

## بررسی اثر نسبی استراتژی‌های تجاری بر روی ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سمیرا هنربخش<sup>۱</sup>

حمید بیرجندی<sup>۲</sup>

مسعود بیرجندی<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۱/۱/۱۵

تاریخ دریافت: ۹۰/۱۰/۲۶

### چکیده

این پژوهش به دنبال بررسی تأثیر استراتژی‌های تجاری روی ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد می‌باشد. داده‌های مورد نیاز این پژوهش از ۴۵ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران، در دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۸۱ با استفاده از نرم‌افزار ره‌آورد و سایت سازمان بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری گردیده است. تکنیک آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیات، رگرسیون چند متغیره می‌باشد. برای آزمون فرضیات، شرکت‌ها به ۲ طبقه دارای استراتژی رهبری هزینه یا استراتژی تمایز محصول تقسیم شده‌اند. نتایج حاکی از آن است که در هر ۲ طبقه شرکت‌ها، متغیر اهرم مالی رابطه مثبتی با عملکرد شرکت دارد. همچنین نتایج نشان داده است که در شرکت‌های با استراتژی رهبری هزینه، سود تقسیمی رابطه مثبتی با عملکرد شرکت دارد. و در شرکت‌های با استراتژی تمایز محصول، متغیر اندازه شرکت، رابطه مثبت با عملکرد اما سود تقسیمی رابطه منفی با عملکرد شرکت دارند.

**واژه‌های کلیدی:** استراتژی رهبری هزینه، استراتژی تمایز محصول، اهرم مالی، عملکرد، سود تقسیمی، اندازه شرکت.

Honarbakshsh\_88@yahoo.com

H.birjandi63@gmail.com

Masoud.birjandi2010@gmail.com

۱- کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد زرین دشت، (مسئول مکاتبات)

۲- کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد فسا

۳- کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد لارستان

## ۱- مقدمه

استفاده از صرفه‌جویی و نظارت دقیق بر کل هزینه‌های عملیاتی (از طریق برنامه‌هایی مثل کاهش اندازه و مدیریت کیفیت) تحقق می‌یابد (پورتر<sup>۵</sup>، ۱۹۸۵).

شرکت‌هایی که از استراتژی رهبری هزینه استفاده می‌کنند، در شرایطی که کارایی مدیریتی با نظارت وام دهنده افزایش یابد، از طریق استفاده از اهرم مالی منتفع خواهند شد. نظارت به وسیله وام دهنده، رفتارهای فرصت طلبانه مدیران را به وسیله کاهش منابع در دسترس برای هزینه‌های احتیاطی محدود می‌کند. بنابراین وظیفه کنترل بدهی‌ها برای شرکت‌هایی که به دنبال افزایش کارایی می‌باشند مهمتر می‌باشد. همچنین در استراتژی رهبری هزینه، شرکت‌ها ملزم به کنترل هزینه‌های اساسی و جلوگیری از افزایش بسیاری از هزینه‌های بازاریابی یا نوآوری می‌باشند (همان منبع).

## • استراتژی تمایز محصول (تفکیک)

این استراتژی مستلزم توسعه کالاها یا خدمات منحصر به فرد و بی‌نظیر با اتکا به وفاداری مشتری به مارک تجاری است. یک شرکت می‌تواند کیفیت بالاتر، عملکرد بهتر، یا ویژگی‌های منحصر به فرد را که هر یک از آنها می‌توانند قیمت‌های بالاتر را توجیه کنند ارائه دهد. در استراتژی تمایز محصول، شرکت‌ها تمایل به سرمایه‌گذاری در زمینه تحقیق و توسعه دارند بدین منظور قابلیت ابتکار و نوآوری شرکت‌ها افزایش می‌یابد. بعلاوه که در استراتژی تمایز محصول، شرکت‌ها با عدم اطمینان بالاتر مواجه می‌باشند، بدین معنی که تأکید بیش از حد بر روی نوآوری و ابتکار در محصول، شرکت را با فعالیت‌های ریسک‌پذیر و ریسک بر روی

ابری<sup>۳</sup> (۲۰۰۳) استدلال کرده است که اثر اهرم مالی بر روی عملکرد به شدت رقابت و استراتژی تجاری انتخاب شده بوسیله شرکت وابسته است. این استراتژی‌ها شامل دو گروه استراتژی تمایز محصول و استراتژی رهبری هزینه می‌باشند.

پورتر<sup>۶</sup> (۱۹۸۵)، چارچوبی را که شرکت‌ها ممکن است یک استراتژی تجاری به منظور افزایش کارایی شرکت انتخاب کنند را بسط داده است. او استدلال کرده است که شرکت باید بین حداقل کردن هزینه محصول در یک صنعت که به عنوان استراتژی رهبری هزینه خوانده می‌شود و یا یک محصول منحصر به فرد از نظر کیفیت، ویژگی‌های فیزیکی یا ارائه خدمات منحصر به فرد که به عنوان استراتژی تمایز محصول خوانده می‌شود، یکی را انتخاب کند. در محتوای ادبی برخی استدلال‌ها این موضوع که چرا ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد شرکت وابسته به انتخاب استراتژی تجاری می‌باشد دیده می‌شود.

هدف این تحقیق بررسی اثر نسبی استراتژی‌های تجاری بر روی ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

## ۲- مروری بر ادبیات و پیشینه پژوهش

## استراتژی‌های پورتر

## • استراتژی رهبری هزینه

هدف استراتژی رهبری هزینه این است که شرکت، تولید کننده‌ای کم هزینه در یک صنعت باشد. استراتژی رهبری هزینه از طریق کسب تجربه، سرمایه‌گذاری در تسهیلات تولید انبوه،

محصولی که تاکنون تولید نشده است مواجه می‌سازد (بیگادیک<sup>۸</sup>، ۱۹۷۹ و جرمایس<sup>۹</sup>، ۲۰۰۸).

### اهرم مالی و عملکرد شرکت

مطالعات مختلفی در مورد اهرم مالی و عملکرد انجام شده است مثلاً: دیمیترو و جین<sup>۹</sup> (۲۰۰۵) اثر اهرم مالی را بر بازده‌های سهام و همچنین ارزیابی عملکرد شرکت را بر اساس سود، مورد ارزیابی قرار دادند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که یک ارتباط منفی بین نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام و بازده‌های سهام وجود دارد.

میا<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۵) یک مدل از تعادل بین انتخاب‌های ساختار سرمایه و تصمیم‌هایی که شرکت‌ها را با شوک‌های تکنولوژی مواجه می‌کند، گسترش داد. نتایج او نشان داده است که تکنولوژی عامل مهمی در تعیین قابلیت احتمال بقا و نسبت اهرم مالی دارد. کار وی، اهمیت تأثیر تصمیم‌های تأمین مالی را بر روی بازده شرکت نمایان می‌کند. آن و همکاران<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۶) ارتباط بین الگوهای سرمایه‌گذاری و اهرم مالی را بررسی کردند. آن‌ها نشان دادند که شرکت‌هایی با سرمایه‌گذاری‌های متنوع، اهرم مالی بالاتری نسبت به شرکت‌هایی با سرمایه‌گذاری متمرکز دارند.

در مطالعات قبلی که بر روی ارتباط بین اهرم و عملکرد شرکت انجام شده است، تمرکز محققان بر یک رویکرد می‌باشد. بیشتر محققانی که این مطالعات را انجام داده‌اند از رویکرد جامع و فراگیر استفاده کرده‌اند که اثر مستقیم و عمده اهرم مالی بر روی عملکرد را بررسی نموده‌اند. ابرین<sup>۳</sup> (۲۰۰۳) بیان می‌کند که مطالعات قبلی اثر استراتژی‌های تجاری و رقابت را نادیده گرفته‌اند

که ممکن است باعث ایجاد نتایج متناقض و متفاوتی شده باشد.

بارتون و گوردن<sup>۱۳</sup> (۱۹۸۸) و ابرین (۲۰۰۳) در مطالعات تجربی‌شان دریافتند که استراتژی‌های تجاری و اهرم مالی بطور مهم و عمده بر روی عملکرد شرکت اثر می‌گذارند. جرمایس<sup>۶</sup> (۲۰۰۸) "اثر نسبی استراتژی تجاری را بر ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد شرکت" بررسی نموده است. او به این نتیجه رسیده است که بین اهرم مالی و عملکرد یک ارتباط منفی وجود دارد و این ارتباط وقتی استراتژی انتخاب شده شرکت، استراتژی تمایز محصول بجای استراتژی رهبری هزینه باشد منفی‌تر خواهد بود.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به این‌که هدف تحقیق حاضر، بررسی تأثیر استراتژی‌های رهبری هزینه و تمایز محصول بر رابطه اهرم مالی و عملکرد شرکت می‌باشد، فرضیه‌های تحقیق بصورت زیر می‌باشند:

**فرضیه اول:** بین اهرم مالی و عملکرد شرکت‌هایی که از استراتژی رهبری هزینه استفاده می‌نمایند، رابطه معنی‌داری وجود دارد.

**فرضیه دوم:** بین اهرم مالی و عملکرد شرکت‌هایی که از استراتژی تمایز محصول استفاده می‌نمایند، رابطه معنی‌داری وجود دارد.

### ۴- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری

آنها

متغیر وابسته:

- **عملکرد شرکت:** دو معیار اندازه‌گیری برای ارزیابی عملکرد شرکت وجود دارد:

دفتري بدهی‌ها و دارایی‌ها بصورت زیر محاسبه می‌شود:

اهرم مالی برابر است با نسبت کل بدهی‌ها (بدهی‌های جاری + بدهی‌های بلندمدت + سایر بدهی‌ها) بر کل ارزش دفتري دارایی‌ها.

در این تحقیق از فرمول آخر برای محاسبه‌ی اهرم مالی استفاده شده است.

#### متغیرهای کنترل:

متغیرهای کنترل در این تحقیق شامل اندازه شرکت و سود تقسیمی سهام می‌باشد.

• **اندازه شرکت:** تحقیقات قبلی نشان می‌دهد که اندازه شرکت ممکن است بر ساختار و قابلیت تصمیم‌گیری عملکرد شرکت اثر بگذارد (بلوژن<sup>۱۶</sup>، ۱۹۹۳؛ راماسوامی<sup>۱۷</sup>، ۲۰۰۱؛ فرانک و گوپال<sup>۱۸</sup>، ۲۰۰۳). در این تحقیق اندازه شرکت بوسیله لگاریتم کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود.

• **سود تقسیمی سهام:** از آن‌جا که تقسیم سود سهام بیشتر، بوسیله شرکت باعث افزایش ارزش شرکت و تقسیم سود سهام کمتر بوسیله شرکت باعث کاهش ارزش دفتري دارایی‌ها می‌شود، سیاست‌های تقسیم سود سهام نیز می‌تواند بر عملکرد شرکت اثر بگذارد. سود تقسیمی سهام از نسبت کل سود سهام توزیع شده بر تعداد سهام عادی محاسبه می‌شود.

#### نحوه طبقه‌بندی شرکت‌ها

**استراتژی‌های تجاری:** طبقه‌بندی استراتژی‌های شرکت‌ها بر اساس چارچوب پورتر (۱۹۸۵) می‌-

#### ۱- مبنای حسابداری ۲- مبنای بازار

بر اساس مبنای حسابداری، عملکرد بر اساس نرخ بازده سرمایه‌گذاری (ROI) و نرخ بازده حقوق صاحبان سرمایه (ROE) اندازه‌گیری می‌شود. این معیار بیش از معیار بازار تحت کنترل مدیران می‌باشد، بعلاوه این معیار، عملکرد شرکت را زمانی که شرکت سرمایه‌گذاری زیادی (نظیر نوآوری) که انتظار منافع آتی داشته باشد کمتر از حد برآورد شده نشان می‌دهد. بر اساس مبنای بازار عملکرد شرکت را بر اساس ارزش بازار اندازه‌گیری می‌کنند که این معیار عینی‌تر و کمتر تحت کنترل و دستکاری مدیران می‌باشد (مرچنت و وندراستد<sup>۱۴</sup>، ۲۰۰۷).

در این تحقیق از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتري برای اندازه‌گیری عملکرد استفاده می‌شود؛ نسبت ارزش بازار به ارزش دفتري، بوسیله نسبت ارزش بازار شرکت (قیمت سهام در پایان سال ضرب در تعداد سهام عادی منتشر شده) بر ارزش دفتري کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

#### متغیر مستقل

• **اهرم مالی:** بر اساس تئوری ساختار سرمایه اهرم مالی باید بر اساس ارزش بازار اندازه‌گیری شود. اما در بسیاری از مطالعات تجربی از ارزش دفتري به جای ارزش بازار استفاده می‌شود؛ زیرا ارزش دفتري عینی‌تر می‌باشد (جرمایس، ۲۰۰۸).

بعلاوه استون‌هیل و دیگران<sup>۱۵</sup> (۱۹۷۴) نشان داده‌اند در اندازه‌گیری‌های مالی در بحث اهرم مالی، ارزش دفتري بیش از ارزش بازار مورد استفاده می‌باشد. بنابراین اهرم مالی بر اساس ارزش

$DIV_{i,t}$ : سود سهام تقسیمی

در این تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری می‌باشند. از بین این شرکت‌ها، شرکت‌هایی که واجد شرایط زیر باشند، انتخاب شده‌اند که در نهایت ۴۵ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند.

(۱) شرکت مزبور قبل از سال ۱۳۸۱ مورد پذیرش قرار گرفته باشد.

(۲) شرکت مزبور تا پایان سال ۱۳۸۸ به فعالیت خود ادامه داده باشد.

(۳) پایان دوره مالی شرکت مزبور ۲۹ اسفند هر سال باشد.

(۴) شرکت مزبور در دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشد.

(۵) داده‌های مورد نظر شرکت مزبور در دسترس باشد.

(۶) بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و سرمایه‌گذاری در نظر گرفته نمی‌شود.

داده‌های مورد نیاز از طریق مشاهده و بررسی اسناد و مدارک شامل اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌ها جمع‌آوری گردیده است. در این تحقیق برای تدوین ادبیات و پیشینه‌ی تحقیق از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است و برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌ها، مندرج در سایت سازمان بورس و نرم‌افزار ره‌آورد نوین، بهره گرفته شده است.

این تحقیق بر روی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است و دوره زمانی مورد نظر، از ابتدای سال ۱۳۸۱ تا انتهای سال ۱۳۸۸ می‌باشد.

باشد، بر این اساس استراتژی‌های تجاری شرکت‌ها با استفاده از تحلیل خوشه‌ای مرتبه‌ای که متغیرها را بر اساس تشابهات و تفاوت‌های آنها طبقه‌بندی می‌کند؛ به دو گروه استراتژی تمایز محصول و رهبری هزینه دسته‌بندی می‌شود که بر اساس این رویکرد این استراتژی‌ها به صورت زیر محاسبه می‌شود:

استراتژی رهبری هزینه: از نسبت کل فروش بر کل دارایی‌ها بدست می‌آید.

استراتژی تمایز محصول: از نسبت اندوخته تحقیق و توسعه بر کل فروش بدست می‌آید.

#### ۵- روش‌شناسی پژوهش

از آنجایی که این تحقیق به دنبال بررسی رابطه‌ی اهرم مالی با عملکرد شرکت‌ها با توجه به استراتژی‌های انتخاب شده می‌باشد، روش تحقیق جهت انجام مطالعه مورد نظر، از نوع همبستگی می‌باشد و برای آزمون ارتباط بین این متغیرها از رگرسیون چند متغیره به روش گام به گام استفاده شده است.

برای آزمون فرضیات از مدل رگرسیون زیر استفاده شده است:

$$PERFORM_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LEV_{i,t} + \alpha_2 STRA_{i,t} * LEV_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 DIV_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$PERFORM_{i,t}$ : عملکرد شرکت

$LEV_{i,t}$ : اهرم مالی

$STRA_{i,t} * LEV_{i,t}$ : حاصل ضرب استراتژی شرکت

در اهرم مالی

$SIZE_{i,t}$ : اندازه شرکت

$$PERFORM_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LEV_{i,t} + \alpha_2 STRA_{i,t} * LEV_{i,t} + \alpha_3 DIV_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

در این بخش با استفاده از رگرسیون گام به گام، ضریب تعیین پس از ورود هر یک از متغیرها در جدول ۲ نشان داده شده است.

مدل (۱) پیش‌بینی‌کننده‌ها: (متغیر ثابت)، اهرم مالی،  
مدل (۲) پیش‌بینی‌کننده‌ها: (متغیر ثابت)، اهرم مالی،  
حاصلضرب استراتژی شرکت در اهرم مالی  
مدل (۳) پیش‌بینی‌کننده‌ها: (متغیر ثابت)، اهرم مالی،  
حاصلضرب استراتژی شرکت در اهرم مالی، سود  
تقسیمی سهام.

همان‌طور که بر اساس جدول ۲ ملاحظه می‌شود در مرحله سوم  $R^2$  بیشترین مقدار را دارد و این بدین معنی است که ۲۵٪ از تغییرات عملکرد شرکت (متغیر وابسته) به وسیله متغیرهای بررسی شده توضیح داده می‌شود.

در این تحقیق از ضریب همبستگی پیرسون و رگرسیون چند متغیره برای تحلیل داده‌ها استفاده شده است. داده‌های اولیه در قالب فایل‌هایی در نرم‌افزار صفحه گسترده Excel طراحی و تکمیل گردید و سپس به منظور تجزیه و تحلیل آماری اطلاعات حاصله، از نرم‌افزار SPSS استفاده شده است.

#### ۶- نتایج آماری آزمون فرضیه اول (استراتژی رهبری هزینه)

همان‌طور که در جدول ۱ مشخص می‌باشد، ابتدا اهرم مالی، و پس از آن حاصلضرب اهرم مالی و استراتژی رهبری هزینه و در نهایت سود تقسیمی سهام به مدل وارد می‌شوند. نتایج حاکی از آن است، که متغیر اندازه شرکت، دارای تأثیر معنی‌داری بر عملکرد شرکت نمی‌باشد. بنابراین مدل جدید بدین صورت می‌باشد:

جدول ۱: متغیرهای وارد شونده به مدل

مدل رگرسیون چند متغیره	متغیرهای وارد شونده	روش
۱	اهرم مالی	گام به گام
۲	حاصلضرب استراتژی شرکت در اهرم مالی	گام به گام
۳	سود تقسیمی سهام	گام به گام

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

جدول ۲: خلاصه مدل

مدل رگرسیون چند متغیره	R	$R^2$	$R^2$ تعدیل شده	انحراف استاندارد تخمینی	آماره دوربین-واتسون
۱	۰/۴۵۵	۰/۲۰۷	۰/۲۰۱	۰/۹۳۵۷۱۶۰	
۲	۰/۴۸۹	۰/۲۳۹	۰/۲۳۰	۰/۹۱۸۳۴۳۴	
۳	۰/۵۰۰	۰/۲۵۰	۰/۲۳۹	۰/۹۱۳۲۹۹۸	۱/۹۹۳

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

### آزمون معنادار بودن مدل‌های رگرسیون چند متغیره

همان‌گونه که در جدول ۳ مشاهده می‌شود، سطح معناداری تمامی مدل‌های رگرسیون چندمتغیره از سطح معناداری ۰/۰۵ کمتر می‌باشد؛ بنابراین تمامی مدل‌های رگرسیون چند متغیره معنادار می‌باشند.

مدل‌های قبل از خود دارد. جدول ضرایب (شماره ۴) مدل رگرسیون بهینه در زیر ارائه گردیده است. بنابراین مدل رگرسیونی بهینه در آزمون فرضیه اول بصورت زیر نوشته می‌شود:

$$PERFORM_{it} = STRA_{it} * LEV_{it}^{0.752} - LEV_{it}^{1/0.42} + -0.058 DIV_{it} + 0.017$$

همچنین نتایج حاصل از جدول ۴ نشان می‌دهد که ضریب VIF مربوط به متغیرهای وارد شده در مدل نهایی، حاکی از آن است که تغییر عمده‌ای در این ضریب نسبت به عدد یک، ایجاد نشده است و هم‌خطی بین متغیرهای مستقل وارد شده در مدل نهایی وجود ندارد.

### ارائه مدل بهینه آزمون فرضیه اول (آزمون t)

همان‌گونه که مشاهده شد مدل بهینه، مدل شماره ۳ می‌باشد که ضریب تعیین بیشتری نسبت به

جدول ۳: ANOVA

سطح معناداری	F آماره	میانگین مجزورات	درجه آزادی	مجموع مجزورات	مدل رگرسیون چند متغیره
۰/۰۰۰	۳۴/۲۷۴	۳۰/۰۰۹	۲	۶۰/۰۱۹	رگرسیون
		۰/۸۷۶	۳۵۳	۲۳۰/۲۷۳	باقیمانده ها
			۳۵۵	۲۹۰/۲۹۲	کل
۰/۰۰۰	۲۷/۴۰۴	۲۳/۱۱۱	۳	۶۹/۳۳۳	رگرسیون
		۰/۸۴۳	۳۵۲	۲۲۰/۹۵۹	باقیمانده ها
			۳۵۵	۲۹۰/۲۹۲	کل
۰/۰۰۰	۲۱/۷۵۶	۱۸/۱۴۷	۴	۷۲/۵۸۸	رگرسیون
		۰/۸۳۴	۳۵۱	۲۱۷/۷۰۴	باقیمانده ها
			۳۵۵	۲۹۰/۲۹۲	کل

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

جدول ۴: جدول ضرایب مدل شماره ۳

VIF	سطح معناداری	آماره t	ضرایب استاندارد شده	ضرایب استاندارد نشده		مدل رگرسیون ۶
			بتا	انحراف استاندارد	ضریب متغیرها	
	۰/۰۰۰	-۰/۴۳۹		۰/۱۳۲	-۰/۰۵۸	متغیر ثابت
۱/۳	۰/۰۰۰	۴/۱۲۶	۰/۴۸۵	۰/۲۵۳	۱/۰۴۲	اهرم مالی
۱/۱۸۷	۰/۰۰۴	-۲/۹۴۲	-۰/۴۳۹	۰/۲۵۶	-۰/۷۵۲	حاصلضرب استراتژی شرکت در اهرم مالی
۱/۲۵۱	۰/۰۴۹	۱/۹۷۵	۰/۱۱۴	۰/۰۰۸	۰/۰۱۷	سود تقسیمی سهام

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

می‌شود و پس از آن به ترتیب اندازه شرکت، اهرم مالی و سود تقسیمی سهام به مدل وارد می‌شوند. بنابراین مدل جدید بصورت زیر می‌باشد:

$$PERFORM_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 STRA_{i,t} * LEV_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 LEV_{i,t} + \alpha_4 DIV_{i,t} + \hat{\epsilon}_{i,t}$$

در این بخش با استفاده از رگرسیون گام به گام، ضریب تعیین پس از ورود هر یک از متغیرها در جدول خلاصه مدل نشان داده شده است.

### نتایج آماری آزمون فرضیه دوم (استراتژی تمایز محصول)

در آزمون فرضیه دوم نیز مانند فرضیه اول کلیه متغیرهای تحقیق در قالب یک مدل رگرسیون چند متغیره مورد آزمون قرار گرفتند که شکل کلی آن به شرح زیر است.

نتایج حاکی از آن است که تمامی متغیرها دارای تأثیر معنی‌دار بر روی عملکرد می‌باشند. همان‌طور که مشاهده می‌شود، ابتدا حاصل ضرب استراتژی تمایز محصول و اهرم مالی وارد مدل

جدول ۵: متغیرهای وارد شونده به مدل

روش	متغیرهای وارد شونده	مدل رگرسیون چند متغیره
گام به گام	حاصل ضرب استراتژی شرکت در اهرم مالی	۱
گام به گام	اندازه شرکت	۲
گام به گام	اهرم مالی	۳
گام به گام	سود تقسیمی سهام	۴

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

جدول ۶: خلاصه مدل

آماره دوربین-واتسون	انحراف استاندارد تخمینی	R <sup>2</sup> تعدیل شده	R <sup>2</sup>	R	مدل رگرسیون چند متغیره
	۱/۴۷۵۷۲۷۷	۰/۴۵۶	۰/۴۵۸	۰/۶۷۶	۱
	۱/۳۶۹۱۸۲۹	۰/۵۳۱	۰/۵۳۵	۰/۷۳۱	۲
	۱/۲۶۱۲۳۸۱	۰/۶۰۲	۰/۶۰۸	۰/۷۸۰	۳
۱/۹۱۸	۱/۲۵۳۱۳۰۷	۰/۶۰۷	۰/۶۱۵	۰/۷۸۴	۴

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

**مدل ۳** پیش‌بینی‌کننده‌ها: (متغیر ثابت)، حاصل ضرب استراتژی شرکت در اهرم مالی، اندازه شرکت، اهرم مالی

**مدل ۱** پیش‌بینی‌کننده‌ها: (متغیر ثابت)، حاصل ضرب استراتژی شرکت در اهرم مالی

**مدل ۲** پیش‌بینی‌کننده‌ها: (متغیر ثابت)، حاصل ضرب استراتژی شرکت در اهرم مالی، اندازه شرکت



ارائه مدل بهینه آزمون فرضیه دوم (آزمون t) همان‌گونه که مشاهده شد مدل بهینه، مدل شماره ۴ می‌باشد که ضریب تعیین بیشتری نسبت به مدل‌های قبل از خود دارد جدول ضرایب مدل رگرسیون بهینه در جدول شماره ۸ ارائه گردیده است. بنابراین مدل رگرسیونی بهینه برای گروه دوم فرضیات بصورت زیر نوشته می‌شود:

$$PERFORM_{it} = SIZE_{it} + 0.1752 STRA_{it} * LEV_{it} + 0.1028 + -3/485 DIV_{it} - 0.1028 LEV_{it} + 0.674$$

همچنین نتایج حاصل از جدول ۸ نشان می‌دهد که ضریب VIF مربوط به متغیرهای وارد شده در مدل نهایی، حاکی از آن است که تغییر عمده‌ای در این ضریب نسبت به عدد یک، ایجاد نشده است و هم‌خطی بین متغیرهای مستقل وارد شده در مدل نهایی وجود ندارد.

مدل (۴) پیش‌بینی‌کننده‌ها: (متغیر ثابت)، حاصلضرب استراتژی شرکت در اهرم مالی، اندازه شرکت، اهرم مالی، سود تقسیمی سهام همان‌طور که در جدول ۶ ملاحظه می‌شود، در مرحله چهارم  $R^2$  بیشترین مقدار را دارد و این بدین معنی است که ۶۱٪ از تغییرات عملکرد شرکت (متغیر وابسته) بوسیله متغیرهای بررسی شده، توضیح داده می‌شود.

آزمون معنادار بودن مدل‌های رگرسیون چند متغیره

همان‌گونه که در جدول ۷ مشاهده می‌شود، سطح معناداری تمامی مدل‌های رگرسیون چندمتغیره از سطح معناداری ۰/۰۵ کمتر می‌باشد؛ بنابراین تمامی مدل‌های رگرسیون چندمتغیره معنادار می‌باشند.

جدول ۷: ANOVA

سطح معناداری	آماره F	میانگین مجذورات	درجه آزادی	مجموع مجذورات	مدل رگرسیون چند متغیره
۰/۰۰۰	۲۲۵/۲۵۹	۴۹۰/۵۶۳	۱	۴۹۰/۵۶۳	رگرسیون
		۲/۱۷۸	۳۵۷	۵۸۱/۴۶۵	باقیمانده ها
			۳۵۸	۱۰۷۲/۰۲۸	کل
۰/۰۰۰	۱۵۲/۹۲۶	۲۸۶/۶۸۴	۲	۵۷۳/۳۶۸	رگرسیون
		۱/۸۷۵	۳۵۶	۴۹۸/۶۶۰	باقیمانده ها
			۳۵۸	۱۰۷۲/۰۲۸	کل
۰/۰۰۰	۱۰۲/۴۸۱	۱۶۳/۰۱۹	۴	۶۵۲/۰۷۸	رگرسیون
		۱/۵۹۱	۳۵۴	۴۱۹/۹۵۱	باقیمانده ها
			۳۵۸	۱۰۷۲/۰۲۸	کل
۰/۰۰۰	۸۳/۹۳۵	۱۳۱/۸۰۶	۵	۶۵۹/۰۳۰	رگرسیون
		۱/۵۷۰	۳۵۳	۴۱۲/۹۹۹	باقیمانده ها
			۳۵۸	۱۰۷۲/۰۲۸	کل

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

جدول ۸: جدول ضرایب مدل شماره ۴

VIF	سطح معناداری	آماره t	ضرایب استاندارد نشده		مدل رگرسیون ۴	
			ضرایب استاندارد شده	ضریب متغیرها		
۱/۴	۰/۰۰۰	-۶/۰۴۶	بتا	۰/۵۷۶	-۳/۴۸۵	متغیر ثابت
۱/۰۳۱	۰/۰۰۰	۱۲/۹۷۱	۰/۹۱۳	۳/۱۶۳	۴۱/۰۲۸	حاصلضرب استراتژی شرکت در اهرم مالی
۱/۳۹۲	۰/۰۰۰	۷/۵۶۰	۰/۲۹۴	۰/۰۹۹	۰/۷۵۲	اندازه شرکت
۱/۲۷۴	۰/۰۰۵	۲/۸۶۴	۰/۱۲۴	۰/۲۳۵	۰/۶۷۴	اهرم مالی
۱/۲۵۰	۰/۰۳۶	-۲/۱۰۴	-۰/۰۹۶	۰/۰۱۳	-۰/۰۲۸	سود تقسیمی سهام

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

#### ۷- نتیجه گیری و بحث

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول بیانگر آن است که از میان متغیرهای مورد مطالعه، سه متغیر با داشتن رابطه معنادار با عملکرد شرکت، مجموعه‌ای را ارائه می‌نمایند که در کنار هم ۲۵٪ از رفتار متغیر وابسته را توضیح می‌دهند.

همچنین همان‌گونه که از روابط متغیرهای منعکس در مدل ملاحظه می‌شود، اگر استراتژی شرکت بر اساس استراتژی رهبری هزینه باشد؛ متغیرهای اهرم مالی و سود تقسیمی سهام دارای رابطه مستقیم با عملکرد شرکت می‌باشند.

بدین ترتیب انتظار می‌رود وقتی استراتژی شرکت بر اساس استراتژی رهبری هزینه باشد، هر چه اهرم مالی و بیشتر باشد، عملکرد شرکت نیز افزایش می‌یابد. این در حالی است که متغیر حاصلضرب اهرم مالی و استراتژی، دارای رابطه معکوس با عملکرد شرکت می‌باشد، به نحوی که افزایش در آن انتظار در کاهش عملکرد شرکت را در پی دارد.

بطور کلی نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول ناهمسو با نتایج حاصل از پژوهش جرمایس<sup>۶</sup>

(۲۰۰۸) که به بررسی " اثر نسبی شدت رقابت تجاری و استراتژی تجاری بر ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد شرکت " پرداخت، می‌باشد او به این نتیجه رسیده است که اگر شرکت استراتژی رهبری هزینه را به عنوان استراتژی تجاری شرکت انتخاب کند، رابطه‌ی بین اهرم مالی و عملکرد منفی می‌باشد. اما نتایج حاصل از این پژوهش با نتایج تحقیق بارتون و گوردن<sup>۱۳</sup> (۱۹۸۸) و ابرین<sup>۳</sup> (۲۰۰۳) که در مطالعات تجربیشان دریافتند، استراتژی‌های تجاری بطور مهم و عمده بر روی اهرم مالی شرکت اثر می‌گذارند، همسو می‌باشد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم بیانگر آن است که از میان متغیرهای مورد مطالعه ۴ متغیر با داشتن رابطه معنادار با عملکرد شرکت، مجموعه‌ای را ارائه می‌نمایند که در کنار هم ۶۱٪ از رفتار متغیر وابسته را توضیح می‌دهند.

همچنین همان‌گونه که از روابط متغیرهای منعکس در مدل ملاحظه می‌شود، اگر استراتژی مورد استفاده شرکت تمایز محصول باشد، متغیرهای اهرم مالی، اندازه شرکت، حاصلضرب اهرم مالی و استراتژی تمایز محصول، دارای رابطه

سهام خرید و فروش نمایند و مؤسسات اعتباری نیز می‌توانند با اطمینان بیشتری به این شرکت‌ها وام دهند. چنین نتایجی ناهمسو با نتایج حاصل از پژوهش جرمایس (۲۰۰۸) می‌باشد او به این نتیجه رسیده است که بین اهرم مالی و عملکرد یک ارتباط منفی وجود دارد.

مبتنی بر پژوهش حاضر، برای تحقیقات آتی پیشنهاد می‌گردد:

- ۱) بررسی رابطه بین نوع استراتژی و جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی
- ۲) بررسی رابطه بین نوع استراتژی و تغییرات قیمت و بازده سهام شرکت‌ها
- ۳) بررسی رابطه بین نوع استراتژی شرکت با ثبات سودآوری

#### فهرست منابع

- 1) Ahn, S., Denis, D.J., and Denis, D.K., (2006), "Leverage and investment in diversified firms", *Journal of Financial Economics* 79, 317-337
- 2) Barton, S.L., Gordon, P.J., (1988), "Corporate strategy and financial leverage", *Strategic Management Journal* 9 (6), 623-632.
- 3) Biggadike, R., (1979), "The risky business of diversification", *Harvard Business Review* 57 (3), 103-111.
- 4) Bluedorn, A.C., (1993), "Pilgrim's progress: trends and convergence in research on organizational size and environments", *Journal of Management* 19, 163-191.
- 5) Dimitro, V., Jain, P.C., (2005), "The Value Relevance of Changes in Financial Leverage", 230-250
- 6) Frank, M.Z., Goyal, V.K., (2003), "Testing the pecking order theory of capital structure", *Journal of Financial Economics* 67, 217-248.
- 7) Harris, F.H.deB., (1994), "Asset specificity, capital intensity, and capital structure": an empirical test. *Managerial and Decision Economics* 15, 563-577.

مستقیم با عملکرد شرکت می‌باشند. بنابراین انتظار می‌رود هرچه اهرم مالی بیشتر باشد، عملکرد شرکت نیز افزایش یابد. اما سود تقسیمی سهام دارای رابطه معکوس با عملکرد می‌باشد.

بطور کلی نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم تحقیق بیانگر این مطلب است که، اهرم مالی و اندازه شرکت بر عملکرد شرکت اثر مثبت و معناداری دارند. این در حالی است که سود تقسیمی سهام دارای تأثیر منفی و معناداری می‌باشد. لازم به ذکر است چنین نتیجه‌ای ناهمسو با نتایج حاصل از پژوهش جرمایس (۲۰۰۸) که به بررسی " اثر نسبی شدت رقابت تجاری و استراتژی تجاری بر ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد شرکت " پرداخت، می‌باشد او به این نتیجه رسیده است که اگر شرکت استراتژی تمایز محصول را به عنوان استراتژی تجاری شرکت انتخاب کند رابطه بین اهرم مالی و عملکرد منفی می‌باشد. اما نتایج حاصل از این پژوهش با نتایج تحقیق بارتون و گوردن (۱۹۸۸) و ابرین (۲۰۰۳) که در مطالعات تجربیشان دریافتند استراتژی‌های تجاری بطور مهم و عمده بر روی اهرم مالی شرکت اثر می‌گذارند، همسو می‌باشد.

نتایج حاصل از مقایسه دو فرضیه مؤید این است که بین اهرم مالی و عملکرد یک ارتباط مثبت وجود دارد و این ارتباط وقتی استراتژی انتخاب شده شرکت، استراتژی رهبری هزینه بجای استراتژی تمایز محصول باشد مثبت‌تر خواهد بود. این نشان دهنده آن است که شرکت‌های ایرانی تمایل دارند استراتژی رهبری هزینه را به عنوان استراتژی تجاری شرکت انتخاب نمایند. بنابراین سرمایه‌گذاران می‌توانند از شرکت‌هایی که استراتژی کاهش هزینه دارند با اطمینان بیشتری

یادداشت‌ها

- <sup>1</sup>- Modigliani and Miller
- <sup>2</sup>- Jensen and Meckling
- <sup>3</sup>- O'Brien
- <sup>4</sup>- Jensen
- <sup>5</sup>- Harris
- <sup>6</sup>- Jermias
- <sup>7</sup>- Porter
- <sup>8</sup>- Biggdike
- <sup>9</sup>- Dimitro and Jain
- <sup>10</sup>- Miao
- <sup>11</sup>- Ahn et al
- <sup>12</sup>- Hou and Robinson
- <sup>13</sup>- Barton and Gordon
- <sup>14</sup>- Merchant and Van der Stede
- <sup>15</sup>- Stonehill et al
- <sup>16</sup>- Bluedorn
- <sup>17</sup>- Ramaswamy
- <sup>18</sup>- Frank and Goyal

- 8) Hou, K, and Robinson, D.T, (2006), "Industry Concentration and Average stock returns", *Journal of Finance* 61, 1927-1956.
- 9) Jensen, M.C., Meckling, W.H., (1976), "Theory of the firm, managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- 10) Jensen, M., (1986), "Agency costs of free cash-flow, corporate finance and Takeovers", *American Economic Review*, vol76, pp323-329.
- 11) Jermias, J., (2008), "The relative influence of competitive intensity and business strategy on the relationship between financial leverage and performance", *The British Accounting Review* 40, 71-86
- 12) Miao, J., (2005), "Optimal Capital Structure and industry Dynamics", *Journal of Finance*, 2621-2645
- 13) Merchant, K.A., Van der Stede, W.A., (2007), "Management Control Systems: Performance Measurement, Evaluation and Incentives". Prentice-Hall, New York.
- 14) Modigliani, F., Miller, M.H., (1958), "The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment", *American Economic Review* 53, 433-443.
- 15) O'Brien, J.P., (2003), "The financial leverage implications of pursuing a strategy of innovation", *Strategic Management Journal* 24, 415-431.
- 16) Porter, M.E., (1985), "Competitive Advantage". Free Press, New York. 250-270
- 17) Ramaswamy, K., (2001), "Organizational ownership, competitive intensity, and firm performance": an empirical study of the Indian manufacturing sector, *Strategic Management Journal* 22, 989-998.
- 18) Stonehill, T.N.A., Remmers, L., Wright, R., Beekhuisen, T., (1974), "Comparative international study of growth, profitability, and risk as determinants of corporate debt ratios in the manufacturing sector", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 9, 875-886