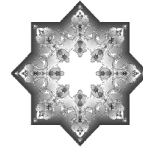


## مدیریت راهبردی پرتفولیوی کسب و کارها شکل‌گیری دوسوتوانی در سطح شرکت‌های هلدینگ



محمد طالاری<sup>۱</sup>

سید حمید خدادادحسینی<sup>۲</sup>

اسداله کردنائیج<sup>۳</sup>

عادل آذر<sup>۴</sup>

صفحات ۱۳ تا ۴۳

دریافت: ۹۵/۱۱/۰۵

پذیرش: ۹۶/۰۲/۱۸

### چکیده

با توجه به محیط کسب و کار کنونی یکی از چالش‌های اساسی شرکت‌های هلدینگ نحوه مدیریت راهبردی پرتفولیوی کسب و کارهایشان است. براین اساس و با توجه به انتقادات به مدل‌های موجود مدیریت پرتفولیوی شرکت، هدف این مطالعه ارائه و تبیین مدلی مؤثر برای مدیریت پرتفولیوی شرکت‌های هلدینگ می‌باشد. رویکرد این تحقیق استقرایی و روش آن کیفی است و برای نظریه‌پردازی و ارائه مدل از راهبرد نظریه‌پردازی داده بنیاد کلاسیک استفاده شده است. روش گردآوری داده‌ها مصاحبه عمیق نیمه ساختار یافته است و با استفاده از نمونه‌گیری نظری با ۲۲ خبره فعال در ۱۳ شرکت هلدینگ مصاحبه شده است. کدگذاری و تحلیل مصاحبه‌ها منجر به شکل‌گیری مفهوم «پرتفولیوی دوسوتوان» به عنوان مقوله اصلی پژوهش شد. یافته پژوهش منجر به شکل‌گیری دو ماتریس «توانمندی» و «نیازمندی» به قابلیت‌های کاوش و بهره‌برداری برای تحلیل SBUها شد. با استفاده از خروجی و ابعاد این دو ماتریس، «ماتریس توازن» براساس منطق زیربنایی دوسوتوانی شکل گرفت. این ماتریس SBUها را به چهار دسته تقسیم‌بندی می‌نماید و تصمیمات در سطح هلدینگ برای هر گروه متفاوت خواهد بود. در نهایت مشخص شد هلدینگ‌ها برای تحلیل پرتفولیوی خود از دو جهت گیری ابزاری و رویکردی استفاده می‌کنند. جهت‌گیری هلدینگ‌ها توازن پرتفولیوی آنها را مشخص می‌کند.

**واژگان کلیدی:** مدیریت راهبردی پرتفولیو، پرتفولیوی دوسوتوان، ماتریس توانمندی، ماتریس نیازمندی،

ماتریس توازن، نظریه‌پردازی داده بنیاد کلاسیک

M.talari@modares.ac.ir

Khodadad@modares.ac.ir

۱. دانشجوی دکتری مدیریت استراتژیک، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه تربیت مدرس؛

۲. استاد مدیریت بازرگانی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه تربیت مدرس (نویسنده مسئول)؛

۳. دانشیار مدیریت بازرگانی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه تربیت مدرس؛

۴. استاد مدیریت صنعتی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه تربیت مدرس؛

## مقدمه

به موجب تغییرات قابل توجه محیط کسب و کار در دهه ۶۰ میلادی، محققان مدیریت و فعالان کسب و کار تأکید بیشتری بر بازاریابی، تقسیم‌بندی بازار و تنوع‌سازمانی داشتند Van der Velten (Ansoff, 1998) به طوریکه دستیابی به جریان نقدی و اشباع بازارهای سنتی، تنوع به سمت بازارهای جدید را گسترش داد، مدیریت ارشد شرکت‌های متنوع شده با مسائل فزاینده مدیریت کردن مجموعه‌ای از کسب و کارهای کم و بیش مرتبط روبرو شدند. این تغییرات منجر به ظهور شرکت‌های هلدینگ یا چند کسب و کاره شد. هلدینگ شامل مجموعه‌ای از شرکت‌هاست که در آن یک سازمان مالکیت و اداره کلیه شرکت‌ها را بر عهده دارد (Collis & Montgomery, 2005). تامپسون و استریکلند (۱۹۹۶) پس از بررسی هلدینگ‌ها اظهار داشتند که در شرکت‌های متنوع شده مدیران باید یک طرح اقدام استراتژیک چند صنعتی، چند کسب و کاره برای تعدادی از بخش‌های کسب و کار مختلف که در محیط صنعتی متنوع رقابت می‌کنند، طراحی کنند. این اقدامات استراتژیک با تخصیص منابع بین واحدهای کسب و کار استراتژیک (SBUها) باید به گونه‌ای اجرا شود که منجر به موفقیت کلی هلدینگ شود (West et al, 2015).

با انتقال مفهوم تحلیل پرتفولیو از تئوری مالی به اقتصاد واقعی، شرکت‌های مشاوره مدیریت از قبیل گروه مشاوران بوستون (۱۹۷۰) ای. دی. لیتل (۱۹۷۸)، و مک‌کنزی (۱۹۷۴) رویکردهای پرتفولیوی را توسعه و رشد دادند (Bettis & Hall, 1981; Cummings & Daellenbach, 2009). آن‌ها غالباً از یک نمایش گرافیکی برای جایگاه‌یابی رقابتی کسب و کارهای هلدینگ، حمایت از تصمیم‌گیری با توجه به تخصیص منابع، تدوین استراتژی، تنظیم اهداف عملکردی و ارزیابی توازن پرتفولیو استفاده می‌کردند (Grant, 2010). این ماتریس‌ها بسیار محبوب شدند و بوسیله بسیاری از شرکت‌های بزرگ به ویژه در دهه ۱۹۷۰ مورد استفاده قرار گرفتند (Bettis & Hall, 1981; Haspeslagh, 1982; Wind & Mahajan, 1981). با این حال این مدل‌ها از همان ابتدا مورد انتقاد قرار گرفتند (Untiedt et al, 2012).

این انتقادات در سه دسته عمده قرار می‌گیرند: رد اعتبار مفاهیم پرتفولیو به طور کلی، زیر سوال بردن فرضیات زیربنایی و ابزارهای اصلی تحلیل پرتفولیو، انتقاد به کاربرد و استفاده نامناسب این ابزارها (Pidun et al, 2011).

جریان اول منتقدان اعتبار کلی مفاهیم پرتفولیو را زیر سوال می‌بردند. به طور عمده در مورد ریسک ساده‌سازی بیش از حد تصمیمات استراتژیک پیچیده و وابسته در شرکت‌های چند

کسب و کاره هشدار می دهند (Ansoff et al, 1982; Christensen et al, 1981). جریان دوم انتقادات بر فرضیات زیربنایی و ابزارهای اصلی مدیریت پرتفولیوی شرکت تمرکز دارند، شامل ابهام ذاتی در تعاریف واحدهای کسب و کار استراتژیک، بازارهای مرتبط، و محورهای ماتریس (Day, 1977). دیگر انتقادات این جریان به این اشاره دارد که ابزارهای پرتفولیوی موجود دیدگاه‌های مهمی از قبیل ریسک، قابلیت‌ها، طول عمر، و انتظارات رقابتی را کم دارند (Devinney & Stewart, 1988; Wensley, 1982). گروه آخر منتقدان در مورد کاربرد نامناسب یا ناقص ابزارهای CPM توسط مدیران شرکت مادر نگران بودند. این گروه هشدار دادند که مدیران ممکن است برای دستکاری کردن مرزهای محصول-بازار و پارامترهای ورودی به منظور نمایش مطلوب‌تر کسب و کارهایشان، و از این رو افزایش احتمال دریافت وجوه، توجه مدیریتی، و احترام و سوسه شده باشند (Day, 1977). وقتی که مدیران نتایج تحلیل پرتفولیو را بد تعبیر می کنند یا وفاداری شدیدی به استراتژی‌های عام بدون توجه به مقتضیات خاص کسب و کار دارند، ممکن است به علت عدم استفاده درست، ریسک برنامه‌ریزی نشده برای شرکت داشته باشد (Seeger, 1984).

انتقادات گسترده نیز منجر به ایده‌های جدیدی که به صورت مفهومی تفکر یا ابزارهای فعلی را ارتقا دهند، نشد. پژوهش‌ها انجام شده نیز بیشتر در ارتباط با مسائل خاص مانند استراتژی‌های تنوع (David et al, 2010; Hoskisson & Johnson, 1992)، ادغام و اکتساب (Chatterjee, 1992; Trautwein, 1990)، یا مزیت مادری (Campbell & Luchs, 1992; Goold et al, 1998) بوده است. بنابراین مدیریت پرتفولیوی کسب و کار به پژوهش‌هایی با نگاهی جامع‌تر و استراتژیک نیاز دارد. نیپا و همکارانش (۲۰۱۱) با بررسی ادبیات و تحقیقات مدیریت پرتفولیوی شرکت دریافتند قابل توجه‌ترین شکاف موجود در مورد CPM فقدان چارچوب‌های مفهومی، پیشرفت‌های مبتنی بر تئوری و توسعه تئوری‌های ویژه در مورد اهمیت این موضوع در بحث استراتژی سطح شرکت است.

در واقع شواهد موجود از دفاتر مرکزی شرکت‌های هلدینگ نشان می‌دهد همچنان به مدل‌ها و رویکردهای جدیدی که نگاهی استراتژیک و نه صرفاً مالی به پرتفولیو داشته باشند نیاز است. مدل‌هایی که به هلدینگ‌ها کمک کند تا بتوانند با نگاهی استراتژیک از تصمیمات مهم شرکت در زمینه تخصیص منابع به SBUها، اکتساب کسب و کار جدید و واگذاری برخی دیگر، و بهره‌برداری از هم‌افزایی‌ها و مزیت‌های مادری، پشتیبانی کند. در نتیجه سوال اصلی پژوهش

حاضر این است که چگونه می‌توان پرتفولیوی کسب‌وکارها در شرکت‌های هلدینگ را به صورت استراتژیک مدیریت کرد؟ در این راستا از راهبرد نظریه‌پردازی داده بنیاد کلاسیک به منظور ارائه تبیین جدید و استراتژیک جهت مدیریت پرتفولیوی شرکت استفاده شده است.

### ۱. مبانی نظری

امروزه اکثر شرکت‌های بازرگانی در بیش از یک محصول یا کسب‌وکار وارد شده‌اند. آنها ممکن است به سادگی با یک محصول یا یک کسب‌وکار منحصر به فرد شروع کرده اما در ادامه در پاسخ به فرصت‌های رشد جذاب متنوع شده باشند. اینگونه شرکت‌ها متنوع شده که توان اعمال نفوذ کنترلی بر کسب‌وکارهای خود را داشتند هسته ابتدایی شکل‌گیری هلدینگ‌ها را شکل دادند (رحمان سرشت و فتح الهی، ۱۳۸۹). ویژگی عمده هلدینگ‌ها ایجاد شرایط مناسب برای تمرکز زدایی است. این شرکت‌ها مستقیماً در بازار رقابت نمی‌کنند، بلکه این کار را توسط واحدهای کسب‌وکارهایشان انجام می‌دهند. واحدهای کسب‌وکار شرکت لزوماً به یک رشته از صنعت و بازار محدود نمی‌شوند با این وجود استراتژی یک شرکت موفق معمولاً دامنه کسب‌وکارها را به طریقی محدود می‌کند. در این راستا استراتژی هلدینگ به ترکیبی از واحدهای کسب‌وکار محدود می‌شود که در کنار یکدیگر ایجاد هم‌افزایی کنند (Segev, 1995). از این‌رو مدیریت و تدوین استراتژی در این سازمان‌های متنوع و چند کسب‌وکاره در حال حاضر چالش بزرگی است.

استراتژی هلدینگ با انتخاب‌هایی از قبیل کدام واحدهای کسب‌وکار خریداری شود، چه مسیر و جهتی را سازمان دنبال کند و چگونه منابع به صورت کارآمد در بین فعالیت‌های کسب‌وکارهای چندگانه تخصیص داده شود، مرتبط است. این استراتژی مربوط به دامنه یک شرکت و چگونگی ایجاد ارزش برای کسب‌وکارهای آن است. مسائل استراتژی هلدینگ شامل دامنه جغرافیایی، تنوع محصولات یا خدمات، اکتساب کسب‌وکارهای جدید، و چگونگی تخصیص منابع بین کسب‌وکارهای مختلف سازمان است (Johnson et al, 2014). اما در سازمان‌های امروزی، تجزیه و تحلیل پرتفولیو بیش از همه در تدوین استراتژی سطح شرکت و کمک به بازبینی واحدهای کسب‌وکار آن، کاربرد دارد. مدیریت پرتفولیو به منظور نمایش شرکتی با چند واحد کسب‌وکار، ترسیم یا طبقه بندی کسب‌وکارهای مختلف پرتفولیوی شرکت و تعیین اثرات آن برای مدیریت عالی شرکت از تکنیک‌های متفاوتی

استفاده می‌کند. برحسب آمیزه کسب و کارهای ایجاد شده و در حال ایجاد، سازگاری درونی بین ایجاد نقدینگی و مصرف آن، راهنمایی‌های عمده درباره خرید واحدهای کسب و کار، سرمایه‌گذاری در حرکت‌های جدید و واگذاری کسب و کارهای موجود، شرکت می‌تواند در پرتفولیوی خود توازن ایجاد کند (Johnson et al, 2014).

### ۱-۱. مدیریت و تحلیل پرتفولیو

تجزیه و تحلیل ماتریسی که نقطه شروع تدوین استراتژی سطح شرکت است و از آن برای تشخیص ترکیب موجود واحدهای کسب و کار استفاده می‌شود، عملیات تدوین استراتژی در سطح خرد و کلان شرکت را تسهیل می‌کند. مدیریت عالی با تمرکز بر هر واحد کسب و کار، موقعیت آن را در ماتریسی که فرصت‌های محیط صنعتی و توان رقابتی را نشان می‌دهد، به دقت تعیین می‌کند. نمایش واحد کسب و کار توسط ماتریس در سطح شرکت، اطلاعات و ابزار لازم برای کنترل، ارزیابی تصمیم‌گیری راجع به جهت‌های کلی واحد و تصمیم‌گیری درباره تخصیص منابع عمده را تامین می‌کند (Hax & Majluf, 1983; Pidun et al, 2011).

هر ابزار تمرکز کمتر یا بیشتری بر روی یکی از سه شاخص زیر دارند:

- تعادل پرتفولیو، به عنوان مثال در رابطه با بازارها و نیازهای شرکت.
  - جذابیت واحدهای کسب و کار در پرتفولیو در این زمینه که سودآوری آنها چگونه است یا اصلاً سودآور هستند و سرعت رشدشان چگونه است؛
  - درجه تناسب که واحدهای کسب و کار با یکدیگر از نظر پتانسیل هم‌افزایی دارد یا میزانی که شرکت مادر برای نگهداری از آنها خوب عمل خواهد کرد.
- از سال ۱۹۷۰ تا کنون چندین تکنیک پرتفولیو تدوین شده است. اگرچه همه مدل‌های پرتفولیو ابزارهای برنامه‌ریزی بوده و به ارزیابی و تدوین استراتژی سطح شرکت کمک می‌کنند، اما برای مقاصد متفاوتی ابداع و بکار گرفته شده‌اند. اما می‌توان گفت هر یک از مدل‌ها تمرکز کمتر یا بیشتری بر روی یکی از سه شاخص زیر دارند:

- تعادل پرتفولیو، به عنوان مثال در رابطه با بازارها و نیازهای شرکت.
- جذابیت واحدهای کسب و کار در پرتفولیو، با این دیدگاه که سودآوری آنها چگونه است یا اصلاً سودآور هستند و سرعت رشدشان چگونه است؛

- درجه تناسب که واحدهای کسب‌وکار با یکدیگر از نظر پتانسیل هم‌افزایی دارند یا میزانی که شرکت هلدینگ برای نگهداری از آنها خوب عمل خواهد کرد. علاوه بر این رویکردهای پرتفولیو عملاً در موارد ایجاد واژگان مشترک، ارائه ابزارهای گرافیکی به مدیران شرکت کمک می‌کنند. در حالیکه ماتریس رشد-سهم بازار BCG با جذابیت بازار و موقعیت رقابتی و براساس تنها یک متغیر در هر بعد ارائه شد، چارچوب‌هایی از قبیل GE-مک کنزی شاخص‌های چندگانه ماتریس جذابیت صنعت-قوت کسب‌وکار را معرفی کردند (Bettis & Hall, 1981). اگرچه ابزارهای سنتی پرتفولیوی شرکت متغیرهای مختلفی را در نظر گرفتند، اما همه آنها در نهایت تنها براساس دو متغیر شکل گرفته‌اند: شرایط بازار (بعد جذابیت) و توان شرکت به نسبت رقبا (بعد موقعیت رقابتی) (Hambrick & MacMillan, 1982). برخی از مهمترین رویکردها و ابزارهای مدیریت پرتفولیو عبارتند از:

- ماتریس رشد-سهم بازار، BCG
- مدل GE-مک کنزی
- مدل شل - DPM
- مدل پرتفولیوی تکامل محصول-بازار
- مدل چرخه عمر ADL
- مدل ریسک-بازده

مدل‌های پورتفولیو، ماتریس‌هایی هستند که هر کدام به نوعی وضعیت و موقعیت شرکت‌ها و واحدهای کسب‌وکار را براساس متغیرهای استراتژیک مختلف مورد ارزیابی و سنجش قرار داده و به تناسب نتایج حاصله، استراتژی مورد نظر را توصیه می‌نمایند. این قبیل ماتریس‌ها تنها ابزارهایی در اختیار مدیران و استراتژیست‌ها هستند تا بر اساس آن به شبیه‌سازی فضای تصمیم‌های استراتژیک پرداخته و بهترین تصمیم و گزینه ممکن را بدست آورند (Segev, 1995).

اما رویکرد تجزیه و تحلیل ماتریسی از زمان ارائه تا کنون در معرض حمله و انتقاد بوده است. این رویکرد قبل از آنکه به قدر کافی توسط پژوهشگران دانشگاهی مورد بررسی قرار گیرد، در بخش کسب‌وکار، پرورنده و توسط مشاورین مدیریت و صنعت به اجرا گذاشته شده است. در واقع رویکرد ماتریس پرتفولیو به عنوان جانشین معیار کاملاً انتقاد برانگیز بازده سرمایه‌گذاری که در اوایل دهه ۱۹۶۰ طرفداران زیادی داشت، مطرح شد (Untiedt et al,

2012). این سوال توسط ونزلی (۱۹۸۱) مطرح شد که آیا رویکرد ماتریس پرتفولیو چیزی بیش از «سرمایه گذاری در سودآورترین زمینه‌هاست؟» پاسخ به این سوال مثبت است اما به یک شرط؛ سودآوری، نیروی محرکه است، اما از آنجا که افق‌های مختلف برنامه‌ریزی، محدودیت‌های جریان نقدی و سطوح قابل قبول ریسک، ممکن است محدودیت‌هایی را بر سودآوری تحمیل کنند، لذا این رویکرد در حقیقت «سرمایه گذاری در بادوام ترین زمینه‌های سودآور» است (Wensley, 1981).

در حالیکه اهالی صنعت و مشاوران شاخص‌های ماتریس‌های CPM را ابزارهایی مفید و قابل فهم برای برنامه‌ریزی شرکت و به ویژه تخصیص منابع می‌دانند (Pidun et al, 2011)، پذیرش و ارزیابی آنها بوسیله برخی مجامع علمی به شدت منفی است. با این حال بررسی دقیق‌تر برخی از الگوهای جالب در طول زمان را روشن می‌سازد که در جدول ۱ به آن پرداخته شده است. مجلات پژوهشی به ندرت مقالاتی که به معرفی و تبیین روش‌شناسی‌ها و ابزارها می‌پردازد را منتشر می‌کنند (گزاره‌هایی از ابزارهای CPM). در عوض در اوایل دهه ۱۹۸۰ ماتریس‌های CPM مقبولیت گسترده‌ای بین شرکت‌ها و مدارس کسب و کار پیدا کردند و بارها مورد آزمون قرار گرفتند (بررسی و ارزیابی ابزارهای CPM). در همین زمان محققانی نیز به بررسی جنبه‌های مختلف استفاده از CPM در شرکت‌های چندکسب و کاره بزرگ پرداختند (بررسی کاربردهای CPM) (Nippa et al, 2011).

امروزه دیگر اثبات شده است که دانش علمی در مورد کاربرد CPM و فرایندهای تصمیم‌گیری استراتژیک مرتبط به آن ناچیز و منسوخ است. از اینرو لزوم انجام مطالعات تجربی که تحلیل کند مدیران شرکت‌های چندکسب و کاره چگونه پرتفولیوی شرکتشان را مدیریت کنند، به روشنی مشخص است. نظر مدیران و تصمیم‌گیران هلدینگ‌ها در مورد رویکرد فعلی‌شان به CPM چیست و برای پر کردن کمبودها و شکاف‌های موجود از قبیل چالش‌های جدید برای CPM که بوسیله مفاهیم و ابزارهای موجود پوشش داده نمی‌شود، به چه نیاز دارند؟ قابلیت‌های سازمانی و مهارت‌های مدیریتی که مورد نیاز اجرای موثر CPM چیست؟ پویایی‌های تصمیم‌گیری در زمینه CPM چیست؟

جدول ۱. مهم‌ترین تحقیقات علمی در زمینه CPM

گزاره‌هایی از ابزارهای CPM (تشریح و اثبات تجربی)		
	موريسن و ونزلی (۱۹۹۱)	هندرسون (۱۹۷۰) هندرسون (۱۹۷۳) هدلی (۱۹۷۷) ویند و ماهاجان (۱۹۸۱) هاپسلاگ (۱۹۸۲) هکس و مجلوف (۱۹۸۳)
ارزیابی ابزارهای CPM (C=انتقاد؛ e=ارتقا و بهبود)		
دی (۱۹۷۷) - C	پروکتر و کیچن (۱۹۹۰) - C, e موريسن و ونزلی (۱۹۹۱) - C, e اسلاتر و ازویرلین (۱۹۹۲) - C آرمسترانگ و برودی (۱۹۹۴) - C	کریستنسن و همکاران (۱۹۸۱) - C, e ونزلی (۱۹۸۱) - C, e انسف و همکاران (۱۹۸۲) - C, e برکسدیل و هریس (۱۹۸۲) - C, e همبریک و مک‌میلان (۱۹۸۲) - C, e همبریک و همکاران (۱۹۸۲) - C, e مک‌میلان و همکاران (۱۹۸۲) - C, e ونزلی (۱۹۸۲) - C, e بتیس و هال (۱۹۸۳) - C, e هکس و مجلوف (۱۹۸۳) - C, e ویند و همکاران (۱۹۸۳) - C درکیندرن و کروم (۱۹۸۴) - C سیگر (۱۹۸۴) - C دوینی و استوارت (۱۹۸۸) - C, e
نیپا و همکاران (۲۰۱۱) - e آنتاید و همکاران (۲۰۱۲) - e آنتاید و نیپا (۲۰۱۳) - e	آرمسترانگ و گرین (۲۰۰۷) - C	
بررسی اجرای CPM (فرایندها و کاربرد ابزار)		
	موريسن و ونزلی (۱۹۹۱) ون دی ولتن و انسف (۱۹۹۸)	بتیس و هال (۱۹۸۱) هاپسلاگ (۱۹۸۲) بتیس و هال (۱۹۸۳)

۲۰۱۰

۲۰۰۰

۱۹۹۰

۱۹۸۰

۱۹۷۰

## ۱-۲. مفهوم دوسوتوانی

به صورت دوره‌ای در تحقیقات علمی موضوعی ظهور می‌کند که توجه پژوهشگران را به خود جلب می‌کند و منجر به فوران مطالعه و تحقیق در آن زمینه می‌شود. در مطالعات سازمان و مدیریت، به نظر می‌رسد دوسوتوانی سازمانی چنین موضوعی است. کلمه دوسوتوانی از دو واژه لاتین «Ambi» به معنای دوسو (دوسمت) و «Dexterity» به معنای چیرگی و مهارت (چابکی) تشکیل شده است. در سطح روانشناسی و رفتاری افرادی که توانایی استفاده از هر دو دست خود با مهارت‌های مساوی را دارا می‌باشند افرادی دوسوتوان نامیده می‌شوند. ریشه‌های دوسوتوانی، به عنوان یک مفهوم سازمانی ثابت شده است. رابرت دانکن (۱۹۷۶) برای اولین بار از ساختار دوسوتوان به عنوان راهی برای توصیف یک ساختار دوگانه استفاده



کرد. مارچ (۱۹۹۱)، یادگیری سازمانی را در قالب یادگیری اکتشافی و بهره‌بردار مطرح نمود که نقطه شروع تحقیقات زیادی در زمینه یادگیری شد. اما اریلی و تاشمن (۱۹۹۶) اولین کسانی بودند که براساس تحقیقات انجام شده توسط دانکن (۱۹۷۶) و مارچ (۱۹۹۱) نظریه دوسوتوانی سازمانی را مطرح کردند (Birkinshaw & Gupta, 2013).

تاشمن و اریلی (۱۹۹۶) پس از بررسی اینکه چگونه برخی شرکت‌ها برای بقا و تغییر بیش از چند دهه مدیریت می‌شوند، پیشنهاد کردند که سازمان‌ها برای دوسوتوان شدن به بهره‌برداری و کاوش همزمان نیاز دارند (Tushman & O'Reilly, 1996). جیمز مارچ (۱۹۹۱) اشاره می‌کند که چالش بنیادی شرکت داشتن انطباق و سازگاری به صورت همزمان و نیاز برای بهره‌برداری از دارایی‌ها و قابلیت‌های موجود و هم مهیا شدن برای جستجوی کافی جهت اجتناب و جلوگیری از نامربوط شدن بوسیله تغییرات در بازارها و تکنولوژی‌ها بود. از نظر مارچ (۱۹۹۱)، بهره‌برداری در مورد کارایی، کنترل، قطعیت، و کاهش انحراف است، در حالیکه کاوش در رابطه با تحقیق، اکتشاف، استقلال و نوآوری است. وی معتقد است، «مشکل اساسی روبروی یک سازمان بهره‌برداری کافی برای اطمینان از امکان ادامه حیاتش و در همان زمان، اختصاص انرژی کافی برای کاوش جهت اطمینان از امکان ادامه حیاتش در آینده است». مشکل دستیابی به این تعادل و توازن به دلیل طرفداری از بهره‌برداری با قطعیت و اطمینان بیشتر و موفقیت کوتاه مدتش است. ماهیت کاوش، ناکارا است و با یک افزایش غیرقابل اجتناب در تعداد ایده‌های بد مرتبط است. با این حال، بدون مقداری تلاش برای کاوش، شرکت‌ها در مواجهه با تغییر به احتمال زیاد شکست می‌خورند (March, 1991).

در این راستا شرکت‌های هلدینگ نیز برای رسیدن به سودآوری در کوتاه مدت و رشد مستمر در بلندمدت نیازمند دوسوتوانی هستند. اما سوال اساسی این است که با توجه به ساختار و چارچوب‌های شرکت‌های هلدینگ چگونه می‌توانند دوسوتوان شوند؟ تحقیق حاضر با پاسخ به این سوال و مطرح کردن پرتفولیوی دوسوتوان مشارکت نظری مهمی در ایجاد هلدینگ‌های دوسوتوان بر مبنای مدیریت پرتفولیو دارد.

## ۲. روش شناسی تحقیق

این تحقیق از نظر مبانی فلسفی، تفسیری و از نظر رویکردی استقرایی و روش آن کیفی است. جمع‌آوری داده با استفاده از مصاحبه عمیق نیمه ساختار یافته با مدیران و خبرگان فعال در

شرکت هلدینگ کشور انجام شده است. خبرگان با استفاده از نمونه‌گیری نظری انتخاب می‌شدند. برای این اساس تا رسیدن به اشباع نظری با ۲۲ خبره از ۱۳ شرکت هلدینگ مصاحبه شد. راهبرد مورد استفاده تحقیق نیز نظریه‌پردازی داده بنیاد کلاسیک است که از جمله استراتژی‌های کیفی نظریه‌پردازی است. بر مبنای راهبرد نظریه‌پردازی داده بنیاد، جهت بررسی اعتبار و روایی یافته‌ها نیز از دو روش تطبیق توسط اعضا و ارزیابی همکار استفاده شده است. اصولاً در پژوهش‌ها هنگامی سراغ نظریه‌پردازی داده بنیاد می‌رویم که نیازمند یک نظریه یا تبیین کلی از یک فرایند هستیم. در زمانی که نظریه‌های موجود، به مشکل مورد نظر محقق یا مشارکت‌کنندگان تحت مطالعه نمی‌پردازند، نظریه‌پردازی داده بنیاد یک نظریه خلق می‌کند (Glaser & Holton, 2005). مسئله این پژوهش بر مبنای بررسی ادبیات حوزه مدیریت پرتفولیوی شرکت‌های هلدینگ (CPM) شرکت و کاستی‌ها و انتقادات از مدل‌های موجود CPM شکل گرفت. همان‌گونه که پیشتر به آن اشاره شد مدل‌های CPM موجود از زمان ارائه تا کنون در معرض حمله و انتقاد بوده است. بنابراین سوالی که پیش می‌آید این است که، مدیریت موثر پرتفولیو در شرکت‌های هلدینگ چگونه است؟ ویژگی‌ها و پویایی‌های یک پرتفولیوی بهینه در شرکت‌های هلدینگ چه هستند؟

از اینرو با توجه به مسئله این پژوهش و انتقاداتی که به نظریه‌ها و مدل‌های موجود CPM وارد است و نارضایتی‌هایی که در استفاده از آنها وجود دارد این پژوهش با استفاده از نظریه‌پردازی داده بنیاد سعی در تولید و ارائه یک نظریه کاربردی و جدید در زمینه CPM دارد.

## ۲-۱. کدگذاری داده‌ها

فرایند تحلیل که همزمان با جمع‌آوری داده‌ها شروع می‌شود شامل استراتژی‌های کدگذاری، یعنی خرد کردن مصاحبه‌ها، مشاهدات و دیگر شکل‌های داده‌ها به واحدهای معنایی مجزایی که به منظور خلق مفاهیم برای آنها عناوینی در نظر گرفته می‌شود، است. این مفاهیم ابتدا در مقوله‌هایی توصیفی خوشه بندی می‌شوند، سپس بر مبنای روابط متقابل ارزیابی مجدد می‌شوند و از طریق مجموعه‌ای از گام‌های تحلیلی به تدریج درون مقوله‌های سطح بالاتر یا محوری قرار می‌گیرند (گولدینگ، ۱۳۹۴).

در روش نظریه‌پردازی داده بنیاد جمع‌آوری و تحلیل داده‌ها به صورت هم‌زمان تا ظهور نظریه پیش می‌رود. بنابراین پس از اتمام اولین مصاحبه، فرایند پیاده‌سازی مصاحبه و

کدگذاری باز شروع شد. در این مرحله مصاحبه‌های ضبط شده، تایپ گردید سپس مطالب خط به خط خوانده شد و به هر قسمت از داده‌ها (که ممکن است یک کلمه، خط یا پاراگراف باشند) یک برچسب و شناسه منحصر به فرد اختصاص دادیم. این تکه از داده‌ها که در واقع واژه کوتاه توصیف کننده عبارات و کلمات هستند «کد» یا «واقع» نامیده می‌شود. چندین کد، یک مفهوم را شکل می‌دهند. هنگام بررسی کدها همواره این پرسش مطرح بود: این کد، چه مقوله‌ای را نشان می‌دهد؟ یا این کد، کدام ویژگی مقوله را نشان می‌دهد؟ و در نهایت، دغدغه اصلی شرکت کنندگان چیست؟ (Glaser, 1998).

همچنین به موازات جمع‌آوری داده‌ها، مقایسه مستمر و یادداشت برداری، به عنوان دو ویژگی کلیدی نظریه داده بنیاد، انجام گرفت. لازم به ذکر است این دو فعالیت در تمام طول پژوهش اجرا شد و صرفاً مختص به این مرحله نبوده است.

کدگذاری باز تا زمان شناسایی مقوله اصلی ادامه یافت. مقوله اصلی دل‌نگرانی و دغدغه اصلی شرکت کنندگان است. چند معیار برای انتخاب یک مقوله به عنوان مقوله اصلی وجود دارد که مهمترین آنها عبارتند از: مرکزی بودن، مرتبط بودن به سایر مقوله‌ها، اتفاق افتادن مکرر در داده‌ها و صرف زمان بیشتر برای اشباع شدن (Glaser, 1978). پس از بررسی معیارهای فوق می‌توان گفت «پرتفولیوی دوسوتوان» به عنوان مقوله اصلی شناسایی شد. در مرحله کدگذاری انتخابی، کدگذاری صرفاً برای مقوله اصلی و مقوله‌های مرتبط به آن صورت می‌گیرد و داده‌های نامرتبط حذف می‌شوند. ادامه نمونه‌گیری‌ها نیز با هدف توسعه نظریه انجام می‌شود. کدگذاری انتخابی تا زمان رسیدن به اشباع نظری مقوله اصلی و مقوله‌های مرتبط ادامه می‌یابد. اشباع زمانی اتفاق می‌افتد که ویژگی‌های بیشتر و جدیدتری از داده‌ها حاصل نشود و وقایع به ندرت نشانگرهای جدیدی برای ویژگی‌های موجود ارائه دهند (Glaser, 1978).

در نهایت کدگذاری نظری مفاهیم ایجاد شده را به هم مرتبط می‌کند. در واقع در مرحله کدگذاری جوهری که شامل کدگذاری باز و انتخابی بود به دسته بندی، طبقه بندی و در واقع تکه تکه کردن داده‌ها پرداختیم، اما در مرحله کدگذاری نظری برای ظهور نظریه، مفاهیم را به یکدیگر مرتبط و یکپارچه می‌کنیم.

### ۳. یافته‌های نظری

ایجاد پرتفولیویس از قابلیت‌ها به جای پرتفولیویی از کسب و کارها به عنوان یک بینش کلیدی در مدیریت پرتفولیوی شرکت‌های هلدینگ یافته شد. با توجه به محیط پویای امروزی و شکست‌های پر سروصدای هلدینگ‌های بزرگ، مدیران به این نتیجه رسیده‌اند که برای مدیریت و تحلیل کسب و کارهای خود باید ریشه‌ای‌تر برخورد کنند. در واقع متغیرهای مالی از قبیل سود، ریسک، بازده و... متغیرهایی هستند که خود پی‌آمد متغیرهای بنیادی‌تری مثل قابلیت‌ها و شایستگی‌های SBU است. برای مثال یکی از مدیران اظهار می‌کند:

- ما کاملاً راجع پرتفولیویی صحبت می‌کنیم که پرتفولیوی پربازده نبوده پرتفولیویی بوده از قابلیت‌ها که بیزنس‌ها بتوانند در رقابت با بیزنس‌های دیگر خودشان را جلو ببرند.

- یا مدیری دیگر می‌گوید:

- در زاویه نگاه ما آن نقطه شروع لزوماً قرار نیست پول ساز یا به تنهایی سودآور باشد. چون من دارم قابلیت‌های زنجیره ارزشم را تکمیل می‌کنم.

- یا مدیری در مورد اکتساب‌های خود این‌گونه اظهار نظر می‌کند:

- در اکتساب‌ها دیدگاه این است که دانش و قابلیت انباشته و تجمیع شده یک شرکت مهندسی معتبر بین‌المللی را بگیریم و تملک کنیم.

از این‌رو مدیران صرفاً به دنبال شکل دادن به یک پرتفولیوی پربازده از کسب و کارها نیستند. هدف و تلاش این است که پرتفولیویی از قابلیت‌هایی را شکل دهند که تا سالیان متمادی از بازده کوتاه‌مدت و رشد بلندمدت آن منتفع شوند.

اما موضوع مهم، ترکیب و نوع قابلیت‌های موجود در پرتفولیوی است. دسته‌بندی کلی قابلیت‌هایی که در مرحله کدگذاری باز پدیدار شد «کاوش» و «بهره‌برداری» هستند که در درون پرتفولیوی و کسب و کارها و حتی مرکز هلدینگ به شکل‌های مختلفی وجود دارند. وجود همزمان و متعادل این دو قابلیت در درون پرتفولیو، «پرتفولیوی دوسوتوان» را برای یک هلدینگ شکل می‌دهد. بطوریکه پرتفولیوی دوسوتوان دستیابی به رشد بلندمدت و سود کوتاه‌مدت را برای شرکت امکان‌پذیر می‌سازد.

از طرفی در بحث مدیریت پرتفولیو دو نکته و چالش اساسی وجود دارد: اول، تحلیل

SBUهای موجود چگونه باشد؛ دوم بررسی برای ورود به عرصه‌های جدید و اضافه کردن

SBU به پرتفولیو بر چه مبنایی استوار باشد. با توجه به تعریف پرتفولیو به عنوان سبدهی از

قابلیت‌ها، بیشترین تحلیل‌ها و مطالعات امکان‌سنجی مصاحبه‌شوندگان روی شناسایی و بررسی قابلیت‌های موجود و مورد نیاز پرتفولیو و برقراری توازن بین آنها شکل می‌گرفت.

جدول ۲. ظهور مقوله اصلی - پرتفولیوی دوسوتوان

مقوله اصلی	مقوله	مقوله
پرتفولیوی دوسوتوان	توازن قابلیت‌ها	توانمندی‌ها
		نیازمندی‌ها

### ۳-۱. توازن قابلیت‌ی پرتفولیو

بحث توازن پرتفولیو از همان ابتدا تقریباً در تمامی مدل‌های مدیریت پرتفولیوی شرکت مطرح بوده است. هندرسون (۱۹۷۰) معتقد بود پرتفولیوی شرکت مناسب باید با توجه به جریان‌های نقدی داخلی متوازن شده باشند. بعد از وی نیز اکثر مدل‌ها توازن پرتفولیو را براساس متغیرهای مالی تعریف کردند. اما صاحب‌نظران مدیریت حتی در زمانی که بازارهای سرمایه خارجی ناکارآمدند، این فرض را زیر سؤال می‌برند، و انتقاد می‌کنند که «بازار سرمایه به عنوان یک منبع مالی تقریباً در برخی از رویکردها نادیده گرفته شده است» (Wensley, 1981). اما به دور از انتقاد و طرفداری از بحث تأمین مالی داخلی یا خارجی یافته پژوهش در اینجا این است که متغیرهای مالی پرتفولیو، نتیجه و پیامد یک سری قابلیت و شایستگی موجود در پرتفولیو است. بنابراین برای تحلیل ریشه‌ای‌تر باید به متوازن کردن آن قابلیت‌ها پرداخت تا به اهداف مناسب مالی نیز دست یافت.

بنابراین منظور از توازن پرتفولیو در یک پرتفولیوی دوسوتوان، متوازن سازی دو قابلیت اصلی «کاوش» و «بهره‌برداری» موجود در تک تک SBUها است. در راستا تحلیل توازن پرتفولیو ابتدا باید تحلیل شود چه توانمندی‌هایی در تک تک SBUها وجود دارد و در مقابل هر کدام به چه قابلیت‌هایی نیاز دارند تا بتوان توازن را ایجاد نمود. در ادامه چگونگی شکل‌گیری مقوله توانمندی‌ها و نیازمندی‌های SBU به دو قابلیت کاوش و بهره‌برداری و ماتریس‌های ارزیابی آنها تشریح می‌گردد.

### ۳-۱-۱. تحلیل توانمندی‌های پرتفولیو

برای تحلیل پرتفولیو ابتدا باید تک تک SBU براساس دو قابلیت کلیدی کاوش و بهره‌برداری

مورد بررسی قرار گیرند.

در جدول ۳ چگونگی شکل‌گیری مقوله «توانمندی‌های SBU»، زیرمقوله‌های قابلیت کاوش و بهره‌برداری و ویژگی‌ها، پیامدها و شاخص‌های شناسایی آنها آورده شده است.

جدول ۳. ظهور زیرمقوله‌ها، ویژگی‌ها، پیامدها و شاخص مقوله «توانمندی» SBU

مقوله	زیرمقوله	ویژگی‌ها	پیامد	شاخص
توانمندی SBU	قابلیت بهره‌برداری	تولید مستمر، مدیریت کارا، بهره‌وری، رشد منحنی تجربه، استفاده از تمام ظرفیت تولید، تولید سهل، صرفه به مقیاس	سود با ثبات، کارایی، سود مطلوب، هزینه سرمایه‌گذاری کم، حاشیه سود مناسب، نقدینگی، ارزش فعلی مناسب	سود
	قابلیت کاوش	توسعه، نوآوری، خلق ارزش منحصر به فرد، بازار آینده، افزایش ارزش، فرایندها و محصولات جدید	رشد مستمر، رشد بلندمدت، رشد آتی، رشد بازار، پتانسیل سودآوری آتی	رشد

با ظهور مقوله «توانمندی SBU» و زیرمقوله‌های قابلیت کاوش و بهره‌برداری با ادامه مصاحبه ابعاد مختلف آنها از قبیل ویژگی‌ها، پیامدها و نهایتاً شاخص‌های شناسایی آنها روشن شد. شاخص سود نشان دهنده SBUهای بهره‌بردار و شاخص رشد نشان دهنده SBUهای کاوشی است. تحلیل سود در دفتر مرکزی هلدینگ‌ها در مقابل میزان هزینه سرمایه‌گذاری در آن SBU مورد تحلیل قرار می‌گیرد. این رویکرد با اصل تئوری مالی مدرن نیز که خواستار آن است که یک شرکت فقط از فرصت‌های سرمایه‌گذاری استفاده کند که ارزشی بالاتر از هزینه سرمایه ایجاد کند، تطابق دارد (Carlesi et al, 2007).

با استفاده از دو شاخص به دست آمده از مسیر استقرایی پژوهش و گذاشتن آنها روی دو بعد، «ماتریس توانمندی» شکل گرفت.

بالاتر از هزینه سرمایه ↑ سود ↓ پایین‌تر از هزینه سرمایه	SBU بهره‌بردار	SBU دوسوتوان
	نیازمند احیا و بهبود	SBU کاوشی
	کم ← رشد آتی → زیاد	

شکل ۱. ماتریس توانمندی

## 1. Capability Matrix

بر اساس ماتریس توانمندی، واحدهایی که سودآوری آنها بالاتر از هزینه سرمایه است اما رشد آتی کمی دارند دارای قابلیت بهره‌برداری هستند و به آنها SBU بهره‌بردار اطلاق می‌شود. در مقابل واحدهایی که رشد آتی زیادی دارند اما سودآوری آنها پایین‌تر از هزینه سرمایه است دارای قابلیت کاوش بوده و SBU کاوشی هستند. اما SBUهای دوسوتوان که هر دو قابلیت کاوش و بهره‌برداری را به صورت همزمان دارند واحدهایی هستند که رشد آتی زیاد و سودآوری بالاتر از هزینه سرمایه دارند. در نهایت واحدهایی که نه رشد آتی خوبی دارند و نه سودآوری بالاتر از هزینه سرمایه نیازمند احیا و بهبود هستند و قابلیت‌های مناسبی ندارند. اگر شرکت هلدینگ بتواند با استفاده از مزیت‌های مادری خود این واحدها را نوسازی کند ننگه داشتن آنها در پرتفولیو توجیه پذیر است.

### ۳-۱-۲. تحلیل نیازمندی‌های پرتفولیو

بعد از شناسایی توانمندی‌های موجود در تک تک SBUها و جایابی آنها در ماتریس توانمندی، شمایی کلی از قابلیت‌های موجود در پرتفولیو هلدینگ به دست می‌آید. در این مرحله دفتر مرکزی هلدینگ برای مدیریت راهبردی پرتفولیو باید بداند نیازمندی‌های SBUهای پرتفولیو چیست. در جدول ۴ چگونگی شکل‌گیری مقوله «نیازمندی‌های SBU»، زیرمقوله‌های نیاز به کاوش و بهره‌برداری و ویژگی‌ها، پیامدها و شاخص‌های شناسایی آنها آورده شده است.

جدول ۴. ظهور زیرمقوله‌ها، ویژگی‌ها، پیامدها و شاخص مقوله «توانمندی SBU»

مقوله	زیرمقوله	نیازها	بستر	شاخص
نیازمندی SBU	نیاز به قابلیت بهره‌برداری	ارزش افزوده، بهره‌وری، بهینه‌سازی عملیات داخلی، ظرفیت اقتصادی تولید	رقابت شدید، رقابت فزاینده، تعداد زیاد رقبای ورود رقبای جدید، واردات زیاد	شدت رقابت صنعت
	نیاز به قابلیت کاوش	توسعه، نوآوری، انطباق‌پذیری، تغییر فناوری، تغییر بازار	روند سریع تغییر فناوری، تغییر روندهای آتی، آینده صنعت، پیش‌بینی آینده، تحولات سریع بازار	روند تغییرات صنعت

با ظهور مقوله نیازمندی پرتفولیو و مشخص شدن زیرمقوله، نیازهای واحدها و بستر اقتضایی آن، شاخص‌های شناسایی آن نیز مشخص شد. در واقع مسیر استقرایی ظهور مقوله نیازمندی SBU نشان دهنده یک رویکرد اقتضایی به نیاز به قابلیت‌های کاوش و بهره‌برداری

است. SBUها بسته به شرایط محیطی و صنعتی که در آن فعالیت می‌کنند نیازمندی‌های مختلفی دارند. براین اساس شاخص‌های شدت رقابت صنعت و سرعت روند تغییرات صنعت محیط اقتصادی و قابلیت‌های مورد نیاز را براساس «ماتریس نیازمندی»<sup>۱</sup> مشخص می‌کند.

شدت رقابت ↑ زیاد ↓ کم	بهره‌برداری	دوستوان (بهره‌برداری و کاوش همزمان)
	دارایی‌ها و امتیازات انحصاری	کاوش
	روند تغییرات صنعت ← کند	سریع →

شکل ۲. ماتریس نیازمندی

براساس ماتریس نیازمندی، واحدهایی که در محیطی فعالیت می‌کنند که شدت رقابت صنعت زیاد و روند تغییرات صنعت سریع است برای رسیدن به عملکرد مطلوب نیازمند دوستوانی و داشتن همزمان قابلیت‌های کاوش و بهره‌برداری هستند. واحدهایی که در صنعتی فعالیت می‌کنند که شدت رقابت در آن زیاد اما روند تغییرات کند است برای رقابت به قابلیت بهره‌برداری نیاز دارند. از طرفی واحدهایی که شدت رقابت در صنعتشان کم اما روند تغییرات صنعت بسیار سریع است نیازمند قابلیت کاوش می‌باشند. نهایتاً واحدهایی که در صنایع کمتر رقابتی با روند تغییرات کند، فعالیت می‌کنند کمتر به قابلیت‌های کاوش و بهره‌برداری نیاز دارند. محیط این واحدها با دارایی‌ها و امتیازات انحصاری مانند پتنت، امتیازات، اسرار تجاری و... برایشان رانت ایجاد می‌کند.

### ۳-۱-۳. تحلیل توازن پرتفولیو

تحلیل توازن پرتفولیو یکی از مهمترین چالش‌های مدیریت پرتفولیو در شرکت‌های هلدینگ است. براساس یافته‌های این پژوهش توازن مناسب، توازن بین قابلیت‌های کاوش و بهره‌برداری در سطح پرتفولیو است. توانمندی‌ها و نیازمندی‌های پرتفولیو به دو قابلیت کاوش و بهره‌برداری با استفاده از دو ماتریس توانمندی و نیازمندی مورد شناسایی قرار گرفت. با



ترکیب خروجی این دو ماتریس شمای بهتری از توازن پرتفولیو بدست می آید.

نیازمندی‌ها	انحصار	احیا با دارایی‌های انحصاری اهرم قابلیت کاوش	احیا با دارایی‌های انحصاری اهرم قابلیت بهره‌برداری	احیا با دارایی‌های انحصاری اهرم قابلیت دوستوانی	احیا با دارایی‌های انحصاری
	دوستوانی	نیاز به قابلیت بهره‌برداری	نیاز به قابلیت کاوش	استقلال و همکاری	احیا با دوستوانی
	بهره‌برداری	احیا با قابلیت بهره‌برداری اهرم قابلیت کاوش	استقلال و همکاری	اهرم قابلیت کاوش	احیا با قابلیت بهره‌برداری
	کاوش	استقلال و همکاری	احیا با قابلیت کاوش اهرم قابلیت بهره‌برداری	اهرم قابلیت بهره‌برداری	احیا با قابلیت کاوش
		کاوش	بهره‌برداری	دوستوان	نیازمند احیا

توانمندی‌ها

شکل ۳. ماتریس توازن

بر اساس ماتریس توازن با پنج دسته SBU روبرو هستیم که برای ایجاد توازن کلی در پرتفولیو شرایط متفاوتی دارند.

#### - استقلال و همکاری

SBUهای خانه‌های ۱، ۶ و ۱۱ واحدهایی هستند که تطابق درونی دارند به عبارت دیگر این کسب و کارها به صورت مستقل قادر هستند نیازمندی‌های خود را با استفاده از قابلیت‌های درونی پوشش بدهند. البته این SBU با قرار گرفتن در پرتفولیو یک شرکت هلدینگ در عین استقلال می‌توانند با دیگر SBUهای پرتفولیو نیز همکاری داشته و از این طریق برای پرتفولیوی هلدینگ ارزش آفرین باشند.

#### - اهرم قابلیت‌ها

SBUهای واقع در خانه‌های ۳ و ۷ دوستوان هستند اما در محیطی فعالیت می‌کنند که نیاز به دوستوانی ندارند. از اینرو دفتر مرکزی هلدینگ می‌تواند قابلیت کاوش یا بهره‌برداری این واحدها را در SBUهایی که به این قابلیت‌ها نیاز دارند یا باید احیا شوند، اهرم کند.

#### - نیاز به قابلیت

خانه‌های ۹ و ۱۰ کسب و کاهایی هستند که با توجه به محیط فعالیتشان باید دوسوتوان باشند اما یکی از دو قابلیت کاوش یا بهره‌برداری را ندارند. این SBUها نیازمند اهرم قابلیت‌های مورد نیازشان هستند تا بتواند به عملکرد مناسب دست یابند. یکی از حالت‌های بهینه توازن در پرتفولیو این است که بتوانند قابلیت‌های SBUهای خانه ۳ و ۷ را در این واحدها اهرم کرد.

#### - احیا و اهرم

خانه‌های ۲، ۵، ۱۳، ۱۴ و ۱۵ کسب‌وکارهایی هستند که بین توانمندی‌ها و نیازمندی‌هایشان تطابقی وجود ندارد. این SBUها از ابتدا به درستی شکل نگرفته اند یا با تغییر شرایط محیطی نوسازی نشده اند. این SBU را هلدینگ‌ها در صورتی در پرتفولیو نگه می‌دارند که بتوانند قابلیت‌های موجودشان را در دیگر SBUهای پرتفولیو اهرم کنند و در مقابل با استفاده از قابلیت‌های موجود در پرتفولیو این SBUها را احیا و نوسازی کنند.

#### - احیا و نوسازی

خانه‌های ۴، ۸، ۱۲ و ۱۶ واحدهای نیازمند احیا و نوسازی هستند. این SBUها توانمندی خاصی ندارند اما برای شرکت‌های هلدینگ با توجه به قابلیت‌هایی که دارند فرصت مادری ایجاد می‌کنند. هلدینگ با احیا و نوسازی این واحدها که از طریق اهرم کردن قابلیت‌های دیگر SBUها امکان‌پذیر می‌شود، ارزش آنها را افزایش می‌دهد. در یک نگاه کلان‌تر می‌توان گفت، تحلیل توازن نشان دهنده آن است که هلدینگ‌ها، SBUهایی را در پرتفولیو نگه می‌دارند که یا با توجه به قابلیت‌هایشان برای SBUهای دیگر و هلدینگ ارزش آفرین باشند یا نیازمندی‌هایی داشته باشند که به شرکت هلدینگ فرصت مادری بدهد (یعنی هلدینگ بتواند با برطرف کردن آن نیازمندی‌ها آن SBUها را احیا کند).

### ۳-۲. پرتفولیوی دوسوتوانی

منطق زیربنایی اکثر مدل‌های مدیریت پرتفولیو براساس تعریف آنها از توازن شکل گرفته است. در حالیکه بسیاری از مدل‌های گذشته به توازن متغیرهای مالی تأکید دارند مدل این پژوهش با تعریف دوسوتوانی در سطح هلدینگ، توازن قابلیت‌ها را مطرح نمود. بنابراین انتخاب رویکرد و مدل تحلیل پرتفولیو نقش مهمی در ایجاد نوع توازن پرتفولیو خواهد داشت. مصاحبه‌های انجام شده ما را به این نتیجه رساند که مدیران در نحوه مدیریت پرتفولیو متفاوت عمل می‌کنند. این تفاوت‌ها نوع توازن پرتفولیو را نیز متفاوت خواهد کرد. از این رو

برای بررسی نحوه عمل مدیران در مدیریت پرتفولیو، متن مصاحبه‌ها بار دیگر بازنگری شد و در موارد ابهام نیز طی تماس تلفنی با مصاحبه شونده‌گان سوالاتی پرسیده شد. با تحلیل و ارزیابی مصاحبه‌ها دریافتیم شیوه مدیریت پرتفولیو در هلدینگ‌ها تحت تاثیر تعریف مدیران از توازن و روشی است که با آن پرتفولیو را تحلیل می‌کنند.

جدول ۵. شکل‌گیری مفهوم «روش تحلیل پرتفولیو»

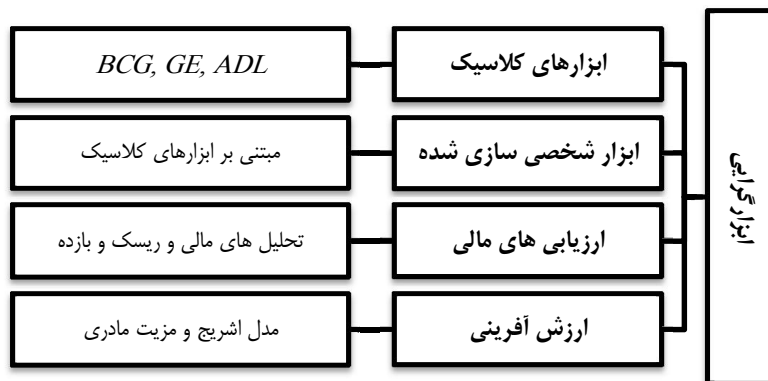
مقوله	کد	متن مصاحبه
روش تحلیل پرتفولیو	مدل‌های کلاسیک	تحلیل‌ها را براساس مدل‌های معروفی که هست انجام و به مدیریت میدهم. BCG بعضی چیزها را نمیکه که حالا آن دیگه جز محدودیت‌های مدل هست هر ساله تحلیل‌های ما براساس مدل‌ها معمول در گزارش‌های سالانه وجود داره
	مدل شخص سازی شده	این مدل‌های موجود باید بهینه و شخصی سازی بشه شما باید تحلیل پرتفولیویت را بر مبنای یک سری شاخصهایی خاص خودت تعریفش بکنی و بکار بگیری.
	مدل‌های مالی	یه عده مخالف بودن می‌گفتن هلدینگ اصلا بی خود رفته سمت پالایشگاه، اما تحلیلی که می‌کنن بیشتر مالی و بر مبنای بازار سرمایه‌ای ست ما به جنبه مالی و روند نگاه می‌کنیم ما همیشه تحلیل مالی و کمی را ارائه می‌کنیم و پایشش تحلیل کیفی می‌نویسیم
	مدل ارزش آفرینی	ما نگاه می‌کنیم بنیم چقدر ارزش ایجاد می‌کنیم یعنی آن واحد زیرمجموعه ما باشه چقدر ارزش می‌گیره بیشتر این بررسی‌ها میره به این سمت که آیا در ادامه راه نیز این واحدها به ما کمک می‌کنند و در برنامه ما هستند حالا ممکنه تو این موضوع از مدل‌های مربوطه اش مثل اشریچ هم استفاده بشه
	بحث و بررسی کارشناسی	پالایشگاه X و Y را نشستیم ریز بررسی کردیم و بعضی‌ها را گفتیم نمی‌خوام بحث‌های زیادی داشتیم بعد از اینکه این بحث‌های زیاد را توش غر کردیم به این نتیجه رسیدیم بیشتر کمی-کیفی است وابسته به قضاوت من، مدیرعاملان و همکارای دیگه در واحد توسعه کسب و کار و واحد سرمایه گذاری است تعارض هم عادیه و هم منطقی چون اون احساسه خیلی وقتها عددو رقم نمیشه باید ارتباط شکل بگیره که ان احساسی که کیفی یا شهودی من کسب‌کردم منتقل بشه به واحد سرمایه گذاری و واحد مالی هم قانع بشوند
	شهود مدیران	اینجا یک شاخص وجود داره که این منه برای هر مدیری تفاوت میکنه. خیلی قائل به ابزار گرا بودن نیستیم بیشتر قائل به رویکرد گرایی هستیم. شاید به صورت پراکنده تو ذهن مدیران باشه و پیگیریش را هم نکنند. اینها از لحاظ جنبه فنی اش می‌ترسن اما من چون هم پتروشیمی و هم پالایشگاه بودم نگاهم اینه که پالایشگاه هیچ چیز زیادی از پتروشیمی نداره. الزاما براساس خروجی تحلیل کارشناسی اقدام نمیشه حتما مدیریت ملاحظات دیگه‌ای داره و آنها را اعمال میکنه.
	رفتار سیاسی	نه اینجا مدیره یک سبک داره، معاونه یک سبک، اینها چون به یک انسجامی نرسیدند به همه چیه همه کار دارند. مورد داشتیم در بررسی پرتفولیو کار به جایی رسید که مدیر هلدینگ را به خاطر فشار مدیر یک SBU عوض کردند

همان‌گونه که در جدول ۵ مشخص است با کدگذاری مصاحبه‌ها کدهای «مدل‌های

کلاسیک»، «مدل‌های شخصی سازی شده»، «مدل‌های مالی»، «مدل ارزش آفرینی»، «بحث و بررسی کارشناسی»، «شهود مدیران» و «رفتار سیاسی» شکل گرفت. این کدها روش‌های مختلفی هستند که مدیران هلدینگ برای تحلیل پرتفولیو خود استفاده می‌کنند. با دسته بندی این کدها و با توجه به تأکیدی که مدیران در مصاحبه‌های خود داشتند می‌توان روش‌های تحلیل را به دو طبقه کلی ابزارگرا و رویکردگرا تقسیم‌بندی کرد.

#### الف- ابزارگرایی

ابزارگراها هلدینگ‌هایی هستند که تحلیل پرتفولیو خود را براساس یکی از مدل‌ها یا ابزارهای موجود در ادبیات مدیریت استراتژیک و یا مدل‌ها و تحلیل‌های مالی انجام می‌دهند. براساس کدهای بدست آمده از مصاحبه‌ها این دسته از هلدینگ از چهار روش استفاده می‌کنند. مطمئناً در چنین حالتی توازن و تداوم آن تحت تأثیر تعریف این مدل‌ها از توازن خواهد بود.



شکل ۴. روش‌های ابزارگرایی تحلیل پرتفولیو

دسته اول از مدل‌های کلاسیک مدیریت پرتفولیو مانند BCG، GE، ADL و... استفاده می‌کنند. توازن این مدل‌ها براساس متغیرهایی مانند جریان نقدینگی و چرخه عمر کسب و کار است. بنابراین چنانچه تصمیم‌گیری صرفاً براساس خروجی این مدل‌ها باشد، توازن نیز براساس تعریف مدل از توازن اتفاق خواهد افتاد. مصاحبه‌ها نشان دهنده آن بود با وجود تهیه این خروجی این مدل‌ها و گزارش‌های آن در سطح کارشناسی و تصمیم‌سازی هلدینگ، اما به صورت مستقیم کمتر از این مدل‌ها و خروجی‌های آن در سطح مدیران استفاده می‌شود. برای

مثال مصاحبه شونده‌ای اظهار می‌کند:

«بنید ما تصمیم‌سازیم تصمیم‌گیر نیستیم؛ ما این تحلیل‌هایمان را در اختیار مدیریت قرار می‌دهیم. مثلاً در BCG می‌گیم که الان بیزنس‌ها مان کجا قرار گرفته‌اند، کجاها خیلی جذاب نیستند، کجاها میشه ازش خارج شد؛ ولی اینکه آیا آن تصمیم گرفته می‌شه یا نه الزاماً براساس خروجی کار کارشناسی اقدام نمی‌شه، حتماً مدیریت ملاحظات دیگه‌ای داره و آنها را اعمال می‌کند».

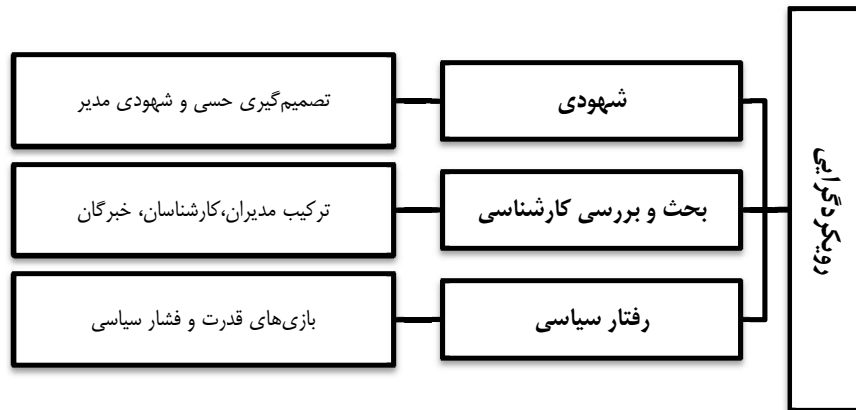
برخی دیگر از هلدینگ‌ها از «مدل‌ها و ابزارهای شخصی‌سازی شده» استفاده می‌کنند. در واقع این هلدینگ‌ها براساس منطق زیربنایی یکی از مدل‌های کلاسیک برخی از شاخص‌ها را کم یا اضافه می‌کنند. در چنین حالتی چون زیربنای منطقی و تعریف توازن در مدل تغییری نمی‌کنند و در واقع یک مدل بسط یافته یا بهینه‌سازی شده مدل‌های قبلی است؛ مشکلات اینگونه مدل‌ها که در سطور قبل به آن اشاره شد را نیز در پی دارد.

دسته سوم که رویکردی کاملاً مالی به پرتفولیوی کسب و کارها دارند از روش‌ها و ابزارهای مالی برای تحلیل پرتفولیوی استفاده می‌کنند. این مدل‌ها اساساً براساس تحلیل دو شاخص ریسک و بازده شکل گرفته‌اند و توازنی که در پرتفولیوی ایجاد می‌کنند توازن ریسک-بازده است. این گونه مدل‌ها در هلدینگ‌های مالی و سرمایه‌گذاری به خوبی توازن ریسک-بازده را محاسبه و تداوم آن را حفظ می‌کنند. اما در انواع دیگر هلدینگ‌ها به دلیل وجود رویکردهای کیفی بین مدیران و کارشناسان این مدل‌ها از کارایی کمتری برای ایجاد و حفظ توازن برخوردارند.

دسته چهارم در هلدینگ‌هایی استفاده می‌شود که برای بحث ارزش‌آفرینی اهمیت زیادی قائلند و از مدل مزیت مادری اشریح استفاده می‌کنند. این مدل که براساس توان مادری هلدینگ ایجاد شده به جای توازن به منطق تناسب توجه دارد. بنابراین تعریفی از توازن ندارد و کلاً هدف آن ایجاد تناسب در پرتفولیوی است نه توازن.

### ب- رویکردگرایی

رویکردگرها، هلدینگ‌هایی هستند که تحلیل و تصمیم‌گیری پرتفولیوی خود را بر مبنای شهود مدیران و تحلیل‌های کیفی کارشناسان انجام می‌دهند. براساس کدهای به دست آمده از مصاحبه‌ها سه روش کلی پدیدار شد: شهودی، بحث و بررسی کارشناسی و فشار سیاسی.



شکل ۵. روش‌های رویکردگرایی تحلیل پرتفولیو

دسته اول که صرفاً براساس شهود مدیران تصمیم‌گیری می‌کنند معمولاً توازن خاصی را دنبال نمی‌کنند. مگر اینکه در سطح هلدینگ یک همگرایی ادراکی در تحلیل پرتفولیو وجود داشته باشد. بدین معنا که یک منطق مشترک و غالب از توازن در بین مدیران هلدینگ وجود داشته باشد. استفاده از تحلیل شهودی در اکثر جلسات هیات مدیره اتفاق می‌افتد و مدیران براساس تجربه و دانشی که دارند دست به تحلیل و تصمیم‌گیری می‌زنند. یکی از دلایل استفاده از شهود در جلسات تصمیم‌گیری، عدم اعتماد به خروجی‌های مدل‌های کلاسیک و امید به بهبود برخی واحدها در آینده است. استفاده از شهود مدیران که ناشی از تجربه و دانش آنها در تصمیم‌گیری و تحلیل است به شرط آنکه براساس یک منطق زیربنایی از توازن باشد و این منطق در بلند مدت حفظ شود و پس زمینه ذهنی مدیران نیز قرار بگیرد، می‌تواند مفید باشد.

دسته دوم هلدینگ‌هایی هستند که با هدف تحلیل و بررسی جامع پرتفولیو از جلسات بحث مدیران، خبرگان و کارشناسان استفاده می‌کنند. در این روش چون هر گروه از یک جنبه به قضیه نگاه می‌کند و هر کدام نیز یک ابزار یا رویکرد برای تحلیل دارند یک بررسی ۳۶۰ درجه اتفاق می‌افتد. در این جلسات دیدگاه بعضاً کمی مدیران و کارشناسان مالی و سرمایه‌گذاری، در کنار مطالعات امکان‌سنجی مدیران و کارشناسان فنی و عملیات و دیدگاه استراتژیک مدیران ارشد قرار می‌گیرد. در اینجا اگر منطق توازن از قبل برای همگان تعریف

شده باشد و بحث‌ها به سمت ایجاد آن توازن همگرا باشد، توازن در پرتفولیو اتفاق می‌افتد. وگرنه به علت وجود دیدگاه‌ها و رویکردهای مختلف معمولاً گروهی، توازن پرتفولیو به سمت منطق غالب گروهی می‌رود که بیشترین قدرت را دارد.

دست سوم دقیقاً اشاره به مورد آخر پاراگراف قبل دارد، فشار سیاسی. در برخی از هلدینگ تحلیل پرتفولیو تحت تاثیر پویایی‌های قدرت و فشارهای سیاسی است. در این گونه هلدینگ نمی‌توان انتظار ایجاد و تداوم توازنی منطقی در پرتفولیو را داشت. زیرا همه تحلیل‌ها براساس فرایند چانه زنی و لابی‌گری و میزان قدرت جرح و تعدیل می‌شود و به صورت مستقیم بر تصمیمات پرتفولیو اثر می‌گذارد.

بنابراین برای ایجاد پرتفولیوی دوسوتوان هلدینگ‌ها و مدیرانی که ابزارگرا هستند می‌بایست از مدل و ابزار ارائه شده در این پژوهش برای مدیریت پرتفولیو خود استفاده کنند. از طرفی هلدینگ‌ها و مدیران رویکردگرا نیز باید ابتدا منطق زیربنایی پرتفولیوی دوسوتوان را به خوبی درک کرده و در تصمیم‌گیری‌هایشان پایبند این منطق باشند.

#### ۴. بحث و نتیجه‌گیری

در سال ۱۹۷۰، بروس هندرسون، موسس گروه مشاوران بوستون، ماتریس رشد-سهم را ارائه نمود. این ماتریس چارچوبی برای طبقه‌بندی کردن کسب و کارهای مختلف در پرتفولیو برحسب ایجاد و مصرف نقدینگی ارائه نمود. از آن زمان، مفهوم مدیریت پرتفولیوی شرکت (CPM) روش تفکر مدیران عامل و هیات مدیره شرکت‌های هلدینگ را در مورد استراتژی سطح شرکت تغییر اساسی داد و همچنان در بین فعالان صنعت و دانشگاهیان موضوع داغ و پراهمیتی است (Nippa et al, 2011).

در فرایند مدیریت پرتفولیوی شرکت سه سوال اصلی برای مدیران هلدینگ وجود دارد:

- مرزهای شرکت مادر چیست- کدام کسب و کارها باید قسمتی از پرتفولیو شرکت باشد و منطق زیربنایی آن چیست؟
  - منابع چطور باید به کسب و کارهای مختلف تخصیص داده شود؟
  - چگونه می‌توان اهداف و اقدامات واحدهای کسب و کار منفرد را با منافع شرکت مادر به عنوان یک کل و با منافع سهام‌دارانش هم‌راستا کرد؟
- ماتریس سهم- رشد و انشعاباتش به طور جذابی خطوط راهنمای ساده‌ای برای این

سوالات مشکل ارائه می‌دهد. براساس این مدل یک پرتفولیوی خوب براساس ایجاد و مصرف نقدینگی متوازن شده است. این خطوط راهنمای ساده و منطقی زیربنایی موجودی از انتقادات را در مجامع علمی به همراه داشت (Pidun et al, 2011).

از طرفی مدل‌های تئوریک مبتنی بر ریسک و بازده نقطه شروع امیدوار کننده دیگری را برای مفاهیم در حال توسعه CPM، که مدیریت ریسک و برنامه‌ریزی استراتژیک شرکت را در هم ادغام می‌کرد، ارائه داد (Cardozo & Wind, 1985). با این حال باید تمایز معناداری بین ویژگی‌های پرتفولیوی شرکت و پرتفولیوی مالی قائل شد (Devinney et al, 1985). سرمایه‌گذاری در کسب‌وکارها بصورت ساختاری با سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی متفاوت است این واقعیت منجر به ایجاد محدودیت‌های فنی برای بکارگیری تکنیک‌های پرتفولیوی مالی در شرکت‌های چند کسب‌وکاره می‌شود (Devinney & Stewart, 1988).

از طرفی مطالعه پیدون و همکارانش (۲۰۱۱) بر روی شرکت‌های چند کسب‌وکاره در سراسر جهان انجام گرفت، اثبات می‌کند که مدیران ارشد، همچنان CPM را برای شرکتشان بسیار مهم و حیاتی ادراک کرده‌اند. از طرفی تحقیقات (Nippa et al, 2011; Pidun et al, 2013; Untiedt et al, 2012; Philip et al, 2012; Untiedt et al, 2011) نشان دهنده آن است که شرکت‌های هلدینگ نیاز به رویکردهای بهتری در مدیریت پرتفولیوی شرکت خود دارند. با این حال در مجامع علمی، مطالعات جامع اندکی در این زمینه شده است؛ مطالعاتی که به صورت عمده بر CPM و فرایند تحلیل، بررسی و مدیریت فعالانه پرتفولیوی شرکت تمرکز داشته باشد. براین اساس پژوهش حاضر با استفاده از راهبرد نظریه‌پردازی داده بنیاد به دنبال تدوین و تبیین مدلی کارآمد برای مدیریت راهبردی پرتفولیو در شرکت‌های هلدینگ انجام گرفت.

یافته‌های این پژوهش نشان داد که در فضای کسب‌وکار امروز مدیران هلدینگ به جای ایجاد پرتفولیویی از کسب‌وکارها به دنبال ایجاد پرتفولیویی از قابلیت‌ها هستند که با استفاده از آنها بتوانند به سودآوری کوتاه مدت و رشد بلند مدت در سطح هلدینگ دست یابند. از این رو منطقی زیربنایی مدل این پژوهش براساس توازن دو قابلیت اصلی کاوش و بهره‌برداری و نهایتاً ایجاد پرتفولیویی دوسوتوان شکل گرفت.

براساس منطقی دوسوتوانی، مدل بر قابلیت‌های سازمانی و مهارت‌های مدیریتی که برای اجرای موثر CPM مورد نیاز است، تمرکز دارد. به خصوص قابلیت‌ها و مهارت‌هایی که باید



در کسب و کارها وجود داشته باشد تا برای هلدینگ در سطح گسترده ایجاد ارزش کند. از این رو تحلیل SBUها براساس توانمندی‌ها و نیازمندی‌های آنها به دو قابلیت کاوش و بهره‌برداری انجام می‌گیرد. پس از آن خروجی ماتریس‌های «توانمندی» و «نیازمندی» وارد ماتریس توازن می‌شود. ماتریس توازن SBUها را به چهار گروه استقلال و همکاری، اهرم قابلیت، نوسازی و احیا، نیاز به قابلیت و احیا و اهرم تقسیم می‌کند. براین اساس SBUهایی در پرتفولیو باقی می‌مانند که یا با استفاده از قابلیت‌هایشان برای دیگر SBUها ارزش آفرین باشند و یا با احیا و نوسازی آنها برای هلدینگ فرصت مادری ایجاد شود. با استفاده از این مدل، توازنی بین قابلیت‌های کاوش و بهره‌برداری موجود در پرتفولیو ایجاد می‌شود که ادبیات مدیریت از آن تحت عنوان دوسوتوانی یاد می‌کند.

بررسی ادبیات دوسوتوانی نشان می‌دهد اکثر مدل‌ها و بحث‌ها در این زمینه دوسوتوانی را سطح کسب و کار و واحدهای سازمانی می‌بینند (Duncan, 1976; March, 1991; Tushman, 1996; O'Reilly, 1996; O'Reilly & Tushman, 2009; 2011). در مطالعاتی نیز دوسوتوانی را در سطح اتحادهای استراتژیک مطرح کرده‌اند (Rothaermel, F. T, & Deeds, 2004; Lavie & Rosenkopf, 2004; Lavie et al, 2011). اما تا کنون مدلی برای ایجاد دوسوتوانی در سطح شرکت هلدینگ انجام نگرفته است.

نهایتاً باید به این نکته اشاره کرد برقراری توازن برای ایجاد دوسوتوانی در سطح شرکت‌های هلدینگ، در هلدینگ‌های رویکردگرا تحت تأثیر تعریف و پیش‌فرض مدیران هلدینگ از توازن و در ابزارگراها تحت تأثیر مدل مورد استفاده است. بنابراین برای ایجاد و حفظ توازن قابلیت در یک پرتفولیوی دوسوتوان همواره باید تصمیمات برمبنای توازن قابلیت‌های کاوش و بهره‌برداری و ابزارها و رویکرد دوسوتوانی ارائه شده در این تحقیق، گرفته شود.

یافته‌های این تحقیق مشارکت نظری مهمی در دو حوزه مدیریت پرتفولیوی شرکت‌های هلدینگ و دوسوتوانی سازمانی دارد. از طرفی با توجه به نقش پررنگ هلدینگ‌ها در اقتصاد ملی، این مشارکت نظری سهم مهمی نیز در مدیریت بهینه شرکت‌های هلدینگ کشور خواهد داشت. هلدینگ‌ها به واسطه کنترل حجم عظیمی از منابع در یک یا چند صنعت، نقش به‌سزایی در اقتصاد کشورها بازی می‌کنند. براساس برآوردهای انجام شده نزدیک به یک سوم ارزش بازار بورس تهران و یک پنجم بازار فرابورس در اختیار هلدینگ‌های مختلف است.

مسائل و موضوعات خاص مورد نیاز در اداره کارآمد و اثربخش هلدینگ‌ها و نیز جدید بودن این حوزه از مدیریت در ایران نسبت به کشورهای توسعه یافته، موجب شده است در هر دو بخش خصوصی و عمومی نیاز به توسعه دانش مربوط به اداره هلدینگ‌ها احساس شود. یافته‌های این تحقیق در دو حوزه مدیریت پرتفولیو و ایجاد دوستوانی در سطح هلدینگ‌ها به مدیران ستاد مرکزی هلدینگ‌ها جهت هدایت استراتژیک و ارتقای عملکرد هلدینگ کمک خواهند نمود.

## منابع

۱. رحمان سرشت، حسین، فتح الهی، افشین، (۱۳۸۹) استراتژی‌ها و شیوه‌ها در شرکت‌های مادر، تهران: نشر دوران، چاپ اول.
۲. گولدینگ، کریستینا، (۱۳۹۴) تحقیق داده بنیاد: راهنمای عمل برای مدیریت، کسب و کار و بازاریابی، ترجمه سید محمد اعرابی، شهرام خلیل نژاد، سیدعلیرضا هاشمی، تهران: دفتر پژوهش‌های فرهنگی، چاپ اول.
3. Ansoff Hi, Kirsch W, Roventa P. (1982), Dispersed positioning in portfolio analysis, *Industrial Marketing Management*, 11:(1), 237-252.
4. Bettis Ra, Hall Wk. (1981), Strategic portfolio management in the multibusiness firm, *California Management Review*, 24, 23-38.
5. Birkinshaw, J, Gupta, K. (2013), clarifying the distinctive contribution of ambidexterity to the field of organization studies. *The Academy of Management Perspectives*, 27:( 4), 287–298.
6. Campbell, A, Luchs, K. (1992), *Strategic synergy*, London: Butterworths.
7. Cardozo, R, Wind, J. (1985), Risk return approach to product portfolio strategy, *Long Range Planning*, 18(2), 77–85.
8. Carlesi L, Verster B, Wenger F. (2007), The new dynamics of managing the corporate portfolio, *McKinsey on Finance*, spring, 1–8.
9. Chatterjee, S. (1992), Sources of value in takeovers: Synergy or restructuring—Implications for target and bidder firms. *Strategic Management Journal*, 13(4), 267–286.
10. Christensen, H, Cooper, A, de Kluyver, C. (1981), The “dog” business: A reexamination, *Academy of Management Proceedings*, 26–30.
11. Corbin J, Strauss A. (2015), *Basics of Qualitative Research Techniques and Procedures for Developing Grounded Theory*, Sage publishing, 4th Edition.
12. Cummings, S, Daellenbach, U. (2009), A guide to the future of strategy? The history of long range planning, *Long Range Planning*, 42, 234–263.
13. David, P, O’Brien, J.P, Yoshikawa, T, Delios, A. (2010), Do shareholders or stakeholders appropriate the rents from corporate diversification? *The*

- influence of ownership structure. *Academy of Management Journal*, 53(3), 636–654.
14. Day, D. (1977), diagnosing the product portfolio. *Journal of Marketing*, 41, 29–38.
  15. Devinney, T.M, Stewart, D.W. (1988), Rethinking the product portfolio: A generalized investment model, *Management Science*, 34(9), 1080–1095.
  16. Devinney, T.M, Stewart, D.W, Shocker, A.O. (1985), A note on the application of portfolio theory: A comment on Cardozo and Smith, *Journal of Marketing*, 49(4), 107–111.
  17. Duncan, R.B. (1976), The ambidextrous organization: Designing dual structures for innovation, In R. H. Kilmann, L. R. Pondy, & D. Slevin (Eds.), *The management of organization design: Strategies and implementation* (pp. 167–188). New York: North Holland.
  18. Fernandez, W.D. (2004), ‘The Grounded Theory method and case study data in is research: Issues and design’, in Hart, D.N. and Gregor, S.D. (eds) *Information Systems Foundations: Constructing and Criticising*, ANU EPress, Canberra Australia.
  19. Glaser, B.G. (1978), *Theoretical Sensitivity: Advances in the methodology of grounded theory*, Mill Valley, Calif. Sociology Press.
  20. Glaser, B. G. (1998). *Doing Grounded Theory: Issues and discussions*. Mill Valley, Calif. Sociology Press.
  21. Glaser, B. (2005), *The grounded theory perspective III: Theoretical coding*, Sociology Press. Mill Valley, CA.
  22. Glaser B.G, Holton J. (2005), Staying Open: The use of theoretical codes in grounded theory, *The Grounded Theory Review*, 5 (10), 1-20.
  23. Goold, M, Campbell, A, Alexander, M. (1998), Corporate strategy and parenting theory, *Long Range Planning*, 31(2), 308–314.
  24. Grant, R.M. (2010), *Contemporary strategy analysis (7thed.)*, Malden, MA: Blackwell.

25. Hambrick, D, MacMillan, I. (1982), The product portfolio and man's best friend. *California Management Review*, 25(1), 84-95.
26. Haspeslagh, Ph. (1982), portfolio planning, uses and limits, *Harvard Business Review*, 60 58-73.
27. Hax, A.C, Majluf, N.S. (1983), The use of the industry attractiveness – business strength matrix in strategic planning, *Interfaces*, 13, 54-71.
28. Henderson, B. (1970), the product Portfolio, Perspective of Boston Consulting Group, 1.
29. Hoskisson, R.E, Johnson, R.A. (1992), Corporate restructuring and strategic change: The effect on diversification strategy and R&D intensity, *Strategic Management Journal*, 13(8), 625-634.
30. Johnson, G, Whittington, R, Scholes, K, Angwin, D, Regner, P, (2014), *Exploring Strategy: Text & Cases (10th)*, Prentice Hall imprint, UK.
31. Lavie, D, Kang, J, Rosenkopf, L. (2011), Balance within and across domains: The performance implications of exploration and exploitation in alliances. *Organization Science*, 22, 1517-1538.
32. Lavie, D, Rosenkopf, L. (2006), Balancing exploration and exploitation in alliance formation. *Academy of Management Journal*, 49, 797-818.
33. March, J.G. (1991), Exploration and exploitation in organizational learning, *Organization Science*, 2(1), 71-87.
34. Nippa, M, Pidun, U, Rubner, H. (2011), *Corporate Portfolio Management: Appraising Four Decades of Academic Research*, *Academy of Management Perspectives*, 25, 50-66.
35. O'Reilly, C.A, Tushman, M.L. (2011), *Organizational Ambidexterity in Action: How Managers Explore and Exploit*, *california management review*, 53(4), 1-18.
36. O'Reilly, C.A, Harreld, J.B, Tushman, M.L. (2009), *Organizational ambidexterity: IBM and emerging business opportunities*, *California Management Review*, 51, 1-25.

37. Philip, T.U, William, E.E, Rajunor, B.A. (2012), Portfolio Analysis Models: A Review, *European Journal of Business and Management*, 4, 101-120.
38. Pidun, U, Rubner, H, Krühler, M, Untiedt, R, Nippa, M, (2011), Corporate Portfolio Management: Theory and Practice, *Journal of Applied Corporate Finance*, 23, 63-76.
39. Rothaermel, F.T, Deeds, D.L. (2004), Exploration and exploitation alliances in biotechnology: A system of new product development. *Strategic Management Journal*, 25, 201–221.
40. Seeger J.A. (1984), reversing the images of BCG's Growth Share Matrix, *Strategic Management Journal* 5, 93-97.
41. Segev Eli. (1995), *Corporate Strategy & Portfolio Models*, South-Western Pub.
42. Thompson, A.A, Strickland, A.J. (1996), *Strategic management: Concepts & cases* (9th ed.), Boston, MA: Irwin McGraw Hill
43. Trautwein, F. (1990), Merger motives and merger prescriptions. *Strategic Management Journal*, 11(4), 283–295.
44. Tushman, M.L, O'Reilly, C.A. (1996), the ambidextrous organization: Managing evolutionary and revolutionary change, *California Management Review*, 38, 1–23.
45. Untiedt, R, Nippa, M, Ulrich, P. (2013), Application matters: how different corporate portfolio management practices impact firm performance, *Int. J. Business Performance Management*, 14(2), 63-76.
46. Untiedt, R, Nippa, M, Pidun, U. (2012), Corporate Portfolio Analysis Tools Revisted: Assessing Causes That May Explain Their Scholarly, *International Journal of Management Reviews*, 14(3), 263–279.
47. Van der Velten, T, Ansoff, I. (1998), Managing business portfolios in German companies, *Long Range Planning*, 31(6), 879–885.
48. Wensley, R. (1981), Strategic marketing: Betas, boxes or basics. *Journal of Marketing*, 45, 173–183.

49. Wensley, R. (1982), PIMS and BCG: New horizons or false dawn? *Strategic Management Journal*, 3(2), 147–158.
50. West, D, Ford, J, Ibrahim, E, (2015), *Strategic Marketing: Creating Competitive Advantage*, OXFORD.
51. Wind, Y, Mahajan, V. (1981), Designing product and business portfolios, *Harvard Business Review*, 59(1), 155–165.