

بررسی تأثیر تنوع بخشی بر ریسک قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهرداد فیض‌بخش واقف

(کارشناس ارشد رشته حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد رشت، رشت، ایران.)

چکیده

هدف این تحقیق بررسی ارتباط بین تنوع بخشی و ریسک قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این پژوهش از دو عامل ضریب منفی چولگی بازده سالانه و نوسانات صعودی بازده سالانه به عنوان ریسک آتی قیمت سهام استفاده می‌شود. جامعه آماری تحقیق حاضر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۶ ساله از سال ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۹ می‌باشد. تعداد نمونه آماری با توجه به روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک ۱۲۵ شرکت بوده است. نتایج پژوهش نشان داد که تنوع بخشی دارای اثر معکوس و معنی دار بر ریسک قیمت سهام شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: تنوع بخشی، ریسک قیمت سهام، شرکت‌های بورسی

۱. مقدمه

عموماً تمامی شرکت‌ها تمایل دارند فعالیت‌های خود را روز به روز گسترش دهند و با نوآوری توأم سازند. از این رو در محدوده وظایف و چارچوب فعالیت‌های مصوب خود اقدام‌ها و کارکردهای جدیدی را به مجموعه عملکرد جاری شرکت خویش می‌افزایند. گرچه انگیزه اصلی آنان از متفاوت و گوناگون است، اما در بیشتر موارد گسترش فعالیت‌ها به منظور تحقق نکاتی چون افزایش سود دهی، استفاده بهینه از منابع موجود، ابتکارات و خلاقیت، جلب رضایت ارباب رجوع و در مجموع نیل به قله رفیع رشد و توسعه خواهد بود. اجرای فعالیت‌های جدید در راستای تحقق تنوع بخشی، چنانچه اصولی و منطقی باشد در واقع همانند دمیدن خون تازه‌ای در رگ‌های شرکت است که مدیران مبتکر، نوآور و خلاق و تنوع طلب با همکاری و مشارکت اعضاء به آن مبادرت می‌ورزند. تنوع بخشیدن به فعالیت‌های شرکت دلالت بر اجرای اصل تنوع فعالیت‌ها دارد، که ممکن است در ارائه کالا و خدمات نوین به اعضاء و ارباب رجوع و یا عرضه تولیدات جدید به بازار تبلور یابد (تهرانی، ۱۳۸۶).

تنوع بخشی یک استراتژی محسوب شده و به عنوان روشی برای ادامه رشد و تغییر شناخته می‌شود، که در صنایع فعال منجر به افزایش درآمد می‌شود (واحد احمدیان، ۱۳۸۵). استراتژی تنوع از دیگر استراتژی‌ها مشکل‌تر است، زیرا علاوه بر توسعه بازار و محصول نیازمند مهارت، تکنیک‌های جدید و تغییرات سازمانی در ساختار شرکت است (آنسف، ۲۰۰۵). تنوع عبارت است از حدی که در آن موسسات به طور همزمان، در فعالیت‌های کسب و کار مختلف مشغول به فعالیت می‌باشند (راگانانان، ۲۰۰۲).

مطالعه تنوع بخشی در شرکت‌های بزرگ به منظور ارتقای عملکرد شرکت با استفاده از استراتژی تنوع و برنامه‌ریزی بر طبق ساختار سرمایه مفید خواهد بود. بسیاری از سازمان‌های امروزی در دنیا به سمت گسترش و افزایش محیط فعالیت کسب و کارشان پیش می‌روند، از دلایل این امر، می‌توان پاسخگویی به نیازهای چندگانه مشتریان اشاره کرد. مدیران سعی می‌کنند، از طریق برآوردن نیازهای چند جانبه مشتریان، آن‌ها را به سازمانشان وفادارتر سازند (تهرانی و احمدیان، ۱۳۸۵). در باب موضوع تنوع بخشیدن فعالیت‌ها نکته اصلی این است که گرچه اجرای تنوع بخشی مزایای فراوانی برای شرکت‌ها به ارمغان می‌آورد، اما این امر هنگامی به وقوع می‌پیوندد که بستر مناسب اجرای این کار (سرمایه، وضعیت بازار، آمادگی اعضاء، توان مدیریت، شرایط محیطی و ...) کاملاً فراهم باشد. این درحالی است که چنانچه زمینه‌های مناسب و مطلوب مهیا نباشد پرداختن به تنوع بخشی فعالیت‌ها همانند زهری است که در خون شرکت‌ها به جریان می‌افتد و در صورت ادامه و پیشرفت، شرکت‌ها را به نابودی، شکست و حتی انحلال سوق خواهد داد. با این اوصاف، چنانچه مدیران و اعضاء شرکت‌ها، در زمینه اصول، مبانی و مشکلات اجرای اصل تنوع بخشی آموزش لازم را ببینند، یقیناً این اصل را به شیوه‌ای منطقی و عادلانه به خواهند بست و در این صورت آهنگ توسعه بخش شرکت‌های تولیدی و خدماتی کشور را شتابان خواهند ساخت (وستون، ۲۰۰۴).

امروزه با جهانی شدن بازارها، تحولات رقابتی، تقاضا برای منابع مالی جدید و انتظارات روز افزون سرمایه‌گذاران، شرکت‌های کوچک، بیش از پیش مورد توجه قرار گرفتند. تقریباً تمام تصمیم‌گیری‌های مالی مستلزم تعیین ارزش افزوده‌ای است که به موجب این تصمیمات کسب خواهد شد. شرکت‌ها برای ایجاد ارزش نه تنها از سوی سهامداران بلکه از طرف کلیه ذینفعان تحت فشار قرار دارند. شرکت‌های کوچک باید تلاش کنند تا بتوانند به صورت موثری با شرکت‌های بزرگ رقابت کنند. صاحبان شرکت‌های کوچک باید آگاه باشند که حداکثر کردن ارزش ایجاد شده تنها در سایه به کارگیری کارا و اثربخش منابع میسر است که خود نیازمند برنامه‌ریزی و کنترل دقیق عملیات شرکت است. برنامه‌ریزی و کنترل عملیات مستلزم داشتن توانایی‌های لازم برای پیش‌بینی و تخصیص رابطه بین انتظارات مالکان حال و آینده است. از زمانی که شرکت‌های کوچک در مراحل از رشد، بطور گسترده به دنبال تأمین منابع مالی برآمدند، نیاز خاصی به محاسبه ارزش ایجاد شده در شرکت‌هایشان احساس کردند. السن و نایت (۱۹۹۷) ایجاد ارزش برای سهامداران با ایجاد ارزش برای سایر ذینفعان، همسو و سازگار می‌دانند.

تحلیل‌ها نشان می‌دهد که تنوع صنعتی و ادغام صنایع و تنوع جهانی اعمال نفوذ بر روی فعالیت‌های واقعی را در شرایط بدی قرار می‌دهد در حالی که تنوع بخشی شرکتی آن را کاهش خواهد داد. در این خصوص شواهدی نیز ارائه می‌شوند که نشان

1. Ansoff

2. Raghunathan

3. Veston

می دهند مدیریت سود رابطه ای معکوس با ارزش شرکت دارد و به نسبت در تنوع بخشی نفوذ می نماید و ارزش آن ها را بالا می برد. مطالعات نشان می دهد کاهش ارزش به سبب دستکاری فعالیت های واقعی به وجود می آید که این موضوع در بین شرکتهای صنعتی و بین شرکتهایی که هم تنوع جهانی و هم صنعتی دارند، بارزتر می باشد ولی در شرکت هایی که تنها تنوع بخشی شرکتی دارند این موضوع آشکار نیست. در نتیجه، توسعه مدیریت سود افزایش می یابد و تنوع صنعتی با خلاء بزرگتری روبرو خواهد گردید. این یافته ها به توضیح این که چرا برخی شرکتهای متنوع نه تنها در نمونه تنوع مختلف بلکه در تنوع های برابر از ارزش پایین تری برخوردار می باشند؛ کمک می نماید.

ریسک قیمت سهام پدیده ای است که عموماً به علت وجود حباب در قیمت سهام شرکت رخ می دهد و این مسأله به علت اقدامات مدیریتی نظیر تعویق در انتشار اخبار بد و تسریع در انتشار اخبار خوب، فرار از مالیات، استمرار پروژه های با ارزش فعلی منفی و عدم شفافیت اطلاعات مالی صورت می پذیرد (کیم و ژانگ، ۲۰۱۰، کیم و همکاران، ۲۰۱۱، هاتن و تهرانیان، ۲۰۰۹). شرکت ها به عنوان واحدهای اقتصادی به دنبال سودآوری و دستیابی به ثروت بیشتر هستند. به دلایل مختلف که مهم ترین آن جدایی مالکیت از مدیریت است شرکت ها علاوه بر انجام فعالیت اقتصادی، وظیفه پاسخگویی به افراد بیرون از شرکت را نیز به عهده دارند. بر اساس شواهد تجربی، کارآترین شیوه پاسخگویی گزارشگری مالی است. در سال های اخیر در پی رسوایی های گسترده مالی در سطح شرکتهای بزرگ (مثل انرون و ورلدکام و...) و عدم اطمینان به اعداد و ارقام حسابداری که مهم ترین بخش گزارش های مالی را تشکیل می دهد؛ اعتماد سرمایه گذاران به صورت های مالی تهیه شده توسط مدیریت کم شده است. یکی از زمینه هایی که می تواند باعث سلب اطمینان از سرمایه گذاران شود، پدیده سقوط (ریزش) قیمت سهام است. ریزش قیمت سهام پدیده ای است که عموماً به علت وجود حباب در قیمت سهام شرکت رخ می دهد و این مسأله به علت اقدامات مدیریتی نظیر تعویق در انتشار اخبار بد و تسریع در انتشار اخبار خوب، فرار از مالیات، استمرار پروژه های با ارزش فعلی منفی و عدم شفافیت اطلاعات مالی صورت می پذیرد (کیم و ژانگ، ۲۰۱۰). با توجه به توضیحات اشاره شده، این پژوهش با استفاده از داده ها و اطلاعات شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۶ تا ۱۳۹۹ به بررسی تأثیرگذاری تنوع بخشی بر ریسک قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد.

۲- پیشینه تحقیق

برزگر (۱۳۹۳)، ارتباط بین تنوع محصولات شرکت، نقدینگی و جریان نقدی حاصل از تامین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران شامل ۶۶ شرکت از سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ را بررسی کرد. نتایج نشان می دهد که بین تنوع محصولات شرکت و جریان نقدی حاصل از تامین مالی رابطه معناداری وجود داشته است. همچنین بین نقدینگی و جریان نقدی حاصل از تامین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ارتباط معناداری وجود دارد. نوری بروجرودی و همکاران (۱۳۹۲)، در تحقیقی با عنوان مدیریت سود، ریسک سهام و نوسانات درآمد در بانک های تجاری، به این نتیجه دست یافت که در صورتیکه داده های سالیانه مبنای تهیه متغیرها باشد تنها رابطه ریسک ویژه با مدیریت سود معنی دار است اما زمانی که متغیرها از داده های میان دوره ای تهیه شوند هر سه ریسک یاد شده با مدیریت سود مرتبط می باشند.

فولاد و همکاران (۱۳۹۱)، نقش محافظه کاری در کاهش ریسک ریزش قیمت سهام شرکت های پذیرفته در بورس تهران را در دوره ای زمانی ۸۴-۸۹ بررسی نمودند. برای اندازه گیری محافظه کاری از معیار **cscore** خان و واتز (۲۰۰۹) و برای اندازه گیری سقوط قیمت سهام از معیار **crash** کیم و ژانگ (۲۰۱۰) استفاده شد. نتایج نشان می دهد؛ محافظه کاری می تواند سبب کاهش احتمال سقوط قیمت سهام در آینده شود. اما رابطه قوی تر بین محافظه کاری و سقوط قیمت سهام برای شرکت ها با عدم تقارن اطلاعاتی بالا بدست نیامد.

فروغی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی تأثیر شفاف نبودن اطلاعات مالی بر ریسک ریزش آتی قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته ها، حاکی از آن است که بین عدم شفافیت اطلاعات مالی و ریسک

⁴ Kim and Zhang

سقوط آتی قیمت سهام رابطه مستقیم وجود دارد. بنابراین، می توان نتیجه گرفت که با افزایش عدم شفافیت در گزارشگری مالی، ریسک سقوط آتی قیمت سهام افزایش می یابد. نتایج این پژوهش، همچنین نشان می دهد که در شرایطی که بین مدیران و سرمایه گذاران عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد، اثر عدم شفافیت اطلاعات مالی بر افزایش ریسک سقوط آتی قیمت سهام بیشتر است.

دوای و همکاران (۲۰۱۴)، رابطه بین تنوع محصول و تنوع بین المللی با عملکرد مالی شرکت را بررسی کردند. آنها در این مطالعه ۱۰۲ شرکت تولیدی که در سال های ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۰ در بورس مالزی فعالیت داشتند، را بررسی کردند. برای تجزیه و تحلیل داده ها از دو مدل رگرسیون استفاده شد. نرخ بازده دارایی، متغیر وابسته و تنوع کل محصول، تنوع مرتبط محصول، تنوع غیرمرتبط محصول و تنوع بین المللی به عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفتند. نتایج نشان داد که بین تنوع محصول و تنوع غیر مرتبط ارتباط معناداری وجود ندارد. اما تنوع مرتبط و تنوع بین المللی بر عملکرد مالی شرکت تاثیر منفی دارد. مانرای و همکاران (۲۰۱۴)، تحلیل استراتژی تنوع شرکت بر اساس ساختار سرمایه، ریسک سیستماتیک و عملکرد مالی شرکت بررسی کردند. در این تحقیق، ۴۴ شرکت هندی طی سال های ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۱ بررسی شدند. نتایج نشان داد بین ریسک سیستماتیک و ساختار سرمایه هیچ رابطه ای وجود ندارد. اگرچه، رابطه مثبت و ضعیفی میان ریسک سیستماتیک و سایر پارامترها همچون سودآوری و اندازه شرکت وجود دارد. در مقابل، رشد شرکت دارای رابطه منفی با ریسک سیستماتیک است. تنوع منجر به کاهش ریسک عملیاتی می شود، عملکرد شرکت دارای رابطه مثبت با رشد و اندازه شرکت است. بیانگر این است که تنوع، بهبود دهنده عملکرد مالی ناشی از افزایش رقابت پذیری است و منجر به رشد بالاتر و افزایش اندازه شرکت می شود. آندرس و همکاران (۲۰۱۴)، فرصت های رشد و اثر تنوع بخشی بر ارزش شرکت ها را بررسی کردند. در این تحقیق چگونگی اثر فرصت های رشد بر رابطه بین تنوع بخشی و ارزش شرکت در نمونه ای ۳۱۹۰ شرکت آمریکایی در یک دوره دوازده ساله بررسی شد. نتایج نشان می دهد بین تنوع بخشی و ارزش شرکت رابطه غیر خطی وجود دارد. رابطه منفی بین تنوع و ارزش شرکت در سطوح بالای تنوع، معکوس می شود. اما در سوح بالای تنوع بخشی رابطه بین تنوع و ارزش مثبت است و این رابطه غیر خطی به واسطه فرصت های رشد شرکت هاست.

۳- فرضیه های تحقیق

با توجه به اینکه در این پژوهش از دو عامل ضریب منفی چولگی بازده سالانه و نوسانات صعودی بازده سالانه به عنوان ریسک آتی قیمت سهام استفاده می شود، می توان سوال های تحقیق را به صورت زیر بیان نمود:

فرضیه اول: تنوع بخشی بر ضریب منفی چولگی بازده سالانه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معنی دار دارد.

فرضیه دوم: تنوع بخشی بر نوسانات صعودی بازده سالانه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معنی دار دارد.

۴- روش تحقیق و معرفی الگو

با توجه به این که این تحقیق از اطلاعات گذشته برای آزمون فرضیات استفاده می کند از نوع تحقیقات پس رویدادی است. تحقیق از لحاظ تئوریک از نوع تحقیقات اثباتی و از لحاظ استدلال از نوع استقرایی می باشد. از سوی دیگر این تحقیق از نوع تحقیقات شبه تجربی در حوزه تحقیقات مالی حسابداری می باشد. برای برآورد اثرگذاری تنوع بخشی بر ضریب منفی چولگی بازده سالانه شرکت (فرضیه اول) از مدل رگرسیونی زیر استفاده می شود:

$$NCSKEW_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIVER_{it} + \beta_2 GRO_{it} + \beta_3 MB_{it} + \beta_4 FL_{it} + \beta_5 ROE_{it} + e_{it} \quad (1) \text{ معادله}$$

⁵. Doaei, et al.

⁶. Manrai, et al.

⁷. Andres, et al.

برای برآورد اثرگذاری تنوع بخشی بر نوسانات صعودی بازده سالانه شرکت (فرضیه دوم) از مدل رگرسیونی زیر استفاده می-شود:

$$DUVOL_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIVER_{it} + \beta_2 GRO_{it} + \beta_3 MB_{it} + \beta_4 FL_{it} + \beta_5 ROE_{it} + e_{it} \quad (۲)$$

متغیر تنوع که متغیر مستقل تحقیق به شمار می رود از شاخص هرفیندال حاصل می شود. شاخص هرفیندال، چگونگی توزیع اندازه بازار بین بنگاه‌های موجود و نوع ساختار بازار را بهتر از نسبت تمرکز مشخص می‌سازد. با شاخص HI، به تمامی نقاط روی منحنی تمرکز توجه می‌شود و از اطلاعات موجود در سراسر این منحنی استفاده می‌شود، در واقع، در این شاخص، برخلاف شاخص تمرکز، از اطلاعات همه بنگاه‌ها برای محاسبه درجه تمرکز استفاده می‌شود. شاخص هرفیندال (HI) با فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$HI = \sum_{i=1}^n S_i^2 \quad (۳)$$

$$HI = \sum_{i=1}^n \left(\frac{X_i}{X}\right)^2 \quad (۴)$$

در این فرمول، n تعداد بنگاه‌های موجود در بازار و S سهم بنگاه‌ها از کل اندازه بازار است. در شاخص فوق، تعداد بنگاه‌ها (X) و اندازه سهم‌های نسبی آنها (Xi) در محاسبه مدنظر قرار می‌گیرد. اگر تعداد بی‌شماری بنگاه با اندازه‌های نسبی یکسان در بازار باشند، شاخص هرفیندال بسیار کوچک و نزدیک به صفر خواهد بود و اگر تعداد کمی بنگاه و با اندازه‌های نسبی نابرابر در بازار وجود داشته باشند، این شاخص نزدیک به یک خواهد بود (هرفیندال، ۱۹۵۹). برای اندازه‌گیری ریسک آتی قیمت بازار سهام شرکت دو شاخص را در نظر می‌گیریم:

الف) ضریب منفی چولگی بازده سالانه (NCSKEW)،

ب) نوسانات صعودی بازده سالانه شرکت (DUVOL)

برای محاسبه مقیاس‌های ریسک سهام، بازده ماهانه را از بسط مدل رگرسیونی بازار و صنعت برای هر سال و هر شرکت برآورد می‌کنیم (هاتن و همکاران):

$$r_{j,t} = \alpha_j + \beta_{1,j} r_{m,t-1} + \beta_{2,j} r_{i,t-1} + \beta_{3,j} r_{m,t} + \beta_{4,j} r_{i,t} + \beta_{5,j} r_{m,t+1} + \beta_{6,j} r_{i,t+1} + \varepsilon_{j,t} \quad (۵)$$

که $R_{j,t}$ بازده سهام شرکت j در ماه t، $r_{m,t}$ بازده بازار در ماه t و $r_{i,t}$ بازده صنعت در ماه t است. $R_{i,t}$ را به عنوان بازده شرکت نشان داده می‌شود که به عنوان لگاریتم طبیعی یک بعلاوه بازده باقیمانده (Residual) از معادله فوق تعریف می‌شود. ضریب منفی چولگی بازده ماهانه قیمت سهام به شکل زیر محاسبه می‌شود:

$$NCSKEW_{j,t} = -\frac{(n(n-1))^{\frac{3}{2}} \sum R_{j,t}^3}{((n-1)(n-2)(\sum R_{j,t}^2)^{\frac{3}{2}}} \quad (۶)$$

که NCSKEW بیانگر ضریب منفی چولگی بازده ماهانه قیمت سهام، n تعداد مشاهدات از بازده ماهانه در طول سال t بوده و مخرج کسر عامل نرمال‌ساز می‌باشد.

DUVOL به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$DUVOL_{j,t} = \log \left[\frac{((n_u - 1) \sum_{DPWNO} R_{j,t}^2)}{((n_d - 1) \sum_{IIP} R_{j,t}^2)} \right] \quad (۷)$$

n_d و n_u به ترتیب تعداد و زمان‌هایی هستند که قیمت سهام افزایش و کاهش می‌یابد. به طور خاص برای هر سهم j در طول یک سال، همه روزهای با بازده بالا (پایین) را جدا کرده و آنها را نمونه بالا و پایین نامیده می‌شود. در این پژوهش از متغیرهای کنترلی زیر استفاده می‌شود:

MB: نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.

FL: نسبت ارزش دفتری کل بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها (اهرم مالی).

ROE: نسبت سود خالص به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (بازده حقوق صاحبان سهام).

GRO: تغییرات درآمد فروش نسبت به سال قبل (رشد درآمد فروش).

۵- جامعه و نمونه آماری تحقیق

جامعه آماری تحقیق حاضر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۶ ساله از سال ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۹ می‌باشد. این نمونه‌ها شامل شرکت‌هایی است که دارای ویژگی‌های زیر باشند که جدول آن هم در ادامه اشاره شده است:

(۱) شرکت‌های مورد نظر از ابتدای سال ۱۳۹۴ تا انتهای سال ۱۳۹۶ در عضویت بورس اوراق بهادار باشند.

(۲) پایان سالی مالی آنها ۲۹ اسفند باشد.

(۳) در دوره مورد بررسی توقف عملیات یا تغییر در دوره مالی نداشته باشند.

(۴) صورت‌های مالی آنها در سالهای موردنظر توسط سازمان بورس اوراق بهادار منتشر شده باشد

(۵) جزء شرکت‌های مالی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا شرکت‌های واسطه‌گری مالی باشد.

روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک می‌باشد که با توجه به ملاحظات فوق، تعداد ۱۲۵ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب می‌شوند

۶- بررسی مانایی متغیرهای تحقیق

فرضیه صفر در این آزمون بیانگر نامانایی متغیره است. در این صورت، چنانچه مقادیر احتمال کمتر از ۰,۰۵ باشد، فرض صفر رد خواهد شد. نتایج مربوط به مانایی برای داده‌های پانل در جدول زیر ارائه شده است.

جدول ۱. نتایج آزمون مانایی برای متغیرهای مدل

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	احتمال
ضریب منفی چولگی بازده سالانه	NCSKEW	-۸,۳۶	۰,۰۰
نوسانات صعودی بازده سالانه شرکت	DOVOL	-۱۳,۶۷	۰,۰۰
تنوع بخشی	DIVER	-۷,۹۳	۰,۰۰
رشد درآمد فروش	GRO	-۹,۲۵	۰,۰۰
نسبت ارزش دفتری به ارزش سهام	MB	-۱۷,۳۸	۰,۰۰
اهرم مالی	FL	-۱۰,۴۹	۰,۰۰
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	-۶,۹۵	۰,۰۰

بر اساس نتایج بدست آمده، تمامی متغیرها در سطح مانا هستند چرا که مقادیر احتمال تمامی متغیرها کمتر از ۰,۰۵ بوده و فرض صفر که مبتنی بر نامانایی است، رد خواهد شد.

۷- بررسی نرمال بودن توزیع آماری

در این پژوهش، برای آزمون نرمال بودن داده‌ها از آزمون نرمال بودن جملات پسماند با استفاده از آزمون جارک-برا استفاده شده است. فرضیه صفر حاکی از نرمال بودن توزیع خطاها است. در این توزیع، اگر میزان احتمال برای هر متغیر، بیشتر از سطح ۵ درصد باشد، فرضیه صفر، مورد پذیرش قرار می‌گیرد فرض یک مبتنی بر عدم نرمال بودن توزیع خطاها رد خواهد شد.

جدول ۲. آزمون نرمال بودن توزیع آماری

نام آزمون	مدل	آماره آزمون	سطح معنی‌داری
آزمون جارک برا	مدل فرضیه اول	۰,۹۳	۰,۲۱
	مدل فرضیه دوم	۰,۸۶	۰,۲۷

آزمون نرمال بودن جاکو-برا نشان می دهد به دلیل آنکه میزان احتمال برای هر توزیع، بیشتر از سطح ۵ درصد می باشد، توزیع آماری پژوهش نرمال می باشد.

۸- تحلیل فرضیه ها

۸-۱ آزمون فرضیه اول

H₀: تنوع بخشی بر ضریب منفی چولگی بازده سالانه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معنی دار ندارد.

H₁: تنوع بخشی بر ضریب منفی چولگی بازده سالانه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معنی دار دارد.

جدول ۳. تخمین مربوط به آزمون فرضیه اول

VIF	معناداری	آماره t	ضریب	متغیرها	
-	۰,۰۰	۴,۷۳	۰,۲۲	عدد ثابت	C
۹۳,۱	۰,۰۰	-۶,۲۷	-۰,۰۹	تنوع بخشی	DIVER
۲,۴۱	۰,۰۰	۵,۹۳	-۰,۱۶	رشد درآمد فروش	GRO
۱,۹۴	۰,۰۰	۷,۴۳	۰,۰۵	نسبت ارزش دفتری به ارزش سهام	MB
۲,۰۶	۰,۱۷	۱,۳۶	۰,۰۱	اهرم مالی	FL
۱,۸۷	۰,۱۳	-۱,۴۹	۰,۰۲	بازده حقوق صاحبان سهام	ROE
		ضریب تعیین تعدیل شده: ۰,۴۱		ضریب تعیین: ۰,۴۳	
		سطح معنی داری آماره F: ۰,۰۰		آماره F: ۲۷,۱۲	
				دوربین واتسون: ۱,۸۷	

ضرایب مدل رگرسیونی مندرج در جدول (۳) نشان می دهد که یک ارتباط منفی بین تنوع بخشی و ضریب منفی چولگی بازده سالانه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. به عبارت دیگر، ضریب مربوط به متغیر تنوع بخشی که عدد -۰,۰۹ را نشان می دهد بیانگر این مطلب است که با افزایش یک واحدی در تنوع بخشی می توان در ضریب منفی چولگی بازده سالانه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (ریسک آتی قیمت سهام)، ۰,۰۹ درصد کاهش داشت. همچنین با توجه به اینکه سطح معناداری کوچکتر از ۵ درصد می باشد لذا این ارتباط قابل اطمینان و معنادار می باشد و می توان فرض نخست پژوهش را رد نمود. بنابراین تنوع بخشی اثر معنی دار بر ضریب منفی چولگی بازده سالانه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. برای بررسی مدل، معمولاً از معیارهای ضریب تعیین (R^2)، ضریب تعیین تعدیل شده ($Adj. R^2$) و دوربین - واتسون ($D-W$) و برای بررسی معنی داری مدل نیز از آماره F استفاده می شود. همانطور که در جدول (۳) مشاهده می شود، مقدار ضریب تعیین برابر ۰,۴۳ و ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰,۴۱ می باشد و بدین معنی می باشد که قدرت توضیح دهنده و برازش مدل در سطح مطلوبی قرار دارد. ضریب تعیین تعدیل شده به این معناست که ۴۱ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی تحقیق، توضیح داده می شوند. آماره دوربین - واتسون برابر با ۱,۸۷ می باشد، و با توجه به اینکه بازه ۱/۵ تا ۲/۵ نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی از مرتبه اول می باشد، لذا خودهمبستگی از مرتبه اول در جزء خطای مدل وجود ندارد. آماره عامل تورم واریانس (VIF) میزان همخطی بین متغیرهای تحقیق را نشان می دهد و مقدار مجاز VIF کمتر از ۱۰ می باشد و از آنجایی که مقادیر جدول (۳)، کمتر از ۱۰ می باشد، در نتیجه بین متغیرهای تحقیق، همخطی وجود ندارد. در نهایت مقدار آماره F برابر ۲۷,۱۲ و مقدار احتمال آن نیز برابر ۰,۰۰ می باشد و از آنجایی که مقدار احتمال آن کمتر از سطح معنی دار (۵ درصد) است، لذا معنی داری مدل تأیید می شود.

۸-۲ آزمون فرضیه دوم

H₀: تنوع بخشی بر نوسانات صعودی بازده سالانه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معنی دار ندارد.

H₁: تنوع بخشی بر نوسانات صعودی بازده سالانه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معنی دار دارد.

جدول ۴. تخمین مربوط به آزمون فرضیه دوم

VIF	معناداری	آماره t	ضریب	متغیرها	
-	۰,۰۰	۵,۴۸	۰,۱۸	عدد ثابت	C
۸۹,۱	۰,۰۰	-۶,۷۴	-۰,۱۲	تنوع بخشی	DIVER
۲,۰۸	۰,۰۰	۶,۲۸	-۰,۰۹	رشد درآمد فروش	GRO
۱,۲۸	۰,۰۰	۹,۰۹	۰,۰۸	نسبت ارزش دفتری به ارزش سهام	MB
۲,۱۱	۰,۰۰	۴,۹۴	۰,۰۳۶	اهرم مالی	FL
۱,۹۱	۰,۰۰	-۸,۰۸	۰,۰۷۴	بازده حقوق صاحبان سهام	ROE
		ضریب تعیین تعدیل شده: ۰,۴۶		ضریب تعیین: ۰,۴۸	
		سطح معنی داری آماره F: ۰,۰۰		آماره F: ۱۱,۱۹	

ضرایب مدل رگرسیونی مندرج در جدول (۴) نشان می‌دهد که یک ارتباط منفی بین تنوع بخشی و نوسانات صعودی بازده سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. به عبارت دیگر، ضریب مربوط به متغیر تنوع بخشی که عدد $-۰,۱۲$ را نشان می‌دهد بیانگر این مطلب است که با افزایش یک واحدی در تنوع بخشی می‌توان در نوسانات صعودی بازده سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (ریسک آتی قیمت سهام)، $۰,۱۲$ درصد کاهش داشت. همچنین با توجه به اینکه سطح معناداری کوچکتر از ۵ درصد می‌باشد لذا این ارتباط قابل اطمینان و معنادار می‌باشد و می‌توان فرض نخست پژوهش را رد نمود. بنابراین تنوع بخشی اثر معنی دار بر نوسانات صعودی بازده سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

۹- نتیجه گیری و پیشنهاد

در بخش اول، فرضیه اول مورد آزمون قرار گرفت. فرضیه اول بیان می‌دارد که تنوع بخشی اثر معنی دار بر ضریب منفی چولگی بازده سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. نتایج بدست آمده حاکی از تأیید فرضیه اول می‌باشد. ضرایب مدل رگرسیونی مدل فرضیه اول نشان می‌دهد که یک ارتباط منفی بین تنوع بخشی و ضریب منفی چولگی بازده سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. به عبارت دیگر، ضریب مربوط به متغیر تنوع بخشی که عدد $-۰,۰۹$ را نشان می‌دهد بیانگر این مطلب است که با افزایش یک واحدی در تنوع بخشی می‌توان در ضریب منفی چولگی بازده سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (ریسک آتی قیمت سهام)، $۰,۰۹$ درصد کاهش داشت. همچنین با توجه به اینکه سطح معناداری کوچکتر از ۵ درصد می‌باشد لذا این ارتباط قابل اطمینان و معنادار می‌باشد و می‌توان فرض نخست پژوهش را رد نمود. بنابراین تنوع بخشی اثر معنی دار بر ضریب منفی چولگی بازده سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. نتیجه تحقیق حاضر، با نتیجه تحقیق اشکستانی (۱۳۹۶)؛ سازگار و با نتایج تحقیق لاپورتا و همکاران (۲۰۱۸) ناسازگار است.

در بخش دوم، فرضیه دوم مورد آزمون قرار گرفت. فرضیه دوم بیان می‌دارد که تنوع بخشی اثر معنی دار بر نوسانات صعودی بازده سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. نتایج بدست آمده حاکی از تأیید فرضیه دوم می‌باشد. ضرایب مدل رگرسیونی مدل فرضیه دوم نشان می‌دهد که یک ارتباط منفی بین تنوع بخشی و نوسانات صعودی بازده سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. به عبارت دیگر، ضریب مربوط به متغیر تنوع بخشی که عدد $-۰,۱۲$ را نشان می‌دهد بیانگر این مطلب است که با افزایش یک واحدی در تنوع بخشی می‌توان در نوسانات صعودی بازده سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (ریسک آتی قیمت سهام)، $۰,۱۲$ درصد کاهش داشت. همچنین با توجه به اینکه سطح معناداری کوچکتر از ۵ درصد می‌باشد لذا این ارتباط قابل اطمینان و معنادار می‌باشد و می‌توان فرض نخست پژوهش را رد نمود. بنابراین تنوع بخشی اثر معنی دار بر نوسانات صعودی بازده سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. نتیجه این تحقیق همسو با نتیجه تحقیق شوالنگ و همکاران (۲۰۱۵) می‌باشد. با توجه به

نتایج تحقیق، به مدیران پیشنهاد می‌گردد، در صورت تمایل به تنوع‌گرایی از قبل پیش زمینه‌های لازم برای سودمندی تنوع از جمله اندازه سازمانی، توانایی و مهارت مدیریتی و ... رافراهم نمایند. همچنین ممکن است نتایج تنوع سازی و اثرات آن بر ارزش شرکت در برهه زمانی کوتاه ایجاد نشود. از این جهت به مدیران پیشنهاد می‌گردد برای تصمیم‌گیری در مورد کارایی و اثربخشی استراتژی تنوع، شکاف زمانی را در نظر گرفته و زود قضاوت ننمایند.

منابع

۱. اعتمادی، حسین؛ حصارزاده، رضا؛ محمد آبادی، مهدی و بذرفاشان، آمنه. (۱۳۹۱). افشا و ارزش شرکت شواهدی از بازار نو ظهور ایران، *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت*، سال پنجم، شماره سیزدهم، تابستان، صص ۶۷ تا ۷۷.
۲. باقربیگی، مریم؛ پورعلی لاکلایه، محمدرضا و آرمین، محمدرضا. (۱۳۹۱). بررسی ارتباط بین انعطاف پذیری مالی با فرصت های رشد و ارزش آتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *اولین همایش ملی بررسی راهکارهای ارتقاء مباحث مدیریت، حسابداری و مهندسی صنایع در سازمانها، گچساران*، دانشگاه آزاد اسلامی واحد گچساران.
۳. بهار مقدم، مهدی و عباس زاده، صدیقه. (۱۳۹۱). بررسی تاثیر سرمایه گذارهای شرکتها بر رابطه زیان با ارزش شرکت در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله دانش حسابداری*، سال سوم، شماره ۹، تابستان، صص ۳۵ تا ۵۴.
۴. پورزمانی، زهرا و خریدار، احسان رضا. (۱۳۹۲). تاثیر مالکان نهادی عمده بر ارزش شرکت، *فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، سال ششم، شماره ۲۰، صص ۷۹ تا ۸۹.
۵. رودنشین، حمید. (۱۳۸۹). بررسی و تبیین رابطه بین اجزای نقدی و تعهدی سود حسابداری و ارزش شرکت، *پایان نامه ارشد*، دانشگاه بین المللی امام خمینی (ره).
۶. سینایی، حسنعلی؛ سلگی، محمد و محمدی، کامران. (۱۳۹۰). تاثیر فرصت های رشد بر رابطه ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت، *مجله پژوهش های حسابداری مالی*، سال سوم، شماره ۴، صص ۸۷ تا ۱۰۲.
۷. یحیی زاده فر، محمود؛ شمس، شهاب الدین و پاکدین امیری، مجتبی. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر فرصت های رشد در ارزش گذاری جریان نقدی آزاد، *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، دوره بیستم، شماره ۱، صص ۱۱۳ تا ۱۳۲.
8. Baron, R., Kenny, D., 1986. The moderator–mediator variable distinction in socialpsychological research: conceptual, strategic and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology* 51 (6), 1173–1182.
9. Berger, P.G., Ofek, E., 1995. Diversification’s effect on firm value. *Journal of FinancialEconomics* 37 (1), 39–65.
10. Bernardo, A., Chowdhry, B., 2002. Resources, real options, and corporate strategy. *Journal of Financial Economics* 63 (1), 211–234.
11. Campa, J.M., Kedia, S., 2002. Explaining the diversification discount. *The Journal ofFinance* 57 (4), 1731–1762.
12. Cao, C., Simin, T., Zhao, J., 2008. Can growth options explain the trend in idiosyncraticrisk? *The Review of Financial Studies* 21 (6), 2599–2633.
13. Doaei, M.Ahmad Anuar, M.Ismail, z. (2014). Diversification and Financial Performance in Bursa Malaysia. *Int. J. Manag. Bus. Res.*, 4 (4), pp 309-317.
14. Elsas, R., Hackethal, A., Holzhäuser, M., 2010. The anatomy of bank diversification. *Journal of Banking & Finance* 34 (6), 1274–1287.

15. Ferris, S.P., Sen, N., Lim, C.Y., Yeo, G., 2002. Corporate focus versus diversification: the role of growth opportunities and cash flow. *Journal of International Financial Markets Institutions and Money* 12 (3), 231–252.
16. Lang, L., Stulz, R., 1994. Tobin's q, corporate diversification and firm performance. *Journal of Political Economy* 102 (6), 1248–1280.
17. Lins, K., Servaes, H., 1999. International evidence on the value of corporate diversification. *The Journal of Finance* 54 (6), 2215–2239.
18. Manrai, R. Rameshwar, R, & Nangia, V.K. (2014). Does Diversification Influence Systematic Risk and Corporate Performance? An Analytical and Comprehensive Research Outlook . *Global Business and Management Research: An International Journal*, 6(2), pp 93-111.
19. Mehran, H., 1995. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 38 (2), 163–184.