

تأثیر تنوع کسب‌وکار بر ارزش بنگاه؛ شواهدی از صنعت پتروشیمی

غلامحسین اسدی*، علی عسکری نژاد امیری**

چکیده

تأثیر تنوع کسب‌وکار بر عملکرد بنگاه یکی از پژوهش‌های مهم در مورد عوامل فاندانتال محسوب می‌شود. به همین دلیل است که در کشورهای مختلف دنیا پژوهش‌های متعددی در این حوزه انجام شده است؛ اما معدود مطالعه‌های انجام‌شده در کشور، با مسائل و محدودیت‌هایی مواجه بوده‌اند. این پژوهش از دو جهت اصلی با پژوهش‌های پیشین متمایز است. اولین تمایز در نحوه طبقه‌بندی کسب‌وکارهاست که در محاسبه میزان تنوع تأثیر دارد. دومین تفاوت عمده این است که برخلاف پژوهش‌های گذشته، بر ارزش بازار بنگاه به‌عنوان شاخص عملکرد تمرکز شده است. اطلاعات شرکت‌های صنعت پتروشیمی بین سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ مبنای پژوهش قرار گرفت و از رگرسیون و تحلیل همبستگی برای بررسی تأثیرگذاری تنوع استفاده شد که در نتیجه آن، اثر منفی تنوع کسب‌وکار بر ارزش بنگاه که «کسر تنوع» نامیده می‌شود، مشاهده شده است؛ علاوه بر این، دو نتیجه دیگر نیز حاصل شده است: نخست، شواهدی مبنی بر احتمال تأثیر عوامل اقتصاد کلان بر بروز کسر یا صرف تنوع وجود دارد. دوم، به دلیل وجود همبستگی میان تنوع با عوامل افزایش‌دهنده ارزش بنگاه، ممکن است تحت تأثیر شرایط، تأثیر این عوامل غلبه یافته و در مجموع موجب صرف تنوع شود.

کلیدواژه‌ها: تنوع کسب‌وکار؛ کسر تنوع؛ صرف تنوع؛ شاخص هرفیندال.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۴/۱۰/۲۵، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۶/۰۱/۱۹

* دانشیار، دانشگاه شهیدبهشتی.

** دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه شهید بهشتی (نویسنده مسئول).

Email: Ali.Ask.Amiri@Gmail.com

۱. مقدمه

تنوع کسب‌وکار و آثار آن، تاکنون موضوع پژوهش‌های متعددی بوده و به‌صورت مسئله‌ای جدی برای فعالان کسب‌وکار نیز مطرح است. سازماندهی کسب‌وکارهای متنوع در قالب چند شرکت مجزا یا یک شرکت واحد، مسئله‌ای جدی برای تصمیم‌گیران صنعت و کسب‌وکار بوده و به همین دلیل از جوانب مختلف مدیریتی از قبیل مدیریت منابع انسانی، استراتژی، مدیریت پروژه، سیستم‌ها و فناوری اطلاعات، مدیریت عملیات و حاکمیت شرکتی مطالعه شده است. شرکت متنوع^۱ به شرکتی اطلاق می‌شود که دارای چندین کسب‌وکار باشد؛ به عبارت دیگر در چند صنعت مختلف فعالیت داشته و به‌طور هم‌زمان محصولات (کالا یا خدمات) خود را در چند صنعت مختلف عرضه نماید. در مقابل، شرکتی که صرفاً در یک صنعت حضور داشته باشد به-عنوان شرکت متمرکز^۲ شناخته می‌شود [۳۱].

باید به تفاوت مهم بین شرکت متنوع با شرکت هلدینگ توجه داشت. یک شرکت هلدینگ مالک تمام یا بخشی از چند شرکت دیگر است که ممکن است در چندین صنعت مختلف فعالیت داشته باشند. در شرکت متنوع، کسب‌وکارهای مختلف همگی در قالب یک شرکت فعالیت می‌نمایند و برخلاف شرکت هلدینگ در چند شرکت مجزا سازماندهی نشده‌اند. بدیهی است که این دو نوع سازماندهی از جهات مختلف مدیریتی، مالیاتی، تأمین مالی و حقوقی با یکدیگر متفاوت هستند.

این تفاوت ظریف خود بخشی از صورت مسئله را تشکیل می‌دهد که می‌توان آن را به‌صورت این سؤال مطرح نمود: «در صورتی که بخواهیم در چند صنعت فعالیت نماییم، فعالیت‌هایمان را در قالب یک شرکت متنوع سازماندهی نماییم یا در قالب چند شرکت متمرکز» که حالت دوم به معنای یک شرکت هلدینگ است؛ البته نباید فراموش کرد که یک شرکت هلدینگ خود می‌تواند مرتبط^۳ (که شرکت‌های اقماری آن همگی در یک حوزه فعالیت می‌نمایند) یا غیرمرتبط^۴ (که شرکت‌های اقماری آن در حوزه‌های مختلف فعالیت دارند) باشد که بررسی ویژگی‌ها و تمایزات میان آنها خارج از محدوده این پژوهش است.

بنابراین مسئله این است که آیا متنوع بودن یک شرکت بر ارزش و عملکرد آن اثر مثبت دارد؟ اثر منفی دارد؟ یا بی‌اثر است؟ در مواجهه با این مسئله، پژوهش‌های متعددی در کشورهای مختلف از جمله ایران انجام شده است. در این پژوهش‌ها رویکردهای مختلفی برای سنجش آثار ناشی از تنوع استفاده شده است که در ادامه اشاره خواهد شد. در پژوهش‌های انجام‌شده موضوع تنوع کسب‌وکار تحت عناوین مختلفی مانند «تنوع سازمانی»، «تنوع صنعتی» و «تنوع شرکتی»

-
1. Diversified firm
 2. Focused firm
 3. Related
 4. Unrelated (Conglomerate)

نامگذاری شده است که نشان دهنده عدم وجود مبانی نظری پذیرفته شده فراگیر در این حوزه است.

این پژوهش از دو جهت با پژوهش‌های پیشین متمایز است. اولین تفاوت در نحوه طبقه‌بندی کسب و کارهاست که در محاسبه میزان تنوع شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرد. دومین تفاوت این است که برخلاف پژوهش‌های گذشته که اثر تنوع را بر نسبت‌های مالی، بازدهی و ریسک مورد بررسی قرار داده‌اند، در اینجا بر ارزش بازار بنگاه به عنوان اثر تنوع تمرکز شده است.

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

اصطلاح «کسر ارزش تنوع» توسط لانگ و استالز (۱۹۹۴) مطرح شده و سپس توسط برگر و اوفک (۱۹۹۵) توسعه داده شد [۱، ۱۵]. اگر وجود تنوع در فعالیت‌های یک شرکت، موجب افزایش (کاهش) ارزش آن شود، صرف (کسر) ارزش تنوع روی داده است که می‌توان به اختصار آن را صرف (کسر) تنوع^۱ نامید. به بیانی دقیق‌تر، به اختلاف بین ارزش یک شرکت متنوع با مجموع ارزش‌های هریک از کسب و کارهای آن شرکت (در صورت استقلال)، صرف (کسر) تنوع گفته می‌شود.

عوامل افزایشنده و کاهشنده ارزش در شرکت‌های متنوع. تنوع فعالیت‌های یک شرکت می‌تواند مزایا و معایبی داشته باشد که طبیعتاً موجب افزایش یا کاهش ارزش شرکت متنوع می‌شود. اگر عوامل افزایشنده ارزش مؤثرتر واقع شوند، صرف تنوع حاصل شده و اگر عوامل کاهشنده ارزش غالب شوند، نتیجه آن کسر تنوع خواهد بود. کارایی بیشتر بازار سرمایه درونی^۲ نسبت به بازار سرمایه بیرونی^۳ به عنوان یکی از مزایای شرکت‌های متنوع ذکر می‌شود^۴ [۳۸]. داشتن بازار سرمایه درونی بزرگ‌تر موجب می‌شود شرکت‌های متنوع کمتر پروژه‌های ارزشمند را از دست دهند و مسئله فروسرمایه‌گذاری^۵ در آنها کمتر باشد [۳۲]؛ همچنین شرکت‌های متنوع به خاطر داشتن توانمندی‌های مدیریتی بیشتر، ذاتاً به سطوح بالاتری از کارایی و سودآوری دست می‌یابند [۳۳].

1. Diversification premium (discount)

2. Internal^{capital} market

3. External capital market

۴. منظور از بازار سرمایه درونی، بازار نقل و انتقال منابع مالی بین پروژه‌ها و واحدهای تجاری درون یک بنگاه اقتصادی است و منظور از بازار سرمایه بیرونی، بازار نقل و انتقال منابع مالی بین بنگاه‌های اقتصادی مختلف است. برای شناخت بهتر دینامیک‌های بازار سرمایه درونی و بیرونی مقاله زیر معرفی می‌شود:

- Gertner, R. H. & Scharfstein, D. S. & Stein J. C. (1994). Internal Versus External Capital Markets. The Quarterly Journal of Economics, 109(4): 1211-1230.

5. Underinvestment

در کنار هم قرار گرفتن فعالیت‌های متنوع که جریانات نقدی آنها با یکدیگر همبستگی کمی دارند موجب کم‌ریسک‌تر شدن شرکت و در نتیجه افزایش ظرفیت بدهی آن می‌شود که علاوه بر ایجاد فرصت تأمین مالی، مزیت مالیاتی شرکت را نیز افزایش می‌دهد [۱۷]. در کنار هم قرار گرفتن کسب‌وکارهای سودده و زیان‌ده نیز می‌تواند موجب مزیت مالیاتی باشد [۱]. نقدشوندگی بهتر دارایی‌ها، به خاطر داشتن دارایی‌های متفاوت و نیز امکان ایجاد آرایش مجدد منابع، یکی دیگر از مزیت‌های وجود تنوع فعالیت شرکت است [۳۰]. استفاده مشترک از برخی منابع شرکت در چندین حوزه مختلف و جریان دانش بین بخش‌های مختلف می‌تواند جزء عوامل کارایی شرکت‌های متنوع باشد [۳۴]. شرکت متنوع در بازار محصولات خود نیز می‌تواند به مزیت‌های رقابتی بالاتری دست یابد که حاصل داشتن ارتباطات چندگانه با مشتریان و فرصت‌های بیشتر برای قیمت‌گذاری و مداخله در شرایط رقابتی است [۲۷].

در کنار مزایای فوق‌الذکر برای تنوع، هزینه‌های مختلفی نیز ممکن است تحمیل شود. شواهدی وجود دارد که نشان می‌دهد احتمال سرمایه‌گذاری در فرصت‌های ضعیف در شرکت‌های متنوع بیشتر است [۳۲]. مدیران شرکت‌هایی که وجوه نقد آزاد فراوان یا ظرفیت بدهی استفاده‌نشده قابل توجه دارند (که این وضعیت در شرکت‌های متنوع محتمل‌تر است)، برای ورود به سرمایه‌گذاری‌های کاهنده ارزش مستعدتر هستند [۱۲]؛ علاوه بر این کمک‌های مالی به کسب‌وکارهای ضعیف در یک شرکت متنوع می‌تواند کاهنده ارزش باشد. کسب‌وکار ضعیفی که در صورت استقلال مجبور به انحلال می‌شود، به علت حضور در یک شرکت متنوع و بهره‌مندی از کمک‌های مالی آن، کماکان فعال مانده و به تخریب ارزش می‌پردازد [۲۱]. عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران بخشی و مدیران مرکزی در شرکت متنوع می‌تواند عامل دیگری برای کاهش ارزش باشد [۲۴، ۲۲، ۹]. صرف منابع ارزشمند شرکت برای نجات پروژه‌های ضعیف، کمک‌های مالی به بخش‌های ضعیف از محل منابع حاصل از بخش‌های قوی، ناهمسویی اهداف میان مدیران بخشی و مرکزی از دیگر عوامل کاهش ارزش شرکت‌های متنوع ذکر شده‌اند [۱].

مشاهده‌های تجربی. مطابق پژوهش لانگ و استالز (۱۹۹۴) که یکی از اولین مطالعه‌ها بوده است، پدیده کسر ارزش تنوع در بازار ایالات متحده گزارش شده است [۱۵]. پس از این پژوهش، تحقیقات دیگری مانند برگر و اوفک (۱۹۹۵)، برناردو و همکاران (۲۰۰۰)، گراهام، لمان و والف (۲۰۰۲) نیز کسر ارزش تنوع را در بازار ایالات متحده گزارش نمودند [۱، ۲، ۸]. برای مثال در پژوهش برگر و اوفک (۱۹۹۵) نرخ ۱۵٪ برای کسر ارزش ناشی از تنوع حاصل شد [۱]؛ به عبارت دیگر ارزش یک شرکت متنوع ۱۵٪ از مجموع ارزش کسب‌وکارهای خود (در صورت استقلال) کمتر بوده است. موضوع کسر ارزش تنوع در بازار کشورهای دیگر نیز بررسی شده

است. مطابق پژوهش لینس و سروائس (۱۹۹۹) پدیده کسر ارزش تنوع در بازار کشورهای ژاپن و انگلستان مشاهده شد [۱۸]؛ ولی در بازار آلمان اثری از آن دیده نشد. همین پژوهشگران در پژوهشی دیگر به بررسی بازارهای شرق آسیا پرداختند و پدیده کسر ارزش تنوع را در آن کشورها نیز مشاهده کردند [۱۹].

در کنار تحقیقات فوق که پدیده کسر تنوع را قویاً گزارش نموده‌اند، باید به پژوهش‌هایی اشاره کرد که پدیده کسر تنوع را به صورت دوره‌ای یا موردی مشاهده نمودند. برای مثال، سروائس (۱۹۹۶) نشان می‌دهد که کسر ارزش تنوع در دوره‌ای وجود داشته است و به مرور کمتر شده است [۲۸]. نتایج مشابهی از محوشدن کسر ارزش تنوع در طول زمان توسط مانسی و ریب (۲۰۰۲) در ایالات متحده و فلمینگ، اولیور و اسکوراکیس (۲۰۰۳) در استرالیا گزارش شده است [۲۰، ۶].

در مقابل، پژوهش‌های متعددی که نشان‌دهنده کسر تنوع بوده‌اند، مشاهده‌های دیگری وجود دارد که صرف تنوع را نشان داده‌اند. برای مثال، خانا و پالپو (۲۰۰۰) بازار هند را بررسی کرده و صرف تنوع را در آن مشاهده کرده‌اند [۱۳]. پژوهش کامپا و کدیا (۲۰۰۲) در ایالات متحده نشان داده‌است که کسر تنوع اولیه در طول زمان به صرف تنوع تبدیل شده است [۳]. بررسی تأثیر تنوع با استفاده از شاخص سودآوری توسط اسپچور (۲۰۰۲) نیز نشان‌دهنده صرف تنوع بوده است [۲۶]؛ همچنین ویلالونگا (۲۰۰۴) شواهدی از صرف ارزش تنوع را در بازار ایالات متحده نشان داد [۳۷]. مطالعه لی، پنگ و کئون (۲۰۰۸) در کشور کره جنوبی در حالی که نشان‌دهنده وجود صرف تنوع بوده است، شواهدی را هم در جهت حرکت آن به سوی کسر تنوع نشان داد. وجود کسر تنوع قبل از سال ۱۹۹۷ و صرف تنوع بعد از سال ۱۹۹۷ حاصل پژوهش هی (۲۰۰۹) در ایالات متحده بود [۱۶، ۱۰].

با وجود همه مشاهده‌های فوق، پژوهش‌های دیگری وجود دارد که معتقدند، کسر تنوع مشاهده شده مترادف با تخریب ارزش ناشی از تنوع نیست. پژوهش‌هایی مانند هایلند و دپلتز (۲۰۰۲) و ناندا و نارایانان (۱۹۹۹) می‌گویند که کسر تنوع به شکل‌های مختلف در اثر یک تورش^۱ (سوگیری) درونزا ایجاد شده است [۱۱، ۲۳]. به نظر این گروه، تنوع موجب کاهش ارزش نبوده است، بلکه این شرکت‌های ضعیف هستند که به علت ضعف در کسب‌وکار اصلی خود به سراغ حوزه‌های کاری دیگر می‌روند؛ علاوه بر این لامونت و پولک (۲۰۰۱) نشان دادند که کسر تنوع تاحدی ناشی از بالاتر بودن بازدهی مورد انتظار شرکت متنوع از بازدهی مورد انتظار شرکت‌های معادل مستقل است^۲ [۱۴].

1. Bias

۲. همان‌طور که می‌دانیم، افزایش بازدهی مورد انتظار یک دارایی، موجب کاهش قیمت آن می‌شود.

مطالعه این دیدگاه‌ها و نظریه‌ها، موجب تردید در مورد تأثیر مستقیم تنوع بر ارزش بنگاه می‌شود و از احتمال این تأثیر مستقیم می‌کاهد. با این حال و با وجود اینکه هنوز وجود صرف یا کسر ارزش تنوع به لحاظ مشاهده‌های تجربی محل بحث است، فرایند مطالعه‌های انجام‌شده فوق‌الذکر موجب روشن‌شدن بسیاری از آثار ناشی از تنوع و شناخت بهتر تأثیر آنها بر شاخص‌های عملکردی شرکت‌ها شده است.

مشاهده‌های تجربی در ایران. اهمیت موضوع تنوع کسب‌وکار موجب شده است که در کشور ما نیز مورد توجه قرار گرفته و تاکنون موضوع چند پژوهش بوده است. تهرانی و واحد احمدیان (۱۳۸۵) تنوع را به دو صورت تنوع مرتبط و تنوع غیرمرتبط تعریف نمودند و رابطه بین تنوع را با بازدهی و ریسک سهام بررسی کردند [۳۵]؛ در نتیجه این پژوهش هیچ ارتباط محسوسی بین تنوع کسب‌وکار با بازدهی و ریسک شرکت‌ها مشاهده نشده است. در پژوهش تهرانی، بابایی زکلیلی و کریمی (۱۳۸۷) تأثیر تنوع بر نسبت‌های مالی شرکت یعنی نسبت‌های اهرمی، نقدینگی، فعالیت و سودآوری بررسی شد [۳۶]؛ در نتیجه این پژوهش نیز تنوع، تأثیر معناداری بر عملکرد شرکت‌های تولیدی نداشته است. نیکومرام و هادیان (۱۳۹۲) تأثیر تنوع بر مدیریت سود را بررسی کردند و رابطه معناداری شناسایی نشد [۲۵].

قربانی (۲۰۱۳) تأثیر تنوع بر عدم تقارن اطلاعاتی را بررسی کرد و رابطه منفی معناداری میان آنها شناسایی و گزارش نمود [۷]. شیخ، گندمانی و مهاجرانی (۱۳۹۳) نیز رابطه بین تنوع کسب‌وکار با نسبت‌های مالی را بررسی نمودند که نشان از عدم رابطه میان آنها داشته است [۲۹]. پژوهش دعایی، زمانی سبزی و صالحی (۱۳۹۳) رابطه مثبت میان تنوع و کارایی را نشان داده است [۵]. در این پژوهش از برخی نسبت‌های مالی برای محاسبه کارایی استفاده شده است و در نهایت در پژوهش دیدار، ایمانی برندق و شاهرضایی (۱۳۹۳) روابطی میان تنوع با عملکرد و ارزش شرکت مشاهده شده است [۴].

۳. روش‌شناسی پژوهش

پژوهش پیش‌رو از زمره پژوهش‌های تجربی است که در قالب مطالعه‌های کمی صورت می‌گیرد. داده‌های مورد نیاز پژوهش به صورتی که شرح آن خواهد رفت جمع‌آوری و مورد تجزیه و تحلیل آماری قرار گرفت. در این بخش ابتدا موضوع طبقه‌بندی صنعت به‌عنوان یکی از مبانی و پیش‌نیازهای پژوهش، مطرح می‌شود. در ادامه، به توضیح جامعه آماری مورد استفاده و تبیین روش تجزیه و تحلیل پرداخته می‌شود.

طبقه‌بندی صنعت. عمده پژوهش‌های انجام‌شده پیرامون موضوع تنوع کسب و کار، بر مبنای یک طبقه‌بندی معتبر از صنایع و کسب و کارها، انجام شده‌اند. هنگامی که شرکت متنوع به‌عنوان شرکتی که در بیش از یک صنعت فعالیت می‌نماید تعریف شود، باید دسته‌بندی دقیقی از محدوده صنعت‌ها داشت. هنگامی که شاخص تنوع مثلاً بر اساس سهم فروش شرکت در هر کدام از صنایع حاضر در آن تعریف شود باید اطلاعات تفکیکی لازم از میزان فروش شرکت در هر کدام از صنایع موجود باشد؛ بنابراین پژوهش در حوزه تنوع مستلزم دو مورد است: ۱- داشتن یک طبقه‌بندی قابل قبول از صنعت (کسب و کار)های مختلف؛ ۲- داشتن اطلاعات تفکیکی شرکت‌ها براساس آن طبقه‌بندی.

طبقه‌بندی‌های مختلفی برای صنایع و کسب و کارها در سطح دنیا وجود دارد. از آن جمله می‌توان به طبقه‌بندی SIC ایالات متحده، ISIC سازمان ملل متحد، UK SIC بریتانیا، OKVED روسیه، NACE اتحادیه اروپا اشاره کرد. این طبقه‌بندی‌ها اهمیت و کاربردهای بسیار زیادی در حوزه‌های اقتصادی و صنعتی دارند؛ البته باید توجه داشت که داشتن طبقه‌بندی به تنهایی کافی نیست؛ بلکه باید اطلاعات مربوط به کلیه فعالیت‌های اقتصادی و صنعتی در قالب آن طبقه‌بندی منتشر شوند تا از تجمیع آنها بتوان برای برنامه‌ریزی و پژوهش استفاده کرد. به همین دلیل است که در بسیاری از کشورها، شرکت‌ها به‌عنوان ناشران اولیه اطلاعات اقتصادی و صنعتی موظف شده‌اند تا صورت‌های مالی و سایر گزارش‌های خود را با در نظر گرفتن طبقه‌بندی پذیرفته‌شده، تهیه و منتشر کنند. برای مثال، استاندارد حسابداری شماره ۱۴ هیئت استانداردهای حسابداری ایالات متحده (FASB) و دستورالعمل S-K کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده (SEC) از سال ۱۹۷۷ کلیه شرکت‌ها را موظف نموده‌اند که اطلاعات خود را به تفکیک کسب و کارهای مختلف (صنعت‌های مختلف) که در آنها فعالیت دارند، در صورت‌های مالی خود ارائه کنند؛ بنابراین سال‌هاست که در این کشورها در صورت‌های مالی سالانه‌شان اطلاعات فروش، دارایی‌ها، بهای تمام‌شده و سودآوری به تفکیک صنعت‌هایی (کسب و کارهایی) که در آنها وجود دارد، منتشر می‌شود.^۱ از آنجاکه در شرکت‌های بورسی ایران، گزارش درآمدها و بالتبع بهای تمام‌شده و سود خود را براساس یک طبقه‌بندی مشخص ارائه نمی‌نمایند، برای انجام این پژوهش چاره‌ای نیست جز اینکه اقدام به تفکیک اطلاعات شرکت‌ها براساس یک طبقه‌بندی معتبر نمود.

۱. استاندارد شماره ۲۵ ایران مبنای «گزارشگری اطلاعات مالی برحسب قسمت‌های مختلف» را تجویز نموده و برای کلیه صورت‌های مالی منتشره که دوره مالی آنها از تاریخ ۱۳۸۱/۱/۱ و بعد از آن شروع می‌شود لازم الاجراست.

جامعه آماری. در این پژوهش، آخرین نسخه طبقه‌بندی ISIC به‌عنوان یک طبقه‌بندی معتبر بین‌المللی که در ایران نیز پذیرفته شده است، مورد استفاده و استناد قرار گرفت. صورت‌های مالی شرکت‌های مختلف به‌عنوان اصلی‌ترین و غنی‌ترین منبع اطلاعاتی موجود از شرکت‌های حاضر در بورس اوراق تهران و فرابورس ایران گردآوری شد. شرکت‌های مختلف برای طبقه‌بندی محصولات و خدماتی که ارائه می‌نمایند، از روش‌های گوناگونی استفاده می‌کنند؛ بنابراین امکان شناسایی اشتراکات میان آنها و نیز دسته‌بندی محصولات و خدماتشان در صنعت‌های مشخص، در سطح چهار رقمی^۱ ISIC، وجود نداشت.

جست‌وجو در اطلاعات موجود شرکت‌ها نشان می‌داد که در میان صنایع مختلف، شرکت‌های فعال در حوزه پتروشیمی از همگنی بهتری در نحوه ارائه محصولات در صورت‌های مالی برخوردار هستند. از آنجاکه نحوه ارائه محصولات در این صنعت در یادداشت توضیحی فروش با درجه شفافیت مناسب ملاحظه می‌شود، در نتیجه حوزه پتروشیمی به‌عنوان جامعه آماری این پژوهش انتخاب شد؛ البته این شفافیت و مشابهت، در یادداشت توضیحی مربوط به بهای تمام‌شده آنها دیده نشد؛ همچنین در مورد تفکیک دارایی‌های مورد استفاده در حوزه‌های مختلف فعالیت، اطلاعات تفکیکی به مراتب کمتری را می‌توان از صورت‌های مالی استخراج کرد که در نتیجه پژوهش از نبود اطلاعات ذی‌قیمت دارایی، بهای تمام‌شده و سودآوری رنج می‌برد. مطابق طبقه‌بندی ISIC، شرکت‌های پتروشیمی را می‌توان به سه حوزه فعالیت یا صنعت مختلف تقسیم‌بندی نمود: ۱- تولید مواد شیمیایی پایه (کد ۲۰۱۱)؛ ۲- تولید کودهای شیمیایی و ترکیبات نیتروژن‌دار (کد ۲۰۱۲)؛ ۳- تولید مواد اولیه پلاستیک و لاستیک (کد ۲۰۱۳). شرکت‌هایی می‌توانستند در این پژوهش مورد استفاده قرار گیرند که نخست، سهام آنها در بورس معامله شده و ارزش بازار مشخص دارند؛ دوم، در سه سال آخر در حال بهره‌برداری بوده و گزارش‌های مربوط به فروش آنها از وضعیت باثباتی برخوردار باشد.

با در نظر گرفتن شرایط فوق‌الذکر تعداد ۲۱ شرکت پتروشیمی واجد شرایط لازم شناخته شدند. اطلاعات این شرکت‌ها برای سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۲ (چهار سال) استخراج شد. با کمک کارشناسان صنعت پتروشیمی، گزارش فروش این شرکت‌ها مورد آنالیز قرار گرفته و در سه حوزه فعالیت یادشده تفکیک انجام شد. از ۲۱ شرکت مورد پژوهش، تعداد ۱۴ شرکت، به‌عنوان شرکت متمرکز شناخته شده و تعداد ۷ شرکت، شرکت متنوع هستند. اسامی و وضعیت این شرکت‌ها در جدول ۱ آمده است.

۱. کدینگ ISIC مانند اغلب کدینگ‌ها، ماهیت درختی دارد که با افزایش تعداد ارقام، طبقه بندی با جزئیات بیشتری انجام می‌شود. غالباً در مطالعات مشابه در دنیا، از کدینگ در سطح چهاررقمی برای تفکیک محصولات به صنعت استفاده شده است.

جدول ۱. شرکت‌های مورد بررسی

| نام شرکت | وضعیت | اندازه ^۱ | ردیف | نام شرکت | وضعیت | اندازه |
|-------------------|--------|---------------------|------|---------------------|--------|--------|
| پتروشیمی آبادان | متنوع | ۵۷۰ | ۱۲ | صنایع شیمیایی سینا | متمرکز | ۱۹۷ |
| پتروشیمی امیرکبیر | متنوع | ۲۱,۳۳۷ | ۱۳ | پتروشیمی اصفهان | متمرکز | ۲,۷۹۹ |
| پتروشیمی جم | متنوع | ۴۵,۷۶۸ | ۱۴ | پتروشیمی فارابی | متمرکز | ۴۲۴ |
| پتروشیمی خراسان | متنوع | ۱۶,۰۴۲ | ۱۵ | صنایع شیمیایی فارس | متمرکز | ۱۰۱ |
| پتروشیمی سازند | متنوع | ۸,۴۷۵ | ۱۶ | دوده صنعتی پارس | متمرکز | ۳۶۲ |
| پتروشیمی شیراز | متنوع | ۲۴,۵۸۴ | ۱۷ | پتروشیمی فناوران | متمرکز | ۲۶,۳۴۸ |
| پتروشیمی مارون | متنوع | ۱۲۰,۹۶۸ | ۱۸ | کربن ایران | متمرکز | ۱,۲۲۴ |
| پتروشیمی زاگرس | متمرکز | ۶۴,۰۷۰ | ۱۹ | نیروکلر | متمرکز | ۴۵۲ |
| پتروشیمی پردیس | متمرکز | ۵۸,۳۱۴ | ۲۰ | صنایع شیمیایی ایران | متمرکز | ۸,۱۴۳ |
| پلی‌اکریل | متمرکز | ۷۵۱ | ۲۱ | پتروشیمی کرمانشاه | متمرکز | ۱۵,۸۲۳ |
| پتروشیمی خارک | متمرکز | ۱۵,۴۷۲ | | | | |

کلیه شرکت‌های پتروشیمی که سهام آنها در بورس معامله شده و ارزش بازار مشخص دارند و همچنین در سه سال آخر در حال بهره‌برداری بوده و گزارش‌های مربوط به فروش آنها از وضعیت باثباتی برخوردار بوده است، به تفکیک وضعیت تنوع کسب و کار و با ذکر اندازه شرکت، با معیار ارزش کل سهام آن در بازار به میلیارد ریال، در جدول ۱ آمده است.

روش تجزیه و تحلیل. هدف اصلی در این پژوهش، بررسی و شناخت تأثیر تنوع کسب و کار بر ارزش بنگاه است. اگر تأثیر منفی وجود داشته باشد، پدیده کسر تنوع و اگر تأثیر مثبت وجود داشته باشد، پدیده صرف تنوع ظهور کرده است. برای محاسبه صرف (کسر) تنوع از مدل مورد استفاده در پژوهش برگر و اوفک (۱۹۹۵) استفاده شده است [۱]. در این روش با کمک شرکت‌های متمرکز حاضر در هر صنعت، برای آن صنعت یک ضریب محاسبه می‌شود؛ سپس به کمک ضریب، برای هر بخش کسب و کار شرکت‌های متنوع، ارزش معادل محاسبه می‌شود. مجموع ارزش معادل بخش‌های یک شرکت متنوع، ارزش منسوب نامیده می‌شود. حال می‌توان با مقایسه ارزش منسوب و ارزش بازار شرکت‌های متنوع در مورد حاکم بودن وضعیت صرف تنوع، کسر تنوع یا عدم تأثیر تنوع استنباط نمود. روابط زیر این عملیات را نشان می‌دهند:

$$I(V) = \sum_{i=1}^n \text{Sale}_i * \left(\text{Ind}_i \left(\frac{V}{\text{Sale}} \right) \right) \quad \text{رابطه (۱)}$$

۱. اندازه شرکت براساس میانگین Market Cap در سال ۱۳۹۲ و با مقیاس میلیارد ریال گزارش شده است.

$$EXVAL = \ln(V/I(V)) \quad \text{رابطه (۲)}$$

$I(V)$: ارزش منسوب^۱ که حاصل جمع ارزش برآوردی بخش‌های شرکت متنوع است.
 $Sale_i$: میزان فروش بخش i ام شرکت متنوع.
 $Ind_i(V/Sale)$: ضریب ارزش به فروش صنعت i .
 $EXVAL$: مازاد ارزش شرکت متنوع یا همان صرف (کسر) تنوع.
 V : ارزش کل شرکت که برابر است با ارزش بازار کل سهام شرکت به اضافه ارزش دفتری کل بدهی شرکت.
 n : تعداد بخش (صنعت) یک شرکت متنوع.

استفاده از لگاریتم طبیعی در محاسبه $EXVAL$ [۷] نسبت ارزش بازار به ارزش منسوب را که عددی تصادفی حول یک است، به عددی حول صفر تبدیل می‌نماید که از دو خاصیت مطلوب برخوردار است: نخست تقریبی برای درصد کسر یا صرف محسوب می‌شود؛ دوم از خواص نرمالیتی برخوردار است. محاسبه‌های فوق برای صرف (کسر) تنوع برای کل دوره چهارساله و برای هر سال انجام شد. به منظور بررسی عوامل مؤثر بر رابطه میان تنوع و ارزش بنگاه، متغیرهای «سرمایه کل»، «نسبت بدهی به دارایی»، «نسبت مالیات به فروش»، «فروش بخشی» و «نسبت سود عملیاتی به فروش» برای شرکت‌های متنوع و متمرکز محاسبه شده و تفاوت آنها در شرکت‌های متمرکز و متنوع بررسی شد. در ادامه پژوهش برای بررسی میزان تنوع شرکت از شاخص هرفیندال [۱۵] استفاده شد که به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$H = \sum_{i=1}^n S_i^2 / (\sum_{i=1}^n S_i)^2 \quad \text{رابطه (۳)}$$

در این رابطه S_i فروش شرکت در صنعت i است. همان‌طور که از فرمول پیداست H همواره عددی مثبت و کوچک‌تر از یک است. عدد ۱ به معنای شرکت متمرکز است. هرچه شاخص از عدد یک فاصله بگیرد به معنای تنوع بیشتر و هرچه به یک نزدیک‌تر شود، به معنای تمرکز و سهم بیشتر یک فعالیت از کل فروش شرکت است.
 در تجزیه و تحلیل داده‌ها، از رگرسیون خطی برای بررسی تأثیرگذاری تنوع بر ارزش و از آنالیز همبستگی برای بررسی دلایل تئوریک مطرح شده برای صرف (کسر) تنوع استفاده شد.^۲ متغیر وابسته رگرسیون‌ها متغیر مازاد ارزش ($EXVAL$) یا همان صرف (کسر) تنوع بوده و متغیرهای تنوع (H)، نسبت سود عملیاتی به فروش ($EBIT/Sale$)، نسبت فروش به دارایی

1. Imputed Value

۲. از نرم‌افزار EViews برای اجرای رگرسیون و تحلیل‌های آماری استفاده شده است.

(Sale/Asset)، نسبت مالیات به فروش (Tax/Sale) و نسبت بدهی به دارایی (Debt/Asset) به عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته شدند. در تحلیل همبستگی نیز از سنجش‌های نسبت سود عملیاتی به دارایی، نسبت فروش به دارایی، نسبت مالیات به فروش و نسبت بدهی به دارایی (اهرم) بهره گرفته شد.

۴. تحلیل داده‌ها و یافته‌های پژوهش

نتایج محاسبه صرف (کسر) ارزش تنوع به روش پیش گفته، برای کل دوره چهارساله و هر سال در جدول ۲ آمده است که نشان می‌دهد در طی سه سال کسر ارزش تنوع و فقط در یک سال صرف ارزش تنوع گزارش شده است.

جدول ۲. صرف (کسر) تنوع محاسبه شده

| دوره | ۸۹ | ۹۰ | ۹۱ | ۹۲ | کل دوره |
|---------------------|------|------|-----|-----|---------|
| صرف (کسر) ارزش تنوع | -۱۷٪ | -۱۵٪ | +۴٪ | -۶٪ | -۱۰٪ |

در این جدول صرف (کسر) تنوع که براساس فرمول مزاد ارزش (EXVAL) هم برای کل دوره چهارساله و هم برای هریک از سال‌های این دوره محاسبه شده، نشان داده شده است. براساس معیار مزاد ارزش، وجود کسر تنوع در طی دوره چهارساله مورد مطالعه، مشاهده می‌شود. در یک تحلیل ابتدایی، با توجه به غلبه کسر تنوع در کل دوره، می‌توان پدیده کسر تنوع را رایج دانست. با این حال وجود روند در مشاهده‌ها، جلب توجه می‌نماید. همان‌طور که می‌بینیم پدیده کسر تنوع از سال ۸۹ تا سال ۹۱ کاهش یافته و در سال ۹۱ تبدیل به صرف تنوع می‌شود و در سال ۹۲ مجدداً به کسر تنوع (البته نه به میزان قبل) تبدیل می‌شود. این وضعیت می‌تواند شائبه وجود ارتباط میان تأثیر تنوع کسب و کار با متغیرهای اقتصاد کلان را تقویت کند. مطابق نظریه‌های مطرح شده کاهش ریسک شرکت یکی از عوامل کسر تنوع است که می‌تواند یکی از نقاط اتصال این پدیده با عوامل اقتصاد کلان باشد. مرور شرایط اقتصاد کلان سال ۱۳۹۱ مانند افزایش شدید نرخ تورم و نرخ ارز و نوسانات شدید نرخ ارز می‌تواند مؤید آن و موضوعی برای پژوهش آتی باشد.

جدول ۳. آمار توصیفی تفاوت شرکت‌های متمرکز و متنوع^۱

| تفاوت (t-test) | شرکت‌های متنوع | | شرکت‌های متمرکز | | |
|----------------|----------------|---------|-----------------|---------|--------------------------|
| | انحراف | میانگین | انحراف | میانگین | |
| ۰/۴۶ | ۰/۲۸ | ۰/۴۷ | ۰/۲۷ | ۰/۵۰ | نسبت بدهی به دارایی |
| ۰/۱۳۰ | ۰/۰۲۹ | ۰/۰۲۴ | ۰/۰۳۲ | ۰/۰۲۳ | نسبت مالیات به فروش |
| ۲/۲۲*** | ۷/۷۱۸ | ۷/۶۷۸ | ۵/۶۷۹ | ۴/۵۸۶ | فروش بخشی - میلیارد ریال |
| ۰/۳۴ | ۰/۲۳ | ۰/۳۲ | ۰/۲۷ | ۰/۳۴ | نسبت سود عملیاتی به فروش |

در این جدول شرکت‌های متمرکز و متنوع به لحاظ چهار ویژگی «نسبت بدهی به دارایی»، «نسبت مالیات به فروش»، «فروش بخشی» و «نسبت سود عملیاتی به فروش» مورد مقایسه قرار گرفته‌اند. تفاوت معناداری میان شرکت‌های متنوع و متمرکز به لحاظ سه ویژگی وجود ندارد و صرفاً به لحاظ فروش بخشی در سطح معناداری ۵٪ تفاوت وجود دارد.

براساس جدول ۳، شرکت‌های متمرکز و متنوع به لحاظ اهرم (نسبت بدهی به دارایی)، نسبت مالیات به فروش و نسبت سود عملیاتی به فروش، اختلاف قابل توجهی با یکدیگر ندارند؛ ولی به لحاظ فروش در یک صنعت تفاوت میان آنها معنادار است.

در جدول ۴ تأثیر تنوع کسب‌وکار که با شاخص هرفیندال نمایندگی می‌شود بر مازاد ارزش مورد بررسی قرار گرفته است. قاعدتاً شاخص‌های سودآوری، کارایی و اهرم هم بر مازاد ارزش یک بنگاه مؤثرند و احتمالاً اثر آنها باید مهم‌تر از اثر تنوع باشد؛ بنابراین شاخص‌هایی از سودآوری، کارایی و اهرم به‌عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شد. از آنجا که متغیرهای کنترلی به‌صورت افزایشی اضافه شد، از شاخص ضریب تعیین تعدیل شده^۲ به‌جای ضریب تعیین استفاده شد. مشاهده شد که افزودن متغیرهای کارایی مانند سود به فروش (که نشان از بهینگی بهای تمام شده دارد) و فروش به دارایی (که نشان از بهره‌وری استفاده از دارایی‌ها دارد) سطح ضریب تعیین را به شکل قابل ملاحظه‌ای بالا برده و قابلیت توضیح‌دهندگی مدل را ارتقاء بخشیده است.

۱. علامت‌های *، ** و *** به ترتیب به معنای سطح معناداری ۱۰٪، ۵٪ و ۱٪ است.

2. Adjusted r²

جدول ۴. بررسی عوامل تأثیرگذار بر صرف (کسر) تنوع (EXVAL) به روش رگرسیون

| Adjusted r ² | Intercept | H | EBIT/Sale | Sale/Asset | Tax/Sale | Debt/Asset |
|-------------------------|--------------------|------------------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| ۰/۰۳ | -۰/۴۳ (۰/۲۸) | ۰/۵۶* (۰/۳۱) | | | | |
| ۰/۱۶ | -۰/۲ (۰/۲۷) | ۰/۶۱** (۰/۲۹) | -۰/۸۰*** (۰/۲۱) | | | |
| ۰/۷۲ | -۱/۸۱*** (۰/۷۱) | ۰/۲۷* (۰/۱۷) | ۰/۴۹*** (۰/۱۶) | ۰/۹۶*** (۰/۰۷) | | |
| ۰/۷۴ | -۱/۱۷*** (۰/۱۶) | ۰/۲۷* (۰/۱۶) | ۰/۳۷*** (۰/۱۶) | ۰/۹۳*** (۰/۰۷) | ۲/۶۱*** (۱/۰۹) | |
| ۰/۷۵ | -۱/۴۵*** (۰/۲۰) | ۰/۲۱ (۰/۱۶) | ۰/۷۵*** (۰/۲۲) | ۰/۹۲*** (۰/۰۷) | ۲/۱۹*** (۱/۰۸) | ۰/۴۴*** (۰/۱۸) |

در رگرسیون‌های فوق مزاد تنوع با شاخص EXVAL به‌عنوان متغیر وابسته و تنوع کسب و کار با شاخص هرfindال (H) به‌عنوان متغیر مستقل محسوب می‌شود. متغیرهای «سود عملیاتی به فروش»، «نسبت فروش به دارایی‌ها»، «نسبت مالیات به فروش» و «نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها» به‌عنوان متغیرهای کنترل به ترتیب به رگرسیون افزوده می‌شوند. همان‌طور که مشاهده می‌شود قدرت توضیح‌دهندگی متغیرهای کنترلی بسیار خوب بوده است؛ به‌طوری‌که همواره با سطح معناداری ۱٪ یا ۵٪ توضیح‌دهنده متغیر وابسته (مزاد تنوع) هستند. متغیر توضیح‌دهنده مورد مطالعه (تنوع کسب و کار) همواره دارای ضریب مثبت است که نشان‌دهنده رابطه معکوس بین تنوع کسب و کار و مزاد تنوع است (یعنی نشان‌دهنده کسر تنوع). توضیح‌دهندگی تنوع کسب و کار تا پیش از افزودن آخرین متغیر کنترلی واجد معناداری با سطح اهمیت ۵٪ و ۱۰٪ بوده است که نشان‌دهنده احتمال وجود همخطی بین متغیر توضیحی اصلی و متغیرهای کنترلی است و تحلیل همبستگی بین متغیرهای توضیح‌دهنده رگرسیون‌های فوق را لازم می‌نماید.

همان‌طور که گفته شد پایین‌تر بودن H به معنای بیشتر بودن تنوع است. ضریب مثبت و معنادار H به معنای رابط منفی میان تنوع و مزاد ارزش محسوب می‌شود که به معنای تأیید «کسر ارزش تنوع» است؛ ولی باید توجه داشت که معناداری آماری و احتمالاً معناداری اقتصادی سایر عوامل بیشتر است؛ همچنین در رگرسیون آخر که اهرم نیز افزوده شده است، ضریب تنوع معناداری خود را از دست داده است. این مشاهده‌ها احتمال وجود روابط میان تنوع و سایر متغیرهای کارایی، سودآوری و اهرم را تقویت می‌نماید. به نظر نویسندگان بررسی دقیق‌تر این روابط با استفاده از رگرسیون نیازمند داشتن حجم داده بیشتری است. با این حال و با هدف بررسی اکتشافی، همبستگی میان متغیرهای «تنوع»، «سود عملیاتی به دارایی»، «فروش به

دارایی»، «مالیات به فروش» و «بدهی به دارایی» در جدول ۵ گزارش شده است.

جدول ۵. آنالیز همبستگی

| H | EBIT/Asset | Sale/Asset | Tax/Sale | Debt/Asset | |
|---|------------|------------|----------|------------|------------|
| | | | | ۱ | Debt/Asset |
| | | | ۱ | -۰/۰۱۱ | Tax/Sale |
| | | ۱ | -۰/۳۹۴ | -۰/۶۸۱ | Sale/Asset |
| | ۱ | -۰/۳۸۷ | -۰/۰۲۷ | -۰/۱۶۱ | EBIT/Asset |
| ۱ | -۰/۴۱۸ | -۰/۳۵۸ | -۰/۵۶۳ | -۰/۱۳۰ | H |

در این جدول همبستگی بین شاخص هرفیندال (به‌عنوان نماینده تنوع کسب‌وکار) و چهار متغیر «نسبت بدهی به دارایی»، «نسبت مالیات به فروش»، «نسبت فروش به دارایی» و «نسبت سود عملیاتی به دارایی» مشاهده می‌شود. از آنجا که شاخص هرفیندال عددی بین ۰ و ۱ است که کمتر بودن آن نشان‌دهنده بیشتر بودن تنوع کسب‌وکار است، این جدول نشان می‌دهد که بین تنوع کسب‌وکار با متغیرهای «سود عملیاتی به دارایی‌ها» و «فروش به دارایی‌ها» رابطه مستقیم و بین تنوع کسب‌وکار و متغیرهای «مالیات به فروش» و «بدهی به دارایی» رابطه معکوس وجود دارد.

مطابق آنچه در مبحث «پیشینه پژوهش» ذکر شد، دلایل و عوامل متعددی در جهت صرف ارزش یا کسر ارزش تنوع ذکر شده‌اند. در این پژوهش، برای عوامل موافق با کسر ارزش تنوع مانند عدم تقارن اطلاعاتی^۱، فروسرمایه‌گذاری و فراسرمایه‌گذاری^۲ شاخص مناسبی نیست؛ ولی برای برخی از دلایل موجد صرف ارزش تنوع مانند ظرفیت بدهی و کارایی شاخص‌هایی وجود دارد. در اینجا فارغ از این شدت همبستگی و صرفاً براساس علامت آن، مطابقت یا عدم مطابقت همبستگی مشاهده شده با تئوری مطرح‌شده را می‌توان ارزیابی کرد.

براساس نظر لولون (۱۹۷۱)، تنوع بیشتر باعث افزایش ظرفیت بدهی می‌شود و این موضوع حمایت‌کننده صرف ریسک است [۱۷]. ضریب مثبت همبستگی میان H و Debt/Asset خلاف این ادعاست؛ همچنین مطابق نظر برگر و اوفک (۱۹۹۵) افزایش تنوع موجب کاهش مالیات می‌شود [۱]. ضریب همبستگی مثبت میان H و Tax/Sale از این نظر حمایت می‌کند. اسکات (۱۹۸۲) وجود تنوع کسب‌وکار را موجب ارتقای سطح فروش شرکت می‌داند [۲۷]. ضریب همبستگی منفی میان H و Sale/Asset از این نظر حمایت می‌نماید. استفاده مشترک از منابع موجب کارایی بیشتر شرکت‌های متنوع می‌شود [۳۴] که می‌توان تبلور آن را در کاهش بهای

1. Information Asymmetry
2. Overinvestment

تمام شده و در نهایت افزایش سود عملیاتی مشاهده کرد. ضریب همبستگی منفی میان H و EBIT/Asset از این نظر نیز حمایت می‌نماید.

نتیجه این پژوهش مؤید وجود کسر تنوع بوده است که از این جهت با پژوهش‌هایی مانند پژوهش لانگ و استالز (۱۹۹۴)، برگر و اوفک (۱۹۹۵)، برناردو و همکاران (۲۰۰۰)، گراهام، لمان و والف (۲۰۰۲) و لینس و سروائس (۱۹۹۹) سازگار بوده است [۱۵، ۱، ۲، ۸، ۱۸]؛ همچنین برآورد ۱۰٪ کسر تنوع در این پژوهش با برآوردهای بین ۷٪ تا ۱۵٪ کسر تنوع در پژوهش‌های ذکر شده نیز نزدیک و سازگار است؛ همچنین نتیجه پژوهش به لحاظ نوسانی که در درصد کسر تنوع مشاهده می‌شود با پژوهش‌هایی چون کامپا و کدیا (۲۰۰۲) و پنگ و کتون (۲۰۰۸) قابل مقایسه است [۳، ۱۶].

۵. بحث و نتیجه‌گیری

در مجموع و در نتیجه مشاهده‌های این پژوهش نتیجه می‌شود که پدیده کسر ارزش تنوع غالب بوده است. در کنار این نتیجه محوری تحقیق، دو نتیجه دیگر نیز حاصل شده است: نخست، شواهدی مبنی بر احتمال تأثیر عوامل اقتصاد کلان بر صرف یا کسر ارزش تنوع وجود دارد. منظور از این شواهد تغییر مقدار کسر ارزش تنوع (و حتی تبدیل آن به صرف ارزش) در طی سال‌های مختلف است و از آنجا که تغییرات سالانه در سطح کلی بازار معمولاً تابعی از عوامل اقتصاد کلان مانند نرخ رشد، نرخ تورم، نرخ بیکاری و نرخ ارز است؛ بنابراین احتمال ارتباط بین پدیده کسر (صرف) تنوع با عوامل اقتصاد کلان وجود دارد. بررسی بیشتر این موضوع می‌تواند به‌عنوان یک پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی باشد.

دوم، وجود همبستگی میان تنوع با عوامل موجد صرف تنوع (کاهش مالیات، ارتقای فروش و کارایی) نشان می‌دهد که تنوع پتانسیل ایجاد صرف ارزش را داراست و ممکن است این عوامل تحت تأثیر شرایط بر عوامل موجد کسر ارزش تنوع غلبه یافته و در مجموع موجب صرف تنوع شوند. بدین ترتیب برای شناخت بهتر تأثیر تنوع بر ارزش دو پژوهش پیشنهاد می‌شود: ۱- بررسی رابطه میان متغیرهای اقتصاد کلان با کسر (صرف) تنوع؛ ۲- ساختن سنجه‌های مختلف برای عوامل مؤثر بر کسر و صرف ارزش تنوع و بررسی تأثیر تنوع بر آنها.

علاوه بر این، موضوع طبقه‌بندی که در فرایند پژوهش پراهمیت بوده است، باید به‌طور جدی مورد توجه مقررات‌گذاران و ناظران اقتصادی شامل سازمان بورس و وزارتخانه‌های صنعت و اقتصاد قرار گیرد. ارائه اطلاعات فروش و بهای تمام‌شده (و حتی دارایی‌ها) بر اساس یک طبقه‌بندی واحد (مثلاً ISIC) در گزارش‌های مالی شرکت‌ها، این امکان را فراهم می‌آورد که اطلاعات و آمار ذی‌قیمتی حاصل شود. این اطلاعات نه تنها برای پژوهش‌ها مورد استفاده قرار

می‌گیرد، بلکه برای تحلیل فاندامنتال سهام، آمارهای اقتصادی و برنامه‌ریزی‌های صنعتی و بازرگانی کشور نیز می‌تواند بسیار مفید باشد.

اهم محدودیت‌هایی که در این پژوهش وجود داشته است ناشی از فقدان اطلاعات واجد طبقه‌بندی مناسب بوده است. متأسفانه شرکت‌های مختلف حاضر در بازار سرمایه از طبقه‌بندی‌های متفاوتی برای محصولات و خدمات خود استفاده می‌کنند؛ بنابراین شناسایی اشتراکات میان آنها در طبقه‌بندی سطح چهاررقمی ISIC ممکن نبوده است و ما را به شرکت‌های معدودی محدود نموده است؛ همچنین پژوهش از فقدان اطلاعات تفکیک شده دارایی‌ها و بهای تمام‌شده برای کسب‌وکارهای مختلف یک شرکت متنوع رنج می‌برد.

نتیجه این پژوهش (و اساساً پدیده کسر تنوع) از یک سو برای مدیران شرکت‌ها و از سوی دیگر برای سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و معامله‌گران اهمیت دارد. این پدیده، به مدیران شرکت‌ها برای پاسخ به سؤال‌هایی مانند «در صورتی که بخواهیم در چند صنعت فعالیت نماییم، فعالیت‌هایمان را در قالب یک شرکت متنوع سازماندهی کنیم یا در قالب چند شرکت متمرکز؟» و «آیا فعالیت‌های شرکت را از حوزه اصلی به چندین حوزه فعالیت متنوع‌سازی نماییم؟» کمک می‌کند؛ همچنین به تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا در زمان ارزشگذاری شرکت‌ها پدیده کسر تنوع را در نظر بگیرند و کسب‌وکارهای متنوع را بیش از آنچه که بازار به‌طور معمول ارزشگذاری می‌نماید، برآورد نمایند.

منابع

1. Berger, P. G., & Ofek, E. (1995). Diversification s effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37(1): 39-65.
2. Bernardo, A., Chowdhry, B., Palia, D., & Sernova, E. (2000). Real Options and the Diversification Discount. *Working Paper*, 63(2): The Anderson School at UCLA.
3. Campa, J. M., & Kedia, S. (2002). Explaining the Diversification Discount. *The Journal of Finance*, 57(4): 1731-1762.
4. Didar, H. , Imani Barandagh, M. & Shahrezaii, S. (1393). Effect of Business Diversification on performance and Value of Tehran Stock Exchange companies. *Asset Manangement and Financing*, 2(2): 65-86.
5. Doaii, M. , Zamani Sabzi, M. & Salehi, H. R. (1393). Effect of Corporate Diversification on Efficiency of Tehran Stock Exchange Companies. *Quarterly Journal of Securities Exchange*, 7(25): 5-23.
6. Fleming, G., Oliver, B., & Skourakis, S. (2003). The valuation discount of multi-segment firms in Australia. *Accounting and Finance*, 43(2): 167° 185.
7. Ghorbani, A. (2013). A study on effect of corporate diversification on information asymmetry using Bid- Ask: evidence from Tehran Stock Exchange. *International Research Journal of Applied and Basic Sciences*, 5(5): 618-622.
8. Graham, J. R., Lemmon, M. L., & Wolf, J. (2002). Does Corporate Diversification Destroy Value? *The Journal of Finance*, 57(2): 695-720.
9. Harris, M., Kriebel, C. H., & Raviv, A. (1982). Asymmetric information, incentives and intrafirm resource allocation. *Management Science*, 9(1): 604-620.
10. He, X. (2009). Corporate Diversification and firm Value: Evidence from Post-1997 Data. *International Review of Finance*, 9(4): 359-385.
11. Hyland, D. C., & Diltz, D. J. (2002). Why firms diversify: an empirical examination. *Financial Management*, 31(1): 51-81.
12. Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2): 323-329.
13. Khanna, T., & Palepu, K. (2000). Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups. *The Journal of Finance*, 55(2): 867-891.
14. Lamont, O. A., & Polk, C. (2001). The Diversification Discount: Cash Flows Versus Returns. *The Journal of Finance*, 56(5): 1694-1722.
15. Lang, H. P., & Stulz, R. M. (1994). Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance. *Journal of Political Economy*, 102(6): 1248-1280.
16. Lee, K., Peng, M. W., & Keun, L. (2008). From diversification premium to diversification discount during institutional transitions. *Journal of World Business*, 43(1): 47° 65.
17. Lewellen, W. G. (1971). A pure financial rationale for the conglomerate merger. *Journal of Finance*, 26(2): 521-537.
18. Lins, K., & Servaes, H. (1999). International Evidence on the Value of Corporate Diversification. *The Journal of Finance*, 54(6): 2215-2239.
19. Lins, K., & Servaes, H. (2002). Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Markets? *Financial Management*, 31(2): 5-31.
20. Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2002). Corporate Diversification: What Gets Discounted? *The Journal of Finance*, 57(5): 2167-2183.
21. Meyer, M., Milgrom, P., & Roberts, J. (1992). Organizational prospects,

- influence costs, and ownership changes. *Journal of Economics and Management Strategy*, 1(1): 9-35.
22. Myerson, R. B. (1982). Optimal coordination mechanisms in generalized principal-agent problems. *Journal of Mathematical Economics*, 10(1): 67-81.
23. Nanda, V., & Narayanan, M. P. (1999). Disentangling Value: Financing Needs, Firm Scope, and Divestitures. *Journal of Financial Intermediation*, 8(3): 174-204.
24. Nayyar, P. R. (1993). Stock market reactions to related diversification moves by service firms seeking benefits from information asymmetry and economies of scope. *Strategic Management Journal*, 14(8): 469-591.
25. Nookmaram, H. & Hadian, S. A. (1392). Explaining the position of debt and corporate diversification in profit management. *Journal of Financial Accounting and Auditing*, 5(20): 1-28.
26. Schoar, A. (2002). Effects of Corporate Diversification on Productivity. *The Journal of Finance*, 57(6): 2379-2403.
27. Scott, J. T. (1982). Multimarket Contact and Economic Performance. *The Review of Economics and Statistics*, 64(3): 368-375.
28. Servaes, H. (1996). The Value of Diversification During the Conglomerate Merger Wave. *The Journal of Finance*, 51(4): 1201-1225.
29. Sheikh, M. J. , Zamani Gandomani, M. & Mohajerani, M. (1393). Business Diversification Influence on Financial Performance of Tehran Stock Exchange Companies. *Journal of The Accounting and Auditg Research*, 6(22): 110-123.
30. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1992). Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach. *The Journal of Finance*, 25(1): 1343-1366.
31. Stein, J. C. (2013). Agency, Information and Corporate Investment. In G. M. Constantinides, M. Harris, & R. Stulz, *Handbook of the Economics of Finance*: 146-147). Elsevier.
32. Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1): 3-27.
33. Teece, D. J. (1980). Economies of scope and the scope of the enterprise. *Journal of Economic Behaviour and Organization*, 1(3): 223-247.
34. Teece, D. J. (1982). Towards an economic theory of the multiproduct firm. *Journal of Economic Behaviour and Organization*, 3(1): 39-63.
35. Tehrani, R. & Ahmadian, H. V. (1385). Relation between product diversification with stock s risk and return in Tehran Stock Exchange production companies. *Iraninan Journal of Trade Studies*, 10(38): 187-212.
36. Tehrani, R. , Babaii Zaklili, M. A. & Karimi, K. (1387). Effect of Diversification Strategy on financial performance of production companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Research*, 9(4): 21-40.
37. Villalonga, B. (2004). Diversification Discount or Premium? New Evidence from the Business Information Tracking Series. *The Journal of Finance*, 59(2): 479-506.
38. Weston, F. J. (1970). The nature and significance of conglomerate firms. *St. John's Law Review*, 44(5): 66-80.