

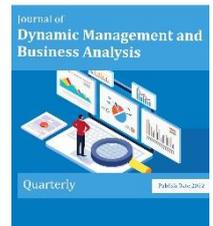


Journal Website

Article history:
Received 11 August 2025
Revised 01 December 2025
Accepted 08 December 2025
Published online 26 December 2025

Dynamic Management and Business Analysis

Volume 4, Issue 4, pp 1-17



E-ISSN: 3041-8933

Examining the Impact of Fiscal Policy Instability on the Selection of Investment Strategies in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange

Farzin. Rezaei¹, Hossein. Kazemi^{1*}, Babak. Mahmoudi Darvishani¹

¹ Department of Financial Management, Qa.C., Islamic Azad University, Qazvin, Iran

* Corresponding author email address: hosein.kazemi@iau.ac.ir

Article Info

Article type:

Original Research

How to cite this article:

Rezaei, F., Kazemi, H., & Mahmoudi Darvishani, B. (2025). Examining the Impact of Fiscal Policy Instability on the Selection of Investment Strategies in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Dynamic Management and Business Analysis*, 4(4), 1-17.

<https://doi.org/10.61838/dmbaj.232>



© 2025 the author(s). Published by Knowledge Management Scientific Association. This is an open access article under the terms of the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) License.

ABSTRACT

Objective: The objective of this study is to investigate the impact of instability in financial policies on the selection of investment strategies among companies listed on the Tehran Stock Exchange.

Methodology: This applied research adopts a descriptive–correlational approach. The statistical population includes 130 companies listed on the Tehran Stock Exchange from 2013 to 2022. Investment strategy scores were calculated using four indicators: employee-to-sales ratio, historical sales growth, the ratio of marketing and advertising expenditures to total sales, and organizational stability. These variables were annually quintile-ranked and scored. Confirmatory Factor Analysis (CFA) and path analysis were employed using LISREL software to assess relationships between financial policy instability and strategy selection.

Findings: The hypothesis testing results indicated that financial policy instability significantly affects companies' choice of investment strategies. Defensive strategies are more influenced by variables such as current ratio, earnings per share, and inflation rate. Analytical and prospective strategies are explained by different combinations of financial ratios and indicators of organizational sustainability.

Conclusion: The findings confirm that corporate financial policies play a decisive role in determining investment strategy types. Therefore, firms should consider both internal financial indicators and broader macroeconomic instability when selecting competitive investment strategies to maintain their market position.

Keywords: *Financial policies, investment strategies, Tehran Stock Exchange, financial instability*

EXTENDED ABSTRACT

Introduction

In today's global economy, financial stability is a crucial element in guiding investment decisions and strategies. Financial policy instability can have significant impacts on the decision-making process of companies, particularly those operating in emerging markets. The Tehran Stock Exchange (TSE), as a major stock market in Iran, serves as an important venue for examining how financial policy changes affect corporate investment strategies. Several studies have shown that financial instability, driven by volatile fiscal and monetary policies, influences the investment behaviors of companies and the types of strategies they adopt. In a study by (Eyshi Ravandi et al., 2024), the instability of financial policies was linked to the increased risk aversion of investors, who tend to avoid high-risk investments during uncertain times. Similarly, (Yazdan Panah & Ahmadi Mousavi, 2023) explored how economic policy uncertainty in Iran influenced investor sentiment and stock returns, underscoring the importance of stable financial policies in fostering positive market conditions.

Financial instability in countries like Iran, where policy shifts are frequent and unpredictable, can alter the financial landscape significantly. This instability is characterized by unpredictable government fiscal policies, sudden regulatory changes, and fluctuations in monetary policies, which can lead to higher market volatility. The effect of these changes is often observed in the form of reduced investor confidence and altered corporate strategies. (Hasanzadeh et al., 2023) found that in such environments, companies are more likely to adopt defensive strategies to mitigate risk, leading to cautious investment behavior. Conversely, during periods of financial stability, companies can afford to pursue more forward-looking investment strategies, focusing on long-term growth and innovation. Thus, understanding the relationship between financial policy instability and investment strategy selection is vital for both researchers and practitioners in financial management.

Methodology

This study employs a quantitative research methodology to examine the impact of financial policy instability on the investment strategies of companies listed on the Tehran Stock Exchange. The data used in this research covers a sample of 130 companies over a period from 2013 to 2014. Investment strategies are categorized into three types: defensive, analytical, and forward-looking. These categories are based on specific financial metrics that companies use to evaluate their investment behaviors. The metrics used to compute the strategy score include the ratio of employees to sales, historical growth rate, marketing and advertising efforts, and organizational stability.

The study uses a scoring system in which these four financial metrics are quintiled each year, assigning a score ranging from 1 to 5 based on the quintile in which each observation falls. The composite strategy score for each company-year is then computed by summing the individual scores for each metric. This composite score allows for the categorization of companies into one of the three investment strategies, with lower scores indicating a defensive strategy, mid-range scores indicating an analytical strategy, and higher scores indicating a forward-looking strategy. To analyze the data, the study uses confirmatory factor analysis and path analysis techniques, which are commonly employed in financial

studies to model complex relationships between variables. These statistical methods help to assess how different financial policies influence the companies' strategy selection over time.

Findings

The results of the data analysis provided substantial insights into the impact of financial policy instability on the selection of investment strategies by companies listed on the Tehran Stock Exchange. Descriptive statistics were computed for key financial metrics across the sample of 130 companies. The data showed significant variations in profitability, liquidity, and financial leverage across the companies. Specifically, the average Return on Assets (ROA) was 0.135, while Return on Equity (ROE) had a mean value of 0.275, suggesting a moderate level of profitability among the companies. The average gross profit margin was 0.064, with a relatively high standard deviation, indicating a diverse range of profitability levels among the firms. Furthermore, the companies exhibited a wide range of liquidity positions, with the average current ratio being 1.833, and the quick ratio at 1.506, pointing to varied liquidity management across the sample.

Using confirmatory factor analysis (CFA), the study revealed that different financial ratios had varying levels of impact on the adoption of defensive, analytical, and forward-looking investment strategies. The findings indicated that the current ratio had the strongest path coefficient (0.925) for explaining the variance in defensive strategies, showing that companies with stronger liquidity positions were more likely to adopt defensive strategies aimed at risk mitigation. Conversely, working capital to assets ratio had the least impact on defensive strategy adoption (0.127), reflecting a lesser reliance on this specific liquidity indicator in decision-making.

For analytical strategies, the quick ratio (0.638) and current ratio (0.526) were identified as significant factors, influencing companies' strategic decisions to analyze and balance their risk levels, while the retained earnings to total assets ratio showed a moderate influence (0.268). This suggests that companies opting for analytical strategies rely more on their immediate liquidity ratios to adjust their investments strategically, ensuring they can weather short-term financial challenges.

In the case of forward-looking strategies, the return on equity (0.745) and net profit margin (0.745) were key indicators, suggesting that companies with higher profitability were more likely to pursue strategies focused on growth and innovation. Notably, gross profit margin (0.269) had the least explanatory power for forward-looking strategies, pointing to the fact that companies prioritizing long-term growth tend to focus more on overall profitability and less on short-term margins.

In addition, the findings from the structural equation modeling (SEM) revealed that financial policies, particularly in terms of liquidity management and profitability, played a crucial role in shaping the investment strategies of companies. The path coefficients for all variables were statistically significant (p -value < 0.01), confirming that these financial metrics had a direct influence on the strategic choices made by firms.

Moreover, the results of the regression analysis indicated that during periods of financial instability, companies with lower liquidity and weaker profitability were more likely to adopt defensive strategies. On the other hand, in times of financial stability, companies with stronger financial performance and liquidity positions tended to adopt more analytical and forward-looking strategies, aiming for sustainable growth and innovation.



Discussion and Conclusion

The results of this study confirm the hypothesis that financial policy instability significantly impacts the investment strategies of companies listed on the Tehran Stock Exchange. The findings align with previous studies that suggest financial instability leads to more cautious and defensive investment behavior. Companies in unstable financial environments are more likely to adopt defensive strategies as a means to protect their assets and reduce exposure to risk. This observation is consistent with the work of (Hajiha & Ranjbar Navi, 2018), who found that companies in unstable environments tend to focus on short-term financial stability rather than long-term growth.

On the other hand, when financial policies are stable and predictable, companies are more inclined to adopt forward-looking strategies, which focus on innovation and long-term growth. This shift towards more aggressive investment strategies during periods of financial stability has been documented in several studies, including (Porter, 2014), who argued that a stable financial environment is essential for fostering long-term investment decisions and innovation. The results also highlight the critical role of organizational stability in determining the type of investment strategy a company adopts. Companies with stable organizational structures and lower employee turnover rates are more likely to pursue forward-looking strategies, as they have a stronger foundation for supporting long-term investments.

The findings of this study have several practical implications for both investors and managers. For investors, it is crucial to understand the relationship between financial policy instability and company behavior. In times of financial instability, investors may need to adjust their expectations and consider companies with defensive strategies, which are less likely to engage in high-risk investments. For managers, the study suggests that during periods of instability, it may be more prudent to focus on maintaining liquidity and protecting the company's financial position rather than pursuing aggressive expansion. Conversely, in stable financial environments, managers can focus on innovation, research, and development to drive long-term growth.

In conclusion, the study provides valuable insights into how financial policy instability affects the investment strategies of companies in emerging markets. It underscores the importance of financial stability in fostering long-term growth and innovation while also highlighting the need for companies to adopt defensive strategies during periods of instability. Future research could further explore the effects of other macroeconomic factors, such as inflation and interest rates, on investment strategies. Additionally, the impact of government regulations and policies on corporate decision-making could be examined in greater detail to understand how external factors influence investment behavior in emerging markets.



وبسایت مجله

تاریخچه مقاله

دریافت شده در تاریخ ۲۰ مرداد ۱۴۰۴

اصلاح شده در تاریخ ۱۰ آذر ۱۴۰۴

پذیرفته شده در تاریخ ۱۷ آذر ۱۴۰۴

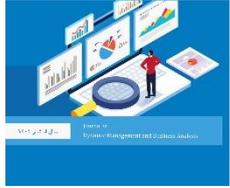
منتشر شده در تاریخ ۵ دی ۱۴۰۴

مدیریت پویا و تحلیل کسب و کار

دوره ۴، شماره ۴، صفحه ۱۷-۱

فصلنامه

مدیریت پویا و
تحلیل کسب و کار



شاپای الکترونیکی: ۸۹۳۳-۳۰۴۱

بررسی میزان اثر بی ثباتی در سیاست‌های مالی بر انتخاب استراتژی‌های سرمایه گذاری در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران

فرزین رضایی^۱، حسین کاظمی^{۱*}، بابک محمودی درویشانی^۱

۱. گروه مدیریت مالی، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران

* ایمیل نویسنده مسئول: hosein.kazemi@iau.ac.ir

اطلاعات مقاله

چکیده

نوع مقاله

پژوهشی اصیل

نحوه استناد به این مقاله:

رضایی، فرزین، کاظمی، حسین، و محمودی درویشانی، بابک. (۱۴۰۴). بررسی میزان اثر بی ثباتی در سیاست‌های مالی بر انتخاب استراتژی‌های سرمایه گذاری در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت پویا و تحلیل کسب و کار، ۴(۴)، ۱۷-۱.



© ۱۴۰۴ تمامی حقوق انتشار این مقاله متعلق به نویسنده(گان) است. انتشار این مقاله به صورت دسترسی آزاد مطابق با گواهی (CC BY 4.0) صورت گرفته است.

هدف: هدف این تحقیق، بررسی تأثیر بی‌ثباتی در سیاست‌های مالی بر انتخاب استراتژی‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. **روش‌شناسی:** این پژوهش از نوع کاربردی و با رویکرد توصیفی-همبستگی انجام شده است. جامعه آماری شامل ۱۳۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ می‌باشد. برای سنجش استراتژی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، از چهار شاخص شامل نسبت کارکنان به فروش، رشد تاریخی فروش، سهم هزینه‌های بازاریابی و تبلیغات از کل فروش، و ثبات سازمانی استفاده شده است. داده‌ها به صورت سالانه پنج‌بندی و نمره‌گذاری شده و با استفاده از روش تحلیل عاملی تأییدی و تحلیل مسیر در نرم‌افزار LISREL مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. **یافته‌ها:** نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان دادند که بی‌ثباتی در سیاست‌های مالی تأثیر معناداری بر انتخاب استراتژی‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. استراتژی‌های تدافعی بیشتر تحت تأثیر متغیرهایی چون نسبت جاری، سود هر سهم، و نرخ تورم قرار دارند. همچنین، استراتژی‌های تحلیلی و آینده‌نگر نیز از الگوهای متفاوتی در تحلیل نسبت‌های مالی و پایداری سازمانی پیروی می‌کنند. **نتیجه‌گیری:** با توجه به یافته‌های پژوهش، سیاست‌های مالی شرکت‌ها می‌توانند به عنوان متغیر تأثیرگذار در تعیین نوع استراتژی سرمایه‌گذاری آن‌ها مطرح شوند. در این راستا، شرکت‌ها باید با شناخت دقیق از وضعیت مالی خود و شرایط محیط کلان اقتصادی، نسبت به انتخاب استراتژی مناسب اقدام نمایند تا در بازارهای رقابتی باقی بمانند.

کلیدواژه‌گان: سیاست‌های مالی، استراتژی‌های سرمایه‌گذاری، بورس اوراق بهادار تهران، بی‌ثباتی مالی

در دنیای امروز، نوسانات اقتصادی و بی‌ثباتی در سیاست‌های مالی از مهم‌ترین چالش‌های اقتصادی به شمار می‌روند که اثرات زیادی بر تصمیم‌گیری‌های اقتصادی در کشورهای در حال توسعه دارند. سیاست‌های مالی در هر کشوری، به ویژه در کشورهای در حال توسعه، به‌عنوان یکی از اجزای حیاتی در تعیین مسیر رشد اقتصادی و میزان ریسک سرمایه‌گذاری‌ها شناخته می‌شوند. بی‌ثباتی در این سیاست‌ها می‌تواند باعث کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران، تغییرات مداوم در نرخ بهره، نوسانات ارزی و حتی تغییرات غیرمنتظره در مالیات‌ها و مقررات اقتصادی شود که به‌طور مستقیم بر انتخاب استراتژی‌های سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد (Eyshi Ravandi et al., 2024; Yazdan Panah & Ahmadi Mousavi, 2023).

استراتژی‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها بستگی زیادی به عواملی دارند که محیط اقتصادی، سیاست‌های دولتی و تصمیمات کلان مالی بر آن‌ها تأثیر می‌گذارند. از این رو، نوسانات در سیاست‌های مالی و اقتصادی می‌تواند به‌عنوان یکی از عوامل اصلی در انتخاب نوع استراتژی‌های سرمایه‌گذاری در نظر گرفته شود. بی‌ثباتی‌های موجود در سیاست‌های مالی می‌توانند باعث ایجاد ریسک‌های غیرقابل پیش‌بینی شوند که این امر منجر به انتخاب استراتژی‌های محافظه‌کارانه و تدافعی در بسیاری از شرکت‌ها می‌شود. از طرفی، در شرایطی که سیاست‌های مالی بیشتر شفاف و پایدار باشند، شرکت‌ها می‌توانند استراتژی‌های ریسک‌پذیرتر و مبتنی بر تحلیل‌های دقیق‌تر و اطلاعات جامع‌تری اتخاذ کنند. این مطالعات حاکی از آن است که انتخاب استراتژی‌های مختلف سرمایه‌گذاری توسط شرکت‌ها، بستگی به نوع بی‌ثباتی موجود در سیاست‌های مالی کشور و چگونگی واکنش آن‌ها به این تغییرات دارد (Behera et al., 2022; Hasanzadeh et al., 2023).

در حوزه بررسی تأثیر سیاست‌های مالی بر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری، پژوهش‌های متعددی به‌ویژه در بازارهای نوظهور و در حال توسعه انجام شده است. این پژوهش‌ها به‌طور معمول به تحلیل رابطه بین نوسانات مالی، میزان نقدینگی و رفتار سرمایه‌گذاران می‌پردازند. برای مثال، تحقیقاتی که به‌طور خاص در زمینه اثرات سیاست‌های مالی بر انتخاب استراتژی‌های تجاری انجام شده، نشان می‌دهند که تغییرات در سیاست‌های مالی می‌تواند تأثیرات گسترده‌ای بر تصمیمات مدیریتی و سرمایه‌گذاری‌ها در بورس‌های جهانی و همچنین در بازار بورس اوراق بهادار تهران بگذارد (Keramati, 2021; Ranjbar & Etemad, 2021).

در این زمینه، یکی از مدل‌های رایج برای تحلیل تأثیر سیاست‌های مالی بر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری، استفاده از مدل‌های تحلیل عاملی و تحلیل مسیر است که می‌توانند روابط پیچیده و چندمتغیره بین متغیرهای مالی و اقتصادی را بررسی کنند. این مدل‌ها به تحلیلگران و محققان این امکان را می‌دهند که از داده‌های تاریخی و نرخ‌های مختلف ریسک استفاده کرده و اثرات نوسانات مالی و تغییرات در سیاست‌های مالی را بر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری بررسی کنند (Hosseini, 2021; Niazimohseni et al., 2020).

علاوه بر این، استراتژی‌های سرمایه‌گذاری خود به چند دسته تقسیم می‌شوند که شامل استراتژی‌های تدافعی، تحلیلی و آینده‌نگر هستند. هر یک از این استراتژی‌ها می‌تواند تحت تأثیر شرایط مختلف اقتصادی و سیاست‌های مالی قرار گیرد. به‌طور خاص، شرکت‌هایی که در محیط‌های مالی با نوسانات بالاتر فعالیت می‌کنند، بیشتر به استراتژی‌های تدافعی تمایل دارند، زیرا این استراتژی‌ها ریسک کمتری دارند و به‌نوعی از بحران‌های اقتصادی محافظت می‌کنند. از سوی دیگر، شرکت‌هایی که از وضعیت مالی پایدارتری برخوردار هستند، قادرند استراتژی‌های آینده‌نگر و مبتنی بر نوآوری را اتخاذ کنند، چرا که این استراتژی‌ها به آن‌ها امکان می‌دهند که با شجاعت بیشتری به سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت بپردازند (Hasani et al., 2019; Mabangah & Ke, 2019).

بی‌ثباتی در سیاست‌های مالی و تأثیر آن بر انتخاب استراتژی‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها یکی از موضوعات مهم در ادبیات مالی است که در سال‌های اخیر مورد توجه بسیاری از پژوهشگران قرار گرفته است. بسیاری از تحقیقات نشان می‌دهند که تغییرات ناگهانی و بی‌ثباتی در سیاست‌های مالی می‌تواند اثرات مستقیم و قابل توجهی بر تصمیم‌گیری‌های استراتژیک شرکت‌ها داشته باشد. به‌ویژه، در بازارهای مالی نوظهور، این بی‌ثباتی‌ها موجب افزایش ریسک‌های اقتصادی و مالی شده و به‌طور مستقیم بر انتخاب استراتژی‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. در این زمینه، برخی از محققان به بررسی اثرات بی‌ثباتی در سیاست‌های مالی بر انتخاب استراتژی‌های تجاری شرکت‌ها پرداخته‌اند و نشان داده‌اند که شرکت‌ها در شرایط بی‌ثباتی بیشتر تمایل به استفاده از استراتژی‌های تدافعی و محافظه‌کارانه دارند که از ریسک‌های اقتصادی جلوگیری می‌کند. در مقابل، شرکت‌هایی که از پایداری بیشتری در سیاست‌های مالی برخوردارند، تمایل به انتخاب استراتژی‌های آینده‌نگر و مبتنی بر نوآوری دارند که می‌تواند فرصت‌های بلندمدت برای رشد و توسعه فراهم کند (Hasani et al., 2019; Keramati, 2021).

همچنین، برخی از پژوهش‌ها نشان داده‌اند که عدم شفافیت و نوسانات اقتصادی می‌تواند باعث تصمیمات غیرمعمول و بی‌ثبات در انتخاب استراتژی‌های سرمایه‌گذاری شود. به‌عنوان مثال، تحقیقاتی که تأثیر بی‌ثباتی سیاست‌های مالی را در بازار بورس تهران بررسی کرده‌اند، به این نتیجه رسیده‌اند که نوسانات اقتصادی و تغییرات غیرمنتظره در سیاست‌های مالی باعث کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سهام شده و این امر منجر به انتخاب استراتژی‌های کم‌ریسک و محافظه‌کارانه در شرکت‌ها می‌شود. این یافته‌ها نشان می‌دهند که ثبات و شفافیت در سیاست‌های مالی، به‌ویژه در بازارهای نوظهور، می‌تواند به تصمیم‌گیری‌های استراتژیک بهتری منجر شود و فرصت‌هایی برای افزایش کارایی سرمایه‌گذاری ایجاد کند (Hasanzadeh et al., 2023; Ranjbar & Etemad, 2021). بر اساس این مطالعات، می‌توان استنباط کرد که بی‌ثباتی در سیاست‌های مالی به‌طور مستقیم بر انتخاب استراتژی‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیرگذار است و این مسئله در تصمیمات مالی آن‌ها نقش بسیار مهمی دارد.

با توجه به مفاهیم مطرح‌شده و اهمیت بررسی اثرات بی‌ثباتی در سیاست‌های مالی بر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری، هدف اصلی این پژوهش مدل‌سازی اثرات نوسانات در سیاست‌های مالی بر انتخاب استراتژی‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

روش پژوهش

این تحقیق از نظر هدف، کاربردی است. این تحقیق از منظر طرح تحقیق، توصیفی می‌باشد. از آنجا که بازار بورس اوراق بهادار نقش مهمی را در جذب سرمایه‌های اندک مردم و تامین مالی شرکت‌ها فراهم می‌آورد و همچنین به دلیل سهولت دسترسی به اطلاعات تاریخی و انتخاب نمونه، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان قلمرو مکانی مد نظر می‌باشد.

دوره زمانی این پژوهش با توجه به در دسترس بودن اطلاعات مربوط به متغیرهای پژوهش و محدودیت‌های زمانی، از ابتدای سال ۱۳۸۸ تا انتهای سال ۱۳۹۷ می‌باشد.

محدودیت‌های اعمال شده بر شرکت‌ها به شرح جدول ۱ است:



محدودیت‌های اعمال شده برای شرکت‌ها

ردیف	شرح محدودیت	تعداد
۱	شرکت‌هایی که تا سال ۱۴۰۱ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده‌اند.	۵۲۵
۲	شرکت‌هایی که قبل از سال ۱۳۹۲ از بورس حذف شده‌اند.	(۸۸)
۳	شرکت‌هایی که بعد از سال ۱۳۹۲ وارد بورس شده‌اند.	(۳۸)
۴	شرکت‌هایی که بین سال‌های ۱۳۹۲ - ۱۴۰۱ از بورس اوراق بهادار تهران لغو عضویت دادند.	(۶۴)
۵	شرکت‌هایی که عضو بخش بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بیمه، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها) باشند.	(۶۸)
۶	شرکت‌هایی که انتهای سال مالی آن‌ها ۱۲/۲۹ نبوده است.	(۸۴)
۷	شرکت‌هایی که اطلاعات مالی مورد نیاز آن‌ها در دسترس نبوده و یا ناقص بوده است.	(۵۳)
	شرکت‌هایی که شرایط لازم را جهت بررسی داشته‌اند و به عنوان جامعه مورد مطالعه تلقی شده‌اند.	۱۳۰

بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۳۰ شرکت از ۵۲۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه مورد مطالعه پژوهش حاضر انتخاب گردید.

اطلاعات مورد نیاز بخش کتابخانه‌ای تحقیق از کتب، مجلات و مقالات تخصصی فارسی و انگلیسی گردآوری شد و داده‌های موردنیاز بخش تجربی تحقیق از طریق استفاده از صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی، گزارش فعالیت هیئت‌مدیره شرکت‌های نمونه، و همچنین بانک‌های اطلاعاتی موجود نظیر ره‌آورد نوین، سامانه اطلاع‌رسانی ناشران (کدال)، سایت‌های اینترنتی بورس اوراق بهادار و سامانه بانک مرکزی نیز گردآوری و جهت محاسبه متغیرهای تحقیق در یک بانک اطلاعاتی ذخیره گردید.

استراتژی‌های سرمایه‌گذاری در این تحقیق به سه استراتژی تدافعی، تحلیلی و آینده‌نگر تقسیم می‌شود. در ادامه نحوه محاسبه هر یک از آن‌ها ارائه شده است:

محققان مختلفی از سنجه‌های مختلفی برای محاسبه نمره استراتژی تجاری شرکت‌ها استفاده کرده‌اند. برخی از ۶ سنجه، برخی از ۵ سنجه و برخی از ۴ سنجه استفاده کرده‌اند. با توجه به بررسی‌هایی که انجام شده است، در این تحقیق و با توجه وجود اطلاعات در بازارهای مالی ایران، امکان استفاده از معیار با ۴ سنجه وجود دارد که نحوه محاسبه آن به صورت زیر است: اول، نسبت تعداد کارکنان به میزان فروش شرکت‌ها بر اساس رگرسیون غلتان طی پنج سال اخیر؛ این سنجه نشان دهنده این است که توانایی شرکت در تولید و توزیع محصولات و خدمات به چه میزان کارا بوده است.

دوم، رشد تاریخی شرکت با توجه اندازه‌گیری تغییرات فروش سالانه بر اساس رگرسیون غلتان طی ۵ سال اخیر؛ مطالعات نشان می‌دهد که شرکت‌های پیرو استراتژی آینده‌نگر، نسبت به شرکت‌های پیرو استراتژی تدافعی، رشد بالقوه بیشتری را از خود نشان می‌دهند. سوم، تلاش بازاریابی و تبلیغات شرکت‌ها در قالب نسبت هزینه‌های عمومی، اداری و فروش به کل فروش بر اساس رگرسیون غلتان طی پنج سال؛ شرکت‌های پیرو استراتژی آینده‌نگر، نسبت به تدافعی‌ها اتکای بیشتری بر بازاریابی و تبلیغات به منظور افزایش آگاهی مشتریان از محصولات جدیدی که منجر به تمایز آن‌ها از رقبا می‌شود، می‌کنند.

چهارم، ثبات سازمانی شرکت‌ها در قالب انحراف معیار کل کارکنان بر اساس رگرسیون غلتان طی ۵ سال اخیر؛ این معیار به جهت کنترل گردش کارکنان می‌باشد؛ در شرکت‌های پیرو استراتژی آینده‌نگر، به میزانی که گردش کارکنان بر اساس پروژه‌های تخصص محور باشد، دوره تصدی کارکنان در چنین شرکت‌هایی نسبت به تدافعی‌ها بیشتر خواهد بود.

مطابق با تحقیق نویسی و دیگران (۲۰۱۶)، از چهار معیار که در فوق اشاره شد، برای محاسبه استراتژی شرکت استفاده شده است. این متغیرها در هر سال پنج‌بندی شده‌اند، به گونه‌ای که به مشاهدات موجود در پایین‌ترین (بالاترین) پنج‌بندی (پنج) تعلق می‌گیرد. سپس برای هر شرکت، نمره‌های چهار متغیر در سال جمع شده تا نمره ترکیبی استراتژی برای هر شرکت در هر سال بین ۴ تا ۲۰ متغیر خواهد بود، حاصل شود.

نمره‌های استراتژی بین ۴-۸ بیانگر استراتژی تدافعی، نمره استراتژی بین ۹-۱۵ بیانگر استراتژی تحلیلی و در نهایت نمره استراتژی بین ۱۶-۲۰ بیانگر استراتژی آینده‌نگر خواهد بود. نمره بالای (پایین) بیانگر تمایل شرکت‌ها به سمت استراتژی تجاری آینده‌نگ (تدافعی) خواهد بود.

پس گردآوری داده‌ها، اطلاعات مذکور از طریق اکسل تلخیص و طبقه‌بندی گردیده و در نهایت از طریق نرم‌افزار لیزرل ۷ با استفاده از روش‌های تحلیل عاملی تاییدی و تحلیل مسیر، روابط مدعی شده در فرضیات مورد ارزیابی قرار می‌گیرند. علاوه بر آن برخی اطلاعات از طریق مصاحبه استخراج می‌شود که به صورت تحلیلی تشریح شد.

یافته‌ها

توصیف داده‌ها به شرح جدول زیر است.

جدول ۲

آمار توصیفی داده‌ها

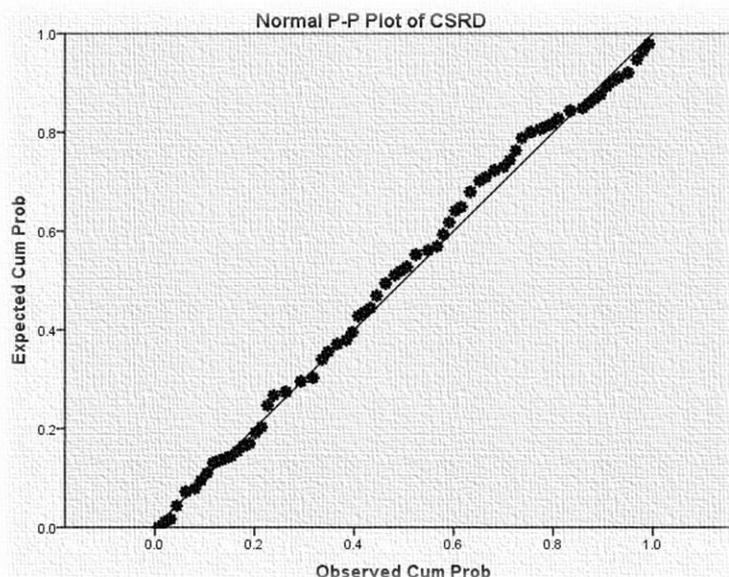
عنوان شاخص	میانگین	میان	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	کشیدگی	چولگی
بازده دارایی‌ها	۰.۱۳۵	۰.۱۲۸	۰.۴۸۵	-۰.۳۲۲	۰.۴۰۲	۰.۵۷۱	۰.۶۲۳
بازده ناخالص دارایی‌ها	۰.۱۰۷	۰.۱۳۱	۰.۷۱۸	-۰.۱۵۳	۰.۴۳۲	۱.۱۶۶	-۰.۴۷۸
بازده حقوق صاحبان سهام	۰.۲۷۵	۰.۲۱۴	۰.۶۱۳	-۰.۴۸۶	۴.۰۱۲	۰.۸۱۲	۰.۲۳۶
حاشیه سود خالص	۰.۲۰۱	۰.۱۹۶	۰.۵۴۵	-۰.۱۲۰	۰.۸۶۱	-۰.۶۱۳	۱.۱۸۴
حاشیه سود ناخالص	۰.۰۶۴	۰.۰۵۱	۰.۲۱۸	-۰.۱۱۰	۰.۵۸۹	۰.۰۰۳	۰.۲۲۱
سود هر سهم	۶۸۵.۳	۵۹۲.۲	۱۵۲۳.۶	-۸۳۴۷.۱	۴۰۷۱	۰.۵۱۸	-۰.۸۱۹
نسبت جاری	۱.۸۳۳	۱.۷۵۸	۱.۵۶۸	۰.۰۲۱	۴.۷۲۳	۰.۵۵۲	۱.۶۹۸
نسبت آبی	۱.۵۰۶	۱.۴۶۳	۱.۷۹۱	۰.۹۴۹	۴.۸۱۵	-۰.۶۲۳	۰.۵۱۲
نسبت سرمایه در گردش به دارایی‌ها	۰.۳۶۱	۰.۲۲۵	۰.۶۲۶	-۰.۲۱۱	۰.۶۹۸	-۱.۸۱۵	۱.۱۰۲
درآمد سرانه	۵.۲۲۰	۵.۲۵۳	۰.۳۹۲	۳.۸۷۴	۶.۵۵۰	۲.۱۱۷	۱.۵۱۸
نسبت پوشش بهره	۲.۷۹۰	۲.۸۸۰	۶.۲۲۳	-۱۲.۸۲۷	۱۵.۰۳۹	-۰.۶۱۸	۰.۳۲۶
نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام	۳.۸۰۸	۳.۱۶۵	۵.۵۱۷	-۵۶.۵۵۵	۰.۲۱۸	۰.۸۵۸	۰.۲۲۳
نسبت بدهی	۰.۷۹۲	۰.۷۴۷	۱.۰۵۱	۰.۱۷۹	۱.۰۱۸	۱.۳۰۶	-۰.۷۱۸
نسبت کیفیت سود	۰.۱۲۳	۰.۱۰۱	۰.۶۳۲	-۲.۸۷۶	۷.۴۹۷	۲.۰۰۳	۱.۱۱۱
نرخ رشد سود خالص - درصد	۱۲.۶۲۵	۱۲.۸۱۳	۱۹۱.۹	-۰.۹۵۲	۱۸.۹۷۵	۱.۱۰۲	-۰.۷۴۸
نرخ رشد دارایی‌های ثابت - درصد	۰.۲۲۹	۰.۲۵۶	۱.۵۱۲	-۰.۸۴۳	۱۵.۸۱۳	-۱.۸۱۵	-۰.۸۱۸
نرخ رشد فروش - درصد	۰.۲۵۱	۰.۱۷۲	۰.۸۳۷	-۰.۹۵۱	۹.۶۰۱	۰.۹۰۹	۰.۳۱۶
سود عملیاتی به کل دارایی‌ها	۰.۱۰۳	۰.۱۲۶	۰.۳۶۹	-۱.۱۷۷	۳.۷۲۱	۰.۳۸۹	۰.۵۱۵



یکی از مفروضه‌های مدل SEM این است که توزیع داده‌ها باید به صورت نرمال باشد. در این پژوهش به منظور آزمون نرمال بودن داده‌ها از نمودار احتمال - احتمال (Probability- Probability = P-P) استفاده شد.

شکل ۱

آزمون نرمال بودن داده‌ها



جدول ۳

شاخص KMO و بارتلت برای کفایت نمونه

الگو	سطح شاخص	درجه آزادی	سطح معنی داری
بارتلت	۵۲۱.۱۸۹	۱۲۹	*۰.۰۰۰
KMO	۰.۷۱۶		

با توجه به جدول ۳، به دلیلی بالا بودن سطح شاخص KMO از ۰.۶، بنابراین نتایج تحلیل عاملی برای داده‌های مورد نظر معتبر است. و با توجه به سطح معنی داری آزمون بارتلت، تحلیل عاملی برای شناسایی ساختار (مدل عاملی) مناسب است. زیرا فرض صفر مبنی بر یک ماتریس واحد و همانی رد شده است.

با توجه به اینکه شاخص GFI (شاخص نیکویی برازش) با مقدار ۰.۹۸۳ نزدیک به یک می‌باشد، نشان می‌دهد مدل از برازش خوبی برخوردار است و داده‌ها به نحو بهتری الگوی روابط مذکور را تایید می‌کنند. از طرفی شاخص AGFI (شاخص نیکویی برازش تعدیل شده) نیز با مقدار ۰.۹۵۶ نزدیک به یک می‌باشد که همچون شاخص GFI که نشان از برازش مناسب مدل با داده‌ها دارد. بنابر مقدار RMSEA (ریشه خطای میانگین مجذورات تقریب) ۰.۰۸۵، به دلیل نزدیک بودن به صفر، برازش مناسب مدل را نشان می‌دهد. شاخص برازش هنجار شده (NFI) با مقدار ۰.۹۱۴، حکایت از برازش مناسب مدل دارد. همچنین مقدار شاخص برازش هنجار نشده (NNFI) با مقدار ۰.۹۲۳، نشان از

برازش مناسب مدل دارد. شاخص برازش نسبی (RFI) با مقدار ۰.۸۸۷ نشان از برازش مناسب مدل دارد. شاخص برازش تطبیقی مقتصد (PCFI) نیز با مقدار ۰.۷۴۱ حکایت از مناسب بودن مدل دارد.

جدول ۴

نتایج تحلیل عاملی - تاییدی متغیرها نسبت مالی در بعد استراتژی تدافعی

الگو	متغیر مشاهده شده	ضرایب مسیر*	t. value	r ²	Sig.
T1	نسبت جاری	۰.۹۲۵	۱۵.۲۶۳	۰.۲۶۳	*۰.۰۰۰
T2	نسبت آنی	۰.۸۳۲	۱۲.۳۳۲	۰.۴۱۵	*۰.۰۰۰
T3	نسبت سرمایه در گردش به دارایی ها	۰.۱۲۷	۸.۹۵۶	۰.۳۴۷	*۰.۰۰۷
T4	سود انباشته به کل دارایی ها	۰.۸۳۳	۱۵.۶۰۳	۰.۷۸۱	*۰.۰۰۰
T5	نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام	۰.۶۵۱	۱۱.۴۱۷	۰.۱۶۳	*۰.۰۰۰
S1	حاشیه سود خالص	۰.۲۴۸	۹.۶۲۳	۰.۱۷۴	*۰.۰۰۸
S2	نسبت سود ناخالص	۰.۵۸۱	۱۱.۲۴۷	۰.۵۲۶	*۰.۰۰۰
S3	سود هر سهم	۰.۸۳۵	۷.۴۵۱	۰.۴۱۷	*۰.۰۱۴
S4	نسبت پوشش بهره	۰.۴۷۸	۱۴.۰۰۹	۰.۱۱۴	*۰.۰۰۰
S5	نرخ رشد سود خالص	۰.۲۸۶	۱۳.۲۵۶	۰.۴۳۹	*۰.۰۰۰
S6	نرخ رشد فروش	۰.۳۵۲	۷.۶۲۳	۰.۵۱۸	*۰.۰۰۹
J1	نسبت گردش وجوه نقد عملیاتی	۰.۱۷۴	۱۴.۲۲۳	۰.۲۸۵	*۰.۰۰۰
J2	نسبت کیفیت سود	۰.۲۸۱	۱۲.۹۲۳	۰.۱۷۱	*۰.۰۰۰
J3	نسبت بازده نقدی داراییها	۰.۶۹۳	۹.۷۷۴	۰.۳۸۹	*۰.۰۰۷
J4	جریان نقدی به هزینه بهره	۰.۴۷۸	۱۵.۰۱۶	۰.۵۲۲	*۰.۰۰۰
J5	جریان نقد عملیاتی هر سهم	۰.۵۷۳	۱۲.۳۳۶	۰.۶۱۵	*۰.۰۰۰
J6	نرخ رشد جریان نقدی هر سهم	۰.۳۸۲	۱۴.۸۱۵	۰.۲۸۸	*۰.۰۰۲

با توجه به جدول ۴ مولفه T1 (نسبت جاری) بیشترین میزان واریانس متغیر استراتژی تدافعی را با ضریب مسیر (y) ۰.۹۲۵، تبیین می‌کند و در مقابل مولفه T3 (نسبت سرمایه در گردش به دارایی ها) کمترین میزان واریانس متغیر استراتژی تدافعی را با ضریب مسیر (y) ۰.۱۲۷، تبیین می‌کند. متغیر سود انباشته به کل داراییها از بالاترین تبیین کنندگی و در مقابل، متغیر نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام از کم ترین تبیین کنندگی برخوردار هستند.

مولفه S3 (سود هر سهم) بیشترین میزان واریانس متغیر استراتژی تدافعی را با ضریب مسیر (y) ۰.۸۳۵، تبیین می‌کند و در مقابل مولفه S1 (حاشیه سود خالص) کمترین میزان واریانس متغیر استراتژی تدافعی را با ضریب مسیر (y) ۰.۲۴۸، تبیین می‌کند. متغیر نسبت سود ناخالص از بالاترین تبیین کنندگی و در مقابل، متغیر نسبت پوشش بهره از کم ترین تبیین کنندگی برخوردار هستند. مولفه J3 (نسبت بازده نقدی داراییها) بیشترین میزان واریانس متغیر استراتژی تدافعی را با ضریب مسیر (y) ۰.۶۹۳، تبیین می‌کند و در مقابل مولفه J1 (نسبت گردش وجوه نقد عملیاتی) کمترین میزان واریانس متغیر استراتژی تدافعی را با ضریب مسیر (y) ۰.۱۷۴، تبیین می‌کند. متغیر جریان نقد عملیاتی هر سهم از بالاترین تبیین کنندگی و در مقابل، متغیر نسبت کیفیت سود از کم ترین تبیین کنندگی برخوردار هستند. طبق جدول ۴ با توجه به معنی داری آزمون t، تمامی ضرایب مسیر یا بارهای عاملی به دست آمده معنادار هستند.

نتایج تحلیل عاملی- تاییدی متغیرهای نسبت مالی در بعد استراتژی تحلیلی

الگو	متغیر مشاهده شده	ضرایب مسیر*	t. value	r ²	Sig.
T1	نسبت جاری	۰.۵۲۶	۱۲.۸۸۵	۰.۶۳۲	*۰.۰۰۰
T2	نسبت آنی	۰.۶۳۸	۱۴.۰۰۳	۰.۴۱۲	*۰.۰۰۰
T3	نسبت سرمایه در گردش به دارایی‌ها	۰.۵۶۱	۱۷.۵۱۳	۰.۱۰۸	*۰.۰۰۰
T4	سود انباشته به کل دارایی‌ها	۰.۲۶۸	۱۶.۳۸۸	۰.۶۹۲	*۰.۰۰۰
T5	نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام	۰.۳۶۱	۱۴.۱۷۴	۰.۷۱۸	*۰.۰۰۰
S1	حاشیه سود خالص	۰.۴۷۵	۱۵.۲۲۶	۰.۷۷۴	*۰.۰۰۰
S2	نسبت سود ناخالص	۰.۸۵۲	۱۲.۱۷۴	۰.۱۵۸	*۰.۰۰۰
S3	سود هر سهم	۰.۶۵۱	۱۱.۸۱۵	۰.۳۶۹	*۰.۰۰۰
S4	نسبت پوشش بهره	۰.۷۱۱	۱۵.۳۶۱	۰.۴۷۸	*۰.۰۰۰
S5	نرخ رشد سود خالص	۰.۶۳۸	۱۷.۰۰۲	۰.۵۸۲	*۰.۰۰۰
S6	نرخ رشد فروش	۰.۲۸۹	۱۲.۳۹۲	۰.۲۰۶	*۰.۰۰۰
J1	نسبت گردش وجوه نقد عملیاتی	۰.۷۱۵	۱۲.۸۵۴	۰.۴۸۱	*۰.۰۰۳
J2	نسبت کیفیت سود	۰.۴۴۵	۱۶.۳۲۵	۰.۲۵۸	*۰.۰۰۰
J3	نسبت بازده نقدی داراییها	۰.۸۹۳	۱۷.۰۰۲	۰.۶۲۳	*۰.۰۰۸
J4	جریان نقدی به هزینه بهره	۰.۳۳۶	۱۲.۱۷۱	۰.۸۱۲	*۰.۰۰۰
J5	جریان نقد عملیاتی هر سهم	۰.۶۶۲	۱۹.۶۲۳	۰.۵۱۲	*۰.۰۰۰
J6	نرخ رشد جریان نقدی هر سهم	۰.۵۸۱	۱۳.۲۸۱	۰.۸۱۸	*۰.۰۰۰

با توجه به جدول ۵- مولفه T2 (نسبت آنی) بیشترین میزان واریانس متغیر استراتژی تحلیلی را با ضریب مسیر (y) ۰.۶۳۸، تبیین می‌کند و در مقابل مولفه T4 (سود انباشته به کل دارایی‌ها) کمترین میزان واریانس متغیر استراتژی تحلیلی را با ضریب مسیر (y) ۰.۲۶۸، تبیین می‌کند. متغیر نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام از بالاترین تبیین‌کنندگی و در مقابل، متغیر نسبت سرمایه در گردش به دارایی‌ها از کم‌ترین تبیین‌کنندگی برخوردار هستند.

مولفه S2 (نسبت سود ناخالص) بیشترین میزان واریانس متغیر استراتژی تحلیلی را با ضریب مسیر (y) ۰.۸۵۲، تبیین می‌کند و در مقابل مولفه S6 (نرخ رشد فروش) کمترین میزان واریانس متغیر استراتژی تحلیلی را با ضریب مسیر (y) ۰.۲۸۹، تبیین می‌کند. متغیر حاشیه سود خالص از بالاترین تبیین‌کنندگی و در مقابل، متغیر نسبت سود ناخالص از کم‌ترین تبیین‌کنندگی برخوردار هستند.

مولفه J3 (نسبت بازده نقدی داراییها) بیشترین میزان واریانس متغیر استراتژی تحلیلی را با ضریب مسیر (y) ۰.۸۹۳، تبیین می‌کند و در مقابل مولفه J4 (جریان نقدی به هزینه بهره) کمترین میزان واریانس متغیر استراتژی تحلیلی را با ضریب مسیر (y) ۰.۳۳۶، تبیین می‌کند. متغیر نرخ رشد جریان نقدی هر سهم از بالاترین تبیین‌کنندگی و در مقابل، متغیر نسبت کیفیت سود از کم‌ترین تبیین‌کنندگی برخوردار هستند. طبق جدول ۵ با توجه به معنی داری آزمون t، تمامی ضرایب مسیر یا بارهای عاملی به دست آمده معنادار هستند.

با توجه به اینکه شاخص GFI (شاخص نیکویی برازش) با مقدار ۰.۹۸۹ نزدیک به یک می‌باشد، نشان می‌دهد مدل از برازش خوبی برخوردار است و داده‌ها به نحو بهتری الگوی روابط مذکور را تایید می‌کنند. از طرفی شاخص AGFI (شاخص نیکویی برازش تعدیل شده) نیز با مقدار ۰.۹۳۸ نزدیک به یک می‌باشد که همچون شاخص GFI که نشان از برازش مناسب مدل با داده‌ها دارد. بنابر مقدار RMSEA (ریشه خطای میانگین مجذورات تقریب) ۰.۰۹۸، به دلیل نزدیک بودن به صفر، برازش مناسب مدل را نشان می‌دهد. شاخص برازش هنجار شده

(NFI) با مقدار ۰.۸۷۸، حکایت از برازش مناسب مدل دارد. همچنین مقدار شاخص برازش هنجار نشده (NNFI) با مقدار ۰.۹۶۲، نشان از برازش مناسب مدل دارد. شاخص برازش نسبی (RFI) با مقدار ۰.۸۷۱ نشان از برازش مناسب مدل دارد. شاخص برازش تطبیقی مقتصد (PCFI) نیز با مقدار ۰.۸۸۱ حکایت از مناسب بودن مدل دارد.

جدول ۶

نتایج تحلیل عاملی- تاییدی متغیرهای نسبت‌های مالی در بعد استراتژی آینده نگر

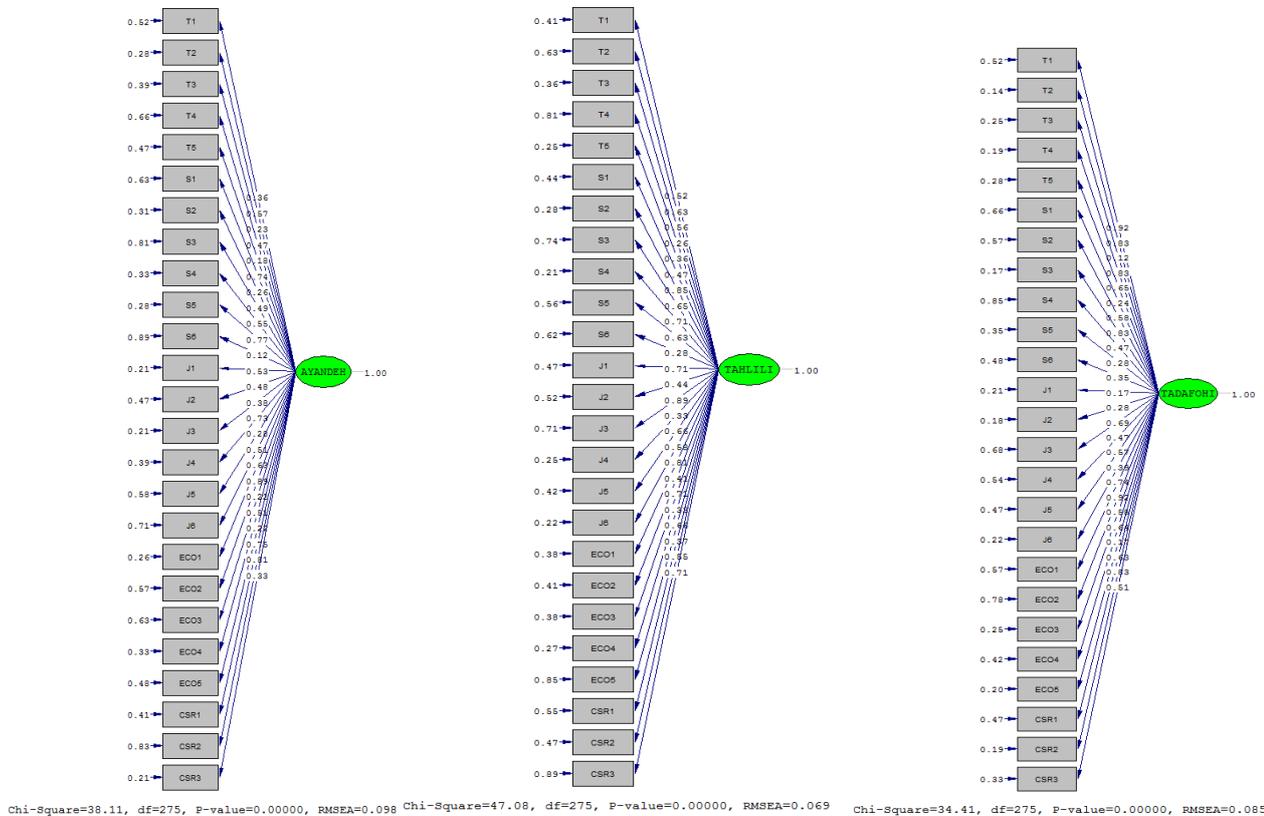
الگو	متغیر مشاهده شده	ضرایب مسیر*	t. value	r ²	Sig.
T1	نسبت جاری	۰.۳۶۵	۱۲.۸۸۸	۰.۲۶۲	*۰.۰۰۰
T2	نسبت آنی	۰.۵۷۴	۱۵.۰۳۶	۰.۸۱۵	*۰.۰۰۰
T3	نسبت سرمایه در گردش به دارایی‌ها	۰.۲۳۹	۱۷.۱۱۵	۰.۱۶۳	*۰.۰۰۰
T4	سود انباشته به کل دارایی‌ها	۰.۴۷۱	۱۲.۹۱۹	۰.۵۸۱	*۰.۰۰۰
T5	نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام	۰.۱۸۹	۱۴.۵۱۳	۰.۲۶۹	*۰.۰۰۰
S1	حاشیه سود خالص	۰.۷۴۵	۱۸.۰۲۵	۰.۶۹۲	*۰.۰۰۰
S2	نسبت سود ناخالص	۰.۲۶۹	۱۲.۶۰۳	۰.۳۲۵	*۰.۰۰۰
S3	سود هر سهم	۰.۴۹۱	۱۴.۳۳۶	۰.۴۷۱	*۰.۰۰۰
S4	نسبت پوشش بهره	۰.۵۵۴	۱۷.۵۲۵	۰.۱۵۱	*۰.۰۰۰
S5	نرخ رشد سود خالص	۰.۷۷۱	۱۳.۳۷۱	۰.۸۱۸	*۰.۰۰۰
S6	نرخ رشد فروش	۰.۱۲۸	۱۴.۷۷۸	۰.۳۷۸	*۰.۰۰۰
J1	نسبت گردش وجوه نقد عملیاتی	۰.۵۳۸	۱۷.۵۱۲	۰.۶۶۲	*۰.۰۰۰
J2	نسبت کیفیت سود	۰.۴۸۱	۱۲.۶۰۳	۰.۸۱۵	*۰.۰۰۰
J3	نسبت بازده نقدی داراییها	۰.۳۸۵	۱۵.۲۲۲	۰.۳۲۶	*۰.۰۰۰
J4	جریان نقدی به هزینه بهره	۰.۷۳۸	۱۱.۹۱۸	۰.۴۱۵	*۰.۰۰۰
J5	جریان نقد عملیاتی هر سهم	۰.۲۸۹	۱۴.۳۰۳	۰.۷۱۷	*۰.۰۰۰
J6	نرخ رشد جریان نقدی هر سهم	۰.۵۱۷	۱۷.۸۱۸	۰.۲۵۸	*۰.۰۰۰

با توجه به جدول ۶ مولفه T2 (نسبت آنی) بیشترین میزان واریانس متغیر استراتژی آینده نگر را با ضریب مسیر (y) ۰.۵۷۴، تبیین می‌کند و در مقابل مولفه T5 (نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام) کمترین میزان واریانس متغیر استراتژی آینده نگر را با ضریب مسیر (y) ۰.۱۸۹، تبیین می‌کند. متغیر نسبت آنی از بالاترین تبیین کنندگی و در مقابل، متغیر نسبت سرمایه در گردش به دارایی‌ها از کمترین تبیین کنندگی برخوردار هستند.

مولفه S5 (نرخ رشد سود خالص) بیشترین میزان واریانس متغیر استراتژی آینده نگر را با ضریب مسیر (y) ۰.۷۷۱، تبیین می‌کند و در مقابل مولفه S6 (نرخ رشد فروش) کمترین میزان واریانس متغیر استراتژی آینده نگر را با ضریب مسیر (y) ۰.۱۲۸، تبیین می‌کند. متغیر نرخ رشد سود خالص از بالاترین تبیین کنندگی و در مقابل، متغیر نسبت پوشش بهره از کمترین تبیین کنندگی برخوردار هستند.

مولفه J4 (جریان نقدی به هزینه بهره) بیشترین میزان واریانس متغیر استراتژی آینده نگر را با ضریب مسیر (y) ۰.۷۳۸، تبیین می‌کند و در مقابل مولفه J5 (جریان نقد عملیاتی هر سهم) کمترین میزان واریانس متغیر استراتژی آینده نگر را با ضریب مسیر (y) ۰.۲۸۹، تبیین می‌کند. متغیر نسبت کیفیت سود از بالاترین تبیین کنندگی و در مقابل، متغیر نسبت بازده نقدی داراییها از کمترین تبیین کنندگی برخوردار هستند. طبق جدول ۶، با توجه به معنی داری آزمون t، تمامی ضرایب مسیر یا بارهای عاملی به دست آمده معنادار هستند.

تحلیل عاملی مولفه‌های متغیر نسبت‌های مالی: راست) بعد استراتژی منفی نگر، وسط) بعد استراتژی تحلیلی، چپ) بعد استراتژی آینده نگر



بحث و نتیجه‌گیری

در این بخش، ابتدا نتایج حاصل از پژوهش‌های انجام‌شده در خصوص تأثیر بی‌ثباتی در سیاست‌های مالی بر انتخاب استراتژی‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار می‌گیرد. سپس نتایج به‌دست‌آمده با نتایج پژوهش‌های پیشین مقایسه می‌شود تا تأثیرات بی‌ثباتی اقتصادی و نوسانات مالی بر تصمیمات استراتژیک سرمایه‌گذاری روشن‌تر شود.

نتایج این تحقیق نشان داد که بی‌ثباتی در سیاست‌های مالی، به‌ویژه در زمینه‌های اقتصادی و مالی، تأثیرات معناداری بر انتخاب استراتژی‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. طبق نتایج، شرکت‌ها در زمان‌های بی‌ثباتی مالی به‌طور معمول از استراتژی‌های تدافعی استفاده می‌کنند که هدف آن محافظت از منابع و کاهش ریسک‌های مالی است. به‌طور خاص، این استراتژی‌ها شامل حفظ نقدینگی بیشتر و کاهش سرمایه‌گذاری‌های پرریسک می‌شود. این یافته با نتایج تحقیقاتی همچون تحقیق (Hosseini, 2021) که نشان داده‌اند در شرایط بی‌ثباتی، شرکت‌ها به استراتژی‌های کم‌ریسک تمایل دارند، همخوانی دارد. همچنین، در این تحقیق مشاهده شد که در مواقعی که سیاست‌های مالی شفاف و پایدارتر هستند، شرکت‌ها تمایل بیشتری به استفاده از استراتژی‌های آینده‌نگر دارند که ریسک بالاتری را می‌پذیرند اما در عین حال می‌توانند رشد بلندمدت را به همراه داشته باشند. این نتیجه مشابه با تحقیق (Ranjbar & Etemad, 2021) است که تأکید کرده است شرکت‌هایی که با سیاست‌های مالی پایدار روبرو هستند، به استراتژی‌های ریسک‌پذیر و مبتنی بر نوآوری گرایش دارند.

این یافته‌ها تأکید می‌کنند که بی‌ثباتی در سیاست‌های مالی می‌تواند باعث تغییر در تصمیمات استراتژیک شرکت‌ها شود. از آنجا که نوسانات اقتصادی تأثیر زیادی بر احساس امنیت سرمایه‌گذاران و مدیران دارد، در چنین شرایطی شرکت‌ها به سمت انتخاب استراتژی‌هایی که میزان ریسک کمتری دارند، حرکت می‌کنند. این نتایج با یافته‌های (Hasanzadeh et al., 2023) که نشان می‌دهند بی‌ثباتی سیاست‌های مالی باعث تغییرات در استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری بیشتر در انتخاب‌ها می‌شود، تطابق دارد. در این راستا، برخی از پژوهش‌ها به این نکته اشاره کرده‌اند که سیاست‌های مالی پایدار و شفاف می‌تواند منجر به تصمیمات استراتژیک بهتری شود و به ایجاد یک محیط اقتصادی مطمئن‌تر برای سرمایه‌گذاری کمک کند (Keramati, 2021).

تحقیق حاضر به تأثیر بی‌ثباتی در سیاست‌های مالی بر انتخاب استراتژی‌های سرمایه‌گذاری اشاره دارد. این یافته‌ها با نتایج تحقیقاتی که در زمینه بی‌ثباتی و نوسانات اقتصادی انجام شده است، همخوانی دارند. به‌ویژه، مطالعات (Mabangah & Ke, 2019) که نشان می‌دهند بی‌ثباتی در سیاست‌های مالی موجب عدم قطعیت در بازار می‌شود و این امر بر تصمیمات استراتژیک سرمایه‌گذاری تأثیر منفی می‌گذارد. همچنین، یافته‌های این پژوهش با تحقیقاتی مانند تحقیق (Hajjiha & Ranjbar Navi, 2018) که به بررسی تأثیر نوسانات مالی بر ریسک‌های سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند، هم‌راستا است. در این تحقیقات، تأثیر نوسانات مالی بر انتخاب استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و نیاز به استراتژی‌های تدافعی برای کاهش ریسک‌ها تأکید شده است.

بر اساس این نتایج، بی‌ثباتی مالی موجب می‌شود که شرکت‌ها بیشتر به سمت انتخاب استراتژی‌های محافظه‌کارانه سوق یابند. این استراتژی‌ها عمدتاً بر حفظ منابع مالی و کاهش ریسک‌های احتمالی تمرکز دارند. در مقابل، در شرایطی که سیاست‌های مالی کشور شفاف‌تر و پایدارتر باشد، شرکت‌ها می‌توانند با اطمینان بیشتری به سمت استراتژی‌های آینده‌نگر و نوآورانه حرکت کنند که می‌تواند موجب توسعه و رشد بیشتر در آینده شود. این وضعیت مشابه با مطالعات (Porter, 2014) است که بر لزوم هم‌راستایی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری با محیط اقتصادی تأکید کرده‌اند و نشان داده‌اند که شرکت‌هایی که در شرایط شفاف‌تری فعالیت می‌کنند، قادرند استراتژی‌های بلندمدت‌تری را اتخاذ کنند.

با وجود اهمیت یافته‌های این تحقیق، محدودیت‌هایی نیز وجود دارد که باید در نظر گرفته شوند. یکی از محدودیت‌های اصلی تحقیق حاضر، تمرکز بر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که ممکن است نتایج این تحقیق را محدود به این بازار خاص کند. در نتیجه، ممکن است برخی از ویژگی‌های خاص بازارهای دیگر یا شرکت‌های غیر بورسی در این تحقیق نادیده گرفته شده باشد. همچنین، در این تحقیق تنها از داده‌های مالی استفاده شده است و ممکن است برخی از متغیرهای اقتصادی و اجتماعی تأثیرگذار بر انتخاب استراتژی‌های سرمایه‌گذاری به‌طور کامل در نظر گرفته نشده باشند.

یکی دیگر از محدودیت‌ها مربوط به داده‌های تاریخی است که در این تحقیق استفاده شده‌اند. به‌طور خاص، استفاده از داده‌های مربوط به یک دوره زمانی محدود (۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱) می‌تواند موجب تأثیرات خاصی بر نتایج تحقیق شود. تغییرات ساختاری در بازارهای مالی یا نوسانات غیرمنتظره در سیاست‌های مالی ممکن است تأثیرات متفاوتی در دوره‌های زمانی دیگر داشته باشد. بنابراین، برای بررسی دقیق‌تر تأثیر سیاست‌های مالی بر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری، ضروری است که داده‌های مربوط به دوره‌های زمانی مختلف و تغییرات در سیاست‌های مالی در نظر گرفته شود.

برای تحقیقات آینده، پیشنهاد می‌شود که مطالعات مشابهی بر روی دیگر بازارهای مالی مانند بازار بورس کشورهای توسعه‌یافته و بازارهای نوظهور دیگر انجام شود. این تحقیقات می‌توانند مقایسه‌هایی میان تأثیرات بی‌ثباتی در سیاست‌های مالی در کشورهای مختلف و همچنین بازارهای مختلف ارائه دهند. علاوه بر این، می‌توان تحقیقات بیشتری در زمینه تحلیل اثرات سایر متغیرهای اقتصادی مانند نرخ تورم،



نرخ بهره و سیاست‌های پولی بر انتخاب استراتژی‌های سرمایه‌گذاری انجام داد. چنین تحقیقاتی می‌توانند ابعاد جدیدتری از تأثیرات سیاست‌های مالی بر تصمیمات استراتژیک شرکت‌ها را روشن کنند.

همچنین، پیشنهاد می‌شود که برای تحقیقات آینده، مدل‌های پیشرفته‌تری مانند مدل‌های غیرخطی و مدل‌های داده‌های پانلی به کار گرفته شوند تا روابط پیچیده‌تری بین سیاست‌های مالی و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری مدل‌سازی شود. این مدل‌ها می‌توانند به‌طور دقیق‌تری اثرات تغییرات ناگهانی در سیاست‌های مالی و اقتصادی را بررسی کنند و نحوه واکنش شرکت‌ها را در شرایط مختلف تحلیل کنند. برای مدیران شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران، توصیه می‌شود که در شرایط بی‌ثباتی اقتصادی و نوسانات مالی، بیشتر بر روی استراتژی‌های تدافعی تمرکز کنند. این استراتژی‌ها می‌توانند به کاهش ریسک‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری کمک کنند و در عین حال از منابع شرکت‌ها به‌طور مؤثری محافظت نمایند. همچنین، شرکت‌ها باید در دوره‌های پایداری و ثبات مالی، به سمت استراتژی‌های بلندمدت و نوآورانه حرکت کنند که می‌تواند موجب رشد و توسعه بیشتر در بلندمدت شود.

در نهایت، برای افزایش شفافیت در سیاست‌های مالی و کاهش بی‌ثباتی‌های موجود، دولت‌ها و مقامات اقتصادی باید برنامه‌های واضح و منسجمی برای مدیریت بحران‌های اقتصادی و سیاست‌های مالی اتخاذ کنند. این برنامه‌ها باید از انعطاف‌پذیری برخوردار باشند و در عین حال قادر به پاسخگویی به تغییرات سریع در وضعیت اقتصادی باشند تا شرکت‌ها بتوانند تصمیمات استراتژیک بهتری اتخاذ کنند.

تعارض منافع

در انجام مطالعه حاضر، هیچ‌گونه تضاد منافی وجود ندارد.

مشارکت نویسندگان

در نگارش این مقاله تمامی نویسندگان نقش یکسانی ایفا کردند.

موازن اخلاقی

در انجام این پژوهش تمامی موازن و اصول اخلاقی رعایت گردیده است.

شفافیت داده‌ها

داده‌ها و مآخذ پژوهش حاضر در صورت درخواست از نویسنده مسئول و ضمن رعایت اصول کپی‌رایت ارسال خواهد شد.

حامی مالی

این پژوهش حامی مالی نداشته است.

References

- Behera, J., Pasayat, A. K., & Behera, H. (2022). COVID-19 Vaccination Effect on Stock Market and Death Rate in India. *Asia-Pacific Financial Markets*, 29(4), 651-673. <https://doi.org/10.1007/s10690-022-09364-w>
- Eyshi Ravandi, M., Moeinaddin, M., Taftiyan, A., & Rostami Bashmani, M. (2024). Investigating the Impact of Investor Sentiment and Liquidity on Stock Returns of the Iranian Stock Exchange. *Dynamic Management and Business Analysis*, 3(1), 40-52. <https://doi.org/10.22034/dmbaj.2024.2038046.1068>

- Hajiha, Z., & Ranjbar Navi, R. (2018). The Effect of Business Strategy and Stock Overvaluation on Stock Price Crash Risk. *Financial Accounting Research*, 10(2), 45-64. https://far.ui.ac.ir/article_23065.html?lang=en
- Hasani, M., Heidarzadeh Hanzaei, A., & Hosseinzadeh Zorofchi, G. (2019). Investigating the Impact of Business Strategy and Overvaluation on Stock Price Crash Risk. *Journal of Financial Securities Knowledge*, 12(44), 11-22. https://journals.iau.ir/article_667883.html
- Hasanzadeh, I., Sheikh, M. J., Arabzadeh, M., & Farzinfar, A. A. (2023). The Role of Economic Policy Uncertainty in Relation to Financial Market Instability and Stock Liquidity in Tehran Stock Exchange Companies. *Dynamic Management and Business Analysis*, 2(3), 163-178. <https://doi.org/10.22034/dmbaj.2024.2031971.2315>
- Hosseini, E., Nademi, Younes, Asayesh, Hamid, Sajadifar, Seyed Hossein. (2021). The Interactions of Instability of Monetary and Fiscal Policies in the Iranian Economy by the MSVAR Approach. *Journal of Applied Economics Studies in Iran*, 10(37), 169-199. <https://doi.org/10.22084/aes.2020.22565.3156>
- Keramati, M. R. (2021). A Comparison of Health-Related Quality of Life and Job Satisfaction in Physically Active and Sedentary Faculty Members. *International Journal of Education and Cognitive Sciences*, 2(3), 23-32. <https://doi.org/10.22034/injoeas.2021.160725>
- Mabangah, S. J., & Ke, B. (2019). Information asymmetry and cross-sectional variation in insider trading. *Contemporary Accounting Research*, 24(1), 195-232. <https://doi.org/10.1506/0277-1110-4434-M627>
- Niazimohseni, M., Shahrestani, H., Hojabr Kiani, K., & Ghafari, F. (2020). Examination of the Effect of the Shock Caused by Monetary Policy and Oil Revenue on Inflation and Economic Growth in Iran. *Monetary & Financial Economics*, 27(19), 29-46. <https://doi.org/10.22067/pm.v27i19.85109>
- Porter, M. E. (2014). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. The Free Press. https://books.google.com/books/about/Competitive_Strategy.html?hl=es&id=NI21AAAIAAJ
- Ranjbar, Z., & Etemad, S. M. K. (2021). Investigating the Effect of Monetary Shock on the Activity Level of Industrial Units in Iran Using the FAVAR Model. *SRPH Journal of Applied Management and Agile Organisation*. <https://doi.org/10.47176/sjamao.3.2.8>
- Yazdan Panah, M., & Ahmadi Mousavi, S. M. (2023). Legal Supervision Styles for Capital Market Health. *Dynamic Management and Business Analysis*, 2(3), 196-207. <https://doi.org/10.22034/dmbaj.2024.2037208.1063>