

افق سرمایه‌گذاران و تخصیص دارایی‌ها با توجه به استراتژی‌های سرمایه‌گذاری

تاریخ دریافت مقاله: شهریور ۱۳۹۸

تاریخ پذیرش مقاله: مهر ۱۳۹۸

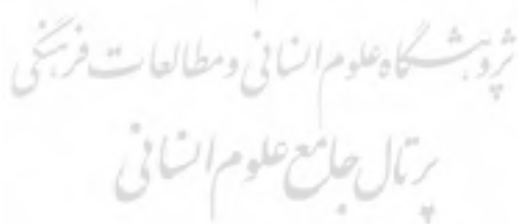
ریحانه اکبری^۱، منصور دهقانی اشکذری^۲

^۱ دانشجوی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، دانشگاه علم و هنر یزد

^۲ عضو هیئت علمی، دانشگاه علم و هنر یزد

نویسنده مسئول:

ریحانه اکبری



چکیده

پژوهشگران استراتژی‌های سرمایه‌گذاری را از دیدگاه و رویکردهای بسیار متنوعی دسته‌بندی نموده‌اند. یکی از رایج‌ترین دسته‌بندی‌ها که عمده مطالعات دانشگاهی نیز پیرامون آن انجام شده، استراتژی رشد و ارزشی و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری بر مبنای اندازه است. در هنگام بکارگیری استراتژی انتخاب سهم باید به تناسب آن استراتژی با نگرش شخصی سرمایه‌گذار، چهارچوب زمانی (افق سرمایه‌گذاری)، تحمل ریسک و زمانی که صرف انتخاب سهم می‌شود توجه داشت. تخصیص دارایی‌ها میان سهام رشدی و ارزشی برای مدیران مالی جذاب می‌باشد. همچنین سهام ارزشی در بلندمدت ریسک کمتری نسبت به سهام رشدی دارد. به طور قابل توجهی برای پورتفوی بازار، وزنهای تخصیصی میان سهام رشدی و ارزشی متفاوت از هم نمی‌باشند.

کلمات کلیدی: افق سرمایه‌گذاران، استراتژی رشد، استراتژی ارزشی، استراتژی سرمایه‌گذاری بر مبنای اندازه.

مقدمه

اهمیت مطالعه تخصیصات رشدی و ارزشی بهینه در پرتفوی‌ها برای افق‌های سرمایه‌گذاری مختلف می‌تواند در استراتژی صنعت شرکت‌های سرمایه‌گذاری یافت شود، که نیازهای سرمایه‌گذاری بیشتر سرمایه‌گذاران خرد را ذخیره می‌کند. سرمایه‌گذاران شخصی ممکن است افق‌های سرمایه‌گذاران مختلفی بدلیل الگوهای مختلف مصرف داشته باشند (لی و همکاران، ۱۹۹۰).

که و گودا (۲۰۰۴) سرمایه‌گذاران نهادی را مبنای افق سرمایه‌گذاری مورد انتظار آنها به انواع سرمایه‌گذاران نهادی موقت، حرفه‌ای و شبه‌شاخصی تقسیم کردند. سرمایه‌گذاران نهادی موقت دارای پرتفوی‌های با گردش و سطح تنوع بالایی هستند. آنها به صورت فعالانه‌ای برای حداکثر کردن سودهای کوتاه‌مدت مبادله می‌کنند و بنابراین انتظار می‌رود توان بهره‌برداری از وقفه‌های بعد از اعلان سود را داشته باشند. در مقابل، سرمایه‌گذار نهادی حرفه‌ای، دارای سرمایه‌گذاری هنگفتی در شرکت‌های سرمایه‌پذیر و پرتفوی‌های متنوع هستند و گردش معاملات آنها به شدت پایین است. چنین سرمایه‌گذارانی به نوعی نقش تامین‌کنندگان سرمایه بلندمدت را ایفا می‌کنند. سرمایه‌گذاران نهادی شبه‌شاخصی نیز میزان گردش معاملات کمتری دارند، با این حال، آنها گرایش به داشتن مالکیت با سطح تنوع بالا به همراه استراتژی انفعالی خرید و نگهداشت پرتفوی‌های سرمایه‌گذاری در طیف وسیعی از شرکت‌ها دارند. از آنجا که هم سرمایه‌گذاران نهادی تخصصی و هم سرمایه‌گذاران نهادی شبه‌شاخصی دارای افق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت‌تر هستند انتظار می‌رود با احتمال کم از وقفه‌های بعد از اعلان سود بهره‌برداری کنند. بنابراین این محققان بر عملکرد سرمایه‌گذاران نهادی موقت در بهره‌برداری از وقفه‌های بعد از اعلان سود تمرکز کردند.

فرانکسیس و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی اثر افزایش افق سرمایه‌گذاری روی ریسک بهینه دارایی‌ها با استفاده از تجزیه و تحلیل موجک پرداختند و از پرتفوی‌های فاما و فرنچ در مقابل پورتفوی‌های استاندارد پورز استفاده کردند. نتیجه تحقیقات نشان داد که در پرتفوی‌های فاما و فرنچ یا افزایش افق سرمایه‌گذاری، تخصیص بهینه سرمایه‌گذاران از سهام رشدی دور می‌شود و درباره پورتفوی‌های استاندارد پورز متفاوت قابل ملاحظه‌ای میان وزن سهام رشدی و ارزشی وجود ندارد. از انتظارات مهم فاما و فرنچ (۲۰۰۷) شاغلان و دانشگاهیان توجه قابل ملاحظه‌ای را به حقیقت داشته‌اند که سهام ارزش‌آرزشی (سهام با ارزش دفتری به بازاری بالا) متوسط بازده بیشتری را نسبت به سهام رشدی (سهام با ارزش دفتری به بازار پایین) کسب نموده‌اند. این یافته برای انتظارات عقلایی به نظر غیرعادی می‌رسد چراکه بر طبق خرد متداول، اختیارات معامله رشدی وابسته به شرایط اقتصادی آینده می‌باشد و پر ریسک‌تر از دارایی‌های موجود می‌باشد (ژانگ، ۲۰۰۵).

سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری تعریف‌های گوناگون و در عین حال مشابهی از مفهوم واژه سرمایه‌گذاری ارائه شده است. می‌توان گفت سرمایه‌گذاری عبارت است از تبدیل وجوه مالی به یک یا چند نوع دارایی دیگر که با هدف به دست آوردن سود، برای مدتی در زمان آینده نگهداری خواهد شد. به بیانی دیگر، منظور از سرمایه‌گذاری، صرف نظر از هزینه کردن پول یا دیگر منبع مالی، در زمان حاضر، به همراه پذیرفتن ریسک (خطر) مشخص یا نامشخص، برای کسب سود در آینده می‌باشد (راعی و تلنگی، ۱۳۹۳).

تخصیص دارایی‌ها

تخصیص دارایی‌ها مرحله‌ای از فرآیند سرمایه‌گذاری است و در آن تصمیم می‌گیرید که سرمایه‌گذاری تا چگونه بین گروه‌های مختلف دارایی تقسیم شود. مثلاً چه میزان از سرمایه خود را به سهام، اوراق مشارکت، دارایی‌های فیزیکی، طلا، ارز و پول نقد اختصاص دهید. هدف از تخصیص دارایی‌ها توسعه یک پرتفوی متنوع سازی شده است که تحمل ریسک و افق زمانی سرمایه‌گذاری شما را نشان می‌دهد و ریسک کلی پرتفوی شما را در این فرآیند مدیریت می‌نماید. تخصیص دارایی‌ها اولین گام حیاتی در فرآیند کلی سرمایه‌گذاری است، چون گروه‌های دارایی مختلف میزان ریسک و پاداش متفاوتی دارند (بعضی دارای نوسان پذیر بالاتری هستند و بعضی ثابت بیشتری دارند). تحقیقات نشان داده که تخصیص دارایی می‌تواند بزرگ‌ترین عامل کنترل‌کننده میزان سودآوری یک پرتفوی باشد (هاشمی و راعی، ۱۳۹۳).

انواع فعالیت‌های سرمایه‌گذاری

فعالیت‌های سرمایه‌گذاری عبارت است از تحصیل یا واگذاری سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت، دارایی‌های ثابت مشهود و دارایی‌های نامشهود و همچنین پرداخت و وصول تسهیلات اعطایی به اشخاص مستقل از واحد تجاری غیر از کارکنان (شریعتی، ۱۳۹۳). تقسیم بندی‌های متنوعی برای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری وجود دارد که مهم‌ترین آن به شرح زیر است (محمدی، ۱۳۹۰):

الف) براساس موضوع سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری بر حسب موضوع به دو دسته سرمایه‌گذاری واقعی و سرمایه‌گذاری مالی تقسیم می‌شود. سرمایه‌گذاری واقعی نوعی سرمایه‌گذاری است که فرد با فدا کردن ارزشی در زمان حاضر، نوعی دارایی واقعی به دست می‌آورد. در واقع موضوع سرمایه‌گذاری، دارایی واقعی است. خرید ملک یا آپارتمان، نمونه‌ای از این سرمایه‌گذاری است. در سرمایه‌گذاری مالی، فرد در ازای فدا کردن ارزش حاضر، نوعی دارایی مالی که نتیجه آن معمولاً جریانی از وجوه نقد است به دست می‌آورد. سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار مثل سهام عادی یا اوراق مشارکت، که فرد در ازای پرداخت پول، محقق به دریافت جریانی از وجوه نقد به شکل سود می‌شود، سرمایه‌گذاری مالی محسوب می‌شود.

ب) بر اساس زمان یا مدت سرمایه‌گذاری

بر حسب زمان، سرمایه‌گذاری را می‌توان به کوتاه مدت، میان مدت و بلندمدت تقسیم کرد. منظور از تأمین مالی کوتاه‌مدت، تأمین مالی از منابعی است که حداکثر ظرف یک سال و یا کمتر بازپرداخت می‌گردند. منابع تأمین مالی کوتاه‌مدت به ۲ دسته کلی تقسیم می‌شوند که شامل منابع تضمین نشده و منابع تضمین شده می‌باشد. منابع تأمین مالی کوتاه‌مدت تضمین نشده عمدتاً شامل اعتبارات تجاری (خرید نسیه کالا)، پیش دریافت از مشتریان، هزینه‌های پرداختی، وام‌های بانکی و اسناد تجاری می‌باشد. منابع مالی تضمین شده نیز عمدتاً توسط بانک‌ها، مؤسسات مالی و خریداران حساب‌های دریافتی تأمین می‌گردند. اعطاکندگانی تسهیلات مالی کوتاه‌مدت تضمین شده، بخشی از دارایی‌های واحد تجاری را به منظور تضمین وام‌های اعطایی به وثیقه می‌گیرند. تأمین مالی میان مدت، تأمین مالی از منابعی است که سررسید آن‌ها بیش از یک سال و کمتر از ۷ سال است. در ارتباط با سررسید کمتر از ۷ سال اتفاق نظر بین تحلیل‌گران وجود ندارد و پاره‌ای از آنها سررسید کمتر از ۵ سال یا ۱۰ سال را جزء میان مدت تلقی نموده‌اند. با این وجود بسیاری از تحلیل‌گران مالی و حسابداران تفکیک میان بدهی بلندمدت و میان مدت را نادیده می‌گیرند و منابع تأمین مالی را به دو گروه عمده تقسیم نموده‌اند: بدین ترتیب که بدهی‌های با سررسید کمتر از یک سال را بدهی کوتاه‌مدت و سررسید بیش از یک سال را بلندمدت طبقه‌بندی نموده‌اند. بدهی‌های میان مدت شامل مواردی همچون اعتبار در گرفتن وام‌های مدت‌دار و قراردادهای اجاره می‌گردند. یکی دیگر از راه‌های تأمین مالی از لحاظ زمان سررسید، تأمین مالی بلندمدت می‌باشد. تأمین مالی بلندمدت عمدتاً به منظور سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت همچون خرید دارایی جدید، احداث کارخانه و یا مدرنیزه کردن امکانات موجود مورد استفاده قرار می‌گیرد.

ج) بر حسب خطر یا ریسک سرمایه‌گذاری

از آنجا که منافع حاصل از سرمایه‌گذاری در آینده به دست می‌آید و نسبت به تحقق این منافع یقین وجود ندارد، پس انواع سرمایه‌گذاری‌ها با درجاتی از احتمال عدم تحقق منافع مورد نظر سرمایه‌گذار یا ریسک مواجهند. بر اساس اینکه میزان یا احتمال تحقق نیافتن منافع آتی (یا ریسک) چقدر باشد، سه نوع سرمایه‌گذاری را می‌توان از یکدیگر متمایز ساخت:

۱. سرمایه‌گذاری با ریسک متناسب،

۲. سرمایه‌گذاری با ریسک نسبی بیشتر (سفته بازی)،

۳. سرمایه‌گذاری پر خطر یا ریسکی (قمار).

سرمایه‌گذاری متناسب یا به طور خلاصه سرمایه‌گذاری، نوعی سرمایه‌گذاری است که ریسک آن متناسب با بازدهی است که از آن انتظار می‌رود. سرمایه‌گذاری با ریسک نسبتاً بیشتر یا سفته بازی، نوعی سرمایه‌گذاری است که در آن سرمایه‌گذار برای کسب بازده، ریسک بیشتری را تقبل می‌کند و بالاخره سرمایه‌گذاری بسیار ریسکی یا قمار، نوعی سرمایه‌گذاری است که در آن فرد برای به دست آوردن بازده ولو بسیار کم، ریسک بسیار زیادی را متحمل می‌شود.

تئوری های سرمایه گذاری

درک تئوری سرمایه گذاری تا حدی به مدیر کمک می کند تا او بتواند از دیدگاه مدیریت سرمایه گذاری (پرتفوی) به هدف های خود دست یابد. مدیر بدین وسیله می تواند با استفاده از برگ اختیار معامله و یا بستن قراردادهای آتی خود را در برابر ریسک های احتمالی ناشی از سرمایه گذاریها مصون سازد. همچنین مدیر می تواند در سایه درک این تئوری به بازنشستگان اطمینان نسبی بدهد که از مزایا بازنشستگی و مورد تعهد شرکت بهره مند خواهند شد. همچنین مدیر می تواند با استفاده از تئوری سرمایه گذاری و با توجه به ریسک داده شده؛ بازده سرمایه گذاری (پرتفوی) را حداکثر نموده و یا بازده های یک پرتفوی را مشابه بازده های پرتفوی دیگر نماید.

گذشته از این؛ پس از آگاهی کامل و سلطه بر این تئوری، مدیر می تواند شیوه قیمت گذاری اوراق بهادار (به وسیله عوامل بازار) را بهتر درک کند. همچنین وی می تواند به وجود نیروهایی پی ببرد که موجب افزایش یا کاهش نرخ بهره می شوند و نیز به علت اینکه چرا نرخ بهره کوتاه مدت ممکن است بیشتر یا کمتر از نرخ بهره بلند مدت شود، پی ببرد. وی می تواند ریسک سرمایه گذاری را محاسبه کند و نسبت به میزان اثر این ریسک بر قیمت اوراق بهادار آگاه شود. همچنین وی می تواند با شیوهی تغییرات قیمت برگ های اختیار معامله، نسبت به سهامی که این اوراق از آن مشتق شده اند و نیز با عواملی که در آینده بر قیمت این اوراق اثر می گذارند، آشنا شود. هر قدر فرد درباره ماهیت قیمت گذاری اوراق بهادار آگاهی بیشتری به دست آورد، می تواند انحراف های ناشی از ساختار قیمت گذاری را بهتر شناسایی و کشف نماید و در نتیجه از محل سرمایه گذاری های خود به بیشترین بازدهی ممکن دست یابد^۱ (رابرت هاگن، ۱۹۹۳).

الف) سرمایه گذاری از دیدگاه کلاسیک ها و کینزین ها

در مکتب کینزی، مخارج مصرفی اساساً به وسیله تغییرات در درآمد جاری قابل تصرف (یعنی درآمد ملی منهای مالیات) تعیین می شود. دیدگاه مکتب کلاسیک جدید، کاملاً متفاوت است. از دیدگاه مکتب کلاسیک جدید، مصرف خانوار در یک دوره زمانی مشخص به درآمد جاری آن خانوار و درآمدی که انتظار دارد در آینده به دست آورد، بستگی دارد و همچنین بستگی دارد به نرخ های بهره ای دارد که در آن نرخ بهره، خانوارها می توانند وام بگیرند یا وام بدهند.

دیدگاه مکتب کلاسیک جدید و کینزی درباره سرمایه گذاری نیز تفاوت دارد. اقتصاددانان کلان کینزی بر جریان نقدی جاری به یک بنگاه و هزینه های سرمایه جاری به عنوان تعیین کنندگان اصلی مخارج سرمایه گذاری تاکید می کنند. اقتصاددانان مکتب کلاسیک جدید در اقتصاد کلان با این موضوعات موافقت، ولی بر نقش جریان نقدی مورد انتظار در آینده و همچنین هزینه های سرمایه مورد انتظار در آینده تاکید می کنند. بنابراین تفاوت کلیدی میان دیدگاه های کلاسیکی جدید و کینزی در مورد مصرف و سرمایه گذاری، بستگی به اهمیتی دارد که هر یک به انتظارات درباره شرایط اقتصادی آینده می دهند. در حالی که بسیاری از طرفداران اقتصاد کلان کینزی ممکن است نقشی برای انتظارات بپذیرند ولی فکر نمی کنند که انتظارات اهمیت دارد. از این گذشته بسیاری از اقتصاددانان کلان کینزی به انتظارات درباره آینده می نگرند مانند داشتن رابطه سیستماتیک اندک با نتایج تحقق یافته اند (میرجیلی و سید حسن؛ ۱۳۸۷).

ب) نظریه شتاب ساده و شتاب انعطاف پذیر

اساس اصل شتاب درک این موضوع است که باید بین ارزش پولی سرمایه واقعی موجود یا سرمایه مطلوب و سطح درآمد ملی نسبت معینی برقرار باشد. ضریب نهایی شتاب در کشورهای مختلف بستگی به ساختار اقتصادی و مراحل رشد اقتصادی دارد. هر قدر کشور پیشرفته تر باشد، چون در صنایع زیر بنایی کمتر سرمایه گذاری می شود، برای افزایش ظرفیت تولید احتیاج کمتری به سرمایه دارد و نتیجتاً ضریب نهایی شتاب در حد پایین تری قرار می گیرد. برعکس، در کشورهای در حال توسعه، یعنی کشورهایی که مراحل اولیه رشد را می گذرانند، ضریب نهایی شتاب در حد بالاتری قرار دارد، زیرا در این کشورها قبل از اینکه برای تولید کالا سرمایه گذاری شود، باید برای ایجاد راه و ساختمان و سایر خدمات بنیادی سرمایه گذاری کرد تا کالای تولید شده به راحتی توزیع شود.

الگوی شتاب ساده بر اساس چهار فرض زیر مطرح شده است:

۱. بنگاههای تولیدی همیشه در تعادل هستند و ظرفیت اضافی ندارند.
۲. سطح پیشرفت فنی ثابت است.
۳. کشش عرضه کالاهای سرمایه ای بی نهایت است و بدین ترتیب هر نوع تعدیلی از نظر فقدان موجودی سرمایه واقعی نسبت به سرمایه مطلوب بدون وقفه زمانی انجام می گیرد.

^۱ Robert Hagan

۴. قیمتها ثابت اند و تغییر نمی کنند (تفضلی و فریدون؛ ۱۳۷۸)

ج) تئوری وجوه باقی مانده سرمایه گذاری

تئوری حقوق مازاد توسط یکی از نظریه پردازان حسابداری به نام استابس^۲ (۱۹۶۱) تدوین شده است. این تئوری بر مبنای ریسک پذیری سهامداران عادی بنا شده است.

هدف از دیدگاه مبتنی بر حقوق مازاد این است که به دارندگان سهام عادی اطلاعات بهتری ارائه کرد تا آنها بتوانند بدان وسیله در مورد سرمایه گذاریها تصمیم بگیرند. همچنین با توجه به روند ارزش حقوق مازاد (که بر مبنای ارزش جاری تعیین شود) می توان ارزش سرمایه گذاریها را تعیین کرد (رهنمایی، ۱۳۸۵).

د) دیدگاه نئوکلاسیک ها در مورد سرمایه گذاری

نئو کلاسیک ها معتقدند علت توسعه نیافتگی کشورهای جهان سوم به دلیل سوء تخصیص منابع بین روشهای مختلف تولید به دلیل دخالتهای دولت می باشد که برای برون رفت از آن باید بنگاه های دولتی را خصوصی کرد و روشهایی دیگر مانند تجارت آزاد و...

بر طبق نظریه سنتی نئو کلاسیکها که آنها معتقد بودند که باید بازارهای پولی آزاد شود تا سرمایه گذاری داخلی و خارجی افزایش یابد و نرخ سرمایه به تولید و درآمد سرانه نیز افزایش یابد.

استراتژی های سرمایه گذاری

به مجموعه های از رفتارها، فرآیندها و قوانین که سرمایه گذار را به سمت بهترین سرمایه گذاری هدایت می کند استراتژی های سرمایه گذاری می گویند. فاکتورهای مختلفی در به کارگیری استراتژی های سرمایه گذاری نقش دارند مانند اهداف بلندمدت و کوتاه مدت، آستانه ریسک پذیری و اهداف شخصی سرمایه گذار (راعی و شواخی زواره، ۱۳۸۵).

انواع اقسام سرمایه گذاران از جهت بکارگیری استراتژی های سرمایه گذاری

استراتژی غیر فعال: این گونه سرمایه گذاران اغلب تمایل به خرید و نگه داری دارند و معمولاً با کمترین هزینه معامله می کنند و نمی توانند فرصت های بازار را به خوبی شناسایی کنند اما سرمایه گذاران با استراتژی فعال دوست دارند پا فراتر از شاخص ها گذاشته و به قابلیت های سرمایه گذاری خود بیش از حد متوسط که همان شاخص ها هستند اعتقاد دارند (راعی و تلنگی، ۱۳۹۳).

استراتژی های تکانشی یا جنبشی: براساس این استراتژی سرمایه گذار اقدام به سرمایه گذاری یا فعالیت براساس عملکرد گذشته اش می کند.

استراتژی خرید و نگه داری: در این نوع استراتژی سرمایه گذار اقدام به خرید سهام می کند و آن را برای مدت طولانی حفظ می کند این دسته از سرمایه گذاران معتقدند در سرمایه گذاری های بلند مدت سود بیشتری نصیبشان شده و نوسانات نمی توانند چندان سود آوری این نوع سرمایه گذاری را دستخوش تغییر کند. استراتژی اکثر این سرمایه گذاران خرید با قیمت کم و فروش با قیمت بالا است (راعی و تلنگی، ۱۳۹۳).

استراتژی شاخصه ای: این نوع سرمایه گذاران با شاخص ها پیش می روند مثلاً سهامی با شاخص S&P 500 یا شاخص های صندوق های مشترک سرمایه گذاری یا بورس اوراق بهادار. این نوع استراتژی در طبقه بندی استراتژی های غیر فعال جای می گیرد (راعی و تلنگی، ۱۳۹۳).

استراتژی ارزش به جای رشد: این گونه سرمایه گذاران با در پیش گرفتن این نوع از استراتژی سراغ سهام شرکت هایی می روند که با قیمت کمتری پیشنهاد شده اند و سرمایه گذاران به آنها به چشم سرمایه گذاری بلندمدت نگاه می کنند که در طولانی مدت دارای پتانسیل رشد فراوانی خواهد بود. این یکی از راه هایی است که سرمایه گذاران می توانند سرمایه خود را افزایش دهند (راعی و تلنگی، ۱۳۹۳).

استراتژی متضاد: سرمایه گذاران با در پیش گرفتن این استراتژی سرمایه شرکت های خوب را در زمان رکود بازار می خردند تا در طولانی مدت از سود آن بهره ببرند. شرکت های این چینی معمولاً باید دارای شرایط زیر باشند:

- شرکت باید در شرایط رو به رشدی قرار گرفته باشد.

- شرکت نباید در زمینه رقابتی آسیب پذیر باشد.
- شرکت باید درآمد رو به افزایش داشته باشد.
- شرکت باید در سرمایه‌گذاری دارای سود دهی پیوسته باشد.
- شرکت در زمان تورم باید دارای قیمت های انعطاف پذیر باشد.

استراتژی شرکت های کوچک: یکی از استراتژی هایی که وارن بافت هم از آن استفاده می‌کند. اکثر سرمایه‌گذاران بزرگ معتقدند که سودهای بزرگ معمولاً از شرکت های کوچک و متوسط حاصل می‌شود مخصوصاً در بازار بورس. بدین ترتیب که سرمایه‌گذار اقدام به خرید سهام چندین شرکت کوچک یا متوسط می‌کند و در طولانی مدت از سود حاصل از سرمایه‌گذاری شرکت ها با دارایی‌های گسترده استفاده می‌کند(راعی و تلنگی، ۱۳۹۳).

برنامه ریزی استراتژیک

برنامه‌ریزی استراتژیک چیز جدیدی نیست. حدود سه دهه قبل، آکف^۳ درباره برنامه‌ریزی شرکتها مطالبی را نوشت و به تبع آن آکومب و مورسی^۴ نیز مبحثی را به ادبیات مربوط اضافه نمودند. براینسون^۵ توجه‌اش را بر روی بخش غیر انتفاعی متمرکز کرد. مینتزبرگ^۶ در سال ۱۹۹۴ عیبی را در فرآیندهای برنامه‌ریزی یافت که اثر محدودی داشت. بتازگی مولهار^۷ سودمندی برنامه‌ریزی استراتژیک را در سازمانهای غیر انتفاعی مورد بررسی قرار داده است. به هر حال فرآیندی که سنگین و گران نباشد، می‌تواند تلاش در برنامه‌ریزی را به همان خوبی پیاده سازی نتایج برنامه تسهیل کند. نتیجه تحقیقات نشان می‌دهد سازمان‌هایی که از مدیریت استراتژیک استفاده می‌کنند(در مقایسه با آنها که از این شیوه مدیریت یا مفاهیم آن استفاده نمی‌کنند) سودآورترند. برای مثال، یک تحقیق که برای یک دوره سه ساله بر روی ۱۰۱ شرکت خرده فروشی، خدماتی و تولیدی انجام شد، به این نتیجه رسید؛ شرکت هایی که از مفاهیم و اصول مدیریت استراتژیک استفاده می‌کردند، در مقایسه با شرکت هایی که بدون این فعالیت های برنامه ریزی منظم بودند، از نظر فروش، سوددهی و بهره‌وری، در وضع بسیار بهتری قرار داشتند. نتیجه تحقیق دیگری نشان داد که ۸۰ درصد افزایش سودآوری شرکت ها به سبب تغییراتی بود که از نظر استراتژیک در شرکتها ایجاد شده بود. دو پژوهشگر به نامهای کوک و فریس گزارش کردند که عملکرد بسیار عالی شرکت های مورد تحقیق گویای دیدگاههای استراتژیک و توجهی است که آنها به دوره‌های بلندمدت‌تر می‌نمایند (رابینسون، ۱۹۸۲). شرکت هایی که عملکردی عالی دارند به صورت منظم برنامه ریزی می‌کنند تا همواره آماده روبرویی با نوسانات و تغییراتی باشند که در محیط های داخلی و خارجی شرکت رخ می‌دهد. شرکت‌هایی که سیستم های برنامه‌ریزی آنها به گونه‌ای است که با تئوری مدیریت استراتژیک شباهت زیادی دارد، معمولاً در دوره‌های بلندمدت، از نظر مالی و اداری عملکرد بسیار بهتری خواهند داشت (در صنعت مربوطه نسبت به شرکت هایی که از این شیوه برنامه‌ریزی استفاده نمی‌کنند) (دیوید، ۱۳۸۲). چنین به نظر می‌رسد شرکت هایی که دارای عملکرد عالی می‌باشند با توجه به انتظاراتی که از نتایج کوتاه مدت و بلندمدت دارند تصمیماتی آگاهانه‌تر اتخاذ می‌نمایند. از سوی دیگر اغلب شرکت هایی که عملکردی ضعیف دارند به فعالیت هایی می‌پردازند که کوتاه‌بینانه است و به هیچ وجه شرایط آینده را پیش بینی نمی‌کنند و این فعالیت ها بازتابی از شرایط آینده نیست. آلن به این نتیجه رسید که مدیریت استراتژیک توانسته است عملکرد بسیاری از شرکت های بزرگ را بهبود بخشد که از آن جمله عبارتند از: جنرال الکتریک، امریکن اکسپرس، الاید، دان اند برداستریت و پیتی باوز(الن، ۱۹۸۵). از دیدگاه تام پیترز تفاوت بین نیرویی که سازمان وی را به حساب می‌آورد، ۵ یا ۱۰ درصد نیست، بلکه ۱۰۰ تا ۲۰۰ درصد است(پترز و واترمن، ۱۹۸۷). اغلب در مدیریت استراتژیک نه تنها به مدیران و کارکنان تفویض اختیار می‌شود تا نظم و انضباط را در شرکت برقرار کنند بلکه اگر بدین گونه عمل نمی‌کردند موجب از پا درآمدن شرکت می‌شدند. فرآیند مدیریت استراتژیک برای مدیران و کارکنان شرکت این امکان را به وجود می‌آورد که نیاز به ایجاد تغییر را درک کنند، در این باره استدلال نمایند و تغییر را به عنوان نوعی فرصت طلایی و نه یک تهدید به حساب آورند (دیوید، ۱۳۸۲).

3. Ackoff.

4. Acomb & Morrissey.

5. Bryson.

6. Mintzberg.

7. Mulhare.

السن و ادی^۸ معتقد بودند که فرآیند برنامه ریزی استراتژیک از پنج مرحله بیان مأموریت کلی و اهداف سازمان، بررسی یا تجزیه و تحلیل محیطی، بررسی وضع داخلی و منابع، تدوین، ارزیابی، گزینش استراتژیها، اجرا و کنترل طرح استراتژیک تشکیل شده است (اولسون، ۱۹۸۲). دیوید^۹ در سه مرحله کلی شامل تدوین، اجرا و ارزیابی، برنامه ریزی استراتژیک را مشخص نمودن مأموریت، بررسی عوامل محیطی، تعیین هدفهای بلندمدت، تدوین، ارزیابی و گزینش استراتژی ها، تعیین هدفهای سالانه و سیاست ها، تخصیص منابع، و بالاخره محاسبه و ارزیابی عملکرد بیان کرده است (دیوید، ۱۳۸۲). ویلن و هانگر یک الگوی چهار مرحله‌ای تجزیه و تحلیل محیطی، تدوین استراتژی، اجرای استراتژی و ارزیابی و کنترل را ارائه نموده‌اند (ولن و هونگر، ۲۰۰۰). برنامه ریزی استراتژیک روش سیستماتیکی است که فراگرد مدیریت استراتژیک را پشتیبانی و تأیید می‌کند. برنامه ریزی استراتژیک متضمن همه اقداماتی است که منجر به تعریف اهداف شده و از آنجا به تعیین استراتژی های مناسب برای دستیابی به آن اهداف برای کل سازمان منتج می‌گردد (علی احمدی، ۱۳۷۷). برنامه ریزی استراتژیک، تلاشی سازمان یافته و منظم برای اتخاذ تصمیمات بنیادی و انجام اقدامات اساسی است که شرکت و جهت گیری فعالیت های یک سازمان با دیگر نهادها را در چارچوب قانونی شکل می‌دهند (منوریان، ۱۳۷۲؛ برایسون، ۱۳۸). برنامه ریزی استراتژیک عبارت است از فرآیند دستیابی به اهداف بلندمدت و حیاتی سازمان در محیط رقابتی، بنابراین برنامه ریزی بلندمدت در تمام تعاریف، تفاوتش با برنامه ریزی استراتژیک تنها در لفظ محیط رقابتی و حیاتی خواهد بود (علی احمدی، ۱۳۷۷). فرآیند تصمیم گیری درباره اهداف، منابع مورد نیاز برای نیل به اهداف و چگونگی تخصیص منابع سازمان را برنامه ریزی استراتژیک می‌نامند (شرکت داده پرداز ای ایران، ۱۳۷۶).

برنامه ریزی استراتژیک بر طبق تعریف گالوی^{۱۰} دوراندیشی سازمان یافته‌ای است که مراحل ذیل را در بر دارد (علی احمدی، ۱۳۷۷). ۱- تعریف مأموریت ها و هدفهای دوربرد. ۲- هدف گذاری، تفکیک مأموریت‌ها به هدف های کمی و کیفی کوتاه مدت. ۳- تعیین استراتژی ها و راهبردهای اساسی دستیابی به اهداف. ۴- تعیین خط مشی ها و سیاستهای خرد و کلان. ۵- تدوین رویه‌ها. ۶- تدوین مقررات. ۷- تنظیم برنامه‌های عملیاتی و اجرایی اصلی و فرعی. ۸- بودجه بندی بر حسب واحد پول یا کار.

یک برنامه ریزی استراتژیک بستر یا چارچوبی است برای عملی ساختن تفکر استراتژیک و هدایت عملیاتی که منجر به تحقق مشخص و برنامه ریزی شده می‌گردد. چنین چارچوبی دارای هفت عنصر مشخص است (شریفی کلویی، ۱۳۷۶):

- ۱- مأموریت سازمان (تعیین کننده چه؟).
- ۲- تحلیل استراتژیک (تعیین کننده چرا؟).
- ۳- استراتژی (تعیین کننده به کدام جهت؟).
- ۴- اهداف بلندمدت (تعیین کننده چه وقت و چگونه؟).
- ۵- برنامه‌های تلفیقی (تعیین کننده چه وقت و چگونه؟).
- ۶- پیش بینی‌های مالی (تعیین کننده برآورد مالی عناصر فوق).
- ۷- خلاصه اجرایی (تعیین کننده عناصر فوق).

فرآیند استراتژی کسب و کار

تولید مهمترین رکن هر نظام اقتصادی است. بعبارت دیگر این روابط تولیدی و توابع تولید است که شکل و محتوای هر نظام اقتصادی را تشکیل می‌دهد. بنابراین برای آنکه صحت و سقم یک نظام اقتصادی مورد سنجش و ارزیابی قرار گیرد قبل از هر چیز، ضروری است که رکن تولید در آن نظام مورد مطالعه و تحقیق قرار داده شود. چرا که تولید مفید و مؤثر کالاها یا خدمات علاوه بر وسایط و وسایل فوق الذکر نیازمند برنامه ریزی نیز می‌باشد. اینکه برنامه ریزی را بر سایر عملیات مدیران مقدم داشته‌اند در شرایط حاضر بیش از هر زمان دیگری قابل تأمل است. امروزه تنها از طریق ایجاد یک نظام منسجم برنامه ریزی است که مدیران قادر به انجام صحیح مجموعه وظایف خود می‌باشند و با تبیین و تعیین اهداف و روشن ساختن راه های وصول به این اهداف، جریان فعالیت ها را از سردرگمی و روزمرگی رهایی می‌بخشند. لذا با هدف گذاری صحیح (اینکه چه چیزی می باید به دست آید و نتایج چه زمانی باید حاصل شوند) و تعیین سیاست های اصولی و قواعدی که حدود انجام کار را معین می‌کنند، می توان توالی گام به گام اقداماتی که برای دستیابی به هدف های اساسی و بنیادین لازم است را مشخص نموده (برنامه ها) و به برنامه ریزی استراتژیک پرداخت (فتح الله، ۱۳۷۸).

منظور از فرآیند برنامه ریزی و مدیریت استراتژیک دستیابی به یک توافق مقدماتی بر سر شکل و محتوای نظام برنامه ریزی و مدیریت استراتژیک است به نحوی که حمایت و تعهد لازم را در تصمیم گیرندگان کلیدی و رهبران اصلی

⁸. Eadie.

⁹. David.

¹⁰. Galloway.

مجموعه صنعت مورد مطالعه پدید آورد. در همین راستا دستیابی به یک توافق نظر مقدماتی از نظر مفهومی، بدون برخورداری از یک فرآیند و توالی منطقی از کارها امکان پذیر نخواهد بود. هر چند نمی توان اثبات کرد که یک نظریه مطلقاً درست است یا نادرست، ولیکن می توان برای تشخیص نارسایی های آنرا مورد آزمایش و مقایسه قرار داد. بدین منظور تا آنجا که به هدف ما در این بخش مربوط می شود، سعی بر آن است برخی از فرآیندهای موجود در این زمینه مورد اشاره قرار گیرد تا گامی باشد برای درک مفاهیم و هم فراگردهایی که به تدوین برنامه ریزی و مدیریت استراتژیک منجر می گردند (فتح الله، ۱۳۷۸).

انواع استراتژی

اگرچه توافق کلی در مورد طبقه بندی سبک های مدیریت فعال وجود ندارد لیکن معمولاً استراتژی فعال را به سه دسته زیر تقسیم می نمایند (راعی و تلنگی، ۱۳۹۳).

۱- استراتژی سنجش موقعیت بازار

۲- استراتژی تمرکز بخشی

۳- استراتژی گلچینی سهام

در استراتژی سنجش موقعیت بازار سرمایه گذار در تلاش برای بهبود عملکردش از طریق زمان سنجی بازار می باشد. وی در تلاش است بوسیله پیش بینی هایی که از بازار یا بخش های خاصی از بازار می نماید پرتفویش را تعدیل نماید. انتقال منابع بین اوراق بهادار کشورهای مختلف، انتقال منابع بین بازار سهام و بازار اوراق قرضه و انتقال بین اوراق بهادار بازار سهام و اوراق بهادار خزانه (بدون ریسک) مثالهایی از استراتژی سنجش موقعیت بازار است. به عبارت دیگر در این استراتژی، سرمایه گذار با پیش بینی آینده بازار، حجم سرمایه گذاری را بین بازارهای اوراق بهادار تغییر می دهد و در صورت پیش بینی بازده مورد انتظار بالاتر از متوسط برای پرتفوی، نسبت به تعدیل و اصلاح ریسک (B) پرتفوی اقدام می نماید. مهارت دیگر موقعیت سنجان بازار این است که بتای پرتفوی را براساس پیش بینی، اینکه بازار چگونه عمل خواهد نمود، تغییر می دهد. آنها بتای کلی پرتفوی را هم با تغییر در بتای پرتفوی سهام (با استفاده از قرار داد تحویل آتی، تاخت یا حق اختیار معامله) و هم با تغییر در مبلغ سرمایه گذاری شده در اوراق قرضه کوتاه مدت، تغییر می دهند. در طیف دیگر موقعیت سنجی بازار، گلچینی سهام وجود دارد. در این استراتژی سرمایه گذار وزن سهام زیر قیمت را در پرتفوی افزایش و وزن سهام بالای قیمت را کاهش می دهد. از این طریق ریسک پرتفوی نیز متنوع می شود و انتخاب هر سهم بر سایر سهام اثر می گذارد. این استراتژی مبنای تئوری نوین پرتفوی است (بودی و همکاران، ۱۹۹۹).

نتیجه گیری

بدلیل آنکه سرمایه گذاران مختلف الگوهای مصرف مختلفی دارند دارای افق های سرمایه گذاری مختلفی نیز می باشند. برای بررسی تخصیص دارایی میان سهام رشدی و ارزشی فرض می شود که همه سرمایه گذاران ریسک گریزند و زمان تشکیل پورتفوی بهینه شان بدنبال حداکثرسازی تابع مطلوبیت مورد انتظار هستند. سهام رشدی بدون توجه به افق سرمایه گذاری پریسک تر از سهام ارزشی می باشد. همچنین سهام ارزشی و رشدی با افزایش افق سرمایه گذاری کاهش می یابد یک سرمایه گذار با افق سرمایه گذاری کوتاه مدت مجبور به پاسخ به هر نوسانی در بازده های درک شده می باشد در حالیکه برای یک سرمایه گذار با افق سرمایه گذاری بلندمدت، ریسک بلندمدت به طور قابل توجهی کاهش می یابد (کیوم، ۲۰۰۵). نتایج پورتفوی شرکتهای سرمایه گذاری نشان داده اند که با افزایش سرمایه گذاری، میانگین بهینه تخصیص سرمایه گذاران به سمت سهام ارزشی می رود و از سهام رشدی فاصله می گیرد (بخصوص برای افراد با درجه ریسک گریزی کم و متوسط). این نتایج نشان می دهد که سهام ارزشی در بلندمدت ریسک کمتری نسبت به سهام رشدی دارد. به طور قابل توجهی برای پورتفوی بازار، وزنهای تخصیصی میان سهام رشدی و ارزشی متفاوت از هم نمی باشند.

منابع و مراجع

منابع فارسی

- حقیقی عراقی نژاد، مهستی، (۱۳۷۸)، تدوین استراتژیهای توسعه صنعت الیاف کشور، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علم و صنعت ایران، دانشکده مهندسی صنایع.
- حیدری، بهمن، (۱۳۸۱)، بررسی عوامل محیط اقتصادی به منظور فرموله کردن استراتژی بر مبنای تحلیل SWOT: مطالعه موردی، ایران خودرو، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تربیت مدرس، دانشکده علوم انسانی.
- داوری، دردانه. وشانه ساززاده، محمدحسن، (۱۳۸۰)، مدیریت استراتژیک از تئوری تا عمل، تهران: انتشارات آتنا، صص ۳۴-۶۷.
- راعی، رضا؛ تلنگی، احمد (۱۳۹۳) مدیریت سرمایه گذاری، انتشارات سمت، چاپ نهم.
- راعی، رضا؛ فلاح پور، سعید (۱۳۸۳) مالیه رفتاری رویکردی متفاوت در حوزه مالی، تحقیقات مالی، شماره ۱۸.
- رحیمی خواه، مهدی، (۱۳۸۵)، برنامه ریزی استراتژیک شرکت تولید سفال سربک گرگین، رساله کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران، دانشکده علوم اقتصادی و اداری.
- فتح الله، مهدی، (۱۳۷۸)، برنامه ریزی استراتژیک صنعت سیمان ایران، پایان نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشگاه علم و صنعت ایران.
- ملکی پور کاشان، حسن، (۱۳۸۰)، برنامه ریزی استراتژیک در شرکت ریسندگی و بافندگی کاشان، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علوم و فنون مازندران، دانشکده مهندسی صنایع.
- وفا، نظام الدین، (۱۳۷۸)، تهیه و تدوین برنامه استراتژیک جهت استفاده در شرکت ایران خودرو: عشق آباد، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت.
- هانگر، جی. دیوید. و ویلن، توماس. ال. (نویسندگان)، (۱۳۸۴)، مبانی مدیریت استراتژیک، اعرابی، سیدمحمد. و ایزدی، داود. (مترجمان)، چاپ دوم، تهران: دفتر پژوهشهای فرهنگی.

منابع لاتین

- Canner, Niko, N. Gregory Mankiw, and David N Well. "An Asset Allocation Puzzle." NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, 1994: ???
- Drobetz, Wolfgang, and Friederike Köhler. "The Contribution of Asset Allocation Policy to Portfolio Performance." Financial Markets And Portfolio Management, 2002: 219-233.
- Francis, In.Sangbae,Kim.,(2011).Investment horizon effect allocation between value and growth strategies. Economic Modelling1489-1497.

- Gencer, Cevriye, and Didem Gurpinar. "Analytic network process in supplier selection: A case study in an electronic firm." *Applied Mathematical Modelling* 31 (2007): 2475-2486.
- Gibson, Roger C. *Asset Allocation Balancing Financial Risk*. New York: McGraw-Hill, 2008.
- Gupta, Pankaj, Mukesh Kumar Mehlawat, and Anand Saxena. "A hybrid approach to asset allocation with simultaneous consideration of suitability and optimality." *Information Sciences*, 2010: 2264-2285.
- Lenoir, Gregory, and Nils S Tuchschnid. "Investment Time Horizon and Asset Allocation Models." *Financial Markets and Portfolio Management* 15 (2001): 76-93.
- LO.A.W.Mackinlay. AC.,1990. When are contrarian profits due to stock market overreaction? *Review of Financial studies* 3. 175 -205.
- lynch. A.W.,2001.Portfolio choice and equity characteristics: characterizing the hedging demands induced by return predictability. *Journal of financial economics* 62. 67-130.
- Manimaran, p., panigrahi, p.k parikh. J.c., 2005.wavelet analysis and scaling properties of time series. *Physics review E* 72.046120.
- Markowitz.H.,1952. Portfolio selection .the *Journal of Finance* 7. 77-91.
- Percival ,D.B.,Walden,A.T., 2000. *Wavelet methods for time series analysis*. Cambridge university press. Cambridge.
- Petkova R.,Zhang. L., 2005. Is value riskier than growth? *Journal of financial Economics* 78. 187-202.
- Politis, D.N., Romano,JP., The stationary bootstrap, *Jornal of the American Statistical Association* 89. 1303-1313.
- Schneeweis, Thomas, Garry B Crowder, and Hossein Kazemi.
- Sedzro, Komlan, Arif Marouane, and Tov Assogbavi. "Analytical Hierarchy Process and Goal Programming Approach for Asset Allocation." *Journal of Mathematical Finance*, 2012: 96-104.
- Smith, Keith V. "Asset Allocation and Investment Horizon." *Financial Services Review*, 1998: 201-219.
- Taylor, B., (1985), *Strategic for Planning*, Long Rong Planning, p. 38.
- *The New Science of Asset Allocation_ Risk Management in a Multi-Asset World*.New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2010.
- Tsay, Ruey S. *Analysis of Financial Time Series*. Chicago: A John Wiley & Sons, Inc., 2010.

- Wheelen, T. L. & Hunger, D, (2000), Strategic management business policy, prentice Hall, 7th Edition.
- Wik, Mette, Tewodros Aragie Kebede, Olvar Bergland, and Stein T Holden. On the Measurement of Risk Aversion from Experimental Data. Discussion Paper, Department of Economics and Resource Management, 2004.
- Yu'ksel. Ihsan, Dagdeviren. Metin ., (2007) Using the analytic network process (ANP) in a SWOT analysis-A case study for a textile firm. Information Sciences, Vol. 20, pp. 47-62.
- ZAVADSKAS. E.K., Z. TURSKIS, J. TAMOSAITIENE. (2011). Selection of construction enterprises management strategy based on the SWOT and multi-criteria analysis. Archives of Civil and Mechanical Engineering, Volume 11, Issue 4, 2011, Pages 1063-1082.
- Zhang. XueMing. (2012). Research on the Development Strategies of Rural Tourism in Suzhou Based on SWOT Analysis EnergyProcedia, Volume 16, Part B, 2012, Pages 1295-1299.

