

نقش گروه‌های تجاری در انتقال ریسک و عملکرد شرکت

تاریخ دریافت: ۹۸/۹/۲۵

تاریخ پذیرش: ۹۸/۱۱/۵

محمد محبی^۱

عباس نخعی^۲

آنوسا خیراللهی^۳

چکیده:

هنگامی که توانایی ایفای تعهدات از محل جریان‌های نقدی برای سرمایه داران خارجی محدود است، گروه‌های تجاری، یک مزیت اعتباری و تامین مالی را فراهم می‌کند. تقسیم (به اشتراک‌گذاری) ریسک یکی دیگر از عوامل مهم و موثر گروه‌های تجاری است. هدف اصلی این پژوهش، بررسی انتقال ریسک و عملکرد در گروه‌های تجاری است. این پژوهش از حیث هدف، از نوع کاربردی است. جامعه آماری، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۹۷ است. نتایج این تحقیق بیانگر آن است که اولاً شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری با احتمال کمتری برای مقابله با محدودیت‌های مالی (سطح پایینی از حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری) نسبت به شرکت‌های مستقل، در صورت ثابت ماندن سایر شرایط اقدام می‌کنند. ثانیاً شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری نسبت به شرکت‌های مستقل، با احتمال بالاتری اقدام به تسهیم (تقسیم) ریسک می‌کنند و ثالثاً عملکرد شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری نسبت به شرکت‌های مستقل، متفاوت است.

واژه‌های کلیدی: گروه تجاری، محدودیت مالی، عملکرد مالی، تقسیم ریسک، بازار.

^۱ استادیار گروه اقتصاد دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه هرمزگان، بندر عباس، ایران.

^۲ حسابرس کل دیوان محاسبات کشور، دانشجوی دکتری رشته اقتصاد دانشگاه آزاد اسلامی، نویسنده مسئول، ایمیل: abbasnakhaee@gmail.com

^۳ دانشجوی کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی.

مقدمه

گروه‌های تجاری، مجموعه‌ای از شرکت‌ها که از نظر قانونی مستقل هستند، اما با یکدیگر روابط رسمی و غیر رسمی دارند و به در راستای اهداف هماهنگ عمل می‌کنند (خانا و ریوکین، ۲۰۰۱). در حالی که معاملات مالی در محیط تجاری، به دلیل حمایت ضعیف سرمایه‌گذار، اجرای قراردادهای ارتباطات، و افشای اطلاعات بسیار پرهزینه باشند (خانا و پالپو، ۲۰۰۰)، اما در گروه‌های تجاری، معاملات می‌تواند تسهیل شود. یک گروه تجاری به عنوان یک بازار مالی داخلی خدمت می‌کند که از طریق آن سرمایه می‌تواند در میان شرکت‌های عضو گروه تقسیم شود، که این موضوع می‌تواند منجر به دستیابی به منافع اقتصادی گردد و منجر به انتقال ریسک بین شرکتهای عضو گروه شود، این امر به ویژه در زمان تنگناهای مالی مشخص تر است (خانا و یافه، ۲۰۰۷). گروه‌های تجاری به عنوان یک واکنش سازمانی به محیط تجاری ضعیف در اقتصادهای نوظهور معرفی شده اند (مورک و همکاران، ۲۰۱۶). هنگامی که توانایی ایفای تعهدات از محل جریان‌های نقدی برای سرمایه‌گذاران خارجی محدود است، گروه‌های تجاری، یک مزیت اعتباری و تامین مالی را فراهم می‌کنند (اورتیز و بنا، ۲۰۱۳). خانا و پالپو (۲۰۰۰) بیان کردند که وابستگی و رابطه بسیار متنوع گروه‌های تجاری، نشان می‌دهد که بازار سرمایه داخلی در گروه‌های تجاری به طور موثر از عملکرد ارائه شده توسط بازارهای مالی در اقتصادهای پیشرفته تقلید می‌کند. خانا و یافه (۲۰۰۵) ادعا می‌کنند که تقسیم (به اشتراک‌گذاری) ریسک یکی دیگر از عوامل مهم و موثر گروه‌های تجاری است. با این حال، این گروه‌ها یک نیمه تاریک نیز دارند. ساختار گروه تجاری می‌تواند به عنوان یک عامل مخرب عمل کند. به عنوان مثال، از طریق ارتباطات درون گروهی در میان اعضای گروه در یک ساختار هرمی، یک شرکت بزرگ و با نفوذ، ممکن است هزینه‌های خود را به سایر شرکتهای منتقل نماید و حتی ریسک عملیات و فعالیت‌های خود را به اعضای ضعیف تر گروه سوق دهد (لاپورتا و همکاران، ۱۹۹۹). از سوی دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی‌های تامین مالی در گروه‌های تجاری بر عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارد (گرین و هانری، ۲۰۱۸). هرچه عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر باشد، ریسک‌ها افزایش می‌یابد و در نهایت شرکت با عملکرد ضعیف روبرو خواهد شد (احمد و علی، ۲۰۱۷). همچنین شرکتهای برای اجتناب از عدم تقارن اطلاعاتی، سعی در افزایش شفافیت دارند اما برخی از تحقیقات نشان داده است که برخی از شرکتهای ریسک‌های خود را در برهه‌هایی که عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می‌یابد، به سایر شرکتهای منتقل می‌کنند (بنوری و همکاران، ۲۰۱۸). مطالعات پیشین نشان می‌دهد که تنوع در گروه‌های تجاری بر عملکرد شرکت در داخل گروه‌ها تأثیر می‌گذارد و لیکن در خصوص انتقال ریسک بین شرکتهای دورن گروه، ابهاماتی وجود دارد، از سوی دیگر شواهد تجربی نتوانسته است برای حمایت از این نظریه به اجماع برسد (پست و بایون، ۲۰۱۵ و تاسوا و هیلمن، ۲۰۱۸). به عبارت دیگر مطالعات قبلی

1. Green & Homroy
2. Ahmed & Ali
3. Bennouri et al
4. Tasheva & Hillman

تا حد زیادی نقش گروه‌های تجاری را در تأثیرگذاری بر روابط عملکرد و انتقال ریسک در بازارها با حضور ساختارهای گروهی نادیده گرفته اند (بنوری و همکاران، ۲۰۱۸). در خصوص انتقال ریسک از یک شرکت به شرکت دیگر تحقیقات اندکی در کشور ایران انجام شده است و لذا یکی از نوآوری‌های موضوعی این تحقیق، بررسی انتقال ریسک بین شرکتها در گروه‌های تجاری است. از سوی دیگر با توجه به پژوهش‌های بیان شده در فوق، پژوهشگران تا کنون در خصوص نتایج تجربی به دست آمده از گروه‌های تجاری در رابطه با انتقال ریسک و عملکرد شرکتهای دورن گروه، هنوز به اجماع نرسیده است. نوآوری این مطالعه این است که اولاً مطالعات در خصوص مزایای قابل استفاده در گروه‌های تجاری در کشور هنوز جدید است و ثانیاً بررسی این موضوع است که گروه‌های تجاری در ایران با هدف کمک به موضوع حل نشده انتقال ریسک مربوط به نقش گروه‌های تجاری است یا خیر.

در کشور ایران از دخالت و تسلط دولت در رابطه با سیستم مالی حمایت می‌شود که در آن دولت در سطوح مختلف تخصیص منابع مالی در هر دو بخش پولی و بازار سرمایه، نظارت و کنترل به عمل می‌آورد. تخصیص منابع مالی با هدایت دولت، معمولاً برای تعداد کمی از شرکت‌های دولتی در مقیاس بزرگ که برای توسعه اقتصادی کشور و منطقه خاص مهم می‌باشد، مطلوب است. شرکت‌های دولتی نیز ممکن است مشکلاتی در زمینه محدودیت بودجه داشته باشند. بنابراین، آنها به شدت از محدودیت مالی رنج می‌برند. در چنین شرایطی، احتمالاً یک گروه تجاری به عنوان یک بازار سرمایه داخلی برای کاهش محدودیت‌های مالی که شرکت‌های مستقل با آن مواجه هستند، عمل می‌کند. در نهایت، از مزایای یک گروه تجاری ممکن است در مجموع بین بازارها و اقتصادهای توسعه یافته، متفاوت باشد زیرا با توجه به اینکه ساختار مطلوب شرکت‌ها بستگی به محیط سازمانی آنها دارد. یکی از ویژگی‌های برجسته کشور ایران، توزیع بسیار ناهمگون توسعه اقتصادی و حقوقی در سراسر کشور است. منابع طبیعی و سرمایه انسانی برای برخی از تفاوت‌هایی که در رابطه با توسعه و پیشرفت در سرتاسر مناطق وجود دارد، بیان می‌شود.

مسأله اصلی این تحقیق، بررسی نقش گروه‌های تجاری به عنوان یک بازار تأمین مالی داخلی در به اشتراک‌گذاری و تقسیم ریسک در عملکرد شرکت است. نتایج این مطالعه به متون علمی موجود در رابطه با بازار سرمایه داخلی، کمک می‌کند. این تحقیق همچنین به متون علمی موجود در رابطه با حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری نیز کمک می‌کند.

مبانی نظری

گروه‌های تجاری

گروه‌های تجاری از جمله پدیده‌هایی است که در اقتصادهای نوظهور، اقتصادهای توسعه یافته و اقتصاد ایران نقش مهمی بازی می‌کند. گروه‌های تجاری مجموعه‌ای از بنگاه‌های قانونی

مستقل و به هم پیوسته با مالکیت مشترک و پیوندهای اقتصادی و اجتماعی رسمی یا غیر رسمی، هستند (آگارگالا و همکاران، ۲۰۱۹). در حالی که این ساختارها برخی از ویژگیها را با شرکت‌های چند بعدی به اشتراک می‌گذارند، اما از جنبه‌های دیگر کاملاً متفاوت هستند. بر خلاف شرکت‌های چند وجهی که روسای آنها به تیم مدیریت ارشد یا دفتر مرکزی شرکت گزارش می‌دهند، شرکت‌های وابسته به گروه به عنوان اشخاص حقوقی جداگانه دارای تیم‌های مدیریت و هیئت مدیره خاص خود هستند و صورت‌های مالی خود را منتشر می‌کنند (محمود و همکاران^۱، ۲۰۱۱). با این حال، در مورد اینکه چه میزان هم‌افزایی بر بازده شرکت‌های وابسته به گروه تأثیر می‌گذارد، اطلاعات کمی وجود دارد (کوئل و کاپلن^۲، ۲۰۱۶). گروه‌های تجاری به ویژه در چندین کشور نوظهور و همچنین در برخی از اقتصادهای توسعه یافته شکل خاصی از سازمان‌های شرکتی هستند. آنها راه‌های بسیاری را برای اضافه کردن و همچنین از بین بردن ارزش در شرکت‌های وابسته خود ارائه می‌دهند. به همین دلیل است که ادبیات قبلی گروه‌های تجاری را به عنوان "فهرمانان یا شرور" تعریف می‌کند (کلسینز، دیانکوف، و لنگ^۳، ۲۰۰۰). مزایای وابستگی گروهی ممکن است به شکل بازارهای داخلی برای سرمایه، مدیریت و یا منابعی باشد که گروه‌های تجاری برای شرکت‌های وابسته ایجاد می‌کنند، به ویژه هنگامی که بازارهای خارجی سرمایه و منابع دیگر به طور ضعیف توسعه یافته و دارای هزینه‌های بالای معاملات هستند (آگارگالا و همکاران، ۲۰۱۹). نقش بازارهای سرمایه داخلی در گروه‌های تجاری هنگامی اهمیت دارد که شرکت‌های عضو آنها در نزدیکی بحران مالی و یا در دوره بحران‌های مالی (آلمیدا، کیم و کیم^۴، ۲۰۱۵) باشند. تعلق داشتن به یک گروه تجاری اغلب مزایای دیگری را برای شرکت‌های وابسته مانند پایین آمدن ریسک‌های نظارتی و هزینه‌های مربوط به استفاده از ارتباطات سیاسی فراهم می‌کند (آگارگالا و همکاران، ۲۰۱۹)، توانایی پیشرفته در نوآوری و بین‌المللی سازی (کورمرا و همکاران^۵، ۲۰۱۸)، سنجش و استفاده از فرصت‌های رشد (ساین و همکاران^۶، ۲۰۱۸)، کسب و ادغام شرکت‌ها (پوپیل و همکاران^۷، ۲۰۱۷) و تأمین اعتبار شرکت‌های بزرگ (جیندا و سث^۸، ۲۰۱۹).

اگرچه اهمیت گروه‌ها قبلاً به طور تجربی اثبات شده است (رونی و همکاران، ۲۰۱۲)، اما این موضوع به تازگی مورد توجه محققان و پژوهشگران فعال در حوزه دانشگاهی قرار گرفته است و همچنین درک اقتصاددانان از عملکرد گروه‌های تجاری هنوز هم ناچیز است. با این حال به لحاظ قانونی گروه‌های تجاری وجود خارجی ندارند اما از بعد اقتصادی و حسابداری، گروه‌های تجاری واقعیاتی هستند که انکار آنها غیر ممکن است و همچنین دارای یک شخصیت اقتصادی هستند.

1. Mahmood et al
2. Colli & Colpan
3. Claessens, Djankov, & Lang
4. Almeida, Kim, & Kim
5. Komera et al
6. Singh et al
7. Popli et al
8. Jindal & Seth

همچنین، برای اداره بهتر هر واحد اقتصادی، شناخت کامل خصوصیات و ویژگی‌های آن واحد ضروری به نظر می‌رسد. زیرا تصمیم‌گیری در شرایط عدم شناخت کافی از واحد تحت مدیریت منجر به خسارات جبران ناپذیری به واحد اقتصادی خواهد شد. مدیران شرکتهای عضو گروه تجاری با درک و شناخت ویژگی‌های منحصر به فرد گروه‌های تجاری می‌توانند تصمیم‌گیری مؤثر و کاراتری را در جهت پیشبرد اهداف و فعالیتهای واحد اقتصادی تحت مدیریت خود داشته باشند.

از نظر قانونی گروه تجاری در استانداردهای حسابداری ایران تعریف شده است. بند ۴ استاندارد شماره ۱۸، گروه تجاری را بعنوان «واحد تجاری اصلی» و «واحدهای فرعی» آن تعریف می‌کند (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری ایران، ۱۳۹۰).

کنترل گروه تجاری می‌تواند در دست شرکت مادر و یا در دست تمام شرکتهای عضو گروه تجاری باشد. شایان ذکر است که کنترل گروه‌های تجاری در ایران، اکثراً در دست شرکتهای مادر است. اما در کشورهایی مانند ژاپن، اکثراً به صورت مشترک توسط تمام شرکتهای عضو گروه کنترل می‌شود. به همین دلیل در آن کشور، گروه‌های تجاری را به نام ترکیبات بدون سر می‌شناسند. زیرا هیچ شرکتی در گروه تجاری، صاحب تمام قدرت و اختیار گروه نیست. گروه‌های تجاری به دو دسته متنوع و غیر متنوع تقسیم می‌شوند. گروه‌های تجاری متنوع مجموعه‌ای از شرکتهای اصلی و فرعی هستند که زمینه فعالیتشان در صنایع گوناگون می‌باشد (پورحیدری و فدوی، ۱۳۹۲).

گروه‌های تجاری و محدودیت‌های مالی

در یک بازار کامل و بی نقص و بدون اطلاعات نامتقارن و یا محدودیت‌های مالی، جریان نقدی یک شرکت نباید سرمایه آن شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. تأثیر مشترک اطلاعات نامتقارن، مشکلات کارگزاری مدیریتی، و هزینه‌های معاملات، می‌تواند باعث یک نابرابری و اختلاف بین مبالغ هزینه‌های داخلی و خارجی شود. تحت چنین محدودیت‌های مالی، تصمیمات سرمایه‌گذاری به میزان در دسترس بودن وجوه داخلی بستگی دارد. گروه‌های تجاری می‌توانند در جهت کاهش عدم تقارن اطلاعات و مشکلات اجرای قرار دادها که این مشکلات در دسترسی به منابع مالی خارجی به وجود می‌آیند، قدم بردارند. گروه‌های تجاری می‌توانند اجازه شکل‌گیری بازار سرمایه داخلی که تا حدی می‌تواند جایگزین عملکرد تخصیص سرمایه از بازارهای خارجی باشد، را بدهند. یک گروه می‌تواند دارایی‌هایی را از شرکتهای وابسته خود به دست آورد و مجدداً آنها در در یک سری کارهای سود آور به کار گیرد. گروه‌های تجاری می‌توانند از طریق اجازه دادن به شرکتهای وابسته برای تخصیص سرمایه و منابع مدیریتی مؤثر تر و کارآمد تر در شرکتهای گروه و در یک محیطی که در آن سرمایه خارجی و بازار کار عقب افتاده است، ارزش فراوانی ایجاد کنند. یک بازار داخلی می‌تواند حاوی اطلاعات بهتر و کامل تری در مورد فرصت‌های سرمایه‌گذاری باشد (ویلیامسون، ۱۹۷۵) و اجازه می‌دهد که بحث و مذاکره

مجدد در مورد بدهی‌ها در صورت وقوع محدودیت مالی و ارائه نظارت کارآمد بر روی آن، انجام شود. همچنین می‌توان گفت که ارائه اطلاعات معتبر درباره اعضای گروه، می‌تواند باعث کاهش ریسک فرصت طلبی آنها شود. مطالعات نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری ارتباط قوی و مثبتی با جریان‌های نقدی شرکت‌ها دارد و منجر به اندازه‌گیری درآمد خالص به علاوه استهلاک، پس از کنترل پروکسی‌ها برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری شود. علاوه بر این، حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری در میان شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی بیشتری هستند، بزرگتر می‌باشند. به عنوان مثال، فزاری و همکاران (۱۹۸۸) دریافتند که سرمایه‌گذاری ارتباط مثبتی با جریان‌های نقدی شرکت‌ها دارد، و این که میزان ضریب در میان شرکت‌هایی که در آنها پرداخت سود سهام پایین می‌باشد نسبت به شرکت‌هایی که در آنها پرداخت سود سهام بالا می‌باشد، بیشتر است. هوشی و همکاران (۱۹۹۱) دریافتند که سرمایه‌گذاری، حساسیت کمتری به جریان‌های نقدی در میان شرکت‌هایی دارد که در آن شرکت‌ها محدودیت مالی کمتری برای آنها فرض می‌شود. پراوس (۱۹۹۰) نیز نشان می‌دهد که وابستگی شدید یک شرکت ژاپنی به یک گروه صنعتی می‌تواند منجر به کاهش هزینه‌های نظارتی سازمان و همچنین کاهش محدودیت‌های نقدینگی شود. همچنین، شین و پارک (۱۹۹۹) دریافتند که شرکت‌های وابسته به صنایع شیمیایی، دسترسی بیشتری به سرمایه جهت سرمایه‌گذاری نسبت به شرکت‌های مستقل دارند.

گروه‌های تجاری و تقسیم ریسک

گروه‌های تجاری می‌توانند از شرکت‌های عضو از طریق به اشتراک گذاری (تسهیم یا تقسیم) ریسک به واسطه انتقال منابع از یک شرکت وابسته با عملکرد خوب به یک شرکت ضعیف در زمان محدودیت (بحران) مالی، بهره مند شوند. پراوس (۱۹۹۲) استدلال می‌کند که شرکت‌های وابسته به گروه تجاری که از شرایط مطلوب اقتصادی بهره‌مند هستند، برای تضمین بقای طولانی مدت گروه، به شرکت‌هایی که از شرایط مطلوبی برخوردار نیستند، کمک می‌کنند. در حالی که شین و پارک (۱۹۹۹) به این نتیجه رسیدند که تضمین مالی متقابل برای اعضای یک گروه تجاری باید فراهم شود و مبنایی برای یک بازار سرمایه داخلی، ارائه شود. بنابراین، یک عضو ورشکسته، می‌تواند به منابع مالی دیگر مراجعه کند، که این امر می‌تواند از طریق ایجاد نظم و انضباط در بازار حاصل شود. فریدمن و همکاران (۲۰۰۳) شواهدی ارائه کردند که نشان می‌دهد کنترل سهامداران در یک گروه تجاری، باعث می‌شود که شرکت وابسته را در طول مدت محدودیت (بحران) مالی یا در طول مدت استفاده از منابع خصوصی، نگه دارد. چانگ و هنگ (۲۰۰۰) دریافتند که کمک به شرکت‌های گروه با استفاده از اشکال مختلف از جمله تزریق پول، تضمین بدهی‌ها و یا میزان حقوق صاحبان سهام، می‌تواند سود آور باشد. خان و یافه (۲۰۰۵) شواهد و مدارکی از در مورد نقش تسهیم (به اشتراک گذاری) ریسک در بین گروه‌های تجاری در چند اقتصاد در حال ظهور از جمله برزیل، کره، تایوان، تایلند و هند یافتند.

گروه‌های تجاری و عملکرد شرکت

گروه‌های تجاری می‌توانند هر دو تأثیر مثبت و تأثیر منفی را بر روی عملکرد شرکت اعمال کنند. از این رو، روشن نیست که آیا آنها باید به عنوان نمونه‌های خوب یا نمونه‌های بد، دسته بندی شوند (خانا، یافه، ۲۰۰۷). همانطور که در قسمت‌های قبلی اشاره کردیم، یک بازار سرمایه داخلی، امکان تأمین منابع مالی و یک مزیت بیمه‌ای برای شرکتهای عضو گروه‌های تجاری فراهم می‌کند. به هر حال، گروه وابسته‌ی تجاری می‌تواند مشکلات نمایندگی جدی ایجاد کنند، و در نتیجه موجب از بین رفتن ارزش شرکت شوند. ساختار پیچیده‌ی گروه‌های تجاری، موجب شده که معاملات خرید و فروش آنها و انجام این معاملات برای سرمایه‌گذاران خارجی به منظور نظارت بر روی این معاملات مشکلاتی پیش آورد. به عنوان یک نتیجه‌گیری، شرکت‌های وابسته گروه نسبت به شرکت‌های غیر وابسته گروه، فرصت‌ها و ابزارهای بیشتری برای منحرف ساختن منابع شرکت از طریق معاملات با اشخاص وابسته دارند. این مشکلات نمایندگی می‌تواند در محیطی آکنده از الزامات افشای ضعیف، اداره‌ی ضعیف شرکت‌ها، و اجرای سهل‌انگارانه قوانین و وجود یک بازار ناکارآمد برای کنترل شرکت‌ها، تشدید شود. به طور خلاصه، گروه‌های تجاری می‌توانند با تملک سهامداران اقلیت، انجام رفتارهای رانت‌جویانه، اعمال کردن قدرت بازار و یا عمل کردن به عنوان بازارهای سرمایه داخلی، بر ای کمک‌های ناچیزی که به شرکت‌های وابسته یا مخاطرات جدید آنها می‌شوند، اقدام کنند. بنابراین، بسیار سخت است که ما بتوانیم یک نتیجه‌گیری روشنی در رابطه با مزایای استفاده از گروه‌های تجاری و تأثیر آنها بر روی عملیات و عملکرد اعضای گروه داشته باشیم.

نتایج حاصل از پژوهش‌ها در رابطه با ابزاری برای اندازه‌گیری عملکرد نسبی شرکت‌های وابسته، یکسان نیست و مختلف است. پراوس (۱۹۹۲) چنین گزارش کرد که بازگشت دارائی‌ها در میان شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در ژاپن نسبت به شرکت‌های مستقل کمتر است. لینس و همکاران (۱۹۹۹) که شرکت عضو گروه‌های تجاری در ژاپن، تجربه از دست دادن مطالبات خود به دلیل وابستگی شرکت‌ها به یکدیگر داشته‌اند. در مقابل، چانگ و چوی (۱۹۸۸) دریافتند که شرکت وابسته به یک گروه تجاری متنوع در کره جنوبی، سودآوری بیشتری را دارند. مرادی و همکاران (۱۳۹۱) در تحقیقی نشان دادند که شرکتهای عضو گروه‌های تجاری نرخ بازده سهام بالاتری در مقایسه با شرکتهای مستقل دارند. همچنین، محمدپور (۱۳۹۲) نشان داد که نرخ بازده دارایی‌ها در گروه‌های تجاری متنوع در مقایسه با سایر گروه‌ها بالاتر است. خانا و پالیو (۲۰۰۰) به این موضوع دست یافتند که در هند و شیلی، شرکتهای عضو گروه‌های تجاری متنوع، نسبت به دیگر شرکت‌ها فعالیت‌های بیشتری دارند. خانا و ریویکین (۲۰۰۱) مشخص کردند که شرکتهای وابسته به گروه‌های تجاری عملکرد بهتری در مقایسه با سایر شرکت‌ها دارند. بنابراین، هنوز مشخص نشده که آیا شرکتهای وابسته به گروه‌های تجاری، عملکرد بهتر و مطلوب‌تری نسبت به شرکت‌های مستقل دارند یا خیر.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه ۱: شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری با احتمال کمتری برای مقابله با محدودیت‌های مالی (سطح پایینی از حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری) نسبت به شرکت‌های مستقل، در صورت ثابت ماندن سایر شرایط اقدام می‌کنند.

در آزمون فرضیه اول تحقیق و به منظور بررسی اثر وابستگی گروه تجاری بر حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری، ما از روش مشابه با روش مورد استفاده توسط فزاری و همکارانش (۱۹۸۸) و هوشی و همکاران (۱۹۹۱) استفاده کرده‌ایم. آنها تفاوت در میزان جریان نقدی سرمایه‌گذاری بین گروه‌های مختلف از شرکت‌ها را به عنوان مدرکی برای محدودیت‌های مالی، تفسیر می‌کنند. ما از مدل زیر برای آزمون فرضیه اول تحقیق استفاده کرده‌ایم:

$$\frac{\text{lit}}{\text{Kit} - 1} = \alpha + \beta_1 \text{Qit} - 1 + \beta_2 \frac{\text{CFit}}{\text{lit} - 1} + \beta_3 \frac{\text{CFit} - 1}{\text{lit} - 2} + \beta_4 \left(\frac{\text{CFit}}{\text{lit} - 1} + \frac{\text{CFit} - 1}{\text{lit} - 2} \right) * \text{BGit} + \beta_5 \text{Cashit} - 1 + \beta_6 \text{Salesit} - 1 + \beta_7 \text{Levit} - 1 + \epsilon$$

که در آن:

I_{it} : مبلغ سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت در سال t که از طریق ارزش دفتری ناخالص دارایی‌های ثابت در سال t منهای ارزش دفتری ناخالص دارایی‌های ثابت در سال $t-1$ بدست می‌آید.

K_{it-1} : ارزش دفتری ناخالص دارایی‌های ثابت در سال $t-1$.

Q_{it-1} : نسبت کیوتوبین در سال t که از طریق نسبت ارزش بازار دارایی‌ها (ارزش بازار دارایی‌ها برابر است با ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به علاوه ارزش دفتری بدهی‌ها) به ارزش دفتری دارایی‌ها بدست می‌آید.

CF_{it} : نشان دهنده جریان نقدی آزاد در سال t که از طریق سود خالص به علاوه هزینه استهلاک، اندازه‌گیری می‌شود.

BG_{it} : یک متغیر مجازی است که برای شرکت‌های وابسته به گروه تجاری ۱ و برای شرکت‌های مستقل صفر در نظر گرفته شده است.

$Cash_{it} - 1$: نشان دهنده سطح نگهداشت وجه نقد در سال $t-1$ است که در این پژوهش به صورت زیر محاسبه شده است:

$$\text{CASH}_{i,t-1} = (\text{Cash}_{i,t-1} + \text{short-term investment}_{i,t-1}) / \text{total assets}_{i,t-1} \quad (1)$$

که در آن:

$Cash_{i,t-1}$: جمع وجوه نقد شرکت i در سال $t-1$.

$\text{short-term investment}_{i,t-1}$: سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت شرکت i در سال $t-1$.

$\text{total assets}_{i,t-1}$: جمع دارایی‌های شرکت i در سال $t-1$.

$\text{Sales}_{i,t-1}$: برابر است مبلغ فروش خالص به کل دارایی‌ها در سال $t-1$.

$\text{Levi}_{i,t-1}$: برابر است با شاخص اهرم مالی در سال $t-1$ که از طریق تقسیم جمع بدهی‌ها به

کل دارایی‌ها در سال $t-1$ بدست می‌آید.

در این مدل، β_2 و β_3 از طریق حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری در میان شرکت‌های مستقل، اندازه‌گیری می‌شوند و $\beta_2 + \beta_3 + \beta_4$ نشان دهنده ضرایب جریان نقدی از شرکت‌های وابسته به گروه تجاری است. بنابراین، اگر β_4 به طور قابل توجهی از صفر متفاوت است، پس می‌توان نتیجه گرفت که یک نوع تفاوت در حساسیت جریان نقدی بین شرکت‌های عضو گروه و شرکت‌های مستقل وجود دارد. علاوه بر این، با توجه به فرضیه ۱، انتظار می‌رود β_4 منفی باشد، تا نشان دهد که شرکت‌های عضو گروه‌های تجاری با محدودیت مالی کمتری مواجه می‌شود.

فرضیه ۲. شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری نسبت به شرکت‌های مستقل، با احتمال بالاتری اقدام به تسهیم (تقسیم) ریسک می‌کنند.

ما دو نماینده یا پراکسی برای به اشتراک‌گذاری و تقسیم ریسک، اتخاذ کرده‌ایم: نوسانات سود عملیاتی و احتمال ورشکستگی یا محدودیت (بحران) مالی. برای اجرای این آزمون، ما دو فرضیه فرعی زیر را مطرح می‌کنیم:

فرضیه فرعی اول: شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری نسبت به شرکت‌های مستقل، به احتمال بیشتر دارای یک سطح پایین‌تری از نوسانات سود عملیاتی می‌باشند. بیمه متقابل (دوجانبه) میان شرکت‌های وابسته گروه منجر به عملکرد عملیاتی خوب آنها می‌شود. ما نوسانات سود عملیاتی شرکت‌های وابسته به گروه را با شرکت‌های مستقل از طریق معیارهای زیر مورد مقایسه قرار می‌دهیم:

$$StOp_i = \alpha + \beta_1 Size_i + \beta_2 Op_i + \beta_3 BG_i + \epsilon_{it} \quad (2)$$

که در آن:

$StOp_i$: برابر است با انحراف معیار مربوط به سود عملیاتی هر شرکت طی ۱۰ سال گذشته (۸۳-۹۲) که با متوسط سود عملیاتی هر سال شرکت همگن می‌شود.

$Size_i$: لگاریتم طبیعی فروش خالص شرکت در سال t .

Op_i : برابر است متوسط سود عملیاتی شرکت در سال t که از طریق جمع سود عملیاتی ابتدای سال به علاوه سود عملیاتی پایان سال تقسیم بر ۲ بدست می‌آید.

BG_{it} : یک متغیر مجازی است که برای شرکت‌های وابسته به گروه تجاری یک و برای شرکت‌های مستقل صفر در نظر گرفته شده است.

در این فرضیه انتظار می‌رود که β_3 منفی باشد، که این موضوع نشان می‌دهد که شرکت وابسته به گروه تجاری نقش مهمی در عملکرد مطلوب شرکت ایفا می‌کند و دارای نوسان‌پذیری کمتری در سود عملیاتی است.

فرضیه فرعی دوم: شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری با احتمال کمتری نسبت به شرکت‌های مستقل گروه با ورشکستگی یا محدودیت (بحران) مالی مواجه می‌شوند

خانا و یافه (۲۰۰۵) نشان دادند که گروه‌های تجاری در هند، از نقدینگی مطلوب تری در مقایسه با شرکتهای مستقل از طریق اعطای وام و تسهیلات مالی درون گروهی برخوردار می‌باشند. کیم و هوسکیسون (۱۹۹۶) استدلال کردند که گروه‌های تجاری دارای یک مکانیسم تسهیم (تقسیم) ریسک هستند که از طریق آن شرکت درمانده از شرکت‌های دیگر گروه، کمک دریافت می‌کند. اگر حمایت گروه در جلوگیری از عدم پرداخت بدهی‌های شرکت موثر واقع شود، بنابراین شرکت‌های وابسته گروه نسبت به شرکت‌های مستقل با ورشکستگی یا بحران (محدودیت) مالی کمتری مواجه هستند. با توجه به پژوهش‌های موجود در رابطه با پیش بینی ورشکستگی، ما از مدل آلتمن برای پیش بینی ورشکستگی شرکتها استفاده می‌کنیم. بدین منظور نسبت‌های مالی که به منظور به دست آوردن سودآوری شرکت، نقدینگی آن و تعیین ارزش بازار در نظر گرفته شده است، استفاده می‌کنیم. ما برای این منظور رگرسیون چند متغیره زیر را به کار می‌گیریم:

$$Z_{it} = \beta_0 + \beta_1 BG_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 Growth_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 Size_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

که در آن:

Z_{it} : شاخص کل در مدل آلتمن است که به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$Z_{it} = 0.717X_1 + 0.84X_2 + 3/1X_3 + 0.42X_4 + 0.998X_5$$

که در آن X_1 نسبت سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها، X_2 نسبت سود (زیان) انباشته به کل دارایی‌ها، X_3 نسبت سود خالص قبل از کسر بهره و مالیات (Eb_{it}) به کل دارایی‌ها، X_4 نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری بدهی‌ها، X_5 نسبت فروش خالص به کل دارایی‌ها است. در این مدل، هر چقدر Z_{it} پایین‌تر باشد، درجه بحران مالی شرکت بیشتر است. BG_{it} : یک متغیر مجازی است که برای شرکت‌های وابسته به گروه تجاری ۱ و برای شرکت‌های مستقل صفر در نظر گرفته شده است. اگر نقش تسهیم خطر در شرکتهای عضو گروه‌های تجاری موثر باشد، پس β_1 باید به طور قابل توجهی منفی باشد.

ROA_{it} : نشان‌دهنده سودآوری شرکت است که برابر است با سود خالص به جمع دارایی‌ها شرکت.

$GROWTH_{it}$: نمایانگر رشد شرکت است. در این مطالعه، برای محاسبه معیار رشد شرکت از رابطه زیر استفاده شده است:

$$GROWTH_{it} = (s_t - s_{t-1}) / s_{t-1}$$

که در آن:

s_t : فروش شرکت i در سال t .

s_{t-1} : فروش شرکت i در سال $t-1$.

CF_{it} : نشان‌دهنده جریان نقدی آزاد در سال t که از طریق سود خالص به علاوه هزینه استهلاک، اندازه‌گیری می‌شود و با جمع دارایی‌های پایان سال همگن شده است.

LEV_{it} : اهرم مالی را در سال t نشان می‌دهد. در این مقاله، برای محاسبه‌ی این متغیر، از نسبت بدهی‌ها به جمع دارایی‌ها استفاده شده است.

$SIZE_{it}$: نمایانگر اندازه شرکت است. در این مقاله، برای محاسبه‌ی این متغیر از لگاریتم طبیعی جمع فروش خالص شرکت استفاده شده است.
فرضیه ۳. عملکرد شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری نسبت به شرکت‌های مستقل، متفاوت است.

برای آزمون فرضیه سوم، مدل رگرسیونی زیر را به منظور بررسی ارتباط بین عملکرد شرکت‌های مستقل و عملکرد گروه تجاری اجرا می‌کنیم، البته بعد از اینکه کنترل بر روی تعدادی از ویژگی‌های شرکت از جمله: اندازه شرکت، جریان نقدی، ریسک بتا و ساختار سرمایه اعمال شد.

$$Performance_{it} = \alpha + \beta_1 BG_{it} + \beta_2 \frac{CF_{it}}{Kit - 1} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 BETA_{it} + \beta_5 \frac{LTD_{it}}{Kit - 1} + \beta_6 \frac{STD_{it}}{Kit - 1} + \epsilon_{it}$$

که در آن:

$Performance_{it}$: نشانده عملکرد شرکت در سال t است که در این تحقیق برای محاسبه عملکرد شرکت از نرخ بازده دارایی‌ها (ROA) استفاده می‌شود. نرخ بازده دارایی‌ها برابر است با سود خالص پس از کسر مالیات تقسیم بر جمع دارایی‌های پایان سال.

BG_{it} : یک متغیر مجازی است که برای شرکت‌های وابسته به گروه تجاری یک و برای شرکت‌های مستقل صفر در نظر گرفته شده است.

CF_{it} : نشان دهنده جریان نقدی در سال t که از طریق درآمد خالص به علاوه هزینه استهلاک به علاوه تغییر در مالیات معوق، اندازه‌گیری می‌شود.

I_{it-1} : مبلغ سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت در سال $t-1$.

$SIZE_{it}$: نمایانگر اندازه شرکت است. در این مقاله، برای محاسبه‌ی این متغیر از لگاریتم طبیعی جمع فروش خالص شرکت استفاده شده است.

$BETA_{it}$: نشاندهنده ریسک سیستماتیک شرکت در سال t است. ریسک در زبان عرف عبارتست از خطری که به علت عدم اطمینان در مورد وقوع حادثه‌ای در آینده پیش می‌آید و هر قدر این عدم اطمینان بیشتر باشد، اصطلاحاً گفته می‌شود که ریسک زیادتر است. برای محاسبه ریسک، از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) استفاده شده است:

$$R_i - R_f = \alpha_i + \beta_i (R_m - R_f) + \epsilon_i \quad (\text{رابطه ۲})$$

R_m : بازده پرتفوی بازار؛

R_f : بازده دارایی‌های بدون ریسک؛

R_i : بازده مورد انتظار دارایی‌های i ؛

β_i : ریسک سیستماتیک.

با رگرسیون گیری از معادله، β_1 به عنوان معیار ریسک سیستماتیک استخراج می‌شود و ϵ_t انحراف معیار خطاها نیز به عنوان معیار ریسک غیر سیستماتیک در نظر گرفته شده است.

K_{it-1} : ارزش دفتری ناخاص دارایی‌های ثابت در ابتدای سال t .

LTD_{it} : برابر است با بدهی‌های بلندمدت در سال t .

STD_{it} : برابر است با بدهی‌های کوتاه مدت در سال t .

تمرکز ما بر روی برآورد β_1 است. علامت آن و میزان عددی آن اشاره به این دارد که آیا نتیجه عملکرد شرکت‌های عضو گروه‌های تجاری نسبت به شرکت‌های مستقل متفاوت بوده است یا خیر.

پیشینه تجربی پژوهش

آگارگالا و همکاران (۲۰۱۹) در تحقیقی بیان داشتند که در رابطه بین تنوع هیئت مدیره و عملکرد شرکت در گروه‌های تجاری، اجماع کمی در سطح جهان وجود دارد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که وابستگی گروه تجاری به اثرات ارزش شرکت مثبت، به تنوع جمعیتی هیئت مدیره آسیب می‌زند. این یافته‌ها حاکی از آن است که رابطه بین تنوع هیئت مدیره و عملکرد شرکت مستلزم بررسی مجدد در بسیاری از کشورهایی است که وابستگی گروهی مشترک دارند.

در مطالعه روت و همکاران (۲۰۱۹) بیان شده است که تمرکز شدیدی روی تأثیر وابستگی گروه‌های تجاری به بین‌المللی شدن وجود دارد، اما توجه کمتری به استراتژی‌های بین‌المللی سازی گروه‌های تجاری می‌شود. علاوه بر این، ادبیات مربوط به گروه‌های تجاری و بین‌المللی بیشتر در گروه‌های تجاری بزرگ از اقتصادهای نوظهور تکیه می‌شود. همچنین نتایج نشان می‌دهد هرچه وابستگی گروه‌های تجاری بیشتر باشد ریسک سیستم بیشتر خواهد بود.

مارینا و همکاران (۲۰۱۸) در تحقیقی بیان کردند که بررسی تعامل شرکت‌ها و دولت‌ها بر تصمیمات گروه‌های تجاری در مورد رشد پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که یک رابطه تاریخی بین این گروه‌ها و دولت یک شرط لازم اما کافی برای رشد از طریق تنوع سازی است که هرچه این تنوع بیشتر باشد عملکرد مناسب تر است. برای پیش بینی تنوع، روابط تاریخی باید با منافع سیاسی دولت یا با استفاده از یک یا ترکیبی از تاکتیک‌های سیاسی خاص هماهنگ باشد.

لوسی لکورتندو و همکاران (۲۰۱۴) به بررسی رابطه عضویت در گروه‌های تجاری و سطح نگهداشت وجه نقد پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که در شرکت‌های عضو گروه‌های تجاری سطح نگهداشت وجه نقد نسبت به شرکت‌های مستقل پایین تر است. بیوسلینک و دلوف (۲۰۱۴)، در پژوهش به بررسی مدیریت سود در گروه‌های تجاری در شرکت‌های بلغاری پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری، مدیریت سود بالاتری در مقایسه با شرکت‌های مستقل دارند. همچنین نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که مدیریت سود با انگیزه مالیاتی در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل بیشتر است. یانگ و همکاران (۲۰۱۳) در تحقیقی به بررسی پدیده ریسک مربوط به ضمانت نامه‌ها در عملکرد گروه‌های تجاری پرداختند. در این بررسی به ریسک اعتباری گروه‌های تجاری توجه شده است.

نتایج تحقیق نشان می‌دهد که رابطه بین ضمانت و شدت انتقال ریسک اعتباری غیرخطی است و ساختار متفاوت ضمانت‌ها، تأثیر متفاوتی برای ریسک اعتباری گروه‌های تجاری خواهد داشت. منوس و همکاران (۲۰۱۲) به بررسی تأثیر عضویت در گروه‌های تجاری بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های هندی پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که در مقایسه با شرکت‌های مستقل، درصد توزیع سود در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری کمتر است. همچنین شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع، سود بیشتری در مقایسه با شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌های تجاری می‌پردازند. سایر یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که با افزایش سطح عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی، میزان سود تقسیمی شرکت‌ها کاهش می‌یابد. نتایج این مطالعه نشان داد که سیاست تقسیم سود شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل و سیاست تقسیم سود شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با سایر گروه‌ها حساسیت کمتری به عدم تقارن اطلاعاتی خود نشان می‌دهند.

علیمردی شریف آبادی و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی نقش عضویت در گروه‌های تجاری بر رابطه بین مؤلفه‌های مؤثر بر کیفیت سود (ماهیت، قابلیت پیش‌بینی، پایداری و کیفیت حسابرسی) و کیفیت سود شرکت‌ها پرداختند. بنابر نتایج این تحقیق می‌توان گفت در شرکت‌های عضو گروه‌های تجاری، از طریق تغییر مثبت در ماهیت سود و همچنین افزایش کیفیت حسابرسی، کیفیت سود شرکت‌ها ارتقا می‌یابد. مشایخی و دلدار (۱۳۹۵) به بررسی رابطه بین مدیریت مالیات و مدیریت سود در گروه‌های تجاری پرداختند. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از الگوی رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. نتیجه بررسی حاکی از آن است که بین مدیریت سود و مدیریت مالیات، رابطه منفی معنادار وجود دارد. یافته‌های تحقیق نشان داد که شرکت‌های عضو گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل سودشان را بیشتر مدیریت می‌کنند. همچنین، گروه‌های تجاری متنوع در مقایسه با شرکت‌های مستقل مدیریت سود بیشتری دارند. علاوه بر این، به نظر می‌رسد با افزایش مالکیت اصلی در فرعی مدیریت سود بالاتری اتفاق خواهد افتاد. در بخش انگیزه، نتایج تحقیق نشان می‌دهد که مدیریت سود راهبردی گروه‌های تجاری (متنوع و غیرمتنوع) در پاسخ به انگیزه‌های مالیاتی است. مرادی و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی رابطه بین عضویت در گروه‌های تجاری و بازده سهام پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با سایر گروه‌های تجاری بالاتر است. سایر یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که با افزایش سطح عدم تقارن اطلاعاتی، نرخ بازده سهام شرکت‌ها کاهش می‌یابد. همچنین با افزایش سطح وابستگی مالی خارجی، نرخ بازده سهام شرکت‌ها بالاتر می‌رود. پورحیدری و قاسمی (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر عضویت در گروه‌های تجاری بر حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش بیانگر آن است که بین جریان نقدی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های عضو گروه رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین یافته‌ها نشان داد که بین جریان نقدی و سرمایه‌گذاری در گروه‌های متنوع نیز رابطه معناداری وجود ندارد، در نتیجه فرضیه

اول و دوم پژوهش رد شد. که بیانگر عدم استفاده شرکت‌های ایرانی از ظرفیت درونی گروه‌های تجاری می‌باشد. پورحیدری و دلدار (۱۳۹۱)، به بررسی تأثیر گروه‌های تجاری بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با اتکا بر تئوری‌های اصلی تقسیم سود پرداخته‌اند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که سود تقسیمی در گروه‌های تجاری حساسیت کمتری به عدم تفران اطلاعاتی در مقایسه با شرکت‌های مستقل دارد. نتایج این پژوهش هیچ رابطه معناداری بین عمر شرکت و سیاست تقسیم سود نشان نمی‌دهد.

روش پژوهش

این پژوهش از حیث هدف، کاربردی است. روش پژوهش حاضر از نوع استقرایی و روش آماری آن همبستگی است. اطلاعات واقعی و حساسی شده شرکت‌ها به صورت تلفیقی و به وسیله الگوی رگرسیون چندگانه مورد بررسی قرار گرفته است. اطلاعات مزبور از نرم‌افزار تدبیر پرداز استخراج و با اطلاعات صورت‌های مالی تطبیق یافت و برای آماده‌سازی اطلاعات، از صفحه گسترده اکسل و جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات از نسخه ۷ نرم افزار EVIEWS و همچنین نسخه ۱۹ نرم افزار SPSS استفاده گردید.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری مورد نظر در این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۹۷، می‌باشند. شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شده و به روش تصادفی و حذفی انتخاب شده است. این شرایط عبارتند از:

۱. تاریخ پذیرش آنها در بورس قبل از سال ۱۳۸۸ و تا پایان سال ۱۳۹۷ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی باشند.
۲. اطلاعات مورد نیاز آنها در دسترس باشد و سهام آنها مورد معامله مستمر قرار گرفته باشد.
۳. به منظور افزایش قابلیت مقایسه پایان سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد و در طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداده باشند.

با توجه به شرایط ذکر شده، ۱۴۶ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۹۷ به عنوان نمونه آماری انتخاب شد. در مجموع تعداد ۱۱۴۰ مشاهده (سال - شرکت) مورد آزمون قرار گرفته شده است.

تجزیه و تحلیل داده‌ها

آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره (۱) آورده شده است که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزاست. این پارامترها عمدتاً شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی، نظیر مقدار حداقل، حداکثر، میانگین، میانه و همچنین، اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی، نظیر انحراف معیار است. مهمترین شاخص مرکزی میانگین است که

نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست.

نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
نسبت سرمایه گذاری در دارایی‌ها به ارزش دفتری ناخاص دارایی های ثابت $(\frac{I_{it}}{K_{it-1}})$	-۰/۰۱۲۸	-۰/۰۱۲۸	-۰/۱۶۳۱	-۰/۶۵۲۱	-۰/۹۹۰۱
نسبت کیو توپین در ابتدای سال t $(QTOBIN_{it-1})$	۰/۱۵۰۸	-۰/۱۶۱۰	-۰/۱۱۸۷	-۰/۱۳۳۱	-۰/۷۳۰۱
گروه تجاری (BG_{it})	۰/۶۵۸۰	۱	-۰/۴۲۴۷	۰	۱
نسبت جریان نقد آزاد به مبلغ سرمایه گذاری در دارایی‌های ثابت در ابتدای سال t $(\frac{CF_{it}}{I_{it-1}})$	۰/۲۹۸۸	۰	-۰/۴۵۸۰	۰	۱
نسبت جریان نقد آزاد در سال $t-1$ به مبلغ سرمایه گذاری در دارایی‌های ثابت در ابتدای سال $t-2$ $(\frac{CF_{t-1}}{I_{t-2}})$	۰/۴۹۸۸	۰	-۰/۵۰۰۳	۰	۱
سطح نگهداشت وجه نقد در ابتدای سال t $(CASH_{it-1})$	۰/۰۴۹۴	-۰/۰۴۳۳	-۰/۰۴۰۸	۰	-۰/۱۸۲۰
نسبت فروش خالص به جمع دارایی های شرکت در سال $t-1$ $(\frac{SALES_{it}}{ASSETS_{it-1}})$	۰/۶۲۵۱	-۰/۶۴۱۰	-۰/۱۷۹۸	-۰/۰۱۰۴	-۰/۹۹۰۰
اهرم مالی (LEV_{it})	۰/۱۹۳۹	-۰/۱۸۶۵۲	-۰/۳۴۶۷	-۱	۲/۷۳۰۴
رشد شرکت $(GROWTH_{it})$	۳/۵۳۶۴	۳/۶۳۷۶	-۰/۲۹۱۸	۲/۲۰۰۴	۴/۱۳۴۱
نسبت انحراف معیار سود عملیاتی به متوسط سود عملیاتی $(STDOP_{it})$	۰/۱۲۳۶	-۰/۱۰۶۸	-۰/۱۲۵۶	-۰/۴۱۲۱	-۰/۶۶۱۱
نسبت جریان وجه نقد آزاد به دارایی ها (CF_{it})	۰/۱۰۸۳	-۰/۰۹۰۹	-۰/۱۱۶۹	-۰/۲۸۴۵	-۰/۶۲۸۷
نرخ بازده دارایی‌ها (ROA_{it})	۱۳/۴۵۰۹	۱۳/۳۰۱۳	۱/۳۱۱۷	۷/۲۱۵۵	۱۸/۴۶۰۱
اندازه شرکت $(SIZE_{it})$	۰/۲۱۸۳	-۰/۱۸۰۴	-۰/۱۸۶۹	-۰/۲۰۴۱	-۰/۳۲۱۰
ریسک $(BETA_{it})$	۰/۱۴۵۳	-۰/۱۰۰۲	-۰/۰۹۱۲	-۰/۱۰۰۱	-۰/۳۲۱۰
نسبت بدهی های بلند مدت به ارزش دفتری ناخاص دارایی‌های ثابت $(\frac{LTD_{it}}{K_{it-1}})$					
نسبت بدهی های کوتاه مدت به ارزش دفتری ناخاص دارایی های ثابت $(\frac{STD_{it}}{K_{it-1}})$					

آمار استنباطی

با توجه به اینکه برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از رویکرد داده‌های ترکیبی استفاده شده است، لازم است قبل از برآزش مدل به منظور انتخاب از بین الگوی داده‌های ترکیبی (تلفیقی) یا تابلویی (پولد)، آزمون اف لیمر (چاو) و هاسمن انجام گردد. فرضیه H_0 آزمون فوق مربوط به استفاده از داده‌های تابلویی و فرضیه مقابل آن (H_1) مبنی بر استفاده از روش ترکیبی (تلفیقی یا پتل) می‌باشد. نتایج این آزمون‌ها در نگاره (۲) ارائه شده است. همانطور که مشاهده می‌شود، با

توجه سطح معناداری بدست آمده و همچنین با توجه به سطح معناداری قابل پذیرش که ۵ درصد می‌باشد، نتایج حاکی از رد شدن فرضیه H_0 بوده یعنی الگوی داده‌های تابلویی رد شده و برای انتخاب الگوی داده‌های ترکیبی با اثرات ثابت یا تصادفی، لازم است آزمون هاسمن نیز انجام شود. فرضیه H_0 آزمون فوق مربوط به استفاده از اثرات ثابت و فرضیه مقابل آن (H_1) مبنی بر استفاده از اثرات مقطعی می‌باشد. نتایج آزمون هاسمن حاکی از تأیید فرضیه H_0 بوده، در نتیجه الگوی داده‌های ترکیبی با اثرات ثابت انتخاب می‌شود. بنابراین، از الگوی داده‌های ترکیبی (تلفیقی یا پنل دیتا) با اثرات ثابت برای برازش الگو استفاده می‌شود.

نگاره (۲): نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

مدل	نتایج آزمون F لیمر			نتایج آزمون هاسمن		
	آماره	سطح معناداری	Period F	آماره	سطح معناداری	Period F
مدل اول	۱۷/۲۱۲	۰/۰۷۸	Period F	۱۲/۰۲۲	۰/۰۰۷	Period F
مدل دوم	۲۳/۲۱۴	۰/۱۵۲	Period F	۳۲/۸۲۲	۰/۰۰۰	Period F
مدل سوم	۱۳/۳۲۴	۰/۰۶۲	Period F	۸/۱۸۰	۰/۰۰۰	Period F
مدل چهارم	۸/۸۲۲	۰/۰۴۱	Period F	۵/۱۲۴	۰/۰۵۲	Period F

یکی از مواردی که می‌بایست در داده‌های ترکیبی صورت پذیرد، آزمون ناهمسانی واریانس می‌باشد. متغیرهای تصادفی که دارای واریانس‌های متفاوتی باشد ناهمسانی واریانس؛ و در مقابل اگر خطاها واریانس ثابت نداشته باشند، گفته می‌شود آن‌ها ناهمسان هستند. یکی از مفروضات رگرسیونی این است که واریانس خطاها ثابت است که به فرض همسانی واریانس مشهور است. برای این منظور از آزمون وایت استفاده گردید. فرضیه H_0 آزمون فوق مبنی بر وجود ناهمسانی واریانس و فرضیه مقابل آن (H_1) مبنی همسانی واریانس می‌باشد. نتایج حاصل از آزمون وایت که در نگاره (۳) آمده است، مبین آن است که در هر دو مدل تحقیق، مشکل ناهمسانی واریانس در وجود ندارد و در نتیجه برای برازش مدل از روش حداقل مربعات معمولی (OLS) استفاده می‌گردد.

نگاره (۳): نتیجه آزمون وایت در سطح اطمینان ۹۵ درصد

مدل	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون
مدل اول	۰/۵۲	۰/۶۶	با توجه به آماره F و سطح معناداری، ناهمسانی واریانس وجود ندارد و از روش OLS استفاده می‌شود.
مدل دوم	۰/۳۸	۰/۷۲	ناهمسانی واریانس وجود ندارد و از روش OLS استفاده می‌شود.
مدل سوم	۰/۴۵	۰/۶۹	ناهمسانی واریانس وجود ندارد و از روش OLS استفاده می‌شود.
مدل چهارم	۰/۸۵	۰/۴۲	ناهمسانی واریانس وجود ندارد و از روش OLS استفاده می‌شود.

همچنین به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر از آزمون دوربین-واتسون استفاده می‌شود. به طور کلی آزمون دوربین واتسون همبستگی سریالی بین باقیمانده (خطا) های رگرسیون را آزمون می‌نماید. مقدار این آماره بین ۰ تا ۴ تغییر می‌کند. اگر همبستگی بین مانده‌های متوالی وجود نداشته باشد، مقدار آماره باید نزدیک ۲ شود. اگر مقدار آماره نزدیک به صفر شود، نشان دهنده همبستگی مثبت بین باقیمانده‌ها و اگر نزدیک به ۴ شود، نشان دهنده همبستگی منفی بین باقیمانده‌های متوالی است. به طور کلی اگر آماره دوربین-واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار گیرد، می‌توان فرض عدم وجود همبستگی بین خطاهای مدل را پذیرفت. برای بررسی هم‌خطی بین متغیرهای مستقل از شاخص پراکندگی و عامل تورم واریانس استفاده شد. هر چه پراکندگی کم باشد اطلاعات مربوط به متغیر کم بوده و مشکلاتی در استفاده از رگرسیون ایجاد می‌شود. عامل تورم واریانس نیز معکوس پراکندگی بوده و هر چقدر افزایش یابد باعث می‌شود واریانس ضرایب رگرسیون افزایش یافته و رگرسیون را برای پیش‌بینی نامناسب می‌سازد. تجربیات عملی حاکی از این است که اگر عامل تورم واریانس (VIF) بزرگتر از عدد ۵ باشد، مبین وجود یک اخطار احتمالی است و در صورتی که بزرگتر از ۱۰ باشد، یک اخطار جدی را یادآور می‌شود و حکایت از آن دارد که ضرایب رگرسیونی مربوطه به علت هم‌خطی چندگانه به صورت ضعیفی برآورد شده‌اند. نتایج این آزمون‌ها در نگاره (۴)، (۵)، (۶) و (۷) به طور جداگانه نشان داده شده است.

آزمون فرضیه اول:

در فرضیه اول بیان شده است که شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری با احتمال کمتری برای مقابله با محدودیت‌های مالی (سطح پایینی از حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری) نسبت به شرکت‌های مستقل، در صورت ثابت ماندن سایر شرایط اقدام می‌کنند. در جدول فوق، اگر β_4 به طور قابل توجهی از صفر متفاوت است، پس می‌توان نتیجه گرفت که یک نوع تفاوت در

حساسیت جریان نقدی بین شرکتهای عضو گروه و شرکتهای مستقل وجود دارد. با توجه به اینکه ضریب β_4 برابر با -0.035 است لذا فرضیه اول رد نمی‌شود. بنابراین شرکتهای وابسته به گروه‌های تجاری با احتمال کمتری برای مقابله با محدودیت‌های مالی (سطح پایینی از حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری) نسبت به شرکتهای مستقل، در صورت ثابت ماندن سایر شرایط اقدام می‌کنند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول در نگاره شماره (۴) نشان داده شده است.

نگاره (۴): نتایج آزمون آماری فرضیه‌ی اول پژوهش

$$\frac{lit}{kit-1} = \alpha + \beta_1 Qit - 1 + \beta_2 \frac{CFit}{lit-1} + \beta_3 \frac{CFit-1}{lit-2} + \beta_4 \left(\frac{CFit}{lit-1} + \frac{CFit-1}{lit-2} \right) * BGit + \beta_5 Cashit - 1 + \beta_6 Salesit - 1 + \beta_7 Levit - 1 + \epsilon it$$

VIF	Tolerance	سطح معناداری	آماره t	ضریب	متغیر
-	-	۰.۰۶	۲/۷۵۵	۰/۱۵۴	مقدار ثابت
۳/۲۰۷	۰/۳۱۲	۰/۰۴۵	-۲/۰۱۲	-۰/۱۱۳	Qit - 1
۱/۹۲۰	۰/۵۲۱	۰/۰۰۰	-۴/۴۸۴	-۰/۱۵۳	CFit
۱/۶۳۷	۰/۵۹۸	۰/۰۳۰	-۲/۱۷۶	-۰/۰۶۹	$\frac{lit-1}{lit-2}$
۱/۰۴۷	۰/۹۵۵	۰/۱۶۶	-۱/۳۸۷	-۰/۰۳۵	$\left(\frac{CFit}{lit-1} + \frac{CFit-1}{lit-2} \right) * BGit$
۱/۴۰۹	۰/۷۱۰	۰/۰۰۰	-۵/۴۵۶	-۰/۱۶۰	Cashit - 1
۲/۴۲۰	۰/۷۱۳	۰/۰۰۰	۷/۳۰۶	۰/۲۸۰	Salesit - 1
۱/۱۰۲	۰/۹۰۷	۰/۵۸۶	-۰/۵۴۴	-۰/۰۱۴	Levit - 1
۸/۱۸۷	-	آماره F	-	-۰/۱۶۱	ضریب تعیین تعدیل شده
۰/۰۰۰	-	سطح معناداری	-	۱/۹۹۴	آماره دوربین واتسون

* مأخذ: یافته‌های پژوهش‌گر

آزمون فرضیه دوم:

الف- فرضیه فرعی اول: در فرضیه فرعی اول از فرضیه اصلی دوم بیان شد است که شرکتهای وابسته به گروه‌های تجاری نسبت به شرکتهای مستقل، به احتمال بیشتر دارای یک سطح پایین‌تری از نوسانات سود عملیاتی می‌باشند. در این فرضیه انتظار می‌رود که β_3 منفی باشد، که این موضوع نشان می‌دهد که شرکت وابسته به گروه تجاری نقش مهمی در عملکرد مطلوب شرکت ایفا می‌کند و دارای نوسان‌پذیری کمتری در سود عملیاتی است. با توجه به اینکه ضریب متغیر BG_1 برابر با -0.131 است لذا نمی‌توان فرضیه فوق را رد نمود لذا شرکتهای وابسته به گروه‌های تجاری نسبت به شرکتهای مستقل، به احتمال بیشتر دارای یک سطح پایین‌تری از نوسانات سود عملیاتی می‌باشند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی اول در نگاره شماره (۵) نشان داده شده است.

نگاره (۵): نتایج آزمون آماری فرضیه فرعی اول از فرضیه اصلی دوم

$$StOp_i = \alpha + \beta_1 Size_i + \beta_2 Op_i + \beta_2 BG_i + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری	Tolerance	VIF
مقدار ثابت	۰/۴۵۰	۲/۳۲۱	۰/۰۰۵	-	-
BG _i	-۰/۱۳۱	-۴/۸۵۲	۰/۰۰۰	۰/۴۱۵	۳/۱۱۹
Opi	۰/۲۵۲	۳/۱۱۹	۰/۰۱۲	۰/۳۶۶	۲/۹۱۴
	-۰/۰۱۹	-۰/۵۲۴	۰/۵۷۶	۰/۸۹۷	۱/۰۹۸
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۲۸		آماره F		۶/۴۱۵
آماره دوربین واتسون	۲/۰۱۹		سطح معناداری		۰/۰۰۰

* مأخذ: یافته‌های پژوهش‌گر

ب- فرضیه فرعی دوم: در فرضیه فرعی دوم از فرضیه اصلی دوم بیان شده است که شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری با احتمال کمتری نسبت به شرکت‌های مستقل گروه با ورشکستگی یا محدودیت (بحران) مالی مواجه می‌شوند. با توجه به اینکه ضریب متغیر BG_{it} برابر با -۰/۴۳۲- است لذا نمی‌توان فرضیه فوق را رد نمود لذا شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری با احتمال کمتری نسبت به شرکت‌های مستقل گروه با ورشکستگی یا محدودیت (بحران) مالی مواجه می‌شوند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی دوم در نگاره شماره (۶) نشان داده شده است.

نگاره (۶): نتایج آزمون آماری فرضیه فرعی دوم از فرضیه اصلی دوم

$$Z_{it} = \beta_0 + \beta_1 BG_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 Growth_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 Size_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری	Tolerance	VIF
مقدار ثابت	۰/۱۳۲	۲/۱۱۴	۰/۰۰۹	-	-
BG _{it}	-۰/۴۳۲	-۴/۴۵۱	۰/۰۰۰	۰/۵۲۱	۳/۳۴۲
ROA _{it}	۰/۲۵۲	۳/۱۱۹	۰/۰۱۲	۰/۳۶۶	۲/۹۱۴
	-۰/۱۶۱	-۴/۹۱۵	۰/۰۰۰	۰/۶۱۵	۱/۸۱۴
	-۰/۰۵۱	-۲/۰۲۲	۰/۰۴۱	۰/۴۸۲	۱/۷۱۴
	-۰/۱۱۴	-۵/۰۱۵	۰/۰۰۲	۰/۸۱۴	۱/۵۱۸
	۰/۲۵۴	۶/۲۵۸	۰/۰۰۰	۰/۷۸۵	۱/۹۸۲
	-۰/۰۱۹	-۰/۵۲۴	۰/۵۷۶	۰/۸۹۷	۱/۰۹۸
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۴۲		آماره F		۶/۸۱۲
آماره دوربین واتسون	۲/۰۰۲		سطح معناداری		۰/۰۰۰

* مأخذ: یافته‌های پژوهش‌گر

آزمون فرضیه سوم: طبق فرضیه سوم، عملکرد شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری نسبت به شرکت‌های مستقل، متفاوت است. در جدول زیر نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم بیان شده است.

نگاره (۸): نتایج آزمون آماری فرضیه سوم

$$Performance_{it} = \alpha + \beta_1 BGit + \beta_2 \frac{CFit}{Kit - 1} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 BETA_{it} + \beta_5 \frac{LTDit}{Kit - 1} + \beta_6 \frac{STDit}{Kit - 1} + \epsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری	Tolerance	VIF
مقدار ثابت	-۰/۳۴۲	۲/۴۵۶	-۰/۰۰۰	-	-
BGit	-۰/۶۷۵	-۴/۸۹۳	-۰/۰۰۰	-۰/۶۵۲	۲/۱۴۶
CFit Kit - 1	-۰/۲۵۲	۲/۱۱۹	-۰/۰۱۲	-۰/۳۶۶	۲/۹۱۴
SIZEit	-۰/۱۵۳	-۲/۵۷۰	-۰/۰۰۳	-۰/۳۱۹	۲/۴۱۵
BETAit	-۰/۱۹۵	۴/۱۱۹	-۰/۰۱۰	-۰/۳۸۷	۲/۱۲۱
LTDit Kit - 1	-۰/۱۲۲	-۳/۳۵۴	-۰/۰۲۱	-۰/۳۶۶	۲/۹۱۴
STDit Kit - 1	-۰/۰۳۱	۱/۰۱۵	-۰/۲۱۵	-۰/۳۱۶	۲/۴۱۵
ضریب تعیین تعدیل شده	-۰/۴۳۲		آماره F		۶/۳۰۱
آماره دوربین واتسون	۱/۹۸		سطح معناداری		-۰/۰۰۰

* مأخذ: یافته‌های پژوهش‌گر

با توجه به اینکه ضریب متغیر BGit برابر با -۰/۶۷۵- است لذا نمی‌توان فرضیه فوق را رد نمود بنابراین عملکرد شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری نسبت به شرکت‌های مستقل، متفاوت است.

نتیجه‌گیری و پیشنهادهای کاربردی

عضویت در گروه‌های تجاری برای شرکت‌های تشکیل دهنده گروه تجاری پیامدهای مثبت زیادی می‌تواند داشته باشد. کاهش نرخ مؤثر مالیاتی و دسترسی به بازار سرمایه داخلی از جمله این موارد است. شرکت‌های عضو گروه‌های تجاری توانایی دارند که مالیات کمتری پرداخت کنند، به این صورت که به طور دقیق سود و زیان‌ها را بین شرکت‌های مشمول مالیات و معاف از مالیات تخصیص دهند. این کار احتمالاً با استفاده از قیمت‌گذاری انتقالی که متفاوت با ارزش بازار است، صورت می‌گیرد. رابطه عملکرد شرکت‌ها در گروه‌های تجاری در دهه گذشته یا در جهان مورد توجه بسیاری قرار گرفته است، اما با وجود ملاحظات نظری، اجماع تجربی اندکی در مورد اینکه آیا گروه‌های تجاری در برابر شرکت‌های مستقل دارای عملکرد متفاوت هستند، وجود ندارد. در عملکرد شرکت نتایج متناقض مستند شده است. مطالعه ما که هدف آن پرداختن به بخشی از این شکاف تحقیق است، پیشنهاد می‌کند که وابستگی گروه تجاری به عنوان یک عامل مهم زمینه‌ای

در سطح جهانی در رابطه گروه‌های تجاری و عملکرد شرکت مدنظر قرار گیرد. ما وابستگی به منابع و دیدگاه‌های تئوری نمایندگی را مورد بررسی قرار دادیم تا رابطه بین گروه‌های تجاری و انتقال ریسک و عملکرد شرکتها را بررسی کنیم. با توجه به وابستگی منابع بین گروه‌های تجاری و نظریه نمایندگی، از نظر جمعیتی و ساختاری متنوع تر به ترتیب می‌توانند از نظر مشاوره‌ای و نظارتی نسبت به شرکت‌های مستقل برتر باشند و بنابراین باید به بهبود عملکرد شرکت کمک کنند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری با احتمال کمتری برای مقابله با محدودیت‌های مالی (سطح پایینی از حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری) نسبت به شرکت‌های مستقل، در صورت ثابت ماندن سایر شرایط اقدام می‌کنند. در زمانی که شرکت‌های با محدودیت‌های مالی روبرو هستند، شرکت‌های عضو گروه‌های تجاری، در تامین منابع مالی نسبت به شرکت‌های دیگر محدودیت‌های کمتری دارند و می‌توانند نسبت به تامین وجوه مورد نیاز از سایر شرکت‌های عضو گروه اقدام نموده و تسهیلات دریافت و بعداز رفع نیاز مالی، نسبت به تسویه آن اقدام نمایند. همچنین نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری نسبت به شرکت‌های مستقل، به احتمال بیشتر دارای یک سطح پایین تری از نوسانات سود عملیاتی می‌باشند. در شرکت‌های گروه به دلیل مدیریت آسان تر سود در بین شرکت‌های عضو گروه از طریق مبادلات فی ما بین، نوسانات سود عملیاتی بین شرکت‌های عضو گروه به اشتراک گذاشته می‌شود و به عبارت دیگر ریسک بین شرکت‌های عضو گروه منتقل می‌شود. آنچه که از بررسی‌ها حاصل شده است این است که شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری با احتمال کمتری نسبت به شرکت‌های مستقل گروه با ورشکستگی یا محدودیت (بحران) مالی مواجه می‌شوند. این موضوع نیز تایید دیگر بر انتقال ریسک بین شرکت‌های عضو گروه است و در نهایت نتایج بیانگر این است که عملکرد شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری نسبت به شرکت‌های مستقل، متفاوت است.

در این پژوهش نوآوری مهم ارایه بدین شرح است. اول، ما نشان دادیم که وابستگی گروه تجاری یک عامل مهم و استدلال کننده در رابطه با توضیح تفاوت بین عملکرد شرکت است. علیرغم چندین مزیت ساختارهای گروه تجاری، این اشکال سازمانی منجر به مسائل جدی نمایندگی می‌شوند، به ویژه در بازارهای نوظهور که معمولاً رژیمهای ضعیفی دارند (کلاسنس و یورت^۱، ۲۰۱۳). دوم، مسائل نمایندگی اغلب به شکل کنترل سهامداران شرکت‌های وابسته به گروه، آشکار می‌شود که حداکثر ثروت کل خود را به جای حداکثر رساندن ثروت شرکت‌های گروهی خاص به حداکثر می‌رسانند (استرانگ و همکاران^۲، ۲۰۰۹). سوم، ما استدلال می‌کنیم که در گروه‌های تجاری ریسک‌ها از شرکت‌های در دورن گروه به سایر شرکت‌ها منتقل می‌شود. با توجه به نتایج بدست آمده از این پژوهش و به منظور شناخت بهتر عملکرد بازار سرمایه در ایران، موارد زیر برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌گردد:

1. Claessens & Yurtoglu

2. Strange et al

تنوع اعضای هیات مدیره بر عملکرد شرکتهای عضو گروه تجاری بررسی شود. تأثیر عضویت در گروه‌های تجاری بر میزان محافظه کاری گروه‌های تجاری بررسی شود. تأثیر عضویت در گروه‌های تجاری بر شفافیت گزارشگری مالی شرکتهای گروه مورد بررسی قرار گیرد.

فهرست منابع

الف- منابع فارسی:

۱. پورحیدری، امید و علی قاسمی. (۱۳۹۳). "بررسی عضویت در گروه‌های تجاری بر حساسیت جریان نقدی"، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره ۲۳، صص ۲۹-۴۳.
۲. پورحیدری، امید و محمدحسن فدوی. (۱۳۹۲). "گروه‌های تجاری: واقعیت اقتصادی ناشناخته"، مطالعات حسابداری و حسابرسی، شماره ۸، صص ۷۰-۸۲.
۳. پورحیدری، امید و مصطفی دلدار. (۱۳۹۱). "بررسی تأثیر گروه‌های تجاری بر سیاست تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، حسابداری مدیریت، شماره ۱۴، صص ۶۷-۹۴.
۴. علیمردادی شریف آبادی عباس، طبری جویباری محمد، غلامی حدیثه (۱۳۹۶). بررسی تأثیر عضویت در گروه‌های تجاری بر کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری و حسابرسی (تحقیقات حسابداری)، دوره ۹، شماره ۳۳؛ از صفحه ۱۲۸ تا صفحه ۱۴۱.
۵. کمیته تدوین استانداردهای حسابداری ایران. (۱۳۸۶). تهران، "استاندارد‌های حسابداری ایران"، نشریه شماره ۱۶۰، انتشارات سازمان حسابرسی.
۶. محمدپور، مجتبی. (۱۳۹۲). "رابطه عضویت در گروه‌های تجاری با عملکرد"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مشهد.
۷. مرادی، مهدی، مصطفی دلدار و مجتبی محمدپور. (۱۳۹۳). "رابطه عضویت در گروه‌های تجاری و بازده سهام"، پژوهش‌های حسابداری مالی، شمار ۲۲، صص ۸۹-۱۰۸.
۸. مشایخی، بیتا، دلدار، مصطفی. (۱۳۹۵). ارتباط مدیریت مالیات و مدیریت سود در گروه‌های تجاری. مجله علمی-پژوهشی دانش حسابداری، ۷(۲۶)، ۳۳-۵۸.

ب- منابع انگلیسی:

1. Aggarwala Raj, Varun Jindalb, Rama Seth. (2019). Board diversity and firm performance: The role of business group affiliation, *International Business Review*, Volume 28, Issue 6, December 2019, 101600.
2. Ahmed, A., & Ali, S. (2017). Boardroom gender diversity and stock liquidity: Evidence from Australia. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 13(2), 148-165. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2017.06.001>.
3. Almeida, H. & Wolfenzon, D. (2004). "A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups", *Journal of Finance*, 6, 2637- 2680.
4. Almeida, H., Kim, C.-S., & Kim, H. B. (2015). Internal capital markets in business groups: Evidence from the Asian financial crisis. *Journal of Finance*, 70(6), 2539-2586. <https://doi.org/10.1111/jofi.12309>.
5. Amsden, A. & Hikino, T. (1991). "Project Execution Capability, Organizational Know-How and Conglomerate Corporate Growth in Late Industrialization", *Industrial and Corporate Change*, 111-148.
6. Bena, Jan, Ortiz-Molina, Hernán, 2013. Pyramidal ownership and the creation of new firms. *J. Financ. Econ.* <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.01.009>.
7. Bennouri, M., Chtioui, T., Nagati, H., & Nekhili, M. (2018). Female board directorship

- and firm performance: What really matters? *Journal of Banking & Finance*, 88, 267–291. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.12.010>.
8. Bennouri, M., Chtioui, T., Nagati, H., & Nekhili, M. (2018). Female board directorship and firm performance: What really matters? *Journal of Banking & Finance*, 88, 267–291. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.12.010>.
 9. Berglof, E. & Perotti, E. (1994). “The Governance Structure of the Japanese Financial Keiretsu”, *Journal of Financial Economics*, 36, 259–284.
 10. Bernheim, B. D. & Whinston, M. D. (1990). “Multimarket Contact and Collusive Behavior”, *RAND Journal of Economics*, 2, 1–26.
 11. Beuselinck, Ch. & Deloof, M., (2006), “Business groups, tax and accruals management”, discussion paper, Tilburg university.
 12. Chang, Sea J., Choi, Unghwan, 1988. Strategy, structure and performance of Korean business groups: a transactions cost approach. *J. Ind. Econ.* 37, 141–158.
 13. Chang, Sea J., Hong, Jaebum, 2000. Economic performance of group-affiliated companies in Korea: intragroup resource sharing and internal business transactions. *Acad. Manag. J.* 43, 429–448.
 14. Christof Beuselinck and Marc Deloof., (2014). “Earnings Management in Business Groups: Tax Incentives or Expropriation Concealment?” *The International Journal of Accounting* 49 (2014) 27–52.
 15. Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1–33. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002>.
 16. Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1–33. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002>.
 17. Colli, A., & Colpan, A. M. (2016). Business groups and corporate governance: Review, synthesis, and extension. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 274–302. <https://doi.org/10.1111/corg.12144>.
 18. Fazzari, Steven M., Hubbard, R.G., Petersen, Bruce C., Blinder, Alan S., Poterba, James M., 1988. Financing constraints and corporate investment. *Brookings*
 19. Ferreira, M., and Vilela, A. (2004). Why do firms fold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10 (2), 295-319.
 20. Fisman, R. (2001). “Estimating the Value of Political Connections”, *American Economic Review*, 91, 1095–1102.
 21. Francis, Jennifer. and Olsson, Per. and Schipper, Katherine. (2005), “Earnings Quality,” *Foundations and Trends in Accounting*, Vol.1, No.4, pp.259-340.
 22. Friedman, Eric, Johnson, Simon, Mitton, Todd, 2003. Propping and tunneling. *J. Comp. Econ.* 31, 732–750. *Pap.Econ. Act.* 1988, 141–206.
 23. Ghatak, M. & Kali, R. (2001). “Financially Interlinked Business Groups”, *Journal of Economics and Management Strategy*, 10(4), 591–619.
 24. Ghemawat, P. & Khanna, T. (1998). “The Nature of Diversified Business Groups: A Research Design and Two Case Studies”, *Journal of Industrial Economics*, 46, 35–61.
 25. Gopalan, R., Nanda, V., & Seru, A., (2007). “Affiliated firms and financial support: Evidence from Indian business groups”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 86, p.p.759–795.
 26. Granovetter, Mark, 2005. Business groups and social organization. In: Smelser, Neil, Swedberg, Richard (Eds.), *The Handbook of Economic Sociology*. Princeton University Press and Russell Sage Foundation, New York.
 27. Green, C. P., & Homroy, S. (2018). Female directors, board committees and firm performance. *European Economic Review*, 102, 19–38. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2017.12.003>.
 28. Hoshi, T., Kasyap, A. & Scharfstein, D. (1990). “Bank Monitoring and Investment: Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationship”. *Univer-*

- sity of Chicago Press.
29. Jindal, V., & Seth, R. (2019). A new order of financing investments: Evidence from acquisitions by India's listed firms. *Journal of Corporate Finance*, 58, 307–328. [https:// doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.04.007](https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.04.007).
 30. Keister, L. (2000). "Chinese Business Groups: The Structure and Impact of Interfirm Relations during Economic Development". Oxford University Press.
 31. Khanna, T. & Rivkin, J. (2000). "Ties that Bind Business Groups: Evidence from an Emerging Economy", working paper, Harvard Business School.
 32. Khanna, Tarun, Palepu, Krishna, 2000. Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups. *J. Finance* 55, 867–891.
 33. Khanna, Tarun, Yafeh, Yishay, 2005. Business groups and risk sharing around the world. *J. Bus.* 78, 301–340.
 34. Khanna, Tarun, Yafeh, Yishay, 2007. Business groups in emerging markets: paragons or parasites? *J. Econ. Lit.* 45, 331–372.
 35. Kim, H., Hoskisson, H., 1996. Japanese governance systems: a critical review. *Adv. Int. Comp. Manag.* 11, 165–190.
 36. Komera, S., Jijo Lukose, P. J., & Sasidharan, S. (2018). Does business group affiliation encourage R&D activities? Evidence from India. *Asia Pacific Journal of Management*, 35(4), 887–917. <https://doi.org/10.1007/s10490-017-9530-3>.
 37. LaPorta, R., Lopez-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., (2000); "Agency Problems and 28. Dividend Policies Around the World". *Journal of Finance*, Vol. 55: pp. 1–33.
 38. Leff, N. H. (1978). "Industrial Organization and Entrepreneurship in the Developing Countries: The Economic Groups", *Economic Development and Cultural Change*, 26, 661–675.
 39. Lins, K.V., Servaes, H., 1999. International evidence on the value of corporate diversification. *J. Finance* 54, 2215–2239.
 40. Mahmood, I. P., Zhu, H., & Zajac, E. J. (2011). Where can capabilities come from? Network ties and capability acquisition in business groups. *Strategic Management Journal*, 32(8), 820–848. <https://doi.org/10.1002/smj.911>.
 41. Marina Amado Bahia Gama, Rodrigo Bandeira-de-Mello, Juliano Danilo Spuldaro(2018). Political strategy and the growth of business groups RAUSP Management Journal, Volume 53, Issue 1, January–March 2018, Pages 35-48.
 42. Morck, Randall, Wolfenzon, Daniel, Yeung, Bernard, 2016. Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *J. Econ. Lit.* 43 (3), 655–720.
 43. Ozkan, A., and N. Ozkan, (2004) "corporate cash holdings: an empirical investigation of UK companies" *Journal of Banking and Finance* 28, 2103–2134
 44. Popli, M., Ladkani, R. M., & Gaur, A. S. (2017). Business group affiliation and post-acquisition performance: An extended resource-based view. *Journal of Business Research*, 81, 21–30. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.08.003>.
 45. Prowse, Stephen D., 1992. The structure of corporate ownership in Japan. *J. Finance* 47, 1121–1140.
 46. Ronny Manos, Victor Murinde, Christopher J. Green. (2012), "Dividend policy and business groups: Evidence from Indian firms". *International Review of Economics and Finance*, Vol. 21, pp. 42–56.
 47. Rosy Locorotondo and Nico Dewaelheyns and Cynthia Van Hulle. (2014), "Cash holdings and business group membership", *Journal of Business Research*, Vol. 67, pp. 316–323.
 48. Ruth V. Aguilera, Rafel Crespí-Cladera, Paula M. Infantes, Bartolomé Pascual-Fuster. (2019). Business groups and internationalization: Effective identification and future agenda, *Journal of World Business*, In press, corrected proof, Available online 25 November 2019, Article 101050.
 49. Shin, H & Park, Y. S. (1999). "Financing Constraints and Internal Capital Markets: Evidence from Korean Chaebols", *Journal of Corporate Finance*, 5, 169–191.

50. Singh, D., Pattnaik, C., Gaur, A. S., & Ketencioglu, E. (2018). Corporate expansion during pro-market reforms in emerging markets: The contingent value of group affiliation and diversification. *Journal of Business Research*, 82, 220–229. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.09.043>.
51. Strange, R., Filatotchev, I., Buck, T., & Wright, M. (2009). Corporate governance and international business. *Management International Review*, 49(4), 395–407. <https://doi.org/10.1007/s11575-009-0001-z>.
52. Subramaniam, Venkat, Tony T. Tang Heng Yue, Xin Zhou (2011). “Firm structure and corporate cash holdings” *Journal of Corporate Finance*, No 17, 759–773.
53. Tasheva, S., & Hillman, A. (2018). Integrating diversity at different levels: Multi-level human capital, social capital, and demographic diversity and their implications for team effectiveness. *Academy of Management Review*. <https://doi.org/10.5465/amr.2015.0396>.
54. van der Molen, R. & Lensink, R. (2005). “Group Affiliation and Firm Risk: Evidence from Indian Stock Returns”, working paper, University of Groningen.
55. Williamson, Oliver E., 1975. *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. Free Press, New York.
56. Yang Yang ,Li Li, Zhou Zongfang,(2013). The Research on Credit Risk of Business Groups based on Related Guarantee, *Procedia Computer Science*, Volume 17, 2013, Pages 945-950.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

