



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال نهم / شماره سی‌وششم / زمستان ۱۳۹۹

## تأثیر تنوع بخشی پرتفوی بر عملکرد شرکت‌های هلدینگ بر اساس نظریه‌های مدرن و فرامدرن پرتفوی

علی فرهادیان

استادیار گروه مدیریت و کارآفرینی، دانشگاه کاشان (نویسنده مسئول)  
farhadian@kashanu.ac.ir

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۹/۲۳ تاریخ پذیرش: ۹۷/۱۱/۰۷

### چکیده

در چند سال گذشته شرکت‌های هلدینگ تأثیر فزاینده‌ای بر بازار سرمایه کشور گذاشته‌اند که علت آن، رشد بالای آنها در بورس، چه از نظر تعداد و چه از نظر میزان سرمایه بوده است و تنوع‌بخشی یکی از استراتژی‌های مهمی است که شرکت‌های هلدینگ برای افزایش کارایی و مصون ماندن در مقابل ریسک مورد توجه قرار داده‌اند؛ اما محققان در این زمینه اجماع نظر ندارند بدین منظور با استفاده از داده‌های آماری ۵۱ شرکت هلدینگ سهامی عام فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ تأثیر تنوع‌بخشی پرتفوی بر عملکرد بر اساس نظریه‌های مدرن و فرامدرن پرتفوی بررسی شده است. برای این منظور، ابتدا متغیرهای پژوهش از لحاظ مانایی بررسی شدند، سپس از روش حداقل مربعات برای تجزیه و تحلیل داده و (GMM) و گشتاور تعمیم یافته (EGLS) تعمیم یافته برآوردی جهت آزمون فرضیه‌ها استفاده شد. یافته‌ها نشان می‌دهد تنوع‌بخشی در شرکت‌های هلدینگ بر معیارهای عملکرد شرکت هم بر اساس نظریه‌های مدرن و هم بر اساس نظریه‌های فرامدرن پرتفوی (جنسن، شارپ، ترینر، سورتینو، پتانسیل مطلوب، امگا و ترینر تعدیل شده و جنسن تعدیل) اثر مثبت و معناداری دارد. بنابراین براساس نظریه فرامدرن پرتفوی نیز و با به کارگیری ریسک نامطلوب به جای انحراف معیار، به عنوان ابزار سنجش ریسک و با دربرگرفتن توزیع‌های بازدهی غیرنرمال این نتیجه حاصل شد که شرکت‌های هلدینگ با انتخاب استراتژی تنوع به صورت عقلایی می‌توانند بازده خود را افزایش دهند.

واژه‌های کلیدی: شرکت‌های مادر، متنوع‌سازی، ارزیابی عملکرد، سبد سرمایه‌گذاری، ریسک نامطلوب

## ۱- مقدمه

شرکت‌های هلدینگ در بازار سرمایه از اهمیت بالایی برخوردار می‌باشند که بعضی از دلایل آن عبارتند از: حجم زیاد سرمایه و معاملات این شرکت‌ها، تأثیر بزرگ‌تری که این شرکت‌ها بر سطح بازار و قیمت می‌گذارند و پیچیدگی بیشتر این شرکت‌ها و اطلاعات بیشتری که در اختیار دارند (امامی، ۱۳۸۸). همچنین در چند سال گذشته شرکت‌های هلدینگ تأثیر فزاینده‌ای بر بازار گذاشته‌اند که علت آن رشد بالای آنها در بورس، چه از نظر تعداد و چه از نظر میزان سرمایه بوده است. همچنین با توجه به این که در دوره‌های زمانی مختلف، با وجود اوضاع متفاوت بازار و شرایط مختلف اقتصادی کشورها، بازده‌های متفاوتی ممکن است وجود داشته باشد یکی از مسائل مهم برای به دست آوردن بازده مطلوب، متنوع‌سازی می‌باشد. بررسی تأثیر تنوع‌بخشی پرتفوی در شرکت‌های هلدینگ بر معیارهای مختلف عملکرد، می‌تواند به مدیران و سهامداران شرکت‌های هلدینگ دید بهتری ارائه نماید (وراردو، ۲۰۱۳).

از طرفی دیگر بیش از چهل سال است که محققان روی رابطه بین تنوع و عملکرد مطالعه می‌کنند اما هنوز به نتیجه واحد و ثابتی دست نیافته‌اند (لزلی، ۲۰۰۰). رشته‌های مختلف کسب و کار به مبحث تأثیر تنوع بر عملکرد توجه زیادی کرده‌اند. ابتدا اقتصاددانان سازمان‌های صنعتی مانند آرنولد (۱۹۶۹)، گورت (۱۹۶۲) به مقایسه شرکت‌های متنوع و غیر متنوع پرداختند، سپس محققان حوزه مدیریت استراتژیک مانند بتیس (۱۹۸۱)، کریستینسن و مونتگومری (۱۹۸۱) و پژوهشگران حوزه مالی مانند گالی و ماسولیس (۱۹۷۶)، هیگینز و اسکال (۱۹۷۵) درباره رابطه تنوع و عملکرد مطالعه کرده‌اند. با توجه به اینکه یک جریان تحقیقی زمانی بلوغ یافته تلقی می‌شود که: الف) تعداد زیادی تحقیقات کاربردی درباره آن انجام شده باشد؛ ب) این مطالعات نتایج قابل تعبیر و پایداری ارائه دهند و ج) محققان در آن زمینه به اجماع کلی رسیده باشند (لزلی، ۲۰۰۰)، اما تحقیقات در زمینه تأثیر تنوع بر عملکرد هنوز به بلوغ نرسیده است؛ زیرا حداقل دو ویژگی از ویژگی‌های فوق را ندارد و با در نظر گرفتن اینکه ایران کشوری در حال توسعه است و به خصوص بازار سرمایه جوان و ساختار تقریباً نامتشکلی دارد (شمس و یحیی‌زاده‌فر، ۱۳۸۹) و بازار سهام ایران در مقایسه با بازار سهام کشورهای توسعه یافته سابقه کمتری دارد، مطالعه چنین موضوعی میان سرمایه‌گذاران حقوقی مانند شرکت‌های هلدینگ پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می‌تواند در راستای کارایی بیشتر بازار مالی مفید باشد (امامی، ۱۳۸۸). بنابراین تا به حال در ایران تحقیقاتی در این زمینه به این شکل و روش انجام نگرفته است و پژوهش حاضر با استفاده از نظریه‌های مدرن و فرامدرن پرتفوی، که معیارهای متفاوتی را برای سنجش عملکرد مطرح می‌کنند، ارتباط تنوع‌بخشی پرتفوی را با معیارهای مختلف اندازه‌گیری عملکرد مورد بررسی قرار می‌دهد. سؤال اصلی پژوهش که به دنبال یافتن پاسخی برای آن در بازار سرمایه ایران هستیم، به این نحو بیان می‌شود: تنوع‌بخشی پرتفوی شرکت‌های هلدینگ چه تأثیری بر شاخص‌های مختلف عملکرد این شرکت‌ها دارد؟

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

متنوع‌سازی فعالیت شرکت‌ها و ورود به کسب‌وکارهای بالادستی و پایین‌دستی و گسترش دامنه افقی کسب‌وکارها از جمله موضوعات چالش‌برانگیز بوده و همیشه نوع تأثیر تنوع‌بخشی بر بازده مورد تردید بوده است (فدایی‌نژاد، اسدی و عسکری، ۱۳۹۶) و یکی از مهمترین پرسش‌هایی که در خصوص الگوی رشد در شرکت‌ها مطرح است نقش تنوع بخشی و تاثیر آن بر بازده قابل دستیابی در بازار است و در حال حاضر تعداد کمی از شرکت‌های بزرگ ماهیت تک کسب و کاری دارند و معمولاً سازمان‌ها ترکیب وسیعی از محصول-بازار را هدف قرار می‌دهند (رستمی و برخوردار، ۱۳۹۳) و از دهه ۱۹۸۰ موضوع مدیریت پرتفوی شرکت بیشتر به بحث گذاشته شده است (عباسی و معلمی، ۱۳۹۲)، در ایران نیز توجه به تمایل برای تنوع‌بخشی بیش‌ازپیش شده است و در چند سال اخیر تعداد شرکت‌های چند کسب‌وکاری یا به اصطلاح هلدینگ افزایش یافته است (اسدی و جلالی، ۱۳۹۴). شرکت‌های هلدینگ شرکتی است که دارای سهام و حق رای در چند شرکت بوده و می‌تواند بر آنها نفوذ و کنترل داشته باشد و هلدینگ‌ها از منابع مالی وسیع تری برخوردارند و می‌توانند در طرح‌های بزرگ سرمایه‌گذاری نمایند. یکی از مشکلات اصلی در ارزیابی عملکرد این شرکت‌ها، تمرکز بر بازده پرتفوی و عدم توجه به ریسک بازده مورد نظر می‌باشد (اصولیان و صفری، ۱۳۹۴). از این رو در ارزیابی عملکرد باید شناسایی همزمان بازده و ریسک سرمایه‌گذاری مورد توجه قرار گیرد. پژوهش حاضر با استفاده از نظریه‌های مدرن و فرامدرن پرتفوی، که معیارهای متفاوتی را برای سنجش عملکرد مطرح می‌کنند، ارتباط تنوع‌بخشی پرتفوی را با معیارهای مختلف اندازه‌گیری عملکرد مورد بررسی قرار می‌دهد. در ادامه به اختصار ادبیات پیشینه نظری و تجربی پژوهش بیان می‌شود.

**تنوع:** هر چند تعاریف متفاوتی از تنوع در سازمان ارائه شده است اما نوعی مفهوم مشترک اما کلی در تعاریف وجود دارد که آنسوف آن را بیان کرده است. آنسوف (۱۹۵۸، ۱۹۶۵) تنوع را ورود به بازارهای جدید با محصولات جدید تعریف می‌کند. آنسوف از نخستین افرادی بود که در ادبیات علمی مدیریت استراتژی، موضوع تنوع را مطرح کرد. اهمیت کارهای وی هنوز در کتاب‌های استراتژی مشاهده می‌شود. آنسوف با در مقابل هم قرار دادن خطوط محصول جدید و کنونی و مأموریت محصول جدید و کنونی، یک ماتریس دو در دو ایجاد کرد که چهار استراتژی کلی بازار/ محصول را متمایز می‌ساخت. در این ماتریس محصول/ بازار، تنوع دال بر ایجاد محصول جدید برای مشتریان جدید است. مأموریت یک محصول، کارکرد محصول را که برای انجام آن طراحی شده و بدین منظور استفاده می‌شود را توصیف می‌کند. بنابراین، مأموریت یک محصول مرزهای بازار محصول را تعریف می‌کند.

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

شکل ۱. بردار رشد در تنوع [۴]

عملکرد شرکت‌های هلدینگ بر اساس نظریه‌های مدرن و فرامدرن پرتفوی: در یک دسته‌بندی، معیارهای ارزیابی عملکرد تعدیل شده بر حسب ریسک به دو دسته معیارهای مبتنی بر نظریه مدرن پرتفوی و معیارهای مبتنی بر نظریه فرامدرن پرتفوی طبقه‌بندی شده است (اسدی و مشایخی و یزدانیان، ۱۳۹۵، جانسون و تجانبرگ، ۱۹۹۹).

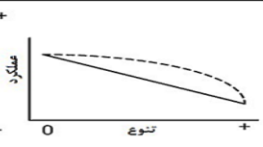
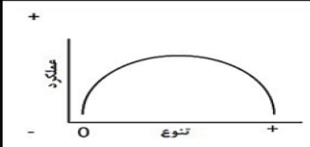
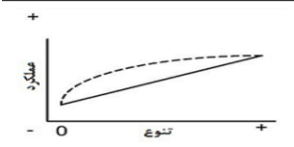
## جدول ۱. معیارهای ارزیابی عملکرد تعدیل شده بر حسب ریسک

معیارهای مبتنی بر نظریه فرامدرن پرتفوی	معیارهای مبتنی بر نظریه مدرن پرتفوی
نسبت سورتیتو	معیار جنسن
نسبت پتانسیل مطلوب	معیار تریتر
نسبت امگا	نسبت شارپ
نسبت تریتر تعدیل شده	
نسبت جنسن تعدیل شده	

مقاله منتشرشده هری مارکوئیتز در سال ۱۹۵۲، به منشأ تئوری نوین پرتفوی معروف است. مفروضات این تئوری باعث رضایت‌بخش نبودن نظریه مدرن پرتفوی (MPT) می‌شود. نظریه مدرن پرتفوی حالت خاصی از فرمول‌بندی تئوری فرامدرن پرتفوی است (روم و کاخلین، ۱۹۹۳). برایان معتقد است که در نظریه فرامدرن پرتفوی دو پیشرفت اساسی نسبت به نظریه مدرن پرتفوی دیده می‌شود: ۱. به کارگیری ریسک نامطلوب به جای انحراف معیار، به عنوان ابزار سنجش ریسک و ۲. دربرگرفتن توزیع‌های بازدهی غیرنرمال در نظریه فرامدرن پرتفوی (بریگام و هاستون، ۲۰۱۲). نظریه مدرن پرتفوی بر اساس رابطه بازدهی و ریسک محاسبه شده از طریق انحراف معیار تبیین می‌شود، در حالی که نظریه فرامدرن پرتفوی بر اساس رابطه بازدهی و ریسک نامطلوب به تبیین رفتار سرمایه‌گذار و معیار انتخاب پرتفوی بهینه می‌پردازد (استاردا، ۲۰۰۰). در نظریه مدرن پرتفوی، کل تغییرپذیری بازدهی حول میانگین، ریسک تلقی شده و با واریانس یا انحراف معیار اندازه‌گیری می‌شود. در این نظریه نوسانات بالای میانگین و همچنین نوسانات پایین میانگین هم ارزش هستند. به بیانی، واریانس شاخص

ریسک متقارن است. آدامز و مونتسی در نظرسنجی‌های خود نشان دادند که مدیران ارشد شرکت‌ها اغلب نگران بروز نتایج نامطلوب نسبت به یک نقطه مرجع هستند، که این همان معنا و مفهوم ریسک نامطلوب است (لین، ۲۰۰۲)، از سوی دیگر، نظریه فرامردن پرتفوی نیز تشریح می‌کند که ریسک سرمایه‌گذاری با اهداف خاص هر سرمایه‌گذار گره خواهد خورد و هر نتیجه‌ای بالاتر از این هدف، ریسک مالی یا اقتصادی تلقی نمی‌شود (اصولیان، ۱۳۹۵)، شاخص ریسک نامطلوب در نظریه فرامردن پرتفوی، تفکیک مشخص و شفافیت بین نوسان‌پذیری مساعد و نوسان‌پذیری نامساعد صورت می‌دهد. در این نظریه، فقط نوسان‌پذیری زیر نرخ هدف، ریسک محسوب می‌شود و به همه بازدهی‌های بالاتر از این هدف، عدم اطمینان گفته می‌شود که جزء فرصت‌های بدون ریسک برای کسب بازدهی‌های غیرمنتظره است. در این نظریه به میزان بازدهی هدف، حداقل بازدهی قابل قبول گفته می‌شود و عبارت است از حداقل نرخ بازدهی که باید به منظور جلوگیری از شکست در نایل شدن به اهداف مالی کسب شود (شمس و اسفندیاری، ۱۳۹۶). با بررسی تأثیر تنوع بر ارزش ایجادشده بر ای سهامداران درمی‌یابیم که این تحقیقات سه موج اصلی داشته‌اند که هر موج از پالایش روش‌های تحقیق موج قبل به وجود آمده است و به نتایج گوناگونی رسیده‌اند. موج نخست بر عقیده غالب کنونی، یعنی تخریب ارزش مشتری به واسطه تنوع تأکید دارد. در موج دوم تردید در نتایج موج اول آغاز شد و در موج سوم تحقیقات مشخص شد که تنوع ارزش ایجاد می‌کند. نتایج مطالعه روی تأثیر تنوع بر عملکرد را می‌توان به سه گروه کلی دسته بندی کرد:

جدول ۲. مبانی تئوریک مدل‌های مختلف تأثیر تنوع بر ارزش (نیپا و ریدان و ناپلر، ۲۰۱۴)

مدل کاهشی ارزشی	مدل U معکوسی	مدل ایجاد ارزشی
		
<b>دلایل منطقی</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>افزایش هزینه تأثیر به واسطه نزاع قدرت داخلی؛</li> <li>بازارهای سرمایه داخلی ناکارا؛</li> <li>توسعه نامناسب به دلیل مسئله نمایندگی<sup>۲</sup>.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>مزایای هم‌افزایی<sup>۳</sup> و مادری<sup>۴</sup> تا درجه‌ای از تنوع افزایش می‌یابد؛</li> <li>مزیت رقابتی به تنوع همگن محدود است؛</li> <li>هرچه تنوع نامرتبط‌تر باشد، پیشی هزینه از منافع بیشتر می‌شود.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>منافع قدرت بازار مانند کمک مالی متقابل<sup>۵</sup>؛</li> <li>اقتصاد مقیاس<sup>۶</sup> و دامنه<sup>۷</sup> با توجه به کاربری چندگانه منابع؛</li> <li>منافع بازار سرمایه و تخصیص کارا تر؛</li> <li>تنوع محصول، ریسک را کاهش می‌دهد.</li> </ul>
<b>شواهد تجربی</b>		
<b>کاهشی سودآوری</b>	<b>سودآوری U شکل</b>	<b>افزایش سودآوری</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>برگر و افک (۱۹۹۵)</li> <li>راجان و همکاران (۲۰۰۰)</li> <li>ماکسی مویک و فیلیپس (۲۰۰۳)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>راملت (۱۹۷۴، ۱۹۸۲)</li> <li>ایتامی، کانگو، یاشاهارا و ساکاما (۱۹۸۳)</li> <li>گران، جامینی و توماس (۱۹۸۸)</li> <li>یالچ و همکاران (۲۰۰۰)</li> <li>سینق و همکاران (۲۰۱۰)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>اسجوار (۲۰۰۲)</li> <li>ماتور، سینق و گلیاسون (۲۰۰۴)</li> </ul>
<b>کاهشی تنوع</b>	<b>ارزش بازار اقتصادی</b>	<b>یادآوری تنوع</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>لانگ و استاز (۱۹۹۴)</li> <li>برگر و اوفلک (۱۹۹۵)</li> <li>سدنیس، دنیس و یاست (۲۰۰۲)</li> <li>پست، هادچس و لین (۲۰۰۴)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ورنفلت و مونتگومری (۱۹۸۸)</li> <li>یلچ و همکاران (۲۰۰۰)</li> <li>ویلاولونگ (۲۰۰۴)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>جاننیک، ماخيجا (۲۰۰۵)</li> <li>یان (۲۰۰۶)</li> <li>دیوید و همکاران (۲۰۱۰)</li> </ul>

### پیشینه تجربی پژوهش

تهرانی و واحد احمدیان (۱۳۸۵) تاثیر تنوع با شاخص آنتروپی را بر بازدهی و ریسک کل مورد بررسی قرار داد و در نتیجه این پژوهش، هیچ رابطه معناداری میان تنوع کل، مرتبط و غیرمرتبط با بازدهی، ریسک کل و ریسک سیستماتیک و ریسک غیرسیستماتیک به اثبات نرسید.

تهرانی، زکیکی و کریمی (1387) نشان دادن تنوع با نسبت جاری، نسبت بدهی، نسبت گردش دارایی‌ها و نسبت حاشیه ناخالص سود به عنوان متغیرهای مستقل، رابطه معناداری ندارد.

آرنولد (۱۹۶۹) و گورت (۱۹۶۲) به مقایسه شرکت های متنوع و غیر متنوع پرداخته اند و به این نتیجه رسیده اند که به سبب افزایش هزینه تاثیر به واسطه نزاع داخلی، بازارهای سرمایه داخلی ناکارا و توسعه نامناسب به دلیلی مساله نمایندگی، تنوع باعث کاهش سود می گردد.

ماسولیس (۱۹۷۶)، هیگینز و اسکال (۱۹۷۵) رابطه تنوع و عملکرد را مورد مطالعه قرار داده اند و به این نتیجه رسیده اند که تنوع محصول ریسک را کاهش می دهد و موجب تخصیص کارتر و بالاتر رفتن منافع می گردد.

بتیس (۱۹۸۱) و کریستینسن و مونگومری (۱۹۸۱) نیز به مقایسه شرکت های متنوع و غیر متنوع پرداخته اند و به این نتیجه رسیده اند که هر چه تنوع نامرتبط تر باشد پیشی هزینه از منافع بیشتر است و مزیت رقابتی به تنوع همگن محدود است و مزایای هم افزایی تا درجه ای از تنوع افزایش می یابد.

راعی، تهرانی و فرهنگ زاده (۲۰۱۵) نیز طی تحقیقی تأثیر تنوع که با شاخص هرفیندال اندازه گیری شده را بر بازده حقوق صاحبان سهام، کیوتوبین و ریسک کل ارزیابی کردند و اندازه، بدهی و رشد را متغیرهای کنترل در نظر گرفتند، آزمون فرضیه ها نشان داد تنوع با عملکرد و ریسک شرکت ها رابطه معناداری ندارد.

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

در این پژوهش برای بررسی فرضیه‌ها از الگوی داده‌های تابلویی استفاده شده است. داده های تابلویی به مجموعه ای از داده‌ها گفته می شود که بر اساس آن، مشاهدات به وسیله تعداد زیادی از متغیرهای مقطعی (N) که اغلب به صورت تصادفی انتخاب می‌شوند، در طول یک دوره زمانی (T) بررسی شده باشند. گفتنی است که ویژگی‌های داده‌های مقطعی، باید برای دو سال مشخص یا بیشتر بررسی شود تا ساختار شکل گرفته، داده های تابلویی نامیده شود. (حسن‌نژاد و فدایی‌نژاد، ۱۳۹۶، زارنژاد و فدایی‌نژاد، ۱۳۹۴).

با توجه به پژوهش انجام گرفته توسط ورااردو و جیانگ (۲۰۱۳)، به منظور بررسی تأثیر تنوع‌بخشی پرتفوی بر عملکرد شرکت‌های هلدینگ علاوه بر بررسی ایستایی متغیرهای پژوهش با استفاده از آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو و بهره گیری از الگوی داده‌های تابلویی، از دو روش داده‌های تلفیقی ایستا و داده‌های تلفیقی پویا نیز استفاده شده است (ورااردو و جیانگ، ۲۰۱۳). در روش داده‌های تلفیقی ایستا، پس از انجام آزمون هاسمن برای افزایش قابلیت اعتماد نتایج به دست آمده، اقدام به استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی (EGLS) و روش پیشرفته گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) شده است. مدل GMM از یک سو نیاز به اطلاعات

دقیق توزیع جملات اخلاص نداشته و اساس آن مبتنی بر این فرض است که جملات اخلاص در معادلات با مجموعه متغیرهای ابزاری ناهمبسته است و از سوی دیگر، به لحاظ احتمال وجود همبستگی جمله خطا با متغیرهای توضیحی در مدل اثرهای ثابت، از اعتبار بالاتری برخوردار است (مهرانی و حسینی و حیدری و پویانفر، ۱۳۹۲).

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های هلدینگ موجود در بورس اوراق بهادار تهران از تاریخ ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ را دربرمی‌گیرد. مطابق آمار سازمان بورس، ۵۱ هلدینگ در بازار سرمایه فعالیت می‌کنند. پس جامعه آماری شامل ۵۱ عضو است که در این تحقیق تلاش شده است تمام اطلاعات موجود در پانل دیتا درج شود.

#### ۴- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به اینکه در تحقیقات گذشته فقط به بررسی وجود یا عدم تنوع پرتفوی شرکت‌های هلدینگ در بازار سرمایه ایران پرداخته‌اند و به تأثیر مثبت یا منفی تنوع بخشی در بازار سرمایه ایران بر عملکرد این شرکت‌ها توجهی نداشته‌اند یا اینکه عملکرد شرکت‌های هلدینگ را فقط از یک بعد بررسی کرده‌اند. در نتیجه با توجه به پیشینه تحقیق و خلایی که در زمینه انجام تحقیقی منسجم در رابطه با چگونگی تأثیر تنوع بخشی پرتفوی بر معیارهای مختلف عملکرد شرکت‌های هلدینگ وجود دارد، فرضیه‌های زیر مطرح شده‌اند:

- ۱) تنوع بخشی پرتفوی بر معیار عملکرد جنسن در شرکت‌های هلدینگ بر اساس تئوری‌های مدرن پرتفوی تأثیر مثبت معناداری دارد.
- ۲) تنوع بخشی پرتفوی بر معیار عملکرد شارپ در شرکت‌های هلدینگ بر اساس تئوری‌های مدرن پرتفوی تأثیر مثبت معناداری دارد.
- ۳) تنوع بخشی پرتفوی بر معیار عملکرد ترینر در شرکت‌های هلدینگ بر اساس تئوری‌های مدرن پرتفوی تأثیر مثبت معناداری دارد.
- ۴) تنوع بخشی پرتفوی بر معیار عملکرد سورتینو در شرکت‌های هلدینگ بر اساس تئوری‌های فرامدرن پرتفوی تأثیر مثبت معناداری دارد.
- ۵) تنوع بخشی پرتفوی بر معیار عملکرد پتانسیل مطلوب در شرکت‌های هلدینگ بر اساس تئوری‌های فرامدرن پرتفوی تأثیر مثبت معناداری دارد.
- ۶) تنوع بخشی پرتفوی بر معیار عملکرد امگا در شرکت‌های هلدینگ بر اساس تئوری‌های فرامدرن پرتفوی تأثیر مثبت معناداری دارد.
- ۷) تنوع بخشی پرتفوی بر معیار عملکرد ترینر تعدیل شده در شرکت‌های هلدینگ بر اساس تئوری‌های فرامدرن پرتفوی تأثیر مثبت معناداری دارد.
- ۸) تنوع بخشی پرتفوی بر معیار عملکرد جنسن تعدیل شده در شرکت‌های هلدینگ بر اساس تئوری‌های فرامدرن پرتفوی تأثیر مثبت معناداری دارد.

## ۵- نحوه اندازه‌گیری متغیرها و تصریح مدل

تنوع: با شاخص‌های متعددی همچون شاخص مجازی تنوع، تعداد حوزه‌های کسب و کار و هرفیندال آنتروپی محاسبه می‌شود. یکی از قدیمی‌ترین شاخص‌های موجود برای اندازه‌گیری مفهوم تنوع‌بخشی و تمرکزگرایی، شاخص هیرشمن-هرفیندال است. نخستین بار بری در سال ۱۹۷۱ شاخص هرفیندال را به کار برد که به صورت مجموع مربع نسبت دارایی‌ها (یا فروش) حوزه‌های مختلف به کل دارایی (یا فروش) شرکت محاسبه می‌شود. یکی از ویژگی‌های این شاخص، سهولت در محاسبه است.

رابطه ۱:

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

رابطه ۲:

$$S_{jit} = \frac{X_{jit}}{\sum_{j=1}^{N_{it}} X_{jit}}$$

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

## معیارهای ارزیابی عملکرد مبتنی بر نظریه مدرن پرتفوی

شاخص جنسن (موقلی و دابوسی (۲۰۰۳)): یکی از معیارهای ارزیابی عملکرد پرتفوی، تفاوت بین متوسط بازده پرتفوی  $\bar{r}_p$  با بازده پرتفوی مبنا است که با  $\bar{r}_{bp}$  نمایش داده می‌شود. این تفاوت به آلفای تاریخی پرتفوی یا بازده تفاضلی معروف است و به صورت  $a_p$  نمایش داده می‌شود.

$$a = \bar{r}_p - \bar{r}_{bp}$$

رابطه ۳:

در رابطه بالا، اندازه مثبت  $a_p$  برای یک پرتفوی بدین معنا خواهد بود که پرتفوی، متوسط بازده بیشتری از بازده شاخص داشته، از این رو می‌توان گفت که عملکرد آن مطلوب بوده است. اندازه منفی  $a_p$  به معنای داشتن عملکرد نامطلوب خواهد بود. آلفای تاریخی پرتفوی بر اساس خط بازار سهام SML تاریخی برابر با رابطه ۲ است.

رابطه ۴:

$$a_p = r_p^- - r_f^- - \left[ (r_m^- - r_f^-) \beta_p \right]$$

پس از تعیین ارزش‌های خط  $a_p$  و  $\beta_p$  مشخصه تاریخی برای پرتفوی، می‌تواند به صورت زیر نوشته شود:



رابطه ۵:

$$r_p^- - r_f^- = a_p + \beta_p (r_m - r_f)$$

**شاخص ترینر**(آوویی و مورین و نتو، ۲۰۰۴): یکی دیگر از معیارهای نزدیک به معیار آلفای تاریخی برای ارزیابی عملکرد پرتفوی، معیار نسبت بازدهی به نوسان پذیری است. در این معیار نیز از خط (تاریخی) بازار ورقه سهام برای ایجاد شاخص مبنا، به منظور ارزیابی عملکرد استفاده می‌شود؛ اما تا حدی با روش متفاوت از روش قبلی. نسبت بازده به نوسان‌پذیری برای یک پرتفوی، از تقسیم بازده اضافی بر ریسک سیستماتیک پرتفوی به دست می‌آید:

رابطه ۶:

$$T_p = \frac{r_p^- - r_f^-}{\beta_p}$$

**شاخص شارپ**(آوویی و مورین و نتو، ۲۰۰۴): معیار شارپ یا نسبت بازده به تغییرپذیری از شاخص مبنایی بر اساس خط بازار سرمایه (CML) تاریخی، به عنوان معیار ریسک استفاده می‌کند. در واقع بازده را نسبت به ریسک کل پرتفوی (انحراف معیار بازدهی) اندازه‌گیری می‌کند. نسبت شارپ از تقسیم متوسط بازده اضافی پرتفوی بر انحراف معیار به دست می‌آید (رابطه ۵)

رابطه ۷:

$$SR_p = \frac{r_p^- - r_f^-}{\sigma_p}$$

### معیارهای ارزیابی عملکرد مبتنی بر نظریه فرامردن پرتفوی

نسبت سورتینو: اگر در ارزیابی عملکرد به جای انحراف معیار (SD) از معیار ریسک نامطلوب استفاده شود، شاخص سورتینو حاصل می‌شود. در واقع اگر  $X$  را متغیر بازدهی پرتفوی و تابع  $f(x)$  را تابع چگالی احتمال این متغیر بدانیم و از طرفی  $u$  میانگین و  $r$  حداقل نرخ بازدهی قابل قبول باشد، آنگاه شاخص سورتینو را می‌توان به صورت زیر نشان داد [۳۲]. که در آن  $\sigma$  نیم انحراف معیار بازدهی‌ها زیر نرخ هدف، است.

رابطه ۸:

$$SOR = \frac{(u - r)}{\sigma}$$

رابطه ۹:

$$\sigma^2 = \int_{-\infty}^{\infty} (r - x)^2 f(x) dx$$

نسبت پتانسیل مطلوب: نسبت پتانسیل مطلوب را می‌توان حاصل تقسیم پتانسیل مطلوب بر ریسک نامطلوب تعریف کرد. رابطه ۸ بیان‌کننده شیوه محاسبه آن است.  
رابطه ۱۰:

$$UPR = \frac{\sum_{R_t > MAR} (R - MAR)^1 P(R_t > MAR)}{\left[ \sum_{R_t < MAR} (R - MAR)^2 P(R_t < MAR) \right]^{1/2}}$$

صورت کسر نشان‌دهنده پتانسیل مطلوب یا بازده مورد انتظار اضافی نسبت به MAR (حداقل نرخ بازده قابل قبول) است که آن را پتانسیل موفقیت نیز می‌نامند. مخرج کسر ریسک نامطلوب یا ریسک واماندگی از هدف را نشان می‌دهد (وارث و تهرانی و بنیادزاده، ۱۳۹۶).

نسبت امگا: کیتینگ و شادویک در سال ۲۰۰۲ معیار عملکردی به نام امگا تعریف کردند که به همه عناصر توزیع بازده توجه دارد و بازده‌های بالای نرخ بازده هدف را به بازده‌های پایین‌تر از نرخ بازده هدف تقسیم می‌کند [۲۲]. از آنجا که نسبت امگا، همه گشتاورهای توزیع را ترکیب کرده و به ترجیحات سرمایه‌گذار برای سود و زیان (از طریق آستانه زیان) توجه می‌کند، می‌توان آن را از طریق منطقه سود سرمایه‌گذار به منطقه زیان آن محاسبه کرد (آوویی و مورین و نتو، ۲۰۰۴). رابطه زیر بیان‌کننده شیوه محاسبه آن است:  
رابطه ۱۱:

$$\Omega(r) = \frac{\int [1 - F(x)] H(x)}{\int F(x) dx}$$

که  $r$  نرخ بازده هدف،  $F(x)$  تابع توزیع تجمعی بازده‌ها و  $(a,b)$  فاصله بازده‌ها است.

نسبت جنسن تعدیل شده: مموقلی و دابوسی (۲۰۰۳) با جایگزینی بتا استرادا با بتای سنتی در شاخص جنسن، آلفای مموقلی و دابوسی را ارائه دادند که به صورت زیر محاسبه می‌شود:  
رابطه ۱۲:

$$\alpha_p^{MD} = R_p - [R_F + \beta_p^D (E(R_M) - R_F)]$$

در این رابطه،  $a_D^M$  آلفای مموقلی و دابوسی  $R_p$  بازده پرتفوی،  $R_F$  بازده بدون ریسک و  $B_p^D$  بتای نامطلوب استرادا.  
رابطه ۱۳:

$$\beta_p^D = \frac{E \{ \text{Min} [(R_p - u_p), 0] \text{Min} [(R_M - u_m), 0] \}}{E \{ \text{Min} [R_M - u_m, 0]^2 \}}$$

نسبت ترینر تعدیل‌شده: موقلی و دابوسی (۲۰۰۳) بر مبنای بتای نامطلوب ایجادشده به وسیله استرادا (۲۰۰۷) معیار عملکرد جدیدی مشابه شاخص ترینر پیشنهاد کردند که آن را شاخص موقلی و دابوسی نامیدند، این شاخص به شیوه زیر محاسبه می‌شود:

رابطه ۱۴:

$$MD_P = \frac{R_P - MAR}{\beta_P^D}$$

$R_P$  بازده پرتفوی،  $MAR$  حداقل نرخ بازده قابل قبول و  $\beta_P^D$  بتای استرادا. در این نسبت بازده اضافه بالاتر از حداقل بازده قابل قبول پرتفوی، بر بتای نامطلوب استرادا تقسیم می‌شود.

### متغیرهای کنترلی

در پژوهش‌ها همیشه مقداری تورش به علت وجود متغیرهای کنترلی وجود دارد اما در این مقاله سعی شده است این نوع متغیرها کنترل شوند، که برای کنترل این متغیرها باید مشخص شود چه عواملی در مدل هستند که با تنوع بخشی پرتفوی ارتباط دارند، که با مطرح کردن یک پرسش می‌توان عوامل یاد شده را شناسایی کرد: چه عواملی در تنوع بخشی پرتفوی تاثیر دارد؟ پاسخ به این سوال متغیرهای کنترلی را مشخص می‌نمایند (قویدل و مرادی، ۱۳۹۶). که با توجه به پژوهش‌های قبلی صورت گرفته (وارث و همکاران، ۱۳۹۶) و بررسی‌های انجام شده متغیرهای کنترلی عبارتند از:

جدول ۳. متغیرهای پژوهش

نوع متغیر	شاخص اندازه گیری	نماد
مستقل	هرفیندال	DIV
	جنسن	ap
	ترینر	$T_P$
	شارپ	SR
	سورتینو	SOR
	پتانسیل مطلوب	U P R
	امگا	$\Omega (r)$
	جنسن تعدیل‌شده	$\alpha_P^{MD}$
وابسته	ترینر تعدیل‌شده	MD
	دارایی	SIZ
	حاشیه سود	MAR
	گردش دارایی‌ها	TUR
	نسبت مالکانه	MUL
کنترل		

نوع متغیر	شاخص اندازه‌گیری	نماد
	جریان نقدی آزاد	FRE
	نرخ ارز	DOL
	نسبت نقدینگی	LIQ

#### ۶- تحلیل یافته‌های پژوهش

آمارهای توصیفی متغیرها شامل میانگین، انحراف معیار و میانه به شرح ذیل می‌باشد که نشان می‌دهد که از تنوع زیادی برخوردار می‌باشند.

جدول ۴. آمار توصیفی متغیرها

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار
تنوع	0/582849	0/691020	0/394056
جنسن	0/286257	0/218430	0/203461
ترینر	0/654001	0/493107	0/373195
شارپ	0/738120	2/001581	14/371219
سورتینو	0/597025	0/528009	0/410658
پتانسیل مطلوب	0/425217	3/873418	0/721341
امگا	0/628043	2/105761	13/241873
جنسن تعدیل شده	0/598379	0/732967	0/324781
ترینر تعدیل شده	0/723003	1/943849	0/397451

**آزمون‌های ریشه واحد:** جهت اطمینان از عدم وجود مشکل رگرسیون ساختگی از آماره آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو (LIC) جهت اطمینان از مانا بودن متغیرها استفاده شده است. با توجه به اینکه که عدد معناداری همه متغیرهای برای متغیرهای توده‌واری، جنسن، شارپ، ترینر، سورتینو، پتانسیل مطلوب، امگا، ترینر تعدیل شده و جنسن تعدیل شده در آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو، کمتر از ۰/۰۵ بوده و در سطح خطای ۹۵ درصد معنادار هستند، بنابراین فرضیه صفر مبنی بر وجود ریشه واحد را می‌توان رد کرد و می‌توان دریافت که متغیرهای نام برده در سطح مانا هست.

جدول ۵: نتایج آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو (LIC)

متغیر	آماره t	احتمال t
تنوع	-6/537	0/000
جنسن	-2/541	0/001
ترینر	-2/972	0/000

متغیر	آماره t	احتمال t
شارپ	-2/105	0/000
سورتینو	-7/792	0/000
پتانسیل مطلوب	-7/301	0/001
امگا	-8/305	0/000
جنسن تعدیل شده	-5/039	0/000
ترینر تعدیل شده	-8/195	0/000

**آزمون خودهمبستگی سریالی پسماندها و اثر آرچ:** برای بررسی وجود ناهمسانی واریانس از طریق انجام رگرسیون مجذور باقی مانده‌ها روی یک عدد ثابت و تأخیرهای مربعات باقی مانده‌ها از آزمون آرچ آنگل استفاده می‌شود. پس از بررسی فرض کلاسیک و پسماندهای مدل برآوردشده (نتایج جدول) مشخص شد که خودهمبستگی سریالی و واریانس ناهمسانی (وجود اثرهای آرچ) وجود ندارند.

جدول ۶. نتایج آزمون آرچ

مقدار احتمال	مقدار بحرانی	مقدار آماره $nR^2$
0/194	4/5819	18/7382

**تعیین آزمون مناسب:** با توجه به هدف پژوهشی مبنی بر تبیین ارتباط تنوع‌سازی پرتفوی با عملکرد شرکت‌های هلدینگ بررسی بر اساس نظریه‌های مدرن و فرامردن پرتفوی، برای این امر، باید نخست از بین روش‌های برآورد مناسب که شامل روش اثرهای ثابت و تصادفی می‌باشد، الگوی بهتری انتخاب شود، که بدین منظور از چاو و آزمون هاسمن استفاده شده است. در سطح معناداری ۵ درصد نتایج نشان می‌دهد مدل‌های برآورد شده با استفاده از الگوی تابلویی با اثرهای تصادفی، دارای ضرایب کاراتری نسبت به الگوی تابلویی با اثرهای ثابت هستند.

جدول ۷: نتایج آزمون چاو (F لیمر) و هاسمن برای مدل‌های تحقیق

آزمون هاسمن		آزمون چاو		
سطح خطا	آماره مربع کا	سطح خطا	آماره F	
0/1524	11/492	0/000	4/403	تنوع سازی و معیار جنسن
0/1547	15/202	0/000	8/391	تنوع سازی و معیار شارپ
0/1742	13/371	0/000	4/001	تنوع سازی و معیار ترینر
0/1142	15/331	0/000	5/518	تنوع سازی و معیار سورتینو
0/3021	17/389	0/000	9/161	تنوع سازی و معیار عملکرد پتانسیل مطلوب

آزمون هاسمن		آزمون چاو		
سطح خطا	آماره مربع کا	سطح خطا	آماره F	
0/4125	14/639	0/000	4/616	تنوع سازی و معیار امگا
0/5147	14/398	0/000	5/546	تنوع سازی و معیار ترینر تعدیل شده
0/5124	18/561	0/000	9/632	تنوع سازی و معیار جنسن تعدیل شده

**نتایج آزمون GMM و EGLS:** با توجه به استفاده از دو روش داده‌های تلفیقی ایستا و داده‌های تلفیقی پویا در پژوهش، در روش داده‌های تلفیقی ایستا، پس از اجرای آزمون هاسمن، اقدام به برآورد ضرایب مدل با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی (EGLS) شده است. همچنین برای افزایش قابلیت اعتماد نتایج به دست آمده در مدل پژوهش، ضرایب مدل در قالب فرایند پویا و با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) بار دیگر برآورد می‌شود.

جدول ۸. برآزش اثرات

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
تنوع	18.23618	8.217609	3.160368	0.0163
اندازه	$-7.43 \times 10^{-9}$	$7.37 \times 10^{-9}$	-2.058341	0.2381
حاشیه سود	0.000419	0.00045	0.84712	0.3493
گردش دارایی	38.68013	6.670912	5.709341	0.0004
نسبت مالکانه	-2.61297	0.631091	-3.570912	0.0061
جریان نقدی آزاد	$5.73 \times 10^{-8}$	$6.91 \times 10^{-8}$	2.451093	0.781
نرخ ارز	-0.000451	$8.4 \times 10^{-6}$	-2.679129	0.5671
نسبت نقدینگی	2.721562	0.95418	3.678341	0.361
عرض از مبدأ	0.056319	3.78451	0.045671	0.7834
مشخصات اثرات				
ضریب تعیین	0.457612	میانگین متغیر وابسته		8.761289
ضریب تعیین تعدیل شده	0.436712	انحراف معیار متغیر وابسته		9.89129
خطای استاندارد رگرسیون	7.56432	معیار اطلاعاتی آکائیکه		6.453217
مجموع مربع باقیمانده	7393.357	معیار شوارتز		7.43178
لگاریتم درست نمایی	-494.4106	معیار هانان - کوئین		6.89054
آماره f	4.456813	آماره دوربین واتسون		2.578913
احتمال (آماره f)	0			
متغیر وابسته: ۸ معیار عملکرد			نمونه: ۱۳۹۰-۱۳۹۶	
متغیر مستقل: تنوع			مشاهدات: ۹	
تعداد مقاطع: ۲۸			کل تعداد مشاهدات نامتوازن: ۱۸۷	

جدول ۹. نتایج بررسی تاثیر تنوع‌سازی پرتفوی بر معیار های مختلف

EGLS		GMM		متغیر مستقل
سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری	ضرایب	
معیار عملکرد جنسن				
0/010	18/481	0/000	4/728	مقدار ثابت
0/000	-28/768	0/000	-14/671	تنوع‌سازی
معیار عملکرد شارپ				
0/001	14/390	0/000	6/733	مقدار ثابت
0/000	-34/744	0/000	-15/773	تنوع‌سازی
معیار عملکرد ترینر				
0/000	17/509	0/000	6/341	مقدار ثابت
0/001	-30/681	0/000	-15/839	تنوع‌سازی
معیار عملکرد سورتینو				
0/010	22/561	0/000	12/657	مقدار ثابت
0/001	-31/791	0/000	-6/693	تنوع‌سازی
معیار عملکرد پتانسیل مطلوب				
0/000	21/373	0/000	12/478	مقدار ثابت
0/001	-25/680	0/000	-18/281	تنوع‌سازی
معیار عملکرد امگا				
0/020	19/785	0/000	10/383	مقدار ثابت
0/000	-17/558	0/000	-6/323	تنوع‌سازی
معیار عملکرد ترینر تعدیل‌شده				
0/000	29/389	0/000	16/398	مقدار ثابت
0/001	-29/691	0/000	-14/219	تنوع‌سازی
معیار عملکرد جنسن تعدیل‌شده				
0/001	16/481	0/000	14/443	مقدار ثابت
0/001	-25/273	0/000	-10/489	تنوع‌سازی

در این تحقیق تنوع متغیر مستقل بوده و با شاخص هرfindal سنجیده شده است و عملکرد نیز با شاخص های مدرن و فرامدرن مورد بررسی قرار گرفته است و با پنل داده به برآورد آنها اقدام شد. با مقادیر بدست آمده برای آماره F و احتمال آزمون t می توان نتیجه گرفت که در سطح اطمینان 95 درصد فرضیات تایید می گردد و بین تنوع و عملکرد شرکت رابطه خطی مستقیم وجود دارد. در تایید فرضیات پژوهش، با توجه به این که در مقدار احتمال آماره مدل از 1% کوچکتر می باشد، با اطمینان ۹۹٪ تایید فرضیات تایید می شود.

## ۷- نتیجه‌گیری

هدف این پژوهش بر این مبنا قرار دارد که بررسی تأثیر تنوع بخشی پرتفوی در شرکت های هلدینگ بر معیارهای مختلف عملکرد، می تواند به مدیران و سهامداران شرکت های هلدینگ دید بهتری ارائه نماید. متنوع-سازی فعالیت شرکت‌ها و ورود به کسب‌وکارهای بالادستی و پایین‌دستی و گسترش دامنه افقی کسب‌وکارها از جمله موضوعات چالش‌برانگیز بوده و همیشه نوع تأثیر تنوع‌بخشی بر بازده مورد تردید بوده است و یکی از مهمترین پرسش‌هایی که در خصوص الگوی رشد در شرکت‌ها مطرح است نقش تنوع بخشی و تأثیر آن بر بازده قابل دستیابی در بازار است و در حال حاضر تعداد کمی از شرکت‌های بزرگ ماهیت تک کسب و کاری دارند و معمولاً سازمان‌ها ترکیب وسیعی از محصول-بازار را هدف قرار می‌دهند. همانطور که بیان گردید در چند سال اخیر در بازار سرمایه کشور شرکت‌هایی که استراتژی تنوع را انتخاب کرده‌اند و در قالب هلدینگ فعالیت داشته‌اند رشد مناسبی داشته‌اند و در چند سال گذشته شرکت‌های هلدینگ تأثیر فزاینده‌ای بر بازار سرمایه کشور گذاشته‌اند که علت آن، رشد بالای آنها در بورس، چه از نظر تعداد و چه از نظر میزان سرمایه بوده است و تنوع‌بخشی یکی از استراتژی‌های مهمی است که شرکت‌های هلدینگ برای افزایش کارایی و مصون ماندن در مقابل ریسک مورد توجه قرار داده‌اند و با توجه به اینکه در تحقیقات گذشته فقط به بررسی وجود یا عدم تنوع پرتفوی شرکت‌های هلدینگ در بازار سرمایه ایران پرداخته‌اند و به تأثیر مثبت یا منفی تنوع بخشی در بازار سرمایه ایران بر عملکرد این شرکت‌ها توجهی نداشته‌اند یا اینکه عملکرد شرکت‌های هلدینگ را فقط از یک بعد بررسی کرده‌اند، در نتیجه با توجه به پیشینه تحقیق و خلأیی که در زمینه انجام تحقیقی منسجم در رابطه با چگونگی تأثیر تنوع بخشی پرتفوی بر معیارهای مختلف عملکرد شرکت‌های هلدینگ وجود دارد براساس تئوری‌های فرامدرن نیز تنوع بخشی پرتفوی بر مبنای معیارهای عملکرد جدید بررسی شده است.

به همین دلیل در این پژوهش سعی شد تأثیر تنوع پرتفوی در شرکت‌های هلدینگ بورس اوراق بهادار تهران بر عملکرد این شرکت‌ها بر اساس نظریه‌های مدرن و فرامدرن پرتفوی مورد بررسی و آزمون قرار گیرد و با توجه به اینکه محققان در این زمینه اجماع نظر ندارند بدین منظور با استفاده از داده‌های آماری ۵۱ شرکت هلدینگ سهامی عام فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ تأثیر تنوع‌بخشی پرتفوی بر عملکرد بر اساس نظریه‌های مدرن و فرامدرن پرتفوی بررسی و برای بررسی فرضیه‌ها از الگوی داده‌های تابلویی استفاده شد و علاوه بر بررسی ایستایی متغیرهای پژوهش با استفاده از آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو و بهره‌گیری از الگوی داده‌های تابلویی، از دو روش داده‌های تلفیقی ایستا و داده‌های تلفیقی پویا نیز استفاده شد، در روش داده‌های تلفیقی ایستا، پس از انجام آزمون هاسمن برای افزایش قابلیت اعتماد نتایج به دست آمده، اقدام به استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی و روش پیشرفته گشتاورهای تعمیم یافته شد.

نتایج نشان می‌دهد تنوع‌سازی بر عملکرد این شرکت‌ها تأثیر مثبت و معناداری دارد، بدین صورت که هم بر شاخص‌های سنجش عملکرد بر اساس نظریه‌های مدرن پرتفوی و هم بر شاخص‌های سنجش عملکرد بر اساس نظریه‌های فرامدرن پرتفوی تأثیر مثبت دارد. بنابراین در درجه اول به صورت کلی با توجه به نتایج بدست آمده می‌توان نتیجه گرفت که تنوع، تأثیر مثبتی بر عملکرد دارد و با انتخاب استراتژی تنوع به صورت عقلایی



می‌توان موجب افزایش بازده شرکت شد و به صورت جزئی تر می‌توان بیان کرد که بر اساس تئوری های مدرن تنوع بخشی پرتفوی بر مبنای معیارهای عملکرد جنسن، شارپ و ترینر در شرکت های هلدینگ تأثیر مثبت معناداری دارد، همچنین براساس تئوری های فرامدرن نیز تنوع بخشی پرتفوی بر مبنای معیارهای عملکرد سورتینو، امگا، ترینر تعدیل شده و جنسن تعدیل شده در شرکت های هلدینگ تأثیر مثبت معناداری دارد. این تأثیرگذاری می‌تواند علل مختلفی داشته باشد. برای مثال، مورک، شلیفر و ویشنی (۱۹۹۰، ۱۹۹۸) ادعا می‌کنند که مدیران استراتژی تنوع را برمی‌گزینند؛ زیرا به جای اغنای اهداف شرکت، اهداف شخصی خود را دنبال می‌کنند. همچنین امیهود و لیو (۱۹۸۱) بیان کردند که مدیران ممکن است به تنوع تمایل داشته باشند تا بتوانند ریسک بیکاری خود را کاهش داده و اعتبار حرفه‌ای خود را افزایش دهند.

#### پیشنهادات

- ممکن است نتایج هر یک از گزینه های تنوع گرایی و تمرکزگرایی به زودی نمایان نشود به مدیران پیشنهاد می‌گردد برای تصمیم گیری در مورد کارایی و اثر بخشی استراتژی انتخابی، شکاف زمانی را در نظر گرفته و زود قضاوت ننمایند.
- مدیران عالی باید اهمیت چرخه عمر صنعت در انتخاب استراتژی تنوع را مدنظر قرار دهند.
- مدیران عالی گروه های کسب و کار کشورهای در حال توسعه هنگام فرموله سازی استراتژی شرکت باید هزینه ها و اثرات منفی تنوع محصول و مشکلاتی را که از این تصمیم در سازمان به وجود می‌آید در نظر بگیرند. مدیران باید این موضوع را مدنظر داشته باشند که به منظور باقی ماندن در بازار باید ویژگی رقابتی داشته باشند. حضور در تعداد زیادی پرتفوی محصول بدون صرفه جویی مشخص یا مزیت استراتژیکی در هیچ یک از آنها، سازمان را در صحنه رقابت در حاشیه نگه می‌دارد. در حالی که آنهایی که عملکرد بهتری در تعداد محدودی خطوط کسب و کار منتخب دارند در صحنه رقابت جایگاه بهتری خواهند داشت.
- پیشنهاد می‌گردد مدیران، در صورت تمایل به تنوع گرایی از قبل پیش زمینه های لازم برای سودمندی تنوع از جمله اندازه سازمانی، توانایی و مهارت مدیریتی و ... را فراهم نمایند.
- از آنجا که بیشتر مطالعات به این نتیجه رسیده اند که دستیابی به عملکرد بهتر زمانی اتفاق می‌افتد که شرکت ها کسب و کار اصلی خود را گسترش دهند و در خطوط کسب و کار جانبی متنوع نشوند؛ به مدیران پیشنهاد می‌گردد که در صورتی که انگیزه قوی برای تنوع گرایی ندارند، به تمرکز و گسترش فعالیت در حیطه کسب و کار غالب سازمان روی آورند. به عبارت دیگر، سازمان ها بر مزیت هسته ای و اصلی خود تمرکز نموده و آن را پرورش دهند و به موقعیت های نامرتبط که احتمال شکست دارد وارد نشوند.
- پیشنهاد می‌گردد مدیران عالی در صورت تمایل به به کارگیری استراتژی تنوع به صورت استراتژیکی عمل نموده، ابتدا موقعیت فعلی خود، نقاط قوت - ضعف و فرصت - تهدید را بسنجند

- و سپس با دید روشن در صورتی که تنوع را برای رسیدن به مقاصد سازمان مناسب تشخیص دادند مبادرت به گسترش حیطه کسبوکار خود نمایند.
- عوامل سازمانی و ساز و کارهای سازمان را مورد تجزیه و تحلیل قرار داده و تنوع را مناسب با ساز و کارهای داخلی خود (فرهنگ، تعداد پرسنل، سرمایه، سبک مدیریت و ...) انتخاب نمایند.

### فهرست منابع

- \* اسدی، محمد؛ جلالی، حسین. (۱۳۹۴). قدرت تنوع بخشی و راهبری در صد و پنجاه شرکت بزرگ ایران. گزارش سالانه، گروه صنعتی و پژوهشی آریانا.
- \* اسدی، غلامحسین؛ مشایخی، بیتا؛ یزدانیان، عالمه. (۱۳۹۵). "امکان سنجی طراحی و استقرار هزینه یابی بر مبنای فعالیت ABC در صنعت بانکداری ایران". چشم انداز مدیریت مالی، سال چهاردهم، شماره ۲، صص ۲۳-۴۴.
- \* امامی، عباس. (۱۳۸۸). بررسی رابطه اثر تمایلی با جریان نقدی و عملکرد شرکتهای سرمایه گذاری بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران، بابلسر.
- \* اصولیان، محمد. (۱۳۹۵). "تاثیر ارزش برند بر سودآوری شرکت". چشم انداز مدیریت مالی، سال پنجم، شماره ۳، صص ۹-۲۱.
- \* اصولیان، محمد؛ صفری، مریم. (۱۳۹۴). "فعالیت معاملاتی سرمایه گذاران جنبه رفتاری و نتایج تجربی". چشم انداز مدیریت مالی و حسابداری، سال ششم، شماره ۳، صص ۲۷-۵۲.
- \* تهرانی، رضا؛ بابایی زکیکی، محمدعلی؛ کریمی، کیانا. (۱۳۸۷). "تأثیر استراتژی تنوع بر عملکرد مالی شرکت های تولیدی عضو بورس اوراق بهادار". تحقیقات مالی، سال دهم، شماره ۲۵، صص ۲۱-۴۰.
- \* تهرانی، رضا؛ واحد احمدیان، هادی. (۱۳۸۵). "بررسی رابطه بین تنوع محصولات با ریسک و بازدهی سهام شرکت های تولیدی بورس اوراق بهادار تهران". پژوهشنامه بازرگانی، سال دهم، شماره ۳۸، صص ۱۸۷-۲۱۲.
- \* حسن‌نژاد، محمد؛ فدایی‌نژاد، محمد اسماعیل. (۱۳۹۶). "بررسی انگیزه های خرید و ادغام در بازار سرمایه ایران". چشم انداز مدیریت مالی، سال ششم، شماره ۱۲، صص ۹-۳۰.
- \* رستمی، محمد رضا، برخوردار، فرناز. (۱۳۹۳). "بررسی تاثیر ریسک‌های مالی و بی‌ثباتی متغیرهای کلان اقتصادی بر سیاست تقسیم سود: مطالعه موردی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". راهبرد مدیریت مالی، سال دوم، شماره ۳، صص ۴۹-۶۸.
- \* زارنژاد، منصور؛ انواری، ابراهیم. (۱۳۸۴). "کاربرد داده‌های ترکیبی در اقتصادسنجی". بررسی‌های اقتصادی، سال دوم، شماره ۴، صص ۲۱-۵۲.

- \* شمس، شهاب‌الدین، یحیی زاده فر، محمود؛ امامی، عباس. (۱۳۸۹). "بررسی رابطه اثر تمایلی با جریان‌های نقدی و عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری بورس اوراق بهادار تهران". تحقیقات مالی، سال دوازدهم، شماره ۳۰، صص ۶۹-۸۸.
- \* شمس، شهاب‌الدین؛ اسفندیاری مقدم، امیر تیمور. (۱۳۹۶). "تأثیر رفتار توده واری بر عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر اساس نظریه‌های مدرن و فرامدرن پرتفوی". تحقیقات مالی، سال نوزدهم، شماره ۱، صص ۹۷-۱۱۸.
- \* عباسی، ابراهیم؛ معلمی، فاطمه. (۱۳۹۲). "بررسی تاثیر توقف موقت معاملات بر نقد شوندگی و نوسان پذیری قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران". راهبرد مدیریت مالی، سال چهارم، شماره ۳، صص ۱۵۸-۱۶۹.
- \* قویدل، صالح، میرعیانی مرادی، نسیم. (۱۳۹۶). "پیری جمعیت، امید به زندگی و رشد اقتصادی"، پژوهش‌های اقتصادی ایران، سال بیست و دوم، شماره ۷۳، صص ۱۹۶-۱۵۹.
- \* فدایی‌نژاد، محمد اسماعیل؛ اسدی، غلامحسین؛ عسکری نژادامیری، علی. (۱۳۹۵). "بررسی ریسک سیستماتیک صنعت در بازار سهام براساس رویکرد بتای پرشی". تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال دهم، شماره ۱۳، صص ۴-۲۸.
- \* مهرانی، ساسان؛ حسینی، احد؛ حیدری، حسن؛ پویانفر، احمد. (۱۳۹۲). "بررسی اثر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". تحقیقات مالی، سال پانزدهم، شماره ۱، صص ۱۲۹-۱۴۸.
- \* وارث، حامد؛ تهرانی، رضا؛ بنازاده، محمدجواد. (۱۳۹۶). "تأثیر تنوع‌بخشی پرتفوی شرکت‌های هلدینگ بر عملکرد مالی (مطالعه موردی: شرکت‌های سهامی عام ایران)". تحقیقات مالی، سال نوزدهم، شماره ۱، صص ۱۷۳-۱۹۲.
- \* Abbasi, Abraham, Moallemi, Fatemeh. (2013). "Investigating the Effect of Interruptions in Transactions on the Stocktaking and Stock Volatility in the Tehran Stock Exchange". Financial Management Strategy, Year 4, No. 3, 158-169. (In Persian).
- \* Asadi, GH., Mashayekhi, B., Yazdani, A. (2016). "Feasibility study on the design and costing based on ABC activity in the banking industry of Iran", Journal of Vision of Financial Management, 14 (2): 23-44. (In Persian).
- \* Asadi, M., Jalali, S. (2015). "Power of Diversification and Leadership in 100 Fifty Companies in Iran, Annual Report", Aryana Industrial and Research Group. (In Persian).
- \* Amihud, Y., Lev, B. (1981). "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers". The bell journal of economics, 12(2), 605-617.
- \* Ansoff, H. I. (1958). A model for diversification. Management Science, 4(4), 392-414.
- \* Ansoff, H. I. (1965). Corporate strategy: business policy for growth and expansion. McGraw-Hill Book.
- \* Arnould, R. J. (1969). "Conglomerate growth and public policy. Economics of Conglomerate Growth", Oregon State University Department of Agricultural Economics, Corvallis, OR, 72-80.
- \* Avouyi, S. Morin, S., Neto, D. (2004). Optimal Asset Allocation with Omega Function. Available in: <https://www.semanticscholar.org>.

- \* Bettis, R. A. (1981). "Performance differences in related and unrelated diversified firms". *Strategic Management Journal*, 2(4), 379-393
- \* Brigham, E. F. & Houston, J. F. (2012). *Fundamentals of financial management*. Boston: Cengage Learning.
- \* Christensen, H. K. & Montgomery, C. A. (1981). "Corporate economic performance: Diversification strategy versus market structure". *Strategic Management Journal*, 2(4), 327-343.
- \* Estrada, J. (2000). *The Cost of Equity in Emerging Markets: A Downside Risk Approach*. IESE Business School of (Barcelona, Spain).
- \* Emami, A. (2009). *Investigating the Relationship between Atomic Influence with Cash Flows and Performance of Investment Companies in Tehran Stock Exchange*, Graduate Degree, University of Mazandaran, Babolsar. (In Persian).
- \* Fadaeinejad, M., Asadi, GH., Asghari, A. (2017). "Investigating the Systematic Risk of Industry in the Stock Market Based on the Beta Approach", *Journal of ACCOUNTING RESEARCH*, 9(33): 45-61. (In Persian).
- \* Ghavidel, Saleh, Mirghiasi Moradi, Nasim. (2017). "Population aging, life expectancy and economic growth," *Iranian economic research*, vol.2, no. 73, pp. 196-159. . (In Persian).
- \* Galai, D. & Masulis, R. W. (1976). "The option pricing model and the risk factor of stock". *Journal of Financial economics*, 3(1), 53-81.
- \* Gort, M. (1962). *Diversification and integration in American industry*. NBER Books.
- \* Higgins, R. C. & Schall, L. D. (1975). "Corporate bankruptcy and conglomerate merger". *The Journal of Finance*, 30(1), 93-113.
- \* Hasannejad, M., Fadaeinejad, M. (2017). "Investigating Purchasing and Merging Motives (MA) in Iranian Capital Market". *Journal of Vision of Financial Management* 18(3): 9-30. (In Persian).
- \* Johansson, F. & Tjarnberg, M. (1999). "Measuring Downside Portfolio Risk". *Journal of Portfolio Management*, 26(1), 96- 107.
- \* Leslie, E.P., Laura, B.C. & Miller, C.C. (2000). "Curvilinearity in the diversification performance linkage: An examination of over three decades of research". *Strategic management journal*, 21(2), 155-174.
- \* Lien, D. (2002). "A Note on the Relationship between Some Risk Adjusted Performance Measures". *Journal of Future Markets*, 22(5), 483-495.
- \* Mehrani, S., Hoseini, A., Heidari, H., Pooyanfar, A. (2013). "Investigating the effect of ownership structure on the value of listed companies in Tehran Stock Exchange", *Journal of Financial Research*, 15(1): 129-148. (In Persian).
- \* Mamoghli, Ch., Daboussi, S. (2003). *Performance Measurement of Hedge Funds Portfolio in a Downside Risk Framework*. Taken from: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- \* Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1990). "Do managerial objectives drive bad acquisitions?". *The Journal of Finance*, 45(1), 31-48
- \* Nippa, M., Pidun, U. & Rubner, H. (2014). "Corporate portfolio management: Appraising four decades of academic research". *The Academy of Management Perspectives*, 25(4), 50-66.
- \* Osoolian, M., (2016). "The Impact of Brand Value on Company Profitability", *Journal of Vision of Financial Management*, 14(2): 9-21. (In Persian).
- \* Osoolian, M., Safari, M. (2015). "Trading activity of investors in terms of behavioral and empirical results", *Journal of Vision of Financial and accounting Management*, 11(3): 27-52. (In Persian).
- \* Raei, R., Tehrani, R. & Farhangzadeh, B. (2015). "A Study on Relationship between Diversification Strategy, Firm Performance and Risk: Evidence from Tehran Stock Exchange". *International Journal of Business and Social Science*, 6(1), 62-69.

- \* Rostami, Mohammad Reza, Barkhordari, Farnaz. (2014). "Investigating the Impact of Financial Risks and Instability of Macroeconomic Variables on Profit-Divide Policy: A Case Study of Companies Acquired in Tehran Stock Exchange". *Financial Management Strategy*, Second Year, No. 3, pp. 49-68. . (In Persian).
- \* Rom, B. M. & Kathleen, F. W. (1993). Post-Modern Portfolio Theory Comes of Age. *Journal of Investing*, 3(3), 27-33.
- \* Shams, SH., Yahyazadehfar, M., Emami, A. (2010). "Investigating the relationship between the affinity of cash flow and performance of investment companies in Tehran Stock Exchange", *Journal of Financial Research*, 12(30): 69-88. (In Persian).
- \* Shams, SH., Esfandyari, A. (2017). "The effect of mass behavior on the performance of investment companies based on modern and modernized theories of portfolios", *Journal of Financial Research*, 19(1): 97-118. (In Persian).
- \* Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1989). "Management entrenchment: The case of manager-specific investments". *Journal of financial economics*, 25(1), 123-139.
- \* Sortino, F. & Lee, N. P. (1994). "Performance Measurement in a Downside Risk Framework". *Journal of investing*, 3(3), 59-64.
- \* Tehrani, R., Babai, M., Karimi, K. (2008). "The Effect of Diversification Strategy on Financial Performance of Stock Exchanges Companies", *Journal of Financial Research*, 10(25): 21-40. (In Persian).
- \* Tehrani, R., Vahed Ahmadian, H. (2006). "Investigating the relationship between product diversity with risk and stock returns of Tehran Stock Exchange manufacturing companies", *Journal of Trade studies*, 10(38): 187-212. (In Persian).
- \* Vares, H., Tehrani, R., Banazadeh, M. (2017). "The Effect of Diversification of Holdings Companies Portfolio on Financial Performance (Case Study: Iran Public Companies)", *Journal of Financial Research*, 19(1): 173-192. (In Persian).
- \* Verardo, M. & Jiang, H. (2013). Does herding behavior reveal skill? An analysis of mutual fund performance. Working Papers Series, London.
- \* Zarenejad, M., Anvari, A. (2015). "Application of combined data in econometrics", *Journal of Scientific Information Database*, 2(4): 21-52. (In Persian).