

# رابطه هماهنگی بین استراتژی‌های مالی، سرمایه‌گذاری، تأمین مالی، تقسیم سود و سرمایه در گردش با عملکرد سازمانی: شرکت داروسازی اکسیر

سید محمد اعرابی<sup>۱\*</sup>، رحیم عابدی<sup>۲</sup>

۱- استاد گروه مدیریت بازرگانی دانشگاه علامه طباطبایی، تهران، ایران

۲- استادیار گروه مدیریت بازرگانی، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران

پذیرش: ۹۰/۳/۲۴

دریافت: ۸۹/۲/۱

## چکیده

این مقاله الگوی ترکیبی را برای هماهنگی بین استراتژی مالی و زیر سیستم‌های آن، شامل استراتژی سرمایه‌گذاری، استراتژی تأمین مالی، استراتژی تقسیم سود و استراتژی سرمایه در گردش ارائه می‌دهد. بررسی تئوری‌های مدیریت استراتژیک مشخص می‌کند که الگوهای هماهنگی استراتژیک را می‌توان در سه الگو دسته‌بندی کرد:

۱- الگوی عقلایی

۲- الگوی طبیعی

۳- الگوی ترکیبی

الگوی ترکیبی مبتنی بر نگرش فرایندی به مدیریت استراتژیک است که در آن اجرای استراتژیک تابعی از تدوین (کانون توجه داخلی/ خارجی) و کنترل (کم/زیاد) است. در این تحقیق بر مبنای الگوی ترکیبی، استراتژی‌های مالی و زیر سیستم‌های آن گونه‌شناسی شدند. سپس هماهنگی بین گونه‌های مختلف استراتژی‌های مذکور مورد بررسی قرار گرفت. با استفاده از استراتژی تحقیق موردی، شرکت داروسازی اکسیر انتخاب شد و گونه‌های استراتژی‌های مالی و زیر سیستم‌های آن با استفاده از صورت‌های مالی حسابرسی شده برای سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ محاسبه شدند.

نتایج نشان می‌دهد که عملکرد شرکت (نسبت Q توبین و ROA) در زمانی که گونه استراتژی مالی



شرکت، میانه‌رو متمایل به خطرپذیری است، بیشتر از زمانی است که گونه استراتژی مالی آن میانه‌رو متمایل به خطرگریزی است. همچنین نتایج نشان می‌دهد در سال‌هایی که هماهنگی بین عناصر استراتژی‌های مالی بیشتر است، عملکرد شرکت (نسبت Q توبین و ROA) نیز بهتر است.

**کلیدواژه‌ها:** استراتژی مالی، استراتژی سرمایه‌گذاری، استراتژی تأمین مالی، استراتژی تقسیم سود، استراتژی سرمایه در گردش، عملکرد (نسبت Q توبین و ROA).

## ۱- مقدمه

بررسی تئوری‌های مالی نشان می‌دهد که تئوری مالی در سه دهه گذشته تغییرات بنیانی کرده است. اکنون رشته مالی به‌عنوان یک رشته توصیفی مطرح نیست بلکه با استفاده از ابزارهای پیچیده اقتصادسنجی کاربردی و ریاضیات بر توسعه الگوهای رسمی تأکید می‌شود. همچنین 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 و تهدیدات ایجاد شده به وسیله تغییرات محیطی فراهم کند. استراتژی بین اهداف مناسب متعدد و اهداف مطلوب پیوند ایجاد می‌کند که به وسیله 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.

امروزه بیش‌تر سازمان‌ها به جای اتخاذ یک استراتژی جامع و واحد از مجموعه‌ای استراتژی‌های مرتبط استفاده می‌کنند که هر یک برای سطح خاصی از سازمان طراحی می‌شوند و به آن زنجیره استراتژی یا سلسله‌مراتب استراتژی<sup>۱</sup> می‌گویند. سلسله‌مراتب استراتژی عبارتند از:

۱- استراتژی در سطح سازمان<sup>۲</sup>؛ ۲- استراتژی در سطح کسب‌وکار<sup>۳</sup>؛ ۳- استراتژی در سطح وظیفه‌ای<sup>۴</sup> (شامل: استراتژی مالی، استراتژی بازاریابی، استراتژی تولید و عملیات، استراتژی منابع انسانی، استراتژی تحقیق و توسعه، استراتژی سیستم‌های اطلاعاتی) [۱]

صص ۲۴-۲۷؛ ۲، صص ۸-۱۱].

این سلسله‌مراتب یا زنجیره استراتژی، مجموعه‌ای از استراتژی‌های متداخل یکدیگر است که مانند پازل همدیگر را تکمیل و حمایت می‌کنند. بنابراین استراتژی وظیفه‌ای از استراتژی کسب‌وکار حمایت می‌کند که این نیز از استراتژی سازمان حمایت می‌کند. هر استراتژی وظیفه‌ای علاوه بر پاسخ‌گویی به شرایط محیطی باید با استراتژی‌های سطوح دیگر و نیز با نقاط قوت و شایستگی‌های رقابتی واحد تجاری مربوطه و با سطح سازمان به عنوان یک مجموعه واحد هماهنگ باشد [۱، ص ۲۵]. بنابراین در متون مدیریت استراتژیک بر هماهنگی بین استراتژی‌های سطوح استراتژی و هماهنگی آن سطوح با محیط در حال تغییر خارجی تأکید فراوانی شده است.

براساس بحث سلسله مراتب استراتژی‌ها، کانون اصلی توجه در این تحقیق، استراتژی مالی و زیر سیستم‌های آن می‌باشد. تاکنون دانش‌پژوهان رشته‌های مرتبط در کشورهای گوناگون دیدگاه‌های مختلفی درباره تعریف استراتژی مالی داشته‌اند. بررسی دیدگاه‌های دانش‌پژوهان [۳؛ ۴؛ ۵، صص ۲۵۳-۲۶۶؛ ۶؛ ۷؛ ۸؛ ۹؛ ۱۰] نشان می‌دهد که استراتژی مالی شامل استراتژی سرمایه‌گذاری، استراتژی تأمین وجوه، استراتژی توزیع سود و استراتژی سرمایه درگردش می‌باشد و هدف آرمانی استراتژی مالی که تحت پوشش اهداف استراتژیک کلی‌تر قرار دارد، حفظ و افزایش سودآوری بلندمدت بنگاه اقتصادی و دسترسی به مزیت رقابتی پایدار است.

با توجه به موارد فوق، سئوالاتی که مطرح می‌شوند عبارتند از:

- ۱- چگونه می‌توان تصمیم‌های مالی را در تئوری و عمل برای طرح‌ریزی استراتژی‌های مالی سازمان مورد استفاده قرار داد؟ و ۲- چگونه می‌توان استراتژی مالی را با چارچوب کلی تصمیم‌گیری استراتژیک هماهنگ کرد؟ به این معنا که استراتژی مالی انتخاب شده، هم بتواند با شرایط محیطی سازگار باشد و هم با سایر استراتژی‌های سطح سازمان هماهنگ باشد. بررسی تئوری‌های مدیریت استراتژیک در پاسخ‌گویی به چالش «هماهنگی» مشخص می‌کند که الگوهای هماهنگی استراتژیک را می‌توان در سه گروه دسته‌بندی کرد:
- ۱- الگوی عقلایی<sup>۵</sup> که مبتنی بر استراتژی سازمان است، از جمله الگوی عقلایی

تصمیم‌های مالی می‌توان به الگوهای ویلن و هانگر [۱]، پیرس و رابینسون [۲]، اسلاتر و همکارانش [۵، صص ۲۵۳-۲۶۶]، روترفورد [۷]، زینگ و لن [۱۱]، پاندی [۱۲]، ون هورن [۱۳]، دیوید [۱۴]، پراسانا [۱۵] و نوو [۱۶] اشاره کرد.

۲- الگوی طبیعی<sup>۱</sup> که مبتنی بر عوامل ویژه مدیریت مالی است. روت بندر و کیت وارد [۹] صاحب‌نظرانی هستند که الگوی ارائه شده به وسیله آن‌ها برای اتخاذ استراتژی مالی از نوع الگوی طبیعی است و

۳- الگوی ترکیبی<sup>۲</sup> که مبتنی بر نقاط مرجع استراتژیک (SRP's)<sup>۳</sup> است.

بر مبنای الگوی ترکیبی، سؤال اصلی این است که گونه‌شناسی مناسب استراتژی مالی و زیر سیستم‌های آن چگونه می‌باشد؟ آیا بعد از ارائه یک گونه‌شناسی برای استراتژی مالی و زیر سیستم‌های آن می‌توان هماهنگی خاصی بین آن‌ها شناسایی کرد؟ آیا هماهنگی بین استراتژی مالی و زیر سیستم‌های آن بر ابعاد عملکردی سازمان اثر خاصی دارد؟ نقاط مرجع استراتژیک برای جمع‌بندی گونه‌شناسی استراتژی مالی و زیر سیستم‌های آن چیست؟ سئوالات فوق و پاسخ‌گویی به آن‌ها اهمیت و ضرورت تحقیق را نمایان می‌سازد.

## ۲- ادبیات پژوهش

### ۲-۱- نقاط مرجع استراتژیک استراتژی مالی و زیر سیستم‌های آن

الگوی ترکیبی (یکپارچه) مبتنی بر فضای دو بُعدی است. بر اساس نگرش فرایندی و استراتژیک به مدیریت، مدیریت استراتژیک از سه بخش برنامه‌ریزی (تدوین)، اجرا و کنترل تشکیل شده است و اجرای استراتژیک، تابعی است از برنامه‌ریزی (کانون توجه، داخل/خارج - SRP1) و کنترل (کم/زیاد - SRP2). برنامه‌ریزی استراتژیک در محور طولی و کنترل استراتژیک در محور عرضی و اجرای استراتژیک در محتوای آن قرار دارد. مختصات اجرای استراتژیک، از نقاط مرجع محورهای طولی (تدوین) و عرضی (کنترل) حاصل می‌شود که از آن به عنوان «نظریه نقاط مرجع استراتژیک»<sup>۴</sup> یاد می‌شود و زیرساخت منطقی و فلسفی آن در تئوری‌های مدیریت تبیین شده است [۱۷؛ ۱۸؛ ۱۹]. نقاط مرجع استراتژیک به عنوان هدف‌ها و نقاط ارجاع هستند که مدیران از

آن‌ها در ارزیابی گزینه‌ها، اتخاذ تصمیم‌های استراتژیک و در مخابره کردن اولویت‌های سازمانی به افراد کلیدی سیستم خود استفاده می‌کنند [۲۰، ص ۹۲۷].

برای شناسایی گونه‌های اصلی استراتژی مالی و ابعاد آن براساس الگوی ترکیبی، در این‌جا مروری می‌شود بر انواع تصمیم‌های مالی که به وسیله صاحب‌نظران مختلف بیان شده است. به نظر بسیاری از صاحب‌نظران، استراتژی مالی با سیاست‌های تأمین و تخصیص سرمایه سرو کار دارد [۱؛ ۴؛ ۵، صص ۲۵۳-۲۶۶؛ ۶؛ ۷؛ ۸؛ ۹؛ ۱۱؛ ۱۲؛ ۱۳؛ ۱۴؛ ۱۵؛ ۱۶]. بنابراین دو وظیفه اصلی مدیران مالی عبارتند از:

۱- تخصیص وجوه (به طور مختصر تصمیم سرمایه‌گذاری)

۲- تحصیل وجوه (به طور مختصر تصمیم تأمین مالی)

همچنین صاحب‌نظران زیادی معتقدند که ساختار استراتژی مالی علاوه بر دو تصمیم فوق، تصمیم تقسیم سود را نیز شامل می‌شود [۱؛ ۴؛ ۵، صص ۲۵۳-۲۶۶؛ ۶؛ ۷؛ ۸؛ ۹؛ ۱۱؛ ۱۲؛ ۱۳؛ ۱۴؛ ۱۵]. تصمیم تقسیم سود، نسبت درآمد تقسیمی به سهام‌داران و نسبت سود انباشته و سرمایه‌گذاری مجدد آن در بنگاه را تعیین می‌کند. بنابراین تقسیم سود سهام با سود انباشته ارتباط دارد و جزئی از تصمیم‌های مربوط به تأمین مالی است. از این رو، افزایش سود تقسیمی به‌وسیله شرکت، نیاز به تأمین مالی از سایر روش‌ها را افزایش می‌دهد و بالعکس.

صاحب‌نظرانی وجود دارند و معتقدند که علاوه بر سه تصمیم مالی فوق، تصمیم چهارمی نیز وجود دارد و آن عبارت است از تصمیم‌های مربوط به سرمایه در گردش [۲؛ ۱۲؛ ۱۳؛ ۱۵؛ ۱۶]. در واقع تصمیم‌های مربوط به سرمایه در گردش، جزئی از تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی است و هدف آن تصمیم‌گیری در مورد دارایی‌های جاری همراه با بدهی‌های جاری است که قسمت فوقانی ترازنامه را تشکیل می‌دهند.

صاحب‌نظران مالی معتقدند این تصمیم‌ها با همدیگر ارتباط متقابل دارند و به‌طور مشترک به‌وسیله «خطرپذیری» و «بازده»، ارزش بازار سهام بنگاه را تحت تأثیر قرار می‌دهند، به طوری که هر عملی که خطرپذیری بیشتری داشته باشد، نیازمند بازده بیشتری نیز خواهد بود [۱۲؛ ۱۵؛ ۱۶]. بنابراین با بررسی، تحلیل و تعمق در مطالب صاحب‌نظران مالی مشخص می‌شود که «خطرپذیری کلی» و «بازده کلی»، دو بُعد اصلی تصمیم‌های مالی هستند که از آن‌ها به عنوان نقاط مرجع استراتژیک مالی یاد می‌شود و از ترکیب این دو بُعد، چهار گونه استراتژی مالی



حاصل می‌شود که در جدول ۱ نشان داده شده است.

جدول ۱ الگوی یک پارچه تصمیم‌گیری برای اجرای استراتژی مالی [۲۱؛ ۲۲، صص ۲۳۹-۲۷۷؛ ۲۳، صص ۷۲-۸۰]

نقاط مرجع استراتژیک SRPs	کنترل) SRP۲	SRP۱ (کانون توجه)
استراتژی‌های مالی	میزان بازده کلی	میزان خطرپذیری کلی
گونه ۱: خطر گریز	کم	کم
گونه ۲: میانه‌رو متمایل به خطرگریزی	زیاد	
گونه ۳: میانه‌رو متمایل به خطرپذیری	کم	زیاد
گونه ۴: خطرپذیر	زیاد	

خطرپذیری کلی از دو بخش تشکیل شده است که عبارتند از ۱- خطرپذیری تجاری و ۲- خطرپذیری مالی [۱۲، صص ۶۳۳-۶۶۳؛ ۱۶، ج ۱، صص ۹-۱۰ و ۱۴۴-۱۷۳]. خطرپذیری تجاری (کسب و کار)،<sup>۱</sup> یک خطرپذیری ذاتی است که به ویژگی اساسی و طبیعی کسب و کار پیوند خورده و منجر به اجرای استراتژی رقابتی خاصی می‌شود. این خطرپذیری به هر چیزی غیر از خطرپذیری مالی<sup>۱۱</sup> ناشی از ساختار مالی مربوط می‌شود. خطرپذیری مالی در رابطه با ترکیب بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام است [۱۲، ص ۳۸].

در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، ابعادی که مورد توجه قرار می‌گیرند «خطرپذیری تجاری» و «بازده سرمایه‌گذاری» هستند که از آن‌ها به عنوان نقاط مرجع استراتژیک سرمایه‌گذاری یاد می‌شود و از ترکیب این دو بُعد چهار گونه استراتژی سرمایه‌گذاری حاصل می‌شود که در جدول ۲ نشان داده شده است.

جدول ۲ الگوی یک‌پارچه تصمیم‌گیری برای اجرای استراتژی سرمایه‌گذاری [۲۱؛ ۲۲؛ ۲۳]

نقاط مرجع استراتژیک SRPs	(کنترل) SRP <sub>۲</sub>	(کانون توجه) SRP <sub>۱</sub>
استراتژی‌های سرمایه‌گذاری	میزان بازده سرمایه‌گذاری	میزان خطرپذیری تجاری
گونه ۱: سرمایه‌گذاری در واحدهای وظیفه‌ای به منظور کاهش هزینه	کم	کم
گونه ۲: سرمایه‌گذاری در واحدهای وظیفه‌ای به منظور توسعه در بازار- محصول فعلی	زیاد	
گونه ۳: سرمایه‌گذاری در واحدهای وظیفه‌ای به منظور افزایش کیفیت	کم	زیاد
گونه ۴: سرمایه‌گذاری در واحدهای وظیفه‌ای به منظور گسترش در بازار- محصول جدید	زیاد	

در تصمیم‌های تأمین مالی ابعادی که مورد توجه قرار می‌گیرند «خطرپذیری مالی» و «هزینه تأمین مالی» هستند که از آن‌ها به عنوان نقاط مرجع استراتژیک تأمین مالی یاد می‌شود و از ترکیب این دو بُعد چهار گونه استراتژی تأمین مالی حاصل می‌شود که در جدول ۳ نشان داده شده است.

جدول ۳ الگوی یک‌پارچه تصمیم‌گیری برای اجرای استراتژی تأمین مالی [۲۱؛ ۲۲؛ ۲۳]

نقاط مرجع استراتژیک SRPs	(کنترل) SRP <sub>2</sub>	(کانون توجه) SRP <sub>1</sub>
استراتژی‌های تأمین مالی	میزان هزینه تأمین مالی	میزان خطرپذیری مالی
گونه ۱: تأمین مالی از طریق سود انباشته و استهلاك	کم	کم
گونه ۲: تأمین مالی از طریق وام، اوراق قرضه و اجاره	زیاد	
گونه ۳: تأمین مالی از طریق فروش دارایی‌ها	کم	زیاد
گونه ۴: تأمین مالی از طریق انتشار سهام	زیاد	

در تصمیم‌های تقسیم سود ابعادی که مورد توجه قرار می‌گیرند «خطرپذیری مالی» و «هزینه خاص سود انباشته» هستند که از آن‌ها به عنوان نقاط مرجع استراتژیک تقسیم سود

یاد می‌شود و از ترکیب این دو بُعد چهار گونه استراتژی تقسیم سود حاصل می‌شود که در جدول ۴ نشان داده شده است.

جدول ۴ الگوی یک پارچه تصمیم‌گیری برای اجرای استراتژی تقسیم سود [۲۱، ۲۲، ۲۳]

نقاط مرجع استراتژیک SRPs	SRP2(کنترل)	SRP1(کانون توجه)
استراتژی‌های تقسیم سود	میزان هزینه سود انباشته	میزان خطرپذیری مالی
گونه ۱: تقسیم سود باقیمانده - میزان تقسیم سود «کم»	کم	کم
گونه ۲: مبلغ تقسیم سود ثابت - میزان تقسیم سود «زیر متوسط»	زیاد	
گونه ۳: مبلغ یا نسبت تقسیم سود ثابت بعلاوه سود اضافی - میزان تقسیم سود «بالای متوسط»	کم	زیاد
گونه ۴: نسبت تقسیم سود ثابت - میزان تقسیم سود «زیاد»	زیاد	

در تصمیم‌های سرمایه در گردش ابعادی که مورد توجه قرار می‌گیرند «خطرپذیری» و «بازده» سرمایه در گردش هستند که از آن‌ها به عنوان نقاط مرجع استراتژیک سرمایه در گردش یاد می‌شود و از ترکیب این دو بُعد چهار گونه استراتژی سرمایه در گردش حاصل می‌شود که در جدول ۵ نشان داده شده است.

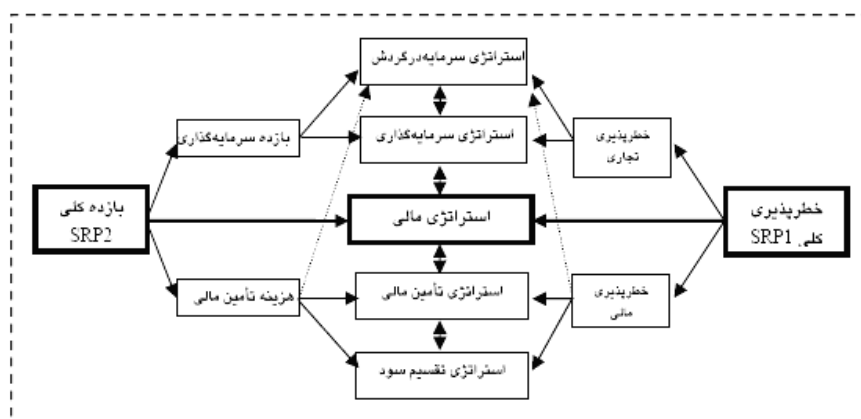
جدول ۵ الگوی یک پارچه تصمیم‌گیری برای اجرای استراتژی سرمایه در گردش [۲۱، ۲۲، ۲۳]

نقاط مرجع استراتژیک SRPs	SRP2(کنترل)	SRP1(کانون توجه)
استراتژی‌های سرمایه در گردش	میزان بازده سرمایه در گردش	میزان خطرپذیری سرمایه در گردش
گونه ۱: محافظه‌کارانه	کم	کم
گونه ۲: میانه‌رو متمایل به محافظه‌کاری	زیاد	
گونه ۳: میانه‌رو متمایل به متهورانه	کم	زیاد
گونه ۴: متهورانه	زیاد	

واضح است که «بازده» و «هزینه» در جهت عکس هم قرار دارند [۱۵، ص ۸]. اما به دلیل این که شرکت‌ها در وضعیت عادی سود آورند، بنابراین بازده سرمایه‌گذاری شرکت‌ها از



هزینه تأمین مالی آن‌ها بیشتر است. در نتیجه، در استراتژی مالی، «بازده کلی» به عنوان یکی از نقاط مرجع استراتژیک مورد استفاده قرار می‌گیرد. موارد فوق به طور خلاصه در شکل ۱ نشان داده شده است.



شکل ۱ نمودار الگوی یک پارچه نقاط مرجع استراتژیک برای اجرای استراتژی مالی و زیر سیستم‌های آن [۲۱؛ ۲۴، صص ۳۸۷-۳۹۲]

### ۳- گونه‌شناسی استراتژی مالی براساس نقاط مرجع استراتژیک

گرایش فکری مدیران در تصمیم‌های مربوط به امور مالی در یک طیف قرار دارند که در یک سمت آن، رفتارخطرگریزی و در سمت دیگر آن رفتار خطرپذیری قرار دارد. مدیران خطرگریز در اخذ تصمیم‌های مربوط به امور مالی تمایل به پذیرش مخاطره کمتری دارند در نتیجه بازده آن‌ها نیز کمتر خواهد شد. مدیران خطرگریز برای پذیرش مخاطره بیشتر خواهان جایزه پذیرش مخاطره، یعنی بازده اضافی خواهند بود [۱۶، ج ۱، صص ۳۳۶-۳۳۸]. مدیران خطرپذیر در اخذ تصمیم‌های مربوط به امور مالی تمایل به پذیرش مخاطره بیشتری دارند، در نتیجه بازده آن‌ها نیز بیشتر خواهد شد. رفتار میانه‌رو متمایل به خطرگریزی (گونه ۲) و رفتار میانه‌رو متمایل به خطرپذیری (گونه ۳) در حد فاصل بین رفتارهای خطرگریزی (گونه ۱) و خطرپذیری (گونه ۴) قرار دارند. بنابراین سازمان‌ها می‌توانند در اداره امور مالی،

استراتژی‌های گوناگونی به کار برند که این استراتژی‌ها ناشی از رفتارهای خطرگریزی و خطرپذیری خواهد بود. با ترکیب رفتارهای گوناگون می‌توان استراتژی‌هایی را در پیش گرفت که تصمیم‌های مربوط به امور مالی به حد مطلوب برسد. جدول ۱ گونه‌شناسی استراتژی مالی را بر مبنای الگوی ترکیبی (یکپارچه) نشان می‌دهد.

### ۳-۱- گونه‌شناسی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری عبارت است از تخصیص سرمایه و منابع به طرح‌ها، محصولات و واحدهای وظیفه‌ای (کارکردی) سازمان [۲، ص ۳۱۹].

بودجه‌بندی سرمایه‌ای علاوه بر تصمیم تعهد به تأمین وجوه برای سرمایه‌گذاری‌های جدید، شامل برگشت وجوه از دارایی‌هایی است که بهره‌وری کمی دارند یا سودآور نیستند [۱۲، ص ۶]. همچنین تأکید می‌شود که مخارج سرمایه‌ای شامل همه مخارجی است که انتظار می‌رود برای بنگاه منافی را در بیش از یک سال ایجاد کنند و این مخارج شامل دارایی‌های «لموس» و «ناملموس» هستند. مخارج بسیاری مانند مخارج تحقیق و توسعه، تبلیغات، فناوری اطلاعات یا آموزش ضمن خدمت کارکنان که دارایی‌های نامشهود ارزشمندی ایجاد می‌کنند، در تعریف سنتی در نظر گرفته نمی‌شود [۱۲، صص ۸-۶۱۷]. برای بسیاری از سازمان‌ها، فناوری یکی از مهم‌ترین دارایی‌ها است. منظور از فناوری «حق اختراع محصولات منحصر به فرد یا روش‌های ویژه و انحصاری تولید» است. چنین فناوری در سایه سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه به دست می‌آید. مخارج تبلیغات و بازاریابی باعث می‌شود تا نام و نشان تجاری محصول تقویت شود. بنابراین هزینه‌های بازاریابی یکی از اقلام سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای است؛ زیرا مخارج نقدی در بازاریابی باعث می‌شود که در دوره‌های آینده، جریان‌های نقدی ورودی ایجاد و تقویت شود [۲۵، ص ۵۱۹]. در عمل بسیاری از شرکت‌ها به ندرت مخارج سرمایه‌ای را در تصمیم‌گیری‌ها مورد استفاده قرار می‌دهند اما برخی شرکت‌ها با دسته‌بندی مخارج سرمایه‌ای، اطلاعات مفیدی برای تصمیم‌گیری فراهم می‌کنند. دسته‌بندی آن‌ها عبارتند از:

۱- جایگزینی؛

۲- نوسازی؛

۳- گسترش؛

۴- پروژه جدید؛

۵- تحقیق و توسعه؛

۶- کاهش هزینه (قیمت تمام شده) [۱۲، صص ۸-۶۱۷].

راه‌های زیادی برای دسته‌بندی طرح‌های سرمایه‌گذاری وجود دارد. یک دسته‌بندی مفید می‌تواند به صورت زیر تعیین شود؛

۱- پروژه‌های استراتژیک؛

۲- گسترش خط جدید تولید؛

۳- پروژه‌های جایگزینی عمومی؛

۴- توسعه خطوط فعلی تولید؛

۵- پروژه‌های رفاهی و مطابق قانون؛

همچنین هریک از این طبقه‌بندی‌ها می‌تواند بر مبنای نیازمندی به وجوه، به زیر دسته‌هایی نیز تقسیم‌بندی شود.

هدف از سرمایه‌گذاری، ایجاد رشد، افزایش در فروش‌ها، دارایی‌ها، سودها یا ترکیبی از برخی یا همه آن‌ها می‌شود. دو استراتژی رشد اصلی وجود دارد که عبارتند از استراتژی تمرکز روی یک خط تولید یا صنعت و استراتژی تنوع در تولید محصولات دیگر یا ورود به صنایع دیگر. این استراتژی‌ها را می‌توان به دو صورت اجرا کرد:

۱- داخلی، از طریق سرمایه‌گذاری در طراحی و توسعه محصول جدید یا ۲- خارجی، از طریق ادغام، خریداری سازمان‌های دیگر یا برقراری ائتلاف‌های استراتژیک با آن‌ها [۸، ص ۱۵۹]. جدول ۲ گونه‌شناسی استراتژی سرمایه‌گذاری را بر مبنای الگوی ترکیبی نشان می‌دهد.

### ۳-۲- گونه‌شناسی استراتژی تأمین مالی

وقتی در یک بنگاه تصمیم بودجه‌بندی سرمایه‌ای تعیین شد، باید روش‌های تأمین مالی هر یک از پروژه‌های سرمایه‌ای نیز مشخص شود؛ به عبارت دیگر زمانی که تصمیم سرمایه‌گذاری به وسیله بنگاه اخذ شد، همزمان تصمیم تأمین مالی نیز اخذ می‌شود. بنابراین سؤالاتی که مطرح می‌شوند این است که آیا بنگاه برای تأمین مالی، باید سرمایه (حقوق



صاحبان سهام) یا بدهی و یا هر دو را مورد استفاده قرار دهد؟ آمیخته‌ی ضمنی بدهی و سرمایه چه قدر است؟ آمیخته‌ی مناسب بدهی و سرمایه چه قدر باشد؟  
 دارایی‌های یک شرکت می‌تواند با افزایش ادعای مالکان یا افزایش ادعای اعتباردهندگان، تأمین مالی شود. ادعای مالکان زمانی افزایش پیدا می‌کند که بنگاه وجوه مورد نیاز را با انتشار سهام عادی یا سود انباشته تأمین کند؛ ادعای اعتباردهندگان به وسیله‌ی استقراض افزایش پیدا می‌کند. ابزارهای گوناگون تأمین مالی، «ساختار مالی» یک مؤسسه را تشکیل می‌دهد. مفهوم ساختار سرمایه، درجه‌ی نسبت بین بدهی و حقوق صاحبان سهام را نشان می‌دهد. حقوق صاحبان سهام شامل سرمایه‌ی سهام پرداخت شده، صرف سهام، اندوخته‌ها و اقلام مازاد (سود تقسیم نشده) می‌باشند.

به طور خلاصه منابع اصلی تأمین مالی عبارتند از:

۱- تأمین مالی از داخل سازمان

۲- تأمین مالی از خارج از سازمان

روش‌های تأمین مالی داخلی عبارتند از سود (انباشته)، استهلاک‌ها، فروش (کاهش) دارایی‌ها (ثابت و جاری). روش‌های تأمین مالی خارجی عبارتند از ایجاد بدهی (وام یا اوراق قرضه) کوتاه‌مدت یا بلندمدت و انتشار سهام عادی، ممتاز و اجاره [۳، ص ۲۳؛ ۱۶]. جدول ۳ گونه‌شناسی استراتژی‌های تأمین مالی را بر مبنای الگوی ترکیبی نشان می‌دهد.

### ۳-۳- گونه‌شناسی استراتژی تقسیم سود

در تصمیم‌گیری در مورد تقسیم سود، نسبت سود سهام پرداخت شده، تعیین‌کننده‌ی سود تقسیم نشده‌ی شرکت بوده و باید در چارچوب هدف اصلی شرکت یعنی حداکثر کردن ثروت سهام‌داران ارزیابی شود. از آنجایی که یکی از راه‌های تأمین مالی از طریق سود تقسیم نشده (سود انباشته) است، بنابراین تصمیم‌های تقسیم سود باید در رابطه با تصمیم‌های تأمین مالی ارزیابی و تجزیه و تحلیل شود [۱۳، ص ۲۹].

هدف اصلی استراتژی تقسیم سود سهام شرکت، ایجاد مزایا و منافع برای سهام‌داران است. دو بُعد عمده‌ی استراتژی سود سهام عبارتند از ۱- ثبات سود سهام؛ یعنی آیا سود سهام در دوره‌های مختلف ثابت می‌ماند یا نوسان می‌کند؟ و ۲- نسبت پرداخت سود سهام در

بلندمدت، یعنی متوسط درصد درآمد پرداختی به شکل سود سهام در بلندمدت. دو بُعد مذکور از یکدیگر متمایزند. سود سهام می‌تواند با ثبات یا بی‌ثبات باشد بدون توجه به کم یا زیاد بودن نسبتی از سود که به شکل سود سهام پرداخت می‌شود.

صرف نظر از روش «نسبت پرداخت سود سهام در بلندمدت»، نوسان‌های سالیانه سود سهام ممکن است از یکی از الگوهای زیر تبعیت کند:

۱- الگوی نسبت ثابت پرداخت سود سهام (درصدی از سود شرکت): در این استراتژی درصد ثابتی از سود (هر سال یا سال‌های قبل) به شکل سود سهام پرداخت می‌شود. نتیجه اجرای این استراتژی باعث می‌شود که نوسان سود سهام پرداختی متناسب با نوسان سود شرکت باشد.

۲- الگوی مبلغ ثابت سود سهام (درصدی از مبلغ اسمی): مقدار پولی سود سهام پرداختی در هر دوره ثابت می‌ماند یا این‌که در بلندمدت روند صعودی یا نزولی ثابتی دارد [۲۶، ص ۲۷۵].

۳- الگوی مبلغ ثابت سود سهام به‌علاوه سود سهام اضافی (فوق‌العاده/متغیر): در این الگو شرکت مبلغ ثابتی سود سهام به‌علاوه مبلغی سود سهام اضافی در دوره‌های سودآور پرداخت می‌کند. این الگو ترکیبی از دو الگوی بالا است.

دومین بُعد از استراتژی تقسیم سود، متوسط نسبت سود شرکت است که در بلندمدت به شکل سود سهام پرداخت می‌شود. شرکت‌ها می‌توانند بدون توجه به «ثبات سود سهام»، نسبت سود سهام پرداختی را «کم» یا «زیاد» برنامه‌ریزی کنند.

۴- الگوی سود سهام باقیمانده: استراتژی که تأمین مالی داخلی را ارزان‌تر از تأمین مالی خارجی می‌داند، استراتژی سود سهام باقیمانده نام دارد و بسیاری از شرکت‌ها از این استراتژی پیروی می‌کنند [۲۶، ص ۲۸۱]. براساس این الگو، سود سهام پرداختی، باقیمانده‌ای از سود، پس از تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور است. جدول ۴ گونه‌شناسی استراتژی تقسیم سود را بر مبنای الگوی ترکیبی نشان می‌دهد.

#### ۳-۴- گونه‌شناسی استراتژی سرمایه در گردش

تصمیم‌های مربوط به منابع و مصارف وجوه کوتاه‌مدت را تصمیم‌های سرمایه در گردش



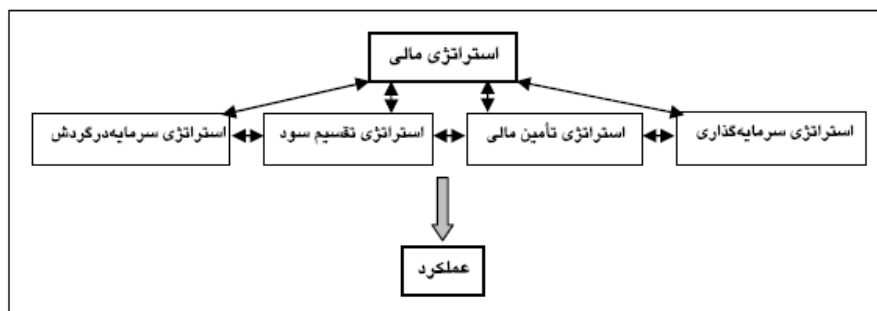
می‌نامند. مدیران سازمان‌ها می‌توانند با به‌کارگیری استراتژی‌های گوناگون، در رابطه با سرمایه در گردش، میزان نقدینگی سازمان را تحت تأثیر قرار دهند. این استراتژی‌ها را میزان «خطرپذیری» و «بازده» آن‌ها مشخص می‌کند [۱۶، ۲، ص ۷]. مدیران سرمایه در گردش در یک طیف قرار دارند که در یک سمت آن، استراتژی محافظه‌کارانه و در سمت دیگر استراتژی متهورانه قرار دارند. استراتژی‌های میانه‌رو متمایل به محافظه‌کاری (گونه ۲) و میانه‌رو متمایل به متهورانه (گونه ۳) در حد فاصل بین استراتژی محافظه‌کارانه (گونه ۱) و متهورانه (گونه ۴) قرار دارند. بنابراین شرکت‌ها می‌توانند در اداره امور دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری، استراتژی‌های گوناگونی به کار برند. با ترکیب استراتژی‌های گوناگون می‌توان سیاستی را در پیش گرفت که سرمایه در گردش به حد مطلوب برسد. جدول ۵ گونه‌شناسی استراتژی سرمایه در گردش را بر مبنای الگوی ترکیبی نشان می‌دهد.

#### ۴- چارچوب نظری تحقیق

با توجه به موارد فوق، نمودار شکل ۲ چارچوب مفهومی تحقیق را نشان می‌دهد. در این تحقیق «هماهنگی بین استراتژی مالی و زیر سیستم‌های آن» به عنوان متغیر مستقل، «عملکرد سازمان» به عنوان متغیر وابسته، متغیرهای «هماهنگی استراتژی مالی با استراتژی سطح کسب‌وکار یا سازمان» و «هماهنگی استراتژی مالی با سایر استراتژی‌های وظیفه‌ای» (مانند استراتژی بازاریابی، استراتژی تحقیق و توسعه، استراتژی تولید و عملیات، استراتژی منابع انسانی و استراتژی سیستم‌های اطلاعاتی) و «هماهنگی استراتژی مالی با عناصر سازمان» (یعنی ساختار، تکنولوژی، فرهنگ و شیوه مدیریت) به عنوان متغیرهای کنترل در نظر گرفته شده است. فرضیه‌های تحقیق بر اساس روابط بین متغیرهای موجود در چارچوب مفهومی عبارتند از:

فرضیه ۱: عملکرد سازمان در استفاده از استراتژی مالی خطرپذیری نسبت به استراتژی مالی خطرگریزی متفاوت است.

فرضیه ۲: عملکرد سازمان در زمانی که هماهنگی بین عناصر استراتژی مالی بیشتر است نسبت به زمانی که هماهنگی بین عناصر استراتژی مالی کمتر است، متفاوت است.



شکل ۲ نمودار چارچوب مفهومی تحقیق [۲۳]

## ۵- روش پژوهش

این پژوهش بر مبنای نتیجه یک تحقیق توسعه‌ای<sup>۱۲</sup>، بر مبنای هدف یک تحقیق تبیینی و بر مبنای نوع داده‌ها یا متغیر یک تحقیق کمی-کیفی است. در این پژوهش از استراتژی تحقیق موردی استفاده شده است. برای عملیاتی کردن تحقیق از یکی از شرکت‌های موفق داروسازی کشور به نام شرکت داروسازی اکسیر، پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شد. شرکت داروسازی اکسیر یکی از شرکت‌های فعال در یک هولدینگ به نام شرکت سرمایه‌گذاری دارویی تأمین (سهامی خاص) وابسته به شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) می‌باشد. محدوده زمانی گردآوری داده‌ها از سال ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۷ است. از صورت‌های مالی حسابرسی شده و گزارش هیأت مدیره به صاحبان سهام موجود در سایت بورس اوراق بهادار تهران جهت محاسبه گونه‌های استراتژی مالی و زیر سیستم‌های آن استفاده شده است. برای تلخیص داده‌ها از آمار توصیفی مانند جداول، نمودار، میانگین و نسبت‌ها، و برای تحلیل نتایج از آمار پارامتریک مانند آزمون  $t$ ، آزمون Levens و آمار ناپارامتریک مانند آزمون دور یا گردش و آزمون کولموگورف-اسمیرنوف استفاده شده است.

چارچوب نظری این تحقیق بر مبنای نظریه نقاط مرجع استراتژیک قرار دارد و در این بخش فرایند عملیاتی کردن آن توضیح داده می‌شود. هم‌چنان‌که در بخش قبلی ذکر شد، استراتژی مالی شامل استراتژی سرمایه‌گذاری، استراتژی تأمین مالی، استراتژی تقسیم سود و استراتژی



سرمایه در گردش است. در زیر گونه‌های این پنج استراتژی همراه با عملکرد برای شرکت داروسازی اکسیر شناسایی شده است.

#### ۵-۱- گونه‌شناسی استراتژی مالی شرکت داروسازی اکسیر (سهامی عام)

برای شناسایی استراتژی مالی از دو بُعد خطرپذیری کلی و بازده کلی استفاده می‌شود. برای تعیین بازده کلی از متغیر جایگزین، یعنی سود خالص تقسیم بر حقوق صاحبان سهام استفاده شده است. برای تعیین خطرپذیری کلی از متغیر جایگزین، یعنی اهرم مرکب یا اهرم کلی استفاده شده است.

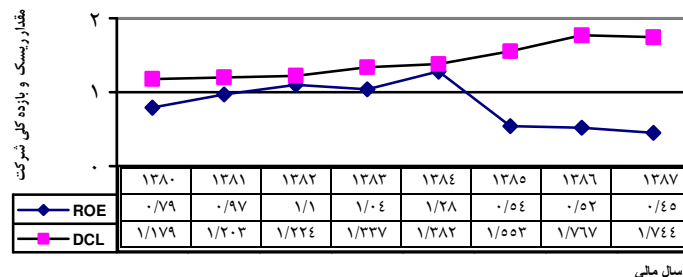
جدول ۶ خطرپذیری کلی و نرخ بازده کلی شرکت را نشان می‌دهد و گونه استراتژی مالی شرکت در سطر آخر مشخص شده است. نمودار شکل ۳ تعادل بین خطرپذیری و بازده کلی و روند آن را برای شرکت اکسیر نشان می‌دهد.

#### جدول ۶ محاسبات مکان‌یابی گونه‌های استراتژی مالی شرکت اکسیر در سال‌های

۸۰ تا ۸۷ براساس خطرپذیری و بازده

شرح	سال مالی	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷
خطرپذیری کلی CL	۱/۱۷۹	۱/۲۰۳	۱/۲۲۴	۱/۲۳۷	۱/۲۸۲	۱/۵۵۳	۱/۷۶۷	۱/۷۴۴	
نرخ بازده کلی (درصد)	۷۹	۹۷	۱۱۰	۱۰۴	۱۲۸	۵۴	۵۲	۴۵	
میزان خطرپذیری کلی	کم	کم	کم	کم	کم	زیاد	زیاد	زیاد	
میزان بازده کلی	زیاد	زیاد	زیاد	زیاد	زیاد	کم	کم	کم	
گونه استراتژی مالی	۳	۳	۳	۳	۳	۲	۲	۲	





شکل ۳ نمودار روند تعادل خطرپذیری و بازده کلی شرکت اکسیر در سال‌های ۸۰ تا ۸۷

#### ۲-۵- گونه‌شناسی استراتژی سرمایه‌گذاری شرکت داروسازی اکسیر

برای شناسایی استراتژی سرمایه‌گذاری از حاصل جمع تغییرات در مخارج سرمایه‌ای، مخارج تحقیق و توسعه، مخارج تبلیغات و پیشبرد فروش و مخارج آموزش ضمن خدمت کارکنان در هشت سال گذشته استفاده شده است.

برای شناسایی اهداف گونه‌های مختلف سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت مشهود و نامشهود مربوط به واحدهای وظیفه‌ای (کارکردی) شرکت از گزارش‌های هیأت مدیره به مجمع عمومی سالیانه استفاده شده است. مطالعه گزارش‌های هیأت مدیره به مجمع عمومی نشان می‌دهد که اهداف سرمایه‌گذاری در واحدهای وظیفه‌ای مختلف بوده و مخارج ارائه شده در صورت‌های مالی به‌خصوص صورت حساب سود و زیان بر مبنای هدف، تفکیک نشده است؛ به عنوان مثال مخارج انجام شده در واحد تحقیق و توسعه هم جهت تغییر فرمولاسیون داروهای تولیدی موجود برای افزایش پایداری و کیفیت و هم برای تولید محصول جدید می‌باشد. همچنین مخارج انجام شده در واحد منابع انسانی هم برای کاهش هزینه، افزایش بهره‌وری و هم برای آموزش کارکنان جهت بهره‌برداری از خطوط تولید محصولات جدید بوده است. بنابراین تفکیک مخارج واحدهای وظیفه‌ای شرکت به صورت تقریبی بوده و با در نظر گرفتن مخارج عمده مربوط به هر واحد انجام شده است. با استفاده از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت، محاسبات جدول ۷ انجام شده است. این جدول محل تقریبی گونه‌های مسلط سرمایه‌گذاری در سال‌های مختلف را مشخص می‌کند.

**جدول ۷** محاسبات مکان‌یابی گونه‌های استراتژی سرمایه‌گذاری شرکت اکسیر در سال‌های ۸۰ تا ۸۷ (ارقام غیر درصدی به میلیون ریال)

ردیف	سال مالی							
	۱۳۸۷	۱۳۸۶	۱۳۸۵	۱۳۸۴	۱۳۸۳	۱۳۸۲	۱۳۸۱	۱۳۸۰
۱	سرمایه‌گذاری							
	مخارج آموزش کارکنان							
	۲۵۰۲	۲۵۶۴	۲۷۷۲	۱۵۵۷	۴۲۵	۶۸۳	۶۵۶	۵۲۸
۲	افزایش در سایر دارایی‌ها							
	جمع							
	۲۹۷	۱۶۵۵	۱۱۷۴	-	۳۹۶	-	-	-
۳	مخارج تبلیغات و بازاریابی							
	جمع							
	۲۷۹۹	۴۲۱۹	۳۹۴۶	۱۵۵۷	۸۲۱	۶۸۳	۶۵۶	۵۲۸
۴	مخارج تعمیر و نگهداری دارایی‌های ثابت							
	جمع							
	۳۸۵۳۵	۴۰۶۹۲	۳۶۳۹۵	۱۹۶۱۹	۱۴۱۷۰	۸۴۸۷	۳۱۲۵	۵۰۳
۵	مخارج تحقیق و توسعه							
	جمع							
	۹۴۹۴	۵۲۷۷	۴۲۳۰	۴۰۹۲	۲۹۶۹	۱۶۶۷	۲۳۹۶	۱۳۱۲
۶	افزایش در دارایی ثابت							
	افزایش در سرمایه‌گذاری بلندمدت							
	۲۰۱۷	۲۶۶۲	۱۴۲۲	۱۰۲۶	۵۵۰	۸۴۶	-	۱۵۳۶
۷	جمع گونه‌های ۳ و ۴							
	جمع گونه‌های ۲ و ۴							
	۳۱۷۴۴	۳۷۶۴۸	۱۴۱۶۷	۹۹۲۹	۹۷۷۱	۲۸۳۸۷	۴۲۵۱	۳۰۹
۸	جمع گونه‌ها (کل)							
	نسبت گونه‌های ۲ و ۴ به کل							
	-	-	-	-	-	۱۰۹۶	۶۲۲	۳۴۷۲
۹	نسبت گونه‌های ۳ و ۴ به کل							
	میزان گونه‌های ۲ و ۴ به کل							
	۳۳۷۶۱	۴۰۳۱۰	۱۵۵۸۹	۱۰۹۶۵	۱۰۳۲۱	۳۰۳۲۹	۴۸۷۳	۵۳۰۷
۱۰	نسبت گونه‌های ۳ و ۴ به کل							
	میزان گونه‌های ۳ و ۴ به کل							
	۴۳۲۵۵	۴۵۵۸۷	۱۹۸۱۹	۱۵۰۵۷	۱۳۲۹۰	۳۱۹۹۶	۷۳۶۹	۶۶۱۹
۱۱	نسبت گونه‌های ۲ و ۴ به کل							
	میزان گونه‌های ۲ و ۴ به کل							
	۷۲۲۹۶	۸۱۰۰۲	۵۱۹۸۴	۳۰۵۸۴	۲۴۴۹۱	۳۸۸۱۶	۱۰۲۶۹	۵۸۱۰
۱۲	نسبت گونه‌های ۳ و ۴ به کل							
	میزان گونه‌های ۳ و ۴ به کل							
	۸۴۵۸۹	۹۰۴۹۸	۶۰۱۶۰	۳۲۱۴۱	۲۸۲۸۱	۴۱۱۶۶	۱۱۰۵۰	۷۶۵۰
۱۳	نسبت گونه‌های ۲ و ۴ به کل							
	میزان گونه‌های ۲ و ۴ به کل							
	%۸۵	%۹۰	%۸۶	%۹۵	%۸۷	%۹۴	%۹۳	%۷۶
۱۴	نسبت گونه‌های ۳ و ۴ به کل							
	میزان گونه‌های ۳ و ۴ به کل							
	%۵۱	%۵۰/۴	%۲۳	%۴۷	%۴۷	%۷۸	%۶۶	%۸۷
۱۵	نسبت گونه‌های ۲ و ۴ به کل							
	میزان گونه‌های ۲ و ۴ به کل							
	زیاد	زیاد	زیاد	زیاد	زیاد	زیاد	زیاد	زیاد
۱۶	نسبت گونه‌های ۳ و ۴ به کل							
	میزان گونه‌های ۳ و ۴ به کل							
	زیاد	زیاد	کم	کم	کم	زیاد	زیاد	زیاد
۱۷	نسبت گونه‌های ۲ و ۴ به کل							
	میزان گونه‌های ۲ و ۴ به کل							
	بین ۲ و ۴	بین ۲ و ۴	۲	۲	۲	۴	۴	۴

### ۵-۳- گونه‌شناسی استراتژی تأمین مالی شرکت داروسازی اکسیر

برای مکان‌یابی گونه‌های استراتژی‌های تأمین مالی شرکت اکسیر از تغییرات در ترازنامه مقایسه‌ای و صورت‌حساب سود و زیان جهت شناسایی گونه‌ها استفاده شد که در جدول ۸ نشان داده شده است. محاسبات نشان می‌دهد که شرکت برای تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری خود طی سال‌های ۸۰، ۸۱ و ۸۳ تا ۸۶ از سه گونه و در سال‌های ۸۲ و ۸۷ از هر چهار گونه استفاده نموده و گونه مسلط در تأمین مالی در سطر بعدی ارائه شده است.

جدول ۸ محاسبات مکان‌یابی گونه‌های استراتژی تأمین مالی شرکت اکسیر در سال‌های ۸۰ تا ۸۷ (ارقام غیر درصدی به میلیون ریال)

گونه	سال مالی							تأمین مالی	
	۱۳۸۷	۱۳۸۶	۱۳۸۵	۱۳۸۴	۱۳۸۳	۱۳۸۲	۱۳۸۱		۱۳۸۰
۱	۷۱۶۶	۳۲/۹۷۵	۱۲۸/۲۲۵	۹/۳۸۹	۹۲۵۰	۱۳/۶۶۱	-	۱۱۷۸۳	افزایش در سود انباشته و اندوخته‌ها
	۱۲۹۲۶	۱۰/۰۹۳	۶/۸۰۶	۵/۸۸۷	۵/۲۶۰	۴۹۸۹	۴۳۱۰	۳۸۲۱	استهلاک
	۲۰۰۹۲	۴۳۰۶۸	۱۳۵۰۳۱	۱۵۲۷۶	۱۴۵۱۰	۱۸۶۵۰	۴۳۱۰	۱۵۶۰۴	جمع
	۷۱۷۶۸	-	-	-	۶۳۶۷	-	-	-	وام بلندمدت
۲	۴۹۱۶	۲/۷۸۱	۳/۰۸۸	۱/۷۳۲	۱/۸۲۳	۲/۰۴۲	۹۸۲	۸۵۶	افزایش در ذخیره مزایای کارکنان
	۷۵۸۸۴	۲/۷۸۱	۳/۰۸۸	۱/۷۳۲	۸۱۹۰	۲/۰۴۲	۹۸۲	۸۵۶	جمع
۳	-	-	۴۰۵۸	۳۳۳	-	۲۱۹	۴۹۱	۳۰۳۸	کاهش در دارایی‌های غیر جاری
	-	-	۴۰۵۸	۳۳۳	-	۲۱۹	۴۹۱	۳۰۳۸	جمع
۴	۷۵۰۰۰	-	-	-	-	۲۵/۰۰۰	-	-	انتشار سهام
	۱۵۰۸۸۴	۲/۷۸۱	۳/۰۸۸	۱,۷۳۲	۸۱۹۰	۲۷۰۴۲	۹۸۲	۸۵۶	جمع گونه‌های ۲ و ۴
	۷۵۰۰۰	-	۴۰۵۸	۳۳۳	-	۲۵۲۱۹	۴۹۱	۳۰۳۸	جمع گونه‌های ۳ و ۴
	۱۷۰۹۷۶	۴۵۸۴۹	۱۴۲۱۷۷	۱۷۳۴۱	۲۲۷۰۰	۴۵۹۱۱	۵۷۸۳	۱۹۴۹۸	جمع کل
	%۸۸	%۶	%۲	%۱۰	%۳۶	%۵۹	%۱۷	%۴	نسبت گونه‌های ۲ و ۴ به کل
	%۴۴	%۰	%۳	%۲	%۰	%۵۵	%۸	%۱۶	نسبت گونه‌های ۳ و ۴ به کل
	زیاد	کم	کم	کم	کم	زیاد	کم	کم	میزان گونه‌های ۲ و ۴ به کل
	کم	کم	کم	کم	کم	زیاد	کم	کم	میزان گونه‌های ۳ و ۴ به کل
	۲	۱	۱	۱	۱	۴	۱	۱	گونه مسلط در تأمین مالی

#### ۴-۵- گونه‌شناسی استراتژی تقسیم سود شرکت داروسازی اکسیر

برای شناسایی گونه‌های استراتژی تقسیم سود از نسبت یا مبلغ سود سهام پرداختی برای هر سهم در سال‌های گذشته استفاده شد که در جدول ۹ ارائه شده است.

جدول ۹ محاسبات مکان‌یابی گونه‌های استراتژی تقسیم سود شرکت اکسیر در سال‌های ۸۰ تا ۸۷

شرح	سال مالی							
	۱۳۸۷	۱۳۸۶	۱۳۸۵	۱۳۸۴	۱۳۸۳	۱۳۸۲	۱۳۸۱	۱۳۸۰
سود هر سهم EPS (ریال)	۹۵۵	۲/۰۴۱	۱/۸۷۰	۱/۹۱۵	۱/۵۰۱	۱/۴۸۵	۱۲۰۵	۱۰۴۰
سود تقسیمی DPS (ریال)	۹۵۰	۱/۹۵۰	۱/۶۰۰	۱/۸۰۰	۱/۴۰۰	۱/۳۰۰	۱۱۳۵	۹۴۸
نسبت سود تقسیمی تقریباً ثابت	%۹۹	%۹۵	%۸۵	%۹۴	%۹۳	%۸۷	%۹۴	%۹۱
محور تمرکز در تقسیم سود	خارج	خارج	خارج	خارج	خارج	خارج	خارج	خارج
میزان تقسیم سود	زیاد	زیاد	زیاد	زیاد	زیاد	زیاد	زیاد	زیاد
گونه مورد استفاده در تقسیم سود	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴

هم چنان که جدول ۹ نشان می‌دهد محور تمرکز در تقسیم سود، خارج از سازمان، یعنی توجه به سهام‌داران یا سرمایه‌گذاران فعال در بازار سرمایه (بورس) می‌باشد و گونه‌ی مورد استفاده در تقسیم سود، الگوی نسبت ثابت پرداخت سود سهام می‌باشد. هم‌چنین میزان سود پرداختی نیز زیاد است.

#### ۵-۵- گونه‌شناسی استراتژی سرمایه در گردش شرکت داروسازی اکسیر

جدول ۱۰ محاسبات مکان‌یابی گونه‌های استراتژی سرمایه در گردش شرکت اکسیر در سال‌های ۸۰ تا ۸۷ را نشان می‌دهد. محاسبات نشان می‌دهد که گونه‌ی مسلط در استراتژی سرمایه در گردش شرکت در طی سال‌های ۸۰ تا ۸۷ متهورانه یا گونه‌ی ۴ بوده است.

جدول ۱۰ محاسبات مکان‌یابی گونه‌های استراتژی سرمایه در گردش شرکت اکسیر  
در سال‌های ۸۰ تا ۸۷

سال مالی								سرمایه‌درگردش
۱۳۸۷	۱۳۸۶	۱۳۸۵	۱۳۸۴	۱۳۸۳	۱۳۸۲	۱۳۸۱	۱۳۸۰	
%۶۶	%۷۴	%۷۲	%۸۱	%۷۴	%۷۱	%۶۹	%۵۸	نسبت بدهی‌های جاری به کل دارایی‌ها
%۸۵	%۸۷	%۸۸	%۸۵	%۸۲	%۸۰	%۷۹	%۷۶	نسبت دارایی‌های جاری به کل دارایی‌ها
%۹۷	%۹۸	%۹۹	%۹۹	%۹۸	%۹۶	%۹۶	%۹۷	نسبت دارایی‌های غیر نقدی به دارایی‌های جاری (*1-LR)
زیاد	زیاد	زیاد	زیاد	زیاد	زیاد	زیاد	زیاد	میزان (1-LR)
زیاد	زیاد	زیاد	زیاد	زیاد	زیاد	زیاد	زیاد	میزان نسبت بدهی‌های جاری به کل دارایی‌ها
۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	گونه‌ی مسلط در استراتژی سرمایه در گردش

\*Liquidity Ratio

#### ۶- عملکرد شرکت

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 به‌علاوه مجموع بدهی‌ها) تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها. جدول ۱۱ نسبت Q توبین و ROA شرکت را نشان می‌دهد.

جدول ۱۱ محاسبات عملکرد (نسبت Q توبین و ROA) شرکت اکسیر در سال‌های ۸۰ تا ۸۷

عملکرد	سال	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷
نسبت Q توبین		۲/۷۵۳	۳/۶۵۴	۶/۶۳۰	۲/۸۸۴	۲/۴۳۵	۱/۸۸۶	۱/۷۱۸	۲/۰۵۸
ROA		%۳۱	%۲۸	%۳۰	%۲۴	%۲۳	%۱۴	%۱۳	%۱۲

روند عملکرد (نسبت Q توبین) شرکت اکسیر در سال‌های ۸۰ تا ۸۷ نشان می‌دهد که ارزش بازاری آن در سال ۱۳۸۱ در اوج قرار گرفته است. همچنین این جدول روند عملکرد (ROA) شرکت اکسیر در سال‌های ۸۰ تا ۸۷ را نشان می‌دهد.

### ۷- هماهنگی بین استراتژی مالی و زیر سیستم‌های آن

در جدول ۱۲ استراتژی مالی همراه با گونه مسلط در استراتژی سرمایه‌گذاری، گونه مسلط در استراتژی تأمین مالی، گونه مسلط در استراتژی سرمایه در گردش و گونه مورد استفاده در استراتژی تقسیم سود از مطالب فوق برای سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ شرکت اکسیر مشخص شده و تعداد گونه‌های هماهنگ محاسبه شده و همراه با عملکرد (نسبت Q توبین و ROA) تعیین شده است.

جدول ۱۲ استراتژی مالی و تعداد گونه‌های هماهنگ محاسبه شده برای شرکت اکسیر همراه

با عملکرد در سال‌های ۸۰ تا ۸۷

شرح	سال	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷
گونه مسلط در استراتژی مالی		۳	۳	۳	۳	۳	۲	۲	۲
گونه مسلط در استراتژی سرمایه‌گذاری		۴	۴	۴	۲	۲	۲	بین ۲ و ۴	بین ۲ و ۴
گونه مسلط در استراتژی تأمین مالی		۱	۱	۴	۱	۱	۱	۱	۲
گونه مورد استفاده در استراتژی تقسیم سود		۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴
گونه مسلط در استراتژی سرمایه در گردش		۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴
تعداد گونه‌های تقریباً هماهنگ		۳	۳	۴	۲	۲	۲	۲	۲
عملکرد (نسبت Q توبین)		۲/۷۵۳	۳/۶۵۴	۶/۶۳۰	۲/۸۸۴	۲/۴۳۵	۱/۸۸۶	۱/۷۱۸	۲/۰۵۸
ROA		%۳۱	%۲۸	%۳۰	%۲۴	%۲۳	%۱۴	%۱۳	%۱۲



## ۸- تحلیل داده‌ها

در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزار SPSS استفاده شد. دو فرض اصلی استفاده از آمار پارامتریک، برقراری نرمال بودن و تصادفی بودن داده‌ها (استقلال داده‌ها) است. برای آزمون نیکویی برازش توزیع نرمال به داده‌های حاصل از عملکرد شرکت از آزمون تک نمونه‌ای کولموگورف-اسمیرنف استفاده شد. سطح معناداری آزمون برای داده‌های حاصل از نسبت Q توپین برابر  $(P = 0/996)$  و ROA  $(P = 0/845)$  می‌باشد. این آزمون به شدت تأیید می‌شود. بنابراین توزیع داده‌های مربوط به عملکرد شرکت اکسیر به طور اکید نرمال است.

برای آزمون فرض استقلال داده‌های حاصل از عملکرد شرکت از آزمون دور یا گردش استفاده شد. سطح معناداری آزمون برای داده‌های حاصل از نسبت Q توپین برابر  $(P = 0/056)$  و ROA  $(P = 0/056)$  می‌باشد. بنابراین فرض تصادفی بودن داده‌ها برای عملکرد تأیید می‌شود.

فرضیه‌های این تحقیق به بررسی وجود اختلاف معنادار بین میانگین دو گروه مستقل می‌پردازند. بنابراین برای بررسی فرضیه‌ها از آزمون t مستقل استفاده شد. شرط استفاده از آزمون t، همگنی واریانس‌های دو گروه می‌باشد. از آزمون Levens برای تشخیص همگنی یا ناهمگنی واریانس‌های دو گروه استفاده شد. در مورد نسبت Q توپین فرض تساوی واریانس‌های دو سطح تأیید شد  $(P = 0/772)$ . اما فرض تساوی واریانس‌های دو سطح در مورد ROA تأیید نمی‌شود  $(P = 0/004)$ . بنابراین از آزمون t اصلاح شده برای تحلیل داده‌های ROA استفاده شد.

محاسبات آزمون تفاوت میانگین‌های فرضیه اول مشخص می‌کند که عملکرد شرکت (هم نسبت Q توپین  $(P = 0/014)$  و هم ROA  $(P = 0/000)$ ) زمانی که در استراتژی مالی گونه ۳  $(\mu_{ROA3} = 0/2720, \mu_{Tobin'Q3} = 2/87120)$  قرار داشت، نسبت به گونه ۲  $(\mu_{Tobin'Q2} = 1/88733)$ ،  $(\mu_{ROA2} = 0/1300)$  بیشتر است و از نظر آماری نیز معنادار است.

برای آزمون فرضیه دوم هم‌چنان که جدول ۱۲ نشان می‌دهد، تعداد هماهنگی بین عوامل استراتژی مالی شرکت در طی سال‌های ۸۰ تا ۸۲ بیش‌تر از سال‌های ۸۳ تا ۸۷ می‌باشد. بنابراین عملکرد سال‌های ۸۰ تا ۸۲ در یک گروه و عملکرد سال‌های ۸۳ تا ۸۷ در گروه دیگری قرار داده شد تا تفاوت آن‌ها مورد آزمون قرار گیرد. نتایج آزمون تفاوت میانگین‌های

دو گروه در مورد نسبت Q توبین ( $P=0/067$ ) و ROA ( $P=0/007$ ) است و در این سطح از آلفا، بین این دو گروه ( $\mu_{ROA1}=0/2967$ ،  $\mu_{TobinQ1}=3/0123$ ) ( $\mu_{ROA2}=0/172$ ،  $\mu_{TobinQ2}=2/1962$ ) تفاوت معناداری وجود دارد.

## ۹- نتیجه‌گیری

در این تحقیق بر مبنای نقاط مرجع استراتژیک، استراتژی وظیفه‌ای مالی و زیر سیستم‌های آن مورد بررسی قرار گرفت و نقاط مرجع استراتژیک، استراتژی مالی، استراتژی سرمایه‌گذاری، استراتژی تأمین مالی، استراتژی تقسیم سود و استراتژی سرمایه در گردش شناسایی و تعیین شد. با استفاده از نقاط مرجع استراتژیک، گونه‌شناسی استراتژی‌های مالی، سرمایه‌گذاری، تأمین مالی، تقسیم سود و سرمایه در گردش تعیین شد. بر مبنای نقاط مرجع استراتژیک و گونه‌شناسی استراتژی مالی و زیر سیستم‌های آن، الگوی یکپارچه تدوین استراتژی‌های مالی، سرمایه‌گذاری، تأمین مالی، تقسیم سود و سرمایه در گردش فراهم شد.

برای پیاده‌سازی الگوی یکپارچه استراتژی مالی و زیر سیستم‌های آن، شرکت داروسازی اکسیر از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شد و با استفاده از استراتژی تحقیق موردی، استراتژی مالی و زیر سیستم‌های آن از صورت‌های مالی حسابرسی شده و گزارش هیأت مدیره به صاحبان سهام موجود در بازار بورس محاسبه شد. محاسبات نشان داد که گونه استراتژی مالی شرکت در طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴، میانه‌رو متمایل به خطرپذیری است و در طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۷، میانه‌رو متمایل به خطرگریزی است. آزمون‌های آماری نشان می‌دهد که عملکرد شرکت (نسبت Q توبین و ROA) در زمانی که گونه استراتژی مالی شرکت، میانه‌رو متمایل به خطرپذیری است، بیش‌تر از زمانی است که گونه استراتژی مالی آن میانه‌رو متمایل به خطرگریزی است. بررسی خطرپذیری کلی و بازده کلی شرکت (نمودار شکل ۲) نشان می‌دهد که تا سال ۱۳۸۴ بین خطرپذیری و بازده تعادل وجود دارد اما پس از این سال روند خطرپذیری شرکت افزایشی و روند بازده آن کاهش‌ی بوده است. به علت ایجاد شکاف بین خطرپذیری و بازده، گونه استراتژی مالی شرکت از سال ۱۳۸۴ از گونه استراتژی مالی میانه‌رو متمایل به خطرپذیری



به گونه‌ی میانه‌رو متمایل به خطرگریزی تغییر پیدا کرده است. بررسی صورت‌های مالی و گزارش‌های شرکت نشان می‌دهد که دلیل عمده ایجاد شکاف در خطرپذیری و بازده، ناشی از افزایش سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت جهت تولید محصولات جدید و همزمان اتمام دوره معافیت مالیاتی شرکت و به تبع آن افزایش هزینه‌های مالیاتی بوده است.

برای بررسی هماهنگی بین عناصر استراتژی مالی شرکت اکسیر، استراتژی‌های سرمایه‌گذاری، تأمین مالی، تقسیم سود و سرمایه در گردش آن از صورت‌های مالی و گزارش‌های شرکت استخراج و محاسبه شد. محاسبات نشان داد که میزان هماهنگی بین عناصر استراتژی مالی در سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۲ بیش‌تر از سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ بوده است. آزمون‌های آماری نشان می‌دهد که عملکرد شرکت (نسبت Q توبین و ROA) نیز در سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۳ بیش‌تر از سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۷ بوده است. بنابراین، براساس تئوری‌های هماهنگی و ترکیب‌بندی سازمان در سازمان‌هایی که هماهنگی بین استراتژی مالی و عناصر آن (یعنی استراتژی سرمایه‌گذاری، استراتژی تأمین مالی، استراتژی تقسیم سود و استراتژی سرمایه در گردش) در ترکیب‌بندی آن‌ها بالاست، اثربخشی آن‌ها نیز بیش‌تر است.

## ۱۰- پی‌نوشت‌ها

1. Hierarchy of strategy
2. Corporate strategy
3. Business strategy
4. Functional strategies
5. Rational model
6. Natural model
7. Integrative Model
8. Strategic Reference Point's (SRP's)
9. Strategic Reference Point's (SRP's) Theory
10. Business Risk
11. Financial Risk

۱۲. تحقیق منتهی به ارائه یک الگو شده است.



## ۱۱- منابع

- [۱] هانگر، ج. د.، توماس ال و. (۱۹۹۲)؛ مبانی مدیریت استراتژیک؛ ترجمه سید محمد اعرابی و داود ایزدی، تهران: انتشارات دفتر پژوهش‌های فرهنگی، چاپ سوم، ۱۳۸۶.
- [2] Pearce J. A., Robinson R. B.; Strategic management: Formulation, implementation and control; Richard D. Irwin, Inc., USA, 5<sup>th</sup> Ed, 1994.
- [3] Clarke, R. G., Brent D. W., Robert H. D. and Stephen D. N.; Strategic Financial Management; Richard D. Irwin, Homewood, Illinois., 1988.
- [4] Walter J. E.; Financial strategies for managers: Techniques for success; John Willey & Sons, Inc, 1990.
- [5] Slater S. F., Thomas J. Z.; The structure of financial strategy: Patterns in financial decision making; Management and Decision Economics, Vol. 17, No. 3, 1996.
- [6] Liu Zhi-yuan; Corporate financial strategy; Dalian: Dongbei University of Finance & Economics Press, 1997.
- [7] Rutterford J.; Financial strategy: Adding stakeholder value; Great Britain by Biddles Ltd, 1998.
- [8] Ming-hai W.; Financial strategy: Emphasizing the analysis of seasonal factors; Beijing: China Financial & Economic Publishing House, 2001.
- [9] Bender R., Keith W.; Corporate financial strategy; Elsevier Butterworth-Heinemann, 2<sup>nd</sup> Ed, 2005.
- [۱۰] اعرابی س.م.؛ رزمجوئی م.؛ استراتژی مالی؛ تهران، انتشارات ایز ایران، چاپ اول، ۱۳۸۸.
- [11] Zeng P., Lan Han-lin; The financial strategy of high-tech enterpris' sustainable development: Empirical findings from cisco, school of business administration; South China University of Technology, P. R. China, 510640, 2005.
- [12] Pandey I. M.; Financial management; Vikas Publishing House PVT LTD, New Delhi, India, 8<sup>th</sup> Ed, 1999.
- [۱۳] ون هورن، ج. س.، (۱۹۸۲)؛ مدیریت مالی؛ ترجمه محسن دستگیر، انتشارات مرکز نشر



- دانشگاهی خوزستان، ۱۳۶۹.
- [۱۴] دیوید، فرد آر، (۲۰۰۴)؛ مدیریت استراتژیک؛ ترجمه علی پارسائیان و سید محمد اعرابی، تهران: انتشارات دفتر پژوهش‌های فرهنگی، چاپ شانزدهم، ۱۳۸۹.
- [15] Prasanna C.; Financial management: Theory and practice, McGraw-Hil, 1986.
- [۱۶] نوو ر. پ.، (۱۹۸۹)؛ مدیریت مالی؛ ترجمه علی جهانخانی و علی پارسائیان، ج ۱ و ۲، تهران: انتشارات سمت، ۱۳۸۹.
- [۱۷] اسکات ر.، (۱۹۹۸)؛ سازمان‌ها: سیستم‌های حقوقی، حقیقی و باز؛ ترجمه محمدرضا بهرنگی، تهران: انتشارات کمال تربیت، چاپ دوم، ۱۳۸۲.
- [۱۸] بورل گ.، مورگان گ.، (۱۹۷۹)؛ نظریه‌های کلان جامعه‌شناختی و تجزیه و تحلیل سازمان: عناصر جامعه‌شناختی حیات سازمانی؛ ترجمه محمدتقی نوروزی، تهران: انتشارات سمت، چاپ دوم، ۱۳۸۶.
- [۱۹] هال، ر. ا.، (۲۰۰۱)؛ سازمان: ساختار، فرایند و ره‌آوردها؛ ترجمه علی پارسائیان و سیدمحمد اعرابی، تهران: انتشارات دفتر پژوهش‌های فرهنگی، چاپ چهارم، ۱۳۸۴.
- [20] Bamberger P., Figenbaum A.; The role of strategic reference points in explaining the nature and consequences of human resource strategy; Academy of Management Review, Vol. 21, No. 4, 1996.
- [۲۱] عابدی ر.؛ رابطه هماهنگی بین استراتژی‌های سطح کسب‌وکار و استراتژی‌های مالی با عملکرد سازمانی؛ رساله دکتری چاپ نشده، دانشگاه علامه طباطبایی، ۱۳۸۹.
- [۲۲] اعرابی، س.م.، عابدی ر.؛ "رابطه هماهنگی بین استراتژی سطح کسب‌وکار و استراتژی مالی با عملکرد سازمان"؛ فصلنامه علمی- پژوهشی مطالعات مدیریت صنعتی، سال هشتم، شماره ۱۹، زمستان ۱۳۸۹.
- [۲۳] اعرابی س.، عابدی، ر.؛ مدل هماهنگی استراتژی مالی با عملکرد سازمانی؛ کتاب مقالات پنجمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت استراتژیک و عملکرد؛ ۱۹ و ۲۰ دی ماه ۱۳۸۹.
- [۲۴] عابدی ر.؛ نقاط مرجع استراتژیک در اجرای استراتژیک مالی؛ مجموعه مقالات هفتمین

کنفرانس بین‌المللی مدیریت استراتژیک، ۶ و ۷ مهر ماه ۱۳۸۹.

[۲۵] بریلی ریچارد ا، استوارت مایرز، فرانکلین آلن، (۲۰۰۶)؛ مدیریت مالی پیشرفته؛ ترجمه

علی پارسائیان، تهران: انتشارات ترمه، چاپ اول، ۱۳۸۶.

[۲۶] تقوی م؛ مدیریت مالی؛ تهران: انتشارات دانشگاه پیام نور، ج ۱، چاپ شانزدهم، ۱۳۹۰.