

بررسی نقش تعدیلی تنوع بخشی شرکتی در ارتباط میان اهرم مالی با ارزش شرکت: رویکردی مقایسه ای از دو شاخص متفاوت

مریم اقبال^۱

محمد دهقان پور^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۸/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۴/۱۱/۲۸

چکیده

هدف این پژوهش بررسی رابطه بین اهرم مالی با ارزش شرکت با تبیین نقش تعدیلی تنوع بخشی شرکتی با استفاده از دو شاخص متمایز در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. از آنجایی که نتایج پژوهش های پیشین در خصوص رابطه ساختار سرمایه با ارزش شرکت ها متفاوت است از این رو در این پژوهش نقش تعدیلی تنوع بخشی، به عنوان عاملی که با توجه به تاثیرات آن بر نقدیندگی، رشد و ارزش شرکت ها حائز اهمیت است، با دو شاخص متمایز، مورد سنجش قرار گرفته است تا تفاوت های احتمالی در نتایج نیز تحلیل گردد. نمونه آماری این پژوهش متشکل از ۱۳۷ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سالهای ۱۳۹۳ لغایت ۱۴۰۱ است. برای تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها از مدل های رگرسیون چندمتغیره به روش داده های ترکیبی استفاده شد. نتایج نشان داد که بین اهرم مالی با ارزش شرکت رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. همچنین تنوع بخشی با استفاده از شاخص آنتروپی رابطه بین اهرم مالی و ارزش شرکت را تعدیل می کند که موید این مطلب است که تخصیص بهینه منابع بین کسب و کارهای مختلف شرکت و ایجاد سازگاری بین بخش هایی که در تعامل با یکدیگرند، باعث افزایش کارایی سرمایه گذاری و ارزش شرکت می شود. ولی از آنجایی که در اقتصادهای در حال توسعه بسیاری از شرکت ها علاوه بر فعالیت اصلی سراغ سرمایه گذاری های جانبی نیز می روند، نقش تعدیلی تنوع بخشی با استفاده از شاخص هرfindal مورد تایید قرار نگرفت.

واژگان کلیدی

ارزش شرکت، اهرم مالی، تنوع بخشی شرکتی، شاخص آنتروپی، شاخص هرfindal

۱. استادیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه خيام، مشهد، ایران. (نویسنده مسئول) m.eghbal@khayyam.ac.ir

۲. کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه خيام، مشهد، ایران.

۱. مقدمه

تأثیر اهرم مالی بر ارزش شرکت یکی از چالشی ترین و بحث انگیزترین مباحث مدیریت مالی است. مدیران با انتخاب ترکیبی مناسب از منابع مختلف تأمین مالی سعی در حداکثر کردن ارزش شرکت دارند. بدهی یکی از مهم ترین منابع تأمین مالی برای شرکتها می باشد و افزایش در بدهی یکی از راه های رسیدن به این هدف است. انتظار بر این است که به دلیل پایین بودن هزینه بدهی، شرکت هایی که از بدهی برای تأمین مالی قسمتی از منابع مالی خود استفاده نمایند ارزش شرکت بالایی نسبت به شرکت هایی که تمام سرمایه آنها توسط سهامداران تأمین شده است داشته باشند (علوی، ۱۳۸۷).

حداکثر کردن ثروت مالکان هدف اساسی هر شرکت تجاری است. اثر هم افزایی سیاست های سرمایه گذاری، تأمین مالی و تقسیم سود شرکت بر به حداکثر رساندن ارزش آن، دستور کار اصلی سیاست گذاران آن می باشد. اگر مدیریت نیاز به درک و مسیر زمانی عملکرد شرکت داشته باشد، باید بداند که چگونه سطوح منابع استراتژیک در طول زمان تغییر می کند و چگونه می توان آن فرآیند را کنترل کرد. در شرایط بازار پویا، منابع شرکت عوامل اصلی تعیین کننده ارزش آن هستند.

بسیاری از سازمانهای امروزی در دنیا، به سمت بزرگتر شدن و افزایش محیط فعالیت کسب و کار خود پیش می روند. شاید یکی از دلیل این امر، پاسخگویی به نیازهای چندگانه مشتریان باشد. تنوع بخشی به عنوان روش رشد و توسعه سازمانها یکی از استراتژی های اصلی شرکت های چندکسب و کاره محسوب می شود؛ اما برای ایجاد تنوع، نیاز به پول است. سود عملیاتی به دست آمده در سازمانها را می توان در میان سهامداران تقسیم و یا آن را در پروژه های آتی سرمایه گذاری کرد و یا ترکیبی از این دو سیاست را برگزید (تهرانی و همکاران، ۱۳۸۷). به عبارت دیگر یکی از مهم ترین تصمیمات مالی شرکتی، تصمیمات سرمایه گذاری است. شرکتها با شناخت عوامل مؤثر بر سرمایه گذاری و با به کارگیری آنها در رسیدن به سطح بهینه سرمایه گذاری می توانند بازدهی حداکثری را ایجاد کنند. این امر به شرکتها کمک می کند که بتوانند هم فرصت های سودآور سرمایه گذاری را به دست آورند و هم از طریق افزایش ارزش شرکتها، رضایت سهامداران را جلب نمایند.

یکی از کاستی های عمده ای که متوجه تحقیقات مربوط به ارزش شرکت است، فقدان معیارهای ترکیبی است. این معیارها ارزیابی تنوع سازی مرتبط و نامرتبط را در تحقیقات فراهم می نماید؛ بنابراین، یافته های فراهم شده، نتیجه گیری محدودی درباره چگونگی سطح بهینه تنوع سازی ارائه می دهد. از جهتی که تنوع بخشی یکی از معیارهای بنیادی برای بررسی شرکتها توسط سرمایه گذاران می باشد لذا بررسی آن و شناخت روابط آن با سایر متغیرها همچون ارزش و اهرم مالی شرکت برای سرمایه گذاران اهمیت دارد.

۲. مبانی نظری و ادبیات پژوهش

یکی از وظایف مدیران مالی حفظ و افزایش ارزش شرکت می باشد. اگرچه شرکت را می توان از دیدگاه های متفاوتی مورد ارزیابی و ارزش گذاری قرار داد لیکن آنچه که برای مدیران و سهامداران حائز اهمیت فراوانی است ارزش بازار سهام شرکتها می باشد. در تعیین ارزش شرکت شخص سرمایه گذار است که اوراق بهادار شرکتها را خرید و فروش می کند و او است که می خواهد ارزش بازار این اوراق را بداند. اگر شرکتی درصدد برآید که ثروت سهامداران

را به حداکثر برساند باید در تصمیم‌گیری‌ها، اهداف خود را به گونه‌ای تعیین کند که باعث افزایش تقاضای سرمایه‌گذاران (برای خرید سهام و سایر اوراق بهادار شرکت) گردد (چیا و همکاران^۱، ۲۰۲۰).

نظریه‌های مختلف و با دیدگاه‌های متفاوتی را می‌توان در خصوص ساختار سرمایه نام برد. برخی از این نظریه‌ها وجود بدهی در ساختار سرمایه شرکت‌ها را عامل افزایش دهنده و برخی دیگر، عامل کاهش ارزش شرکت میدانند و از جمله نظریه سنتی و نظریه میلر و مودیلیانی لازم به توضیح است که مبانی نظری این مطالعه بر پایه این دو نظریه بنا شده است. بر اساس رویکرد سنتی در کوتاه مدت با افزایش اهرم و ترکیب یک منبع مالی ارزان قیمت و گران قیمت هزینه سرمایه شرکت کاهش می‌یابد اما در بلندمدت افزایش در هزینه بهره همراه با افزایش هزینه سهام باعث افزایش هزینه سرمایه و کاهش ارزش شرکت میشود مودیلیانی و میلر^۲ (۱۹۶۳) این نتیجه رسیدند که بین اهرم و هزینه سرمایه ارتباط عمیقی وجود دارد. آنها در همان سال فرض عدم هزینه مالیات را کنار گذاشته و اهمیت منافع سپر مالیاتی بدهی بدون ریسک را معرفی کردند. لذا اهرم مالی منفعی را برای شرکت به وجود می‌آورد. مودیلیانی و میلر (۱۹۶۳) استدلال کردند به خاطر این صرفه جویی هر چه بدهی بیشتر باشد مالیات پرداختی کمتر و سود خالص بیشتر میشود و ارزش بازار شرکت افزایش می‌یابد. تعیین ساختار بهینه سرمایه یکی از مهم‌ترین و بحث‌انگیزترین مسائلی است که مدیران بنگاه‌های اقتصادی در تصمیم‌گیری‌های مالی با آن مواجه هستند. این تصمیم‌ها بر خطر و بازده سهامداران تأثیر می‌گذارد. مدیریت برای تصمیم‌گیری در خصوص تأمین مالی می‌تواند منابع مختلف مالی را با درصدهای مختلف با هم ترکیب کند. این منابع عبارت است از: اوراق قرضه (اوراق مشارکت)، سهام ممتاز و سهام عادی. به ترکیب منابع مالی شرکت ساختار سرمایه می‌گویند. نوع ساختار سرمایه بر میزان خطر و هزینه سرمایه (تأمین مالی) شرکت تأثیر می‌گذارد. هدف مدیریت ساختار سرمایه بیشینه کردن ثروت سهامداران یا دستیابی به ساختار بهینه سرمایه‌ای است که هزینه سرمایه را کمینه می‌کند. بنابراین، ساختار سرمایه یا اهرم مالی باید از نقطه نظر تأثیر آن بر ارزش شرکت مورد ارزیابی قرار گیرد. اگر اهرم مالی بر ارزش شرکت تأثیر داشته باشد، مدیریت شرکت به دنبال ساختار سرمایه‌ای خواهد بود که هزینه سرمایه را کمینه و در نتیجه ارزش شرکت را بیشینه کند. مباحث نظری در مورد ساختار سرمایه، در پی رسیدن به حدی از تعادل بین دو منبع اصلی تأمین مالی یعنی بدهی و حقوق صاحبان سهام است که بتواند در آن نقطه، ارزش سهام شرکت را بیشینه کرده و در مقابل، هزینه منابع تأمین مالی را نیز به حداقل ممکن کاهش دهد. ساختار سرمایه یا نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام مورد توجه بسیاری از تحلیل‌گران قرار گرفته است. جدا از دیدگاه‌های موافقی که در این باره وجود دارد برخی بر این باورند که چون هزینه مالی یک قلم هزینه ثابت است اگر نسبت اهرم مالی زیاد باشد شرکت ناگزیر در معرض خطر مالی زیاد قرار می‌گیرد (وکیلی فرد و فیض‌آبادی، ۱۳۹۵). با توجه به این که ساختار سرمایه مهم‌ترین عامل مؤثر بر ارزش گذاری شرکت‌ها و نشان دهنده جهت‌گیری آن‌ها در بازار سرمایه است. ماهاگونکار و کیوو (۲۰۰۹) و لوانی و دیگران (۲۰۱۲) با استفاده از نظریه تعادل عمومی به بررسی نظریه MMM پرداختند. آنها تلاش کردند تا به این سوال پاسخ دهند که آیا ساختار سرمایه بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد یا خیر. ماله ماندهر (۲۰۱۱) نشان می‌دهد که ارتباط بین اهرم و ارزش شرکت به واسطه نسبت پرداخت تحت تأثیر قرار می‌گیرد.

1 Chia et al

2 Miller & Modigliani

ناصر و جوید (۲۰۰۲) به ارتباط بین سیاست تقسیم سود، ساختار سرمایه، سودآوری و ارزش شرکت در کشور تونس پرداخته اند. خلاصه یافته های اصلی پژوهش حاکی از این است که سودآوری و نسبت اهرم تأثیر مثبت بر ارزش شرکت دارد در حالی که پرداخت سود تأثیر معکوس بر ارزش شرکت دارد.

قش (۲۰۰۹) به تأثیر اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری بر ارزش آتی شرکت در کشور هند پرداخته است. این پژوهش نشان می دهد که یک رابطه غیر خطی بین اهرم مالی سودآوری و احتمال افزایش در ارزش آتی شرکت وجود دارد احتمال افزایش در ارزش آتی شرکت با افزایش اهرم مالی به طور تصاعدی کاهش پیدا میکند در صورتی که احتمال افزایش در ارزش آتی شرکت با افزایش در پرداخت سود سهام و سودآوری شرکت افزایش پیدا می کند.

سانجای و همکاران (۲۰۱۸) در تحقیقی رابطه تجربی بین اهرم مالی و عملکرد شرکت و ارزش شرکت های دارویی انتخاب شده در هند را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاکی از آن است که اهرم مالی بر ارزش شرکت های انتخاب شده تأثیر داشته است. عبارت دیگر اهرم مالی تأثیر منفی اما ناچیز بر شاخص کیو تو بین، اثر مثبت و ناچیز بر **ROA** و تأثیر منفی و ناچیز بر **EVA** داشته است. بنابراین عنوان نموده اند که اهرم مالی تأثیر ناچیزی بر عملکرد مالی و ارزیابی شرکت ها دارد.

خسروی نیا (۱۳۸۸) به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. به طور کلی یافته های پژوهش شواهدی در خصوص رابطه معنی دار ساختار سرمایه و ارزش شرکت فراهم می آورد. هاشمی و اخلاقی (۱۳۸۹) با بررسی شرکتهای تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۷ مشخص نمودند که رابطه مثبت و معناداری بین اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری با ارزش شرکت وجود دارد.

قجاوند و امری (۱۳۹۶) به بررسی رابطه متقابل تنوع بخشی، ساختار سرمایه، و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان می دهد تنوع بخشی همگن و ناهمگن محصولات بر عملکرد شرکت تأثیر ندارد. عملکرد شرکت، با ساختار سرمایه شرکت ها رابطه متقابل منفی و معنادار دارد. تنوع بخشی همگن و ناهمگن با ساختار سرمایه شرکت ها رابطه منفی ولی غیر معنادار دارد.

نتایج تجزیه و تحلیل داده ها در مطالعه اسکندری و همکاران در سال ۱۳۹۸ نشان داد که اهرم مالی شرکت ها بر بازده دارایی ها و ارزش افزوده اقتصادی در بازار سرمایه ایران اثر معکوس و معنی داری دارد بدین معنی هرچه قدر اهرم مالی بالاتر باشد بازده دارایی ها و ارزش افزوده اقتصادی کاهش می یابد. همچنین اهرم مالی بر ارزش گذاری شرکت و کیو تو بین در بازار سرمایه ایران اثر مستقیم و معنی داری دارد. بدین معنی هرچه قدر اهرم مالی افزایش یابد ارزش شرکت و شاخص تو بین کیو افزایش می یابد. دیباکیا و فیروزبخت (۱۳۹۹) به بررسی عدم تقارن اطلاعاتی، اهرم مالی و ارزش شرکت پرداختند. نتایج بیانگر آن است که باوجود عدم تقارن اطلاعاتی، تصمیم گیرندگان قادر به پیش بینی صحیح موقعیت شرکت جهت تصمیم گیری درباره سرمایه گذاری یا عدم سرمایه گذاری و انتخاب درست نخواهند بود و این امر باعث تحمیل هزینه سرمایه بالا به شرکت گردیده و تأثیر منفی بر ارزش شرکت می گذارد.

در آغاز هزاره سوم در دنیا شاهد تنگ شدن عرصه رقابت هستیم. این موضوع سبب شده برخی شرکت ها مجبور به ترک بازار شوند یا اینکه برای رویارویی با شرایط جدید به طور اساسی تغییر کنند. در چنین محیطی، بسیاری از شرکت های بزرگ برای دستیابی به بازارهای وسیع تر، تحصیل سود بیش تر و ... راه چاره را در اتخاذ راهبردهای تنوع یافته اند. این

موضوع منجر به تبدیل شدن شرکت های چند کسب و کار و به شکل غالب سازمان های تجاری امروزی شده است. با افزایش تمایل شرکت ها به اتخاذ راهبردهای تنوع جهت توسعه فعالیت های خود، محققان بسیاری به مطالعه پیرامون آن ها سوق داده شده اند. به طوری که در زمینه رابطه تنوع سازمانی و سودآوری تاکنون تحقیقات و مطالعات فراوانی انجام گرفته است. اما نتایج حاصل از این تحقیقات در بسیاری از موارد با یکدیگر تناقض دارد. برای مثال چوی و راسل^۳ (۲۰۰۴) نشان می دهند که نرخ رشد سودآوری شرکت های غیرمتنوع نسبت به شرکت های متنوع پایین تر است. در مقابل، افوری و چان^۴ (۲۰۰۰) پی بردند که شرکت های غیرمتنوع با متمرکز ماندن علی رغم ریسک ها و عدم اطمینان ملاحظه شده ناشی از نوسانات ذاتی بهتر عمل کرده اند. علاوه بر این، تتو و رونیسون^۵ (۲۰۰۱) نشان می دهند که نسبت قابل توجهی از شرکت ها برای تنوع آماده نیستند و بیشتر تصمیم می گیرند تا علی رغم منافع تنوع تنها در یک بازار فعالیت کنند. آیل و ایجیت^۶ (۲۰۱۱) نشان دادند که تفاوت معناداری بین انواع استراتژی تنوع و معیارهای عملکرد سازمانی بازده بر روی دارایی ها و بازده بر روی فروش وجود دارد. به طوری که کسب و کار با تنوع همگن بالاترین بازده و کسب و کار متمرکز پایین ترین بازده را داشتند. زوک^۷ (۲۰۰۴) در مطالعه خود که بر روی تعدادی از شرکتهای چند کسب و کاره فعال در سطح بین المللی انجام شد نشان داد که ایجاد تنوع حول محور کسب و کار اولیه قوی، مهارتهای مدیریتی الزام جهت اداره کردن پیچیدگی ها و روابط بین کسب و کارها از جمله شرایط اصلی تحقق صرفه های تنوع به شمار می روند. از این مهارت های مدیریتی با عناوینی همچون « منطق غالب مدیریتی»، « سبک های سرپرستی»، « روش های ایجاد ارزش یا نقش شرکت مادر در ایجاد ارزش» و نیز یاد شده است. زوک در این مطالعه همچنین دریافته است که تنها ۲۰ درصد تفاوت در سودآوری شرکتهای به انتخاب دامنه فعالیت یا بازاری که در آن فعالیت دارند و ۸۰ درصد مابقی به عوامل خاص سازمانی و مدیریت روابط درونی مربوط می شود. بدین معنا که اداره کردن تنوع و روابط درونی آن حتی می تواند از انتخاب و ترکیب مناسب کسب و کارهای شرکت نیز مهم تر باشد.

بسیاری از سازمان های امروزی در دنیا، به سمت بزرگ تر شدن و افزایش محیط فعالیت کسب و کار خود پیش می روند. شاید یکی از دلایل این امر، پاسخگویی به نیازهای چندگانه مشتریان باشد. تنوع بخشی به عنوان روش رشد و توسعه سازمان ها یکی از استراتژی های اصلی شرکت های چند کسب و کاره محسوب می شود؛ اما برای ایجاد تنوع، نیاز به پول است. سود عملیاتی به دست آمده در سازمان ها را می توان در میان سهامداران تقسیم و یا آن را در پروژه های آتی سرمایه گذاری کرد و یا ترکیبی از این دو سیاست را برگزید. به عبارت دیگر یکی از مهمترین تصمیمات مالی شرکتی، تصمیمات سرمایه گذاری است. از جمله عوامل تأثیرگذار دیگر بر میزان رفتارهای فرصت طلبانه مدیران، وجود فرصت رشد برای شرکت است. فرصت های سرمایه گذاری بخش مهمی از ارزش شرکت را شکل می دهند. در زمانی که مدیر جریان نقدی آزاد نسبتاً زیادی در دست دارد و از سوی دیگر فرصت های رشد و سرمایه گذاری زیادی برای شرکت موجود باشد، مدیر می تواند این وجوه نقد را در فعالیت هایی در راستای رشد شرکت استفاده کند. یکی از استراتژی های رشد، می تواند تنوع بخشیدن به کسب و کار باشد (شیخ و کلانتر، ۱۳۹۶). گورت^۸ (۱۹۶۲)، تنوع بخشی را

3 Choy & Rasell

4 Offuri & Chan

5 Teo & Ronison

6 Anil & Ejit

7 Zock

8 Goret

میزان تنوع در تولید تعریف می‌کند و یا پارک و جانگ^۹ (۲۰۱۱)، تنوع بخشی را حرکت شرکت در تعدادی از بازارهای جدید (بخش ها، صنایع) که قبلاً در آن حضور نداشته است، تعریف کرده اند. تعریف‌های مختلف تنوع بخشی، تنوع بخشی را تغییر در یکی از این دو متغیر زیر می‌دانند: الف) تغییر در بازار شرکت ب) تغییر در محدوده صنعت فعالیت شرکت؛ بنابراین تنوع بخشی یک استراتژی محکم برای کاهش جریان نقد آزاد در دست مدیران و راهی برای افزایش حقوق صاحبان سهام محسوب می‌شود.

گابریل و پیلار^{۱۰} (۲۰۱۹) به بررسی این موضوع پرداختند که آیا بدهی ابزاری برای کاهش متنوع سازی است؟ با استفاده از پانلی از شرکت‌های ایالات متحده، به این نتیجه رسیدند که اهرم به طور مثبت اثر تنوع را بر ارزش شرکت تعدیل می‌کند و تایید می‌کنند که چنین تأثیری از نقش نظارتی بدهی ناشی می‌شود، که کارایی سرمایه‌گذاری در بخش‌ها را تقویت می‌کند و یارانه متقابل را منع می‌کند. همچنین دریافتند که چنین اثر تعدیل‌کننده‌ای برای شرکت‌های متنوع غیرمرتبط و برای شرکت‌هایی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری کمتر سودمندتر است. با این حال، مزایای بدهی در حضور یک دستگاه نظارت جایگزین (مالکیت متمرکز)، و زمانی که تخصیص بدهی در شرکت‌های بسیار متنوع اختیاری می‌شود، ضعیف می‌شود.

اندرین و مارتین^{۱۱} (۲۰۱۸) به بررسی نوآوری و رشد شرکت در چرخه کسب و کار پرداختند. بر اساس پانل داده‌های شرکت‌های سوئیدی از سال ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۴، نتایج تحقیق نشان داد که شرکت‌های نوآور بر اساس فعالیت‌های تحقیق و توسعه رشد فروش بیشتری نسبت به شرکت‌های غیرنوآور در دوره‌های رکود اقتصادی داشتند. این یافته با این ایده که رکود نقش مهمی در فرایند تطبیق اقتصاد با نوآوری دارد، همسو می‌باشد. در مقابل، نتایج تحقیق نشان داد که شرکت‌هایی که بر اساس فعالیت‌های غیر از تحقیق و توسعه، نوآوری می‌کنند، رشد فروش بیشتری نسبت به شرکت‌های غیرنوآور در دوره شکوفایی اقتصادی داشتند. از این رو، اگرچه شرکت‌های نوآوری‌کننده بر اساس فعالیت‌های تحقیق و توسعه تاب‌آوری بیشتری نسبت به نوسانات چرخه کسب و کار نسبت به شرکت‌های غیرنوآور داشتند، اما شرکت‌هایی که بر اساس سایر فعالیت‌های تحقیق و توسعه نوآوری کرده بودند، حساسیت بیشتری نسبت به نوسانات چرخه کسب و کار نسبت به شرکت‌های غیرنوآور داشتند.

مقربى (۱۳۹۱) به بررسی تأثیر متنوع سازی شرکتی بر عملکرد شرکت با استفاده از نسبت Q توین در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج بررسی و تحلیل داده‌ها حاکی از نبود تأثیر متنوع سازی شرکتی بر عملکرد شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران بود.

اسدی و عسکری نژاد امیری (۱۳۹۶) تأثیر تنوع کسب و کار بر ارزش، در پژوهشی به بررسی تأثیر تنوع کسب و کار بر عملکرد بنگاه پرداختند و نتایج حاکی از آن است که تنوع کسب و کار بر ارزش بنگاه تأثیر منفی دارد.

رحمانی و احمدی (۱۳۹۶) به بررسی ارتباط تنوع بخشی شرکتی با ارزش شرکت پرداختند. طی دهه‌های 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 دهه‌های ۱۹۷۰ به طور کلی تنوع بخشی را فعالیتی مفید قلمداد کردند درحالی 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 شرکت ها می شود. این دیدگاه صفر و یکی چندان دوام نیاورد و مطالعات بعدی نشان داد که تنوع بخشی به خودی خود ارزش آفرین یا کاهنده ی ارزش نیست بلکه تاثیر آن بر ارزش، از شرکتی به شرکت دیگر متفاوت است و شرایط مختلف اقتصادی، صنعتی و ساختارهای حاکمیتی بر ارزش این استراتژی تاثیر گذار است. بنابراین نگرش مطلق به این استراتژی صحیح به نظر نمی رسد. به طور کلی اثربخشی این استراتژی به این امر بستگی دارد که آیا منافع تنوع بخشی بیش از هزینه های این اقدام است یا خیر.

قجاوند و امری (۱۳۹۶) به بررسی رابطه متقابل تنوع بخشی، ساختار سرمایه، و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان می دهد تنوع بخشی همگن و ناهمگن محصولات بر عملکرد شرکت تاثیر ندارد. عملکرد شرکت، با ساختار سرمایه شرکت ها رابطه متقابل منفی و معنادار دارد. تنوع بخشی همگن و ناهمگن با ساختار سرمایه شرکت ها رابطه منفی ولی غیر معنادار دارد.

ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۹) به بررسی نقش تعدیل کننده استراتژی تنوع بخشی بر ارتباط بین رتبه بندی اعتباری و نگهداشت وجه نقد پرداختند. شواهد و نتایج تجربی پژوهش نشان داد که رتبه بندی اعتباری بر نگهداشت وجه نقد تاثیر مثبت و معناداری دارد و همچنین در زمانی که شرکت ها دارای استراتژی تنوع بخشی باشند، چون بیشتر مورد توجه سرمایه گذاران هستند نسبت به رتبه اعتباری خود حساس تر هستند در نتیجه میزان وجه نقد بیشتری را نگهداری میکنند نسبت به شرکت هایی که دارای تنوع بخشی استراتژی نیستند.

فروزان طلب و همکاران (۱۳۹۹) به بررسی تاثیر اندازه شرکت و تنوع بخشی بر عملکرد شرکت های سهامی پرداختند. نتایج این تحقیق تصریح می نماید اندازه شرکت بر عملکرد شرکت های سهامی تاثیر مثبت و معناداری دارد و همچنین تنوع بخشی بر عملکرد شرکت ها تاثیر مثبت و معناداری را نشان می دهد.

بنابراین از آنجایی که از یکسو شرکت ها با شناخت عوامل مؤثر بر ارزش شرکت و با به کارگیری آنها در رسیدن به سطح بهینه ارزش می توانند هم فرصت های سودآور سرمایه گذاری را افزایش داده و هم ثروت سهامداران را افزایش دهند و بدین ترتیب رضایت آنان را جلب نمایند و از سوی دیگر با در نظر گرفتن نقش تاثیر گذار تنوع بخشی بر حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت، فرضیه های پژوهش بدین شرح ذکر می شود:

فرضیه اول: بین اهرم مالی با ارزش شرکت رابطه وجود دارد.

فرضیه دوم: تنوع بخشی شرکتی دارای نقش تعدیلی بر رابطه بین اهرم مالی و ارزش شرکت می باشد

۳. روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر طبقه بندی بر مبنای هدف، از نوع پژوهش های کاربردی است. هدف پژوهش کاربردی، توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. همچنین پژوهش حاضر، از نظر روش و ماهیت از نوع علی-همبستگی است و داده های آن از نوع رویکرد پس رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) می باشد. برای آزمون فرضیه ها از رگرسیون چند متغیره مبتنی بر داده های ترکیبی استفاده می شود. به این صورت که برای انتخاب بین داده های ترکیبی و داده های تلفیقی از آزمون F لیمر و برای انتخاب بین روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده می شود. سپس معناداری ضرایب متغیرها از آماره t استیودنت استفاده می شود.

۳,۱. مدل های مورد استفاده برای آزمون فرضیه ها

مدل ارائه شده برای آزمون فرضیه اول بصورت زیر می باشد:

$$\text{Firm value}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{financial leverage}_{it} + \beta_2 \text{LTA}_{it} + \beta_3 \text{EBITsales}_{it} + \beta_4 \text{Capexsales}_{it} + \beta_5 \text{Volatility}_{it} + \beta_6 \text{LOSS}_{it} + \beta_7 \text{AGE}_{it} + \beta_8 \text{ROE}_{it} + \beta_9 \text{DumIndustry}_{it} + \beta_{10} \text{dumYEAR}_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل ارائه شده برای آزمون فرضیه دوم بصورت زیر می باشد:

$$\text{Firm value}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{financial leverage}_{it} + \beta_2 \text{corporate diversification}_{it} + \beta_3 (\text{financial leverage} * \text{corporate diversification}) + \beta_4 \text{LTA}_{it} + \beta_5 \text{EBITsales}_{it} + \beta_6 \text{Capexsales}_{it} + \beta_7 \text{Volatility}_{it} + \beta_8 \text{LOSS}_{it} + \beta_9 \text{AGE}_{it} + \beta_{10} \text{ROE}_{it} + \beta_{11} \text{DumIndustry}_{it} + \beta_{12} \text{dumYEAR}_{it} + \varepsilon_{it}$$

۳,۲. روش اندازه گیری متغیرهای پژوهش

نحوه اندازه گیری متغیرهای تحقیق به تفکیک متغیرهای مستقل و وابسته اهمیت دارد و در این قسمت به بررسی آن پرداخته می شود.

۳-۲-۱) متغیر وابسته

ارزش شرکت (firm value): از نسبت کیوتوین به عنوان معیار ارزش شرکت استفاده شده است که این نسبت به صورت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (Mve) و ارزش دفتری بدهی ها (Bvd) بر ارزش دفتری مجموع دارایی ها (Bva) تعریف می شود. تحقیقات پیشین نیز از کیوتوین به عنوان معیار ارزش شرکت استفاده کرده اند.

$$Q = \frac{Mve+Bvd}{Bva}$$

۳-۲-۲) متغیر مستقل

اهرم مالی (financial leverage): نسبت بدهی کل به ارزش دفتری دارایی ها (فرانک و گویال، ۲۰۰۹).

۳-۲-۳) متغیر تعدیل گر

تنوع بخشی شرکتی (corporate diversification):

به طور کلی، برای اندازه گیری تنوع سازی از شاخص های مختلفی در تحقیقات پیشین استفاده شده است. در این پژوهش برای اندازه گیری تنوع سازی از دو شاخص هر فیندال و آنتروپی به شرح زیر استفاده می شود:

شاخص هر فیندال

$$HERF = 1 - \sum_{s=1}^n P_s^2$$

PS، نسبت فروش بخش یا محصول S به کل فروش شرکت و n تعداد بخش ها یا محصولات تعریف شده است.

شاخص آنتروپی

$$\text{TotalEntropy} = \sum_{s=1}^n P_s^2 * \ln\left(\frac{1}{P_s}\right)$$

عدد هر دو شاخص زمانی که شرکت تنها در یک بخش (کسب و کار) در حال فعالیت باشد صفر خواهد بود و با افزایش تنوع، این عدد بزرگتر خواهد شد.

۴-۲-۳) متغیر کنترلی

اندازه شرکت (LTA): لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی ها.
 سودآوری شرکت (EBITsales): نسبت سود عملیاتی به فروش کل
 سطح سرمایه گذاری شرکت (Capexsales): نسبت هزینه سرمایه به کل فروش شرکت.
 نوسان بازده سالانه شرکت (volatility): انحراف استاندارد بازده روزانه شرکت در طول هر سال (گروه لون و همکاران، ۲۰۱۲).

زیاندهی (LOSS): در صورتیکه شرکت زیانده باشد، برابر با یک و در غیر اینصورت صفر.
 سن شرکت (AGE): لگاریتم طبیعی سال های پذیرش در بورس اوراق بهادار تهران شرکت i در پایان سال t-1 می باشد.
 بازده حقوق صاحبان سهام (ROE): نسبت سود خالص به حقوق صاحبان سهام
 متغیر ساختگی صنعت (Dumindustry): به منظور کنترل صنعت می باشد.
 متغیر پنهان سال (dumYEAR): به منظور کنترل سال می باشد.

۴. یافته های پژوهش

۴.۱. آمار توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. نگاره (۱-۴)، آمار توصیفی داده های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در تحقیق را نشان می دهد.

جدول ۴-۱، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
ارزش شرکت	۲/۶۸۰	۱/۷۰۱	۳۱/۹۶۲	۰/۶۷۶	۲/۷۵۱
اهرم مالی	۰/۵۱۵	۰/۵۲۱	۱/۲۹۶	۰/۰۱۲	۰/۲۱۵
تنوع بخشی شرکتی (شاخص هرفیندال)	۰/۳۳۲	۰/۰۰۰	۰/۹۱۵	۰/۰۰۰	۰/۳۷۴
تنوع بخشی شرکتی (شاخص آنتروپی)	۲/۳۰۴	۰/۰۰۰	۹/۹۰۸	۰/۰۰	۲/۷۴۷
اندازه شرکت	۱۴/۷۹۰	۱۴/۲۵۱	۲۰/۷۶۸	۱۱/۱۶۹	۱/۵۸۰
سودآوری شرکت	۰/۲۱۵	۰/۱۶۳	۰/۹۸۵	-۰/۹۶۲	۰/۲۵۲
سطح سرمایه گذاری شرکت	۰/۰۶۵	۰/۰۳۲	۰/۸۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۹۰
نوسان بازده سالانه شرکت	۱/۷۵۸	۱/۰۳۵	۳۵/۴۷۹	۰/۱۰۹	۲/۸۷۷
سن شرکت	۲/۸۲۴	۲/۸۲۵	۳/۸۸۱	۱/۰۷۳	۰/۴۱۸
بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۱۹۰	۰/۲۸۴	۴/۵۶۷	-۷۱/۰۶	۲/۵۸۵

جدول ۴-۲، آمار توصیفی متغیرهای کیفی

نام متغیر	تعداد صفر	تعداد یک
زیاندهی	۹۹۸	۹۸

آمار توصیفی ارائه شده نمایانگر ویژگی های مختلف مالی و اقتصادی شرکت ها است که نشان دهنده تنوع و تفاوت های قابل توجه در این متغیرها است. برای مثال، ارزش شرکت ها دارای میانگین ۲/۶۸۵ است، اما با توجه به انحراف معیار

۲/۷۵۱، تفاوت زیادی در ارزش شرکت‌ها مشاهده می‌شود. برخی شرکت‌ها ارزش بسیار بالایی دارند، در حالی که تعدادی دیگر در وضعیت منفی قرار دارند. در مورد اهرم مالی، میانگین ۰/۵۱۵ نشان می‌دهد که اکثر شرکت‌ها از اهرم مالی پایین تری استفاده می‌کنند، اما بعضی از شرکت‌ها از بدهی‌های بیشتر بهره می‌برند.

تنوع بخشی شرکتی نیز در شرکت‌ها متفاوت است. شاخص هرفیندال میانگین ۰/۳۳۲ دارد و نشان‌دهنده این است که بسیاری از شرکت‌ها تنوع کمی دارند، در حالی که شاخص آنتروپی با میانگین ۲/۳۰۴ نشان‌دهنده تنوع نسبتاً بالای برخی از شرکت‌ها است. اندازه شرکت‌ها با میانگین ۱۴/۷۹۰ بیانگر بزرگ بودن بسیاری از شرکت‌ها است، اما باز هم تفاوت‌هایی از لحاظ اندازه وجود دارد.

سودآوری شرکت‌ها نیز متنوع است؛ با میانگین ۰/۲۲۶ و انحراف معیار بالا، برخی شرکت‌ها سودآوری مناسبی دارند، در حالی که بسیاری دیگر زیان‌ده هستند. در سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، میانگین ۰/۰۶۵ نشان‌دهنده سرمایه‌گذاری نسبتاً پایین در اکثر شرکت‌ها است. همچنین، نوسان بازده سالانه با میانگین ۱/۷۵۸ و انحراف معیار زیاد، گویای تفاوت‌های چشمگیر در بازده شرکت‌ها است.

در خصوص سن شرکت‌ها، میانگین ۲/۸۲۴ نشان می‌دهد که بیشتر شرکت‌ها به‌طور نسبی جوان هستند، اما همچنان شرکت‌های قدیمی نیز وجود دارند. در نهایت، بازده حقوق صاحبان سهام با میانگین ۰/۱۹۰ و انحراف معیار ۲/۵۸۵ نشان‌دهنده تفاوت‌های زیاد در بازده این بخش از شرکت‌ها است.

در مجموع، این آمار توصیفی نشان‌دهنده تنوع زیاد در ویژگی‌های مختلف شرکت‌ها است و این اطلاعات می‌تواند در تحلیل و تصمیم‌گیری‌های مدیریتی و مالی مفید واقع شود.

۴.۲. آزمون فرضیه‌های پژوهش

۴.۲.۱. فرضیه اول

بین اهرم مالی با ارزش شرکت رابطه وجود دارد.

جدول ۴-۳، تخمین نهایی مدل رگرسیونی اول

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری
اهرم مالی	۱,۲۴	۰,۴۵	۲,۷۳	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	۰,۰۱۳	۰,۰۰۱	۸,۸۲	۰,۰۰۰
سودآوری شرکت	۲,۹۵۰	۰,۵۱۱	۵,۷۹	۰,۰۰۰
سطح سرمایه‌گذاری شرکت	۱,۹۰	۱,۰۷۵	۱,۷۷	۰,۰۷۰
نوسان بازده سالانه شرکت	۰,۱۴	۰,۰۳۴	۴,۳۲	۰,۰۰۰
زیاندهی	-۰,۳۴	۰,۳۴۵	-۰,۹۹	۰,۳۱۹
سن شرکت	۷,۰۶	۰,۵۰۳	۱۴,۱۲	۰,۰۰۰
بازده حقوق صاحبان سهام	-۰,۰۰۰	۰,۰۲۹	-۰,۱۲	۰,۹۹۷
عرض از مبدا	-۱۸,۷۹	۱,۵۴۳	-۱۲,۱۷	۰,۰۰۰
سایر آماره‌های اطلاعاتی				
ضریب تعیین تعدیل شده	۲۷ درصد	دوربین واتسون		۱,۵۹
آماره فیشر	۳,۸۴	سطح معناداری آماره فیشر		۰,۰۰۰

با توجه به اطلاعات جدول ۴-۳ مشاهده می شود که متغیر اهرم مالی دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که بین اهرم مالی با ارزش شرکت رابطه وجود دارد. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی توانسته اند ۲۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. دوربین واتسون در بازه ۱,۵ الی ۲,۵ قرار دارد و نشان از نبود خودهمبستگی مرتبه اول در مدل دارد. سطح معناداری فیشر نیز کمتر از ۵ درصد می باشد که نشان می دهد مدل از اعتبار کافی برخوردار است.

۴,۲,۲. فرضیه دوم

در فرضیه دوم نقش تعدیلی تنوع بخشی با استفاده از دو شاخص هرfindal و انتروپی مورد قرار گرفت. جدول ۴-۴ نشان دهنده نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از شاخص آنتروپی می باشد.

جدول ۴-۴، تخمین نهایی مدل رگرسیونی دوم

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری
اهرم مالی	۱,۸۵۷	۰,۹۱	۲,۰۲	۰,۰۴۰
تنوع بخشی شرکتی (شاخص آنتروپی)	۰,۱۸۹	۰,۲۶	۰,۷۱	۰,۴۷
اهرم مالی * تنوع بخشی شرکتی (شاخص آنتروپی)	۰,۵۸۰	۰,۲۰	۲,۹۰	۰,۰۰۳
اندازه شرکت	۰,۰۱۳	۰,۰۰۱	۸,۸۲	۰,۰۰۰
سودآوری شرکت	۲,۹۸۰	۰,۵۱۱	۵,۸۳	۰,۰۰۰
سطح سرمایه گذاری شرکت	۲,۰۶	۱,۰۷۵	۱,۹۲	۰,۰۰۰
نوسان بازده سالانه شرکت	۰,۱۴	۰,۰۳۰	۴,۱۵	۰,۰۰۰
زیاندهی	-۰,۴۵	۰,۳۴۵	-۱,۲۹۹	۰,۲۱۲
سن شرکت	۷,۰۶	۰,۵۰۳	۱۴,۱۶	۰,۵۴۷
بازده حقوق صاحبان سهام	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۱۲	۰,۵۷۲
عرض از مبدا	-۱۹,۴۷	۱,۶۸	-۱۱,۵۴	۰,۰۰۰
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین تعدیل شده	۲۷ درصد	دوربین واتسون	۲,۱۴	
آماره فیشر	۳,۸۴	سطح معناداری آماره فیشر		۰,۰۰۰

مشاهده می شود که متغیر اهرم مالی * تنوع بخشی شرکتی (شاخص آنتروپی) دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت تنوع بخشی شرکتی (شاخص آنتروپی) دارای نقش تعدیلی بر رابطه بین اهرم مالی و ارزش شرکت می باشد.

ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که متغیرهای مستقل توانسته اند ۲۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. دوربین واتسون در بازه ۱,۵ الی ۲,۵ قرار دارد و نشان از نبود خودهمبستگی مرتبه اول در مدل دارد. سطح معناداری فیشر نیز کمتر از ۵ درصد می باشد که نشان می دهد مدل از اعتبار کافی برخوردار است.

جدول ۴-۵، تخمین نهایی مدل رگرسیونی سوم

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری
اهرم مالی	۲,۵۶	۰,۷۸	۳,۲۶	۰,۰۰۰
تنوع بخشی شرکتی (شاخص هرفیندال)	۰,۷۳	۳,۳۱	۰,۲۲	۰,۸۲
اهرم مالی * تنوع بخشی شرکتی (شاخص هرفیندال)	۲,۵۹	۱,۳۹	۱,۸۵	۰,۰۶
اندازه شرکت	۰,۱۳	۰,۰۰۱	۸,۸۲	۰,۰۰۰
سودآوری شرکت	۰,۷۶	۰,۴۴	۱,۷۲	۰,۰۸
سطح سرمایه گذاری شرکت	۱,۰۹	۰,۹۰	۱,۲۱	۰,۲۲
نوسان بازده سالانه شرکت	۰,۰۹	۰,۰۳۰	۳,۴۰	۰,۰۰۰
زیاندهی	-۰,۴۵	۰,۲۸	-۱,۵۰	۰,۱۳
سن شرکت	-۰,۲۵	۱,۰۴	۰,۲۴	۰,۸۰
بازده حقوق صاحبان سهام	۰,۰۱	۰,۰۲	۰,۵۴	۰,۵۸
عرض از مبدا	۱,۹۶	۳,۲۳	۰,۶۰	۰,۵۴
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین تعدیل شده	۴۹ درصد	دوربین واتسون		۲,۲۷
آماره فیشر	۸,۰۴	سطح معناداری آماره فیشر		۰,۰۰۰

مشاهده می شود که متغیر اهرم مالی * تنوع بخشی شرکتی (شاخص هرفیندال) دارای ضریب مثبت و سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد می باشد از این رو نمی توان گفت تنوع بخشی شرکتی (با استفاده از شاخص هرفیندال) دارای نقش تعدیلی بر رابطه بین اهرم مالی و ارزش شرکت می باشد.

ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که متغیرهای مستقل توانسته اند ۴۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. دوربین واتسون در بازه ۱,۵ الی ۲,۵ قرار دارد و نشان از نبود خودهمبستگی مرتبه اول در مدل دارد سطح معناداری فیشر نیز کمتر از ۵ درصد می باشد که نشان می دهد مدل از اعتبار کافی برخوردار است

۵. بحث و نتیجه گیری

نتایج تحقیق نشان می دهد که اهرم مالی دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است، که حاکی از وجود رابطه معنادار بین اهرم مالی و ارزش شرکت است. مطالعات پیشین نیز یافته های مشابهی را تأیید کرده اند. نواز و همکاران (۲۰۲۳) در پژوهش خود رابطه ای مثبت و معنادار بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت را گزارش کردند.

گزنالز (۲۰۲۳) استدلال کرد در صورتی که هزینه های درماندگی مالی بیشتر از نقش انضباطی بدهی باشد، شرکت های دارای بدهی بالا دچار مشکلات عملکردی بیشتری خواهند شد. اما اگر درماندگی مالی منجر به بهبود کارایی عملیاتی شرکت شود، آنگاه شرکت هایی با سطح بدهی بالاتر می توانند عملکرد بهتری داشته باشند.

اربابیان و صفری گرایلی (۱۳۹۹) نشان دادند که بین نسبت بدهی کوتاه مدت به دارایی و سودآوری شرکت، همچنین بین نسبت کل بدهی به دارایی و سودآوری، رابطه ای مثبت وجود دارد، اما بین نسبت بدهی بلندمدت به دارایی و سودآوری، رابطه ای منفی برقرار است.

به طور کلی، یافته های این پژوهش و تحقیقات پیشین تأیید می کنند که تأثیر اهرم مالی بر ارزش شرکت می تواند متفاوت و وابسته به شرایط اقتصادی، ساختار مالی و نحوه مدیریت بدهی های شرکت باشد.

آزمون فرضیه تأثیر تنوع بخشی شرکتی (شاخص هرفیندال) بر رابطه بین اهرم مالی و ارزش شرکت نتایج پژوهش نشان می دهد که تنوع بخشی شرکتی (شاخص هرفیندال) نقش تعدیلی بر رابطه بین اهرم مالی و ارزش شرکت ندارد. این یافته ها تأکید می کنند که تنوع بخشی به تنهایی تضمین کننده بهبود عملکرد و افزایش ارزش شرکت نیست و ممکن است بسته به شرایط و نحوه اجرا، نتایج متفاوتی به همراه داشته باشد. این نتیجه با آنچه که چوی و راسل (۲۰۰۴) نشان می دهند که نرخ رشد سودآوری شرکت های غیرمتنوع نسبت به شرکت های متنوع پایین تر است متفاوت و با نتایج مطالعه آفوری و چان (۲۰۰۰) که پی بردند شرکت های غیرمتنوع با متمرکز ماندن علیرغم عدم اطمینان ناشی از نوسانات ذاتی عملکرد بهتری داشته اند هم راستا می باشد. علاوه بر این، تئو و رونیسون (۲۰۰۱) نشان می دهند که نسبت قابل توجهی از شرکت ها برای تنوع آماده نیستند و بیشتر تصمیم می گیرند تا علی رغم منافع تنوع تنها در یک بازار فعالیت کنند.

در بخش دوم نقش تعدیلی تنوع بخشی شرکتی بر رابطه بین اهرم مالی و ارزش شرکت با استفاده از شاخص آنتروپی مورد آزمون قرار گرفت. نتایج نشان می دهد که تنوع بخشی شرکتی (بر اساس شاخص آنتروپی) تأثیر اهرم مالی بر ارزش شرکت را تعدیل می کند. به عبارت دیگر تنوع بخشی شرکتی (بر اساس شاخص آنتروپی) می تواند نقش مهمی در تقویت تأثیر اهرم مالی بر ارزش شرکت ایفا کند. این یافته تأیید کننده این مطلب است که در شرکت های تنوع یافته، ارتباط زیادی بین بخش های مختلف کسب و کار شرکت وجود دارد که بدلیل وابستگی نزدیک بین آن ها، منافع تمامی بخش های درگیر را تحت تأثیر قرار خواهد داد. بنابراین، تخصیص بهینه منابع بین کسب و کارهای مختلف شرکت و ایجاد سازگاری بین بخش هایی که در تعامل با یکدیگرند، اگر به درستی اجرا شود باعث افزایش کارایی سرمایه گذاری و ارزش شرکت می شود. به عبارت دیگر می توان گفت در شرکت های متنوع تر، ریسک کاهش می یابد زیرا جریان های درآمدی از حوزه های مختلف تأمین می شوند. این موضوع می تواند ریسک مالی ناشی از اهرم را تعدیل کرده و ارزش شرکت را افزایش دهد. اگر تنوع شرکت باعث کاهش ریسک و رشکستگی شود، بازار ممکن است به این موضوع واکنش مثبت نشان دهد و ارزش شرکت افزایش یابد. این نتیجه با نتایج تحقیقات راجا پاسیرانا و هیو (۲۰۱۸)، سیسلیک و میکالیک (۲۰۱۸) و ابراهیمی و همکاران در سال ۱۳۹۹ بر اهمیت استراتژی های تنوع بخشی در بهبود عملکرد مالی و رشد شرکت ها تأکید دارند، همخوانی دارد.

۱، ۵. تحلیل تفاوت شاخص های آنتروپی و هرفیندال در سنجش تنوع

در خصوص دلیل تفاوت نتایج ناشی از بکارگیری شاخص آنتروپی و شاخص هرفیندال در سنجش تنوع ابتدا باید ویژگی های هر یک را جداگانه برشمرد.

شاخص انترویی:

- حساس به میزان پراکندگی سرمایه بین بخش‌های مختلف است.
- به شرکت‌هایی که تعداد زیادی واحد تجاری با سهم‌های کوچک دارند، وزن بیشتری می‌دهد.
- به تغییرات در بخش‌های کوچک‌تر هم واکنش نشان می‌دهد.

شاخص هرفیندال:

- بیشتر به سهم‌های بزرگ‌تر وزن می‌دهد.
- اگر شرکت چند بخش قوی و غالب داشته باشد، شاخص به شدت به سمت تمرکز می‌رود و اثر تنوع را کمتر نشان می‌دهد.

- به تغییرات در بخش‌های کوچک حساس نیست.

بنابراین با توجه به موارد بالا می‌توان دلایل زیر را به عنوان این تفاوت بیان نمود:

۱. نقش تنوع در کاهش ریسک اهرم مالی بیشتر از آن بوده است که شاخص هرفیندال بتواند آن را نشان دهد. از اینرو ممکن است شرکت‌هایی که تنوع بالایی دارند، توزیع منابع خود را در بخش‌های کوچک‌تر هم انجام داده باشند. شاخص انترویی این پراکندگی را بهتر درک می‌کند، درحالی‌که شاخص هرفیندال تنها به سهم‌های بزرگ‌تر اهمیت می‌دهد. بنابراین، اگر شرکت‌ها تنوع زیادی در بخش‌های کوچک‌تر داشته باشند، در شاخص انترویی این موضوع لحاظ می‌گردد ولی در شاخص هرفیندال لحاظ نمی‌گردد.

۲. تنوع بخشی در شرکت‌های نمونه، به صورت همگن نبوده است. اگر شرکت‌ها یک یا دو بخش خیلی بزرگ داشته باشند و بقیه بخش‌ها خیلی کوچک باشند، در محاسبه شاخص هرفیندال به دلیل استفاده از توان دوم، بیشتر به تمرکز این بخش‌های بزرگ توجه می‌شود و تنوع به درستی سنجیده نمی‌شود. اما شاخص انترویی که به همه بخش‌ها وزن می‌دهد، می‌تواند اثر واقعی تنوع را منعکس نماید.

۳. حساسیت بازار سرمایه به ساختار تنوع شرکت‌ها. ممکن است بازار سرمایه و سرمایه‌گذاران، تنوع گسترده را به عنوان یک سپر محافظ در برابر ریسک اهرمی ببینند. از آنجاییکه انترویی نشان‌دهنده پراکندگی بالاتر است، این ارتباط را بهتر منعکس می‌کند. اما هرفیندال به دلیل تأکید بر سهم‌های بزرگ، چنین رابطه‌ای را تأیید نکرده است.

۲، ۵. پیشنهادهای مبتنی بر نتایج حاصل از فرضیه‌های پژوهش

با توجه به نتایج پژوهش، پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها برای افزایش ارزش خود از استراتژی‌های مؤثر تأمین مالی استفاده کنند و اهرم مالی را به طور مناسب مدیریت کنند، اما در عین حال باید از ریسک‌های مالی جلوگیری کنند. همچنین، با توجه به عدم تأثیر ملموس تنوع بخشی (شاخص هرفیندال) بر رابطه اهرم مالی و ارزش شرکت، شرکت‌ها باید در انتخاب استراتژی‌های تنوع بخشی دقت بیشتری داشته باشند و بر تخصص‌گرایی تمرکز کنند. و از آنجا که نوآوری در فرآیندها و محصولات رابطه مثبت و مؤثری با عملکرد شرکت دارد، شرکت‌ها باید نوآوری و تنوع بخشی را در استراتژی‌های خود در نظر بگیرند تا انعطاف‌پذیری بیشتری در برابر تغییرات بازار پیدا کنند. شرکت‌های بزرگ باید به دنبال تنوع بخشی و نوآوری باشند، در حالی که شرکت‌های کوچک‌تر می‌توانند بر تخصص‌گرایی و بهینه‌سازی منابع تمرکز کنند. برای کاهش نوسانات بازار و اثرات منفی آن، شرکت‌ها باید به طور مؤثر ریسک‌های مالی و عملیاتی خود

را مدیریت کنند. در نهایت، پیشنهاد می شود که تحقیقات آینده به بررسی سایر متغیرها مانند بهره وری نیروی کار و سرمایه گذاری خارجی بر ارزش شرکت پرداخته شود.

همچنین با توجه به متفاوت بودن نتایج بررسی تاثیر تعدیلی تنوع بخشی (براساس شاخص مورد استفاده برای اندازه گیری) می توان پیشنهاد نمود که اگر شرکت ها دارای ساختار متنوع با تعداد زیادی بخش های کوچک باشند، شاخص انتروپی قادر به نمایش اثر تنوع بر کاهش ریسک مالی و افزایش ارزش شرکت خواهد بود، اما شاخص هرفیندال این توانایی را ندارد. همچنین از آنجاییکه شاخص هرفیندال بر سهم های بزرگ تر تأکید دارد، اگر تنوع در شرکت ها به گونه ای باشد که چند بخش بزرگ غالب باشند، ممکن است این شاخص تأثیر تعدیلی تنوع بخشی بر رابطه اهرم مالی و ارزش شرکت را منعکس نکند.

۳، ۵. محدودیت های پژوهش

این پژوهش در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته است. لذا تعمیم دادن آن به سایر جوامع (از قبیل شرکت های فرابورسی یا شرکت های سرمایه گذاری) باید با در نظر گرفتن احتیاط کامل انجام پذیرد. (۱) عدم کنترل بعضی از عوامل مؤثر بر نتایج تحقیق از جمله تأثیر متغیرهایی چون عوامل اقتصادی، شرایط سیاسی، وضعیت اقتصاد جهانی، قوانین و مقررات و... که خارج از دسترس محقق بوده و ممکن است بر بررسی روابط اثرگذار باشد.

(۲) دوره زمانی پژوهش سال های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ بوده است. تعمیم آن به سایر دوره های زمانی باید با احتیاط کامل صورت گیرد.

(۳) در این پژوهش تفکیک شرکت ها با توجه به نوع صنعتی که فعالیت می کنند صورت نگرفته است که این می تواند بر نتایج پژوهش اثرگذار باشد.

۴، ۵. پیشنهادات برای پژوهش های آتی

(۱) بررسی بررسی رابطه بین اهرم مالی با ارزش شرکت با تبیین نقش تعدیلی با تنوع بخشی شرکتی در شرکت های زیانده و مقایسه نتایج با یکدیگر.

(۲) با توجه به تفاوت های شاخص انتروپی و هرفیندال، می توان تحلیل را با بررسی توزیع دقیق بخش های شرکت ها و مقایسه نحوه توزیع دارایی ها انجام داد

۶. منابع و مآخذ

۱. ابراهیمی، سید کاظم و جلالی، فاطمه و گل شکن ازگمی، فاطمه (۱۳۹۹) بررسی نقش تعدیل کننده استراتژی تنوع بخشی بر ارتباط بین رتبه بندی اعتباری و نگهداشت وجه نقد، هفدهمین کنفرانس بین المللی مدیریت، تهران.
۲. امری اسرمی، محمد (۱۴۰۰) روابط متقابل چرخه عمر محصول، ساختار سرمایه، جریان نقدی آزاد، تنوع بخشی و عملکرد شرکت با استفاده از سیستم معادلات همزمان، کنفرانس ملی دستاوردهای نوین در پژوهش های مدیریت، اقتصاد و حسابداری، اصفهان.
۳. دیباکیا، پریا و فیروزبخت، نجمه (۱۳۹۹) عدم تقارن اطلاعاتی، اهرم مالی و ارزش شرکت، هجدهمین همایش ملی حسابداری ایران، یزد.

۴. رحمانی، علی و احمدی، شیما (۱۳۹۶) ارتباط تنوع بخشی شرکتی با ارزش شرکت. فصلنامه حسابداری و منافع اجتماعی. دوره ۷، شماره ۲ - شماره پیاپی ۲۵ تا پیاپی ۲۵ تابستان ۱۳۹۶ صفحه ۱۹-۳۴.
۵. فروزان طلب، مجید و حسین بیکی، غلامحسین و معماریان، عرفان (۱۳۹۹) بررسی تاثیر اندازه شرکت و تنوع بخشی بر عملکرد شرکت های سهامی، ششمین کنفرانس بین المللی پژوهش های مدیریت و علوم انسانی در ایران، تهران.
۶. قجاوند، مجتبی و امری اسرمی، محمد (۱۳۹۶) رابطه متقابل تنوع بخشی، ساختار سرمایه، و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس ملی تحولات نوین در مطالعات و حسابداری، مراغه.

Abdallah, W., Goergen, M., O'Sullivan, N., 2015. Endogeneity: How failure to correct for it can cause wrong inferences and some remedies. *British Journal of Management* 26(4), 791-804. doi: <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12113>.

Andrés, P., Fuente, G., Velasco, P., 2016. Are real options a missing piece in the diversification-value puzzle?. *International Review of Financial Analysis* 48, 261-271. doi: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.10.007>

Andrés, P., Fuente, G., Velasco, P., 2017. Does it really matter how a firm diversifies? Assets-in-place diversification versus growth options diversification. *Journal of Corporate Finance* 43, 316-339. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.011>

Bascle, G., 2008. Controlling for endogeneity with instrumental variables in strategic management research. *Strategic Organization* 6(3), 285-327. doi: <https://doi.org/10.1177/1476127008094339>

Berger, P., Hann, R., 2003. The impact of SFAS No. 131 on information and monitoring. *Journal of Accounting Research* 41(2), 163-223. doi: <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00100>

Bover, O., Watson, N., 2005. Are there economies of scale in the demand for money by firms? Some panel data estimates. *Journal of Monetary Economics* 52(8), 1569-1589. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2004.10.010>

Boyd, B., Gove, S., Hitt, M., 2005. Consequences of measurement problems in Strategic Management research: the case of Amihud and Lev. *Strategic Management Journal* 26(4), 367-375. doi: <https://doi.org/10.1002/smj.445>

Campa, M., Kedia, S., 2002. Explaining the diversification discount. *The Journal of Finance* 57(4), 1731-62. doi: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00476>

Chen, S., Chen, I., 2006. Corporate governance and capital allocations of diversified firms. *Journal of Banking & Finance* 36(2), 395-409. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.07.013>

Del Viva, L., Kasanen, E., Trigeorgis, L., 2017. Real options, idiosyncratic skewness, and diversification. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 52(1), 215-241. doi: <https://doi.org/10.1017/S0022109016000703>

Denis, D., Denis, D., Yost, K., 2002. Global diversification, industrial diversification and firm value. *The Journal of Finance* 57(5), 1951-1979. doi: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00485>

Duan, J., Li, Y., 2006. On diversification discount – The effect of leverage. Rotman School of Management Working Paper No. 06-06. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=902889 [last access: November 2019].

- Ettredge, M., Kwon, S.Y., Smith, D., Zarowin, P., 2005. The impact of SFAS No. 131 business segment data on the market's ability to anticipate future earnings. *The Accounting Review* 80(3), 773-804. doi: <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.3.773>.
- Farnklin J. S. and K. Muthsamy, (2011), "Impact Of Leverage on Firm Investment Decision", *International Journal of Scientific & Engineering Research*, Vol.: 2, Issue 4.
- Fazzari, S.M., Hubbard, R.G., and Petersen, B. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brooking Papers on Economic Activity*, 141-195.
- Ferreira, M., and Vilela, A. (2004). Why do firms fold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10 (2), 295-319.
- Graham, J.R., and Harvey, C.R. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243
- Guney, Y., Ozkan, A., and Ozkan, N.(2007). International evidence on the nonlinear impact of leverage on corporate cash holdings. *Journal of Multinational financial management*, 17, 45-60.
- Harris, M., Raviv, A., 1990. Capital structure and the informational role of debt. *The Journal of Finance* 45(2), 321-349. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb03693.x>.
- Harris, Milton, and Artur Raviv, (1990), "Capital Structure and the Informational Role of Debt", *Journal of Finance* 45, 321-349.
- Harvey, C., Lins, K., Roper, A., 2004. The effect of capital structure when expected agency costs are extreme. *Journal of Financial Economics* 74(1), 3-30. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.07.003>.
- Hovakimian, G., and Titman, S. (2003). Corporate investment with financial constraints: Sensitivity of investment to funds from voluntary asset sales. NBER working paper no: 9432
- Hsu, L. and Jang, S. (2008a). "The determinants of the hospitality industry's unsystematic risk: a comparison between hotel and restaurant firms". *International Journal of Hospitality and Tourism Administration*, 9 (2), 105-127
- Hubbard, R. (1998), "Capital-Market Imperfections and Investment " *Journal of Economic Literature*, Vol.:36, Pp: 193-225.
- Huijie B., (2010), "A Study on Leverage & Firm Investment: Chinese Evidence", Royal Institute of Technology (KTH), Master of Science Thesis, Program Economics of Innovation and Growth
- Hurdle, G. (1974). "Leverage, risk, market structure, and profitability". *Review of Economics and Statistics*, 56 (4), 478-485.
- Jacquemin, A., Berry, C., 1979. Entropy measure of diversification and corporate growth. *The Journal of Industrial Economics* 27(4), 359-369.
- Jensen, M., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review* 76(2), 323-329.
- John, T.A. (1993). Accounting measures of corporate liquidity, leverage, and costs of financial distress. *Financial Management*, 22, 91-100.
- Kim, C.-S., Mauer, D.C., and Sherman, A.E.(1998). The determinants of corporate liquidity: theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33,305-334.
- Koh, Y., Lee, S. and Boo, S.Y. (2009). "Does franchising help restaurant firm value?". *International Journal of Hospitality Management*, 28 (2), 289-296
- La Rocca, M., La Rocca, T., Gerace, D., Smark, C., 2009. Effect of diversification on capital structure. *Accounting and Finance* 49(4), 799-826. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2009.00304.x>

- M., Stulz, R., (Eds.): Handbook of the Economics of Finance, Elsevier, First edition, chapter 2, 111-165. [https://doi.org/10.1016/S1574-0102\(03\)01006-9](https://doi.org/10.1016/S1574-0102(03)01006-9)
- Mansi, S., Reeb, D., 2002. Corporate diversification: what gets discounted? *The Journal of Finance* 57(5), 2167-2183. doi: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00492>
- Mitton, T., Vorkink, K., 2010. Why do firms with diversification discounts have higher expected returns? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 45(6), 1367-1390. doi: <https://doi.org/10.1017/S0022109010000566>
- Morellec, Erwan, (2001), "Asset Liquidity, Capital Structure and Secured Debt" *Journal of Financial Economics*, 61, 173-206
- Norden, L. and Kampen, S.V. (2013). "Corporate leverage and collateral channel". *Journal of Banking & Finance*, 37, 5062-5072.
- O'Brien, J., David, P., Yoshikawa, T., Delios, A., 2014. How capital structure influences diversification performance: A transaction cost perspective. *Strategic Management Journal* 35(7), 1013-1031. doi: <https://doi.org/10.1002/smj.2144>
- Ozkan, A., and Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: an empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking and Finance*, 28, 2103-2134.
- Park, K., Jang, S., 2013. Capital structure, free cash flow, diversification and performance: A holistic analysis. *International Journal of Hospitality Management* 33, 51-63. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2013.01.007>.
- Park, S.Y. and Lee, S. (2009). "Financial rewards for social responsibility: a mixed picture for restaurant companies". *Cornell Hospitality Quarterly*, 50 (2), 168-179.
- Ruland, W., Zhou, P., 2005. Debt, diversification, and valuation. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 25(3), 277-291. doi: <https://doi.org/10.1007/s11156-005-4768-0>
- Santaló, J., Becerra, M. 2008. Competition from specialized firms and the diversification performance linkage. *The Journal of Finance* 63(2), 851-883. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01333>.
- Shengnan L. and N. Jianbo, (2005), "Empirical Studies on Corporate Liabilities & Investment", *Securities Market Herald*, Vol.:3, Pp: 44-48
- Tang, C. H. and Jang, S. (2007). "Revisit to the determinants of capital structure: a comparison between lodging firms and software firms". *International Journal of Hospitality Management*, 26 (1), 175-187
- Wintoki, B., Linck, J., Netter, J., 2012. Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics* 105(3), 581-606. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.03.005>
- Xie, C., Luo, C. and Yu, X. (2010). "Financial distress prediction based on SVM and MDA methods: the case of Chinese listed companies". *Quality and Quantity Journal*, 45(3), 671-686.
- Zaki, E., Bah, R. and Rao, A. (2011). "Assessing probabilities of financial distress of banks in UAE". *International Journal of Managerial Finance*, 7(3), 304-320.
- Zhang, Y., 2009. Are debt and incentive compensation substitutes in controlling the free cash flow agency problem? *Financial Management* 38(3), 507-541. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01046.x>

The Moderating Role of Corporate Diversification in the Link between Financial Leverage and Firm Value: A Comparative Analysis

Maryam Eghbal¹
Mohammad Dehghanpour^{*2}

Abstract

This research examines the relationship between financial leverage and firm value with the moderating role of corporate diversification in companies listed on the Tehran Stock Exchange. This study is descriptive in nature and method, and it is applied research in terms of its goal. Since the current status of the variables in this research has been analyzed using data collected from past information, it falls under descriptive studies and is of a retrospective type. In the course of this study, two hypotheses were formulated, and a sample of 137 companies was selected through systematic sampling for an 8-year period from 2015 to 2022. The data related to the research variables were collected and analyzed using Excel software and then processed using EViews statistical software. The results of the hypothesis testing showed that there is a significant direct relationship between financial leverage and firm value. Corporate diversification, using the Entropy index, moderates the relationship between financial leverage and firm value, but diversification using the Herfindahl index was not confirmed.

Keywords

Financial leverage, firm value, corporate diversification

1. Assistant Professor, Accounting Department, Faculty of Economics and Business Administration, Khayyam University, Mashhad, Iran. (*Corresponding Author: m.egbal@khayyam.ac.ir)
2. Master of Accounting, Faculty of Economics and Business Administration, Khayyam University, Mashhad, Iran.