

## استراتژیهای تخصیص دارایی

ناصر صنوبر<sup>۱</sup>

### چکیده مقاله

تخصیص بهینه منابع کمیاب به فعالیتهای سودآور و حصول اطمینان از فزونی بازده سرمایه‌گذاری بر هزینه تأمین مالی و در نهایت افزودن بر ثروت صاحبان سهام از وظایف مهم مدیران به شمار می‌آید. به همین دلیل در سالهای اخیر، تئوریهای متعددی در باره روشهای تخصیص داراییها ارائه شده است که از جمله این تئوریها می‌توان به مدل‌های بررسی سیکل عمر محصول و ماتریس محصول / بازار در متون مدیریت استراتژیک اشاره کرد. محققان این رشته معتقدند با مدیریت صحیح، امکان افزودن بر ارزش شرکت وجود دارد و به موفقیت شرکتهایی استناد می‌کنند که توانسته‌اند با به کارگیری مدل‌های تخصیص استراتژیک، ارزش اوراق بهادار خود را افزایش دهند، در حالی که بنا بر تئوریهای مالی، بازارهای کاراً عمل تخصیص منابع را به گونه‌ای بهینه انجام داده، سرمایه‌گذاران از اعمال خاص مدیران بهره‌چندانی نمی‌برند.

در این مقاله پس از بیان نظریه‌های مدیریت استراتژیک در مورد تخصیص بهینه داراییها، به دیدگاه نظریه پردازان مالی در این رابطه اشاره شده و منازعه میان آنها مطرح خواهد شد.<sup>۲</sup>

۱- عضو هیأت علمی دانشگاه تبریز

۲- چارچوب مقاله از منبع زیر اقتباس شده است:

Roger G. Clarke and others., *Strategic Financial Management*, (Richard D. Irwin,

## واژه‌های کلیدی

تنزیل جریانات نقدی (DCF)، ریسک، پورتنوی، تئوریهای مالی، قیمت گذاری داراییهای سرمایه‌ای (CAPM)، استراتژی تخصیص دارایی (A.A.S)، مدل سیکل عمر محصول.

## مقدمه

اغلب مدیران بر این باورند که افزایش ارزش شرکت از طریق سرمایه‌گذاری صحیح از افزایش ارزش از طریق تأمین مالی صحیح به این دلیل که بازارهای محصول در مقایسه با بازارهای مالی از کارایی کمتری برخوردارند آسانتر است<sup>۱</sup>. اگر چه در بازارهای سرمایه نیز می‌توان فرصتهای سودآور و غیرکارآ را کشف کرد ولی عموماً این نوع فرصتها در بازارهای محصول بیشتر است.

به منظور تعیین و شناسایی محصولات سودآور، گروهی از صاحب‌نظران مالی، تکنیک تنزیل جریانات نقدی<sup>۲</sup> (DCF) را مؤثر و مفید می‌دانند. در این مدل اگر ارزش فعلی خالص مثبت باشد می‌توان اطمینان داشت که بازده سرمایه‌گذاری از هزینه‌های تأمین مالی آن بیشتر است. برای استفاده از این مدل باید نرخ تنزیل مناسب انتخاب، و جریانات نقدی مورد انتظار پیش‌بینی شود. این امر به کمک پیشرفتهای دانش مالی امکانپذیر است؛ ولی تسلط بر تکنیک DCF کافی نیست و این سؤال اولویت دارد که کدام محصول و بازاری انتخاب شود تا ارزش فعلی خالص مثبت به دست آید. طرح این سؤال به هیچ وجه از اهمیت DCF نمی‌کاهد بلکه

→  
1990), Chapter 9.

۱- بنا بر تئوری بازار کارآ (Efficient Market) به دلیل فرض وجود اطلاعات کامل و تحرک سریع عوامل تولید، فرصتهای سودآور به سرعت از بین می‌رود و در بلند مدت در این بازارها سود وجود ندارد.

این دو مبحث لازم و ملزوم یکدیگر هستند.

به طور خلاصه می‌توان گفت باید توان ایجاد ارزش از طریق به کارگیری استراتژیهای مناسب تخصیص دارایی<sup>۱</sup> کشف و فرصتهای سودآور در بازارهای غیرکارا شناسایی شود و از این طریق، بیشترین ارزش فعلی خالص به دست خواهد آمد.

### هدفهای استراتژیهای تخصیص

استراتژی باید هدف مشخصی داشته باشد. اولین گام در تدوین استراتژی تخصیص دارایی نیز تعیین هدف مناسب است. حتی الامکان هدف باید صریح و مشخص باشد تا امکان سنجش عملکرد بر اساس آن میسر باشد. اهدافی نظیر کسب بازده بیشتر سرمایه، رشد در عایدی هر سهم و بهبود حاشیه سود می‌توانند هدفهای مناسبی تلقی شوند.

شرکتها در اغلب موارد، اهداف خود را به کمک اصطلاحات رایج بازار سرمایه نظیر افزایش قیمت سهام تعریف می‌کنند. افزایش در بازده مورد انتظار بدون افزایش ریسک، موجب افزایش حقوق صاحبان سهام می‌شود<sup>۲</sup>، ولی قیمت بازار سهام عادی به عوامل دیگر نیز بستگی دارد که تحت کنترل مدیریت نیستند. این رویدادهای غیرقابل کنترل، ممکن است عملکرد مدیریت را تحت الشعاع قرار دهد. از این رو مدیران باید هدفهایی را انتخاب کنند که قابل دسترس باشد. این اهداف در صورت امکان باید از طریق مقایسه عملکرد با سایر شرکتهای فعال در صنعت انتخاب شود؛ به عنوان مثال رسیدن به نرخ رشد بیشتر برای عایدی هر سهم هدف مناسبی خواهد بود. مدیریت پس از وضع هدفها باید از طریق ارزیابی وضع موجود به سؤالات زیر پاسخ دهد:

۱- آیا با وضعیت و امکانات فعلی رسیدن به هدفها میسر است؟

۲- آیا با اصلاح و بهبود عملیات وضع جاری رسیدن به هدفها امکانپذیر است؟

1- Asset Allocation Strategies

۲- دکتر علی جبارخانی و دکتر علی یارسانان، مدیریت مالی، جلد اول، تهران،

انتشارات سمت، ۱۳۷۳، ص ۴۲۶-۴۱۰.

۳- به طور کلی آیا از امکانات موجود به گونه‌ای مناسب استفاده می‌شود؟ آیا منابع مالی و مدیریتی کافی برای انجام اصلاحات لازم وجود دارد؟

در اغلب موارد مدیران تنها مانع اصلاحات را محدودیتهای مالی عنوان می‌کنند، در حالی که عوامل دیگر از جمله مهارتهای عمومی مدیریتی در این زمینه بی‌تأثیر نیستند. واضح است که یکی از عمده‌ترین منابع تأمین مالی، جریان‌های نقدی داخلی است. مدیریت باید بتواند خود را در افزایش جریان‌های نقدی داخلی و جهت دادن این منابع به بخشهای سودآور سازمانی مورد ارزیابی جدی قرار دهد. موقعی استقراض و مراجعه به بازار سرمایه اولویت می‌یابد که منابع داخلی به پایان رسیده باشد. علاوه بر این، تأمین مالی از طریق فروش داراییهای کم بازده نیز امکانپذیر است. بنا بر این محدودیتهای مالی نمی‌تواند عامل عمده‌ای در انجام اصلاحات باشد. به منظور ارزیابی بهتر منابع و امکانات موجود چندین مدل ارائه شده است که در قسمت بعدی مورد بحث قرار می‌گیرند.

### مدلهای ارزیابی و طرحریزی استراتژیک

یکی از تکنیکهای قدیمی ارزیابی و طرحریزی «مدل سیکل عمر محصول»<sup>۱</sup> است. در اوایل از این مدل برای ارزیابی محصولات مشخصی استفاده می‌شد ولی اخیراً در ارزیابی شرکتها و حتی صنایع نیز به کار برده می‌شود. در این مدل عمر یک محصول، شرکت یا صنعت از نظر تقاضای بازار به چهار مرحله تقسیم می‌شود:<sup>۲</sup>

#### ۱- مرحله معرفی:

محصول در این مرحله برای اولین بار به بازار عرضه می‌شود که اگر محصول کاملاً جدید باشد، رقیبان کمتری وجود خواهد داشت. حمایت از رشد و توسعه فروش کالا، مستلزم سرمایه‌گذاریهای زیادی در تجهیزات، تحقیق، توسعه و بازاریابی است. این مخارج سنگین

1- Product Life Cycle Model.

2- Pioneering, Expansion, Stabilization & Decline Stages

معمولاً به جریان نقدی منفی و زیان خالص در سالهای اولیه منجر می‌شود.

## ۲ - مرحله رشد و توسعه:

فروش محصول در این مرحله افزایش یافته، در صورت کارآیی بازار، رقیبان جدید وارد صحنه می‌شوند، و قیمت‌ها تحت تأثیر آنها کاهش می‌یابد. شرکت‌هایی که قادر به بقا باشند به موازات افزایش تولید سود می‌دهند و به موازات کاهش هزینه‌های توسعه سود خالص افزایش می‌یابد.

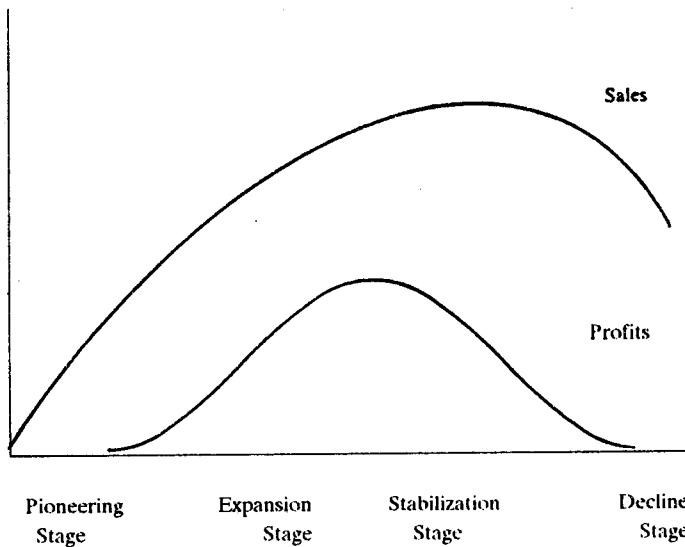
## ۳ - مرحله بلوغ:

نرخ رشد فروش در این مرحله کاهش یافته، برخی از رقیبان مجبور می‌شوند از بازار خارج شوند. رقابت از طریق کاهش قیمت افزایش یافته، و سود خالص شرکت کاهش می‌یابد. ولی نیاز به منابع نقدی نیز کاهش می‌یابد به گونه‌ای که مقادیر نسبتاً قابل توجهی وجه نقد اضافی ایجاد می‌شود.

## ۴ - مرحله نزول:

فروش در این مرحله کاهش می‌یابد. سود خالص بتدریج کاهش یافته، حتی ممکن است منفی شود. جریان نقدی نیز کاهش می‌یابد ولی به دلیل عدم نیاز به سرمایه‌گذاری مجدد ممکن است جریان نقدی آزاد منفی نباشد. مراحل مزبور در شکل شماره ۱ نشان داده شده است. طول زمانی هر مرحله به نوع محصول بستگی دارد. بدیهی است یک شرکت سعی می‌کند تا حد ممکن مرحله چهارم را به تعویق بیندازد و برای این منظور اقدام به معرفی طرحهای جدید و بهتر می‌کند. همچنین شرکت می‌تواند محصول قدیمی را به بازار جدید معرفی، و سیکل را مجدداً تکرار نماید<sup>۱</sup>.

۱ - مدل سیکل عمر محصول در کتابهای مدیریت استراتژیک و بازاریابی تشریح شده است. همچنین مباحث حالی در مورد چگونگی تغییر شکل منحنی سیکل عمر محصول



شکل شماره ۱ - سیکل عمر محصول

مدل عمر محصول علی‌رغم ارائه اطلاعات زیاد نمی‌تواند قدرت بالقوه محصول و توانایی رقابتی آن را تعیین کند. مدل‌های ماتریسی سعی می‌کنند به ابعاد دیگر محصول نیز توجه کنند. اولین بار مدل ماتریسی توسط گروه مشاوره بوستون معرفی شده است. این مدل توان داخلی یعنی قدرت رقابتی و سهم بازاری محصول و توان خارجی یعنی رشد تقاضای بازار را بررسی می‌کند. محصول از هر دو بُعد سنجیده شده، در یکی از سلول‌های نمودار شماره ۲ قرار می‌گیرد.<sup>۱</sup>

گروه ۱ محصولات هستند که سهم بازار و نرخ رشد زیادی دارند. این محصولات از

ارائه شده است. برای آشنایی بیشتر رجوع شود به :

Igor Ansoff, *Strategic Management*, John Willey, 1979.

Phillip Kotler, *Marketing Management*, Prentice Hall, 1933, Chapter 12.

1- Boston Consulting Group, *A Strategy - Based Resource Allocation Model*, Boston, BCG, 1979.

موقعیت قوی سودآوری برخوردارند ولی ممکن است در تأمین مالی آنها مشکلاتی بروز نماید. این گروه را «ستاره درخشان» لقب داده‌اند.<sup>۱</sup>

سهم بازار

	زیاد	کم
زیاد رشد بازار	۱	۲
کم	۳	۴

نمودار شماره ۲ - ماتریس بازار | محصول

گروه ۲ محصولاتی را دربر می‌گیرد که در بازار نرخ رشد زیاد، موقعیت ضعیف رقابتی دارند. اگر تأمین مالی کافی صورت گیرد و موقعیت رقابتی آنها بهبود یابد، می‌توانند موقعیت گروه ۱ را کسب کنند. در غیر این صورت از صحنه حذف می‌شوند. این گروه را «حساس» نام داده‌اند.<sup>۲</sup>

گروه ۳ محصولاتی هستند که در بازاری با نرخ رشد کم، موقعیت برتر دارند. از این رو به سرمایه‌گذاری کمی نیاز دارند و وجوه داخلی زیادی برای تقویت موقعیت سایر گروه‌ها ایجاد

۱- شادروان دکر عبدالله زنده‌ده، مدیریت استراتژیک و استقرار آن در سازمان، جزوه درسی (ترجمه) دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت، ۱۳۶۹، صفحه ۱۲.

۲- همان مأخذ.

می‌کنند. محصولات معمولاً در طول زمان از موقعیت ۱ به موقعیت ۳ تغییر مکان می‌دهند. این گروه را «گاو شیرده» ترجمه کرده‌اند.<sup>۱</sup>

گروه ۴ محصولاتی هستند که موقعیت ضعیف رقابتی در بازار کم رشد دارند. بدیهی است دلیل موجهی برای تقویت موقعیت رقابتی آنها وجود ندارد و باید هر چه زودتر تعیین تکلیف شوند.<sup>۲</sup>

هدف اصلی مدل ماتریسی محصول / بازار، تعیین موقعیت رقابتی هر محصول و تدوین یک استراتژی مناسب است. در متون مربوط به مدیریت استراتژیک، استراتژیهای خاصی برای هر گروه از محصولات ارائه شده است؛ به عنوان مثال «استراتژی تقویت»<sup>۳</sup> به شرکتها توصیه می‌کند که برای حذف رقیبان دیگر و کسب موقعیت انحصاری به سرمایه‌گذاری در تواناییهای اصلی خود مبادرت ورزند.

همچنین استراتژیهای جداگانه دیگری از جمله متمایز ساختن محصول، کسب مقیاس اقتصادی و تأکید بر محصولات خاص در بازارهای هدف ارائه شده است. با تلفیق مجموعه‌ای از استراتژیها می‌توان یک «استراتژی پورتفوی کالا»<sup>۴</sup> تدوین نمود. معمولاً در این پورتفوی محصولات از نوع گروه یک تا سه قرار می‌گیرند. از گروه ۴ حتماً باید پرهیز شود و گروه دوم یا باید به گروه یک تبدیل، و یا حذف گردد. در صورت ایجاد این توازن، شرکت می‌تواند وجوه نقد حاصل از محصولات گروه چهار را به حمایت از گروه یک و احتمالاً اصلاح گروه دو اختصاص دهد. امکانات و تجهیزات مربوط به گروه چهار نیز به فروش می‌رود و منابع مالی اضافی صرف تولید محصولات با توان بالقوه بهتر می‌شود.

۱- همان مأخذ.

۲- همان مأخذ.

۳- برای آشنایی بیشتر با استراتژی تقویت (Nourish Strategy) رجوع شود به فصل دوم کتاب :

Michael E. Porter, *Competitive Strategy*, New York ; Free Press, 1980.

4- Product Portfolio Strategy.



شرکت ممکن است برای ایجاد توازن بهتر در پورتفوی خود محصولات دیگری تولید کند. در اجرای این استراتژی باید از دسترسی به منابع مالی بیشتر و همچنین از توانایی مدیران برای اداره محصولات، بازارها و محیط رقابتی جدید اطمینان حاصل شود. این استراتژی ریسکهای متفاوتی دارد که در شکل شماره ۳ نشان داده شده است:

## بازار

	نامربوط	مربوط	جدید	
	ریسک زیاد		ریسک کم	جدید
				مربوط
	خیلی زیاد		ریسک زیاد	نامربوط

محصول

شکل شماره ۳ - رابطه ریسک، بازار و محصول

بیشترین ریسک به محصول جدید، در بازار جدید غیرمرتبط با فعالیتهای فعلی بستگی دارد<sup>۱</sup>. متوازن ساختن یک پورتفوی علاوه بر موارد فوق، مستلزم متنوع نمودن فعالیتهای ورود به صنایع و بازارهای مختلف است. مدیران از طریق کشف مزایای جدید رقابتی در بازارهای غیرکارآ<sup>۲</sup> و به کارگیری تواناییهای عملیاتی، مدیریتی، تکنولوژیک و مالی می توانند

۱- برای آشنایی بیشتر با رابطه استراتژی و ریسک رجوع شود به :

George A. Steiner., *Strategic Managerial Planning*, (Oxford, Ohio, 1977) PP. 18-24.

۲- چون بر اساس تئوری، در بازار کارآ سود مازاد وجود ندارد و هر چه بر عدم کارآیی بازار افزوده شود بر میزان فرصتهای سودآوری نیز افزوده می شود. برای کسب اطلاع بیشتر در این زمینه رجوع شود به :

بر ثروت سهامداران بیفزایند. علاوه بر این، متنوع‌سازی موجب می‌شود در صورت عدم تطابق عملکرد محصول با هدفهای پیش‌بینی شده، تمام عملیات شرکت از آثار منفی آن مصون بماند.

### تجزیه و تحلیل استراتژیها

استراتژیهای گفته شده عموماً استاتیک است و به اعمال رقیبان شرکت توجه نمی‌کند. در آنالیز سناریو<sup>۱</sup> سعی شده است واکنش احتمالی رقیبان نیز در نظر گرفته شود. در این روش با توجه به واکنش احتمالی هر یک از رقیبان حالت‌های مختلفی ترسیم شده و در نهایت استراتژی‌هایی انتخاب می‌شود که قدرت رقابتی شرکت را بهبود بخشد. این روش را می‌توان از طریق پیش‌بینی توزیع احتمال وقوع هر سناریو گسترش داد و یک استراتژی اصلی برای محتملترین سناریو و چندین طرح اقتضایی برای سناریوهای دیگر تهیه کرد.

تکنیک شبیه‌سازی<sup>۲</sup> نسبت به روش سناریو پیشرفته‌تر است. با استفاده از سیستم‌های کامپیوتری ابتدا توزیع احتمال اغلب متغیرهای محیطی برآورد شده، نتیجه هر یک از ترکیب‌های مختلف ممکن بر متغیرها شبیه‌سازی می‌شود. در نتیجه، مدیریت می‌تواند فهم بهتری نسبت به محیط کسب کند و در مورد محصول مورد نظر، بهترین استراتژی را برگزیند. از مدل‌های بهینه‌سازی ریاضی نیز می‌توان در تدوین استراتژی کمک گرفت. برای استفاده از این مدل‌ها ابتدا محدودیت‌های محیطی از جمله محدودیت‌های مالی و غیرمالی تعیین، و سپس تابع هدف تعریف، و در نهایت، تابع هدف با توجه به قیدهای تعریف شده بهینه می‌شود. سرانجام، می‌توان به مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای<sup>۳</sup> (CAPM) اشاره کرد. در اوایل

→ ناصر عنوبر، مقایسه بورس اوراق بهادار تهران با بورس در سایر کشورها، پایان نامه دوره کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت، ۱۳۷۰، فصل اول.

- 1- Scenario Analysis
- 2- Simulation Techniques
- 3- Capital Assets Pricing Model

از این مدل برای تشریح روابط بین داراییهای قابل معامله در بازار سرمایه به ویژه سهام استفاده می‌شد ولی امروزه در بازارهای محصول نیز مورد استفاده قرار می‌گیرد. در این مدل رابطه بین بازده مورد انتظار دارایی با ریسک آن تعیین می‌شود<sup>۱</sup>. اگر محصولات دارای تقاضای نامشخص باشند پریسک تلقی، و با نرخ مورد انتظار بالاتری تنزیل می‌شوند. هدف اصلی مدل پورترفوی محصول متوازن ساختن پورترفوی از طریق ترکیب مناسب محصولات است در حالی که در مدل CAPM هدف اصلی به حداقل رساندن اثر عوامل اقتصادی خارجی است.

### نکات توافق و تضاد تئوریهای مالی و استراتژیهای تخصیص دارایی

بر اساس تئوری بازار کارا، تمام اطلاعات در مدت زمان اندک توسط سرمایه‌گذاران مورد تجزیه و تحلیل و در قیمت اوراق بهادار منعکس می‌گردد و هیچکس نمی‌تواند با استفاده از اطلاعات موجود بازده اضافه به دست آورد. در مدل ماتریسی توصیه شد که مدیران از طریق متوازن ساختن پورترفوی محصول و انتخاب محصولات با جریان نقدی بالا وابستگی شرکت را به بازار محصول خاص کاهش دهند. این عمل شرکت را قادر می‌سازد تا جریان نقدی داخلی را گسترش دهد و از بازارهای سرمایه پرهیز کند. لذا اگر شرکت احساس کند که هزینه سرمایه خارجی بیش از هزینه جریانات نقدی داخلی است، خود را از بازارهای خارجی بی‌نیاز خواهد کرد. فرض اصلی مدل ماتریسی این است که بازار سرمایه نمی‌تواند فرصتها، نقاط قوت و ضعف واقعی شرکت را ارزیابی کند.

تئوریهای مالی این واقعیت را تأیید می‌کنند که ممکن است همه اطلاعات بسادگی در اختیار سرمایه‌گذاران نباشد و کارایی کامل بازار تحقق نیابد. ولی در این تئوریا تأکید شده است که سرمایه‌گذاران عدم دسترسی به اطلاعات را ریسک تلقی می‌کنند و در نتیجه، نرخ تنزیل مورد استفاده خود را افزایش می‌دهند. در نهایت، جریانات آینده شرکت دارای ارزش فعلی خالص کمتری بوده و ارزش شرکت کاهش می‌یابد؛ لذا ایجاد تنوع در محصول با هدف

۱- دکتر علی جهانشانی و دکتر علی یارسانان، همان مأخذ.

خودداری از مراجعه به بازار نمی‌تواند موجب کسب ثروت زیاد برای صاحبان سهام شرکت شود. این نوع شرکتها به جای همسویی با بازارهای مالی، خود را از انضباط حاکم بر این بازارها محروم می‌کنند.

ایجاد تنوع در پورتفوی محصول به دو فرض دیگر نیز بستگی دارد: اول اینکه طبق این تئوری، متنوع‌سازی فعالیتها بهترین راه حل ممکن است، در حالی که تئوری مالی الزاماً آن را بهترین نمی‌داند. دوم اینکه ایجاد تنوع، موجب ثبات در جریانات نقدی می‌شود و این امر برای سرمایه‌گذاران حائز ارزش است، زیرا آنها به راحتی قادر به پیش‌بینی آینده خواهند شد. این جمله وقتی صادق است که سرمایه‌گذاران باور داشته باشند که آینده همانند حال باقی خواهد ماند در حالی که عدم قطعیتها این را تأیید نمی‌کند. تحقیقات نشان می‌دهد که ثبات در جریانات نقدی فقط از نظر وام‌دهندگان اهمیت دارد چون از بازگشت اصل و فرع بدهی اطمینان حاصل خواهند کرد در حالی که مدل ماتریسی با هدف کاهش نیاز به وام گسترش یافته است<sup>۱</sup>.

پاسخ به این سؤال که آیا صاحبان سهام نیز جریانات نقدی با ثبات را ترجیح می‌دهند یا نه، چندان آسان نیست و به این فرض بستگی دارد که سرمایه‌گذاران، ایجاد تنوع را در شرکت عاملی برای کاهش ریسک بدانند. علی‌رغم صحت این موضوع که تنوع، ریسک را کاهش می‌دهد، باز این نکته برای سهامداران نمی‌تواند با ارزش تلقی شود چون آنها خود قادرند در صورت نیاز پورتفوی سرمایه‌گذاری خود را براحتی متنوع نمایند؛ لذا بهای بیشتری برای خرید سهام شرکتی که در فعالیتهای خود ایجاد تنوع کرده باشد پرداخت نخواهند کرد.

تئوریهای مالی و مدل ماتریسی محصول / بازار در نگرش به ریسک نیز با هم اختلاف نظر دارند. در تئوریهای مالی سه نوع ریسک، یعنی ریسک سیستماتیک و ریسک غیرسیستماتیک، اشاره شده است که مورد اول از شرایط عمومی اقتصاد و نوع دوم از شرایط

1- Wilbur G. Lewellen . "A Pure Financial Rational for the Conglomerate Merger",  
Journal of Finance, May, 1981, PP. 521-37

خاص شرکت ایجاد می‌شود.<sup>۱</sup> سرمایه‌گذاران قادرند از ریسک، غیرسیستماتیک خودداری کنند و از این رو این نوع ریسک تأثیر چندانی در ارزیابی شرکت ندارد. در مدل ماتریسی محصول / بازار فقط به ریسک محصول اشاره شده است که مشابه ریسک غیرسیستماتیک در تئوری مالی است. اگر سرمایه‌گذار بتواند از طریق ایجاد تنوع از ریسک غیرسیستماتیک بپرهیزد، دلیلی وجود ندارد که وی حاضر به پرداخت مبالغ بیشتر و یا ارزشگذاری بیشتر برای شرکتی باشد که به ایجاد تنوع اقدام کرده است. در صورتی سرمایه‌گذار بهره‌مندی از یک شرکت بتواند ریسک سیستماتیک را کاهش دهد ولی طبق تعریف نمی‌تواند ریسک سیستماتیک را از طریق ایجاد تنوع کاهش داد و یا حذف کرد.

آخرین تضاد بالقوه بین دو تئوری این است که بنا بر مدل ماتریسی باید برخی از محصولات بخشها به فروش برسد و وجوه آن در محصولات بهتر سرمایه‌گذاری شود. این فرض زمانی عملی است که داراییهای کم بازده (گروه چهارم از ماتریس) قابل فروش باشند. حال، این سؤال مطرح می‌شود که چه کسی حاضر به پرداخت مبالغ قابل توجه به تجهیزات غیرمطلوب و کم بازده می‌باشد؟ در چه وضعیتی بازدهی این محصولات برای خریدار بیشتر از فروشنده خواهد بود؟ در صورتی این امر امکانپذیر است که مجدداً فرض کارایی بازارها را کنار بگذاریم. اگر ارزیابی مالکان بالقوه بر اساس اطلاعات مشابهی باشد، هر دو به نتایج مشابهی خواهند رسید. فقط اگر مالکان بالقوه به اطلاعات بهتر دسترسی داشته یا حداقل به بهتر بودن آنها اعتقاد داشته باشند، ممکن است نسبت به خرید این داراییها علاقه‌مند باشند؛ به عنوان مثال، اگر خریدار بر این باور باشد که می‌تواند جریان نقدی محصول را اصلاح نماید، حاضر به پرداخت بهای بیشتر خواهد بود. همچنین ممکن است خریدار به منابع سرمایه کم هزینه دسترسی داشته باشد. در این صورت نرخ تنزیل کمتری انتخاب می‌کند و ارزش فعلی خالص بیشتری ایجاد می‌شود. این فرضها زمانی تحقق خواهد یافت که بازار از نوع کاراً  
نباشد.<sup>۲</sup>

۱- دکتر علی جهانحایی و دکتر علی پارسائیان، همان مأخذ، فصل اول.

2- Peter .W Bernstein, "Who Buys Corporate Losers", *Fortune*, Jan 1981, PP. 60-66.

## نتیجه

بنا بر تئوریهای مالی، نیاز چندانی به مدل‌های استراتژیک نیست. چون بازارهای کاراً عمل تخصیص منابع را به گونه‌ای بهینه انجام می‌دهند و سرمایه‌گذاران از اعمال خاص مدیران، بهره چندانی نمی‌برند. از طرف دیگر مدیران به موفقیت‌های شرکت‌هایی استناد می‌کنند که توانسته‌اند با به‌کارگیری مدل‌های طرح‌ریزی و تخصیص استراتژیک، ارزش اوراق بهادار خود را افزایش دهند.

از دیدگاه مدیریت مسأله تخصیص داراییها به طور کامل حل نشده و ضروری است مدیران مالی و سایر مدیران با مطالعه نکات توافق و تضاد و بحث و بررسی بیشتر بتوانند تصمیمات بهتری اتخاذ کنند.

## منابع و مأخذ

- ۱- دکتر علی جهانخانی و دکتر علی پارسائیان، مدیریت مالی، جلد اول، تهران، انتشارات سمت، ۱۳۷۳، ص ۴۲۶ - ۴۱.
- ۲- ناصر صوبر، مقایسه بورس اوراق بهادار تهران با بورس در سایر کشورها، پایان نامه دوره کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت، ۱۳۷، فصل اول
- 3- Roger G. Clarke and others., *Stratgic Fininnical Management*, (Richard D. Irwin, 1990), Chapter 9.
- 4- Michael E. Porter, *Competitive Strategy*. New York ; Free Press, 1980.
- 5- George A. Steiner., *Strategic Managerial Planing*. (Oxford, Ohio, 1977) pp. 18-24.

۱- موارد جالبی از نکات توافق و تضاد استراتژیک مالی و تئوریهای مالی در مقاله زیر درج شده است:

Stewart C. Myers., "Finance Theory and Financial Strategy", *Interfaces* 14, No. 1 (Jan - feb, 1984), PP. 126-37.

- 
- 6- Wilbur G. Lewellen, "A Pure Financial Rational for the Conglomerate Merger", **Journal of Finance**, May, 1981, PP. 521-37.
  - 7- Wilbur G. Lewellen , "A Pure Financial Rational for the Conglomerate Merger", **Journal of Finance**, May, 1981, PP. 521-37
  - 8- Peter .W Bernstein," Who Buys Corporate Losers", **Fortune**, Jan 1981, PP. 60-66.