

ارتباط تنوع بخشی شرکتی با ارزش شرکت

علی رحمانی، اشیم احمدی^۲

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۲/۰۲

تاریخ پذیرش: ۹۵/۰۵/۳۱

چکیده

با توجه به افزایش رقابت جهانی و شرایط پیچیده محیط کسب و کار، شرکت‌ها به منظور استفاده از مزایای هم‌افزایی اقدام به متنوع سازی کسب و کار خود می‌نمایند. طی دهه ۱۹۵۰ و ۱۹۶۰ تعداد زیادی از شرکت‌ها به امید دستیابی به مزایای تنوع بخشی اقدام به متنوع سازی کسب و کار خود نمودند. تئوری‌های توسعه یافته تا اواخر دهه ۱۹۷۰ به طور کلی تنوع بخشی را فعالیتی مفید قلمداد کردند، در حالی که پژوهش‌های صورت گرفته پس از این دوران با اشاره به هزینه‌های این اقدام، عمدتاً تنوع بخشی را فعالیتی قلمداد کردند که منجر به کاهش ارزش شرکت‌ها می‌شود. این دیدگاه صفر و یکی چندان دوام نیاورد و مطالعات بعدی نشان داد که تنوع بخشی به خودی خود ارزش آفرین یا کاهنده ارزش نیست، بلکه تأثیر آن بر ارزش، از شرکتی به شرکت دیگر متفاوت است و شرایط مختلف اقتصادی، صنعتی و ساختارهای حاکمیتی بر ارزش این استراتژی تأثیرگذار است. بنابراین نگرش مطلق به این استراتژی صحیح به نظر نمی‌رسد. به طور کلی اثربخشی این استراتژی به این امر بستگی دارد که آیا منافع تنوع بخشی بیش از هزینه‌های این اقدام است یا خیر؟ در این مقاله تلاش می‌شود پژوهش‌های صورت گرفته در خصوص تنوع بخشی شرکتی مرور و انگیزه شرکت‌ها برای اقدام به تنوع بخشی و تأثیر این اقدام بر ارزش شرکت‌ها مورد بررسی قرار گیرد.

واژه‌های کلیدی: تنوع بخشی شرکتی، کسر، ارزش شرکت، بازارهای سرمایه‌ی داخلی.

طبقه‌بندی موضوعی: M41

کد DOI مقاله: 10.22051/ijar.2017.9437.1101

۱ گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء، تهران، ایران (rahmani@alzahra.ac.ir)
۲ دانشجوی دکتری دانشگاه الزهراء (س)، (نویسنده مسئول)، (sh.ahmadi90@yahoo.com)

مقدمه

در شرایط پیچیده کسب و کار در حال حاضر، عواملی نظیر رقابت و جهانی شدن، ناپایداری محیط‌های بازار، کاهش تصدی دولت‌ها، رشد طبیعی شرکت‌ها و بنگاه‌ها و تلاش آنان برای کسب سهم بیشتری از بازار و نیز امکان ورود به فعالیت‌های جدید و سودآور موجب شده است که مقوله ادغام و گروهی شدن بنگاه‌ها در قالب شرکت‌های مادر نه تنها در کشورهای توسعه یافته، بلکه در کشورهای در حال توسعه نیز متداول و رایج شود. سازمان‌های توانمند به منظور استفاده بهینه از توانمندی‌های بنگاه‌ها، افزایش کارایی مدیریت، کاهش هزینه‌ها، ارزش آفرینی، بهره‌گیری از مزیت‌های نسبی و نیز مصون‌سازی سرمایه‌گذاری، فعالیت‌های خود را به صورت هلدینگ درمی‌آورند، تا به این ترتیب ضمن چیره شدن بر مشکلات خود و تداوم حیات به رقابت در سطوح بالاتر در عرصه جهانی پردازند و از مزایای هم‌افزایی استفاده نمایند. هم‌افزایی یا سینرژی، تعامل دو یا بیش از دو عنصر یا جریان است، به گونه‌ای که اثر ترکیبی آن‌ها از مجموع اثر تک‌تک آن‌ها بیشتر باشد (بابایی، ۱۳۸۴).

در طی دهه ۱۹۵۰ تا ۱۹۶۰ شرکت‌های زیادی به تنوع‌بخشی روی آوردند. این روند اواخر دهه ۱۹۶۰ همگام با موج ادغام و تحصیل‌ها به اوج خود رسید، اما طی سال‌های ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۵ برعکس شد. در این دوره ۱۵ ساله تحقیقاتی صورت گرفت که نشان‌دهنده ارزش آفرینی برای تخصص‌گرایی بود (برگر، افک، ۱۹۹۵). در هر حال روند کلی که در جهان مشاهده می‌شود، روند رو به رشد شرکت‌های متنوع است، به طوری که در سال ۲۰۰۰ تعداد ۲۰۰۰۰۰ شرکت با کسب و کارهای چندگانه در جهان به فعالیت مشغول بوده‌اند. این تعداد در سال ۲۰۰۵ به بیش از ۵۰۰۰۰۰ شرکت رسیده است (عابدی، رادفر، ۱۳۸۸). در نیمه‌ی آخر قرن بیستم به دلیل آسیب‌پذیر شدن شرکت‌های تخصصی در برابر تغییرات سریع و غیرمنتظره محیط، تنوع‌بخشی به مبنایی ضروری برای رشد و بقای شرکت‌ها تبدیل شد (تهرانی، احمدیان، ۱۳۸۵). با توجه به افزایش روزافزون تعداد شرکت‌های متنوع در سطح جهان ضروری به نظر می‌رسد در خصوص ارزش آفرینی این نوع از کسب و کارها بررسی‌هایی صورت پذیرد.

بر اساس آمارهای ارائه شده توسط سازمان مدیریت صنعتی برای سال مالی ۹۲، شرکت صنایع پتروشیمی خلیج فارس با ارزشی معادل ۴۰۴۵۰۱ میلیارد ریال، از نظر ارزش بازار، بزرگ‌ترین هلدینگ کشور محسوب می‌شود. شرکت فولاد مبارکه اصفهان و مخابرات ایران نیز به ترتیب

در رده‌ی دوم و سوم قرار می‌گیرند. در ایران در خصوص استراتژی‌های شرکت‌های چند رشته‌ای و سایر بحث‌های مدیریتی این شرکت‌ها مقالاتی نگاشته شده است، اما متأسفانه در حوزه‌ی حسابداری در این زمینه کمتر مقاله‌ای به چشم می‌خورد. یکی از نگرانی‌های اصلی محققان حوزه‌ی استراتژی در سطح شرکت‌های چند رشته‌ای اتخاذ الگویی مناسب برای مدیریت شرکت‌های تابعه‌ی خود به‌منظور بررسی سودآوری این شرکت‌ها می‌باشد که ضروری است محققان حوزه‌ی حسابداری به بررسی کمی این مهم بپردازند.

در این مقاله پس از معرفی استراتژی تنوع‌بخشی و انواع آن، تأثیر این اقدام بر ارزش شرکت‌ها بررسی خواهد شد. در ادامه تئوری‌های این حوزه و منافع و هزینه‌های تنوع‌بخشی نیز مورد بررسی قرار می‌گیرد. در آخر هم تأثیر چرخه‌های تجاری بر شرکت‌های متنوع مورد بحث قرار خواهد گرفت.

تعاریف مختلف تنوع‌بخشی

تنوع‌بخشی و توسعه کسب‌وکار در ادبیات این حوزه دسته‌بندی‌های متفاوتی دارد. برخی تنوع‌بخشی را به وجود بخش‌های زیرمجموعه واحد تجاری (طبق استاندارد گزارشگری بخش‌ها) نسبت داده‌اند، و یا شرکت‌های متنوع را شرکت‌هایی در نظر گرفته‌اند که دارای شرکت‌های زیرمجموعه هستند و برخی دیگر استراتژی تنوع‌بخشی را از دیدگاه تنوع محصولات بررسی کرده‌اند. نگراره زیر تعاریف مختلف تنوع‌بخشی را از دیدگاه محققان حوزه‌ی استراتژی خلاصه می‌کند.

نگاره (۱): تعاریف مختلف تنوع‌بخشی

منبع	تعریف
آنسف (۱۹۵۸)	استراتژی جدید کسب‌وکار برای ورود خطوط تولید جدید و بازارهای جدید.
پیتس و هوپکینز (۱۹۸۲)	ورود یک شرکت به بازارهای جدید با استفاده از تولید محصولات جدید با استفاده از منابع جدید.
پارک و جین (۲۰۱۱)	شروع فعالیت شرکت در بازارهایی که شرکت قبلاً در آن بازارها نبوده است.
راگوناتان (۱۹۹۵)	حدی که مؤسساتی با فعالیت‌های مختلف به‌طور هم‌زمان فعالیت می‌کنند.
کنی (۲۰۰۹)	تفاوت بین کسب‌وکارهای داخلی یک شرکت.

منبع (خدامرادی، ناظم، جلیلیان، ۲۰۱۲)

هلدینگ‌ها نیز گونه‌ای خاص از شرکت‌های متنوع هستند. هلدینگ به سازمان‌هایی اطلاق می‌شود که شماری از شرکت‌ها یا نهادهای دیگر را تحت پوشش یا مالکیت خود دارند و گاهی از آن‌ها با نام‌های ستاد، دفتر مرکزی، شرکت سرمایه‌گذاری، بنگاه، گروه، شرکت مادر تخصصی، شرکت فراگیر و مانند آن‌ها یاد می‌شود. اساساً شرکت‌های هلدینگ به دو قسم طبقه‌بندی می‌شوند:

۱- شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا مالی که صرفاً سهام شرکت‌های دیگر را با انگیزه سودآوری، خرید و فروش می‌کنند. این شرکت‌ها علاقه‌ای به مدیریت شرکت‌های مزبور و تعهدی برای حفظ و نگهداری سهام آن‌ها ندارند. به عبارتی ممکن است با نوسانات قیمت سهام مالکیت خود را به سایرین واگذار نمایند.

۲- شرکت‌های مادر که اصولاً اداره شرکت‌های تابعه را تعقیب می‌کنند. این شرکت‌ها سعی می‌کنند با افزایش میزان سهام خود در شرکت‌های تابعه، مدیریت آن‌ها را در اختیار بگیرند (بابایی ۱۳۸۳).

تنوع‌بخشی و ارزش شرکت‌ها

در ابتدای امر دیدگاه غالب میان اصحاب دانشگاه این بود که تنوع‌بخشی برای شرکت‌ها ارزش‌آفرین است. بنابراین سهامداران از این اقدام منتفع می‌شوند (لولن، ۱۹۷۱)، اما بررسی‌های تجربی محققان به نتایج متفاوت و متضادی دست یافت. تا اوایل این قرن تفکر غالب بین محققان این بود که تنوع‌بخشی شرکتی به‌طور متوسط برای شرکت‌ها کسری^۱ (زیان) به همراه دارد، درحالی‌که در دهه‌های اخیر توافق مشخصی بر سر وجود صرف یا کسر وجود نداشته است (اردورف، هارتمن، هنریچ، متس ۲۰۱۳). لولن در سال ۱۹۷۱ و برگر و افک در سال ۱۹۹۵ جزو نخستین افرادی بودند که در زمینه‌ی تنوع‌بخشی دست به مطالعات تجربی زدند.

برگر و افک به دنبال بررسی اثربخشی تنوع‌بخشی شرکتی، برای شرکت‌های متنوع کسر (زیان) ثبت کردند. به این معنا که شرکت‌های متنوع در مقایسه با شرکت‌های تک‌بخشی هم‌اندازه‌ی خود عملکرد ضعیف‌تری دارند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که یکی از علل کسر مشاهده شده در شرکت‌های متنوع، سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد است. به این صورت که منابع شرکت به شکلی ناکارا به بخش‌هایی تخصیص یافته که عملکرد ضعیف‌تری داشته‌اند. همچنین

میزان کسر مشاهده شده با تعداد بخش‌های شرکت ارتباط منفی دارد؛ به این معنا که هرچه تعداد بخش‌ها بیشتر می‌شود کسری (زیان) تنوع‌بخشی افزایش می‌یابد. از طرفی هرچه تعداد بخش‌های مرتبط بیشتر باشد زیان تنوع‌بخشی کاهش می‌یابد (برگر، افک، ۱۹۹۵). تحقیقات حوزه‌ی تنوع‌بخشی به‌منظور بررسی وجود صرف یا کسری ارزش ناشی از تنوع‌بخشی، به پیروی از لنگ و استولز (۱۹۹۴) از نسبت کیوتوین استفاده کرده‌اند، یا با الهام از روش برگر و افک (۱۹۹۵) از روش مازاد ارزش، بهره‌برده‌اند و یا اینکه از دو معیار اصلی راملت (۱۹۸۲) یعنی نسبت تخصصی بودن و نسبت مرتبط بودن استفاده کرده‌اند. نسبت تخصصی بودن عبارت است از نسبت درآمد حاصل از بزرگ‌ترین کسب‌وکار شرکت به کل درآمد شرکت در یک سال مشخص و نسبت مرتبط بودن عبارت است از نسبت درآمد حاصل از بزرگ‌ترین گروه فعالیت مرتبط شرکت به کل درآمد شرکت در یک سال مشخص (راملت، ۱۹۸۲). لنگ و استولز با مقایسه‌ی نسبت کیوتوین بین شرکت‌های تک‌بخشی و شرکت‌های چندبخشی دریافتند که مقدار این نسبت برای شرکت‌های چندبخشی کمتر است. برگر و افک نیز با استفاده از روش معروف خود موسوم به روش مازاد ارزش، با بررسی شرکت‌های آمریکایی به این نتیجه رسیدند که هلدینگ‌های آمریکایی به‌طور متوسط با ۱۵ درصد کسری (زیان) ارزش‌گذاری می‌شوند. روند مطالعات چند دهه گذشته حاکی از آن است که تأثیر تنوع‌بخشی از شرکتی به شرکت دیگر متفاوت است و تنوع‌بخشی به‌خودی‌خود متضمن وجود صرف یا کسر نیست، بلکه نتیجه بین صنایع مختلف، شرایط اقتصادی و ساختارهای حاکمیت شرکتی مختلف متفاوت است (اردورف، هارتمن، هنریچ، متس، ۲۰۱۳). تحقیق سانتالو و بسرا (۲۰۰۸) نیز مؤید مطلب فوق می‌باشد. آن دو در سال ۲۰۰۸ به این نتیجه رسیدند که تأثیر تنوع‌بخشی بین صنایع مختلف متفاوت است. به این صورت که ممکن است شرکت‌های متنوع در بعضی صنایع به کسر ارزش‌گذاری شوند، درحالی‌که در صنایع دیگر به صرف ارزش‌گذاری شوند. تحقیق آن‌ها حاکی از این مطلب است که در صنایعی که تعداد شرکت‌های تخصصی در آن‌ها کمتر است، شرکت‌های متنوع عملکرد بهتری دارند و هرچه تعداد شرکت‌های تخصصی در یک صنعت خاص بیشتر می‌شود، شرکت‌های متنوع کسر بیشتری را تجربه می‌کنند (سانتالو، بسرا، ۲۰۰۸).

حال این سؤال مطرح می‌شود که اساساً به چه دلایلی شرکت‌ها اقدام به تنوع‌بخشی می‌نمایند. در بازار سرمایه کامل^۳ طبق مفروضات مودیلیانی-میلر تنوع‌بخشی تأثیری بر ارزش شرکت‌ها

ندارد. اگر سهامداران به این نتیجه برسند که تنوع بخشی ریسک غیرسیستماتیک را کاهش می دهد، به منظور کاهش ریسک سرمایه گذاری اقدام به تنوع بخشی پرتفوی سرمایه گذاری خود می نمایند. در چنین حالتی از دید سرمایه گذاران لزومی ندارد که شرکت ها اقدام به تنوع بخشی نمایند، اما با این وجود تعداد زیادی از شرکت ها در بیش از یک صنعت فعالیت می کنند (ولکوو، اسمیت، ۲۰۱۴). در طی سال های اخیر تئوری های متعددی روی انگیزه ها، منافع و هزینه های تنوع بخشی بحث نموده اند. مهم ترین این تئوری ها شامل تئوری نمایندگی، تئوری بازارهای سرمایه داخلی، تأثیر بیمه-بدهی^۴، مدل های حداکثرسازی ارزش، تئوری تمرکز مجدد شرکتی، تئوری انحصاری و تئوری ساختن امپراتوری است.

تئوری نمایندگی

تئوری نمایندگی پیش بینی می کند که علی رغم اثربخشی سرمایه گذاری ها از منظر سرمایه گذاران، تنوع بخشی بیشتر به نفع مدیران است. مدیران به دنبال تنوع بخشی هستند تا از این طریق قدرت خود را افزایش دهند و حقوق و پاداش اضافه بگیرند و ریسک استخدامی خود را کاهش دهند، زیرا ریسک استخدام مدیران ارتباط نزدیکی با ریسک شرکت دارد. مدیران فعلی شرکت به دنبال افزایش تفاوت ارزش خود با مدیران جایگزین بالقوه هستند. به همین دلیل مدیران عموماً تمایل به سرمایه گذاری بیش از حد دارند تا شرکت خود را از اندازه بهینه بزرگ تر سازند. البته این مسئله را نیز باید در نظر داشت که سطح و نوع سرمایه گذاری الزاماً حداکثرکننده ارزش نمی باشد، بلکه ممکن است ارزش شرکت را نیز از بین ببرد (اردورف، هارتمن، هنریچ، متس، ۲۰۱۳).

برخی مطالعات مثل مطالعه دنیس، دنیس و سارین (۱۹۹۷) به شواهدی مبنی بر ارتباط منفی بین تنوع بخشی و مالکیت مدیران شرکت دست یافتند. به این صورت که هرچه قدر میزان مالکیت مدیران در شرکت ها کاهش می یابد، تمایل به تنوع بخشی افزایش می یابد (آگاروال، سامویک، ۲۰۰۰). چن و وای هو (۲۰۰۰) ارتباط ساختار مالکیت را با سطح و ارزش تنوع بخشی بررسی کردند. نتایج حاکی از آن بود که هرچه قدر مالکیت سهامداران بلوکی در شرکت افزایش می یابد، سطح تنوع بخشی کاهش می یابد. به عقیده ی ایشان، مالکیت سهامداران عمده به عنوان مانعی برای تنوع بخشی محسوب می شود. آن ها نمونه ی خود را به دو بخش تقسیم کردند: ۱- شرکت هایی که مالکیت مدیران در آن ها بالا است و ۲- شرکت هایی که مالکیت مدیران در

آن‌ها پایین است. آن‌ها دریافتند که زیان ناشی از تنوع بخشی تنها برای آن دسته از شرکت‌ها با اهمیت می‌باشد که مالکیت مدیران در آن‌ها پایین است (چن، وای هو، ۲۰۰۰).

تئوری بازار سرمایه داخلی

ایجاد بازار سرمایه داخلی یکی از مهم‌ترین انگیزه‌های تنوع بخشی است. این بازارهای داخلی اگر بتوانند به حذف برخی هزینه‌های ناشی از محدودیت‌های مالی کمک نمایند، می‌توانند مؤثر واقع شوند. در واقع شرکت‌های متنوع می‌توانند با ایجاد بازارهای سرمایه داخلی منابع به دست آمده را در بهترین محل به مصرف رسانند، البته در خصوص کارایی این بازارها بین محققان اختلاف نظرهایی وجود دارد، به نحوی که بسیاری از محققان در بررسی علل زیان یا کسر شرکت‌های متنوع به عدم کارایی این بازارها اشاره داشته‌اند. برای مثال راجان نشان داد که فرصت‌های سرمایه گذاری متنوع، باعث تخصیص ناکارتر منابع می‌شود. این تخصیص ناکار را به دلیل تفاوت قدرت چانه زنی میان مدیران بخش‌های مختلف است (اردورف، هارتمن، هنریچ، متس ۲۰۰۰).

تأثیر بیمه - بدهی

همان گونه که لولن در سال ۱۹۷۱ اشاره کرده است به لحاظ مالی تنوع بخشی عملی منطقی محسوب می‌شود. ترکیب کسب و کارهای مختلف با همبستگی ناقص بین جریان‌های وجه نقد آن‌ها، ریسک کلی شرکت را کاهش می‌دهد و بنابراین احتمال ناکافی بودن بدهی‌های شرکت کاهش می‌یابد. اثر بیمه - بدهی باعث می‌شود که ظرفیت بدهی شرکت افزایش یابد و در نهایت موجب افزایش ارزش شرکت شود، زیرا جایگزینی بدهی با حقوق مالکانه منفعت مالیاتی به همراه دارد (اردورف، هارتمن، هنریچ، متس ۲۰۰۰).

گاش و همکاران (۲۰۰۰) اهرم مالی شرکت‌های متنوع را بعد از ادغام بررسی کردند. آن‌ها دریافتند که اهرم مالی شرکت‌ها بعد از ادغام افزایش یافته است. آن‌ها برای یافتن علت افزایش اهرم مالی دو فرضیه در نظر گرفتند. اولین فرضیه افزایش ظرفیت بدهی شرکت‌ها بعد از ادغام و دومین آن استفاده از ظرفیت بدهی استفاده نشده قبل از ادغام بود. پس از بررسی، فرضیه اول آن‌ها تأیید شد؛ یعنی عمل تنوع بخشی همراه با افزایش ظرفیت بدهی است که در چنین شرایطی شرکت از منافع ناشی از تأثیر بیمه - بدهی منتفع خواهد شد (گاش، جین، ۲۰۰۰).

حداکثر کردن ارزش و مدل‌های پویا

گومز و لیودان (۲۰۰۴) مدل پویایی از رفتار بهینه شرکت‌ها ترسیم کردند که در آن تنوع‌بخشی اقدامی ارزش آفرین تلقی می‌شود که در پاسخ به افزایش سن و رشد شرکت صورت می‌گیرد. در مدل آن‌ها دو دلیل برای تنوع‌بخشی مطرح شده است. اول اینکه بعد از گذشت مدت زمان معین، سرمایه‌گذاری در کسب‌وکار فعلی شرکت دیگر سودآور نخواهد بود، در چنین شرایطی تنوع‌بخشی یک استراتژی منطقی برای شرکت‌هایی که دیگر سودآوری مناسبی در کسب‌وکار اصلی خود ندارند به شمار می‌رود و دوم اینکه شرکت‌های متنوع از صرفه‌جویی‌های ناشی از مقیاس، سود می‌برند؛ به این علت که هزینه‌های ثابت به تعداد محصولات بیشتری اختصاص می‌یابد و بیهوده‌کاری‌ها و دوباره‌کاری‌ها در شرکت کاهش می‌یابد (اردورف، هارتمن، هنریچ، متس ۲۰۰۰).

تئوری انحصاری

این تئوری بیان می‌دارد که شرکت‌ها استراتژی تنوع را به کار می‌گیرند تا به قدرت بازار دست یابند. مفروضات این تئوری این است که شرکت‌های متنوع استراتژی تنوع را به کار می‌گیرند تا از کمک مالی متقابل واحدهای کسب‌وکار بهره‌گیرند، رقابت را در چندین بازار هم‌زمان محدود کنند و مانع ورود بالقوه‌ی رقبای بازارشان شوند. این سه مزیت تئوری انحصاری از ایده روابط متقابل رقبا حمایت می‌نماید.

تئوری ساختن امپراتوری

این تئوری که با تئوری نمایندگی هم‌پوشانی دارد بیان می‌دارد که مدیران از طریق استراتژی متنوع، بیشتر اهداف شخصی خود را تا افزایش ارزش سهامداران دنبال می‌نمایند (تهرانی، بابایی، کریمی، ۱۳۸۶)

بابایی در تحقیقی که در خصوص بیست هلدینگ کشور، به روش پرسشنامه‌ای، انجام داد به نتایج زیر رسید:

- بیش از نیمی از مدیران اعلام نموده‌اند که در صورت مستقل بودن شرکت‌ها، آن‌ها عملکرد بهتری خواهند داشت.

- به اعتقاد ۶۸٪ مدیران، شرکت‌های تابعه در ستادهای فعلی دارای عملکرد مطلوبی هستند و احتمال کمی وجود دارد که آن‌ها در ستاد دیگری عملکرد بهتری داشته باشند.
- به نظر ۸۰٪ مدیران، هلدینگ‌های مورد مطالعه دارای عملکرد مطلوبی هستند.
- از جمله نقاط قوت هلدینگ‌ها، نحوه‌ی هدایت، کنترل و اعمال نظارت، اتخاذ سیاست‌های کلان و برخورداری از بودجه‌ریزی عنوان شده است.
- در خصوص اهم نقاط ضعف ستادهای مورد مطالعه به کمبود متخصصان حرفه‌ای، عدم برخورداری از فرهنگ کار گروهی و فقدان استراتژی اشاره شده است.
- هلدینگ‌های مورد مطالعه برحسب قابلیت‌ها و امکانات خود، با نظارت مستمر، سیاست‌گذاری اصولی و حمایت‌های مالی موجبات افزایش اثربخشی شرکت‌ها می‌شوند (بابایی، ۱۳۸۳).

مزایا و معایب تنوع‌بخشی

همگام با افزایش روند فعالیت‌های تنوع‌بخشی، تئوری‌هایی که در اواخر دهه‌ی ۱۹۶۰ و ۱۹۷۰ توسعه یافتند، به‌طور کلی تنوع‌بخشی را فعالیتی مفید قلمداد کرده‌اند، درحالی‌که بعد از این دوران، بسیاری از مقالات تحقیقی به هزینه‌های این اقدام اشاره کرده‌اند. تئوری‌ها پیش‌بینی دقیقی در خصوص تأثیر تنوع‌بخشی بر ارزش شرکت‌ها به‌دست نمی‌دهند. اثربخشی استراتژی تنوع‌بخشی به این بستگی دارد که آیا منافع تنوع‌بخشی بیش از هزینه‌های آن است یا خیر؟ اگر مسائل نمایندگی را در نظر بگیریم به‌طور کلی می‌توان گفت شرکت‌ها به امید بهبود عملکرد شرکت اقدام به تنوع‌بخشی می‌نمایند. نگاره زیر خلاصه‌ی منافع و هزینه‌های تنوع‌بخشی را نشان می‌دهد:

نگاره (۲): مزایا و معایب تنوع بخشی

۱- صرفه جویی های ناشی از مقیاس	مزایای تنوع بخشی
۲- تأثیر بیمه بدهی ناشی از ترکیب کسب و کارهایی با همبستگی ناقص بین درآمدها	
۳- تخصیص کارا تر منابع در بازارهای سرمایه داخلی	
۴- تخفیف ریسک شرکت در بازار محصولات، نیروی کار و بازار مالی	
۵- افزایش قدرت در بازار	
۶- حداکثر سازی ارزش	
۷- ظرفیت بدهی بالاتر	
۱- تخصیص غیر کارای منابع بین بخش های مختلف شرکت	معایب تنوع بخشی
۲- دشواری ایجاد انگیزه در مدیران بخش ها	
۳- عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران بخش ها و مدیران مرکزی	
۴- ایجاد فرصت برای مدیرانی که جریان وجه نقد آزاد دارند تا در فعالیت های مخرب ارزش شرکت نمایند.	

(لولن، ۱۹۷۱؛ استولز، ۱۹۹۰؛ گاش، جین، ۲۰۰۰؛ خدامرادی، ناظم، جلیلیان، ۲۰۱۲)

استفاده از فرصت های هم افزایی مستلزم شرایطی است که عبارتند از:

- ۱- پذیرش و حمایت واقعی مدیران
- ۲- فضای آزاد ستاد برای مبادله اطلاعات و تشویق مدیران به ابراز نظر واقعی
- ۳- فرهنگ همکاری (نه رقابت) و احترام متقابل با جو تفاهم بین مدیران
- ۴- استقرار نظام ترفیع و پاداش ضابطه مند که هم افزایی را تشویق نماید (بابایی، ۱۳۸۳).

تنوع بخشی و چرخه عمر شرکت ها

مطالعات جدید تأثیر تنوع بخشی را بر چرخه عمر شرکت ها بررسی کرده اند. نتایج حاکی از آن است زمانی که بازارهای سرمایه خارجی نسبتاً غیرکارا هستند و بخش های مختلف یک شرکت متنوع همانند یک شرکت تک بخشی با محدودیت مالی روبه روست، تنوع بخشی در چنین مواقعی مؤثرتر می باشد. در شرایط رکود و شوک های اقتصادی که عرضه سرمایه خارجی به شدت با محدودیت روبه رو است، شرکت های متنوع از بازارهای سرمایه داخلی خود بهره مند می شوند و همین بازارهای سرمایه داخلی مزیت رقابتی برای شرکت های متنوع به همراه آورده

است. تیس و دیمیترو شواهدی جمع آوری کردند که نشان می‌داد در طی دوران رکود اقتصادی عملکرد شرکت‌های متنوع بسیار متفاوت از سایر شرکت‌ها بوده است. آنها بررسی کردند که آیا این تفاوت به دلیل دسترسی متفاوت به سرمایه و اعتبار است یا خیر؟ به باور آنها نوسانات وجه نقد شرکت‌های متمرکز نسبت به شرکت‌های متنوع در طی دوران رکود بیشتر است و این مسئله باعث می‌شود تا اعتبارات کمتری نصیب این شرکت‌ها شود (به دلیل افزایش ریسک). بنابراین انتظار می‌رود نرخ سرمایه‌گذاری در شرکت‌های متمرکز در طی دوران رکود نسبت به شرکت‌های متنوع کاهش شدیدتری را تجربه نمایند. این پیش‌بینی‌ها با مقایسه رشد فروش و رشد موجودی کالای هر دو نوع شرکت در طی دوران رکود بررسی شده است (دیمیترو، تیس، ۲۰۰۶).

چرا شرکت‌های متنوع در طی دوران رکود به نحو کاراتری سرمایه‌گذاری می‌کنند؟ یان و همکاران (۲۰۱۰) بررسی کرد که چطور سرمایه‌گذاری در شرکت‌های متنوع و متمرکز تحت تأثیر شرایط نامساعد تأمین مالی خارجی قرار می‌گیرد. تمرکز مطالعه آنها بر توانایی شرکت‌های متنوع در جایگزینی سرمایه خارجی پرهزینه با سرمایه داخلی ارزان‌تر بود. بنابراین این چنین به نظر می‌رسد که شرکت‌های متنوع نسبت به شرکت‌های متمرکز از مزیت مالی برخوردار هستند. یان نشان داد که در دوران رکود و آشفتگی بازار سرمایه خارجی، تخصیص سرمایه داخلی در شرکت‌های متنوع نسبتاً کاراتر می‌باشد. بنابراین این چنین به نظر می‌رسد که بازارهای سرمایه داخلی، در طی دوران رکود در چرخه‌های تجاری، برای شرکت‌های متنوع ارزش آفرین هستند (یان، ینگ، جیا، ۲۰۱۰).

کاپاسوامی و ویلالونگا (۲۰۱۰) ارزش نسبی شرکت‌های متنوع را در طی دوران بحران مالی سال ۲۰۰۷-۲۰۰۹ بررسی کردند. طبق بررسی‌های ایشان، ارزش نسبی شرکت‌های متنوع در طی این دوران افزایش یافته است و کسر ارزش در دوران اوج بحران به کلی ناپدید شده است. آنها علت این افزایش را دو چیز عنوان کردند: ۱- ظرفیت بدهی بالاتر شرکت‌های متنوع در مقایسه با شرکت‌های متمرکز که در نتیجه‌ی نوسانات کمتر وجه نقد آنها است و ۲- توانایی تخصیص بهینه‌ی مقدار مشخصی از منابع بین بخش‌های مختلف شرکت و تأمین مالی پروژه‌هایی که در کل سودآور هستند.

این یافته‌ها حاکی از آن است که محدودیت‌های مالی و وضعیت بازارهای سرمایه، نقش بارزی در ارزش تنوع‌بخشی بازی می‌کنند و بنابراین مقدار صرف یا کسر ناشی از تنوع‌بخشی در طی چرخه‌های اقتصادی تغییر می‌کند.

ولکو و اسمیت نیز دریافتند که اهرم نسبی شرکت‌های متنوع طی دوران رکود اقتصادی کاهش می‌یابد. به این علت که در دوران رکود ریسک عملیاتی شرکت‌ها افزایش می‌یابد. برای کاهش ریسک کلی، شرکت‌های متنوع اهرم خود را کاهش می‌دهند. نکته جالب اینجاست که به دنبال رکود سال ۲۰۰۱ شرکت‌های متنوع اهرم خود را افزایش دادند و این افزایش اهرم کاهش ارزش نسبی شرکت‌های متنوع را به همراه داشته است.

به طور کلی در طی دوران رکود اقتصادی کارایی بازار سرمایه داخلی افزایش می‌یابد. بنابراین شرکت‌های متنوع در وضعیت بهتری نسبت به شرکت‌های تک‌بخشی قرار می‌گیرند (ولکو و اسمیت ۲۰۱۴).

نتیجه‌گیری

با توجه به افزایش رقابت جهانی و شرایط پیچیده محیط کسب‌وکار، شرکت‌ها به منظور استفاده از مزایای هم‌افزایی اقدام به تنوع‌بخشی می‌نمایند. در ابتدای امر دیدگاه غالب اعضای جامعه دانشگاهی این بود که تنوع‌بخشی برای شرکت‌ها ارزش‌آفرین است و سهامداران از این اقدام منتفع می‌شوند. همچنین تئوری‌های توسعه‌یافته تا اواخر دهه‌ی ۱۹۷۰ نیز به طور کلی تنوع‌بخشی را فعالیتی مفید قلمداد کردند، در حالی که پژوهش‌های صورت گرفته پس از این دوران به نتایج متفاوتی دست یافتند. نتایج تحقیقات تجربی عمدتاً برای تنوع‌بخشی زیان‌ثابت کردند. این دیدگاه نیز چندان دوام نیاورد و مطالعات بعدی نشان داد که تنوع‌بخشی به خودی‌خود ارزش‌آفرین یا کاهنده‌ی ارزش نیست، بلکه تأثیر آن بر ارزش، از شرکتی به شرکت دیگر متفاوت است و شرایط مختلف اقتصادی، ساختارهای دولتی و ساختار صنعتی که شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند بر ارزش این استراتژی تأثیرگذار است. به طوری که اثربخشی این استراتژی به این امر بستگی دارد که آیا منافع تنوع‌بخشی بیش از هزینه‌های این اقدام است یا خیر؟ تئوری‌های مختلف این حوزه به شرح انگیزه‌ها و منافع و مزایای تنوع‌بخشی می‌پردازند. از جمله این تئوری‌ها می‌توان به تئوری نمایندگی، تئوری بازارهای سرمایه داخلی، تأثیر بیمه

بدهی و غیره اشاره نمود. در مجموع تنوع بخشی یک استراتژی پیچیده در کسب و کار است. تنوع بخشی در متون مختلف تعاریف متفاوتی دارد، در حالی که بیشتر محققان در مطالعات تجربی خود، تنوع بخشی را به شرکت هایی نسبت می دهند که بر طبق استاندارد گزارشگری بخش ها، دارای بخش های مختلف زیرمجموعه هستند و اطلاعات این بخش ها را گزارش می کنند. نتایج تحقیقات مختلف پیرامون این حوزه را می توان در سه دسته جای داد: ۱- تحقیقاتی که برای شرکت های متنوع کسر گزارش کردند ۲- تحقیقاتی که برای شرکت های متنوع صرف گزارش کرده اند و ۳- تحقیقاتی که تفاوتی بین ارزش شرکت های تک بخشی و شرکت های متنوع عنوان نکرده اند. همان طور که پیش تر نیز اشاره شد تأثیر تنوع بخشی در شرایط مختلف متفاوت است و عمل تنوع بخشی به خودی خود ارزش آفرین یا کاهنده ی ارزش نیست، بلکه باید شرایط مختلف اقتصادی و شرایط خاص شرکت ها را نیز مدنظر قرار داد. برای مثال استفاده از بازارهای سرمایه داخلی در شرکت های متنوع هم می تواند به عنوان عامل افزایش ارزش و هم به عنوان یک عامل کاهنده ی ارزش تلقی شود. از طرفی محققان این حوزه به این نتیجه رسیدند که زمانی که بازارهای سرمایه خارجی با محدودیت مواجه است، شرکت های متنوع نسبت به سایر شرکت ها عملکرد بهتری دارند. این شرکت ها در چنین شرایطی منابع را به سمت فعالیت های سودآور سوق می دهند و از بازارهای سرمایه ی داخلی خود منتفع می شوند.

آنچه در این حوزه ضروری به نظر می رسد مقایسه شرکت های متنوع موفق با شرکت های متنوع ناموفق و بررسی علل موفقیت و شکست این شرکت ها می باشد. بررسی تأثیر تنوع بخشی بر ارزش شرکت ها در شرایط مختلف اقتصادی، ساختارهای مختلف و صنایع متفاوت از جمله مباحثی است که نیاز به بررسی بیشتر در آینده دارد. با توجه به اینکه عمده تحقیقات صورت گرفته در خصوص ارزش آفرینی استراتژی تنوع بخشی، در کشور آمریکا صورت گرفته است به پژوهشگران محترم پیشنهاد می شود با استفاده از روش ها و رویکردهای مختلف به بررسی این استراتژی در ایران بپردازند و یافته های خود را با نتایج محققان دیگر مقایسه کنند.

پی نوشت

- | | |
|---------------------------|-----------------------------|
| ۱ discount | ۲ excess value |
| ۳ perfect capital markets | ۴ debt co- insurance effect |
| ۵ employment risk | |

منابع

- Aggarwal ,Rajesh. K. ,Samwick ,Andrew. A. (2003). Why do managers diversify their firms? Agency reconsidered. *Journal of Finance* ,71-118.
- Babaei Zakliki, Mohammad Ali, Hedayati, Shohreh. (2005). Exploring synergy management of holdings. *Journal of Management message*, NO (17) , 133-158. (in Persian).
- Babaei Zakliki, Mohammad Ali. (2004). Study of the properties and performance of the holding companies in Iran. *Second International Conference on Management*. (in Persian).
- Berger ,Philip. G. ,Ofek ,Eli. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of financial economics* ,37 (1) ,39-65.
- Chen ,Sheng-syan. ,Ho ,Kim Way. (2000). Corporate diversification ,ownership structure and firm value: The Singapore evidence. *International Review of Financial Analysis* ,9 (3) ,315-326.
- Dimitrov ,Valentin. ,Tice ,Sheri. (2006). Corporate diversification and credit constraints: Real effects across the business cycle. *Review of Financial Studies* ,19 (4) ,1465-1498.
- Erdorf ,Stefan. ,Hartmann-Wendels ,Thomas. ,Heinrichs ,Nicolas. ,Matz ,Michael. (2013). Corporate diversification and firm value: a survey of recent literature. *Financial Markets and Portfolio Management* ,27 (2) ,187-215.
- Ghosh ,Aloke. Jain ,Prem. C. (2000). Financial leverage changes associated with corporate mergers. *Journal of Corporate Finance* ,6 (4) ,377-402.
- Khodamoradi ,Saeed. ,NazemBokae. Jalilian Jamal. (2012). Relationships between corporate diversification with economic performance variables (EVA ,REVA). *Archives Des Sciences* ,65 (6).
- Kuppuswamy ,Venkat. ,Villalonga ,Belen. (2007). Does diversification create value in the presence of external financing constraints? Evidence from the 2007–2009 financial crisis. Working paper ,Harvard business school.
- Lang ,Larry. H. ,Stulz ,Rene. M. (1993). Tobin's q ,corporate diversification and firm performance (No. w4376). National Bureau of Economic Research.
- Lewellen ,Wilbur. G. (1971). A pure financial rationale for the conglomerate merger. *Journal of Finance* ,26 (2) ,521-537.

- Rumelt ,Richard. P. (1982). Diversification strategy and profitability. *Strategic management journal* ,3 (4) ,359-369.
- Santalo ,Juan. ,Becerra ,Manuel. (2008). Competition from specialized firms and the diversification–performance linkage. *The Journal of Finance* ,63 (2) ,851-883.
- Stulz ,Rene. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of financial Economics* ,26 (1) ,3-27.
- Tehrani Reza, Babaei Zakliki ,Mohammad Ali and Karimi Kiyana. (2008). The impact of diversification strategy on financial performance of Tehran Stock Exchange listed firms, *Financial research* , NO (25) , 21-40. (in Persian).
- Tehrani Reza, Vahed Ahmadian Hadi. (2006). The survey of the relationship between product diversification and stock return of ... firms listed in Tehran Stock Exchange, *journal of commerce*, NO (38) , 187-212. (in Persian).
- Volkov ,Nikanor. ,Smith ,Garret C. (2015). Corporate diversification and firm value during economic downturns. *The Quarterly Review of Economics and Finance* ,NO (55) ,160-175.
- Yan, An. , Yang, Zaihui. , Jiao, Jie. (2010). Conglomerate investment under various capital market conditions. *Journal of Banking & Finance* ,34 (1), 103-115