

واکنش ریسک ورشکستگی نسبت به اتخاذ راهبردهای تنوع‌بخشی

* وحید بخردی‌نسب^۱، فاطمه ژولانه‌زاد^۲

۱. دکتری حسابداری، گروه حسابداری، واحد نجف‌آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، نجف‌آباد، ایران

۲. دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، واحد نجف‌آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، نجف‌آباد، ایران

(دریافت: ۱۳۹۹/۴/۱۰ پذیرش: ۱۳۹۹/۷/۱)

Bankruptcy Risk Response to Adopting Diversification Strategies

*Vahid BekhradiNasab¹, Fatemeh Zholanezhad²

1. Ph.D. of Accounting, Najaf Abad branch, University of Islamic Azad, Najaf Abad, Iran.

2. Ph.D. Student. of Accounting, Najaf Abad branch, University of Islamic Azad, Najaf Abad, Iran

(Received: 30/June/2020 Accepted: 22/Sep/2020)

Abstract:

The purpose of this study was to investigate the relationship between diversity and bankruptcy risk. The statistical population of this study includes all companies listed in Tehran Stock Exchange during 2018-2007. The sample is based on the systematic elimination method of 82 companies. The product diversification strategies are divided into related, unrelated, total, and competitive diversification. Also, the bankruptcy risk is based on the Z index. The method of research is based on multivariable regression with panel data model using ordinary least squares method. Research evidence suggests that by adopting product diversification strategies, companies' reaction to the bankruptcy risk is negative. In other words, companies can use diversification strategies as a mechanism to get rid of bankruptcy when they are in critical situations. With 1% increase in diversity strategies, the risk of bankruptcy in the direction of adoption of the diversification strategy was 2.20%, the non-relevant diversification strategy was 9.9%, the diversification strategy was 4.2% and the adoption of the competitive diversification strategy was 0/15% decreases.

Keywords: Related Diversification, Unrelated Diversification, Total Diversification, Competitive Diversification, Bankruptcy Risk.

JEL: G32, G33, G34.

چکیده:

هدف پژوهش حاضر بررسی ارتباط تنوع‌بخشی با ریسک ورشکستگی می‌باشد. جامعه آماری مطالعه حاضر شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران طی سال‌های ۱۳۹۶-۱۳۸۵ است. حجم نمونه بر اساس روش حذف نظام‌مند بالغ بر ۸۲ شرکت می‌باشد. راهبردهای تنوع‌بخشی محصولات بر تنوع‌بخشی مربوط، نامربوط، کل و رقابتی تقسیم شده است. همچنین ریسک ورشکستگی بر اساس شاخص Z برآورد شده است. روش اجرای پژوهش مبتنی بر رگرسیون چندمتغیره با الگوی داده‌های ترکیبی به روش حداقل مربعات معمولی است. شواهد پژوهش حاکی از آن است که با اتخاذ راهبردهای تنوع‌بخشی محصولات، واکنش شرکت‌ها نسبت به ریسک ورشکستگی منفی است. به بیان دیگر شرکت‌ها می‌توانند در مواقعی که در شرایط بحرانی قرار دارند، از راهبردهای تنوع‌بخشی به عنوان سازوکاری جهت رهایی از شر ورشکستگی استفاده نمایند. با افزایش ۱٪ راهبردهای تنوع‌بخشی به ترتیب ریسک ورشکستگی در راستای اتخاذ راهبرد تنوع‌بخشی مربوط ۲/۲۰٪، راهبرد تنوع‌بخشی نامربوط ۶/۹٪، راهبرد تنوع‌بخشی کل ۴/۲٪ و اتخاذ راهبرد تنوع‌بخشی رقابتی ۰/۱۵٪ کاهش می‌یابد.

واژه‌های کلیدی: تنوع‌بخشی مربوط، تنوع‌بخشی نامربوط، تنوع‌بخشی -

کل، تنوع‌بخشی رقابتی، ریسک ورشکستگی.

طبقه‌بندی JEL: G32، G33، G34.

* نویسنده مسئول: وحید بخردی‌نسب

E-mail: vahid.bekhradinassab@gmail.com

*Corresponding Author: vahid.bekhradinassab

۱- مقدمه

با گسترش روزافزون شرکت‌های سهامی و متنوع‌شدن ساختار سرمایه شرکت‌ها، از یک سو و پدیدار شدن بحران‌های مالی شدید در ابعاد خرد و کلان اقتصادی از سوی دیگر، مالکان و ذی‌نفعان مختلف بنگاه‌ها بدنبال ایجاد پوشش و سپری برای مصون کردن خود در مقابل اینگونه مخاطرات بوده‌اند و این موضوع آن‌ها را به استفاده از ابزارهایی برای ارزیابی توان مالی شرکت‌ها حساس نموده است. این واقعیت که بسیاری از شرکت‌ها از دستیابی به موفقیت باز می‌مانند، تا حدی از آمار شرکت‌های رو به تزایدی که هر ساله دست از ادامه فعالیت می‌کشند مشهود می‌باشد. همه موارد توقف فعالیت را نمی‌توان به عنوان شکست و ناکامی تعریف کرد. تردیدی نیست که برخی از فعالیت‌ها متوقف می‌شوند. چرا که در دستیابی به اهداف خود موفق بوده‌اند و لزومی برای ادامه فعالیت نبوده است (حاجیها و مقامی، ۱۳۹۳). دان و براداستریت در کتاب خود اصطلاح ناکامی و یا شکست را برای اشاره به آن دسته از شرکت‌ها برگزیده‌اند که به دلیل واگذاری یا ورشکستگی دست از کار می‌کشند و یا فعالیت‌های زیان‌ده تجاری را کنار می‌گذارند و یا اینکه مشمول تغییر وضعیت حقوقی به موجب قانون می‌شوند. ولی به صورت کلی هرگاه یک شرکت فعال تجاری نتواند تقاضاهای (مطالبات) قانونی بستانکاران خود را برآورده سازد، به عنوان شرکت ناموفق تلقی می‌گردد و چنانچه طرف بدهکار نتواند با طلبکار خود به نوعی به توافق برسد بهتر است براساس مفاد مجموعه قوانین ورشکستگی دادخواست ارائه نماید. در صورتی که میزان معینی از عدم موفقیت وجود داشته باشد و این عدم موفقیت رسماً تأیید گردد، شکست قانونی حادث شده و هزینه‌های ورشکستگی ایجاد می‌شود.

اصطلاح ورشکستگی رایج‌ترین واژه‌ای است که در رابطه با شکست قانونی مورد استفاده قرار می‌گیرد. در اغلب موارد دلایل متعددی با هم منجر به پدیده ورشکستگی می‌شوند. اما عقیلی کرمانی (۱۳۹۱) طبق پژوهش‌های دان و براد استریت دلایل اصلی ورشکستگی را مشکلات مالی و اقتصادی اعلام می‌نمایند. هزینه‌های ورشکستگی مالی با بسیاری از تصمیم‌گیری‌های مالی ارتباط دارند. این هزینه‌ها را می‌توان به دو نوع ریسک ورشکستگی و هزینه‌های ورشکستگی تقسیم نمود. ریسک ورشکستگی را می‌توان به دو گروه ریسک‌های مالی و ریسک‌های غیرمالی تقسیم نمود. ریسک‌های مالی به طور مستقیم بر سودآوری شرکت‌ها اثر می‌گذارند و می‌توانند شرکت را از پای درآورند. تغییرات قیمت مالی باعث بروز ریسک مالی می‌گردد. ریسک‌های غیرمالی هرچند به صورت مستقیم بر

بخش مالی شرکت موثر نیستند، اما بر ریسک‌های مالی تاثیر زیادی دارند. بدین معنی که یک ریسک غیرمالی در نهایت باعث تغییرات در متغیرهای مالی می‌گردد و به یک ریسک مالی مبدل می‌شود. ریسک ورشکستگی پدیده‌ای است که تاثیر مستقیم و بسزایی بر وضعیت مالی شرکت دارد. از این رو مدیران به دنبال راهی هستند تا احتمال ورشکستگی را کاهش و در نتیجه ریسک ورشکستگی را به حداقل برسانند. با در نظر گرفتن ورشکستگی به عنوان حالت خاصی از درماندگی مالی، متنوع‌سازی احتمال ریسک ورشکستگی و انحلال را کاهش می‌دهد.

یکی از نکات جالب در این مبحث، دیدگاه روان‌شناسی سرمایه‌گذاران پیرامون متنوع‌سازی است. چرا که متنوع‌سازی مزایایی را برای مدیران (و نه برای شرکت) از لحاظ امنیت شغلی به همراه دارد. لذا انتظار می‌رود متنوع‌سازی منجر به کاهش احتمال ورشکستگی شده و ریسک آن را کاهش دهد. در مقایسه با پژوهش‌های انجام شده در مورد سایر آثار تنوع شرکتی، تأثیر متنوع‌سازی بر ریسک ورشکستگی از نظر تجربی کمتر مورد توجه بوده است. علاوه بر این، در پژوهش‌های نظری در مورد اینکه تنوع‌شرکتی موجب کاهش ریسک ورشکستگی می‌شود یا افزایش آن اختلاف وجود دارد (راجیو، ۲۰۱۳). متنوع‌سازی شکلی از استراتژی شرکتی است که بسیاری از مدیران برای بهبود عملکرد شرکت خود از آن استفاده می‌کنند. متنوع‌سازی به دو طریق همگون یا ناهمگون صورت می‌گیرد که براساس آن محصولات و خدمات جدید مرتبط برای مشتریان (همگون) و یا محصولات جدید و خدمات غیرمرتبط برای مشتریان (ناهمگون) ارائه می‌شود (علی‌احمدی، ۱۳۸۹). متنوع‌سازی قسمتی از چهار استراتژی رشد اصلی بیان شده توسط ماتریس محصول بازار آنسوف است. آنسوف^۲ (۱۹۵۷) استراتژی بیان می‌کند که متنوع‌سازی صرف نظر از سه استراتژی دیگر قرار دارد. سه استراتژی اول به دنبال منابع تکنیکال، مالی و کالا برای استفاده خط اصلی تولید هستند. در حالی که متنوع‌سازی یک شرکت معمولاً به تحصیل مهارت‌های جدید، تکنیک‌ها و منابع و امکانات جدید نیاز دارد. متنوع‌سازی ریسکی‌ترین استراتژی از چهار نوع استراتژی ارائه شده در ماتریس آنسوف است و نیازمند دقت در سرمایه‌گذاری در این استراتژی است (حاجیها و سعید، ۱۳۹۳). با توجه به مباحث مطرح شده، سوال اصلی در پژوهش حاضر این است که تنوع‌سازی شرکتی موجب کاهش ریسک ورشکستگی می‌شود یا خیر. در ادامه پژوهش به بررسی مبانی نظری، توسعه فرضیه‌ها

هفلین^۹، ۱۹۹۵؛ راجان و همکاران^{۱۰}، ۲۰۰۰). متنوع‌سازی می‌تواند هزینه‌های ورشکستگی را کاهش دهد (خانا و تیس^{۱۱}، ۲۰۰۱؛ اسپرستین و استین^{۱۲}، ۲۰۰۲؛ راجان و همکاران، ۲۰۰۰؛ ماتسوسکا^{۱۳}، ۲۰۰۱). با توجه به دلایل ورشکستگی و ریسکی که پیرامون آن متحمل شرکت خواهد شد، باید ترفندی یافت تا آن ریسک ورشکستگی و احتمال آن را کاهش داد (لوئلن^{۱۳}، ۲۰۰۷؛ لیلند^{۱۴}، ۲۰۰۲؛ مانسی و ریب^{۱۵}، ۱۹۷۷).

تنوع‌بخشی یکی از محورهای اساسی پژوهش در مدیریت استراتژیک به شمار می‌آید. این استراتژی به تدریج در زمینه‌های متعددی نظیر اقتصاد صنعتی و مالی، تئوری سازمان و بازاریابی وارد شد (جاوید^{۱۶}، ۲۰۰۸). برای تنوع‌بخشی تعاریف مختلفی ارائه شده است. تیتمان و وزلز^{۱۷} (۱۹۸۸) تنوع‌بخشی را اقدام یک شرکت به تولید محصولات جدید با استفاده از منابع جدید برای ورود به بازارهای جدید تعریف می‌کنند. ویلامسون^{۱۸} (۲۰۰۱) تنوع‌بخشی را حدی که در آن مؤسسات به طور هم‌زمان در فعالیت‌های کسب و کار مختلف مشغول به فعالیت می‌باشند، تعریف می‌کند. پارک و جانگ^{۱۹} (۲۰۱۳) تنوع‌بخشی را حرکت شرکت در تعدادی از بازارهای جدید (بخش‌ها، صنایع) که قبلاً در آن حضور نداشته است، تعریف می‌کنند. آکر^{۲۰} (۲۰۰۱) تعریف آنسوف که تنوع‌بخشی را به عنوان استراتژی ورود به بازار محصول متفاوت از موجود تعریف کرده بود را توسعه داد. آنسوف (۱۹۵۷) اعتقاد دارد که تنوع‌بخشی از دیگر استراتژی‌ها مشکل‌تر است. زیرا علاوه بر توسعه بازار و محصول نیازمند مهارت‌ها و تکنیک‌های جدید و تغییرات سازمانی در ساختار شرکت و فرآیندها است. یکی از مهم‌ترین ابزارهایی که سازمان‌ها برای حصول موفقیت در آینده می‌توانند از آن بهره‌گیرند، مدیریت استراتژی است (همتی و یوسفی راد، ۱۳۹۲). از سوی دیگر مهم‌ترین وظیفه-ای که مدیران مالی شرکت‌ها بر عهده دارند، حداکثر نمودن ثروت سهامداران است. شناخت ابعاد مختلف مسائل مالی و

و پیشینه پژوهش، روش اجرای پژوهش، یافته‌ها، بحث و نتیجه‌گیری پرداخته شده است.

۲- ادبیات موضوع و توسعه فرضیه‌ها

پدیده ریسک یکی از کلیدی‌ترین مشخصه‌های شکل‌گیری تصمیم در حوزه سرمایه‌گذاری، امور مربوط به بازارهای مالی و انواع فعالیت‌های اقتصادی است (مصباحی‌مقدم و صفری، ۱۳۸۸). ورشکستگی تقریباً مقوله‌ای باستانی و به همین میزان هم شایع است. حسابداران باید علل پدید آورنده ورشکستگی را بخوبی درک کنند. زیرا آن‌ها هستند که می‌توانند قبل از وقوع ورشکستگی، مدیریت را از آن آگاه سازند و راه‌حل‌های پیشگیری کننده ارائه نمایند (نیوتن^۱، ۱۹۹۸). شرکت‌های ورشکسته، واحدهای تجاری هستند که عملیات خود را به علت واگذاری یا توقف انجام عملیات جاری با زیان توسط بستانکاران، متوقف نمایند (حیب و همکاران^۲، ۲۰۱۳). توربورن^۳ (۲۰۰۰) و ژولیت و هاربر^۴ (۲۰۰۶) استدلال می‌کنند که ورشکستگی بر ابعاد گوناگون فضای اقتصادی شرکت تاثیر منفی می‌گذارد. چون به احتمال زیاد آثار منفی ورشکستگی روی موقعیت شرکت در بازارهای محصول و سرمایه، با صرف زمان بیشتر در فرآیند ورشکستگی، افزایش می‌یابد. به عنوان مثال، شرکت ورشکسته هر قدر مدت زمان بیشتری را در فرآیند ورشکستگی سپری کند، در حفظ مشتریان و کارکنان، و در جذب سرمایه و در سرمایه‌گذاری‌های مورد نیاز، با دشواری بیشتری مواجه خواهد شد. بنابراین جای این سوال باقی است که متنوع‌سازی تأثیری روی زمان صرف‌شده در فرآیند ورشکستگی داشته است یا خیر. دلیل دیگر بر اینکه متنوع‌سازی می‌تواند ریسک ورشکستگی را کاهش و هزینه‌های ورشکستگی را افزایش دهد، این است که شرکت‌های متنوع ممکن است ناکارآمدی سرمایه‌گذاری داشته باشند. چون ممکن است بخش‌های کارآمد و اثربخش، شرکت‌های متنوع به بخش‌های ناکارآمد یارانه متقابل^۵ بدهند (برگر و افک^۶، ۱۹۹۵؛ اسپرستین و استین^۷، ۲۰۰۲؛ شین و استولز^۸، ۱۹۹۸؛ گلبرگ و

9. Goldberg & Heflin

10. Rajan et al

11. Khanna & Tice

12. Matsusaka

13. Lewellen

14. Leland

15. Mansi & Reeb

16. Javid

17. Titman & Wessels

18. Williamson

19. Park & Jang

20. Aaker

1. Newton

2. Habib et al

3. Thorburn

4. Joliet & Hübner

5. Cross-subsidize

6. Berger & Ofek

7. Scharfstein & Stein

8. Shin & Stulz

شرکت‌هایی که ورشکسته و منحل می‌شوند، به احتمال زیاد بالاتر خواهد بود. بنابراین مدیران انگیزه دارند که به منظور کاهش احتمال ورشکستگی شرکت به متنوع‌سازی متوسل شوند و ممکن است بخاطر حصول و حفظ منافع شخصی، متمایل به اتخاذ تصمیم‌های متنوع‌سازی بالقوه مخرب ارزش^{۱۲} باشند. این منافع شامل موقعیت بالاتر، حقوق ویژه بالاتر، چشم‌انداز اشتغال در آینده و کاهش ریسک اشتغال می‌باشد (مورک و همکاران^{۱۳}، ۱۹۹۰؛ شلیفر و ویشنی^{۱۴}، ۱۹۸۹؛ جنسن^{۱۵}، ۱۹۸۶؛ آگرال و سامویچ^{۱۶}، ۲۰۰۳). در نقطه مقابل، اگر متنوع‌سازی نوسان‌پذیری جریان‌های نقدی شرکت را کاهش دهد، ممکن است مدیران ترجیح دهند که متنوع‌سازی نکنند. نوسان‌پذیری بالاتر در جریان نقدی منجر به واریانس بیشتر در بازده سهام خواهد شد. بنابراین متنوع‌سازی و کاهش نوسان‌پذیری جریان‌های نقدی می‌تواند موجب کاهش پاداش خدمات مبتنی بر سهام^{۱۷} برای مدیران شود. بر خلاف پیش‌بینی‌های فرضیه بیمه مشترک، اسکات (۱۹۷۷) استدلال می‌کند که اگر احتمال باشد که یک شرکت بد شرکت خوب را به ورشکستگی بکشاند، در این صورت ادغام می‌تواند هزینه ورشکستگی را افزایش و ارزش شرکت را کاهش دهد. فورفاین و روسن (۲۰۱۱) نتیجه می‌گیرند که ادغام‌ها ممکن است ریسک پیش فرض تملک شرکت را افزایش دهند؛ چون در ادغام‌های معمولی اقدامات مدیریتی می‌توانند به قدری بر ریسک پیش فرض اثر بگذارند که این تأثیر وزنی بیشتر از مزایای متنوع‌سازی دارایی داشته باشد. این مطالعات یک احتمال جالب توجه را مطرح می‌کنند که ممکن است این فرضیه رایج، که متنوع‌سازی، ریسک ورشکستگی را کاهش می‌دهد، در هر شرایطی صحیح نباشد.

با اینکه پژوهش‌های پیشین تأثیر متنوع‌سازی بر ریسک ورشکستگی را بطور تجربی بررسی نکرده‌اند، چندین پژوهش نشان می‌دهند که متنوع‌سازی شرکتی می‌تواند بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های ورشکسته تأثیرگذار باشد. برخی از این پژوهش‌ها نتیجه گرفته‌اند که متنوع‌سازی به نفع شرکت‌های ورشکسته است. برخی دیگر نیز به نتیجه عکس رسیده‌اند. در بین پژوهش‌هایی که بر سودمند بودن متنوع‌سازی استدلال می‌کنند، استین^{۱۸} (۱۹۹۷) نشان می‌دهد که کاهش ریسک

عوامل اثرگذار بر وضعیت و ساختار مالی شرکت‌ها از اهمیت بسزایی برخوردار است (پی نو، ۱۳۸۷). مفهوم متنوع‌سازی 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 می‌شوند و بازارهای جدید نوآوری محصول را ارتقا می‌دهند (دادبه و باقرآبادی، ۱۳۹۱). راجیو و ژو^۱ (۲۰۱۵) بیان می‌کنند که تنوع‌سازی، ریسک ورشکستگی را کاهش می‌دهد. این تئوری در قالب نظریه بیمه مشترک نهفته است.

بحث تأثیر بیمه مشترک حاکی از آن است که اگر همبستگی ناکامل^۲ بین جریان‌های نقدی بخشی^۳ در شرکت چندبخشی^۴ وجود داشته باشد، متنوع‌سازی شرکتی به کاهش ریسک ورشکستگی کمک می‌کند (لیلانند، ۲۰۰۷؛ مانسی و ریپ، ۱۹۷۷؛ لولتن، ۲۰۰۲). در نقطه مقابل، اسکات^۵ (۱۹۷۷) و فورفاین و روزن^۶ (۲۰۱۱) این موضوع جالب توجه را مطرح می‌کنند که ممکن است متنوع‌سازی ریسک ورشکستگی را کاهش ندهد. ولی پیش‌بینی محقق در این پژوهش با پیش‌بینی فرضیه بیمه مشترک سازگار است. آهارونی و همکاران^۷ (۱۹۸۰) تفاوت‌های معناداری را در ریسک غیر سیستماتیک بین شرکت‌های ورشکسته و غیر ورشکسته پیدا کردند. شاموی^۸ (۲۰۰۱) در می‌یابد که احتمال ورشکستگی شرکت‌هایی که نوسان‌پذیری ویژه بازده سهام در آن‌ها پایین‌تر است، در مقایسه با شرکت‌هایی که نوسان‌پذیری بالاتر دارند، کمتر است.

اگر اثر بیمه مشترک احتمال ورشکستگی برای شرکت متنوع را کاهش دهد، ممکن است توضیح عاملیت^۹ برای متنوع‌سازی وجود داشته باشد. برخی از پژوهشگران پیشین به این نتیجه رسیده‌اند که اگر شرکت دچار ورشکستگی شود، مدیر آن شرکت با هزینه‌های شخصی قابل ملاحظه مواجه خواهد شد (باتکر^{۱۰}، ۱۹۹۵؛ توربون، ۲۰۰۰). هندرسون^{۱۱} (۲۰۰۷) استدلال می‌کند که اعتباردهندگان نفوذ زیادی را بر موضوعات حائز اهمیت برای مدیران، مانند پاداش خدمات اجرایی، اعمال می‌کنند. هزینه‌های شخصی برای مدیران

1. Rajeev & Zhu
2. Imperfect correlation
3. Segment cash flows
4. Multi-segment firm
5. Scott
6. Rosen
7. Aharony et al
8. Shumway
9. Agency explanation
10. Betker
11. Henderson

12. Value-Destroying
13. Morck et al
14. Shleifer & Vishny
15. Jensen
16. Aggarwal & Samwick
17. Equity-based compensation
18. Stein

فرضیه‌ها قرار گرفته است.

در صورت کارا بودن بازار سرمایه، ریسک ورشکستگی وجود نخواهد داشت و ارزش دارایی‌ها با ارزش اقتصادی آن‌ها برابر می‌شود و برعکس، اگر بازار سرمایه کارا نباشد، هزینه‌های اداری وجود خواهد داشت که دارایی‌ها به قیمتی کمتر از قیمت اقتصادی‌شان فروش خواهند رفت که این مطلب باعث می‌شود تا مبالغ نقدی از شرکت خارج شود. در واقع شرکت برای جبران ورشکستگی مجبور به فروش دارایی‌ها به قیمت کمتر از قیمت اقتصادی می‌شود که باعث افزایش ریسک ورشکستگی خواهد شد. در این شرایط یکی از راه‌های نجات شرکت از ورشکستگی تنوع‌سازی شرکتی می‌باشد. تنوع مرتبط زمانی ایجاد می‌شود که شرکت در صنایع موجود دست به تنوع می‌زند (کیان^۶، ۲۰۰۲). به بیان دیگر تنوع مرتبط، زمانی به وجود می‌آید که یک شرکت، دارای واحدهای کسب و کار متفاوتی باشد که همه آن‌ها از بعضی طرق با یکدیگر ارتباط دارند. در این حالت نهادهای مشترک هستند یا این که به صورت مشترک، توسط کسب و کارهای مرتبط در همان شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرند. به عبارت دیگر، تنوع مرتبط زمانی ایجاد می‌شود که شرکت در داخل صنایع موجود دست به تنوع می‌زند (کویین^۷، ۱۹۹۹). لذا انتظار می‌رود که واکنش ریسک ورشکستگی نسبت به اتخاذ راهبرد تنوع‌بخشی مربوط منفی باشد. بر این اساس فرضیه اول پژوهش تبیین شد.

فرضیه اول: تنوع بخشی مربوط قدرت کاهش ریسک ورشکستگی را دارد.

شرکت‌ها از نظر تنوع فعالیت و تنوع جغرافیایی با هم متفاوت هستند. مفهوم تنوع‌سازی به تفسیر ذهنی از بازار جدید یا محصولات جدید بستگی دارد که باید درک مشتریان به جای مدیران را از آن بازار یا محصول منعکس کند. در واقع، محصولات به ایجاد یا تحریک بازارهای جدید منجر می‌شوند و بازارهای جدید نوآوری محصول را ارتقا می‌دهند. ورود به یک بازار ناشناخته با محصولات پیشنهادی ناآشنا به معنای کمبود تجربه در مهارت‌ها و تکنیک‌های جدید مورد نیاز است. بنابراین، شرکت در عدم اطمینان بزرگی قدم نهاده است (دادبه و باقرآبادی، ۱۳۹۱). تنوع نامرتبب زمانی ایجاد می‌شود که شرکت در زمینه‌هایی متنوع می‌شود که دارای مشترکات کمی با یکدیگر است (سورن^۸، ۱۹۷۴). در تنوع غیرمرتبط، شرکت در

حاصل از متنوع‌سازی، تأمین منابع مالی از بازارهای سرمایه را برای شرکت آسان‌تر می‌کند و در نتیجه سهمیه‌بندی سرمایه^۱ را کاهش و ارزش را افزایش می‌دهد. ماتسوساکا (۲۰۰۱) چنین استدلال می‌کند که شرکت‌ها باید در طی کاهش فروش صنعت خود را با ایجاد خطوط جدید کسب و کار متنوع‌سازی کنند تا مطابقت خوبی بین قابلیت‌های خود و یکی از خطوط کسب و کار پیدا کنند. شرکت‌های متنوع همچنین می‌توانند منابع را از بخش‌های مشکل‌دار به بخش‌های دیگر منتقل کنند (خانا و تیس^۲، ۲۰۰۱). در نقطه مقابل شارفستین و استین (۲۰۰۲) اظهار می‌کنند که در قسمت‌هایی که فاقد فرصت‌های سرمایه‌گذاری هستند^۳، هزینه فرصت برای مدیران پایین است. در نتیجه آن‌ها در لابی‌گری‌ها یا اعمال نفوذ^۴ درگیر می‌شوند، که این در حالت کلی منجر به ایجاد هزینه برای شرکت می‌شود. به منظور کاهش هزینه‌های لابی‌گری، مدیریت ارشد اقدام به پیش سرمایه‌گذاری در قسمت‌هایی می‌کند که فرصت‌های رشد کمتری دارند. راژان و همکاران (۲۰۰۰) در می‌یابند که هرگاه تنوع منابع و فرصت‌ها در بین قسمت‌ها افزایش می‌یابد منابع می‌توانند به سوی ناکارآمدترین قسمت جریان پیدا کنند. این وضعیت منجر به اثربخشی کمتر در سرمایه‌گذاری و ارزش کمتر برای شرکت‌ها می‌شود. بعلاوه، چندین پژوهش نشان می‌دهند که اثربخشی سرمایه‌گذاری توسط شرکت‌های مختلط^۵ ممکن است کمتر از شرکت‌های تک‌بخشی باشد و بخش‌های کارآمد ممکن است به بخش‌های ناکارآمد یارانه متقابل بدهند (برگر و اوفک، ۱۹۹۵؛ شین و استولز، ۱۹۹۸). بطور کلی از استدلال‌های گوناگون ارائه شده در ادبیات پژوهش چنین بر می‌آید که تأثیر کلی متنوع‌سازی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی همچنان موضوع مباحثه باقی خواهد ماند. راجیو و ژو (۲۰۱۵) به این نتیجه رسیدند که تنوع بخشی منجر به کاهش ریسک ورشکستگی خواهد شد. راجیو و ژو (۲۰۱۵) تنوع‌بخشی را به اجزای محدودتری تقسیم و بر اساس پژوهش‌های کیان (۲۰۰۲) و سورن (۱۹۷۴) به بررسی اثر تنوع‌بخشی مربوط، تنوع‌بخشی نامربوط، تنوع‌بخشی کل و تنوع‌بخشی رقابتی بر ریسک ورشکستگی پرداخته که چارچوب بکاررفته در مطالعه حاضر به پیروی از این پژوهش به شرح زیر بوده که مبنای تبیین

1. Capital rationing
2. Khanna & Tice
3. Divisions
4. Lobbying
5. Conglomerates

6. Qian
7. Qian
8. Severn

بررسی با استفاده از حذف نظام مند بالغ بر ۸۵ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده که از لحاظ مالی مسئله‌دارند. شواهد پژوهش حاکی از برتری مدل‌های نامتقارن (یا غیرمتقارن و یا مدل‌های عدم تقارن) نسبت به مدل‌های تقارن در تعیین ورسکستگی شرکت‌های مسئله‌دار می‌باشند.

بخردی‌نسب (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی پیش‌بینی وقوع ورسکستگی با استفاده از چابک سازی نیروی کار در سازمان پرداخت. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ می‌باشد. حجم نمونه بر اساس روش حذف نظام مند بالغ بر ۱۷۵ شرکت انتخاب شد. روش اجرای پژوهش مبتنی بر رگرسیون چندگانه و داده‌های ترکیبی است. نتایج پژوهش نشان داد که مدیران با اتخاذ راهبردهای رهبری بها و سیاست چابک سازی، احتمال وقوع ورسکستگی را به صورت قابل ملاحظه‌ای کاهش می‌دهند.

ژولانژاد و بخردی‌نسب (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی واکنش سود در شرکت‌هایی با راهبردهای کسب و کار ناهمگون پرداخته‌اند. شواهد مطالعه حاضر حاکی از آن است که شرکت‌هایی که راهبردهای رهبری هزینه را دنبال می‌کنند، اعلان سود آن‌ها بطور عمومی نسبت به شرکت‌هایی که روش‌های تمایز را در پیش دارند، با تغییرات بهتری اعلان سود شرکت‌های خود را به استفاده کنندگان از اطلاعات مالی شرکت به نمایش می‌گذارند. در نتیجه شرکت‌هایی که راهبرد های تمایز را در پیش می‌گیرند با تفسیر ناهمگون‌تر و تغییرات کمتری در باورهای سرمایه‌گذاران همراه هستند. همچنین نتایج معادلات شکست ساختاری دال بر تداوم پذیری صعودی اعلان سود در شرکت‌هایی با اتخاذ راهبردهای کسب و کار رهبری هزینه می‌باشد.

ژولانژاد و بخردی‌نسب (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی تطبیقی ضریب واکنش شرکت‌هایی با اتخاذ راهبردهای کسب و کار رهبری هزینه و شرکت‌هایی با اتخاذ راهبردهای کسب و کار متمایز پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش دال بر تداوم‌پذیری صعودی اعلان سود در شرکت‌هایی با اتخاذ راهبردهای کسب-وکار رهبری هزینه می‌باشد. همچنین از دیگر نتایج مطالعه حاضر این است که شرکت‌هایی که راهبرد رهبری هزینه را دنبال می‌کنند، اعلان سود آن‌ها بطور عمومی نسبت به شرکت‌هایی که روش‌های تمایز را در پیش می‌گیرند، با تغییرات بهتری اعلان سود شرکت‌های خود را به استفاده-کنندگان از اطلاعات مالی شرکت به نمایش می‌گذارند. در نتیجه شرکت‌هایی که راهبرد های متمایز را در پیش می‌گیرند

زمینه‌هایی توسعه می‌یابد که دارای مشترکات کمی با یکدیگر هستند. در تنوع غیرمرتبط ارتباطی بین فعالیت‌های موجود و فعالیت‌های جدید شرکت دیده نمی‌شود. ولی پیش‌بینی می‌شود که مطابق با چارچوب و مبانی نظری و پژوهش‌های کیان (۲۰۰۲) و سورن (۱۹۷۴) و راجیو و ژو (۲۰۱۵) تنوع بخشی نامربوط ریسک ورسکستگی را کاهش دهد. بر این اساس فرضیه دوم پژوهش تبیین شد.

فرضیه دوم: تنوع بخشی نامربوط قدرت کاهش ریسک ورسکستگی را دارد.

تنوع کل زمانی ایجاد می‌شود که شرکت از دو استراتژی تنوع مرتبط و نامرتبط بصورت همزمان استفاده می‌کند (سورن، ۱۹۷۴). انتظار می‌رود هنگامی که شرکت از تنوع بخشی کل استفاده نماید، توان کاهش ریسک ورسکستگی را داشته باشد. بر این اساس فرضیه سوم پژوهش تبیین شد.

فرضیه سوم: تنوع بخشی کل قدرت کاهش ریسک ورسکستگی را دارد.

راجیو و ژو (۲۰۱۵) بیان می‌کند شاخص هرفیندال به عنوان معیاری از رقابت شرکت منجر به کاهش ریسک ورسکستگی خواهد شد. پس انتظار این پژوهش بر این است که شاخص هرفیندال به مثابه دیگر معیارهای تنوع بخشی، توان کاهش ریسک ورسکستگی را داشته باشد. بر این اساس فرضیه چهارم پژوهش تبیین شد.

فرضیه چهارم: تنوع بخشی رقابتی قدرت کاهش ریسک ورسکستگی را دارد.

۳- پیشینه پژوهش

ژولانژاد و بخردی‌نسب (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی مقایسه مدل‌های انتخاب دوگانه تقارن و عدم تقارن در پیش‌بینی ورسکستگی شرکت‌های مسئله‌دار پرداخته‌اند. مطالعه حاضر با استفاده از مدل‌های انتخاب دوگانه تقارن و عدم تقارن در شرکت‌هایی که به نوعی مسئله‌دار هستند، شواهدی از کارایی یا عدم کارایی مدل‌های لجستیک، پروبیت، اسکوییت، سی لگ لگ، لگ لگ و همچنین رگرسیون‌های ارزش افزوده ارائه می‌نماید. بررسی این مهم که کدامیک از مدل‌های انتخاب دوگانه در پیش‌بینی ورسکستگی شرکت‌های مسئله‌دار نقش مهم‌تری دارند، هدف اصلی پژوهش حاضر بوده و همچنین ارائه مدل‌های دو ارزشی و مجازی به تفکیک دوگانه تقارن و عدم تقارن دیگر هدف مطالعه حاضر است. بررسی مدل‌های انتخاب دوگانه با استفاده از نرم افزار R صورت گرفته و بازه زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ می‌باشد. نمونه مورد

زمانی که از مدل اوهلسون برای محاسبه ورشکستگی استفاده شد، رابطه میان ارقام تعهدی اختیاری و ارقام تعهدی اختیاری تعدیل شده با ورشکستگی معنی‌دار و معکوس بود.

ژولانژاد و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی ریسک ورشکستگی شرکت‌های برتر بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از نسبت‌های مالی پرداختند. در این پژوهش یک نمونه ۵۰ تایی از شرکت‌های پیمانکاری یا به عبارتی شرکت‌های موفق بورس اوراق بهادار ایران که ۳۰ شرکت پیمانکاری آن دارای بیشترین تسهیلات از سیستم بانکی کشور بوده و ۹۲ شرکت به عنوان شرکت‌های ناموفق یا شرکت‌های ورشکسته اداره کل امور تصفیه ورشکستگی شرکت‌های تهران انتخاب شده‌اند که از این ۱۴۲ شرکت مورد نظر، فقط ۵ مورد خطای طبقه‌بندی وجود داشته است، که ۳ مورد از شرکت‌هایی که ورشکسته نبوده‌اند را ورشکسته و ۵ مورد از شرکت‌های ورشکسته را غیرورشکسته پیش‌بینی کرده است. نتایج پژوهش حاکی از این است که ریسک ورشکستگی بر انتخاب پروژه پیمانکاران تأثیر معناداری دارد.

قالیباف اصل و افشار (۱۳۹۳) پژوهشی را با عنوان "بررسی کاربرد استفاده از مدل KMV در پیش‌بینی ریسک ورشکستگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و مقایسه مدل با نتایج مدل رتبه Z آلتمن" انجام دادند. نتایج نشان داد که مدل KMV قابلیت پیش‌بینی درماندگی مالی را داشته و در مقایسه با مدل آلتمن قابلیت پیش‌بینی ورشکستگی و تفکیک بین شرکت‌های درمانده و غیردرمانده را دارا می‌باشد.

رحمانی و بذرافشان (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی اثر ریسک ورشکستگی بر توان ارقام تعهدی غیرعادی در پیش‌بینی جریان‌های نقدی پرداختند. شواهد پژوهش نشان داد اگرچه بین ارقام تعهدی غیرعادی و جریان‌های نقدی آتی رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد، اما با بالا رفتن ریسک ورشکستگی شدت این رابطه کاهش خواهد یافت. این امر حاکی از آن است که ارقام تعهدی غیرعادی در شرکت‌های با ریسک ورشکستگی پایین، حاوی اطلاعات سودمندی درباره جریان‌های نقدی آتی هستند.

رضایی و چاووشی‌نیا (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تاثیر متنوع‌سازی مرتبط، غیر مرتبط محصولات و ساختار مالکیت بر ساختار سرمایه پرداختند. نتایج نشان داد که بین متنوع‌سازی مرتبط محصولات و ساختار سرمایه رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد و متنوع‌سازی غیر مرتبط محصولات نیز اثر معکوس و

با تفسیر ناهمگون‌تر و تغییرات کمتری در باورهای سرمایه‌گذاران همراه هستند.

آقایی‌چادگانی و بخردی‌نسب (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی تأثیر درآمد غیربهره‌ای بر ریسک و سودآوری در بانک‌های سالم مالی و بانک‌های در معرض خطر یا ورشکسته پرداختند. تفکیک بانک‌ها به بانک‌های سالم مالی و در معرض خطر و ورشکسته با استفاده از امتیاز Z آلتمن انجام شده است. روش اجرای تحقیق با استفاده از رویکرد داده‌های ترکیبی و مدل رگرسیونی چند متغیره و مبنای تصمیم‌گیری فرضیه‌ها براساس روش کلاک است. نتایج این پژوهش نشان داد است که درآمد غیربهره‌ای بر ریسک و قابلیت سودآوری اثر معنی‌داری دارد. از دیگر نتایج تحقیق این است که توانایی تأثیرگذاری درآمد غیربهره‌ای بر کاهش ریسک و افزایش قابلیت سودآوری در بانک‌های سالم مالی نسبت به بانک‌های در معرض خطر بیشتر است.

امامی‌نائینی و موگویی (۱۳۹۵) به بررسی نقش ریسک ورشکستگی در توسعه تئوریک و بهبود عملکرد مدل‌های ارزشیابی مبتنی بر عایدات غیرعادی پرداخته‌اند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد لحاظ کردن ریسک ورشکستگی باعث بهبود قدرت مدل‌های پیش‌بینی و ارزشیابی میتنون و اسپارد (۱۹۹۹) طی هر دو دوره تخمین می‌شود. اما به سبب افزایش شدید ارزش‌های سهام در سال‌های پایانی دوره‌ی تخمین، ارزش‌های برآورد شده توسط مدل‌های اولیه و تعدیل شده طی دوره تخمین به نحو معناداری پایین‌تر از ارزش‌های واقعی بازار است.

آقایی و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی جامع روابط درونی ساختار سرمایه، جریان وجه نقد آزاد، آنتروپی تنوع‌پذیری محصولات و عملکرد پرداخته‌اند. نتایج پژوهش نشان می‌دهند که جریان وجه نقد آزاد و اهرم بدهی بر عملکرد تأثیر مثبت و معنادار، تنوع‌پذیری محصولات بر عملکرد تأثیر منفی و معنادار، اهرم بدهی بر جریان نقد آزاد تأثیر منفی و معنادار، جریان وجه نقد آزاد و اهرم بدهی بر روی تنوع‌پذیری محصولات تأثیر مثبت و معنادار، شاخص کیوتوبین بر تنوع‌پذیری محصولات تأثیر منفی و معنادار، تنوع‌پذیری محصولات و شاخص کیوتوبین بر اهرم بدهی تأثیر مثبت و معنادار می‌گذارند.

صالحی و بذرگر (۱۳۹۴) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین کیفیت سود و ریسک ورشکستگی پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که رابطه میان ارقام تعهدی اختیاری و ارقام تعهدی اختیاری تعدیل شده با ورشکستگی معنادار و مستقیم است.

کراپل^۱ (۲۰۱۵) به بررسی ریسک و تنوع بین‌المللی شرکت پرداخته است. این مطالعه تأثیرات تنوع بین‌المللی شرکتی در معرض ریسک را نشان می‌دهد. نتایج این پژوهش حاکی از رابطه مثبت تنوع بین‌المللی شرکتی و ریسک را نشان می‌دهد و تنوع ظرفیت گردش وجوه و سود را بالا می‌برد. این تحقیق نشان می‌دهد که افزایش احتمال زیان بر تنوع بین‌المللی شرکتی تأثیر دارد، برای شرکت‌هایی قوی‌تر است که مراحل پیشرفته فرآیند بین‌المللی‌سازی را دارند. یافته‌های بعدی شامل توسعه شرکت با توجه به کشورهای در معرض ریسک در مراحل بعدی تنوع بین‌المللی شرکتی است.

وانگمین‌پارک و سوچیونگ^۱ (۲۰۱۳) به بررسی تأثیر متنوع‌سازی صنعتی و رابطه استراتژی تنوع بر عملکرد شرکت پرداختند که نتایج آن‌ها نشان می‌دهد، استراتژی متنوع‌سازی شرکتی در کوتاه‌مدت اثر منفی روی سودآوری شرکت دارد. اما به‌طور معنی‌دار بر روی رشد فروش تأثیر ندارد. همچنین، در بلندمدت تنوع‌سازی شرکتی رابطه‌ای مثبت و معنی‌دار بر سودآوری و نه بر رشد فروش دارد.

اردورف و هارتمن^۱ (۲۰۱۲) در تحقیق خود به تأثیر متنوع‌سازی شرکتی بر ارزش شرکت پرداختند، در حالیکه در ابتدای این قرن، تفکر غالب در میان محققان و شاغلین این بود که متنوع‌سازی شرکتی منجر به نزول ارزش شرکت می‌شود، چندین تحقیق درباره نزول ارزش شرکت تردید داشتند. آنها در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که متنوع‌سازی شرکتی به تنهایی باعث افزایش یا کاهش نمی‌شود و این تأثیر در میان مجموعه‌های صنعتی مشخص، شرایط اقتصادی و ساختارهای نظارتی متفاوت است.

چاریتو و همکاران^۲ (۲۰۱۱) در پژوهشی ارتباط میان کیفیت سود، رشد و ریسک درماندگی مالی را بررسی کردند. پژوهشگران کارهای قبلی در این زمینه را با بررسی کیفیت سود شرکت‌های دارای ویژگی‌های متفاوت سلامت مالی و فرصت‌های رشد کامل کردند. نتایج پژوهش نشان داد که ارتباط میان کیفیت سود و سلامت مالی یکنواخت نیست. شرکت‌های درمانده دارای سطح کمتری از به‌موقع بودن سود را برای اهداف خود بیشتر از شرکت‌های سالم مدیریت (بیش‌نمایی) می‌کنند. نتایج همچنین نشان داد که چشم‌انداز رشد تأثیر مهمی بر توانایی شرکت در مدیریت سود دارد.

آندراآپوستو^۳ (۲۰۱۰) نقش استراتژی‌های متنوع‌سازی درگزینه‌های مختلف مالی با توجه به مطالعات قبلی اقتصادی

معناداری بر ساختار سرمایه دارد. همچنین نتایج پژوهش وجود رابطه معنادار و معکوسی بین تمرکز مالکیت و ساختار سرمایه را نشان می‌دهد.

عالم‌زاده (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر متنوع‌سازی شرکتی بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. نتایج این تحقیق حاکی از آن است که تأثیر متنوع‌سازی شرکتی و تجاری بر نگهداشت وجه نقد معنادار و معکوس و متنوع‌سازی جغرافیایی بر نگهداشت وجه نقد رابطه‌ای ندارد.

مهرانی و زارع‌زادگان (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی کیفیت سود، ریسک‌ورسکستگی و جریان‌های نقدی آتی پرداختند. نتایج نشان داد که بین کیفیت سود و جریان‌های نقدی عملیاتی آتی، رابطه معناداری وجود دارد و این رابطه تحت تأثیر شرایط مالی شرکت‌ها قرار می‌گیرد.

رستمی و نیک‌نیا (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی تأثیر متنوع‌سازی پرتفوی بر ارزش در معرض ریسک پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد تنوع بخشی داخلی زمانی که سهام موجود پرتفوی دارای همبستگی مثبت کم باشد، موجب کاهش زیان مورد انتظار می‌شود و همچنین نتیجه دیگر این مطالعه مبنی بر این است که تنوع بخشی در سطح بین‌الملل کاهش ریسک را دو چندان می‌کند.

تقفی و محمدی (۱۳۹۱) در پژوهش خود به بررسی جریان‌های نقدی آتی، ارقام تعهدی غیرعادی و ریسک‌ورسکستگی پرداختند. نتایج نشان داد بین ارقام تعهدی غیرعادی و جریان‌های نقدی آتی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، اما این رابطه با بالا رفتن ریسک‌ورسکستگی کاهش یافته و معناداری خود را از دست می‌دهد، که می‌تواند نشان‌دهنده این موضوع باشد که ارقام تعهدی غیرعادی در شرکت‌های با وضعیت مناسب و با ریسک‌ورسکستگی پایین، ناشی از خطای برآورد نبوده، حاوی اطلاعات سودمندی در رابطه با عملکرد آتی آن‌ها هستند.

طالب‌نیا و بالایی (۱۳۹۰) در پژوهش خود به بررسی ارتباط بین جریان‌های نقدی عملیاتی، ریسک‌ورسکستگی و جریان‌های نقدی عملیاتی آتی پرداختند. نتایج نشان داد که بین جریان‌های نقدی عملیاتی آتی با جریان‌های نقدی عملیاتی جاری ارتباط معنادار قوی و مستقیمی وجود دارد. نتایج بررسی ارتباط بین ریسک و رسکستگی و جریان‌های نقدی عملیاتی جاری با جریان‌های نقدی عملیاتی آتی نیز نشان داد که در اکثر سال‌های عملیاتی، ریسک و رسکستگی و جریان‌های نقدی عملیاتی جاری در پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی آتی مؤثر بوده‌اند.

1. Karpel
2. Charitou
3. Andreea Apostu

اطلاعات از گزارش‌های هفتگی و ماهانه بورس اوراق بهادار و همچنین نرم افزار ره‌آوردنویین استفاده شده است. اطلاعات جمع‌آوری شده با استفاده از نرم افزار اکسل سازماندهی و طبقه‌بندی شده و با نرم افزار آماری ایویوز مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. در بخش روش پژوهش به بررسی جامعه آماری و حجم نمونه، الگوی ریاضی پژوهش و متغیرها پرداخته شده است.

۵- جامعه آماری و حجم نمونه

جامعه آماری پژوهش حاضر، شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۸۵ تا پایان سال ۱۳۹۶ به مدت ۱۲ سال است. جهت تعیین حجم نمونه، از روش حذف نظام‌مند استفاده شده است. در این روش، محدودیت‌ها و شرایط زیر توسط پژوهشگر اعمال شده است تا به نمونه مطلوب پژوهش دست پیدا شود.

۱- به منظور قابلیت مقایسه داشتن داده‌ها و متغیرها، شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ یا ۳۰ اسفند ماه نیست حذف شده‌اند.

۲- بانک‌ها و موسسات مالی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری مالی به دلیل ماهیت متفاوت فعالیت آن‌ها از سایر واحدهای تجاری حذف شده‌اند.

۳- شرکت‌هایی که در طول دوره مورد بررسی همه‌ی داده‌های لازم برای محاسبه‌ی متغیرها را نداشته‌اند حذف شدند.

۴- شرکت‌ها باید قبل از سال ۱۳۸۵، در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و در طی دوره زمانی پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشند. دلیل این امر آن است که تعداد نمونه آماری در سال‌های مورد بررسی، برابر باشد. با توجه به محدودیت‌های فوق‌الذکر ۸۲ شرکت به عنوان حجم نمونه انتخاب گردید.

۶- الگوی پژوهش

جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیونی چند متغیره بر اساس پژوهش راجیو و ژو (۲۰۱۵) به شرح رابطه (۱) استفاده شده است.

رابطه (۱)

$Bankruptcy Risk_{it}$

$$= \alpha_0 + \beta_1 Diversification_{it} + \beta_2 CFA_{it} + \beta_3 Loss_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 Age_{it} + \beta_6 MB_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 Size_{it} + \varepsilon_{it}$$

را بر روی شرکت‌های اروپایی مورد بررسی قرار داده است. او بعد از کنترل اندازه شرکت، سودآوری، رشد، دارایی‌های مشهود و ریسک عملیاتی به این نتیجه رسید که متنوع‌سازی تجاری و جغرافیایی تأثیری بر ساختار سرمایه ندارد.

آندرسون و همکاران^۱ (۲۰۰۹) در پژوهشی به بررسی تأثیر متنوع‌سازی شرکتی بر ریسک شرکت پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که متنوع‌سازی شرکتی ریسک برخی شرکت‌ها را کاهش و برخی را افزایش می‌دهد. اما به طور میانگین می‌توان بیان کرد که ریسک شرکت را کاهش نمی‌دهد.

میشرا و اکبر^۲ (۲۰۰۷) در پژوهشی که به آزمون تجربی تأثیر راهبردهای متنوع‌سازی مرتبط و غیرمرتبط بر عملکرد شرکت‌های تجاری پرداخته شد، نتایج نشان می‌دهد که تأثیر راهبرد متنوع‌سازی مرتبط بر عملکرد شرکت‌های تجاری در بازارهای مالی نوظهور بیشتر از میزان تأثیر راهبرد متنوع‌سازی غیر مرتبط است.

زوک^۳ (۲۰۰۵) در مطالعه خود که بر روی تعدادی از شرکت‌های چند کسب و کاره فعال در سطح بین‌المللی انجام شد نشان داد که ایجاد تنوع حول محور کسب و کار اولیه قوی، مهارت‌های مدیریتی لازم جهت اداره کردن پیچیدگی‌ها و روابط بین کسب و کارها از جمله شرایط اصلی تحقق صرفه‌های تنوع به شمار می‌روند.

با مرور پیشینه پژوهش می‌توان دریافت که تاکنون به بررسی تأثیر تنوع بخشی محصولات و تعیین اثر آن بر ریسک ورشکستگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته نشده است. این پژوهش می‌تواند گشایشی باشد برای شرکت‌های بحران‌زده که می‌توانند از راهبردهای تنوع-بخشی به عنوان راهی از شر ورشکستگی استفاده نمایند.

۴- روش پژوهش

این پژوهش از دیدگاه هدف از نوع پژوهش‌های کاربردی و از دیدگاه ماهیت و روش از جمله پژوهش‌های توصیفی و از نوع همبستگی محسوب می‌شود. همچنین از لحاظ جمع‌آوری اطلاعات، پژوهشی پس‌رویدادی است که به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات از آمار توصیفی و استنباطی با تکیه بر روش رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. برای به دست آوردن

1. Anderson et al
2. Mishra & Akbar
3. Zook

برای شرکت‌ها کمتر از ۱/۳۳ باشد، ریسک ورسکستگی شرکت خیلی بالا است. چنانچه شاخص Z بین ۱/۳۳ تا ۲/۹ باشد، شرکت در ناحیه و آستانه ورود به مرحله ورسکستگی قرار دارد. در نهایت چنانچه شاخص Z محاسبه شده شرکت بزرگ‌تر از ۲/۹ باشد، احتمال ورسکستگی خیلی کم می‌باشد. در نتیجه مقدار محاسبه شده برای شاخص Z در مدل رگرسیونی به عنوان ریسک ورسکستگی قرار گرفته است.

متغیر مستقل

راهبرد تنوع‌بخشی (Diversification): متغیر مستقل مطالعه حاضر راهبرد تنوع‌بخشی می‌باشد. راهبردهای تنوع‌بخشی به پیروی از پژوهش کیان (۲۰۰۲) شامل تنوع‌بخشی-کل، مربوط، نامربوط و شاخص رقابت (هرفیندال) می‌باشد.

تنوع‌بخشی مربوط (TDSCO): اولین متغیر مستقل بکاررفته در الگوی پژوهش تنوع‌بخشی مربوط می‌باشد. کیان (۲۰۰۲) معتقد است که تنوع‌بخشی مرتبط هنگامی ایجاد می‌شود که شرکت در داخل صنایع موجود خود دست به تنوع می‌زند. نحوه سنجش تنوع‌بخشی مربوط به شرح رابطه (۳) می‌باشد.

رابطه (۳)

$$TDSCO = \left[\sum_{j=1}^M \sum_{i=1}^N p_{ij} \ln \left(\frac{1}{p_{ij}} \right) \right] / \left(\ln M + \sum_{j=1}^M p_j \ln N_j \right) \left(\sum_{j=1}^M N_j \right)$$

که در رابطه فوق:

TDSCO: نمره تنوع مرتبط

P_{ij} : نسبت عملیات (فروش) کل شرکت از i امین کسب و کار در j امین صنعت

P_j : نسبت عملیات (فروش) کل شرکت از j امین صنعت

M : تعداد کل صنایع (کدهای دو رقمی ISIC مجزا)

N : تعداد کل کسب و کارها (کدهای چهار رقمی ISIC مجزا)

N_j : تعداد کل کسب و کارهای موجود در j امین صنعت

تنوع‌بخشی نامربوط (UDSCO): دومین متغیر مستقل بکاررفته در الگوی پژوهش تنوع‌بخشی نامربوط می‌باشد. کیان (۲۰۰۲) معتقد است که تنوع نامرتب زمانی ایجاد می‌شود که شرکت در زمینه‌هایی متنوع می‌شود که دارای مشترکات کمی با یکدیگر است. نحوه سنجش تنوع‌بخشی نامربوط به شرح رابطه (۴) می‌باشد.

که در مدل فوق:

Bankruptcy Risk: ریسک‌ورسکستگی

Diversification: راهبرد تنوع‌بخشی

CFA: جریان نقد عملیاتی

Loss: زیان‌دهی

LEV: اهرم مالی

Age: سن شرکت

MB: نسبت ارزش بازار به دفتری سهام

ROA: بازده دارایی‌ها

Size: اندازه شرکت

ϵ : خطای مدل

مدل فوق در حالت‌های مختلف تنوع‌بخشی کل، مربوط، نامربوط و شاخص رقابت مورد برآزش قرار گرفته و نتایج مقایسه شده است. در ادامه نحوه سنجش متغیرها از قرار وابسته، مستقل و کنترلی ارائه شده است.

۷- متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

ریسک ورسکستگی (Bankruptcy Risk): متغیر

وابسته پژوهش حاضر ریسک ورسکستگی می‌باشد. این متغیر با استفاده از شاخص Z به پیروی از پژوهش راجیو و ژو (۲۰۱۵) اندازه‌گیری شده است. نحوه سنجش این متغیر به شرح رابطه (۲) می‌باشد.

رابطه (۲)

$$Z = 0.717x_1 + 0.847x_2 + 3.107x_3 + 0.420x_4 + 0.998x_5$$

که در این رابطه:

Z : ریسک ورسکستگی

X_1 : نسبت سرمایه درگردش به کل دارایی‌ها

X_2 : نسبت سود انباشته به کل دارایی‌ها

X_3 : نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی‌ها

X_4 : نسبت ارزش دفتری سهام شرکت به ارزش دفتری کل بدهی‌ها

X_5 : نسبت فروش به کل دارایی‌ها

برخلاف دیگر پژوهش‌های مرتبط با آشفستگی و بحران مالی که احتمال وقوع یا عدم وقوع ورسکستگی را به صورت مجازی (صفر و یک) وارد مدل رگرسیونی می‌نمایند، هدف از این مطالعه بررسی و سنجش ریسک ورسکستگی و درجه آن است. لذا از خروجی رابطه (۲) به عنوان ریسک ورسکستگی استفاده شده است. احمدی‌کاشانی (۱۳۸۴) خروجی این رابطه را بدین صورت تفسیر می‌نماید که چنانچه شاخص Z محاسبه شده

رابطه (۴)

$$UDsco = \left(\sum_{j=1}^M \left(P_j \ln \frac{1}{p_j} \right) / \ln M \right) M$$

که در رابطه فوق:

UDsco: نمره تنوع غیر مرتبط

P_{ij}: نسبت عملیات (فروش) کل شرکت از i امین کسب و کار

در j امین صنعت

P_j: نسبت عملیات (فروش) کل شرکت از j امین صنعت

M: تعداد کل صنایع (کدهای دو رقمی ISIC مجزا)

N: تعداد کل کسب و کارها (کدهای چهار رقمی ISIC

مجزا)

N_j: تعداد کل کسب و کارهای موجود در j امین صنعتتنوع بخشی کل (RD_{sco}): سومین متغیر مستقل بکاررفته

در الگوی پژوهش تنوع بخشی کل می باشد. کیان (۲۰۰۲)

معتقد است که تنوع کل حاصل جمع تنوع بخشی مربوط و تنوع-

بخشی نامربوط است. نحوه سنجش تنوع بخشی کل به شرح

رابطه (۵) می باشد.

رابطه (۵)

$$RDsco = \left[\left(\sum_{j=1}^M P_j \sum_{i=1}^N \left(\frac{P_{ij}}{p_j} \right) \ln \left(\frac{p_j}{P_{ij}} \right) \right) / \left(\sum_{j=1}^M (p_j \ln N_j) \right) \right] \frac{\sum_{j=1}^M N_j}{M}$$

که در رابطه فوق:

RDsco: نمره تنوع کل

P_{ij}: نسبت عملیات (فروش) کل شرکت از i امین کسب و کار

در j امین صنعت

P_j: نسبت عملیات (فروش) کل شرکت از j امین صنعت

M: تعداد کل صنایع (کدهای دو رقمی ISIC مجزا)

N: تعداد کل کسب و کارها (کدهای چهار رقمی ISIC

مجزا)

N_j: تعداد کل کسب و کارهای موجود در j امین صنعت

تنوع بخشی رقابت (HHI): چهارمین متغیر مستقل

بکاررفته در الگوی پژوهش تنوع بخشی رقابت است که با

استفاده از شاخص هرفیندال سنجیده می شود. این شاخص از

حاصل جمع توان دوم سهم بازار کلیه بنگاه‌های فعال در صنعت

به دست می آید. نحوه سنجش تنوع بخشی کل به شرح رابطه

(۶) می باشد.

رابطه (۶)

$$HHI = \sum_{i=1}^k s_i^2$$

که در رابطه فوق:

K: تعداد بنگاه‌های فعال در بازار

S_i: سهم بازار شرکت i ام

متغیرهای کنترلی

جریان نقد عملیاتی (CFA): جریان نقد عملیاتی که

جهت همگن سازی با سایر متغیرها از جمع دارایی‌ها استفاده

شده است.

زیان دهی (Loss): متغیر مجازی زیان دهی که چنانچه

شرکت زیان خالص داشته باشد، عدد یک و در غیر این صورت

عدد صفر تعلق خواهد گرفت.

اهرم مالی (LEV): نسبت جمع بدهی‌های به جمع دارایی‌ها.

سن شرکت (AGE): لگاریتم طبیعی تعداد سال‌های فعالیت

شرکت در بورس.

نسبت ارزش بازار به دفتری سهام (MB): نسبت

ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق

صاحبان سهام.

بازده دارایی‌ها (ROA): نسبت سود خالص به مجموع

دارایی‌ها.

اندازه شرکت (Size): لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها.

۸- یافته‌های پژوهش

یافته‌های پژوهش به دو بخش آمار توصیفی و استنباطی تقسیم

شده که در ادامه به آن پرداخته شده است.

۸-۱- آمار توصیفی

توصیف متغیرهای پژوهش در جدول (۱) ارائه شده است.

توصیف یافته‌ها نشان می‌دهد که ۴۳٪ شرکت‌ها ریسک

ورشکستگی بالایی نسبت به دیگر مشاهدات دارند. همچنین

۱۵٪ از مشاهدات راهبرد تنوع بخشی مربوط، ۲٪ از مشاهدات

راهبرد تنوع بخشی نامربوط، ۴٪ از مشاهدات راهبرد تنوع بخشی

کل، ۰/۰۸٪ راهبرد تنوع بخشی رقابتی و دیگر مشاهدات هیچ-

گونه راهبردی اتخاذ ننموده‌اند. ۷۲٪ از شرکت‌ها اهرم مالی

بالایی داشته‌اند، که ۲۱٪ از این شرکت‌ها زیان ده بوده‌اند.

تابلویی تشخیص داده شد، باید نوع اثرات آن مشخص گردد. نوع داده‌ها با استفاده از آزمون F لیمر و اثرات آن با استفاده از آزمون هاسمن مورد بررسی قرار گرفته و در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول ۲. توصیف یافته‌ها

مدل	آزمون F لیمر		آزمون هاسمن	
	آماره آزمون	سطح معناداری	آماره آزمون	سطح معناداری
تنوع‌بخشی کل	۱/۹۵	۰/۰۰۴۶	۳۹/۷۶	۰/۰۰۰۰
تنوع‌بخشی مربوط	۲/۸۴	۰/۰۰۰۰	۵۱/۴۹	۰/۰۰۰۰
تنوع‌بخشی نامربوط	۲/۰۷	۰/۰۰۱۴	۴۰/۶۴	۰/۰۰۰۰
شاخص رقابت	۲/۷۴	۰/۰۰۰۰	۲۱/۱۳	۰/۰۰۶۸

نتایج مندرج در جدول (۲) نشان می‌دهد که نتایج آزمون F لیمر برای مدل‌های پژوهش کمتر از سطح ۰/۰۵ می‌باشد که بر مبنای این نتایج فرض صفر آزمون مبنی بر تلفیقی بودن داده‌ها رد شده و داده‌ها به صورت تابلویی تخمین زده می‌شود. با توجه به آزمون F لیمر، لازم است آزمون هاسمن برای تعیین نوع داده‌های تابلویی انجام گیرد. همان‌طور که در جدول (۲) مشاهده می‌شود نتیجه آزمون هاسمن برای کلیه مدل‌ها نشان می‌دهد که مقدار احتمال مربوط به این آماره کمتر از سطح ۰/۰۵ است. بنابراین مدل‌ها بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات ثابت تخمین زده می‌شود.

۸-۴- تخمین مدل‌ها

نتایج نوع داده‌ها حاکی از ترکیبی بودن داده‌ها و اثرات داده‌ها ثابت می‌باشند. با این پیش فرض، مدل‌ها برآزش و نتایج در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج الگوی پژوهش

نقش تنوع‌بخشی مربوط در ریسک‌ور شکستگی				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	۱/۹۸	۰/۷۸	۲/۵۲	۰/۰۱۳۴
تنوع‌بخشی مربوط	۲/۲۰	۱/۰۱	۲/۱۷	۰/۰۳۲۲
جریان نقد عملیاتی	-۱/۶۸	۰/۵۸	-۲/۸۵	۰/۰۰۵۲
زیان‌دهی	۰/۰۰۶	۰/۰۵	۰/۱۱	۰/۹۱۲۱
اهرم مالی	۰/۶۱	۰/۲۲	۲/۶۶	۰/۰۰۹۱
سن شرکت	-۰/۰۰۰۴	۰/۰۱	-۰/۰۳	۰/۹۶۸۵
ارزش بازار به دفتری	-۰/۰۱	۰/۰۱	-۰/۸۲	۰/۴۱۱۶

جدول ۱. توصیف یافته‌ها

متغیرها	میانگین	میان	انحراف معیار	جارك-برا
ریسک‌ور شکستگی	۴۳/۱۷	۴۲/۱۵	۹/۳۸	۱۰/۱۲
راهبرد تنوع‌بخشی مربوط	۱۵/۲۵	۰	۳۹۹/۴۰۳	۵۷۴۴
راهبرد تنوع‌بخشی نامربوط	۲/۱۷	۰	۴۹/۴۷	۵۷۵۷
راهبرد تنوع‌بخشی کل	۴/۳۴	۰	۸۷/۱۳	۵۲۸۸
راهبرد تنوع‌بخشی رقابتی	۰/۸۱	۰/۸۲	۰/۱۴	۵/۸۸
جریان نقد عملیاتی	۰/۱۲	۰/۱۱	۰/۰۸	۲۳۶/۰۶
زیان‌دهی	۰/۲۱	۰	۰/۴۱	۱۵۹/۷۹
اهرم مالی	۰/۷۲	۰/۷۲	۰/۱۵	۶/۵۷
سن شرکت	۱۴/۸۴	۱۴	۵/۶۸	۴۵/۴۹
نسبت ارزش بازار به دفتری سهام	۱/۷۸	۱/۳۵	۱/۴۴	۹۳/۹۱
بازده دارایی‌ها	۰/۰۴	۰/۰۴	۰/۰۷	۱۱۱/۸۸
اندازه شرکت	۵/۸۳	۵/۷۸	۰/۳۸	۸/۶

۸-۲- آمار استنباطی

یافته‌های پژوهش در بخش آمار استنباطی به شرح نتایج پیش آزمون‌ها، پس آزمون‌ها و تخمین مدل ارائه شده است. به بیان دیگر در این قسمت نخست به بررسی نوع داده‌ها پراخته شده و سپس مدل‌های آزمون فرضیه‌ها برآزش و پس از آن به بررسی فروض کلاسیک پرداخته شده است.

۸-۳- انتخاب نوع داده‌ها

جهت تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش، ابتدا نیاز است قبل از پردازش مدل پژوهش و فروض کلاسیک، نوع داده‌ها انتخاب شود. پس نخست لازم است پیش آزمون‌های آماری جهت تبیین نوع داده‌ها انجام گیرد تا مشخص گردد که داده‌ها به صورت تابلویی است یا تلفیقی و در صورتی که نوع داده‌ها

۰/۰۰۱۱	-۳/۳۵	۰/۷۵	-۲/۵۳	بازده دارایی‌ها
۰/۳۰۹۶	-۱/۰۲	۰/۱۵	-۰/۱۵	اندازه شرکت
-	-	-	۰/۷۸	ضریب تعیین تعدیل شده
-	۱/۸۲	-	-	دوربین واتسون
۰/۰۰۰۰	۱۱/۷۵	-	-	آماره F
نقش تنوع بخشی نامربوط در ریسک ورشکستگی				
۰/۰۰۰۰	۸/۵۹	۰/۱۶	۱/۳۹	عرض از مبدأ
۰/۰۶۶۷	۱/۸۵	۳/۷۲	۶/۹	تنوع بخشی نامربوط
۰/۰۰۰۶	-۳/۵۵	۰/۴۸	-۱/۷	جریان نقد عملیاتی
۰/۰۰۲۶	۳/۱۱	۰/۰۳	۰/۱۱	زیان دهی
۰/۳۴۲۶	۰/۹۵	۰/۱۲	۰/۱۲	اهرم مالی
۰/۳۷۸۶	-۰/۸۸	۰/۱۳	-۰/۱۲	سن شرکت
۰/۰۰۰۰	-۵/۹۸	۰/۰۰۰۵	-۰/۰۰۳	ارزش بازار به دفتری
۰/۰۰۰۱	-۴/۰۶	۰/۵۳	-۲/۱۶	بازده دارایی‌ها
۰/۰۰۹۲	-۲/۶۷	۰/۰۶	-۰/۱۷	اندازه شرکت
-	-	-	۰/۸۸	ضریب تعیین تعدیل شده
-	۱/۹۳	-	-	دوربین واتسون
۰/۰۰۰۰	۲۲/۵۲	-	-	آماره F
نقش تنوع بخشی کل در ریسک ورشکستگی				
۰/۱۰۰۵	۱/۶۵	۰/۸	۱/۳۲	عرض از مبدأ
۰/۰۶۲۴	۱/۸۸	۲/۲۳	۴/۲	تنوع بخشی کل
۰/۰۰۳۴	-۲/۹۹	۰/۵۶	-۱/۶۸	جریان نقد عملیاتی
۰/۵۲۳۱	۰/۶۴	۰/۰۵	۰/۰۳	زیان دهی
۰/۰۱۲۵	۲/۵۴	۰/۲۱	۰/۵۴	اهرم مالی
۰/۱۳۴۸	-۱/۵	۰/۰۰۵	-۰/۰۰۸	سن شرکت
۰/۶۳۲۳	-۰/۴۷	۰/۰۱	-۰/۰۰۷	ارزش بازار به دفتری
۰/۰۰۰۵	-۳/۶	۰/۷۱	-۲/۵۷	بازده دارایی‌ها
۰/۷۶۸۸	-۰/۲۹	۰/۱۴	-۰/۰۴	اندازه شرکت
-	-	-	۰/۸۰	ضریب تعیین تعدیل شده
-	۱/۸۱	-	-	دوربین واتسون
۰/۰۰۰۰	۱۳/۹۹	-	-	آماره F
نقش تنوع بخشی رقابتی در ریسک ورشکستگی				
۰/۲۹۶۶	۱/۰۴	۰/۷۷	۰/۸۱	عرض از مبدأ
۰/۰۰۷	۱/۸۱	۰/۰۸	۰/۱۵	شاخص هرفیندال
۰/۳۳۳۹	-۰/۹۷	۰/۷۸	-۰/۷۶	جریان نقد عملیاتی
۰/۰۳۳۷	۲/۱۵	۰/۰۴	۰/۰۹	زیان دهی
۰/۰۲۵۴	۲/۲۷	۰/۱۵	۰/۳۵	اهرم مالی
۰/۵۱۱۵	۰/۶۵	۰/۰۱	۰/۰۰۸	سن شرکت
۰/۴۸۲۴	-۰/۷	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۱	ارزش بازار به دفتری
۰/۰۰۲۰	-۳/۱۷	۰/۸۲	-۲/۶۲	بازده دارایی‌ها
۰/۵۵۴۷	-۰/۵۹	۰/۱۴	-۰/۰۸	اندازه شرکت
-	-	-	۰/۷۹	ضریب تعیین تعدیل شده
-	۱/۸۶	-	-	دوربین واتسون
۰/۰۰۰۰	۱۲/۶۵	-	-	آماره F

جدول ۴. فروض کلاسیک

مدل	آزمون ناهمسانی واریانس		آزمون خودهمبستگی	
	آماره آزمون	سطح معناداری	آماره آزمون	سطح معناداری
تنوع بخشی کل	۱۷/۵۶	۰/۵۴۷۸	۵۲/۵۲	۰/۵۲۶۹
تنوع بخشی مربوط	۴۷/۵۲	۰/۴۱۲۶	۱۷/۲۸	۰/۳۶۸۹
تنوع بخشی نامربوط	۵۲/۱۸	۰/۴۵۹۸	۴۷/۲۶	۰/۶۵۸۷
شاخص رقابت	۷۴/۱۶	۰/۴۹۵۸	۵۸/۵۸	۰/۶۵۹۸

۹- نتیجه گیری و پیشنهادها

آزمون فرضیه اول پژوهش به بررسی رابطه تنوع بخشی مربوط و ریسک ورشکستگی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. بر اساس نتایج به دست آمده و یافته های حاصل از آزمون فرضیه اول، حاکی از آن است که بین تنوع بخشی مربوط و ریسک ورشکستگی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به اینکه هرچه امتیاز Z افزایش پیدا کند ریسک ورشکستگی کاهش می یابد نتیجه می شود که افزایش تنوع بخشی مربوط باعث کاهش ریسک ورشکستگی می شود. نتیجه فرضیه اول با پژوهش راجیو و ژو (۲۰۱۵) همخوانی دارد. متنوع سازی مرتبط رابطه مستقیم و معناداری با ساختار سرمایه دارد به این ترتیب که در صورتی که تنوع محصولات مرتبط شرکت به افزایش فروش و سودآوری منجر شود، شرکت هزینه کمتری در زمینه تولید و برنامه های بازاریابی محصولات تولیدی پرداخت می کند و این امر می تواند سبب کاهش تغییرپذیری سود شود. بدین ترتیب ریسک نقدینگی کاهش می یابد و در نهایت ساختار سرمایه را تحت تاثیر قرار داده و در نتیجه خطر ورشکستگی را کاهش می دهد. آزمون فرضیه دوم پژوهش به بررسی رابطه تنوع بخشی نامربوط و ریسک ورشکستگی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. بر اساس نتایج به دست آمده و یافته های حاصل از آزمون فرضیه دوم، حاکی از آن است که بین تنوع بخشی نامربوط و ریسک ورشکستگی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به اینکه هرچه امتیاز Z افزایش پیدا کند ریسک ورشکستگی کاهش می یابد نتایج نشان می دهند که افزایش تنوع بخشی نامربوط باعث کاهش ریسک ورشکستگی می شود

همان طور که در جدول (۳) ملاحظه می گردد، نتایج مدل رگرسیونی برآزش شده در حالت های مختلف تنوع بخشی نشان می دهد که احتمال مربوط به آماره F نشان دهنده معنادار بودن مدل ها در سطح اطمینان ۹۹ درصد است. میزان ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب نشان می دهد که حدود ۷۸٪، ۸۸٪، ۸۰٪ و ۷۹٪ از تغییرات ریسک ورشکستگی توسط متغیرهای مستقل در هر رابطه بیان می گردد. همچنین مقدار آماره دوربین واتسون حاکی از عدم وجود خودهمبستگی می باشد. زیرا از آنجایی که این عدد بین مقادیر بحرانی ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد مشکل خودهمبستگی بین باقیمانده ها وجود ندارد. همچنین آزمون بروش گادفری در جدول (۴) هم این نتایج را تایید می نماید.

سطوح معناداری متغیرهای تنوع بخشی مربوط، نامربوط، کل و رقابتی به ترتیب عبارتند از ۰/۰۳۲۲، ۰/۰۶۶۷، ۰/۰۶۲۴ و ۰/۰۷ که کمتر از سطح خطای ۱۰٪ می باشند و در نتیجه در سطح اطمینان ۹۰٪ ارتباط معنادار بین تنوع بخشی و ریسک ورشکستگی وجود دارد. منطبق بر مبانی نظری ارائه شده در خصوص مدل Z ، هرچه میزان امتیاز Z افزایش پیدا کند، ریسک ورشکستگی کاهش می یابد. در نتیجه افزایش تنوع بخشی باعث کاهش ریسک ورشکستگی می شود. پس می توان گفت که واکنش ریسک ورشکستگی به اتخاذ راهبردهای تنوع بخشی مربوط، نامربوط، کل و رقابتی مثبت است. در نتیجه فرضیه های پژوهش تایید شدند. با افزایش ۱٪ راهبردهای تنوع بخشی به ترتیب ریسک ورشکستگی در راستای اتخاذ راهبرد تنوع بخشی مربوط ۲/۲۰٪، راهبرد تنوع بخشی نامربوط ۶/۹٪، راهبرد تنوع بخشی کل ۴/۲٪ و اتخاذ راهبرد تنوع بخشی رقابتی ۰/۱۵٪ کاهش می یابد. در نتیجه با احتمال ۹۰٪ می توان گفت که ریسک ورشکستگی نسبت به اتخاذ راهبردهای تنوع بخشی مربوط، نامربوط، کل و رقابتی از خود واکنش مثبت نشان می دهد.

فروض کلاسیک

پس از برآزش مدل های پژوهش لازم تا راستی آزمایی مدل تحت یک سری پس آزمون انجام شود. جهت بررسی آزمون ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی، از آزمون بروش پاگان و بروش پاگان گادفری استفاده شده است. نتایج پس آزمون مدل های آماری در جدول (۴) ارائه شده است. نتایج آزمون ناهمسانی و خودهمبستگی نشان داد که ناهمسانی و خودهمبستگی در بین خطای مدل وجود ندارد.

ریسک ورشکستگی با استفاده از مکانیزم‌های تنوع بخشی در محصولات و صنایع شرکت می‌باشد، به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که برای فرار از آشفتگی‌های مالی و جلوگیری از بروز ورشکستگی در شرکت، خطوط فعالیت خود را در صنایع متعدد برای تحصیل یا ایجاد دیگر کسب‌وکارها و محصولات گسترش دهند. حال مدیر به اقتضای شرایط اقتصادی و محیطی شرکت می‌تواند سه استراتژی متنوع‌سازی را در شرکت بکارگیری کند. نخست اینکه مطابق با آزمون فرضیه اول به مدیران پیشنهاد می‌شود که می‌توانند استراتژی نوع اول را که تنوع‌سازی در داخل صنایع موجود است، دست به تنوع زدن و این استراتژی را انتخاب کنند. دوم اینکه مطابق با آزمون فرضیه دوم به مدیران پیشنهاد می‌شود که می‌توانند استراتژی نوع دوم را که تنوع‌سازی در زمینه‌هایی متنوع انجام شود، به عنوان نمونه اقدام به تنوع‌سازی در صنایعی کنند که دارای مشترکات کمی با یکدیگر هستند و سوم اینکه مطابق با آزمون فرضیه سوم به مدیران پیشنهاد می‌شود که می‌توانند استراتژی نوع اول و دوم را هم‌زمان برای شرکت به کار گرفته تا از احتمال وقوع ورشکستگی شرکت بکاهند. همچنین مبتنی بر فرضیه چهارم پژوهش، رقابت در بازار محصولات از ریسک ورشکستگی می‌کاهد. بنابراین به مدیران پیشنهاد می‌شود، ابتدا موقعیت فعلی و نقاط قوت-ضعف و فرصت-تهدید کسب و کار خود 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 و سهم فروش خود را در صنعت بالا برده و این عمل جز با استفاده از حربه‌هایی که درآمد شرکت در صنعت را نسبت به دیگر شرکت‌ها افزایش دهد، میسر نمی‌شود. همچنین پیشنهاد می‌گردد 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، سازمان‌ها بر مزیت هسته‌ای و اصلی خود تمرکز نموده و آن را پرورش دهند و به موقعیت‌های نامرتبط که احتمال شکست دارد وارد نشوند.

جست و جوی بازارهای بین‌المللی و افزایش قوت سازمان در کسب و کار اصلی و گسترش آن به سایر کشورها و همچنین تبلیغات، بهترین گزینه برای شرکت جهت بالا بردن فروش و افزایش تمرکز بازار در دست شرکت یا به عبارتی رقابت برای شرکت می‌باشد. بسیاری از شرکت‌های در

با اینکه پژوهش‌های پیشین تأثیر متنوع‌سازی بر ریسک ورشکستگی را بطور تجربی بررسی نکرده‌اند. نتیجه فرضیه دوم با پژوهش راجیو و ژو (۲۰۱۵)، کراپل (۲۰۱۵) همخوانی دارد. همچنین رضایی و چاوشی‌نیا (۱۳۹۳) در پژوهش خود به این نتیجه رسیده‌اند که رابطه معکوسی بین تنوع‌بخشی غیرمرتبط با ساختار سرمایه وجود دارد. در مقابل تهرانی و همکاران (۱۳۸۶) به این نتیجه رسیده‌اند که به کارگیری راهبرد تنوع، به ویژه تنوع غیرمرتبط بر عملکرد مالی شرکت‌های تولیدی تأثیری ندارد. آزمون فرضیه سوم پژوهش به بررسی رابطه تنوع‌بخشی کل و ریسک ورشکستگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. بر اساس نتایج به دست آمده و یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه سوم، حاکی از آن است که بین تنوع‌بخشی کل و ریسک ورشکستگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به اینکه هرچه امتیاز Z افزایش پیدا کند ریسک ورشکستگی کاهش می‌یابد نتایج نشان می‌دهند که افزایش تنوع‌بخشی کل باعث کاهش ریسک ورشکستگی می‌شود. تئوری پشتوانه این پژوهش راجیو و ژو (۲۰۱۵) می‌باشد. همچنین در پژوهش‌های داخلی تاکنون به بررسی ارتباط متنوع‌سازی بر ریسک ورشکستگی پرداخته نشده است. نتیجه فرضیه سوم با پژوهش راجیو و ژو (۲۰۱۵) و کیان (۲۰۰۲) همخوانی دارد. آزمون فرضیه چهارم پژوهش به بررسی رابطه تنوع بخشی رقابتی یا شاخص هرفیندال و ریسک ورشکستگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. بر اساس نتایج به دست آمده و یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه چهارم، حاکی از آن است که بین شاخص هرفیندال و ریسک ورشکستگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به آن که هرچه امتیاز Z افزایش پیدا کند ریسک ورشکستگی کاهش می‌یابد نتایج نشان می‌دهند که افزایش شاخص هرفیندال باعث کاهش ریسک ورشکستگی می‌شود. نتیجه فرضیه چهارم با پژوهش راجیو و ژو (۲۰۱۵) همخوانی دارد. همچنین دیدار و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که تنوع‌سازی کسب و کار که با استفاده از شاخص هرفیندال-هریشتن اندازه‌گیری شده است، بر عملکرد صنایع رقابتی تأثیر مثبت داشته و این تأثیر معنادار است.

مبتنی بر نتایج آزمون فرضیه‌ها که همگی گویای کاهش

است نتایج حاصل شده در این تحقیق براساس اطلاعات موجود و محدودیت‌های زمانی و مکانی به‌دست آمده است و به نظر می‌رسد برای تکامل آن لازم است تحقیقات زیر نیز انجام گیرد:

- ۱- بررسی رقابت‌پذیری بر رابطه بین ریسک‌ورسکستگی و تنوع‌بخشی.
- ۲- ویژگی‌های راهبردی شرکتی در شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر رابطه بین ریسک‌ورسکستگی و تنوع‌بخشی.
- ۳- بررسی ارتباط سایر راهبردهای تنوع‌بخشی خارج از این پژوهش بر ریسک‌ورسکستگی.
- ۴- تکرار این پژوهش با در نظر گرفتن یک رویداد خاص یا سایر مسائل سیاسی، اقتصادی موثر رابطه ریسک‌ورسکستگی و تنوع‌بخشی.

حال رشد به این دلیل موفق هستند که فروش محصولات و خدمات فعلی خود را با استفاده از تمهیدات تبلیغات گسترش داده و قادر به پیدا نمودن فرصت‌هایی برای ورود به بازارهای جدید با محصولات جدید نیز هستند. در نهایت به مدیران عالی سازمان‌ها پیشنهاد می‌گردد که با ورود به سازمان‌های بین‌المللی و تمرکز بر مزیت هسته‌ای و رقابتی و فروش صادراتی، ثروت کسب و کارهای خود را افزایش دهند.

همچنین به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌گردد شرکت‌ها را به رعایت کامل استاندارد حسابداری شماره ۲۵ مبنی بر افزایش فروش به طور کامل بر اساس فروش جغرافیایی از سوی شرکت‌ها موظف نمایند.

با انجام هر پژوهش، راه به سوی مسیری جدید باز می‌شود و ادامه‌ی راه مستلزم انجام تحقیق‌های دیگری است. طبیعی

منابع

- احمدی کاشانی، سیدعباس. (۱۳۸۴). "ارایه الگو پیش بینی ورشکستگی در صنعت تجهیزات و لوازم خانگی و حسابداری"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی دانشکده اقتصاد.
- آقایی، محمد علی؛ سپاسی، سحر؛ کاظم پور، مرتضی (۱۳۹۵). "بررسی جامع روابط درونی ساختار سرمایه، جریان وجه نقد آزاد، انترپوپی تنوع‌پذیری محصولات و عملکرد (شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)". فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، سال پنجم، شماره بیستم، زمستان ۱۳۹۵.
- آقایی‌چادگان، آرزو؛ بخردی‌نسب، وحید. (۱۳۹۷). "تأثیر درآمد غیربهره‌ای بر ریسک و سودآوری (مورد مطالعه: بررسی تطبیقی بانک‌های سالم مالی و بانک‌های در معرض خطر)". فصل‌نامه مطالعات مالی و بانکداری اسلامی، ۴، ۱۰۳-۱۴۰.
- امامی‌نائینی، محمدرضا؛ رحیمی موگویی، فروغ. (۱۳۹۵). "نقش ریسک‌ورسکستگی در توسعه تئوریک و بهبود عملکرد مدل‌های ارزشیابی مبتنی بر عایدات غیرعادی". فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، شماره بیستم، زمستان ۱۳۹۵.
- بخردی‌نسب، وحید. (۱۳۹۸). "پیش‌بینی وقوع ورشکستگی با استفاده از چابک‌سازی نیروی کار در سازمان". مجله توانمندسازی سرمایه‌انسانی، ۲(۴)، ۳۱۷-۳۲۹.
- پی‌نو، ترجمه پارسائیان. (۱۳۸۷). "مدیریت مالی"، انتشارات سمت.
- تهرانی، رضا؛ بابایی، محمد، کیانا، کریمی. (۱۳۸۶). "تأثیر استراتژی تنوع بر عملکرد مالی شرکت‌های تولیدی عضو بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی، دوره ۱۰، شماره ۲۵، ص ۴۰-۲۱.
- ثقفی، علی؛ محمدی، امیر (۱۳۹۱). "جریان‌های نقدی آتی، اقلام تعهدی غیرعادی و ریسک‌ورسکستگی"، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ۴، شماره ۳، شماره ۳ صفحات ۱-۱۲.
- حاجیها، زهره و الهام سعید (۱۳۹۳). "بررسی رابطه بین متنوع‌سازی شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی"، راهبرد مدیریت مالی، سال دوم، شماره ۶، ص ۹۵-۱۱۴.
- حاجیها، زهره و فهیمه مقامی (۱۳۹۳). "تأثیر استراتژی متنوع‌سازی شرکتی بر هزینه بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، دانش حسابداری، شماره ۵۷، ص ۸۹-۱۰۶.
- دادبه، فاطمه و سیدمحمد باقرآبادی (۱۳۹۱). "روزنامه‌دنیای اقتصاد"، شماره ۲۷۹۵، ص ۹.
- دیدار، حمزه؛ ایمانی برندق، محمد؛ شاهرضایی، سمانه؛ (۱۳۹۳). "تأثیر تنوع‌سازی کسب و کار بر عملکرد ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به تفکیک درجه تمرکز صنعتی"، مدیریت‌داری و تامین مالی، شماره ۵، از ۶۵ تا ۸۶.

صالحی، مهدی؛ برذگر، حمید (۱۳۹۴). "رابطه بین کیفیت سود و ریسک ورشکستگی"، *نشریه راهبرد های مدیریت مالی*، مقاله ۶، دوره ۳، شماره ۱، بهار ۱۳۹۴، صفحه ۱۱۳-۱۴۰

طالب نیا، قدرت اله، بالایی، مجید (۱۳۹۰). "بررسی ارتباط بین جریان‌های نقدی عملیاتی، ریسک ورشکستگی و جریان‌های نقدی عملیاتی آتی". *نشریه حسابداری مدیریت*، دوره ۴، شماره ۱۰، از صفحه ۷۷ تا صفحه ۹۳. عالم زاده (۱۳۹۲). "بررسی تأثیر متنوع سازی شرکتی بر نگهداشت وجه نقد"، پایان نامه کارشناسی ارشد، رشته حسابداری، دانشگاه تهران مرکز.

عقیلی کرمانی، پرویز (۱۳۹۱). "ورشکستگی: تصفیه یا بازسازی"، *روزنامه دنیای اقتصاد*، شماره ۲۷۳۸. علی احمدی، علیرضا. (۱۳۸۹). "نگرشی جامع بر مدیریت استراتژیک". چاپ سیزدهم، تهران، انتشارات تولید دانش.

قالیباف اصل، حسن و منیژه افشار (۱۳۹۳). "بررسی کاربرد استفاده از مدل KMV در پیش بینی ریسک ورشکستگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و مقایسه مدل با نتایج مدل رتبه Z آلتمن"، *مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، شماره ۲۱، ص ۷۵-۸۸.

مصباحی مقدم، غ؛ صفری، م. (۱۳۸۸). "بررسی درآمد حاصل از تحمل ریسک از دیدگاه آموزه‌های اسلامی"، *فصلنامه علمی-پژوهشی اقتصاد اسلامی، تهران*، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۳۶: ۱۲۴.

مهرانی، کاوه؛ زارع زادگان، امید. (۱۳۹۲). "کیفیت سود، ریسک ورشکستگی و جریان‌های نقدی آتی". *فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی*، مقاله ۶، دوره ۲۰، شماره ۱، بهار ۱۳۹۲، صفحه ۹۳-۱۱۲

همتی، حسن؛ یوسفی راد، زهره (۱۳۹۲). "ارتباط انواع بخشی و ارزش سطح نگهداشت وجه نقد با بازده غیر عادی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *نشریه مطالعات تجربی حسابداری مالی*، مقاله ۶، دوره ۱۱، شماره ۳۷، بهار ۱۳۹۲، صفحه ۱۲۷-۱۴۸.

رحمانی، علی؛ بذرافشان، آمنه. (۱۳۹۳). "بررسی اثر ریسک ورشکستگی بر توان اقلام تعهدی غیرعادی در پیش بینی جریان نقد". *دانش حسابرسی*. سال سیزدهم بهار ۱۳۹۲ شماره ۵۰.

رستمی، علی؛ نیک نیا، نرگس (۱۳۹۲). "تاثیر متنوع سازی پرتفوی بر ارزش در معرض ریسک در بورس اوراق بهادار تهران"، *فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری*، سال دوم، شماره ششم، تابستان ۱۳۹۲.

رضایی، فرزین؛ چاووشی نیا، کاظم (۱۳۹۳). "متنوع سازی (مرتبط/غیرمرتبط) محصولات، ساختار مالکیت و ساختار سرمایه"، *فصلنامه تحقیقات مالی*، دوره ۱۶، شماره ۲، پاییز و زمستان ۱۳۹۳، ص. ۲۷۱-۲۸۸.

زرانژاد، م، انواری، ا. (۱۳۸۷). "برآورد تابع قیمت هدانیک مسکن شهر اهواز به روش داده‌های ترکیبی"، *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران*، سال هشتم، ۱۳۹: ۲۸-۱۶۸.

ژولانژاد، فاطمه؛ بخردی نسب، وحید. (۱۳۹۷). "بررسی تطبیقی ضریب واکنش شرکت‌هایی با اتخاذ راهبردهای کسب و کار رهبری هزینه و شرکت‌هایی با اتخاذ راهبردهای کسب و کار متمایز نسبت به اعلان سود با استفاده از معادلات شکست ساختاری". *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۹(۳۴)، ۱۴۳-۱۷۴.

ژولانژاد، فاطمه؛ بخردی نسب، وحید. (۱۳۹۷). "بررسی واکنش سود در شرکت‌هایی با راهبردهای کسب و کار ناهمگون". *حسابداری، پاسخگویی و منافع جامعه*، ۸(۴)، ۱۶۷-۱۹۷.

ژولانژاد، فاطمه؛ بخردی نسب، وحید. (۱۳۹۹). "مقایسه مدل‌های انتخاب دوگانه تقارن و عدم تقارن در پیش بینی ورشکستگی شرکت‌های مسئله‌دار". *حسابداری، پاسخگویی و منافع جامعه*، مقالات آماده انتشار.

ژولانژاد، فاطمه؛ بخردی نسب، وحید؛ بخشی، محمد. (۱۳۹۴). "بررسی ورشکستگی در شرکت های برتر بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از نسبت های مالی"، *چهارمین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه گذاری*، آزادشهر، انجمن علمی و حرفه ای مدیران و حسابداران گلستان، دانشگاه آزاد اسلامی واحد آزادشهر.

- & Sons, Inc.
- Aaker, D. (2001). "Strategic Market Management", Wiley, New York. 68.
- Aggarwal, R.K., Samwick, A.A., (2003). "Performance incentives within firms: the effect of managerial responsibility". *Journal of Finance* 58, 1613–1650.
- Aharony, J., Jones, C.P., Swary, I., (1980). "An analysis of risk and return characteristics of corporate bankruptcy using capital market data". *Journal of Finance* 35, 1001–1016
- Andreea Apostu (2010). "The Effect of Corporate Diversification Strategies on Capital structure" *Aarhus School of Business, Aarhus University*.
- Anderson R., T. Bates, J. Bizjak, and M. Lemmon (2009). "Cash corporate Governance and firm Diversification Financial Management" , 29 (1) ,pp.5-22.
- Ansoff, H. I. (1957). "Strategies for diversification". *Harvard Business Review*, 35, 113–124.
- Berger, P.G., Ofek, E., (1995). "Diversification's effect on firm value". *Journal of Financial Economics* 37, 39–65.
- Betker, B.L., (1995). "Management's incentives, equity's bargaining power and deviations from absolute priority in Chapter 11 bankruptcies". *Journal of Business* 68, 161–184.
- Charitou, A.; Lambertides, N. and Trigeorgis, L. (2011). "Distress Risk, Growth and Earnings Quality." *Abacus*, Vol. 47, Issue 2, pp. 158-181
- Erdorf & Hartman (2012). "Corporate Diversification and Firm Value: A Survey of Recent Literature". *Cologne Graduate School*.
- Furfine, C.H., Rosen, R.J., (2011). "Mergers increase default risk". *Journal of Corporate Finance* 17, 832–849.
- Goldberg, S.R., & Heflin, F.L. (1995). "The association between the level of international and risk". *Journal of International Financial Management & Accounting*, 6, 1–25.
- Habib, Ahsan; Bhuiyan, Borhan Uddin and A. Islam. (2013). "Financial distress, earnings management and market pricing of accruals during the
- Henderson, T., (2007). "Paying CEOs in bankruptcy: executive compensation when agency costs are low". *Northwestern University Law Review* 101, 1543–1618.
- Javaid, M. N. (2008). "Financial System, Corporate Diversification and Technological Catching-up: South-Korea". *an Globelics Academy PhD School University of Tampere- Finland* 2-47.
- Jensen, M.C., (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers". *American Economic Review* 76, 323–329.
- Joliet, R., & Hübner, G. (2008). "Corporate international diversification and the cost of equity: European evidence". *Journal of International Money and Finance*, 27, 102–123.
- karpel, A.A., (2015). "Corporate international diversification and risk" . *international Review of financial analysis* 37, 1-13
- Khanna, N., Tice, S., (2001). "The bright side of internal capital markets". *Journal of Finance* 56, 1489–1526.
- Kwangmin Park, SooCheong Jang. (2013). "Effect of within-industry diversification and related diversification strategies on firm performance". *International Journal of Hospitality Management*, Volume 34, pp.51-60.
- Leland, H.E., (2002). "Financial synergies and the optimal scope of the firm: implications for mergers, spinoffs, and structured Finance". *Journal of Finance*, 62, 765–807.
- Lewellen, W.G., (2007). "A pure financial rationale for the conglomerate merger". *Journal of Finance* 26, 521–537.
- Mansi, S., Reeb, D.M., (1977). "Corporate

- diversification: what gets discounted?", *Journal of Finance*, 57, 2167–2183.
- Matsusaka, J.G., (2001). "Corporate diversification, value maximization and organizational capabilities". *Journal of Business* 74, 409–431.
- Mikhail, A.D., & Shawky, H.A. (1979). "Investment performance of US-based multinational corporations". *Journal of International Business Studies*, 10, 53–66.
- Minton, B.A., & Schrand, C. (1999). "The impact of cash flow volatility on discretionary investment and the costs of debt and equity financing". *Journal of Financial Economics*, 54, 423–460.
- mishra, A. & Akbar, M. (2007). "Empirical examination of diversification strategies in business groups". *International Journal of Emerging, 2 strategies in business groups. International Journal of emerging*, 2(1):22-38
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R., (1990). "Do managerial objectives drive bad acquisitions?". *Journal of Finance* 45, 31–48.
- Newton, G.W., (1998). "Bankruptcy Insolvency Accounting Practice and Procedure", 1: Wiley, pp:21-41
- Park, K. , & Jang, S. S. (2013). "Capital structure, free cash flow, diversification and firm performance. *International Journal of Hospitality Management* 33: 51-63.
- Qian, G. (2002). "Multinationality, Product Diversification, and Profitability of Emerging US-Small and Medium Size-Enterprises". *Journal of Business Venturing* 17, 611-633.
- Quinn, J. B. (1980). "Strategies for change: Logical incrementalism". *Homewood, IL, Irwin*.
- Rajan, R., Servaes, H., Zingales, L., (2000). "The cost of diversity: the diversification and inefficient investment". *Journal of Finance* 55, 35–84.
- Rajeev Singhal, Yun (Ellen) Zhu (2013). "Bankruptcy risk, costs and corporate"
- Rajeev Singhal, Yun (Ellen) Zhu (2015). "Bankruptcy risk, costs and corporate diversification", *Journal of Banking & Finance, Journal of Banking & Finance* 37 , 1475–1489
- Scharfstein, D.S., Stein, J.C., (2002). "The dark side of internal capital markets: divisional rent-seeking and inefficient investment". *Journal of Finance* 55,2537–2564.
- Scott, J.H., (1977). "On the theory of conglomerate mergers". *Journal of Finance* 32,1235–1250.
- Severn, A.K. (1974). "Investor evaluation of foreign and domestic risk". *The Journal of Finance*, 29, 545–550.
- Shin, H., Stulz, R., (1998). "Are internal capital markets efficient?". *Quarterly Journal of Economics* 113, 531–553.
- Shleifer, A., Vishny, R., (1989). "Management entrenchment: the case of managerspecific investments". *Journal of Financial Economics* 25, 123–140.
- Shumway, T., (2001). "Forecasting bankruptcy more accurately: a simple hazard model". *Journal of Business* 71, 101–124.
- Stein, J.C., (1997). "Internal capital markets and the competition for corporate resources". *Journal of Finance* 52, 111–133.
- Thorburn, K.S., (2000). "Bankruptcy auctions: costs, debt recovery, and firm survival". *Journal of Financial Economics* 58, 337–368.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). "The determinants of capital structure choice". *The Journal of Finance*, 43, 1–19.
- Williamson, R. (2001). "Exchange rate exposure and competition: Evidence

from the automotive industry". *Journal of Financial Economics*, 59, 441–475.
Zook, C. (2005). "Beyond The Core: Expand

Your Market Without abandoning your Roots". *Harvard Business School Press (Bain and Company, inc)*. Jan 02, 2004.