

## تأثیر تنوع بخشی پرتفوی شرکت های هلدینگ بر عملکرد مالی (مطالعه موردی: شرکت های سهامی عام ایران)

حامد وارث<sup>۱</sup>، رضا تهرانی<sup>۲</sup>، محمدجواد بناءزاده<sup>۳</sup>

**چکیده:** همواره تأثیر تنوع کسب و کار شرکت بر عملکرد موضوع بحث برانگیزی بوده است. مدل های کلی تأثیر تنوع بر عملکرد به سه گروه کلی دسته بندی می شوند: مدل های ایجاد ارزش، مدل های U معکوس و مدل های کاهش ارزش. تحقیقات مربوط به تأثیر استراتژی تنوع بر عملکرد هنوز به بلوغ نرسیده است؛ زیرا محققان در این زمینه اجماع نظر ندارند و به نتایج قابل تعبیر و پایداری دست نیافته اند؛ به ویژه اینکه تنوع بخشی پرتفوی شرکت های هلدینگ ایرانی تاکنون بررسی نشده است. در این پژوهش ما به بررسی تأثیر تنوع سید کسب و کار بر عملکرد مالی و ریسک شرکت هلدینگ پرداخته ایم. بدین منظور ۳۷ شرکت هلدینگ سهامی عام فعال در بورس اوراق بهادار تهران را طی سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ (۵ سال) بررسی کردیم. روش استفاده شده، رگرسیون چندگانه داده های تابلویی است. برای بررسی اعتبار مدل و آزمون فرضیه ها، به ترتیب آزمون F و آزمون t در نرم افزار ایویوز ۹ اجرا شده است. نتایج این تحقیق نشان می دهد در سطح اطمینان ۹۵ درصد، تنوع سید کسب و کار هلدینگ رابطه مستقیمی با بازده دارایی ها برقرار کرده است، اما تنوع رابطه خطی معناداری با انحراف بازده سهام ندارد.

**واژه های کلیدی:** استراتژی تنوع، پرتفوی، ریسک، عملکرد مالی، هلدینگ.

۱. استادیار MBA، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران

۲. استاد مدیریت مالی و بیمه، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران

۳. کارشناس ارشد MBA، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۵/۰۲/۱۳

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۵/۱۲/۲۰

نویسنده مسئول مقاله: محمدجواد بناءزاده

E-mail: m.j.bannazadeh@ut.ac.ir

### مقدمه

تعداد کمی از شرکت‌های بزرگ ماهیت تک کسب‌وکاری دارند، معمولاً سازمان‌ها ترکیب وسیعی از محصول - بازار را هدف قرار می‌دهند. از دهه ۱۹۸۰ موضوع مدیریت پرتفوی شرکت کمتر به بحث گذاشته شده است. با اینکه بارها خبر تجزیه شرکت‌های چند کسب‌وکاری در رسانه‌ها منتشر شده است، هنوز تعداد زیادی از این دست شرکت‌ها در اقتصادهای بالغ و در حال رشد وجود دارند (چاکربراتی، سینق و محمود، ۲۰۰۷). بیش از چهل سال است که محققان روی رابطه بین تنوع و عملکرد مطالعه می‌کنند، اما هنوز به نتیجه واحد و ثابتی دست نیافته‌اند. یک جریان تحقیقی زمانی بلوغ یافته تلقی می‌شود که: الف) تعداد زیادی تحقیقات کاربردی درباره آن انجام شده باشد؛ ب) این مطالعات نتایج قابل تعبیر و پایداری ارائه دهند و ج) محققان در آن زمینه به اجماع کلی رسیده باشند (لزلی، لورا و میلر، ۲۰۰۰). تحقیقات در زمینه تأثیر استراتژی تنوع بر عملکرد هنوز به بلوغ نرسیده است؛ زیرا دو ویژگی از ویژگی‌های فوق را ندارد. رشته‌های مختلف کسب‌وکار به مبحث تأثیر تنوع بر عملکرد توجه کرده‌اند. ابتدا اقتصاددانان سازمان‌های صنعتی مانند آرنولد (۱۹۶۹)، گورت (۱۹۶۲)، لانگ و استالز (۱۹۹۴) و مارخام (۱۹۷۳)، به مقایسه شرکت‌های متنوع و غیرمتنوع پرداختند؛ سپس محققان حوزه مدیریت استراتژیک مانند بتیس (۱۹۸۱)، کریستینسن و مونتگومری (۱۹۸۱)، مارکیدس و ویلیامسون (۱۹۹۴)، نایار (۱۹۹۲)، راملت (۱۹۹۴ و ۱۹۸۲) و پژوهشگران حوزه مالی مانند گالی و ماسولیس (۱۹۷۶)، هیگینز و اسکال (۱۹۷۵)، لیوی و سارنات (۱۹۷۰) و لوین (۱۹۷۱) درباره رابطه تنوع و عملکرد مطالعه کردند.

### پیشینه پژوهش

یکی از مهم‌ترین پرسش‌هایی که در خصوص الگوی رشد در شرکت‌ها مطرح است، نقش تنوع‌بخشی و تأثیر آن بر بازده قابل دستیابی در بازار است. تمایل شرکت‌ها برای تنوع‌بخشی به دامنه کسب‌وکار خود و انتخاب گزینه‌های استراتژیک مانند تنوع همگون و ناهمگون، ورود به کسب‌وکارهای بالادستی و پایین‌دستی یا تنوع‌بخشی به واسطه گسترش دامنه افقی کسب‌وکارها از جمله موضوعات بحث‌برانگیز در استراتژی بوده است و پیدایش امپراتوری مانند جنرال الکتریک این سؤال را برای محققان و مشاوران مطرح ساخت که تنوع‌بخشی چه تأثیری بر بازده دارد. در ایران نیز توجه به تمایل برای تنوع‌بخشی بیش از پیش شده است. نگاهی به فضای کسب‌وکار کشور نشان می‌دهد که تعداد شرکت‌های چند کسب‌وکاری یا آنچه در ایران عموماً با اصطلاح

هلدینگ شناخته می‌شود، افزایش یافته است (اسدی و جلالی، ۱۳۹۴). در ادامه به اختصار ادبیات پیشینه نظری و تجربی پژوهش بیان می‌شود.

## تنوع

مطالعه در زمینه ادبیات تنوع، گستره وسیعی از مفاهیم و تعاریف مرتبط را به دنبال دارد. در سطح کلی‌تر، به نظر می‌رسد نوعی اجماع شهودی رایج، اما کلی، بین نظریه‌پردازان مدیریت و مدیران درباره معنای تنوع وجود داشته باشد. آنسوف (۱۹۵۷ و ۱۹۵۸)، تنوع را ورود به بازارهای جدید با محصولات جدید تعریف می‌کند. با نگاه دقیق‌تر به مفاهیم و تعاریف، تفاوت‌هایی در تعاریف آشکار شد و چون به صورت روزافزونی این تفاوت‌ها نادیده گرفته می‌شد، رید و لافمن بیان کردند که کلی‌نگری درباره مفهوم تنوع، موجب غفلت از منافع این استراتژی شده است (رید و لافمن، ۱۹۸۶). آنسوف از نخستین افرادی بود که در ادبیات علمی مدیریت استراتژی، موضوع تنوع را مطرح کرد (به‌ویژه هنگامی که آنسوف مدیر دپارتمان متنوع‌سازی لاک هید شد). اهمیت کارهای وی هنوز در کتاب‌های استراتژی مشاهده می‌شود. برای مثال، می‌توان به پیرس و رایبسون (۱۹۹۴) و جانسون و سکلوز (۱۹۹۹)، اشاره کرد. با در مقابل هم قراردادن خطوط محصول جدید و کنونی و مأموریت محصول جدید و کنونی، آنسوف یک ماتریس دو در دو ایجاد کرد که چهار استراتژی کلی بازار/ محصول را متمایز می‌ساخت. در این ماتریس محصول/ بازار، تنوع دال بر ایجاد محصول جدید برای مشتریان جدید است. مأموریت یک محصول، کارکرد محصول را که برای انجام آن طراحی شده و بدین منظور استفاده می‌شود را توصیف می‌کند. بنابراین، مأموریت یک محصول مرزهای بازار محصول را تعریف می‌کند.

محصولات جدید

	تکنولوژی غیر مرتبط	تکنولوژی مرتبط
نوع مشابه	تنوع افقی	
مشتریان خود شرکت	یکپارچگی عمود	
مأموریت جدید	بازاریابی و فناوری مرتبط	بازاریابی مرتبط
	تنوع همگون	تنوع ناهمگون
نوع جدید	فناوری مرتبط	فناوری غیر مرتبط

شکل ۱. بردار رشد در تنوع

منبع: آنسوف (۱۹۶۵: ۱۳۲)

$$H_{it} = \sum_{j=1}^{N_{it}} (S_{jit})^2 S_{jit} = \frac{X_{jit}}{\sum_{j=1}^{N_{it}} X_{jit}} \quad \text{رابطه (۱)}$$

### عملکرد مالی

ارزیابی عملکرد یکی از اقدامات اساسی و ضروری در برنامه‌ریزی و هدف‌گذاری مدیران است. در واقع، ارزیابی نه تنها در انتخاب استراتژی و ساختار مالی به مدیران کمک می‌کند، بلکه نشان می‌دهد که چگونه استراتژی‌ها و ساختار مالی بر ارزش بازار سهام اثر می‌گذارند. از این رو سنجش عملکرد شرکت‌ها، به منظور ارزیابی کلی از وضعیت مالی و نتایج عملیات برای اخذ تصمیمات منطقی است. در تعریف معیار ارزیابی عملکرد سه مشخصه لحاظ شده است: ۱. مبلغ سرمایه‌گذاری، ۲. بازدهی کسب‌شده از محل سرمایه‌گذاری، ۳. هزینه سرمایه به کاررفته متناسب با ریسک. رویکردهای مختلفی برای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها وجود دارد، اما آنچه بیشتر در کانون توجه قرار گرفته، ارزیابی شرکت‌ها از بُعد مالی است. روش‌های ارزیابی عملکرد شرکت‌ها با رویکرد مالی را می‌توان به چهار دسته اصلی طبقه‌بندی کرد:

- روش‌هایی که از اطلاعات حسابداری برای ارزیابی عملکرد استفاده می‌شود؛ مانند نسبت‌های مالی ROA، ROE و غیره.
- روش‌هایی که ترکیبی از اطلاعات حسابداری و بازار را برای ارزیابی عملکرد به کار می‌برند، مانند نسخه‌های مختلف Q توبین یا نسبت P/E.
- نسبت‌هایی که با استفاده از داده‌های مدیریت مالی به کار می‌روند؛ مانند بازدهی هر سهم و بازده اضافی هر سهم.
- نسبت‌هایی که علیرغم استفاده از اطلاعات حسابداری، معیارهای اقتصادی هستند؛ مانند EVA، MVA و REVA.

#### جدول ۱. تاریخچه مبانی ارزیابی عملکرد

زمان	معیار سنجش عملکرد
دهه ۱۹۲۰	مدل دوپونت (ROI)، نرخ بازده دارایی‌ها (ROA)
دهه ۱۹۷۰	سود هر سهم (EPS)، نسبت (P/E)
دهه ۱۹۸۰	ارزش دفتری / ارزش بازار، بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)، نرخ بازده خالص دارایی‌ها (RONA)
دهه ۱۹۹۰ به بعد	ارزش افزوده اقتصادی (EVA)، سود قبل از مالیات و هزینه‌های غیرنقدی (EBITDA)، ارزش افزوده بازار (MVA)، ارزیابی متوازن (BSC)، نرخ بازده سرمایه‌گذاری جریان نقدی (CFROI)

منبع: روش‌شناسی ارتباطی و شیروانی ناغانی (۱۳۹۵)

## ریسک

انحراف معیار بازده، ریسک کلی اوراق بهادار یک پرتفوی را اندازه گیری می کند (تقی زاده یزدی، فلاح پور، احمدی مقدم، ۱۳۹۵). ریسک ها را می توان به دو دسته کلی طبقه بندی کرد: ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک. ریسک سیستماتیک بر گستره وسیعی از دارایی ها اثر می گذارد، در حالی که ریسک غیرسیستماتیک بر یک یا چند دارایی محدود اثر می گذارد (راس، وسترفیلد و جردن، ۲۰۱۳: ۴۲۲). این ریسک ها به صورت زیر تعریف می شوند:

- ریسک غیرسیستماتیک: بخشی از ریسک که متناظر با حوادث احتمالی است و با متنوع سازی مناسب حذف می شود. این ریسک با نام ریسک ویژه شرکت یا ریسک قابل متنوع سازی نیز شناخته می شود؛
- ریسک سیستماتیک: پس از اینکه تنوع، کل ریسک ویژه شرکت ها را حذف کرد، ریسک باقی مانده ریسک بازار است و به آن ریسک غیرقابل متنوع سازی، ریسک بازار یا ریسک بتا نیز گفته می شود (بریگام و هاتسون، ۲۰۱۳: ۲۷۳).

رابطه ۲) ریسک سیستماتیک + ریسک غیرسیستماتیک = ریسک

هدف از تحقیق حاضر، بررسی تأثیر استراتژی تنوع بر ایجاد ارزش برای سهامداران و ریسک است. فرضیه های مطرح شده برای پژوهش عبارتند از:

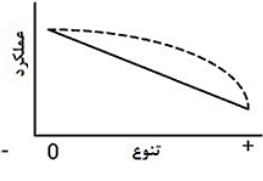
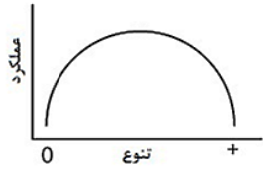
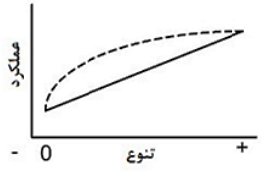
- تنوع بر عملکرد مالی بنگاه ها تأثیر گذار نیست.
- تنوع بر ریسک تأثیر گذار نیست.

## پیشینه تجربی پژوهش

مارتین و سیراک (۲۰۰۳) معتقدند با بررسی تأثیر تنوع بر ارزش ایجاد شده برای سهامداران درمی یابیم که این تحقیقات سه موج اصلی داشته اند که هر موج از پالایش روش های تحقیق موج قبل به وجود آمده است و به نتایج گوناگونی رسیده اند. موج نخست بر عقیده غالب کنونی، یعنی تخریب ارزش مشتری به واسطه تنوع تأکید دارد. در موج دوم تردید در نتایج موج اول آغاز شد و در موج سوم تحقیقات مشخص شد که تنوع ارزش ایجاد می کند. نتایج مطالعه روی تأثیر تنوع بر عملکرد را می توان به سه گروه کلی دسته بندی کرد (نیپا، پیدون و رابنر، ۲۰۱۴):

۱. مدل های ایجاد ارزش؛
۲. مدل های U معکوس؛
۳. مدل های کاهش ارزش.

جدول ۲. مبانی تئوریک مدل های مختلف تأثیر تنوع بر ارزش

مدل کاهش ارزش	مدل U معکوس	مدل ایجاد ارزش
		
<b>دلایل منطقی</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>افزایش هزینه تأثیر<sup>۱</sup> به واسطه نزاع قدرت داخلی؛</li> <li>بازارهای سرمایه داخلی ناکارا؛</li> <li>توسعه نامناسب به دلیل مسئله نمایندگی<sup>۲</sup>.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>مزایای هم افزایی<sup>۳</sup> و مادری<sup>۴</sup> تا درجه ای از تنوع افزایش می یابد؛</li> <li>مزیت رقابتی به تنوع همگن محدود است؛</li> <li>هرچه تنوع نامرتبطتر باشد، پیشی هزینه از منافع بیشتر می شود.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>منافع قدرت بازار مانند کمک مالی متقابل<sup>۵</sup>؛</li> <li>اقتصاد مقیاس<sup>۶</sup> و دامنه<sup>۷</sup> با توجه به کاربری چندگانه منابع؛</li> <li>منافع بازار سرمایه و تخصیص کارآتر؛</li> <li>تنوع محصول، ریسک را کاهش می دهد.</li> </ul>
<b>شواهد تجربی</b>		
<b>کاهش سودآوری</b>	<b>سودآوری U شکل</b>	<b>افزایش سودآوری</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>برگر و افک (۱۹۹۵)</li> <li>راجان و همکاران (۲۰۰۰)</li> <li>ماکسی مویک و فیلیپس (۲۰۰۲)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>راملت (۱۹۷۴، ۱۹۸۲)</li> <li>ایتامی، کانگو، یاشاهارا و ساکاما (۱۹۸۲)</li> <li>گرانث، جامینی و توماس (۱۹۸۸)</li> <li>پالیچ و همکاران (۲۰۰۰)</li> <li>سینق و همکاران (۲۰۱۰)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>اسچوار (۲۰۰۲)</li> <li>ماتور، سینق و گلیاسون (۲۰۰۴)</li> </ul>
<b>کاهش تنوع</b>	<b>ارزش بازار اقتضایی</b>	<b>پاداش تنوع</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>لانگ و استالز (۱۹۹۴)</li> <li>برگر و اوپلک (۱۹۹۵)</li> <li>سدنیس، دنیس و یاست (۲۰۰۲)</li> <li>بست، هادجیس و لین (۲۰۰۴)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ورنرفلت و مونتهگومری (۱۹۸۸)</li> <li>پلیچ و همکاران (۲۰۰۰)</li> <li>ویلاونگ (۲۰۰۴)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>جاندریک، ماخيجا (۲۰۰۵)</li> <li>یان (۲۰۰۶)</li> <li>دیوید و همکاران (۲۰۱۰)</li> </ul>

منبع نیبا و همکاران (۲۰۱۴)

پس از مرور تحقیقات انجام شده داخلی با تقریب بسیار خوبی می توان گفت که ۱۱ مقاله و ۱۵ پایان نامه در زمینه تأثیر راهبرد تنوع بر عملکرد شرکت ها در ایران نگاشته شده است که

1. Influence costs
2. Agency problems
3. Synergy
4. Parenting
5. Cross subsidization
6. Economies of scale
7. Economies of scope

بخشی از آنها مقاله‌هایی هستند که از پایان‌نامه استخراج شده‌اند. در این تحقیقات عمدتاً نمونه‌گیری به صورت حذف سیستماتیک بر اساس دسترسی اطلاعات، تاریخ سال مالی، حذف شرکت‌های سرمایه‌گذاری انجام گرفته و اطلاعات مالی طی چند سال به صورت پانل دیتا بررسی شده است. تنوع با شاخص‌های متعددی همچون آنتروپی، هرفیندال، باینری و راملت سنجیده شده و متغیرهای کنترلی همچون اندازه شرکت، نسبت بدهی، نسبت دارایی غیرجاری به دارایی‌ها، استهلاک، جریان وجه نقد عملیاتی، کیو توبین و رشد اندازه شرکت در مدل‌ها به کار رفته‌اند که در این بین، متغیر ساختار سرمایه و جریان وجه نقد عملیاتی رایج‌ترند. نتایج بسیار متفاوتی در یافته‌های مربوط به تأثیر راهبرد تنوع بر عملکرد و ریسک به دست آمده است که در ادامه به تعدادی از آنها اشاره می‌شود.

اولین تحقیق جامع در زمینه تأثیر استراتژی تنوع بر عملکرد شرکت‌ها، توسط تهرانی و واحد احمدیان در سال ۱۳۸۵ انجام گرفت. در این تحقیق، اطلاعات مالی ۱۱۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۸۰ به عنوان نمونه آماری بررسی شده است. تنوع با شاخص آنتروپی سنجیده شده و در نتیجه تنوع کل، مرتبط و غیرمرتبط محاسبه شده است. بازدهی، ریسک کل و ریسک سیستماتیک و ریسک غیرسیستماتیک، متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده‌اند. در نتیجه این پژوهش، هیچ رابطه معناداری میان تنوع کل، مرتبط و غیرمرتبط با بازدهی، ریسک کل و ریسک سیستماتیک و ریسک غیرسیستماتیک به اثبات نرسید. تهرانی، زکیکی و کریمی (۱۳۸۶) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۴ بررسی کردند و برای سنجش تنوع، طبقه‌بندی راملت را به کار بردند. نتایج تحقیق آنان نشان داد تنوع با نسبت جاری، نسبت بدهی، نسبت گردش دارایی‌ها و نسبت حاشیه ناخالص سود به عنوان متغیرهای مستقل، رابطه معناداری ندارد. راعی، تهرانی و فرهنگ‌زاده (۲۰۱۵) نیز، طی تحقیقی تأثیر تنوع که با شاخص هرفیندال اندازه‌گیری شده را بر بازده حقوق صاحبان سهام، کیوتوبین و ریسک کل ارزیابی کردند و اندازه، بدهی و رشد را متغیرهای کنترل در نظر گرفتند. آنها ۶۳ شرکت پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران را به صورت حذف سیستماتیک برای نمونه آماری انتخاب کردند. آزمون فرضیه‌ها نشان داد تنوع با عملکرد و ریسک شرکت‌ها رابطه معناداری ندارد.

### روش‌شناسی پژوهش

اندیشمندان مختلف بر اساس معیارهای گوناگون از قبیل هدف، زمان، ژرفایی، وسعت، کاربرد و میزان کنترل پژوهشگر، روش‌های پژوهش را به گونه‌های مختلف دسته‌بندی کرده‌اند. این تحقیق از نظر زمان اجرا سری زمانی؛ از نظر نتایج پژوهش کاربردی؛ از نظر فرایند اجرای

پژوهش کمی؛ از نظر منطق اجرای پژوهش استقرایی و از لحاظ هدف پژوهش شبه تجربی (مشاهده ای) و هم گروهی است. مطابق آمار سازمان بورس، ۳۷ هلدینگ در بازار سرمایه فعالیت می کنند. پس جامعه آماری شامل ۳۷ عضو است که در این تحقیق تلاش شده است تمام اطلاعات موجود در پانل دیتا درج شود. متغیرهای تحقیق عبارتند از:

- عملکرد؛ با شاخص ROA سنجیده شده است. بازده دارایی ها معیاری است برای سنجش سود ناشی از هر واحد پولی دارایی (راس و همکاران، ۲۰۱۳: ۵۴).

$$\text{رابطه ۳)} \quad \text{درآمد خالص} = \frac{\text{بازده حقوق صاحبان سهام}}{\text{کل حقوق صاحبان سهام}}$$

- ریسک؛ عبارت است از هرگونه نوسانات در هرگونه عایدی. برخی دیگر ریسک را هر پدیده ای که بتواند نتایج حاصل از آنچه سرمایه گذار انتظار دارد را منحرف سازد، تعریف کرده اند. ارائه یک شاخص عددی از ریسک برای نخستین بار توسط هری مارکوویتز صورت گرفت. وی ریسک را به صورت انحراف معیار چند دوره ای یک متغیر تعریف کرد. به میانگین مربع تفاضلات نرخ بازده واقعی و میانگین نرخ بازده، واریانس گفته می شود. انحراف معیار نیز، ریشه دوم مثبت واریانس است. هرچه انحراف معیار بزرگ تر باشد، نرخ بازدهی پراکنده تر است. از آنجا که واریانس به صورت مربع درصد بوده و تعبیر آن سخت است، از انحراف معیار استفاده می شود (راس و همکاران ۲۰۱۳: ۳۸۸).

$$\text{رابطه ۴)} \quad SD = \sqrt{Var}$$

- تنوع؛ با شاخص های متعددی همچون شاخص مجازی تنوع، تعداد حوزه های کسب و کار و هرفیندال آنتروپی محاسبه می شود. یکی از قدیمی ترین شاخص های موجود برای اندازه گیری مفهوم تنوع بخشی و تمرکزگرایی، شاخص هیرشمن - هرفیندال است. نخستین بار بری در سال ۱۹۷۱ شاخص هرفیندال را به کار برد که به صورت مجموع مربع نسبت دارایی ها (یا فروش) حوزه های مختلف به کل دارایی (یا فروش) شرکت محاسبه می شود. یکی از ویژگی های این شاخص، سهولت در محاسبه است.

$$\text{رابطه ۵)} \quad H_{it} = \sum_{j=1}^{N_{it}} (S_{jit})^2$$

$$\text{رابطه ۶)} \quad S_{jit} = \frac{X_{jit}}{\sum_{j=1}^{N_{it}} X_{jit}}$$



در رابطه‌های بالا،  $S_{jit}$  سهم بخش  $Z$  از کل دارایی (فروش) شرکت  $i$  در سال  $t$  را نشان می‌دهد و  $X_{jit}$  کل دارایی (فروش) بخش  $Z$  در شرکت  $i$  در سال  $t$  است. اگر شرکت  $i$  یک شرکت تک کسب‌وکاری باشد، شاخص معادل ۱ خواهد بود. شاخص تنوع به صورت یک منهای شاخص هرفیندال اندازه‌گیری می‌شود.

- اندازه شرکت؛ حجم دارایی‌های شرکت است که از گزارش سالانه استخراج می‌شود (کرمی و صدیقی خویدک، ۲۰۱۵).
- حاشیه سود؛ عبارت است از نسبت سود خالص به فروش (راس و همکاران، ۲۰۱۳: ۵۴).
- گردش دارایی‌ها؛ گردش کل دارایی‌های شرکت را می‌سنجد که از تقسیم فروش به کل دارایی‌ها به دست می‌آید (بریگام و هاتسون، ۲۰۱۳: ۱۰۵).
- ضریب مالکانه؛ از تقسیم ارزش کل دارایی‌ها به حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید (راس و همکاران، ۲۰۱۳: ۵۷) که اهرم مالی را می‌سنجد.
- جریان نقدی آزاد؛ عبارت است از نقدینگی حاصل از عملیات کنونی منهای نقدینگی‌ای که به منظور رشد آتی صرف سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت و سرمایه در گردش می‌گردد (بریگام و هاتسون، ۲۰۱۳: ۳۲۰).
- نرخ ارز بهای خرید یا فروش؛ واحد پول خارجی به پول رایج کشور را نرخ ارز می‌گویند که در اینجا ارز خارجی دلار در نظر گرفته شده است.
- نسبت نقدینگی؛ که از تقسیم پول نقد و معادل‌های نقدی و اوراق بهاداری که به راحتی قابل تبدیل به وجه نقد هستند، بر بدهی‌های جاری، به دست می‌آید.

جدول ۳. متغیرهای پژوهش

نوع متغیر	شاخص اندازه‌گیری	نماد
وابسته	بازده دارایی‌ها	ROA
	انحراف معیار بازده سهم	STD
مستقل	هرفیندال	DIV
کنترل	دارایی	SIZ
	حاشیه سود	MAR
	گردش دارایی‌ها	TUR
	نسبت مالکانه	MUL
	جریان نقدی آزاد	FRE
	نرخ ارز	DOL
	نسبت نقدینگی	LIQ

تمام داده ها از منابع معتبری همچون کدال، رهاورد نوین، مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران و نرم افزار tseclient جمع آوری شده اند.

در این تحقیق رابطه تنوع با عملکرد و ریسک، به کمک روش رگرسیون چندگانه سنجیده شده است. از آنجا که داده های چندساله آزمون می شوند، از پانل دیتا استفاده شده است. تحلیل داده های تابلویی یا داده های طولی یکی از پویاترین و نوآورترین موضوعات در اقتصادسنجی است؛ زیرا داده های تابلویی محیطی غنی برای توسعه روش های تخمین و نتایج تئوریک به وجود می آورند. به زبان عملی تر، محققان توانسته اند همزمان داده های سری زمانی یا مقطعی را برای حل مسائل به کار ببرند که در گذشته این کار امکان پذیر نبود. مزیت کلی داده های تابلویی نسبت به مقطعی این است که به محققان اجازه انعطاف زیادی در مدل سازی تفاوت رفتار بین افراد (مقاطع) می دهد (گرین، ۲۰۱۰: ۳۴۶-۳۴۴).

مدل های مختلف داده های تابلویی می توانند بدین صورت دسته بندی شوند: رگرسیون تلفیقی<sup>۱</sup>، اثرات ثابت<sup>۲</sup>، تأثیرات احتمالی<sup>۳</sup> و پارامترهای تصادفی<sup>۴</sup>. برای انتخاب نوع مدل، آزمون های چاو<sup>۵</sup> و هاسمن<sup>۶</sup> اجرا شده است. آزمون چاو رویکردی است که تعیین می کند آیا براساس تقسیم نمونه به دو قسمت، مدل رگرسیون تا اندازه ای تغییر در رفتار (شکست ساختاری) را تبیین می کند یا خیر. این آزمون فرض می کند که نقطه شکست شناخته شده است (بروکز، ۲۰۱۴: ۶۸۱). آزمون هاسمن نیز، آزمونی است که تعیین می کند آیا با یک متغیر به صورت برونزا<sup>۷</sup> رفتار شود یا اینکه محقق باید یک معادله ساختاری مجزا برای متغیر تعیین کند. همچنین آزمون هاسمن مشخص می کند که از میان دو رویکرد اثرات تصادفی یا اثرات ثابت، کدامیک برای پانل دیتا ضروری است (بروکز، ۲۰۱۴: ۶۸۵).

### یافته های پژوهش

در این بخش نگاه کلی به داده های توصیفی شده است. جدول ۴ آمارهای توصیفی را نشان می دهد که در آن میانگین، انحراف معیار، میانه، کمینه، بیشینه و چولگی متغیرها درج شده است.

- 
1. Pooled regression
  2. Fixed effects
  3. Random effects
  4. Random Parameters
  5. Chow test
  6. Hausman test
  7. Exogenous

جدول ۴. آمارهای توصیفی متغیرها

دارایی	تنوع	انحراف معیار	ROA	
۱۸۲۹۰۱۱۷	-/۴۹۱۹۳۸	۲۱/۸۰۵۲۷	۱۰/۵۱۰۰۳	میانگین
۴۹۷۶۹۸۱	-/۵۸۰۰۰۰	۱۵/۸۹۰۰۰	۶/۸۱۷۵۵۸	میانه
۱۸۹۹۲۵۵۱۲	-/۸۸۰۰۰۰	۱۱۶/۶۰۰۰	۴۷/۰۴۲۴۰	بیشینه
۸۱۷۹۹/۰۰	-/۰۰۰۰۰۰	۴/۸۲۰۰۰۰	-۳/۷۴۲۸۰۹	کمینه
۳۲۶۳۰۶۶۴	-/۲۸۳۶۱۳	۱۷/۰۳۹۰۱	۱۰/۸۲۲۹۵	انحراف معیار
۲/۸۵۸۶۷۰	-/۵۲۲۴۲۵	۲/۲۱۵۰۹۰	۱/۰۱۸۰۱۵	چولگی
۱۱/۴۹۴۸۱	۱/۸۷۷۱۳۸	۱۰/۲۴۶۷۸	۳/۴۸۴۲۶۶	کشیدگی
۵۶۳/۵۶۷۳	۱۲/۶۴۴۸۵	۳۸۷/۷۶۵۰	۲۳/۱۷۷۱۲	جارك برا
-/۰۰۰۰۰۰	-/۰۰۰۱۷۹۶	-/۰۰۰۰۰۰	-/۰۰۰۰۰۰۹	احتمال

برای تحلیل داده‌ها از تحلیل پانلی استفاده شد و به منظور انتخاب بین روش‌های تلفیقی، اثرات ثابت و اثرات تصادفی نیز، آزمون چاو و هاسمن اجرا گردید.

### تأثیر تنوع بر عملکرد مالی

مدل مفروض برای سنجش تأثیر تنوع بر عملکرد به صورت زیر است:

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DIV_{it} + \alpha_2 SIZ_{it} + \alpha_3 MAR_{it} + \alpha_4 TUR_{it} + \alpha_5 MUL_{it} + \alpha_6 FRE_{it} + \alpha_7 DOL_{it} + \alpha_8 LIQ_{it} \quad (\text{رابطه ۷})$$

به منظور سنجش اینکه آیا رگرسیون تلفیقی برای مدل فوق مناسب است، از آزمون F لیمر (چاو) استفاده شده است. آزمون مقدار احتمال ۰/۰۰۶۸ را نشان می‌دهد، پس فرض صفر رد می‌شود، یعنی مدل بدون اثرات مناسب نیست.

جدول ۵. آزمون F لیمر برای انتخاب مدل مناسب (مدل با اثرات ثابت یا بدون اثرات)

احتمال	درجه آزادی	آماره	آزمون تأثیرات
۰/۰۶۶۳	(۳۶۱۱۷)	۲/۴۶۴۶۸۳	آزمون مقاطع F
۰/۰۰۶۸	۳۶	۶۰/۲۶۸۳۲۶	مربع کای مقطع

آزمون هاسمن آزمونی است که تعیین می‌کند آیا با یک متغیر به صورت برون‌زا رفتار شود یا باید یک معادله ساختاری مجزا برای متغیر تعیین شود. آزمون هاسمن مقدار احتمال ۰/۰۰۳۹ را

۱۸۴ ————— تأثیر تنوع بخشی پرتفوی شرکت های هلدینگ بر عملکرد مالی ...

نشان می دهد، پس فرض صفر رد می شود، یعنی مدل با اثرات ثابت مناسب است. نتایج برآورد مدل با اثرات ثابت در جدول ۶ خلاصه شده است.

جدول ۶. آزمون هاسمن برای انتخاب مدل مناسب (مدل با اثرات ثابت یا مدل با اثرات تصادفی)

احتمال	درجه آزادی مربع کای	آماره مربع کای	خلاصه آزمون
۰/۰۰۳۹	۸	۲۲/۶۲۷۶۷۴	مقاطع تصادفی

به منظور بررسی معناداری مدل، آزمون F به اجرا درآمد. مقدار معناداری آزمون F برابر ۰/۰۰۰۰۰۰ است. مقدار مذکور کمتر از ۰/۰۵ به دست آمده، پس فرض صفر آزمون F در سطح معناداری ۰/۹۵ رد می شود، یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنادار است.

جدول ۷. برازش مدل با اثرات ثابت

روش: Pooled Least Squares				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
تنوع	۲/۱۴۱۳۷	۷/۷۸۹۲۲۶	۲/۷۱۴۱۸۱	۰/۰۰۷۶
اندازه	-۶/۵۵×۱۰ <sup>-۸</sup>	۶/۱۶×۱۰ <sup>-۸</sup>	-۱/۰۶۴۱۴۳	۰/۲۸۹۵
حاشیه سود	۰/۰۰۰۱۴۲	۰/۰۰۰۱۸۰	۰/۷۹۰۰۱۰	۰/۴۳۱۱
گردش دارایی ها	۳۴/۳۹۰۷۷	۷/۴۸۳۴۰۱	۴/۵۹۵۶۰۷	۰/۰۰۰۰
نسبت مالکانه	-۱/۱۱۸۹۵۰	۰/۲۳۶۹۶۵	-۴/۷۲۱۹۹۹	۰/۰۰۰۰
جریان نقدی آزاد	۶/۴۵×۱۰ <sup>-۷</sup>	۵/۸۱×۱۰ <sup>-۷</sup>	۱/۱۱۰۶۹۱	۰/۲۶۹۰
نرخ ارز	-۰/۰۰۰۱۰۸	۹/۳۰×۱۰ <sup>-۵</sup>	-۱/۱۵۹۹۸۷	۰/۲۴۸۴
نسبت نقدینگی	۱/۱۰۱۷۱۵	۰/۸۷۵۸۳۰	۱/۲۵۷۹۰۹	۰/۲۱۰۹
عرض از مبدأ	-۰/۰۷۴۸۸۲	۴/۳۴۸۳۳۰	۰/۰۱۷۲۲۱	۰/۹۸۶۳
مشخصات اثرات				
ضریب تعیین	۰/۵۵۹۹۱۰	میانگین متغیر وابسته	۹/۹۷۳۹۴۸	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۹۴۴۰۶	انحراف معیار متغیر وابسته	۱۰/۹۱۰۳۸	
خطای استاندارد رگرسیون	۸/۴۹۰۴۵۰	معیار اطلاعاتی آکائیکه	۷/۳۴۵۸۹۴	
مجموع مربع باقی مانده	۸۴۳۴/۲۶۶	معیار شوارتز	۸/۲۰۳۵۶۰	
لگاریتم درستنمایی	-۵۵۰/۰۱۷۴	معیار هانان - کوئین	۷/۶۹۴۱۲۰	
آماره F	۳/۳۸۳۰۵۹	آماره دوربین واتسون	۲/۶۶۹۱۵۷	
احتمال (آماره F)	۰/۰۰۰۰۰۰			

متغیر وابسته: ROA  
 متغیر مستقل: تنوع  
 تعداد مقاطع: ۳۷  
 نمونه: ۱۳۹۰ - ۱۳۹۴  
 مشاهدات: ۵  
 کل تعداد مشاهدات نامتوازن: ۱۶۲

ضریب تعیین (۰/۵۵) نشان می‌دهد که ۵۵ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌شود. مقدار آماره دوربین واتسون ۲/۶۶ است. در تحلیل رگرسیون به‌خصوص زمانی که متغیرها در طول یک فاصله زمانی مطالعه می‌شوند، ممکن است تغییر داده‌ها در طول زمان از الگوی خاصی پیروی کند. برای تشخیص این الگو از آزمون دوربین واتسون استفاده می‌شود. در رگرسیون، در مواقعی که رفتار متغیر وابسته در یک بازه زمانی بررسی می‌شود، ممکن است با مشکل مستقل نبودن خطاها مواجه شویم، به این نوع ارتباط در داده‌ها خودهمبستگی می‌گویند. مقدار این آماره باید نزدیک به ۲ باشد.

ضرایب متغیرهای مستقل و عرض از مبدأ با آماره‌های  $t$  برآورد شده است. آماره  $t$  و ضریب برای تنوع با مقدارهای ۰/۰۰۷۶ و ۲۱/۱۴۱۳۷ نشان می‌دهد که تنوع و بازده دارایی‌ها رابطه مستقیم شایان توجهی دارند.

### تأثیر تنوع بر ریسک

مدل مفروض در قالب رابطه ۸ نشان داده شده است.

$$STD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DIV_{it} + \alpha_2 SIZ_{it} + \alpha_3 MAR_{it} + \alpha_4 TUR_{it} + \alpha_5 MUL_{it} + \alpha_6 FRE_{it} + \alpha_7 DOL_{it} + \alpha_8 LIQ_{it} \quad \text{رابطه ۸}$$

برای سنجش اینکه آیا رگرسیون تلفیقی برای مدل فوق مناسب است یا خیر، از آزمون چاو استفاده شده است. نتیجه آزمون مقدار احتمال ۰/۱۵۳۹ را نشان می‌دهد، پس فرض صفر رد نمی‌شود؛ یعنی مدل بدون اثرات مناسب است که نتایج برآورد آن در جدول ۸ مشاهده می‌شود.

جدول ۸. آزمون لیمر برای انتخاب مدل مناسب (مدل با اثرات ثابت یا بدون اثرات)

آماره	درجه آزادی	آماره	تست اثرات
۰/۴۵۶۵	۳۰/۸۸	۱/۰۱۸۱۸۶	F مقاطع
۰/۱۵۳۹	۳۰	۳۷/۸۴۱۰۱۲	مربع کای مقاطع

به منظور بررسی معناداری مدل، آزمون F لیمر انتخاب شده است. مقدار معناداری آزمون F (برابر ۰/۰۰۰۵۸۴) از ۰/۰۵ کمتر است، پس فرض صفر آزمون F در سطح معناداری ۰/۹۵ رد می‌شود، یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنادار است. مقدار به دست آمده برای ضریب تعیین (۰/۲۰) نشان می‌دهد که ۲۰ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌شود. مقدار آماره دوربین واتسون ۱/۸۱ است. در رگرسیون، در مواقعی که رفتار متغیر وابسته در یک بازه زمانی بررسی می‌شود، ممکن است با مشکل خودهمبستگی مواجه شویم. مقدار این

آماره باید نزدیک به ۲ باشد که بر اساس نتایج مندرج در جدول ۹، مقدار آن ۱/۸۱ به دست آمده است، به این معنا که خطاها از هم مستقل هستند. ضرایب متغیرهای مستقل و عرض از مبدأ با آماره های t برآورد می شود. آماره t برای تنوع با مقدار ۰/۵۲۵۷ نشان می دهد ریسک با تنوع شرکت رابطه معنادار خطی ندارد.

جدول ۹. برازش مدل بدون اثرات

روش: Pooled Least Squares				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
تنوع	۳/۳۲۰۴۶۷	۵/۲۱۶۵۷۸	۰/۶۳۶۵۲۲	-۰/۵۲۵۷
اندازه	$-۷/۰۲ \times 10^{-۸}$	$۴/۸۹ \times 10^{-۸}$	-۱/۴۳۳۸۴۷	-۰/۱۵۴۳
حاشیه سود	۰/۰۰۰۳۱۳	۰/۰۰۰۳۰۱	۱/۰۳۸۰۶۴	۰/۳۰۱۴
گردش دارایی ها	-۴۰/۴۹۹۹۵	۱۲/۳۰۴۰۹	-۳/۲۹۱۵۸۵	۰/۰۰۱۳
نسبت مالکانه	۱/۲۹۳۳۰۶	۰/۳۹۴۷۳۰	۳/۲۷۶۴۳۵	۰/۰۰۱۴
جریان نقدی آزاد	$۱/۳۶ \times 10^{-۶}$	$۸/۷۱ \times 10^{-۷}$	۱/۵۶۷۳۹۸	-۰/۱۱۹۷
نرخ ارز	-۰/۰۰۰۴۴۶	۰/۰۰۰۱۷۴	۲/۵۷۱۲۷۶	-۰/۰۱۱۴
نسبت نقدینگی	-۱/۲۴۵۵۸۴	۲/۲۳۲۷۰۴	-۰/۵۵۷۸۸۱	-۰/۵۷۸۰
عرض از مبدأ	۱۵/۷۵۴۴۲	۵/۲۷۴۰۹۹	۲/۹۸۷۱۳۰	-۰/۰۰۳۴
ضریب تعیین	۰/۲۰۳۲۷۶	میانگین متغیر وابسته		۲۱/۸۳۳۳۶
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۴۹۲۶۱	انحراف معیار متغیر وابسته		۱۷/۱۳۷۲۶
خطای استاندارد رگرسیون	۱۵/۸۰۶۶۴	معیار اطلاعاتی آکاتیکه		۸/۴۲۶۹۶۶
مجموع مربع باقی مانده	۲۹۴۸۲/۲۷	معیار شوارتز		۸/۶۲۸۵۲۳
لگاریتم درستنمایی	-۵۲۶/۱۱۲۴	معیار هانان - کوئین		۸/۵۰۸۸۵۶
آماره F	۳/۷۶۳۳۲۲	آماره دوربین واتسون		۱/۸۱۸۹۴۶
احتمال (آماره F)	۰/۰۰۰۵۸۴			

مشاهدات: ۵

متغیر وابسته: انحراف معیار بازده سهم

تعداد مقاطع: ۳۱

نمونه: ۱۳۹۰ - ۱۳۹۴

کل تعداد مشاهدات نامتوازن: ۱۲۷

### آزمون مانایی داده‌ها

مانایی یک متغیر به این معناست که امید ریاضی و واریانس آن در طی زمان ثابت بوده و کوواریانس متغیر فقط به وقفه بستگی داشته باشد. مانا بودن متغیر، آن را قابل پیش‌بینی می‌کند. در صورت نبود این ویژگی در متغیرها، نمی‌توان به نتایج آزمون‌های آماری متعارف که بر پایه توزیع‌های  $F$ ،  $t$  و کای‌دو هستند، اطمینان کرد. با توجه به اینکه اندازه آماره برای همه متغیرها کمتر از  $0.05$  به دست آمده است، می‌توان ادعا کرد متغیرها مانا هستند.

جدول ۱۰. آزمون مانایی

متغیر	روش	آماره	احتمال	مقاطع	مشاهدات
بازده دارایی‌ها	آزمون لوین، لین و چو	-۲۳/۴۹۵۷	۰/۰۰۰۰	۳۲	۱۲۴
تنوع	آزمون لوین، لین و چو	-۶/۷۷۲۹۴	۰/۰۰۰۰	۳۲	۱۲۳
ریسک	آزمون لوین، لین و چو	-۵۸/۸۹۱۳	۰/۰۰۰۰	۲۵	۹۶
حاشیه سود	آزمون لوین، لین و چو	۱۲۹۶۱/۸	۰/۰۰۰۰	۳۰	۱۱۶
گردش دارایی‌ها	آزمون لوین، لین و چو	-۱۵/۹۱۶۷	۰/۰۰۰۰	۳۱	۱۲۰
نسبت مالکانه	آزمون لوین، لین و چو	-۱۰۳/۹۷۸	۰/۰۰۰۰	۳۲	۱۲۴
جریان نقدی آزاد	آزمون لوین، لین و چو	-۱۲۲۸/۸۵	۰/۰۰۰۰	۳۶	۱۴۲
نرخ ارز	آزمون لوین، لین و چو	-۳/۵۳۰۳۱	۰/۰۰۰۲	۳۷	۱۴۸
نسبت نقدینگی	آزمون لوین، لین و چو	-۲۲۹۱/۳۶	۰/۰۰۰۰	۳۱	۱۲۰

### نتیجه‌گیری

در این تحقیق تنوع، متغیر مستقل بوده و با شاخص هرفیندال سنجیده شده است و اندازه شرکت که با کل دارایی سنجیده می‌شود، متغیر کنترل در نظر گرفته شده است. عملکرد و ریسک به ترتیب با استفاده از ROA و انحراف معیار بازده سهم اندازه‌گیری شده‌اند. با استفاده از رگرسیون چندگانه و پانل داده نیز به برآورد مدل‌ها اقدام شد.

$$ROA_{it} = 0.07 + 21.14 DIV_{it} - 6.55 \times 10^{-8} OSIZ_{it} + 1.42 \times 10^{-4} MAR_{it} + 34.39 TUR_{it} - 1.12 MUL_{it} + 6.45 \times 10^{-7} FRE_{it} + 1.08 \times 10^{-4} DOL_{it} + 1.10 LIQ_{it}$$

مقدار آماره F مدل  $0/000000$  به دست آمد که نشان می دهد مدل شایان توجهی است. احتمال آزمون t برای متغیر تنوع برابر با  $0/0076$  و ضریب آن برابر  $21/14$  به دست آمد، پس در سطح اطمینان ۹۵ درصد، بین تنوع و بازده دارایی ها رابطه خطی مستقیم وجود دارد.

$$STD_{it} = 15.75 + 3.32DIV_{it} - 7.32 \times 10^{-8}SIZ_{it} + 3.32 \times 10^{-4}MAR_{it} \\ - 40.49TUR_{it} + 1.29MUL_{it} + 1.36 \times 10^{-6}FRE_{it} + 4.46 \\ \times 10^{-4}DOL_{it} - 1.24LIQ_{it}$$

آماره F مدل  $0/000584$  به دست آمده است که نشان می دهد مدل شایان توجهی است. اندازه احتمال آزمون t برای متغیر تنوع برابر با  $0/5257$  است، پس در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین تنوع و ریسک رابطه خطی وجود ندارد.

### پیشنهادها

امروزه شرکت ها به دلایل متفاوتی استراتژی تنوع را برمی گزینند. نویسندگانی که این دلایل را از دیدگاه اقتصادی بررسی کرده اند، برخی از این دلایل را منطقی و برخی را غیرمنطقی می دانند. برای مثال، مورک، شلیفر و ویشنی (۱۹۹۰) ادعا کرد که مدیران استراتژی تنوع را برمی گزینند؛ زیرا به جای اغنای اهداف شرکت، اهداف شخصی خود را دنبال می کنند. شلیفر و ویشنی (۱۹۸۹) معتقدند مدیران به تنوع تمایل دارند؛ زیرا به آن همچون سرمایه گذاری شخصی می نگرند تا به حقوق بالاتر و آزادی بیشتری در سیاست های استراتژیک دست یابند. به صورت مشابه امپهود و لیو (۱۹۸۱) بیان کردند که مدیران ممکن است به تنوع تمایل داشته باشند تا بتوانند ریسک بیکاری خود را کاهش داده و اعتبار حرفه ای خود را افزایش دهند. به منظور کاهش خطر این استراتژی های کاهش دهنده، ارزش شرکت پیشنهاد شده است که باید مالکیت بخش معتناهی از شرکت را در اختیار داشته باشند (جنسون، ۱۹۸۶ و شیفلر و ویشنی، ۱۹۸۹). تراتوین (۱۹۹۰) هفت تئوری را بدین صورت معرفی کرده است: کارایی، انحصاری، ارزش، ساختن امپراتوری، فرایند، مهاجم و اخلال،

تراتوین (۱۹۹۰) استدلال کرده است که تئوری های ارزش، ساختن امپراتوری و فرایند، بیش از بقیه پذیرفته شده اند. وی اضافه می کند که غالب ترین تئوری یعنی تئوری کارایی، اعتبار محدودی به دست آورده است (بالدوین، بکستید، گالاتلی و پیترز، ۲۰۰۰). تحقیق حاضر نشان می دهد تنوع، تأثیر مثبتی بر عملکرد دارد و در صورتی که مدیران به صرف امید به ساختن امپراتوری و منافع شخصی به استراتژی تنوع اقدام نکنند و طی انتخاب استراتژی به صورت عقلایی شرایط را بررسی کنند، می تواند موجب افزایش بازده دارایی های شرکت شود.



### فهرست منابع

- اسدی، م.، جلالی، س. ح. (۱۳۹۴). قدرت تنوع بخشی و راهبری در صد و پنجاه شرکت بزرگ ایران. گزارش سالانه، گروه صنعتی و پژوهشی آریانا.
- تهرانی، ر.، بابایی زکیکی، م. ع.، کریمی، ک. (۱۳۸۷). تأثیر استراتژی تنوع بر عملکرد مالی شرکت های تولیدی عضو بورس اوراق بهادار. *تحقیقات مالی*، ۱۰ (۳۵)، ۴۰-۲۱.
- تهرانی، ر.، واحد احمدیان، ه. (۱۳۸۵). بررسی رابطه بین تنوع محصولات با ریسک و بازدهی سهام شرکت های تولیدی بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهشنامه بازرگانی*، ۱۰ (۳۸)، ۱۸۷-۲۱۲.
- تقی زاده یزدی، ر.، فلاح پور، س.، احمدی مقدم، م. (۱۳۹۵). انتخاب پرتفوی بهینه با استفاده از برنامه ریزی فراآرمانی و برنامه ریزی آرمانی ترتیبی توسعه یافته. *تحقیقات مالی*، ۱۸ (۴)، ۶۱۲-۵۹۱.
- Amihud, Y. & Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *The bell journal of economics*, 12(2), 605-617.
- Ansoff, H. I. (1958). A model for diversification. *Management Science*, 4(4), 392-414.
- Ansoff, H. I. (1965). *Corporate strategy: business policy for growth and expansion*. McGraw-Hill Book.
- Arnould, R. J. (1969). *Conglomerate growth and public policy*. Economics of Conglomerate Growth, Oregon State University Department of Agricultural Economics, Corvallis, OR, 72-80.
- Asadi, M. & Jalali, H. (2015). Diversification and Governance in one hundred and fifty great Iranian compaies. *Annual report. (in Persian)*
- Baldwin, J. R., Beckstead, D., Gellatly, G. & Peters, A. (2000). *Patterns of corporate diversification in Canada: An empirical analysis*. Available in: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.244523>.
- Bettis, R. A. (1981). Performance differences in related and unrelated diversified firms. *Strategic Management Journal*, 2(4), 379-393.
- Brigham, E. F. & Houston, J. F. (2012). *Fundamentals of financial management*. Boston: Cengage Learning.
- Brooks, C. (2014). *Introductory econometrics for finance*. Cambridge university press.
- Chakrabrati, A., Singh, K. & Mahmood, I. (2007). Diversification and performance: evidence from East Asian firms. *Strategic Management Journal*, 28 (2), 101-120.

- Christensen, H. K. & Montgomery, C. A. (1981). Corporate economic performance: Diversification strategy versus market structure. *Strategic Management Journal*, 2(4), 327-343.
- Delbufalo, E., Poggesi, S. & Borra, S. (2016). Diversification, family involvement and firm performance: Empirical evidence from Italian manufacturing firms. *Journal of Management Development*, 35(5), 663-680.
- Galai, D. & Masulis, R. W. (1976). The option pricing model and the risk factor of stock. *Journal of Financial economics*, 3(1), 53-81.
- Gort, M. (1962). *Diversification and integration in American industry*. NBER Books.
- Green, W. (2012). *Econometric analysis*, Edinburgh: Pearson Education.
- Higgins, R. C. & Schall, L. D. (1975). Corporate bankruptcy and conglomerate merger. *The Journal of Finance*, 30(1), 93-113.
- Jauch, L. R. & Glueck, W. F. (1988). *Business policy and strategic management*. Frankfurt: McGraw-Hill.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Johnson, G. & Scholes, K. (1999). *Exploring Corporate Strategy – Text and Cases*. (5th ed). Prentice Hall, New York
- Lang, L. H. & Stulz, R. M. (1993). Tobin's q, corporate diversification and firm performance. *NBER Working Paper*, No. w4376. Available at: <https://ssrn.com/abstract=227019>
- Leslie, E.P., Laura, B.C. & Miller, C.C. (2000). Curvilinearity in the diversification-performance linkage: An examination of over three decades of research. *Strategic management journal*, 21(2), 155-174.
- Levy, H. & Sarnat, M. (1970). Diversification, portfolio analysis and the uneasy case for conglomerate mergers. *The journal of finance*, 25(4), 795-802.
- Lewellen, W. G. (1971). A pure financial rationale for the conglomerate merger. *The journal of Finance*, 26(2), 521-537.
- Markham, J. W. (1973). *Conglomerate enterprise and economic performance*. Cambridge: Harvard University Press
- Markides, C. C. & Williamson, P. J. (1994). Related diversification, core competences and corporate performance. *Strategic Management Journal*, 15(S2), 149-165.

- Martin, J. D., & Sayrak, A. (2003). Corporate diversification and shareholder value: a survey of recent literature. *Journal of corporate finance*, 9(1), 37-57.
- Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1990). Do managerial objectives drive bad acquisitions? *The Journal of Finance*, 45(1), 31-48.
- Nayyar, P. R. (1992). On the measurement of corporate diversification strategy: Evidence from large US service firms. *Strategic Management Journal*, 13(3), 219-235.
- Nippa, M., Pidun, U. & Rubner, H. (2011). Corporate portfolio management: Appraising four decades of academic research. *The Academy of Management Perspectives*, 25(4), 50-66.
- Pearce, J. A. & Robinson, R. B. (1994). *Strategic Management: Formulation, Implementation and control*. Burr Ridge. I11: Irwin
- Raei, R., Tehrani, R. & Farhangzadeh, B. (2015). A Study on Relationship between Diversification Strategy, Firm Performance and Risk: Evidence from Tehran Stock Exchange. *International Journal of Business and Social Science*, 6(1), 62-69.
- Reed, R. & Luffman, G. A. (1986). Diversification: The growing confusion. *Strategic Management Journal*, 7(1), 29-35.
- Roshandel Arbatani, T., Shirvani Naghani, M. (2015). Introduction of a Model for Improving the Financial Performance of the Organization, with an Emphasis on the Role of “Human Resources Composition” and “Management Stability”. *Journal of Financial Research*, 17 (2), 199-218. (in Persian)
- Ross, S. A., Westerfield, R., & Jordan, B. D. (2013). *Fundamentals of corporate finance*. McGraw-Hill Education, New York.
- Rumelt, R. P. (1974). *Strategy, structure, and economic performance*. Cambridge: Harvard University Press.
- Rumelt, R.P. (1982). Diversification strategy and profitability. *Strategic management journal*, 3(4), 359-369.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of financial economics*, 25(1), 123-139.
- Taghizadeh Yazdi, M. R., Fallahpour, S. & Ahmadi Moghaddam, M. (2016). Portfolio selection by means of Meta-goal programming and extended lexicograph goal programming approaches. *Journal of Financial Research*, 18 (4), 591-612. (in Persian)

- Tehrani, R. & Zakiki, M. & Karimi, K. (2007). The Effect of Diversification Strategy on the Financial Performance of the Manufacturing Companies of Tehran Securities Bourse. *Journal of Financial Research*, 9(4), 21-40. (in Persian)
- Tehrani, R., Vahed Ahmadian, H. (2006). Considering relationship between product diversification, risk and return in Tehran Stock Market. *Iranian Journal of Trade Studies*, 10(38), 187-212. (in Persian)
- Trautwein, F. (1990). Merger motives and merger prescriptions. *Strategic management journal*, 11(4), 283-295.