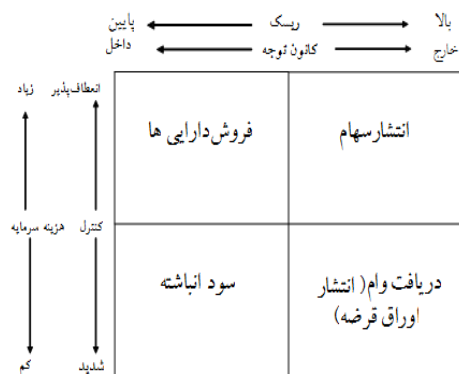
ثابت و سرمایه در گردش مربوط می‌شوند. هر سازمان به دو منبع کلی برای تأمین وجوه نیاز دارد: منابع داخلی و منابع خارجی.

به نظر می‌رسد که مدیران، یک روند ترتیبی را به‌هنگام تأمین مالی وجوه مورد نیاز شرکت دنبال می‌کنند. آن‌ها، به‌طور کلی، تأمین وجوه مورد نیاز از طریق منابع داخلی را به‌منابع خارجی ترجیح می‌دهند. منابع خارجی زمانی مورد استفاده قرار می‌گیرند که وجوه داخلی تمام شده و یا کافی نباشد. در انتخاب منابع خارجی، اوراق بهادار دارای کمترین ریسک ممکن، زودتر از سایر اوراق بهادار منتشر می‌شوند. تأمین مالی از طریق گرفتن وام، ابزاری با ریسک نسبتاً کمتر به‌شمار می‌رود. به‌عنوان آخرین گزینه نیز مدیران شرکت تصمیم می‌گیرند که وجوه مورد نیاز را از طریق انتشار سهام جدید تأمین نمایند.

مدیران، شرایط دیگری را نیز به‌هنگام انتشار سهام جدید در نظر می‌گیرند. تأمین مالی از طریق انتشار سهام، گران‌ترین منبع تأمین مالی به‌شمار می‌رود، زیرا هزینه بالای انتشار سهام با هزینه‌های عرضه عمومی سهام ترکیب می‌شود. یکی از منابع تأمین مالی که هزینه بالاتری در مقایسه با دیگران در داخل شرکت دارد، فروش دارایی‌هاست. تخصیص دوباره دارایی‌ها<sup>۱</sup> به‌مدیران سازمان‌ها و موسسات اجازه می‌دهد تا وجوه به‌دست آمده را به‌پروژه‌هایی انتقال دهند که برای کسب منابع رقابت می‌کنند. مدیریت باید به‌طور واضح تصمیم بگیرد که کدامیک از پروژه‌ها را بفروشد و یا به‌عبارت دیگر، کدامیک از پروژه‌ها را فدای منافع پروژه‌ها و بخش‌های دیگر کند. این نوع تصمیم‌گیری‌های باید با نهایت دقت صورت بگیرند. معمولاً این کار، کمترین ارجحیت را برای تأمین وجوه مورد نیاز بخش‌ها و واحدهای رو به رشد شرکت دارد [۱۹]. براساس مطالب فوق می‌توان گفت که استراتژی‌های تأمین مالی عبارتند از:

- استراتژی تأمین مالی از طریق سود انباشته
- استراتژی تأمین مالی از طریق فروش دارایی‌ها
- استراتژی تأمین مالی از طریق گرفتن وام (انتشار اوراق قرضه)
- استراتژی تأمین مالی از طریق انتشار سهام

**جانمایی استراتژی‌های تأمین مالی.** در این بخش با استفاده از، دو نقطه مرجع استراتژیک - کانون توجه و میزان کنترل - این چهار استراتژی را جانمایی می‌کنیم. در اینجا نیز علاوه‌بر دو بعد فوق می‌توانیم از دو بعد ریسک (ریسک مالی) و هزینه سرمایه (بازده مورد انتظار) برای جانمایی استفاده نماییم. این جانمایی در شکل ۴ نشان داده شده است.



شکل ۴. جانمایی استراتژی‌های مختلف تأمین مالی [۱]

- براساس گونه‌های اصلی استراتژی‌های مالی، هر یک از استراتژی‌های تأمین مالی را می‌توان معادل هر یک از استراتژی‌های مالی در نظر گرفت. بر این اساس:
- استراتژی تأمین مالی از طریق انتشار سهام با استراتژی مالی ریسک‌پذیر هماهنگ است.
  - استراتژی تأمین مالی از طریق گرفتن وام و انتشار اوراق قرضه با استراتژی مالی متعادل مایل به ریسک‌پذیر هماهنگ است.
  - استراتژی تأمین مالی از طریق فروش دارایی‌ها با استراتژی مالی متعادل مایل به ریسک‌گریز هماهنگ است.
  - استراتژی تأمین مالی از طریق سود انباشته با استراتژی مالی ریسک‌گریز هماهنگ است.

**استراتژی‌های سرمایه در گردش.** سرمایه در گردش<sup>۱</sup> مجموعه مبالغی است که در دارایی‌های جاری شرکت سرمایه‌گذاری می‌شود. مدیریت سرمایه در گردش عبارت است از تعیین حجم و ترکیب منابع و مصارف سرمایه در گردش به نحوی که ثروت سهام‌داران افزایش یابد. شرکت‌ها با به‌کارگیری استراتژی‌های سرمایه در گردش گوناگون می‌توانند میزان نقدینگی شرکت را تحت‌تأثیر قرار دهند. این استراتژی‌ها را میزان ریسک و بازده آن‌ها مشخص می‌کند. براساس استراتژی شرکت دو دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری در عمل از ۳ استراتژی سرمایه در گردش استفاده می‌شود.

**استراتژی سرمایه در گردش محافظه‌کارانه.** در این استراتژی، دارایی‌های جاری در حداکثر مقدار ممکن و بدهی‌های جاری در حداقل مقدار ممکن قرار خواهند داشت [۷].

1. Working Capital

**استراتژی سرمایه در گردش متعادل.** در این استراتژی، دارایی های جاری و بدهی های جاری در حد متعادل قرار خواهند داشت [۷].

**استراتژی سرمایه در گردش جسورانه.** در این استراتژی، دارایی های جاری در حداقل مقدار ممکن و بدهی های جاری در حداکثر مقدار ممکن قرار خواهند داشت [۷].

**جانمایی استراتژی های سرمایه در گردش.** چهار استراتژی سرمایه در گردش در شکل ۵ جانمایی شده است. براساس گونه های استراتژی های مالی می توان گفت که:

- استراتژی سرمایه در گردش جسورانه با استراتژی مالی ریسک پذیر هماهنگ است.  
- استراتژی سرمایه در گردش متعادل مایل به ریسک پذیر (زمانی که شرکت، استراتژی جسورانه در زمینه دارایی های جاری خود اتخاذ می کند) با استراتژی مالی متعادل مایل به ریسک پذیر هماهنگ است.

- استراتژی سرمایه در گردش متعادل مایل به ریسک گریز ( زمانی که شرکت، استراتژی محافظه کارانه در زمینه دارایی های جاری خود اتخاذ می کند) با استراتژی مالی متعادل مایل به ریسک گریز هماهنگ است.

- استراتژی سرمایه در گردش محافظه کارانه با استراتژی مالی ریسک گریز هماهنگ است.



شکل ۵. جانمایی استراتژی های سرمایه در گردش

**استراتژی های تقسیم سود.** تصمیمات درباره تقسیم سود، دارای دو عنصر است: مقداری که باید پرداخت شود و مقداری که برای حمایت از رشد شرکت باید نگهداری شود. در صورتی که هدف شرکت، افزایش ارزش بازار خود باشد، این سؤال مطرح می شود که شرکت چگونه

باید درآمد خود را بین سهام‌داران تقسیم کند و مقداری از آن را برای خود نگه دارد. در عمل، از چهار نوع استراتژی تقسیم سود استفاده می‌شود.

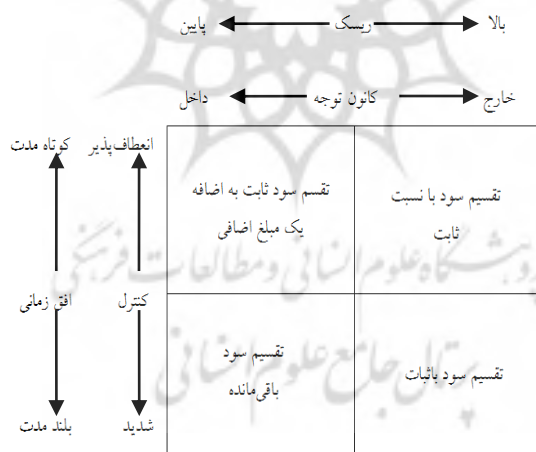
**استراتژی تقسیم سود با نسبت ثابت.** در این استراتژی، شرکت‌ها معمولاً درصد ثابتی از سود خالص خود در هر سال را تقسیم می‌کنند [۷].

**استراتژی تقسیم سود با ثبات.** در این روش، شرکت‌ها تلاش می‌کنند مبلغ ثابتی از سود را در بین سهام‌داران توزیع کنند [۷].

**استراتژی تقسیم سود باقی‌مانده.** در این حالت، شرکت‌ها سعی می‌کنند منابع مورد نیاز خود را از سود انباشته کسر و سود باقی‌مانده را تقسیم کنند [۷].

**استراتژی تقسیم مبلغ ثابت به اضافه یک مبلغ اضافی.** برخی شرکت‌ها سیاست تقسیم سود خود را بر این اساس می‌گذارند که سالانه مبلغ معینی را به‌عنوان سود هر سهم به سهام‌داران پرداخت کنند و با افزایش سود شرکت بر سود هر سهم بیفزایند [۷].

**جانمایی استراتژی‌های تقسیم سود.** استراتژی‌های تقسیم سود را نیز می‌توان با استفاده از نقاط مرجع استراتژیک - کانون توجه و کنترل - جانمایی کرد (شکل ۶).



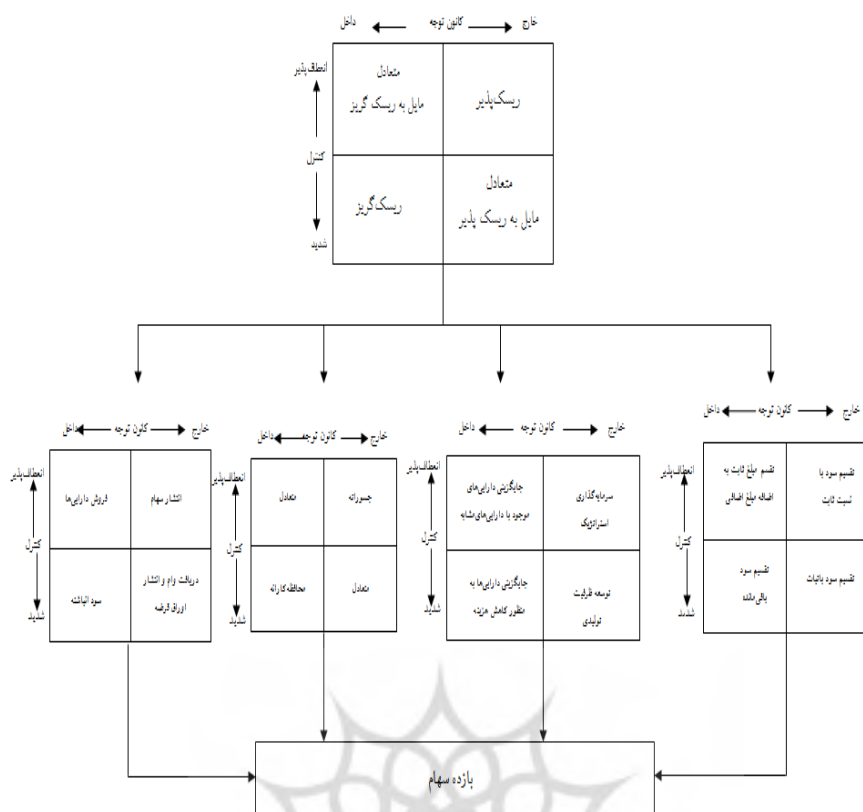
شکل ۶. جانمایی استراتژی‌های تقسیم سود [۵]

- براساس گونه‌های اصلی استراتژی‌های مالی، هر یک از استراتژی‌های تقسیم سود را می‌توان به‌صورت زیر، معادل هر یک از استراتژی‌های اصلی مالی در نظر گرفت.
- استراتژی تقسیم سود با نسبت ثابت با استراتژی مالی ریسک‌پذیر هماهنگ است.
  - استراتژی تقسیم سود با ثبات با استراتژی مالی متعادل مایل به ریسک‌پذیر هماهنگ است.
  - استراتژی تقسیم مبلغ ثابت به‌اضافه یک مبلغ اضافی با استراتژی مالی متعادل مایل به ریسک‌گریز هماهنگ است.
  - استراتژی تقسیم سود باقی‌مانده با استراتژی مالی ریسک‌گریز هماهنگ است.

**مدل مفهومی تحقیق.** مدل مفهومی تحقیق که حاصل بررسی ادبیات نظری در حوزه مدیریت استراتژیک مالی و ترکیب آن با مبانی نظری تئوری نقاط مرجع استراتژیک است، در شکل ۷ نشان داده شده است.

### ۳. روش‌شناسی تحقیق

براساس نتایج، توسعه‌ای؛ بر مبنای هدف، تحقیق حاضر توصیفی؛ و بر مبنای نوع داده‌ها بیشتر کمی به‌شمار می‌رود. متغیر وابسته این تحقیق، یعنی بازده سهام، کمی و نوع مقیاس آن نسبی - فاصله‌ای است. متغیرهای مستقل این تحقیق گونه‌های استراتژی مالی شرکت‌ها و همچنین وجود هماهنگی بین هر کدام از استراتژی‌های تأمین مالی، سرمایه در گردش، سرمایه‌گذاری و تقسیم سود با استراتژی مالی (هماهنگی درونی-عمودی) و نیز وجود هماهنگی بین این چهار استراتژی (هماهنگی درونی-افقی) به‌عنوان متغیر مستقل این تحقیق به‌شمار می‌روند که اثر این دو هماهنگی عمودی و افقی بر بازده سهام شرکت سنجیده می‌شود. متغیرهای مستقل این تحقیق، کیفی و نوع مقیاس آن‌ها ترتیبی می‌باشد.



شکل ۷. مدل مفهومی تحقیق

جامعه آماری تحقیق، شرکت‌هایی هستند که تا ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده بودند و سهام آن‌ها به‌طور مرتب تا پایان ۱۳۸۷ خرید و فروش شده بود. با توجه به این دو عامل، حدود ۲۵۰ شرکت به‌عنوان جامعه آماری وجود داشتند که از میان آن‌ها ۶۲ شرکت با استفاده از نمونه‌گیری طبقه‌ای (با جایگذاری از جامعه محدود) انتخاب شدند.

**تقسیم‌بندی شرکت‌ها براساس 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 ریسک‌گریز (گونه ۱)؛ شرکت‌هایی که درجه اهرم عملیاتی آن‌ها بیشتر از متوسط صنعت ولی درجه اهرم مالی آن‌ها کمتر از میانگین صنعت باشد، در گروه شرکت‌های دارای استراتژی مالی متعادل 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 عملیاتی آن‌ها و هم درجه اهرم مالی آن‌ها بیشتر از متوسط صنعت باشد، در گروه شرکت‌های دارای استراتژی مالی ریسک‌پذیر (گونه ۴) طبقه‌بندی شده‌اند. از میان ۶۲ شرکت، ۲۲ شرکت دارای استراتژی مالی ریسک‌گریز، ۱۱ شرکت دارای استراتژی مالی متعادل مایل به ریسک‌گریز، ۱۲ شرکت دارای استراتژی مالی متعادل مایل به ریسک‌پذیر، و ۱۷ شرکت دارای استراتژی مالی ریسک‌پذیر می‌باشند.

**گونه‌شناسی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری.** برای مشخص کردن استراتژی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، جدول جامعی برای هر شرکت آماده می‌شود که نشان‌دهنده میزان تغییرات در دارایی‌های ثابت شرکت، هزینه‌های انجام شده برای نوسازی خطوط، افزایش خطوط تولید و سرمایه‌گذاری در محصولات جدید می‌باشد. با توجه به اینکه در طی دوره زمانی تحقیق، میزان سرمایه‌گذاری در کدام بخش بیشتر بوده است، استراتژی غالب سرمایه‌گذاری شرکت تعیین می‌شود.

از میان ۶۲ شرکت نمونه آماری، ۲ شرکت دارای استراتژی سرمایه‌گذاری جایگزینی دارایی‌ها با هدف کاهش هزینه‌ها (استراتژی گونه ۱)، ۸ شرکت دارای استراتژی سرمایه‌گذاری جایگزینی دارایی‌های موجود با دارایی‌های مشابه (استراتژی گونه ۲)، ۳۹ شرکت دارای استراتژی توسعه ظرفیت تولید (استراتژی گونه ۳)، و ۱۳ شرکت دارای استراتژی سرمایه‌گذاری استراتژیک (استراتژی گونه ۴) هستند.

**گونه‌شناسی استراتژی‌های تأمین مالی.** برای تعیین استراتژی تأمین مالی غالب در شرکت‌های نمونه آماری، از ترازنامه آن‌ها و همچنین اطلاعاتی‌های مربوط به مجامع فوق‌العاده آن‌ها برای افزایش سرمایه استفاده شده است. از میان ۶۲ شرکت نمونه آماری، ۱۰ شرکت دارای استراتژی تأمین مالی غالب از طریق سود انباشته، ۲ شرکت از طریق فروش دارایی، ۲۳ شرکت از راه دریافت وام و ۲۷ شرکت از رهگذر انتشار سهام می‌باشند.

**گونه‌شناسی استراتژی‌های سرمایه در گردش.** برای مشخص کردن استراتژی سرمایه در گردش هر شرکت، از میانگین پنج شاخص محاسبه شده - شامل نسبت نقدینگی<sup>۱</sup>، نسبت

---

1. Liquidity Ratio 1 (LR<sub>1</sub>)



نقدینگی<sup>۲</sup>، نسبت جاری، نسبت دارایی‌های جاری به کل دارایی‌ها و نسبت بدهی‌های جاری به کل دارایی‌های آن - استفاده می‌شود. از میان ۶۲ شرکت نمونه آماری، ۱۱ شرکت دارای استراتژی سرمایه در گردش محافظه‌کارانه، ۱۳ شرکت دارای استراتژی متعادل محافظه‌کارانه، ۲۱ شرکت دارای استراتژی متعادل جسورانه و ۱۷ شرکت دارای استراتژی جسورانه هستند.

**گونه‌شناسی استراتژی تقسیم سود.** برای تعیین استراتژی تقسیم سود شرکت‌ها از میانگین نسبت سود تقسیمی (DPS) به سود هر سهم (EPS) در سه سال استفاده می‌شود. از میان ۶۲ شرکت نمونه آماری، ۱۲ شرکت دارای استراتژی تقسیم سود باقی‌مانده (گونه ۱)، ۱۲ شرکت دارای استراتژی تقسیم مبلغ ثابت به اضافه یک مبلغ اضافی (گونه ۲)، ۱۲ شرکت دارای استراتژی تقسیم سود باثبات (گونه ۳)، و ۲۶ شرکت دارای استراتژی تقسیم سود با نسبت ثابت (گونه ۴) هستند.

### نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

**بررسی اثر هماهنگی استراتژی تأمین مالی با استراتژی مالی بر عملکرد.** براساس نتایج حاصل از گونه‌شناسی استراتژی مالی و همچنین گونه‌شناسی استراتژی‌های زیر سیستم تأمین مالی، از میان ۶۲ شرکت نمونه آماری، ۱۷ شرکت دارای استراتژی تأمین مالی هماهنگ با استراتژی مالی و ۴۵ شرکت دارای استراتژی تأمین مالی ناهماهنگ با آن هستند. همچنین از میان ۶ صنعت موجود در نمونه آماری، متوسط بازده شرکت‌های هماهنگ در ۴ صنعت، بالاتر از میانگین بازده شرکت‌های ناهماهنگ می‌باشد (جدول ۲).

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

1. Liquidity Ratio 2 (LR<sub>2</sub>)

جدول ۲. مقایسه متوسط بازدهی شرکت‌های دارای استراتژی تأمین مالی هماهنگ با شرکت‌های دارای استراتژی تأمین مالی ناهماهنگ

شرح	متوسط بازدهی شرکت‌های دارای هماهنگی	متوسط بازدهی شرکت‌های دارای ناهماهنگی	متوسط بازدهی کل صنعت
شرکت‌های معدنی و فلزات	۵۳/۸	۳۶/۷	۴۲/۰
شرکت‌های شیمیایی و پتروشیمی	۱۲/۱	۱۴/۹	۱۴/۳
شرکت‌های سیمان	۱۹/۱	۱/۳	۴/۱
شرکت‌های دارویی	۵۲/۷	۳۱/۸	۳۸/۷
شرکت‌های تجهیزاتی	۷۷/۷	۱۷/۵	۴۰/۱
شرکت‌های رایانه‌ای	۱۶/۸	۲۰/۱	۱۹/۰
کل صنایع	۳۸/۷	۲۰/۴	۲۶/۴

برای بررسی اثر این هماهنگی بر عملکرد، فرضیه‌های صفر و یک به صورت زیر بیان می‌شوند:

فرض صفر: هماهنگ بودن استراتژی‌های تأمین مالی با استراتژی مالی شرکت، بازده سهام آن را افزایش نمی‌دهد.

فرض جانشین: هماهنگ بودن استراتژی‌های تأمین مالی با استراتژی مالی شرکت، بازده سهام آن را افزایش می‌دهد.

برای بررسی این فرض‌ها از آزمون T با نمونه‌گیری مستقل<sup>۱</sup> استفاده می‌شود. نتایج حاصل از نرم افزار SPSS در جدول ۳ نشان داده شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه اول

F	Sig.	T	Df	Sig. (2-tailed)	
۷/۱۷۹	۰/۰۱۰	-۲/۶۹	۶۰	۰/۰۰۹	Equal variances assumed
		-۲/۱۱	۱۹/۹۰۷	۰/۸۴۸	Equal variances not assumed

1. Independent Sample T test

همان‌طور که جدول ۳ نیز نشان می‌دهد در سطح  $\alpha = 0/05$ ، فرض صفر مبنی بر معنادار نبودن اختلاف میانگین‌های دو جامعه رد و فرض یک مبنی بر وجود اختلاف بین میانگین‌های دو جامعه تأیید می‌شود. به عبارت دیگر هماهنگی استراتژی‌های تأمین مالی با استراتژی مالی منجر به بهبود عملکرد می‌شود.

**اثر هماهنگی استراتژی‌های سرمایه در گردش با استراتژی مالی بر عملکرد.** براساس نتایج گونه‌شناسی استراتژی مالی و همچنین استراتژی‌های زیرسیستم سرمایه در گردش، از میان ۶۲ شرکت نمونه آماری، ۲۲ شرکت دارای استراتژی سرمایه در گردش هماهنگ با استراتژی مالی و ۴۰ شرکت دارای استراتژی سرمایه در گردش ناهماهنگ با آن هستند. همچنین از میان ۶ صنعت موجود در نمونه آماری، متوسط بازدهی شرکت‌های هماهنگ در ۴ صنعت، بالاتر از میانگین بازدهی شرکت‌های ناهماهنگ می‌باشد (جدول ۴).

جدول ۴. مقایسه متوسط بازدهی شرکت‌های دارای استراتژی سرمایه در گردش هماهنگ با شرکت‌های دارای استراتژی سرمایه در گردش ناهماهنگ

متوسط بازدهی شرکت‌های دارای هماهنگی	متوسط بازدهی شرکت‌های بدون هماهنگی	متوسط بازدهی کل صنعت
۴۴/۳	۴۶/۶	۴۲/۰
۲۵/۶	۱	۱۴/۳
۶/۴	۳/۷	۴/۱
۶۳/۶	۳۰/۵	۳۸/۷
۷۴/۴	۱۹/۵	۴۰/۱
۱۶/۸	۲۰/۱	۱۹/۰
۳۸/۵	۱۹/۲	۲۶/۴

برای بررسی اثر این هماهنگی بر عملکرد، فرضیه‌های صفر و یک به صورت زیر بیان می‌شود:

فرض صفر: هماهنگ بودن استراتژی‌های سرمایه در گردش با استراتژی مالی شرکت، بازده سهام آن را افزایش نمی‌دهد.  
فرض جانشین: هماهنگ بودن استراتژی‌های سرمایه در گردش با استراتژی مالی شرکت، بازده سهام آن را افزایش می‌دهد.

برای بررسی این فرض‌ها از آزمون T با نمونه‌گیری مستقل استفاده شد که نتایج آن در جدول ۵ آمده است. همان‌طور که جدول نیز نشان می‌دهند، در سطح  $\alpha=0/05$ ، فرض صفر مبنی بر معنادار نبودن اختلاف میانگین‌های دو جامعه رد و فرض یک مبنی بر وجود اختلاف بین میانگین‌های دو جامعه تأیید می‌شود. به عبارت دیگر، هماهنگی استراتژی‌های سرمایه در گردش و استراتژی مالی منجر به بهبود عملکرد می‌شود.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه دوم

F	Sig.	T	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	
۲/۹۳۳	۰/۰۹۳	-۲/۰۰۰	۰۰	۰/۰۴۲	-۱۹	Equal variances assumed
		-۱/۹۰۷	۶۶/۲	۰/۰۶۵	-۱۹	Equal variances not assumed

اثر هماهنگی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری با استراتژی مالی بر عملکرد. براساس نتایج گونه‌شناسی استراتژی سرمایه‌گذاری، از میان ۶۲ شرکت نمونه آماری، ۱۲ شرکت دارای استراتژی سرمایه‌گذاری هماهنگ با استراتژی مالی و ۵۰ شرکت دارای استراتژی ناهماهنگ با آن هستند. همچنین از میان ۶ صنعت موجود در نمونه آماری، متوسط بازدهی شرکت‌های هماهنگ در ۵ صنعت، بالاتر از میانگین بازدهی شرکت‌های ناهماهنگ می‌باشد. البته در صنعت رایانه، از میان ۳ شرکت نمونه آماری، هیچ شرکتی دارای هماهنگی نمی‌باشد (جدول ۶).

جدول ۶. مقایسه متوسط بازدهی شرکت‌های دارای استراتژی سرمایه‌گذاری هماهنگ با شرکت‌های دارای استراتژی

سرمایه‌گذاری ناهماهنگ

شرح	متوسط بازدهی شرکت‌های دارای هماهنگی	متوسط بازدهی شرکت‌های بدون هماهنگی	متوسط بازده کل صنعت
شرکت‌های معدنی و فلزات	۴۶/۵	۴۰/۱	۴۲/۰۳
شرکت‌های شیمیایی و پتروشیمی	۲۶/۶	۱۳/۳	۱۴/۳
شرکت‌های سیمان	۱۸/۴	۲/۹	۴/۱
شرکت‌های دارویی	۶۵/۸	۲۹/۷	۳۸/۷
شرکت‌های تجهیزاتی	۷۴/۳۳	۱۹/۵	۴۰/۱
شرکت‌های رایانه‌ای	-	۱۹	۱۹
کل صنایع	۴۶/۳	۲۰/۷	۲۶/۴

برای بررسی اثر این هماهنگی، فرضیه ۳ تحقیق به این صورت بیان می‌شود:  
 فرض صفر: هماهنگ بودن استراتژی‌های سرمایه‌گذاری با استراتژی مالی شرکت، بازده سهام آن را افزایش نمی‌دهد.  
 فرض جانشین: هماهنگ بودن استراتژی‌های سرمایه‌گذاری با استراتژی مالی شرکت، بازده سهام آن را افزایش می‌دهد.  
 برای بررسی این فرض‌ها از آزمون T با نمونه‌گیری مستقل استفاده شد. نتایج حاصل از نرم‌افزار SPSS در جدول ۷ آورده شده است. همان‌طور که جدول نیز نشان می‌دهد، در سطح  $\alpha = 0.05$ ، فرض صفر مبنی بر معنادار نبودن اختلاف میانگین‌های دو جامعه رد و فرض یک مبنی بر وجود اختلاف بین میانگین‌های دو جامعه تأیید می‌شود. به عبارت دیگر، از لحاظ آماری نیز بالاتر بودن متوسط بازدهی شرکت‌های دارای هماهنگی از شرکت‌های فاقد هماهنگی، معنادار می‌باشد.

جدول ۷. نتایج آزمون فرضیه سوم

F	Sig.	T	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference		
۸/۲۳۷	۰/۰۰۶	-۳/۴۸۶	۶۰	۰/۰۰۱	-۳۴/۷۵	VAR	Equal
						00002	variances
							assumed
		-۲/۳۵۶	۱۲/۳۷	۰/۰۳۶	-۳۴/۷۵		Equal
							variances not
							assumed

**اثر هماهنگی استراتژی‌های تقسیم سود با استراتژی مالی بر عملکرد.** براساس نتایج گونه‌شناسی استراتژی‌های تقسیم سود و مقایسه میانگین بازدهی شرکت‌های دارای استراتژی تقسیم سود هماهنگ با استراتژی مالی و شرکت‌های دارای استراتژی تقسیم سود ناهماهنگ مشخص شد که از میان ۶۲ شرکت نمونه آماری، ۱۵ شرکت دارای استراتژی تقسیم سود هماهنگ با استراتژی مالی و ۴۷ شرکت با آن هستند. همچنین از میان ۶ صنعت موجود در نمونه آماری، متوسط بازدهی شرکت‌های هماهنگ در ۵ صنعت، بالاتر از میانگین بازدهی شرکت‌های ناهماهنگ می‌باشد (جدول ۸).

جدول ۸. مقایسه متوسط بازدهی شرکت‌های دارای استراتژی تقسیم سود هماهنگ با شرکت‌های ناهماهنگ

شرح	متوسط بازدهی شرکت‌های دارای	شرکت‌های فاقد هماهنگی	متوسط بازده کل صنعت
شرکت‌های معدنی و فلزات	۶۸/۶	۳۴	۴۲
شرکت‌های شیمیایی و پتروشیمی	۳۵/۶	۷/۹	۳۰/۱۴
شرکت‌های سیمان	۱۶/۸	۱/۷۶	۴/۰۷
شرکت‌های دارویی	۴۲/۹	۳۶/۷	۳۸/۷
شرکت‌های تجهیزاتی	۱۰/۸	۱۷/۱	۴۰/۱
شرکت‌های رایانه‌ای	-۴/۴۰	۳۰/۶۶	۱۸/۹۷
کل صنایع	۴۵/۱۰	۲۱/۳	۲۶/۴

برای بررسی اثر این هماهنگی، فرضیه ۴ تحقیق به این صورت بیان می‌شود:  
فرض صفر: هماهنگ بودن استراتژی‌های سرمایه‌گذاری با استراتژی مالی شرکت، بازده سهام آن را افزایش نمی‌دهد.  
فرض جانشین: هماهنگ بودن استراتژی‌های سرمایه‌گذاری با استراتژی مالی شرکت، بازده سهام آن را افزایش می‌دهد.  
برای بررسی این فرض‌ها از آزمون T با نمونه‌گیری مستقل استفاده شد. نتایج حاصل از نرم‌افزار SPSS در جدول ۹ نشان داده شده است. در سطح  $\alpha = 0/05$ ، فرض صفر مبنی بر معنادار نبودن اختلاف میانگین‌های دو جامعه رد و فرض یک مبنی بر وجود اختلاف بین میانگین‌های دو جامعه تأیید می‌شود.

جدول ۹. نتایج آزمون فرضیه چهارم

F	Sig.	t	df	Sig.(2-tailed)	Mean Difference	
۱۰/۱	۰/۰۰۲	-۳/۲	۶۰	۰/۰۰۲	-۲۹/۶	Equal variances assumed
						VAR 00002
		-۲/۲	۶۶/۲	۰/۰۶۶	۲۹/۶	Equal variances not assumed

اثر هماهنگی استراتژی‌های تأمین مالی، سرمایه در گردش، سرمایه‌گذاری و تقسیم سود بر عملکرد. برای بررسی اثر هماهنگی استراتژی‌های تأمین مالی، سرمایه در گردش، سرمایه‌گذاری و تقسیم سود شرکت‌ها بر عملکرد آنها، میانگین بازدهی شرکت‌های فاقد هرگونه هماهنگی بین استراتژی‌های با بازده شرکت‌های دارای دو، سه و یا چهار استراتژی

هماهنگ مقایسه شد. هدف از این کار، مشخص کردن این موضوع است که وجود هماهنگی منجر به عملکرد بهتر می‌شود و اینکه هر چه هماهنگی بیشتر باشد، عملکرد بهتر خواهد بود. از میان ۶۲ شرکت موجود در نمونه آماری، یک شرکت فاقد هرگونه هماهنگی است، ۴۱ شرکت دارای دو استراتژی هماهنگ، ۱۵ شرکت دارای سه استراتژی هماهنگ و ۵ شرکت دارای چهار استراتژی هماهنگ هستند.

متوسط بازدهی شرکت فاقد هماهنگی،  $1/5 -$ ٪؛ شرکت دارای ۲ استراتژی هماهنگ،  $17/1$ ٪؛ شرکت دارای ۳ استراتژی هماهنگ،  $31/9$ ٪؛ و شرکت‌های دارای ۴ استراتژی مالی هماهنگ،  $77/7$ ٪ است. البته به دلیل اینکه تعداد شرکت‌های دارای ۴ استراتژی هماهنگ و فاقد هرگونه استراتژی هماهنگ کم است، مبنای مقایسه وجود ندارد. اما با مقایسه متوسط بازدهی شرکت‌های دارای ۲ استراتژی هماهنگ با شرکت‌های دارای ۳ استراتژی هماهنگ، مشخص می‌شود که هرچه هماهنگی بیشتر باشد، عملکرد نیز بهتر می‌شود. برای بررسی معنادار بودن اختلاف عملکرد شرکت‌ها (متوسط بازدهی آن‌ها) فرضیه ۵ تحقیق به صورت زیر بیان می‌شود:

فرض صفر: هماهنگی استراتژی‌های تأمین مالی، سرمایه در گردش، سرمایه‌گذاری و تقسیم سود، بازده سهام را افزایش نمی‌دهد.

فرض جانشین: هماهنگی استراتژی‌های تأمین مالی، سرمایه در گردش، سرمایه‌گذاری و تقسیم سود، بازده سهام را افزایش می‌دهد.

برای بررسی این فرضیه از آزمون ANOVA استفاده شد که نتیجه آن در جدول ۱۰ آمده است.

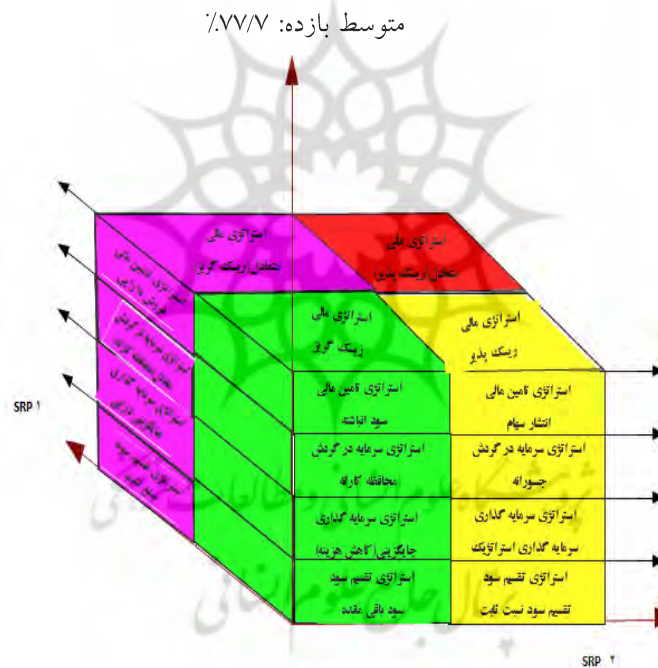
جدول ۱۰. نتایج آزمون فرضیه پنجم

Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	
۲۰۱۷۳	۳	۶۷۲۷/۴	۷/۹۲۲	۰/۰۰۰	Between Groups
۴۹۲۳۰	۵۸	۸۴۸/۸			Within Groups
۶۹۴۰۳	۶۱				Total

در سطح  $\alpha = 0/05$ ، فرض صفر مبنی بر معنادار نبودن اختلاف میانگین‌های چند جامعه رد و فرض یک مبنی بر وجود اختلاف بین میانگین‌های چند جامعه تأیید می‌شود. به عبارت دیگر، هرچه تعداد استراتژی‌های هماهنگ بیشتر باشد، بازده افزایش می‌یابد.

### ۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

امروزه هماهنگی، یکی از چالش‌های اساسی سازمان‌های مختلف است. پیش فرض نهفته در طرح موضوع اهمیت و ضرورت هماهنگی آن است که هماهنگی در سطوح مختلف سازمان موجب وحدت‌گرایی و هم‌افزایی می‌شود و اینکه هرچه این هماهنگی بیشتر باشد، عملکرد سازمان نیز بیشتر خواهد بود. نتایج تحقیق نشان داد که این موضوع در حوزه استراتژی‌های مالی نیز صادق است. نتایج آزمون فرضیات مختلف این تحقیق نشان داد که هماهنگی هر یک از استراتژی‌های سرمایه‌گذاری، تأمین مالی، سرمایه در گردش و تقسیم سود با استراتژی مالی سازمان (هماهنگی عمودی) موجب عملکرد بهتر، در مقایسه با شرکت‌های فاقد این هماهنگی، می‌شود. همچنین هماهنگی این استراتژی‌ها (هماهنگی افقی) نیز منجر به عملکرد بهتر می‌شود و هرچه این هماهنگی بیشتر باشد، عملکرد نیز بالاتر خواهد بود. همان‌طور که در شکل ۸ نیز نشان داده شده‌است، در حالت الگوی هماهنگی کامل بین استراتژی‌های مالی بازده شرکت‌های دارای چهار استراتژی مالی هماهنگی (هماهنگی کامل) بسیار بیشتر از شرکت‌های دارای ۳ یا ۲ استراتژی‌های مالی هماهنگی است.



شکل ۸. الگوی هماهنگی کامل استراتژی‌های سیستم مالی



## منابع

۱. اعرابی، سید محمد؛ و رزمجوئی، محرم (۱۳۸۸). *استراتژی مالی* تهران: انتشارات ایز ایران.
۲. بازرگان، عباس؛ و سرمد، زهره (۱۳۷۷). *روش‌های تحقیق در علوم رفتاری*، تهران: نشر آگاه.
۳. بامبرگر، پیتر؛ و لن، مشمولم (۱۳۸۷). *استراتژی منابع انسانی* (ترجمه علی پارسایان و سید محمد اعرابی). چاپ. تهران. دفتر پژوهش‌های فرهنگی
۴. بندر، روث؛ و وارد، کیت (۱۳۸۸)، *مدیریت استراتژیک مالی* (ترجمه دکتر سید محمد اعرابی و محرم رزمجوئی)، تهران: انتشارات مهکامه.
۵. پارسائیان، علی (۱۳۸۲). *مدیریت مالی (میان‌ه)*، تهران: انتشارات ترمه.
۶. جزوه تهیه شده درس فلسفه روش تحقیق دکتر سید محمد اعرابی، بهار ۱۳۸۵.
۷. جهانخانی، علی؛ و پارسائیان، علی (۱۳۷۶). *مدیریت مالی* (جلد ۲ و ۱، چاپ سوم). تهران: انتشارات سمت.
۸. خاکی، غلامرضا (۱۳۷۸). روش تحقیق با رویکردی به پایان‌نامه نویسی (چاپ اول). تهران: انتشارات مرکز تحقیقات علمی کشور.
۹. دیوید، آر. فرد (۱۳۸۷). *مدیریت استراتژیک* (ترجمه علی پارسائیان و سید محمد اعرابی). تهران: انتشارات دفتر پژوهش‌های فرهنگی.
۱۰. هانگر جی دیوید؛ و توماس ال ویلن. (۱۳۸۸)، *مبانی مدیریت استراتژیک* (ترجمه سید محمد اعرابی و علی پارسائیان). تهران: دفتر پژوهش‌های فرهنگی.
۱۱. راعی، رضا؛ و تلنگی، احمد (۱۳۸۳): *مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته*. تهران: انتشارات سمت
۱۲. دفت، ریچاد (۱۳۸۸). *تئوری و طراحی سازمان* (ترجمه علی پارسائیان و سید محمد اعرابی). تهران: دفتر پژوهش‌های فرهنگی.
۱۳. گزارش هیات مدیره به مجامع عادی و فوق العاده شرکت‌های بورسی از نرم افزار تدبیر پرداز از سال (۱۳۸۴) تا (۱۳۸۷).
۱۴. هومن، عباس (۱۳۸۲). *راهنمای عملی پژوهش‌های تربیتی* (چاپ اول). تهران: مؤسسه فرهنگی منادی تربیت.
۱۵. سایت اینترنتی: [www.codal.ir](http://www.codal.ir)
16. Bender, R. & Ward, K. (2002). *Corporate Financial Strategy* (second Ed). MPG Books Ltd, Bodmin, Cornwall.
17. Berg, W.B. (2004). Using Variable Universal Life In A Tactical Asset Allocation Strategy. *Journal of National Underwriter Life & Health Insurance Publishing*, 17-19.
18. Brealy, A.R., & Myers, C. S. (2000). *Principles of Corporate Finance* (6<sup>th</sup> ed). Mc Graw-Hill companies, Inc.
19. Clarke, G., Roger, Ws ssss., Brent Daines, H., Robert and Nadauld. D. Stephen (1990). *Strategic Financial Management*. Richard D.Irwin, Inc.

20. Fiegenbaum, A. & Thomas, H. (1998). Attitude towards Risk and Return Paradox: Prospect Theory Explanations. *Academy of Management Journal*, 31, 85-106.
21. Fiegenbaum, A., Hart, S. & Schendal, D. (1996). Strategic Reference Point Theory. *Strategic Management Journal*, 17 (3), 216-236.
22. Fiegenbaum, A. (1998). Competitive Strategy and Attitude toward Risk Taking. *Integration and Modeling, Academy of Management Journal*, 12-15.
23. Fiegenbaum, A. & Thomas, H. (2004). Strategic Risk and Competitive Advantage: An Integrative Perspective. *European Management Review*, 84-95
24. Jakhotiya, G.P. (2003). *Strategic Financial Management*. Vikas Publishing House PVT Ltd.
25. Narayanan, M.P., Nanda, K. V. (2004). *Finance for Strategic Decision Making*. John Wiley & Sons, Inc.
26. Parkinson, Ch. & Ogilvy (2003). *Management Accounting-Financial Strategy*. CIMA Publishing.
27. Pettit, J. (2007). *Strategic Corporate Finance*. John Wiley & Sons, Inc.
28. Rutterford, Janette, Upton, Martin, Kodwani, Devendra, (2006). *Financial Strategy* (second Ed). John Wiley & Sons, Ltd.
29. Korbi, Financial Theory, and the Capital Budgeting Decision. (2003).

