



## تأثیر استراتژی آینده‌نگر و تدافعی بر درماندگی مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

نجف نجفی<sup>۱</sup>

صدیقه طوطیان اصفهانی<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت مقاله: ۹۸/۰۶/۰۲ تاریخ پذیرش مقاله: ۹۸/۰۷/۱۳

### چکیده

هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی تأثیر استراتژی آینده‌نگر و تدافعی بر درماندگی مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این پژوهش برای اندازه‌گیری استراتژی تجاری از روش امتیازدهی ترکیبی میلز و اسنو (۲۰۰۳) و برای اندازه‌گیری درماندگی مالی از مدل آلتمن تعدیل‌شده استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش شامل ۱۳۱ شرکت (۱۰۴۸ مشاهده سال-شرکت) و دوره مطالعه سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶ را در بر می‌گیرد. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش داده‌های ترکیبی و رویکرد حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین استراتژی تجاری و درماندگی مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ یعنی در شرکت‌های آینده‌نگر، درماندگی مالی بیشتر است و در شرکت‌های با استراتژی تدافعی کاهش می‌یابد. در ارتباط با متغیرهای کنترلی، یافته‌ها نشان داد که بین اندازه هیئت‌مدیره، اهرم مالی، اندازه شرکت، سن شرکت و زیان سال جاری با درماندگی مالی رابطه مثبت و معنادار، و بین استقلال هیئت‌مدیره، مالکیت نهادی، نسبت وجه نقد و نسبت جاری با درماندگی مالی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

### کلمات کلیدی

استراتژی تجاری، استراتژی آینده‌نگر، استراتژی تدافعی، درماندگی مالی، بورس اوراق بهادار تهران

۱- گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت، واحد تهران شرق، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. n.najafi91@gmail.com

۲- گروه مدیریت دولتی، دانشکده مدیریت، واحد تهران غرب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول)

tootian\_ir@yahoo.com

یکی از مهم‌ترین تهدیدهای پیش روی شرکت‌ها، ریسک درماندگی و در نهایت ورشکستگی مالی است. درماندگی مالی و ورشکستگی هزینه‌های زیادی در پی دارد که خسارت‌های جبران ناپذیری به اقتصاد یک کشور وارد می‌کند (منصورفر و همکاران، ۱۳۹۵). از سوی دیگر، به کمک استراتژی تجاری، شرکت‌ها به اهداف بلندمدت خود دست می‌یابند (دیوید<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱). استراتژی تجاری نشان‌دهنده این است که شرکت در نظر دارد چگونه برای مشتریان، ذینفعان و اعضا، ارزش ایجاد کند (کاپلان و نورتون<sup>۲</sup>، ۲۰۰۴). تحقیقات پیشین نشان دادند که استراتژی تجاری شرکت‌ها بر عملکرد آنها اثرگذار است (یولینسیا<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۶). از این‌رو، پژوهش حاضر درصدد است تا تأثیر استراتژی تجاری شرکت‌ها (آینده‌نگر و تدافعی) بر درماندگی مالی را در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کند.

در حوزه مالی، یک شرکت زمانی درمانده مالی تلقی می‌شود که در ایفای تعهدات به اعتبار دهندگان، دچار مشکل شود. بدهی‌های یک شرکت ممکن است برای تأمین مالی عملیات آن استفاده شود، اما با این کار بیشتر در معرض خطر تجربه درماندگی مالی قرار می‌گیرد (کردستانی و همکاران، ۱۳۹۳). علاوه بر این، درماندگی مالی شرکت‌ها منجر به هدر رفتن منابع و عدم بهره‌گیری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌شود (سعیدی و آقایی، ۱۳۸۸). اگر درماندگی مالی شرکت بهبود نیابد، به ورشکستگی منجر می‌شود (های‌گینز<sup>۴</sup>، ۲۰۰۷). به عقیده پورتر<sup>۵</sup> (۱۹۹۶) بهترین راه برای یک شرکت به منظور دستیابی به مزیت رقابتی پایدار در بازار انتخابی خود و بهبود عملکرد، این است که استراتژی تجاری خود را با انبوهی از فعالیت‌ها، شامل سیاست‌های کاربردی، ساختار سازمانی و غیره تقویت کند (دیانتی دیلمی و همکاران، ۱۳۹۴). هدف از استراتژی تجاری رسیدن به اهداف شرکت بر اساس ارزیابی داخلی و خارجی است (سلطانیزاده و همکاران، ۲۰۱۶). فریگیو و اندرسون (۲۰۱۱) بیان می‌کنند که بسیاری از شرکت‌ها تمایل دارند تا با اجرای استراتژی‌های تجاری مؤثرتر، به اهداف مدنظر خود از قبیل بهترین عملکرد در جهت رضایت‌مندی سرمایه‌گذاران و ذینفعان برسند. کاپلان و نورتون<sup>۶</sup> (۲۰۰۴) نیز معتقدند که استراتژی تجاری نشان‌دهنده این است که شرکت در نظر دارد چگونه برای مشتریان، ذینفعان و اعضا، ارزش ایجاد کند. نویسی<sup>۷</sup> و همکاران (۲۰۱۷) نشان دادند که استراتژی تجاری، یکی از عوامل اثرگذار بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و بهبود عملکرد است.

تحقیقات در این حوزه استراتژی تجاری را بر اساس تعریف مایلز و اسنو<sup>۸</sup> (۲۰۰۳) به ۳ نوع استراتژی آینده‌نگر، تحلیل‌گر و مدافع تقسیم می‌کنند. این استراتژی‌ها در یک طیف قرار می‌گیرند، که آینده‌نگران در یک سمت (حد بالا)، تحلیل‌گران در مرکز و مدافعان در سمت دیگر (حد پایین) قرار دارند

## تأثیر استراتژی آینده‌نگر و تدافعی بر درماندگی مالی در.../ نجفی و طوطیان اصفهانی

(بنتلی<sup>۹</sup> و همکاران، ۲۰۱۳؛ هیگینز<sup>۱۰</sup> و همکاران، ۲۰۱۵؛ نویسی و همکاران، ۲۰۱۷). آینده‌نگران به سرعت ترکیب بازار محصول را تغییر می‌دهند تا رهبران نوآور بازار در حوزه‌های متعدد باشند، در حالی که مدافعان بر محصول ثابت و محدود تمرکز دارند، تا با پایه قیمت، خدمات یا کیفیت رقابت کنند. تحلیلگران نیز مابین دو استراتژی فوق قرار دارند (چن<sup>۱۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۷).

شرکت‌های با استراتژی آینده‌نگر در پروژه‌های با بازدهی و ریسک بالاتر سرمایه‌گذاری می‌کنند و این شیوه سرمایه‌گذاری، شرکت را با مشکلات نمایندگی بیشتری مواجه کند (نویسی و همکاران، ۲۰۱۷). تخلفات گزارشگری مالی در شرکت‌های با استراتژی آینده‌نگر بیشتر است (بنتلی و همکاران، ۲۰۱۳). علاوه بر این، شرکت‌های با استراتژی آینده‌نگر دارای عملکرد پایین‌تر (ابرین<sup>۱۲</sup>، ۲۰۰۳؛ یولینسیا<sup>۱۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۶)، ریسک سقوط قیمت سهام بیشتر (حبیب و حسن<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۷) و کیفیت گزارشگری مالی پایین‌تری هستند (نورالحق<sup>۱۵</sup> و همکاران، ۲۰۱۳). بنابراین، انتظار می‌رود شرکت‌های با استراتژی آینده‌نگر بیشتر دچار درماندگی مالی شوند.

### هدف پژوهش

- تبیین رابطه بین استراتژی تجاری و درماندگی مالی شرکت‌ها.

### فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اصلی پژوهش: بین استراتژی تجاری و درماندگی مالی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد. از آنجا که استراتژی تجاری بر دو نوع آینده‌نگر و تدافعی است، فرضیه اصلی پژوهش به دو صورت زیر بیان می‌گردد:

فرضیه ۱-۱: بین استراتژی تجاری آینده‌نگر و درماندگی مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

فرضیه ۱-۲: بین استراتژی تجاری تدافعی و درماندگی مالی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

### روش شناسی تحقیق

#### روش تحقیق

اعتبار و ارزش قوانین هر علمی به روش شناختی که در آن علم به کار می‌رود، بستگی دارد. این پژوهش از نظر هدف، پژوهشی کاربردی محسوب می‌شود. هدف از پژوهش‌های کاربردی، توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است و بیشتر بر مؤثرترین اقدام تأکید دارند و علت‌ها را کمتر مورد توجه قرار می‌دهند.

## فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره چهل و پنجم - بهار ۱۳۹۹

### جامعه آماری، روش نمونه‌گیری و حجم نمونه

جامعه آماری پژوهش به شرکت‌هایی که حداقل از ابتدای سال مالی ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و تا پایان سال مالی ۱۳۹۶ در آن حضور داشته و از ویژگی‌های زیر برخوردار باشند: (۱) در طی دوره مورد بررسی (۱۳۸۹-۱۳۹۶) تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند، و سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد. (۲) اطلاعات آنها در دسترس باشد. (۳) جزو شرکت‌های مالی (مانند بانک‌ها، مؤسسات مالی) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا شرکت‌های واسطه‌گری مالی و بیمه نباشد. با توجه به معیارهای فوق، ۱۳۱ شرکت (۱۰۴۸ مشاهده سال-شرکت) نمونه آماری پژوهش را تشکیل داد.

### روش گردآوری اطلاعات

برای جمع آوری اطلاعات مورد نیاز از روش کتابخانه‌ای استفاده می‌شود. داده‌های مورد نیاز پژوهش از منابع کتابخانه‌ای، صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه، اطلاعیه‌های منتشر شده توسط سازمان بورس اوراق بهادار، بانک جامع اطلاعاتی شرکت‌ها در سایت رسمی سازمان بورس و نرم‌افزار ره‌آورد نوین گردآوری خواهد شد. همچنین به منظور گردآوری اطلاعات مربوط به مبانی نظری تحقیق، از روش کتابخانه‌ای و از کتب، مجلات و تحقیقات انجام یافته برای مطالب علمی و تئوریک مرتبط با موضوع تحقیق نیز استفاده خواهد شد.

مدل‌های مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش به پیروی از پژوهش‌های پیشین (به‌طور مثال؛ سجادی و بنایی قدیم، ۱۳۹۴؛ اسلامی بیدگل و همکاران، ۱۳۹۰؛ الهادی و همکاران، ۲۰۱۷) در رابطه با درماندگی مالی، از مدل‌های رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$\begin{aligned} FD_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 BS_{i,t} + \beta_2 B-SIZE_{i,t} + \beta_3 B-IND_{i,t} + \beta_4 CONOWN_{i,t} \\ & + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 LNAGE_{i,t} + \beta_5 INSTOWN_{i,t} \\ & + \beta_9 CASH_{i,t} + \beta_{10} LIQ_{i,t} + \beta_{11} LOSS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{مدل} \quad (1)$$

### آمار توصیفی

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	مشاهده	میانگین	میان	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
درماندگی مالی	۱۰۴۸	۱/۷۱۳	۱/۷۷	۱/۲۲۰	۶/۹۳	-۳/۹۶
استراتژی تجاری	۱۰۴۸	۱۴/۹۴۱	۱۵	۳/۳۹۵	۲۵	۶

تأثیر استراتژی آینده‌نگر و تدافعی بر درماندگی مالی در... نجفی و طوطیان اصفهانی

۰	۱	۰/۴۹۶	۰	۰/۴۳۸	۱۰۴۸	استراتژی تجاری آینده‌نگر
۰	۱	۰/۵۹۱	۰	۰/۵۶۲	۱۰۴۸	استراتژی تجاری تدافعی
۵	۷	۰/۳۷۲	۵	۵/۱۰۵	۱۰۴۸	اندازه هیئت‌مدیره
۰	۱	۰/۱۹۱	۰/۶۰	۰/۶۴۳	۱۰۴۸	استقلال هیئت‌مدیره
۰/۰۹	۱	۰/۱۷۸	۰/۸۲	۰/۷۶۹	۱۰۴۸	تمرکز مالکیت
۰	۰/۹۸	۰/۳۱۰	۰/۲۹	۰/۳۷۵	۱۰۴۸	مالکیت نهادی
۰/۱۱	۱/۲۲	۰/۲۱۴	۰/۶۲۵	۰/۶۱۸	۱۰۴۸	اهرم مالی
۱۰/۶۷	۱۹/۱۵	۱/۳۱۰	۱۳/۹۰	۱۳/۹۸۱	۱۰۴۸	اندازه شرکت
۱۰	۶۴	۱۳/۰۰۲	۴۱	۳۹/۴۹۳	۱۰۴۸	سن شرکت
۲/۳۰	۴/۱۶	۰/۳۸۰	۳/۷۱	۳/۶۱۰	۱۰۴۸	لگاریتم طبیعی سن شرکت
۰	۰/۲۲	۰/۰۴۴	۰/۰۳	۰/۰۴۰	۱۰۴۸	نسبت وجه نقد
۰/۱۶	۴/۷۰	۰/۷۴۱	۱/۲۲	۱/۳۸۶	۱۰۴۸	نسبت جاری
۰	۱	۰/۳۳۱	۰	۰/۱۲۵	۱۰۴۸	زیان

بررسی نرمالیتی و همخطی متغیرهای پژوهش

جدول ۲: نتایج آزمون نرمالیتی شاپیرو ویلک

تورم واریانس	مقدار احتمال	آماره شاپیرو ویلک	متغیر
---	۰/۰۰۰۰	۸/۷۹۳	درماندگی مالی
۱/۰۷	۰/۰۲۵۳	۱/۹۵۴	استراتژی تجاری
۱/۲۲	۰/۰۰۰۰	۹/۳۶۵	اندازه هیئت‌مدیره
۱/۱۹	۰/۰۰۰۰	۱۰/۰۰۹	استقلال هیئت‌مدیره
۱/۱۹	۰/۰۰۰۰	۱۱/۰۰۳	تمرکز مالکیت
۱/۰۶	۰/۰۰۰۰	۹/۸۰۵	مالکیت نهادی
۲/۴۱	۰/۰۰۰۰	۴/۷۹۰	اهرم مالی
۱/۱۱	۰/۰۰۰۰	۷/۹۰۹	اندازه شرکت
۱/۰۷	۰/۰۰۰۰	۹/۵۶۲	لگاریتم طبیعی سن شرکت

**فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره چهل و پنجم - بهار ۱۳۹۹**

نسبت وجه نقد	۱۲/۱۳۹	۰/۰۰۰۰	۱/۱۱
نسبت جاری	۱۱/۹۳۱	۰/۰۰۰۰	۲/۰۹
زیان	۵/۲۲۳	۰/۰۰۰۰	۱/۲۸

**آزمون فرضیه‌های پژوهش**

همانطور که در بخش قبل پژوهش بیان گردید، مدل آزمون فرضیه‌ها یک مدل رگرسیون با داده‌های ترکیبی است. از این رو، برای تعیین تخمین مناسب آن ابتدا باید نوع داده‌ها (پولد یا پانل) مشخص گردد. برای مشخص کردن نوع داده‌ها از آزمون F لیمر استفاده می‌گردد.

**آزمون F لیمر (چاو)**

یافته‌های حاصل از آزمون F لیمر در جدول ۳، حاکی از آن است که فرضیه  $H_0$  این آزمون رد شده و داده‌های مربوط به این مدل از روش پانل تبعیت می‌کنند.

**جدول ۳: نتایج حاصل از آزمون F لیمر**

نتیجه آزمون	مقدار احتمال	آماره F	فرضیه $H_0$
رد $H_0$ : روش پانلی مناسب‌تر است	۰/۰۰۰۰	۶/۸۲	استفاده از روش داده‌های پولد (تلفیقی)

**آزمون هاسمن**

پس از مشخص شدن استفاده از روش داده‌های پانلی، لازم است تا مشخص گردد که مدل پانلی مورد استفاده می‌بایست دارای اثرات ثابت باشد یا اثرات تصادفی. برای این منظور از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. نتیجه حاصل از آزمون هاسمن حاکی از آن است که فرضیه  $H_0$  این آزمون رد شده و روش برآورد پارامترهای این مدل روش پانلی با اثرات ثابت است.

**جدول ۴: نتایج حاصل از آزمون هاسمن**

نتیجه آزمون	مقدار احتمال	آماره کای دو	فرضیه $H_0$
رد $H_0$ : روش پانلی با اثرات ثابت	۰/۰۰۰۰	۵۴/۲۸	استفاده از روش اثرات تصادفی

بررسی عدم ناهمسانی واریانس و خود همبستگی سریالی

در این پژوهش برای بررسی شرط عدم ناهمسانی واریانس از آزمون ویگنز و پوی و برای بررسی شرط عدم خود همبستگی سریالی از آزمون وولدریج استفاده شده است. یافته‌های حاصل از بررسی ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی در جدول ۵، آمده است. با توجه به مقدار احتمال آزمون ویگنز و پوی، می‌توان

### تأثیر استراتژی آینده‌نگر و تدافعی بر درماندگی مالی در.../ نجفی و طوطیان اصفهانی

گفت که فرضیه صفر این آزمون مبنی بر عدم وجود ناهمسانی واریانس بین اجزای اخلاص مدل رد شده و در نتیجه جملات خطا دارای ناهمسانی واریانس هستند. همچنین مقدار احتمال آزمون وولدریج نشان می‌دهد که بین جملات خطا خودهمبستگی سریالی وجود دارد. از این‌رو، برای رفع مشکل ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی و جهت تخمین مناسب‌تر پارامترهای مدل از رویکرد حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) در برازش نهایی مدل (پانل با اثرات ثابت) استفاده می‌شود (افلاطونی، ۱۳۹۵).

جدول ۵: نتایج حاصل از آزمون ویگنز و پوی و وولدریج

فرضیه $H_0$	آماره کای دو	مقدار احتمال	نتیجه آزمون
عدم ناهمسانی واریانس	۶۶۵/۵۶	۰/۰۰۰۰	رد $H_0$ : ناهمسانی واریانس وجود دارد
عدم خودهمبستگی	۱۶/۴۳۱	۰/۰۰۰۰	رد $H_0$ : خودهمبستگی سریالی وجود دارد

### برآورد پارامترهای مدل پژوهش

نتایج حاصل از برآورد پارامترهای مدل پژوهش در جدول ۶، ارائه شده است. معناداری آماره والد نشان‌دهنده معناداری کلی مدل پژوهش است. نتایج جدول ذیل نشان می‌دهد که متغیر استراتژی تجاری دارای ضریب  $(-۰/۰۳۱)$  و مقدار احتمال  $(۰/۰۰۰)$  است. همانطور که در فصل سوم بیان گردید، هر چه مقدار  $Z$  در مدل آلتمن تعدیل شده بیشتر باشد نشان دهنده سلامت مالی بیشتر شرکت و هر چه کمتر باشد نشان دهنده درماندگی مالی می‌باشد. بنابراین، می‌توان اذعان کرد که بین استراتژی تجاری با سلامت مالی (درماندگی مالی) رابطه منفی (مثبت) و معناداری وجود دارد. علاوه بر این، در فصل سوم بیان شد که هر چه مقدار استراتژی تجاری رو به بالاتر باشد شرکت‌ها از استراتژی آینده‌نگر پیروی می‌کنند و بالعکس. در نتیجه می‌توان گفت که بین استراتژی تجاری آینده‌نگر و سلامت مالی (درماندگی مالی) رابطه منفی (مثبت) و بین استراتژی تدافعی و سلامت مالی (درماندگی مالی) رابطه مثبت (منفی) وجود دارد. بنابراین، فرضیه‌های پژوهش در سطح اطمینان ۹۹ درصد پذیرفته می‌شود. این نتیجه نشان می‌دهد که در شرکت‌های با استراتژی تجاری آینده‌نگر، درماندگی مالی افزایش و در شرکت‌های با استراتژی تجاری تدافعی، درماندگی مالی کاهش می‌یابد. در ارتباط با متغیرهای کنترلی، یافته‌ها نشان داد که بین اندازه هیئت‌مدیره، اهرم مالی، اندازه شرکت، سن شرکت و زیان سال جاری با سلامت مالی (درماندگی مالی) رابطه منفی (مثبت) و معنادار، و بین استقلال هیئت‌مدیره، مالکیت نهادی، نسبت وجه نقد و نسبت جاری با سلامت مالی (درماندگی مالی) رابطه مثبت (منفی) و معناداری وجود دارد. در عین، بین تمرکز مالکیت و اندازه شرکت با درماندگی مالی رابطه معناداری وجود دارد.

فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره چهل و پنجم - بهار ۱۳۹۹

جدول ۶: نتایج برآورد پارامترهای مدل پژوهش

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره Z	مقدار احتمال Z
مقدار ثابت	۴/۳۹۸	۰/۴۷۴	۹/۲۸	۰/۰۰۰
استراتژی تجاری	-۰/۰۳۱	۰/۰۰۵	-۶/۱۲	۰/۰۰۰
اندازه هیئت مدیره	-۰/۱۳۵	۰/۰۴۱	-۳/۲۶	۰/۰۰۰
استقلال هیئت مدیره	۰/۳۷۱	۰/۰۹۹	۳/۷۲	۰/۰۰۰
تمرکز مالکیت	-۰/۰۵۲	۰/۱۱۱	-۰/۴۷	۰/۶۳۷
مالکیت نهادی	۰/۱۸۸	۰/۰۶۵	۲/۸۶	۰/۰۰۴
اهرم مالی	-۱/۲۳۲	۰/۱۲۸	-۱۰/۳۱	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۰/۰۱۲	۰/۰۱۷	-۰/۷۵	۰/۴۵۵
لگاریتم طبیعی سن شرکت	-۰/۳۷۳	۰/۰۶۱	-۶/۰۶	۰/۰۰۰
نسبت وجه نقد	۱/۲۷۰	۰/۳۷۹	۳/۳۵	۰/۰۰۰
نسبت جاری	۰/۳۹۷	۰/۰۳۵	۱۱/۱۸	۰/۰۰۰
زیان	-۰/۷۹۰	۰/۰۶۰	-۱۳/۱۵	۰/۰۰۰
آماره والد <sup>۱</sup>	۱۲۷۵/۱۴			
سطح معناداری آماره والد	۰/۰۰۰			

تجزیه و تحلیل تکمیلی

همانطور که در فصل سوم پژوهش بیان شد، در این بخش متغیر استراتژی تجاری به صورت ۱ (شرکت‌های با استراتژی آینده‌نگر) و صفر (شرکت‌های با استراتژی تدافعی) تعریف می‌شود تا درستی نتایج فرضیه‌های پژوهش مورد بررسی قرار گیرد.

جدول ۷: نتایج تجزیه و تحلیل تکمیلی

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره Z	مقدار احتمال Z
مقدار ثابت	۴/۰۰۲	۰/۴۷۳	۸/۴۵	۰/۰۰۰
استراتژی آینده‌نگر در مقابل تدافعی	-۰/۰۶۱	۰/۰۲۹	-۲/۰۴	۰/۰۴۲
اندازه هیئت مدیره	-۰/۱۳۰	۰/۰۴۱	-۳/۱۳۰	۰/۰۰۲
استقلال هیئت مدیره	۰/۴۱۶	۰/۰۹۹	۴/۱۷	۰/۰۰۰
تمرکز مالکیت	۰/۰۰۹	۰/۱۱۲	۰/۰۹	۰/۹۳۰



### تأثیر استراتژی آینده‌نگر و تدافعی بر درماندگی مالی در.../ نجفی و طوطیان اصفهانی

مالکیت نهادی	۰/۱۳۲	۰/۰۶۴	۲/۰۵	۰/۰۴۱
اهرم مالی	-۱/۳۶۲	۰/۱۲۴	-۱۰/۹۲	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۰/۰۳۰	۰/۰۱۷	-۱/۷۳	۰/۰۸۳
لگاریتم طبیعی سن شرکت	-۰/۳۳۹	۰/۰۶۱	-۵/۵۲	۰/۰۰۰
نسبت وجه نقد	۱/۳۶۴	۰/۳۷۶	۳/۶۳	۰/۰۰۰
نسبت جاری	۰/۴۱۴	۰/۰۳۶	۱۱/۴۱	۰/۰۰۰
زیان	-۰/۸۱۱	۰/۰۶۰	۱۳/۴۱	۰/۰۰۰
آماره والد (سطح معناداری)	۱۲۶۶/۲۳ (۰/۰۰۰)			
آماره F لیمر (سطح معناداری)	۷/۰۹ (۰/۰۰۰)			
آماره هاسمن (سطح معناداری)	۵۷/۰۰ (۰/۰۰۰)			
آماره ویگنز و پوی (سطح معناداری)	۶۹۷/۱۴ (۰/۰۰۰)			
آماره وولدریج (سطح معناداری)	۱۴/۴۱۱ (۰/۰۰۰)			

یافته‌های حاصل از آزمون F لیمر در جدول ۷، نشان می‌دهد که فرضیه  $H_0$  این آزمون رد شده و داده‌های مربوط به این مدل از روش پانل تبعیت می‌کنند. علاوه بر این، نتیجه حاصل از آزمون هاسمن حاکی از آن است که فرضیه  $H_0$  این آزمون رد شده و روش برآورد پارامترهای این مدل روش پانلی با اثرات ثابت است. با توجه به مقدار احتمال آزمون ویگنز و پوی، می‌توان اذعان کرد که فرضیه صفر این آزمون مبنی بر عدم وجود ناهمسانی واریانس بین اجزای اخلال مدل رد شده و در نتیجه جملات خطا دارای ناهمسانی واریانس هستند. به علاوه، مقدار احتمال آزمون وولدریج حاکی از آن است که بین جملات خطا خودهمبستگی سریالی وجود دارد. بنابراین، برای رفع مشکل ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی و جهت تخمین مناسب‌تر پارامترهای مدل از رویکرد حداقل مربعات تعمیم یافته در برازش نهایی مدل (پانل با اثرات ثابت) استفاده می‌شود. معناداری آماره والد نیز بیان‌گر معناداری کلی مدل مربوطه است. در ادامه، یافته‌های جدول ۷ نشان می‌دهد که متغیر استراتژی آینده‌نگر در مقابل تدافعی دارای ضریب (-۰/۰۶۱) و مقدار احتمال (۰/۰۴۲) است. این نتیجه نشان می‌دهد که در شرکت‌های آینده‌نگر در مقابل شرکت‌های تدافعی سلامتی مالی (درماندگی مالی) کاهش (افزایش) می‌یابد و درستی نتایج اصلی پژوهش را نشان می‌دهد.

#### نتیجه گیری

هدف اصلی پژوهش حاضر، بررسی تأثیر استراتژی تجاری آینده‌نگر و تدافعی بر درماندگی مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. از لحاظ تئوریک، استراتژی‌های تجاری بر

## فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره چهل و پنجم - بهار ۱۳۹۹

عملکرد شرکت تأثیرگذار هستند. از آنجا که شرکت‌های با استراتژی آینده‌نگر الگوهای رشد سریع و پراکنده‌ای دارند، پیش‌بینی دقیق عملکرد آینده این شرکت‌ها سخت‌تر است. در مقابل شرکت‌های با استراتژی مدافع رهبران هزینه هستند که به حفظ یک ترکیب محدود از محصولات پرداخته و بر روی بهبود قیمت، خدمات و یا کیفیت تمرکز دارند. شرکت‌های دارای استراتژی تدافعی به شدت به فن‌آوری متکی هستند که می‌توانند باعث بهبود کارایی سرمایه‌گذاری و کاهش درماندگی مالی می‌شوند. علاوه بر این، ادبیات پیشین نشان دادند که شرکت‌های با آینده‌نگر در مقایسه با شرکت‌های با استراتژی تدافعی، کارایی سرمایه‌گذاری بدتر، ضعف در کنترل‌های داخلی بیشتر و عملکرد ضعیف‌تر و ریسک سقوط قیمت سهام بیشتری دارند. بنابراین، می‌توان انتظار داشت که شرکت‌های با آینده‌نگر در مقایسه با شرکت‌های با استراتژی تدافعی با خطر درماندگی مالی بیشتری روبرو باشند.

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، ۱۳۱ شرکت (۱۰۴۸ مشاهده سال\_شرکت) طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶، به صورت حذف هدفمند انتخاب گردید. داده‌های پژوهش برای انجام آزمون‌های آماری به نرم‌افزار Stata12 منتقل شدند. در این راستا، ابتدا به بررسی آماره‌های توصیفی (میانگین، میانه، انحراف معیار، بیشترین و کمترین)، نرمالیتی و همخطی متغیرهای پژوهش پرداخته شد. در ادامه، با استفاده از آزمون‌های تشخیصی انتخاب روش برآورد مناسب‌ترین روش جهت برآورد مدل‌های پژوهش انتخاب شد. به محققان آتی پیشنهاد می‌شود که به بررسی نقش تعدیل‌کنندگی سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین استراتژی تجاری و درماندگی مالی شرکت‌ها بپردازند. علاوه بر این، بررسی این موضوع که آیا سرمایه‌گذاران به درماندگی مالی شرکت‌ها بر اساس استراتژی تجاری آنها متفاوت یا یکسان، واکنش نشان می‌دهند نیز سودمند خواهد بود. در نهایت به محققان آتی پیشنهاد می‌شود که تحقیق حاضر را با در نظر گرفتن اثر تعدیل‌کننده محیط اطلاعاتی شرکت‌ها و شاخص رقابت در بازار محصول به عنوان یکی از جایگزین‌های مکانیزم نظارتی بررسی کنند.

## تأثیر استراتژی آینده‌نگر و تدافعی بر درماندگی مالی در.../ نجفی و طوطیان اصفهانی

### منابع

- ۱) ابراهیمی، سید کاظم، بهرامی نسب، علی، ممشلی، رضا. (۱۳۹۶). تأثیر بحران مالی بر کیفیت گزارشگری مالی. مجله دانش حسابداری، ۸ (۳): ۱۶۵-۱۴۱.
- ۲) اسلامی بیدگل، غلامرضا، نیکومرام، هاشم، بنی‌مهد، بهمن، میرسپاسی، نیلوفر، (۱۳۹۰). محافظه‌کاری حسابداری و بحران مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش مالی و تحلیل اوراق بهادار، ۴ (۹)، ۱۴۶-۱۲۵.
- ۳) افلاطونی، عباس، (۱۳۹۲). تجزیه و تحلیل آماری با Eviews در تحقیقات حسابداری و مدیریت مالی، انتشارات ترمه، چاپ اول.
- ۴) افلاطونی، عباس، (۱۳۹۵). تحلیل آماری در پژوهش‌های مالی و حسابداری با نرم افزار Stata، انتشارات ترمه، چاپ اول.
- ۵) اولادی، بهنام، (۱۳۸۹). تحلیل آماری با Minitab 15، انتشارات عابد، تهران، ص ۲۸۰-۲۷۴.
- ۶) ایزدی نیا، ناصر، طاهری، مسعود، (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری و اعتبار تجاری، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۵ (۳)، ۱۰۲-۸۱.
- ۷) آذر، عادل، مؤمنی، منصور، (۱۳۸۱). آمار و کاربرد آن در مدیریت. جلد دوم، چاپ ششم، تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب درسی علوم انسانی دانشگاهها (سمت).
- ۸) برزیده، فرخ، جوانی قلندری، موسی، عظیمی، عابد، (۱۳۹۷). تأثیر استراتژی‌های تجاری بر کارایی سرمایه‌گذاری، دانش حسابداری، ۹ (۴)، ۱۸۴-۱۵۳.
- ۹) تنانی، محسن، محب‌خواه، محمد، (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین استراتژی کسب و کار با کیفیت سود و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۴ (۱۳)، ۱۲۷-۱۰۵.
- ۱۰) حاجیها، زهره، (۱۳۸۴). سقوط شرکت، علل و عوامل آن و مطالعه سیستم‌های قانونی ورشکستگی در ایران و جهان، فصلنامه حسابرس، ش ۲۹، ۷۲-۶۴.
- ۱۱) حاجیها، زهره، (۱۳۸۴). سقوط شرکت، علل و عوامل آن و مطالعه سیستم‌های قانونی ورشکستگی در ایران و جهان، فصلنامه حسابرس، ش ۲۹، ۷۲-۶۴.
- ۱۲) حاجیها، زهره، (۱۳۹۸). راهبرد تجاری، ضعف با اهمیت کنترل‌های داخلی و تاخیر انتشار گزارش حسابرسی. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۸ (۳)، ۱۸۰-۱۵۴.

## فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره چهل و پنجم - بهار ۱۳۹۹

- ۱۳) حاجیها، زهره، رنجبر ناوی، رستم، (۱۳۹۷). تأثیر استراتژی تجاری و بیش‌ارزشگذاری سهام بر ریسک سقوط قیمت سهام، پژوهش های حسابداری مالی، ۱۰ (۲)، ۴۴-۴۵.
- ۱۴) حافظنیا، محمدرضا، (۱۳۸۵). مقدمه‌ای بر روش پژوهش در علوم انسانی، چاپ دوازدهم.
- ۱۵) خاکی، غلامرضا، (۱۳۸۶). روش تحقیق با رویکردی به پایان‌نامه‌نویسی، چاپ سوم، تهران، نشریازتاب.
- ۱۶) خانلری، امیر، کفائی، امید، (۱۳۹۳). بررسی تأثیر استراتژی کسب و کار بر موفقیت سیستم برنامه‌ریزی منابع سازمانی در شرکت‌های ایرانی، مدیریت صنعتی، ۶ (۲): ۲۴۱-۲۶۲.
- ۱۷) دلاور، علی، (۱۳۸۵). روش پژوهش در روانشناسی و علوم تربیتی، تهران: مؤسسه نشر ویرایش.
- ۱۸) دموری، داریوش، هژبری، فرحناز، (۱۳۹۷). بررسی تأثیر چرخه عمر بر تجدید ساختار شرکت در شرایط درماندگی مالی، دانش حسابداری، انتشار آنلاین.
- ۱۹) دیانتهی دیلمی، زهرا، بنی‌مهد، بهمن، روستایی دره میانه، الهام، (۱۳۹۴). رابطه بین استراتژی تجاری شرکت و سطح اجتناب مالیاتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه مالیات، (۲۵): ۱۵۶-۱۲۴.
- ۲۰) رحیمیان، نظام‌الدین، توکل‌نیا، اسماعیل، قربانی، محمود، (۱۳۹۳). درماندگی مالی و تأخیر گزارش حسابرسی، دانش حسابداری مالی، ۱ (۲): ۷۷-۵۷.
- ۲۱) رهنمای رودپشتی، فریدون، نیکومرام، هاشم، شاهوردیانی، شادی، (۱۳۹۰). مدیریت مالی راهبردی (ارزش آفرینی)، تهران، انتشارات حکیم باشی.
- ۲۲) سجادی، حسین، بنایی قدیم، رحیم، (۱۳۹۴). بررسی تأثیر ارزش افزوده فکری بر درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابرسی، ۱۵ (۶۱): ۲۵-۵.
- ۲۳) سعیدی، علی، آقایی، آرزو، (۱۳۸۸). پیش‌بینی درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از شبکه‌های بیز، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۶ (۳): ۷۸-۵۹.
- ۲۴) شیرازی دهخوارقانی، مجید، حقگو مهرداد، ناهید، (۱۳۹۷). بررسی رابطه استراتژی تجاری با گزارشگری مالی متقلبانانه با تأکید بر نقش کیفیت افشا، چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۱ (۱): ۶۰-۷۶.
- ۲۵) صقری، محمد، (۱۳۷۶). حقوق بازرگانی ورشکستگی (نظری و عملی)، تهران: انتشارات شرکت سهامی انتشار.
- ۲۶) صقری، محمد، (۱۳۷۶). حقوق بازرگانی ورشکستگی (نظری و عملی)، تهران: انتشارات شرکت سهامی انتشار.

## تأثیر استراتژی آینده‌نگر و تدافعی بر درماندگی مالی در... نجفی و طوطیان اصفهانی

- ۲۷) فراهانی، قائم‌مقام، (۱۳۶۸). حقوق و تجارت، ورشکستگی و تصفیه (جلد اول)، تهران: انتشارات دانشگاه تهران.
- ۲۸) فراهانی، قائم‌مقام، (۱۳۶۸). حقوق و تجارت، ورشکستگی و تصفیه (جلد اول)، تهران: انتشارات دانشگاه تهران.
- ۲۹) کارگر، حامد، زنگنه، سمیه، (۱۳۹۷). تأثیر استراتژی کسب و کار بر رابطه بین ریسک پذیری و ارزش شرکت. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۱ (۳)، ۲۷-۱۴.
- ۳۰) کردستانی غلامرضا، تاتلی رشید و کوثری حمید، (۱۳۹۳). ارزیابی توان پیش بینی مدل تعدیل شده آلمن از مراحل درماندگی مالی نیوتن و ورشکستگی شرکت‌ها، فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، (۹)، ۸۳-۹۹.
- ۳۱) گجراتی. دامور، مبانی اقتصاد سنجی، ترجمه حمید ابریشمی، (۱۳۷۸). انتشارات دانشگاه تهران، ص ۴۳۲-۴۲۰.
- ۳۲) گجراتی، دامورد، (۱۳۸۲). مبانی اقتصاد سنجی، ترجمه حمید ابریشمی، تهران، انتشارات دانشگاه تهران، جلد اول.
- ۳۳) منصورفر، غلامرضا، غیور، فرزاد، اسدی، مریم، (۱۳۹۵). اثر تعدیل‌گر کیفیت سود در پیش بینی درماندگی مالی شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی، ۴ (۴)، ۴۴-۲۵.
- ۳۴) نادری، عزت الله، سیف نراقی، مریم، (۱۳۸۸). روشهای تحقیق در علوم انسانی (با تأکید بر علوم اجتماعی). تهران. انتشارات ارسباران.
- ۳۵) نایب‌پور، محمد، بریری، ماهرخ، (۱۳۹۰). روش‌های تحقیق، پایان نامه نویسی و مقاله نویسی، تهران، انتشارات روانشناسی و هنر، چاپ اول.
- ۳۶) وزیر، شهرام، (۱۳۸۳). روش تنظیم و گزارش پژوهش در روان‌شناسی و مشاوره و علوم تربیتی، تهران، نشر روان.
- ۳۷) وکیلی‌فرد، حمیدرضا، احمدوند، میثم، ساده‌وند، محمدجواد، (۱۳۹۷). رابطه ریسک درماندگی مالی و خلاف‌قاعده شتاب در بورس اوراق بهادار تهران، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۱ (۳۸)، ۵۵-۴۳.
- ۳۸) هنربخش، سمیرا، بیرجندی، حمید، بیرجندی، مسعود، (۱۳۹۱). بررسی اثر نسبی استراتژی‌های تجاری بر روی ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش مالی و تحلیل اوراق بهادار، ۴ (۱۵)، ۵۸-۴۷.

### فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره چهل و پنجم - بهار ۱۳۹۹

۳۹) اعرابی، سید محمد؛ رضوانی، حمید رضا، (۱۳۸۶). رابطه هم‌هنگی استراتژیک بین استراتژی سطح کسب و کار و استراتژی بازاریابی با عملکرد سازمانی: پژوهشی درباره شرکت های دارویی ایران. فصلنامه علوم مدیریت ایران، ۲ (۵)، ۷۱-۹۷.

۴۰) افجه، علی اکبر، محمودزاده، ابراهیم، صالحی صدقیانی، جمشید، ادبی فیروزجایی، محسن، (۱۳۹۴). الگوی هم‌هنگی استراتژی‌های کسب و کار با تغییر و اثر هم‌هنگی بر عملکرد شرکت‌ها، پژوهش نامه مدیریت تحول، ۷ (۱۴): ۱-۳۱.

41) Al-Hadi, A., Chatterjee, B., Yaftian, A., Taylor, G. & Hasan, M, (2017). Corporate social responsibility performance, financial distress and firm life cycle: evidence from Australia. Accounting and Finance, onlinelibrary :doi/10.1111/acfi.12277.

42) Allen, M. R., & Wright, P. M. (2006). Strategic management and HRM. department of human resource studies. School of industrial and labor relations. Cornell university.

43) Bentley, K. A., T. C. Omer, and N. Y. Sharp. 2013. Business strategy, financial reporting irregularities, and audit effort. Contemporary Accounting Research 30 (2): 780-817.

44) Boyd, B. K., and A. Salamin. 2001. Strategic reward systems: A contingency model of pay system design. Strategic Management Journal 22 (8): 777-792.

45) Carboni, O, & Medda, G. (2018). R&D, export and investment decision: evidence from European firms, Journal of Applied Economics, Vol. 50, No. 2, pp, 187-201.

46) Chen, Y., Eshleman, J., and Soileau, J. (2017). Business Strategy and Auditor Reporting, AUDITING: A Journal of Practice & Theory, Vol. 36, No. 2 (May 2017) pp. 63-86.

47) Gitman, L.J. (1996). "Principle of Managerial Finance". Working paper. New York. Harper Collins College.

48) Gonçalves, A, B., Schiozer, R, F., Sheng, H., H. (2018). Trade credit and product market power during a financial crisis, Journal of Corporate Finance, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.01.009>.

49) Greene, W. (2011). Econometric Analysis. Seventh ED. United states of America: Prentice-hall publication.

50) Gross, A. (2009). Corporate social responsibility and financial distress. Available at: <http://ojs.acadiau.ca/index.php/ASAC/article/viewFile/677/586>.

تأثیر استراتژی آینده‌نگر و تدافعی بر درماندگی مالی در.../ نجفی و طوطیان اصفهانی

- 51) Habib, A., Hasan, M., M. (2017). Business strategy, overvalued equities, and stock price crash risk, *Research in International Business and Finance*, 39, 389–405.
- 52) Habib, H., Hasan, M, M. (2019). Business strategies and annual report readability, *Accounting and Finance*, In Press.
- 53) Higgins, D., T. C. Omer, and J. D. Phillips. 2015. The influence of a firm's business strategy on its tax aggressiveness. *Contemporary Accounting Research* 32 (2): 674-702.
- 54) Higgins, D., T.C. Omer, and J.D. Phillips. (2011). "Does a Firm's Business Strategy Influence its Level of Tax Avoidance? " Working paper. University of Connecticut. Available at URL: [Http://Www.Ssrn.Com](http://www.Ssrn.Com).
- 55) Hunger, J. D., & Willen, T. L. (2010). *The essentials of strategic management*, translated by Seyed Mohammad Arabi, and Hamidreza Rezvani. Tehran: publications of cultural researches Bureau, 1st edition.
- 56) Ittner, C. D., D. F. Larcker, and M. Rajan. 1997. The choice of performance measures in annual bonus contracts. *The Accounting Review* 72 (2): 231–255.
- 57) Kaplan, R.S. & Norton, D.P.A. (2004). *Strategy Maps: Converting Intangible Assets Into Tangible Outcomes*: Harvard Business School Publishing India Pvt. Limited.
- 58) Miles, R. E., and C. C. Snow. 1978. *Business Strategy, Structure and Process*. New York: McGraw-Hill .
- 59) Miles, R. E., and C. C. Snow. 2003. *Business Strategy, Structure and Process*. Stanford, CA: Stanford University Press.
- 60) Navissi, F., VG Sridharan, Khedmati, M., Edwin L, and Evdokimov, E. (2017). Business Strategy, Over- (Under-) Investment, and Managerial Compensation. *Journal of Management Accounting Researc*, Vol. 29, No. 2, pp. 63-86.
- 61) Newton G.W.(1998); "Bankruptcy insolvency accounting practice and procedure"; Available at: <http://www.ebsco.com>, 21-41.
- 62) Nurul Houqe, M. , Kerr, M. and Monem, M. (2013). Business Strategy and Earnings Quality. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2198626>.
- 63) Oliver, S. (2009). *Public relations strategy*, translated by Seyed Mohammad Arabi and Marjan Fayazi. Tehran: publications of cultural researches office, 1<sup>st</sup> edition.
- 64) Pearce, J., & Robinson, R. B. (2001). *Strategic planning*, translated by Sohrab Khalili Shourveini. Tehran: Yadvare Aftab Publications.

- 65) Porter, M. E. 1980. *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York, NY: The Free Press.
- 66) Porter, M.E.1996. " What is strategy? " *Harvard Business Review*,74(6):61-78.
- 67) Sabherwal, R., and Y. E. Chan. 2001. Alignment between business and IS strategies: A study of prospectors, analyzers and defenders. *Information Systems Research* 12 (1): 11-33.
- 68) Snow, C. C., and D. C. Hrebiniak. 1980. Measuring organizational strategies: Some theoretical and methodological problems. *The Academy of Management Review* 5 (4): 527-538.
- 69) Soltanizadeh, S., Abdul Rasid, S., Mottaghi Golshan, N., & Ismail, W. (2016). Business strategy, enterprise risk management and organizational performance, *Management Research Review*, Vol. 39 Iss 9 pp. 1-26.
- 70) Thomas, A. S., and K. Ramaswamy. 1996. Matching managers to strategy: Further tests of the Miles and Snow typology. *British Journal of Management* 7 (3): 247- 261.
- 71) Treacy, M., and F. Wiersema 1995. *The Discipline of Market Leaders*. Reading, MA: AddisonWesley.
- 72) Yuan, Y., Lu, L, Y., Tian, G., Yu, Y. (2018). Business Strategy and Corporate Social Responsibility, *Journal of Business Ethics* <https://doi.org/10.1007/s10551-018-3952-9>.
- 73) Yuliansyah, Y., Gulzar, M., Elizabeth, R. (2016). Business strategy and performance in Indonesia's service sector", *Journal of Asia Business Studies*, <http://dx.doi.org/10.1108/JABS-07-2015-0094>.



تأثیر استراتژی آینده‌نگر و تدافعی بر درماندگی مالی در.../ نجفی و طوطیان اصفهانی

یادداشت‌ها :

- 
- 1 . David
  - 2 . Kaplan & Norton
  - 3 . Yuliansyah
  - 4 Higgins
  - 5 . Porter
  - 6 . Kaplan & Norton
  - 7 . Navissi
  - 8 . Miles & Snow
  - 9 . Bentley
  - 10 . Higgins
  - 11 . Chen
  - 12 . Ebreen
  - 13 . Yuliansyah
  - 14 . Habib & Hasan
  - 15 . Nurul Houqe