

## تاثیر استراتژی متنوع سازی شرکتی بر هزینه بدهی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر زهره حاجی ها\*

فهیمة مقامی\*\*

### چکیده

در این پژوهش رابطه بین متنوع سازی شرکتی و هزینه بدهی مورد بررسی قرار گرفته است. متنوع سازی تجاری و متنوع سازی جغرافیایی به عنوان دو معیار برای اندازه گیری متنوع سازی شرکتی به کار رفته اند. متنوع سازی شرکتی شکلی از استراتژی شرکتی که بسیاری از مدیران برای بهبود عملکرد شرکتشان از آن استفاده می کنند.

در این پژوهش متنوع سازی تجاری و متنوع سازی جغرافیایی به عنوان متغیرهای مستقل، هزینه بدهی به عنوان متغیر وابسته و متغیرهای اندازه شرکت، رشد شرکت، سودآوری و ریسک شرکت به عنوان متغیرهای کنترل در نظر گرفته شده اند. به منظور فراهم آوردن شواهدی تجربی درباره رابطه بین متنوع سازی شرکتی و هزینه بدهی، اطلاعات مالی ۸۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ با استفاده از آزمون رگرسیون ترکیبی مورد مطالعه قرار گرفت. یافته های بدست آمده نشان می دهد بین متنوع سازی جغرافیایی و هزینه بدهی رابطه معکوس و معنادار وجود دارد. افزون بر این، نتایج بررسی ها نشان می دهد شرکت هایی که رشد بیشتری دارند هزینه بدهی کمتری را تجربه می کنند. بین سایر متغیرهای کنترل و هزینه بدهی رابطه معناداری یافت نشده است. به طور کلی متنوع سازی شرکتی باعث افزایش رشد و متنوع سازی جغرافیایی باعث کاهش هزینه بدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران خواهد شد.

**واژگان کلیدی:** مدیریت استراتژی، متنوع سازی شرکتی، متنوع سازی تجاری، متنوع سازی جغرافیایی، هزینه بدهی

\*استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شرق، گروه حسابداری، تهران، ایران (نویسنده عهده دار مکاتبه) Email: z\_hajiha@yahoo.com

\*\* کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه علوم و تحقیقات شهریار (شهرقدس) Email: f.maghhamii@yahoo.com

## ۱- مقدمه

سبک ها و نظریه های مدیریت در مسیر تحول خویش، سازمان ها، منابع انسانی و منابع مادی را دستخوش تغییرات و تحولات بسیار کرده اند. این تغییرات و تحولات سبب شده است که دیدگاه مدیران به متنوع سازی شرکتی جلب شود. مهم ترین اجزای متنوع سازی شرکتی، متنوع سازی تجاری و متنوع سازی جغرافیایی می باشد که یکی از شیوه های مدیریت استراتژیک است. مدیریت استراتژیک به سازمان این امکان را می دهد که به شیوه ای خلاق و نوآور عمل کند و برای شکل دادن به آینده خود به صورت انفعالی عمل نکنند.

پایه های مدیریت استراتژیک بر اساس میزان درکی است که مدیران از شرکت های رقیب، بازارها، قیمت ها، عرضه کنندگان مواد اولیه، توزیع کنندگان، دولت ها، بستانکاران، سهامداران و مشتریانی که در سراسر دنیا وجود دارند قرار دارد و این عوامل تعیین کنندگان موفقیت تجاری در دنیای امروز است. پس یکی از مهمترین ابزارهایی که سازمان ها برای حصول موفقیت در آینده می توانند از آن بهره گیرند "مدیریت استراتژیک" خواهد بود (همتی، ۱۳۹۲، ۱۹).

از سوی دیگر مهم ترین وظیفه ای که مدیران مالی شرکت ها برعهده دارند، حداکثر نمودن ثروت سهامداران است. شناخت ابعاد مختلف مسائل مالی و عوامل اثرگذار بر وضعیت و ساختار مالی شرکت ها از اهمیت بسزائی برخوردار است (پی نوو، ترجمه پارسائیان، ۱۳۸۷، ۳۰). هزینه بدهی یکی از مهم ترین این عوامل می باشد. در این پژوهش تلاش می شود رابطه بین متنوع سازی شرکتی و هزینه بدهی مورد بررسی قرار گیرد تا بتوان پیش بینی نمود که کدام یک از اجزای متنوع سازی شرکتی می تواند موجب کاهش هزینه بدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران شود.

## ۲- مدیریت استراتژیک

مدیریت استراتژیک، هنر و علم تدوین، اجرا و ارزیابی تصمیمات وظیفه ای چندگانه است که سازمان را قادر می سازد به اهداف بلندمدت خود دست یابد (رهنمود، ۱۳۹۰، ۴۵). مدیریت استراتژیک بر پایه این مفهوم بنا شده است که سازمان های کسب و کار باید به طور مداوم بر عوامل اثرگذار داخلی و خارجی نظارت داشته باشند و تغییرات آن ها را در جهت گیری استراتژیک خود اعمال کنند. از این رو می توان گفت فرایند اداره ی راهبردی، فرایندی پویا و مستمر است و هیچ گاه پایان نمی پذیرد (فلوریس و اسوالد، ۲۰۰۷، ۱۷۶).<sup>۱</sup> الگوی فرایند مدیریت استراتژیک از سه جزء اصلی تشکیل شده است: تدوین استراتژی، اجرای استراتژی و ارزیابی استراتژی. در مرحله تدوین استراتژی، جهت گیری کلی سازمان در آینده مشخص می شود و به موضوع برنامه ریزی توجه ویژه ای می شود. در این مرحله فرصت ها و تهدیدهای محیطی، نقاط قوت و ضعف

1- P.Neveu

2- Flouris and Oswald

داخلی، چشم انداز و مأموریت سازمان و نیز اهداف بلندمدت سازمان تعیین می شوند و سپس، استراتژی مناسب برای سازمان انتخاب می شود.

اجرای استراتژی همراه است با تعیین هدف های سالانه، تدوین سیاست ها، تخصیص منابع، تغییر ساختار کنونی سازمان، تجدید ساختار و مهندسی مجدد، تجدیدنظر در پاداش و برنامه های انگیزشی، کاهش دادن مقاومت هایی که در برابر تغییرات ایجاد می شود، وفق دادن مدیران با استراتژی، تقویت فرهنگی که پشتیبان استراتژی باشد، تطبیق فرایندهای عملیاتی با استراتژی، تشکیل واحد منابع انسانی اثربخش و در صورت لزوم، کاهش دادن نیروی انسانی. اگر در اجرای استراتژی وضع به گونه ای باشد که سازمان ناگزیر شود در مسیری بسیار جدید گام بردارد تغییر مدیریت بسیار ضروری است (پارسائیان و اعرابی، ۱۳۹۰، ۴۲۷).

### ۳- متنوع سازی شرکتی

فرهنگ آکسفورد<sup>۱</sup> (۲۰۰۹) واژه تنوع را چنین تعریف می کند:

"(در مورد بنگاه ها) یعنی گسترش یا تغییر طیف محصولات، حوزه فعالیت یا مانند آنها، به منظور کاهش وابستگی بنگاه به یک بازار خاص و مانند آن".

مفهوم متنوع سازی بستگی به تفسیر ذهنی از بازار جدید یا محصول جدید دارد که باید درک مشتریان به جای مدیران را از آن بازار یا محصول منعکس کند، در واقع محصولات منجر به ایجاد یا تحریک بازارهای جدید می شوند و بازارهای جدید نوآوری محصول را ارتقا می دهند (دادبه و باقرآبادی، ۱۳۹۱، ۱).

در این پژوهش متنوع سازی تجاری و متنوع سازی جغرافیایی به عنوان دو معیار برای اندازه گیری متنوع سازی شرکتی در نظر گرفته می شوند.

### ۴- متنوع سازی تجاری

در متنوع سازی تجاری شرکت از نظر فعالیت دارای تنوع بوده و در دو یا چند بخش مختلف از بازار فعالیت می کند و هر قسمت تجاری جزیی قابل تفکیک از واحد تجاری است که یک محصول یا خدمت یا گروهی از محصولات یا خدمات مرتبط را ارائه می کند و دارای مخاطره و بازدهی متفاوت از سایر قسمت های واحد تجاری است. عوامل زیر باید در تعیین محصولات و خدمات مرتبط در نظر گرفته شود:

الف. ماهیت محصولات یا خدمات ب. ماهیت فرایندهای تولیدی ج. نوع یا طبقه مشتریان برای محصولات یا خدمات د. روش های توزیع محصولات یا ارائه خدمات ه. ماهیت مقررات مربوط برای مثال مقررات بانکی و بیمه ای (استاندارد حسابداری ایران، شماره ۲۵).

1- <http://www.askoxford.com>

با توجه به تغییر ذائقه و سلیقه مصرف کنندگان و همچنین تحولاتی که در شرایط رقابت و تکنولوژیک پیش می آید، یک شرکت نمی تواند و نباید منحصراً به کالاهای تولیدی فعلی خود متکی باشد زیرا مشتریان خواهان کالاهای جدید و پیشرفته تر هستند (اخباری، ۱۳۸۶، ۲).  
توسعه محصولات جدید یکی از مهم ترین عواملی است که اساس موفقیت شرکت را تشکیل می دهد. این حقیقت به ویژه در مورد شرکت هایی که بر پایه تکنولوژی های نوین بنیان گذاشته شده اند بیشتر صدق می کند، چرا که برای این شرکت ها داشتن یک ایده اولیه صحیح بسیار مهم است و زمینه و استعداد رشد شرکت را در آینده تضمین می کند (خمسه و سرافراز، ۱۳۹۰، ۱).  
مقوله موفقیت در ارائه محصولات جدید به بازارهای هدف، موضوعی حائز اهمیت برای مدیران و مالکان این کسب و کارها است. با در مدنظر قرار دادن شرایط رقابتی که بنگاه های اقتصادی را احاطه کرده است، توسعه محصولات جدید تنها راه بقاء سودآوری برای آنان محسوب می شود (کرافورد و بندتو، ۲۰۰۳، ۷).

## ۵- متنوع سازی جغرافیایی

در متنوع سازی جغرافیایی شرکت دارای شعب گوناگون بوده و در شهرها و کشورهای مختلف فعالیت می کنند. در واقع هر قسمت جغرافیایی جزئی قابل تفکیک از واحد تجاری است که به ارائه محصولات یا خدمات در منطقه جغرافیایی مشخصی مشتمل بر یک منطقه یا مناطق جغرافیایی دیگر اشتغال دارد و دارای مخاطره یا بازدهی متفاوت از اجزایی است که در سایر مناطق جغرافیایی فعالیت می کند. عوامل زیر باید در تشخیص قسمت های جغرافیایی در نظر گرفته شود:

الف. تشابه شرایط اقتصادی و سیاسی ب. روابط بین عملیات در مناطق جغرافیایی مختلف ج. مجاورت عملیات د. مخاطرات خاص ناشی از عملیات در مناطق مشخص ه. مقررات کنترل ارز و مخاطرات نوسانات ارزی (استاندارد حسابداری ایران، شماره ۲۵)

هرقدر که شرکت های بیشتری پا به عرصه بازارهای بین المللی می گذارند، موضوع حیطة و دامنه مناسب فعالیت در بازارهای بین المللی از اهمیت بیشتری برخوردار می شود. به طور کلی دو راهبرد بدیل برای شرکت های بازرگانی که تلاش می کنند عملیات بازرگانی خود را در بازارهای خارجی متنوع توسعه دهند وجود دارد: تمرکز بازار و تنوع (گسترش) بازار (کریمی، ۱۳۸۵، ۱).

در مطبوعات بازاریابی، تمرکز بازار به این صورت تعریف شده است: انتخاب عمدی تعداد نسبتاً کمی از بازارها و تخصیص منابع به این بازارهای محدود با هدف تضمین کسب سهم بازار بزرگ و مهم در این بازارها. تنوع بازار- که به آن گسترش بازار نیز گفته می شود- هم به این صورت تعریف می شود: تخصیص منابع به تعداد زیادی از بازارها به منظور کاهش ریسک ناشی از متمرکز کردن منابع و دستیابی

به انعطاف پذیری اقتصادی.

نقاط قوت تمرکز بازار عبارتند از: تخصص گرایی در بازار، صرفه های ناشی از مقیاس اقتصادی، دانش بیشتر راجع به بازار و بالا بردن سطح کنترل. نقاط قوت راهبرد تنوع بازار نیز از این قرارند: انعطاف پذیری بیشتر، وابستگی کمتر به یک بازار خاص و ریسک کمتر. همانطور که مشهود است، نقاط قوت تمرکز بازار نقطه ضعف تنوع بازار هستند و برعکس (آلبام و همکاران، ۱۹۹۸، ۲۲).

## ۶- هزینه بدهی

تأمین مالی از طریق بدهی به علت صرفه جویی مالیاتی و نرخ پایین تر آن در مقایسه با بازده مورد انتظار سهامداران، راه حل مطلوب تری برای تأمین مالی محسوب می شود. اما آنچه برای اعتباردهندگان در خصوص اعطای وام و اعتبار اهمیت دارد، توان پرداخت اصل و بهره وام و اعتبارات پرداختی توسط وام گیرنده می باشد (امیری، محمدی خورزوقی، ۱۳۹۱، ۶۲).

پژوهش های زیادی درباره تصمیمات مالی شرکت ها و همچنین عوامل موثر بر ساختار سرمایه شرکت ها انجام شده است. فعالیت ها و کارهای تئوریک زیادی انتخاب بین تأمین مالی از طریق بدهی و یا سهام سرمایه توسط شرکت هایی که حد مطلوب نسبت بدهی را با توجه به اصل هزینه و منفعت انتخاب می کنند، توصیف کرده است. به طور سنتی صرفه جویی مالیاتی ناشی از کسر هزینه بهره از سود به عنوان اولین مزیت تأمین مالی از طریق اعتبارگیری مدلسازی و ارائه شده است (کروس، ۱۹۷۳).

سایر مزایای بدهی شامل متعهد شدن مدیریت به مؤثر و با کیفیت عمل کردن (جنسن و نیچائل، ۱۹۸۶)،<sup>۴</sup> همچنین سرگرم کردن و مشغول کردن اعتباردهندگان به مراقبت و نظارت بر شرکت است (جنسن، ۱۹۷۶).<sup>۵</sup> از طرفی نیز هزینه بدهی نشان دهنده فشار وضعیت مالی (اسکات، ۱۹۷۶)،<sup>۶</sup> نماینده بدهی (مایزر، ۱۹۷۷)،<sup>۷</sup> و تضاد نمایندگی بین مدیران و سرمایه گذاران و اعتباردهندگان یا بین گروه های مختلف سرمایه گذاران است.

اما هنگامی که سرمایه گذاران مشغول تصمیم برای سرمایه گذاری در شرکت ها و موسسات هستند، اعتباردهندگان منحنی ریسک شرکت را ارزیابی می کنند. این منحنی ریسک بازده مورد انتظار اعتباردهندگان را تعیین می کند که این همان هزینه بهره شرکت است (احمدپور، کاشانی پور و شجاعی، ۱۳۸۹، ۲۱).

- 1- Albaum et al
- 2- Balancing the benefits and cost
- 3- Krous
- 4- Jensen and Michael
- 5- Jensen
- 6- Scott
- 7- Myers

## ۷- مبانی نظری

کیم و ماتر<sup>۱</sup> (۲۰۰۸) اثرات هر دو نوع متنوع سازی تجاری و متنوع سازی جغرافیایی بر ارزش شرکت را مورد بررسی قرار دادند. آن ها به این نتیجه رسیدند که متنوع سازی تجاری و جغرافیایی باعث کاهش ارزش شرکت می شود. به علاوه آنها نشان دادند که بین دو نوع متنوع سازی اثرات متقابلی وجود دارد و شرکت های متنوع شده در بخش های غیرمرتبط کسب و کار که دارای سطح بالایی از مشارکت خارجی هستند، ارزش پائین تری را تجربه می کنند.

سینگ و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۳) پس از کنترل گردش دارایی، اندازه شرکت و عوامل دیگر به این نتیجه رسیدند که بین متنوع سازی تجاری و بدهی شرکت رابطه ای وجود ندارد ولی بین متنوع سازی جغرافیایی و بدهی شرکت رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.

چکیر و کاست<sup>۳</sup> (۲۰۰۱) جزء اولین افرادی بودند که به بررسی متنوع سازی تجاری و متنوع سازی جغرافیایی پرداختند. آن ها نشان دادند که سطح بالای متنوع سازی باعث کاهش ریسک شرکت می شود و همچنین رابطه مثبت و معناداری بین متنوع سازی و سودآوری شرکت وجود دارد.

مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴) بیان می کنند که اگر درجه اطلاعات نامتقارن بین شرکت و سرمایه گذاران بالقوه بیش از حد باشد، مدیران ممکن است تصمیم به چشم پوشی از پروژه هایی با خالص ارزش فعلی مثبت نمایند. از طریق تنوع سازی، مدیران، بازارهای سرمایه داخلی را ایجاد می کنند که در آن تخصیص منابع با توجه به سطح پائین تر از اطلاعات نامتقارن انجام می شود. این مسئله موجب کاهش مشکل سرمایه گذاری های ناکافی می شود و پیش بینی می کنند شرکت های متنوع شده سرمایه گذاری های با خالص ارزش فعلی مثبت را از سایر بخش های شرکت مجزا کنند.

## ۸- پیشینه پژوهش

وظیفه دوست، دادبه و هاشم لو<sup>۴</sup> (۲۰۱۴)، به بررسی تنوع شرکت، عدم تقارن اطلاعات و عملکرد شرکت پرداختند. مطالعات آن ها نشان می دهد که عواملی از قبیل افزایش بی ثباتی و ناآرامی در صنعت، تمرکز مدیران برای افزایش ارزش سهام، رشد و ظهور ایده های جدید در مورد مدیریت شرکت دلیلی برای متمرکز کردن دوباره این شرکت بوده است. آن ها محیط استراتژیک کسب و کار شرکت های بورس اوراق بهادار تهران را در یک نمونه از ۴۷ شرکت بزرگ در سال های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۲ مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان داده است که تنوع شرکت های بزرگ، عدم تقارن اطلاعاتی را تحت تاثیر قرار داده و همچنین تنوع شرکت ها بر عملکرد شرکت تاثیر دارد.

1- Kim and Matheur

2- Singh et al

3- Chkir and Cosset

4- Vazifeh dust, Dadbeh and Hashemloo

اردورف و هارتمن (۲۰۱۲)<sup>۱</sup>، در تحقیق خود به تأثیر متنوع سازی شرکتی بر ارزش شرکت پرداختند، در حالیکه در ابتدای این قرن، تفکر غالب در میان محققان و شاغلین این بود که متنوع سازی شرکتی منجر به نزول ارزش شرکت می شود، چندین تحقیق درباره ی نزول ارزش شرکت تردید داشتند. آنها در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که متنوع سازی شرکتی به تنهایی باعث افزایش یا کاهش نمی شود و این تأثیر در میان مجموعه های صنعتی مشخص، شرایط اقتصادی و ساختارهای نظارتی متفاوت است.

آندرا آپوستو (۲۰۱۰)<sup>۲</sup>، مطالعات او به طور کلی بر روی شرکت های اروپایی بوده است و نقش استراتژی های متنوع سازی در گزینه های مختلف مالی با توجه به مطالعات قبلی اقتصادی را مورد بررسی قرار داده است. او بعد از کنترل اندازه شرکت، سودآوری، رشد، دارایی های مشهود و ریسک عملیاتی به این نتیجه رسید که متنوع سازی تجاری و جغرافیایی تأثیری بر ساختار سرمایه ندارد.

عالم زاده (۱۳۹۲)، به بررسی تأثیر متنوع سازی شرکتی بر نگهداشت وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. نتایج این تحقیق حاکی از آن است که تأثیر متنوع سازی شرکتی و تجاری بر نگهداشت وجه نقد معنادار و معکوس و متنوع سازی جغرافیایی بر نگهداشت وجه نقد رابطه ای ندارد.

مقربی (۱۳۹۱)، تأثیر متنوع سازی شرکتی بر عملکرد شرکت با استفاده از نسبت Q توبین را مورد بررسی قرار داده است. نتایج پژوهش او نشان می دهد متنوع سازی شرکتی بر عملکرد شرکت تأثیری ندارد همچنین بین متنوع سازی تجاری و عملکرد شرکت و بین متنوع سازی جغرافیایی و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود ندارد.

امیری و محمدی خورزوقی (۱۳۹۱) این پژوهش به بررسی رابطه تأمین مالی از طریق بدهی و کیفیت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. بدین منظور نمونه ای متشکل از ۸۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در بازه زمانی ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۸ مورد بررسی قرار گرفت. معیار کیفیت سود در این پژوهش، کیفیت اقلام تعهدی است. نتایج بررسی نشان می دهد بین تأمین مالی از طریق بدهی و کیفیت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه سهمی گون وجود دارد.

حجازی، قیطاسی و مسجد موسوی (۱۳۹۱) نتایج پژوهش آنها نشان می دهد بین جریان وجه نقد عملیاتی مدیریت نشده و هزینه بدهی رابطه معنی دار و منفی وجود دارد و بین جریان وجه نقد عملیاتی مدیریت شده (غیر عملیاتی) و هزینه بدهی رابطه معنی دار و مثبت وجود دارد. همبستگی (منفی) بزرگتر جریان نقد عملیاتی مدیریت نشده با هزینه بدهی - نسبت به همبستگی (مثبت) جریان نقد عملیاتی مدیریت شده با هزینه بدهی که در ضرایب رگرسیون نیز مشخص می باشد - حاکی از توانایی پایین مدیران در مدیریت و دستکاری جریان نقد می باشد.

- 1- Erdorf and Hartman
- 2- Andreea Apostu

## ۹- فرضیات پژوهش

- در راستای دستیابی به اهداف تحقیق دو فرضیه به شرح زیر طرح ریزی شده است:
- ۱- بین متنوع سازی تجاری و هزینه بدهی رابطه معناداری وجود دارد.
  - ۲- بین متنوع سازی جغرافیایی و هزینه بدهی رابطه معناداری وجود دارد.

## ۱۰- روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ طبقه بندی پژوهش بر مبنای هدف از نوع پژوهش کاربردی است و از لحاظ تئوریک در حوزه پژوهش های اثباتی بوده و از لحاظ استدلال، جزء پژوهش های استقرایی می باشد. از آنجا که در این پژوهش آزمون همبستگی بین متغیرها انجام می شود، از نوع همبستگی بوده و روابط بین متغیرها را مورد بررسی قرار می دهد.

## ۱۱- جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش را شرکت های غیرمالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می دهند. قلمرو زمانی با توجه به محاسبه ماهانه متغیرهای مدل فاما و فرنچ برای یک دوره ۵ ساله از ابتدای سال ۱۳۸۷ لغایت پایان سال ۱۳۹۱ تعیین شده است. روش نمونه گیری در این پژوهش روش نمونه گیری حذفی سیستماتیک است. اطلاعات مورد نیاز با استفاده از گزارش شرکت ها و آرشیو اطلاعات منتشر شده توسط بورس تهران جمع آوری می شود. نمونه آماری این پژوهش آن دسته از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است که دارای شرایط زیر باشند:

- ۱- تا پایان اسفند ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- ۲- بیش از سه ماه توقف معاملاتی نداشته باشد.
- ۳- داده های مورد نیاز آنها در دسترس باشد.
- ۴- تحقیق برای شرکت های غیر مالی انجام می شود، لذا بانک ها و کلیه شرکت های سرمایه گذاری، لیزینگ ها و موسسات مالی از نمونه حذف شدند. دلایلی که برای حذف شرکت های مالی از نمونه میتوان ذکر کرد به صورت زیر است:



الف. نسبت های اهرمی بالای شرکت های غیر مالی نشانگر ریسک مالی این شرکت هاست، در حالی که برای شرکت های مالی این مسئله کاملاً عادی است، بنابراین اگر شرکتهای مالی نیز در این تحلیل مورد بررسی قرار گیرند منجر به استنتاج های اشتباه در مورد ارتباط متغیرها خواهد شد.

ب. روش های حسابداری مورد استفاده در شرکت های مالی با روش های مورد استفاده در شرکت های غیر مالی متفاوت است. بنابراین تفسیرها و توجیه های به کار گرفته شده برای عوامل پایه ای این دو گروه متفاوتند.

۵- ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آنها مثبت باشد.

۶- در طی دوره تحقیق سال مالی خود را تغییر نداده باشند و سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند باشد. با توجه به موارد فوق، نمونه پژوهش شامل ۸۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

## ۱۲- متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه گیری آنها

### متنوع سازی شرکتی

در این تحقیق متنوع سازی تجاری و متنوع سازی جغرافیایی به عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته می شوند. برای بررسی متنوع سازی تجاری مطابق با پژوهش آندرا آپوستو<sup>۱</sup> در سال ۲۰۱۰ از شاخص آنتروپی استفاده می گردد.

شاخص آنتروپی:

$$ENTR - IND = \sum_{i=1}^n P_i \ln\left(\frac{1}{P_i}\right) \quad \text{مدل (۱)}$$

که در آن:

$P_i$ : قسمتی از فروش بخش تجاری به عنوان درصدی از کل فروش شرکت است و

$N$ : تعداد بخش های تجاری شرکت می باشد.

در مورد متنوع سازی جغرافیایی نسبت های مختلفی پیرامون اندازه گیری فعالیت های تجاری بین المللی مورد استفاده قرار گرفته و در کشورهای مختلف و در شرایط گوناگون هم مدل های متنوعی ارائه شده است. براساس پژوهش آندرا آپوستو در سال ۲۰۱۰ برای محاسبه متنوع سازی جغرافیایی از نسبت فروش صادراتی به کل فروش استفاده شده است.



در جدول شماره ۱ میانگین داده ها ارائه شده است که در صورت منظم نمودن داده ها روی یک محور دقیقاً در نقطه تعالی با مرکز نقل توزیع قرار می گیرد، همچنین بالاترین و پائین ترین مشاهدات مربوط به داده ها گزارش شده است. در این جدول انحراف معیار، چولگی و کشیدگی نیز ارائه شده است که انحراف معیار یکی از بهترین شاخص ها جهت پراکندگی داده های کمی می باشد، چولگی عدم تقارن توزیع را نسبت به یک شاخص معین بیان می کند و در نهایت میزان کشیدگی منحنی فراوانی نسبت به منحنی نرمال استاندارد کشیدگی می باشد.

متغیر HB دارای میانگین ۰,۱۵، انحراف معیار ۰,۱۵، چولگی ۳,۱۹ و کشیدگی ۱۴,۶۸ می باشد که نشان می دهد هزینه بدهی به طور متوسط طی ۵ دوره ۰,۱۵ بوده است، متغیر MT دارای میانگین ۰,۱۳، انحراف معیار ۰,۱۳، چولگی ۰,۸۸ و کشیدگی ۴,۷۸ می باشد. نتایج نشان می دهد متنوع سازی تجاری به طور متوسط در طی ۵ دوره ۰,۱۳ می باشد و متغیر MJ دارای میانگین ۰,۱۱، انحراف معیار ۰,۲، چولگی ۲,۸۰ و کشیدگی ۱۱,۰۸ می باشد. به این معنی است که متنوع سازی جغرافیایی به طور متوسط طی ۵ دوره ۰,۱۱ بوده است.

#### ۱۴- آزمون فرضیات پژوهش

برای بررسی مدل های رگرسیونی با توجه به نوع داده ها دو نوع آزمون وجود دارد. اگر داده ها تابلویی (پانلی) باشند از رگرسیون پانلی و اگر داده ها تلفیقی باشند از رگرسیون پولی استفاده می شود. ملاک تشخیص این بررسی ها، آزمون F لیمر می باشد، اگر مقدار این آزمون کمتر از ۰,۰۵ باشد از روش رگرسیون پانلی استفاده می شود. آزمون مدل به روش تابلویی دارای دو نوع با اثرات ثابت و با اثرات تصادفی می باشد. برای انتخاب یکی از این دو نوع، از آزمون هاسمن استفاده می شود، به عبارت دیگر برای بررسی مدل به روش پانلی از بین مدل با اثرات تصادفی و اثرات ثابت باید یکی را باید انتخاب کنیم، اگر مقدار این آزمون بزرگتر از ۰,۰۵ باشد از روش تصادفی استفاده می شود. در این پژوهش پس از بررسی آزمون F لیمر و آزمون هاسمن برای آزمون فرضیات از روش رگرسیون پانلی با اثرات تصادفی استفاده شده است.

مفروضات اساسی رگرسیون (نرمال بودن متغیرها، عدم خودهمبستگی بین متغیرها و ثبات واریانس خطاها) در مدل های پژوهش برقرار است.

#### آزمون فرضیه اول:

برای آزمون فرضیه تحقیق مبنی بر اینکه "بین متنوع سازی تجاری و هزینه بدهی رابطه معناداری وجود دارد"، از مدل (۲) استفاده شده است:

$$b_1 MT + b_2 Size_{it} + b_3 RS + b_4 SSH + b_5 RSH + e + HB = \alpha \quad \text{مدل (۲)}$$

متغیرهای مدل فوق به شرح زیر تعریف شده اند:

HB: هزینه بدهی شرکت

MT: متنوع سازی شرکتی، فروش قسمت ها

Size: لگاریتم مجموع دارایی های شرکت (اندازه شرکت)

RS: ارزش بازار سرمایه بر ارزش دفتری سرمایه شرکت (رشد شرکت)

SSH: درآمدهای قبل از بهره و مالیات بر کل دارایی های شرکت ( سودآوری شرکت)

RSH: سود قبل از بهره و مالیات بر نسبت فروش شرکت (ریسک شرکت)

نتایج تخمین مدل با روش رگرسیون تلفیقی (متغیر وابسته: هزینه بدهی) نشان میدهد که:

بین متنوع سازی تجاری و هزینه بدهی رابطه معناداری وجود ندارد چون سطح معنی داری برای این متغیر با آماره T برابر ۰,۰۵، -۰,۹۵، به دست آمده است که بزرگتر از ۰,۰۵ می باشد.

بین رشد شرکت و هزینه بدهی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد چون سطح معنی داری برای این متغیر با آماره T برابر ۲,۱۰، ۰,۰۳، دست آمده است که کوچکتر از ۰,۰۵ می باشد. بنابراین به ازای افزایش یک واحد از این متغیر هزینه بدهی ۰,۰۰۲ افزایش می یابد.

بین سایر متغیرهای کنترل و هزینه بدهی رابطه معناداری به دست نیامده است.

در حالت کلی بین متنوع سازی تجاری با هزینه بدهی رابطه وجود ندارد ولی رشد شرکت بر هزینه بدهی تاثیر گذار است.

جدول ۲: نتایج تخمین مدل باروش پول (متغیر وابسته: هزینه بدهی)

متغیرها	ضرایب متغیرها	انحراف استاندارد	آماره T	سطح معنی داری آزمون	نتیجه در مدل
MT	-۵/۶۵۱۰۶	۰/۰۰۰۱۱۲	-۰/۰۵۰۵۵۴	۰/۹۵۹۷	رابطه معنادار وجود ندارد.
SIZE	-۰/۰۰۹۳۵۵	۰/۰۱۱۷۰۷	-۰/۷۹۹۱۰۳	۰/۴۲۴۷	رابطه معنادار وجود ندارد.
RS	۰/۰۰۲۸۹۹	۰/۰۰۱۳۷۷	۲/۱۰۴۴۵۷	۰/۰۳۵۹	رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.
SSH	-۰/۰۳۶۳۲۷	۰/۰۲۷۸۰۰	-۱/۳۰۶۷۳۵	۰/۱۹۲۰	رابطه معنادار وجود ندارد.
RSH	۲/۲۸۴۱۶	۳/۵۴۲۱۶	۰/۶۴۲۹۹۰	۰/۵۲۰۶	رابطه معنادار وجود ندارد.
C	۰/۲۶۲۳۱۸	۰/۱۴۰۲۱۱	۱/۸۷۰۸۷۹	۰/۰۶۲۱	رابطه معنادار وجود ندارد.
آماره دوربین واتسون	۱,۸۲	خطاها در مدل همبسته نیستند.			
ضریب تعیین مدل	۰,۰۱۵	۱ درصد از تغییرات هزینه بدهی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی معنادار بیان میشود.			
آماره فیشر	۱,۳۰				
سطح معنی داری مدل	۰,۲۶	فرضیه رد می شود.			

### آزمون فرضیه دوم

برای آزمون فرضیه تحقیق مبنی بر اینکه "بین متنوع سازی جغرافیایی و هزینه بدهی" رابطه معناداری وجود دارد، از مدل (۳) استفاده شده است:

$$b_1 MJ + b_2 Size_{it} + b_3 RS + b_4 SSH + b_5 RS + HB = \alpha \quad \text{مدل (۳)}$$

H+e

در این مدل:

MJ: متنوع سازی شرکتی، فروش قسمت ها

و سایر متغیرها همانند متغیرهای مدل (۲) می باشند.

نتایج تخمین مدل با روش رگرسیون تلفیقی (متغیر وابسته: هزینه بدهی) نشان میدهد که:

بین متنوع سازی جغرافیایی و هزینه بدهی رابطه معکوس و معنادار وجود دارد چون سطح معنی داری برای این متغیر با آماره T برابر  $-۲,۰۶$ ،  $۰,۰۳$  به دست آمده است که کوچکتر از  $۰,۰۵$  می باشد. بنابراین به ازای افزایش یک واحد از این متغیر هزینه بدهی  $۰,۰۸$  کاهش می یابد. بین رشد شرکت و هزینه بدهی رابطه مثبت و معنادار وجود دارد چون سطح معنی داری برای این متغیر با آماره T برابر  $۱,۸۲$ ،  $۰,۰۴$  دست آمده است که کوچکتر از  $۰,۰۵$  می باشد. بنابراین به ازای افزایش یک واحد از این متغیر هزینه بدهی  $۰,۰۰۲$  افزایش می یابد. بین سایر متغیرهای کنترل و هزینه بدهی رابطه معناداری به دست نیامده است. در حالت کلی بین متنوع سازی جغرافیایی با هزینه بدهی رابطه معکوس و معنادار وجود دارد.

جدول ۳: نتایج تخمین مدل باروش پول (متغیر وابسته: هزینه بدهی)

متغیرها	ضرایب متغیرها	انحراف استاندارد	آماره T	سطح معنی داری آزمون	نتیجه در مدل
MJ	-۰/۰۸۴۸۵۳	۰/۰۴۱۰۳۸	-۲/۰۶۷۶۸۲	۰/۰۳۹۳	رابطه معکوس و معنادار وجود دارد.
SIZE	-۰/۰۰۵۴۹۴	۰/۰۱۲۰۱۲	-۰/۴۵۷۳۲۳	۰/۶۴۷۷	رابطه معنادار وجود ندارد.
RS	۰/۰۰۲۶۲۸	۰/۰۰۱۴۴۰	۱/۸۲۴۲۳۸	۰/۰۴۸۸	رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.
SSH	-۰/۰۳۰۲۴۱	۰/۰۲۸۷۷۶	-۱/۰۵۰۹۳۶	۰/۲۹۳۹	رابطه معنادار وجود ندارد.
RSH	۱/۲۴۲۱۶	۳/۶۷۳۱۶	۰/۳۳۸۲۰۲	۰/۷۳۵۴	رابطه معنادار وجود ندارد.
C	۰/۲۲۸۱۱۳	۰/۱۴۳۹۹۵	۱/۵۸۴۱۷۷	۰/۱۱۳۹	رابطه معنادار وجود ندارد.
آماره دوربین واتسون	۱,۸۵	خطاها در مدل همبسته نیستند			
ضریب تعیین مدل	۰,۰۱۵	۱ درصد از تغییرات هزینه بدهی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی معنادار بیان میشود.			
آماره فیشر	۱,۷۸				
سطح معنی داری مدل	۰,۰۱۱	فرضیه تایید می شود			

۱۵- نتیجه گیری و پیشنهادات

بقا و موفقیت سازمان ها در محیط پر رمز و راز و رقابتی دنیای معاصر که تغییر و تحول، سرعت، پیچیدگی و عدم اطمینان، خاصیت اصلی آن است نیازمند انتخاب و اجرای استراتژی‌های اثربخش و بهبود مستمر عملکرد است. این مهم، از طریق طراحی و تعیین اهداف و استراتژی‌ها، برنامه ریزی و اجرای استراتژی‌ها و به تبع آن کنترل و ارزیابی عملکرد محقق می گردد. مدیریت استراتژیک فرایندی است که

اکثر شرکت های موفق و صاحب نام دنیا از آن برای هدایت و پیشبرد برنامه ها و فعالیت های خود با افق دید بلندمدت و درجهت دستیابی به اهداف و تحقق مأموریت سازمانی بهره می گیرند.

متنوع سازی شرکتی شکلی از استراتژی شرکتی برای شرکت هاست که بسیاری از مدیران برای بهبود عملکرد شرکتشان از آن استفاده می کنند. متنوع سازی جغرافیایی از طریق تنوع صادرات محصولات می تواند رشد شرکت را افزایش داده و باعث بهبود شرایط شرکت شود، ایفای این نقش حسابداری به توسعه اقتصادی کمک می کند.

متنوع سازی شرکتی به ویژه متنوع سازی جغرافیایی یکی از عوامل تاثیر گذار بر تصمیم گیری سهامداران است. از طرفی هزینه بدهی مبنای بسیاری از تصمیم گیری های شرکت است و شرکت ها به دنبال کاهش آن هستند. تایید فرضیه تحقیق مبنی بر وجود رابطه بین متنوع سازی جغرافیایی و هزینه بدهی همچنین وجود رابطه بین رشد شرکت و هزینه بدهی بر اهمیت متنوع سازی شرکتی می افزاید. ضریب متنوع سازی جغرافیایی در مدل رگرسیون منفی و معنی دار بوده است و متنوع سازی جغرافیایی با هزینه بدهی، رابطه معکوس و معناداری دارد و شرکت هایی که تنوع جغرافیایی بالایی دارند، هزینه بدهی کمتری داشته اند.

این نتیجه می تواند برای استفاده کنندگان صورت های مالی، بازار سرمایه و تدوین کنندگان استاندارد مورد استفاده قرار گیرد. شرکت ها با تنوع صادرات می توانند اطمینان بازار سرمایه را افزایش دهند و از این راه تامین مالی بهتری داشته و علاوه بر آن فرصت های سرمایه گذاری بهتری بدست آورند. این امر در مجموع می تواند منجر به افزایش تنوع در کل بازار سرمایه شود. افزایش تنوع بازار سرمایه نیز موجب سرمایه گذاری های بیشتر، کارایی بازار، تخصیص بهینه منابع و در نهایت رشد و شکوفایی اقتصادی می شود. نتایج بدست آمده از فرضیه های پژوهش با نتایج تحقیقات هان و همکاران (۲۰۱۲)، آندرا آپوستو (۲۰۱۰)، مشابه می باشد.

در ارتباط با فرضیه متنوع سازی تجاری، پیشنهاد می گردد مدیران مالی برای کاهش هزینه بدهی 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 کسب و کار خود نمایند. همچنین پیشنهاد می گردد 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.

از عوامل دیگری که در موفقیت سازمان ها اثرگذار است، جست و جوی بازارهای بین المللی و افزایش قوت سازمان در کسب و کار اصلی و گسترش آن به سایر کشورها است. به مدیران عالی سازمان ها پیشنهاد می گردد که با ورود به سازمان های بین المللی و تمرکز بر مزیت هسته ای و رقابتی، ثروت کسب و کارهای



خود را افزایش دهند.

همچنین پژوهشگران برای محاسبه فروش صادراتی می توانند از رشد نسبی صادرات (نسبت به فروش داخلی) و سودآوری نسبی صادرات استفاده کنند. با توجه به جدید بودن موضوع متنوع سازی شرکتی پژوهشگران می توانند رابطه این متغیر را با سایر عوامل مانند هموارسازی سود، کیفیت سود و تقسیم سود بررسی نمایند.

## ۱۶- محدودیت های اصلی پژوهش

پژوهش حاضر دارای محدودیت هایی است که باعث می شود نتایج آن با احتیاط بیان شود. از آن جمله میتوان به عدم کنترل متغیرهایی نظیر شرایط اقتصادی و سیاسی، نوع صنعت، نوع فعالیت شرکت، قوانین و مقررات داخلی و بین المللی و همچنین محدود به سال های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ اشاره نمود که می تواند متغیرهای پژوهش را تحت تأثیر قرار دهد.

به دلیل اینکه اطلاعات افشا شده جهت فروش در نواحی مختلف جغرافیایی در داخل کشور، در صورت های مالی افشا نشده و فقط فروش های صادراتی افشا گردیده است. برای محاسبه شاخص جغرافیایی از تقسیم فروش صادراتی به کل فروش استفاده گردیده که یکی از محدودیت های تحقیق می باشد.

## ۱۷- منابع

- ۱- احمدپور، احمد، کاشانی پور، محمد و شجاعی، محمدرضا، ۱۳۸۹ "بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر هزینه تامین مالی از طریق بدهی (استقراض)، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۲، صفحات ۳۲-۱۷"
- ۲- اخباری، محسن و تقوی فرد، محمد تقی، ۱۳۸۶ "فرایند توسعه محصول جدید" مدیریت تدبیر، شماره ۱۸۴، صفحات ۵۸-۵۴"
- ۳- استاندارد حسابداری ایران شماره ۲۵، صفحه ۵۳۰"
- ۴- امیری، هادی و محمدی خورزوقی، هاجر، ۱۳۹۱ "تحلیل ارتباط بین تامین مالی از طریق بدهی و کیفیت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، شماره ۱۶، صفحات ۸۱-۶۱"
- ۵- پی نوو، ترجمه پارسائیان، ۱۳۸۷ "مدیریت مالی" انتشارات سمت"
- ۶- حجازی، رضوان، قیطاسی، روح الله و مسجد موسوی، میرسجاد، ۱۳۹۱ "بررسی رابطه بین مدیریت جریان وجه نقد و هزینه بدهی" فصلنامه دانش حسابداری، شماره ۱۰، صفحات ۱۳۶-۱۱۷"
- ۷- خسته، علی و سرافراز، علی، ۱۳۹۰ "ضرورت پرداختن به توسعه محصولات جدید و نقش نوآوری، R&D و تکنولوژی در آن" کنفرانس سوم مدیریت فناوری، صفحات ۱۳-۱۱"
- ۸- دیوید، فرد آر، ترجمه پارسائیان و اعرابی، ۱۳۹۰ چاپ بیستم، مدیریت استراتژیک، دفتر پژوهش های فرهنگی.

- ۹- دادبه، فاطمه و باقرآبادی، سید محمد، ۱۳۹۱ "متنوع سازی شرکتی و گزارشگری مالی با رویکرد استاندارد حسابداری" روزنامه دنیای اقتصاد، شماره ۲۷۹۶
- ۱۰- رهنمود، فرج اله، ۱۳۹۰ "الگوی مدیریت دولتی برای تحقق حاکمیت تراز چشم انداز ۱۴۰۴" نشریه چشم انداز مدیریت دولتی، شماره ۶، صفحات ۴۳-۵۸
- ۱۱- عالم زاده، مهدیس، ۱۳۹۲ "تأثیر متنوع سازی شرکتی بر نگهداشت وجه نقد" پایان نامه کارشناسی ارشد
- ۱۲- کریمی، غلامرضا، ۱۳۸۵ "راهبرد توسعه بازار صادراتی: تمرکز بازار یا گسترش بازار" مجله مدیریت، شماره ۱۰۷، صفحات ۱۹-۲۴
- ۱۳- مقربی، محمد، ۱۳۹۱ "تأثیر متنوع سازی شرکتی بر عملکرد شرکت با استفاده از نسبت Q توبین" پایان نامه کارشناسی ارشد
- ۱۴- همتی، سیمین، ۱۳۹۲ "مدیریت استراتژیک و موانع موجود در مسیر استفاده از آن" کارآفرینان، شماره ۹۸، صفحات ۱۹ و ۲۰
- 15- Andreea Apostu (2010), "The Effect of Corporate Diversification Strategies on Capital structure" Aarhus School of Business, Aarhus University.
- 16- Album, G., Strandskov J. and Duerr E (1998), International Marketing and Export Management, Addison- Wesley, New York, NY, PP21-37
- 17- Chkir, I. E., & Cosset, J.C.(2001), "Diversification Strategy and Capital Structure of multinational corporations" Journal of Multinational Financial Management, Vol.11, PP17-37
- 18- Erdorf & Hartman (2012), "Corporate Diversification and Firm Value: A Survey of Recent Literature" Cologne Graduate School
- 19- Flouris T.G. and Oswald, S.L (2007), "Designing and executing strategy in aviation management". Ashgate, England. PP.176-189
- 20- Jensen, M. W. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". Journal of Financial Economics, Vol.3: PP.305-360
- 21- Jensen Michael C (1986) "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers". American Economic Review, Vol.76: PP.323-339
- 22- Kim, Y.S., & Mthure, I (2008), "The impact of geographic diversification on firm performance", International Review of Financial Analysis, Vol.17, PP747-766
- 23- Kraus A, R. Litzenberger (1973), "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage". Joournal of Finance, PP.911-926
- 24- Myers S (1977), "Determinants of corporate borrowing". Journal of Financial Economics, PP.1-35
- 25- Myers, S.C (1984), "The Capital Structure Puzzle", Journal of Finance, Vol.39, PP575-592
- 26- Merle Crawford & Anthony Di Benedetto (2003), "New Products Management", University of Michigan, PP.1-14
- 27- Scott J.H (1976) "A theory of optimal capital structure", Bell Journal of Economics, Vol.7: PP.33-54
- 28- Singh, M., Davidson Iii, W.N., & Suchard, J.-A (2003), "Cprporate Diversification Strategies and Capital Structure" Quarterly Review of Economics & Finance, Vol.43, PP.147-167
- 29- Vazife Dust, Dadbeh (2014) "Corporate diversification, Information Asymmetry and Firm Performance: Evidence From Tehran Stock Exchange". Management Science Letters, PP.315-324