

بررسی تاثیر عضویت در گروه تجاری بر حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری

امید پورحیدری^۱

علی قاسمی اقباش^۲

تاریخ پذیرش: ۹۳/۳/۱

تاریخ دریافت: ۹۲/۱۲/۲۰

چکیده

هدف اصلی این تحقیق بررسی تاثیر عضویت در گروه تجاری بر حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری می‌باشد. زمانی که دسترسی به تامین مالی خارجی دشوار است، شرکت‌ها از جریان نقدی عملیاتی خودشان برای سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند. در نتیجه سرمایه‌گذاری به جریان نقدی عملیاتی حساس است. اگر شرکتی عضو گروه تجاری باشد، می‌تواند از شرکت‌های عضو منابع لازم برای سرمایه‌گذاری را فراهم کند و در نتیجه انتظار می‌رود حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی کاهش یابد. نمونه تحقیق شامل ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۰ می‌باشد. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از رگرسیون چند متغیره و روش حداقل مربعات استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق 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 تحقیق رد شد. که بیانگر عدم استفاده شرکت‌های ایرانی از ظرفیت درونی گروه‌های تجاری می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری، گروه تجاری.

۱- دانشیار بخش حسابداری دانشگاه شهید باهنر کرمان (نویسنده مسئول) Opourheidari@uk.ac.ir

۲- کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه شهید باهنر کرمان

۱- مقدمه

یابی بهتری به منابع مالی در مقایسه با شرکت های مستقل داشته باشند (لنسیک و همکاران، ۲۰۰۳). این ویژگی های گروه تجاری سبب می شود حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری در شرکت های عضو گروه مورد ارزیابی قرار بگیرد. از طرف دیگر گروه های تجاری ممکن است متنوع یا غیر متنوع باشند که در صورت متنوع بودن، بازار سرمایه داخلی وسیع تر خواهد بود و دست یابی به منابع آسانتر و بیشتر خواهد بود که ممکن است بر حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری در شرکت های متنوع تاثیر بگذارد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

اثر تقابلی بین سرمایه گذاری و تصمیمات تامین مالی موضوعی بسیار مهم در ادبیات تامین مالی شرکت ها می باشد. انتخاب نحوه تامین مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری به دلیل مسائل مالیاتی، هزینه نمایندگی، هزینه های انتشار سهام و عدم تقارن اطلاعاتی تاثیرگذار است. این مسائل بین هزینه وجوه داخلی و خارجی شکافی ایجاد می کنند. در بازارهای کامل تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ها مستقل از وضعیت مالی آنها می باشد (مودیگلیانی و میلیر، ۱۹۵۸). شرکت ها پروژه های سرمایه گذاری را قبول می کنند که ارزش فعلی جریان نقدی تنزیل شده آنها بیشتر از مخارج سرمایه ای مرتبط با آن باشد. بعلاوه هیچ گونه جیره بندی سرمایه ای وجود ندارد به دلیل اینکه شرکت ها همیشه منابع مالی خارجی را به هزینه ای معادل هزینه سرمایه شان بدست می آورند. در بازار سرمایه ناقص قضیه متفاوت است، اگر شرکت کنندگان در بازار با ابهام پیرامون چشم انداز آتی شرکت روبرو شوند، هزینه

بسیاری از تحقیقات پیرامون عدم تقارن اطلاعاتی و نقص های بازار سرمایه نشان داده اند که نقص های بازار ممکن است سبب شود که تامین مالی خارجی نسبت به تامین مالی داخلی هزینه برتر شود و تحقیقات اخیر نشان داده اند که عدم تقارن اطلاعاتی سبب می شود که هزینه سرمایه بالاتر رود (ازلی و هارا، ۲۰۰۴). فارازی و همکاران (۱۹۸۴) بیان کردند که شرکت هایی که نسبت تقسیم سود پایینی دارند، حساسیت بیشتری به نوسانات جریان نقدی نسبت به شرکت های با نسبت سود تقسیمی پایین تر، دارند. با ثابت بودن فرصت های سرمایه گذاری کاهش در وجوه داخلی، کاهش یافتن مخارج سرمایه ای شرکت هایی که با هزینه اطلاعاتی روبرو می شوند را در پی خواهد داشت. این محققان شرکت هایی را که دارای نسبت سود تقسیمی پایین و بالا بودند به ترتیب به عنوان دارای محدودیت مالی بیشتر و کمتر طبقه بندی نمودند و به این نتیجه رسیدند که در شرکت های دارای محدودیت مالی، مخارج سرمایه ای به جریان نقدی داخلی و نقدینگی سهام حساسیت بیشتری دارد. بنابراین بین جریان نقدی و سرمایه گذاری در شرکت های با محدودیت مالی، رابطه مثبت وجود دارد و با افزایش جریان نقدی داخلی، سرمایه گذاری نیز افزایش می یابد.

گروه تجاری به عنوان مجموعه ای از شرکت های مستقل که به وسیله ارتباطات رسمی و غیر رسمی به یکدیگر مرتبط شده اند، تعریف می شود که در بسیاری از بازارها از جمله کشورهای در حال توسعه به فعالیت می پردازند (گماوات و خانان، ۱۹۹۸). شرکت هایی که به گروه تجاری تعلق دارند می توانند از منافع بازار سرمایه داخلی استفاده کنند و دست

تامین مالی خارجی بیشتر از هزینه تامین مالی داخلی خواهد بود.

حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری واکنش سرمایه‌گذاری به میزان جریان نقدی تولید شده به وسیله شرکت می‌باشد (فازاری، ۱۹۸۸؛ کارپتر و پترسن^۲، ۱۹۹۵). حساسیت از طریق ضریب تهیه شده به وسیله رگرس کردن سرمایه‌گذاری بر جریان نقدی با کنترل کردن فرصت‌های رشد به وسیله کیوتوین، اندازه‌گیری می‌شود (فازاری و همکاران، ۱۹۸۸). این محققان شرکت‌های دارای محدودیتهای مالی را در نظر گرفتند که تامین مالی خارجی برای آنها بسیار هزینه بر باشد، در این حالت شرکت‌ها از وجوه داخلی برای تامین مالی سرمایه-گذاری به جای تقسیم سود استفاده می‌کنند. فازاری و همکاران شرکت‌های دارای نسبت سود تقسیم پایین را به عنوان شرکت‌های دارای محدودیت مالی بیشتر و شرکت‌های با نسبت سود تقسیمی بالا را به عنوان شرکت‌های دارای محدودیت مالی کمتر طبقه بندی و بیان کردند که سرمایه‌گذاری شرکت‌های دارای محدودیت مالی بیشتر، به جریان نقدی نسبت به شرکت‌های دارای محدودیت مالی کمتر، حساسیت بیشتری دارد.

به دلایل زیر شرکت‌ها وقتی که جریان نقدی بالاست، بیشتر سرمایه‌گذاری می‌کنند: (۱) وجوه داخلی نسبت به وجوه خارجی کم هزینه‌تر باشد (محدودیت‌های مالی). (۲) مدیران تمایل دارند در مصرف وجوه داخلی افراط کنند (فرضیه جریان نقدی آزاد). (۳) جریان‌های نقدی شرکت با فرصت‌های سرمایه‌گذاری همبستگی دارد (تئوری کیوتوین). بسیاری از تحقیقات مانند (۱۹۸۸)، کلری^۳ (۱۹۹۹)، هنسی^۴ (۲۰۰۴)، روح^۵ (۲۰۰۶) و سایر

تحقیقات نشان داده‌اند که سرمایه‌گذاری و جریان نقدی به شدت با یکدیگر رابطه دارند.

آلمیدا و کامپلو^۶ (۲۰۰۱) نشان دادند که در شرکت‌های بدون محدودیت مالی، حساسیت جریان نقدی مشاهده نشده، اما در شرکت‌های دارای محدودیت مالی حساسیت جریان نقدی مثبت قوی مشاهده شده است.

پاول و رایث^۷ (۲۰۰۱) بر اساس تحقیق خود بیان کردند که ارتباط بین سرمایه‌گذاری و جریان نقدی U شکل است، و با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی حساسیت افزایش می‌یابد. کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۹) حساسیت جریان نقدی-سرمایه-گذاری را در شرکت‌های ایرانی مورد ارزیابی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند شرکت‌های با محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی از حساسیت جریان نقدی به سرمایه‌گذاری بالاتری برخوردارند به عبارت دیگر هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری بر جریان‌های نقدی داخلی تاکید بالایی می‌کنند. این یافته نشان می‌دهد که شرکت‌های با محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی، دارای هزینه بالاتر تامین مالی خارجی و دسترسی محدودتر به منابع مالی خارجی هستند.

یک ویژگی متمایزکننده بازارهای اقتصادی نوظهور در مقایسه با اقتصادهای توسعه یافته، هزینه بالای معاملات می‌باشد (خانا و پالپو^۸، ۱۹۹۷). در مقایسه با کشورهای توسعه یافته، بازارهای خارجی در اقتصادهای نوظهور کمتر توسعه یافته‌اند و فاقد قوانین کارا برای تجارت، الزامات قراردادی و ارتباطات می‌باشند. افشای ضعیف اطلاعات و فقدان واسطه‌های اطلاعاتی در بازارهای تولید، کار و سرمایه سبب افزایش هزینه معاملات می‌شود (خانا و

تجهیز می‌کند. و مبادلات سرمایه‌ای را از طریق قرض دادن به شرکت‌های عضو هماهنگ می‌کند همچنین وثیقه مالی برای شرکت‌های عضو فراهم می‌کند و روابطشان را با نهادهای مالی خارجی مدیریت می‌کند (شین و پارک^{۱۳}، ۱۹۹۹).

زمانی که بازار خارجی توسعه نیافته است و هزینه معاملات بالاست، تشکیل گروه‌ها به بهبود کارایی و ارتباطات، پیدا کردن شرکاء، ایجاد روابط تجاری بلندمدت و کاهش ابهام محیطی کمک می‌کند (کوک، ۱۹۹۷). وقتی که انتقال تولیدات و تخصص مدیریت درون گروه افزایش می‌یابد، شرکت‌های عضو گروه عملکرد بهتری نشان می‌دهند (چانگ و هونگ^{۱۴}، ۲۰۰۰).

در صورتی که یک شرکت وابسته به گروه تجاری باشد احتمال پایینی وجود دارد که با محدودیت مالی مواجه گردد. استدلال می‌شود در مواقعی که یکی از اعضای گروه با محدودیت‌های مالی مواجه می‌شود سایر اعضای گروه به عضو دارای محدودیت مالی کمک نموده و بدین ترتیب اثر محدودیت‌های مالی کاهش می‌یابد. (ارسلان و همکاران، ۲۰۰۶). گوپالان و همکاران^{۱۵} (۲۰۰۷) نشان دادند که وام‌های درون گروهی ابزار مهمی برای انتقال وجه نقد در بین شرکت‌های عضو گروه و حمایت کردن شرکت‌هایی که از نظر مالی ضعیف هستند می‌باشد.

با توجه به موارد مطرح شده در بالا نیاز است که حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری در شرکت‌های وابسته به گروه نیز باید مورد ارزیابی قرار بگیرد. تحقیقاتی هم در این زمینه در سایر کشورها نیز صورت گرفته است. هوشی و همکاران^{۱۶} (۱۹۹۱) نشان دادند که شرکت‌های وابسته به کپرستو که دارای ارتباط نزدیک با یک بانک اصلی

ریوکیون^۹، (۲۰۰۱). در چنین شرایطی گروه‌های تجاری از بازارهای تولید، کار و سرمایه داخلی برای تخصیص کارای منابع کمیاب بین شرکت‌های عضو گروه استفاده می‌کنند.

گروه‌های تجاری به صورت کارایی از بازارهای داخلی برای کاهش هزینه معاملات که به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران و شرکت ایجاد می‌شود، استفاده می‌کنند و به شرکت‌های عضو گروه کمک می‌کند که بر نقض‌های بازار سرمایه غلبه کنند (لی و همکاران^{۱۰}، ۲۰۰۶). بازارهای سرمایه داخلی منفعی را از تخصیص کارای منابع بدست می‌آورند و بر ناکارایی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی غلبه می‌کنند (استین^{۱۱}، ۱۹۹۷). وقتی سهامداران کنترل کننده سرمایه را از طریق بازار سرمایه داخلی تخصیص می‌دهند انگیزه نظارتی بیشتری را نسبت به نهادهای خارجی دارند (گرتنر و همکاران، ۱۹۹۴). اگرچه وقتی مسئله‌ی نمایندگی شدید بین سهامداران کنترل کننده و اقلیت وجود دارد، بازار سرمایه داخلی ممکن سبب تخصیص نادرست منابع به بخش‌هایی که فرصت‌های رشد پایین دارند، شود (چارفستین و استین^{۱۲}، ۲۰۰۰).

مشخصه‌ی اصلی بازارهای سرمایه خارجی در اقتصادهای نوظهور حاکمیت شرکتی و قوانین افشای ضعیف می‌باشد. فقدان قوانین و الزامات سبب عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود (خانا و ریوکیون، ۲۰۰۱). بعلاوه واسطه‌های مالی مثل تحلیل‌گران و صندوق‌های سرمایه‌گذاری به طور کامل توسعه نیافته‌اند و قوانین بورسی ضعیف هستند (خانا و پالپو، ۲۰۰۰). در این شرایط بازار سرمایه داخلی نقش کارایی را در کاهش دادن محدودیت‌های مالی شرکت‌های عضو گروه ایفا می‌کند. گروه‌های تجاری، شرکت‌های عضو گروه را به منابع جدید برای سرمایه‌گذاری

های مختلف متنوع شوند، وجود دارد. مونته‌گومری (۱۹۹۴)، در تحقیق خود سه تئوری مبنایی تنوع بخشی، شامل قدرت بازار، نمایندگی و منابع را بیان کرده است. تئوری قدرت بازار تاکید می‌کند که قدرت بازارهای چندگانه، انگیزه‌ای برای تنوع بخشی می‌باشد. در این حالت شرکت‌ها در بازار یکسانی فعالیت می‌کنند و با فشار کمتری رقابت می‌کنند. نتیجه چنین تنوع بخشی، افزایش سود اما کاهش کارایی اقتصادی به دلیل تطابق کمتر قیمت‌ها با هزینه‌های نهایی می‌باشد.

تئوری دوم مربوط به مسئله نمایندگی بین مدیران و مالکان شرکت می‌باشد. در شرکت‌های بزرگ که مدیران سهام کمی دارند و سهامداران به دنبال حداکثر سازی ارزش هستند، مدیران از آزادی عمل قابل توجهی برای دنبال کردن منافع شخصی برخوردار هستند، در نتیجه بیش از حد تنوع بخشی صورت می‌گیرد و سود شرکت کاهش پیدا می‌کند. بسیاری از پژوهش‌های آکادمیک نشان داده‌اند که مزایا و منافع مالی و غیرمالی مدیران در شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک بیشتر است. بنابراین هدف مدیریت به جای حداکثر کردن ارزش شرکت می‌تواند رشد اندازه شرکت باشد. تئوری جریان نقدی آزاد پیش بینی می‌کند که به موازات افزایش در جریان نقدی آزاد، امکان دارد پروژه‌هایی اجرا گردد که دارای NPV منفی باشند، پس مشکلات نمایندگی می‌تواند موجب سرمایه‌گذاری بیش از حد گردد. (پاولینا و رنوبگ، ۲۰۰۵).

دیدگاه سوم به منافع حاصل از به کارگیری منابع اضافی شرکت که کمتر مورد استفاده قرار می‌گیرند، می‌باشد که در این حالت سود شرکت و کارایی اقتصادی افزایش می‌یابد.

بوده، حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری کمتری نشان می‌دهند. کاتو و همکاران^{۱۷} (۲۰۰۲) نیز حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری کمتری برای شرکت‌های وابسته به گروه در ژاپن گزارش کردند. شین و پارک (۱۹۹۹) ارتباطی بین جریان نقدی و سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های وابسته به گروه در کره، مشاهده نکردند. در حالی که تحقیقات ذکر شده در کشور کره و ژاپن ارتباط مثبتی بین جریان نقدی و سرمایه-گذاری برای شرکت‌هایی که عضو گروه نبودند، گزارش کردند که نشان دهنده‌ی این امر است که شرکت‌های مستقل در تصمیمات سرمایه‌گذاری با محدودیت مالی بیشتری روبرو می‌شوند.

خانا و پالپو^{۱۸} (۲۰۰۳) ارتباط قوی بین جریان نقدی و سرمایه‌گذاری برای هر دوی شرکت‌های مستقل و شرکت‌های عضو گروه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس هند گزارش کردند. لنسیک و همکاران^{۱۹} (۲۰۰۳) در بررسی شرکت‌های هندی به این نتیجه رسیدند که حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های عضو گروه نسبت به شرکت‌های مستقل پایین‌تر بوده است. دلف^{۲۰} (۱۹۹۸) با استفاده از یک نمونه بزرگ از شرکت‌های خصوصی در بلژیک به این نتیجه رسید که بین جریان نقدی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های عضو گروه رابطه معنی داری وجود ندارد، به این معنی که حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری در شرکت‌های عضو گروه پایین‌تر است.

بنابراین سوال اول تحقیق به صورت زیر مطرح می‌شود، آیا حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری در شرکت‌های عضو گروه در بورس اوراق بهادار تهران کمتر می‌باشد؟

با توجه به استراتژی‌های تجاری و ساختار بازار سرمایه، دلایل زیادی برای اینکه شرکت‌ها در بازار

اجتماعی شرکت از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه نمایندگی بر حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد. به این صورت که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی داخلی با افزایش امتیاز مسئولیت اجتماعی شرکت کاهش می‌یابد.

کاشانی پور و نقی نژاد (۱۳۸۸) در دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۸۵، به بررسی اثر محدودیت های مالی بر حساسیت جریان نقدی-وجه نقد در ۷۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنها با استفاده از معیارهای اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی و گروه تجاری به عنوان نماینده ای از وجود محدودیت های مالی نشان دادند که جریان های نقدی، تأثیر معنی دار بر میزان نگهداری وجه نقد ندارند و بین حساسیت جریان های نقدی-وجه نقد شرکت های با محدودیت مالی و شرکت های بدون محدودیت مالی نیز تفاوت معنی دار وجود ندارد.

عرب صالحی و اشرفی (۱۳۹۰) به بررسی نقش ذخایر نقدی در تعیین حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۷ پرداختند. برای طبقه‌بندی شرکت‌ها به دو گروه محدودیت مالی و فاقد محدودیت مالی، از میزان ذخایر نقدی شرکت‌ها به عنوان متغیر طبقه‌کننده اصلی استفاده شد. یافته‌های پژوهش نشان‌دهنده نقش مثبت ذخایر نقدی در کاهش حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بود.

تفسیرهای دیگری نیز برای تنوع بخشی در ادبیات مربوط به حسابداری مطرح شده است. در حالت شکست و ضعف بازار های مالی، شرکت‌ها ممکن است از طریق تحصیل بانک یا نهادهای مالی تنوع بخشی انجام دهند، که دلیل این امر، اطمینان به دسترسی به وجوه بازارهای سرمایه داخلی که ممکن است در شرایط منطقی در بازار سرمایه خارجی قابل دسترسی نباشد، است.

تئوری دیگر، تنوع‌پذیری دارایی‌های شرکت به منظور کاهش ریسک می‌باشد. اگرچه چنین تنوع-پذیری ممکن است شامل بازارهای نامربوط^{۲۱} باشد و ممکن است کاهش سود مورد انتظار را به همراه داشته باشد. همچنین ترکیب عمودی به منظور دستیابی به مواد اولیه اساسی یا خنثی کردن قدرت بازار عرضه‌کنندگان مواد اولیه، یکی دیگر از تئوری‌های تنوع بخش می‌باشد.

با توجه به تئوری‌های مطرح شده در بالا سوال دوم تحقیق به صورت زیر مطرح می‌شود، آیا حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری در شرکت‌های متنوع نسبت به غیر متنوع کمتر می‌باشد؟

گئورگ و همکاران (۲۰۱۰) به بررسی ارتباط بین حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری و محدودیت مالی در شرکت‌های وابسته به گروه در بورس هند پرداختند. نتایج نشان داد که حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری قوی برای هر دوی شرکت‌های عضو گروه و شرکت‌های مستقل وجود دارد. اما تفاوت معناداری در حساسیت بین آنها وجود ندارد.

آتینگ و همکاران (۲۰۱۳) به بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری طی دوره زمانی ۱۹۹۲ تا ۲۰۱۰ پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که مسئولیت

۳- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: حساسیت جریان‌های نقدی- سرمایه گذاری شرکت‌های عضو گروه تجاری نسبت به شرکت‌های مستقل کمتر است.

فرضیه دوم: حساسیت جریان‌های نقدی- سرمایه گذاری شرکت‌های عضو گروه تجاری متنوع نسبت به شرکت‌های عضو گروه تجاری غیر متنوع کمتر است.

گروه تجاری را به عنوان متنوع در نظر گرفتیم که شرکت‌های عضو آن در سه یا بیش از سه صنعت فعالیت کنند. ۱۲۰ شرکت به عنوان نمونه در نظر گرفته شد که با توجه به ماهیت ترکیبی داده‌ها و حذف شدن بعضی از سال شرکت‌ها تعداد مشاهدات ۸۲۴ سال- شرکت می‌باشد.

۵- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها

متغیر وابسته

سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت (I): از تغییرات در مبلغ خالص دارایی‌های ثابت طی دوره بدست می‌آید. این متغیر بر ارزش دفتری دارایی‌ها در ابتدای دوره (K) تقسیم شده است. سرمایه‌گذاری فعالیتی در قالب به کارگیری وجوهی است که بتواند یک جریان سودآور آتی ایجاد کند. طبق این تعریف، هر یک از موارد تعهد دارایی‌های مالی، دارایی‌های جنسی و فعالیت‌های تولیدی معنای سرمایه‌گذاری پیدا می‌کند. دارایی‌های مالی شامل سپرده‌گذاری بانکی، خرید اوراق قرضه مالی و اوراق قرضه شرکت، خرید سهام و غیره. دارایی‌های جنسی شامل فلزات قیمتی، زمین، ساختمان و هر نوع کالای بادوام دیگر است که به منظور کسب سود، خریداری شده باشند.

در قالب تعریف رسمی، هر سه دسته فعالیت‌های مذکور، جنبه سرمایه‌گذاری دارند، اما در تعبیر کاربردی تنها تعهد وجوه در فعالیت‌های تولیدی، جنبه مخارج سرمایه‌ای (اصطلاح معادل سرمایه‌گذاری) دارد و بودجه بندی سرمایه‌ای ناظر بر این گروه است و سرمایه‌گذاری در دو گروه دیگر در سرفصل مدیریت پرتفوی قرار می‌گیرد (خورشیدی، ۱۳۸۵).

۴- روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۰ می‌باشد. در این تحقیق برای بررسی حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری از اطلاعات سال - شرکت استفاده شده است. نمونه پژوهش با استفاده از روش نمونه‌گیری حذفی انتخاب شده است. شرکت‌هایی که دارای ویژگی‌های زیر بودند انتخاب شده است:

۱- برای محاسبه متغیرهای تحقیق و تجزیه و تحلیل، داده‌های ده سال متوالی در دسترس باشد.

۲- در زمره شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی به دلیل متفاوت بودن ماهیت فعالیت آنها قرار نگرفته باشند.

۳- شرکت‌هایی که در معاملات آنها وقفه بیش از ۳ ماه نباشد.

با مراجعه به صورت‌های مالی شرکت‌ها، شرکت‌های فرعی و شرکت‌های دارای عضو گروه تجاری مشخص شد. شرکتی عضو گروه تجاری محسوب می‌شود که خود شرکت فرعی یک شرکت دیگر یا دارای یک شرکت فرعی باشد. همچنین

متغیرهای مستقل

و متغیر موهومی تنوع گروه تجاری استفاده می‌شود. و انتظار می‌رود این ضریب نسبت به فرضیه اول افزایش یابد.

جریان نقدی عملیاتی (CF): در این تحقیق جریان نقدی عملیاتی به صورت زیر محاسبه شده است:

متغیر کنترلی

کیوتوبین (Q Tobin): برای کنترل فرصت‌های رشد به کار می‌رود. که از تقسیم مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و بدهی بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها بدست می‌آید. سرمایه گذاری شرکت به وسیله انتظارات فرصت‌های سودآوری آینده تعیین می‌شود، بنابراین انتظار می‌رود بین فرصت‌های رشد و میزان سرمایه گذاری شرکت رابطه مثبت وجود داشته باشد.

+ جریان نقدی ناشی از فعالیت‌های عملیاتی طبق صورت جریان وجه نقد = جریان نقدی عملیاتی در این تحقیق
جریان نقدی مرتبط با مالیات بر درآمد- سود سهام پرداخت شده + جریان ناشی از بازده سرمایه گذاری ها و سود پرداختی بابت تامین مالی

برای همگن کردن این متغیر بر ارزش دفتری دارایی‌ها در اول دوره (k) تقسیم می‌شود.

اگر ضریب CF مثبت و معنی دار باشد به این معنی است که شرکت برای تامین مالی برای سرمایه گذاری در مرتبه اول بر وجوه داخلی تکیه می‌کند و نشانه‌ای دال بر وجود محدودیت مالی می‌باشد. اگر ضریب CF معنی دار نباشد به این معنی است که شرکت دارای محدودیت مالی نمی‌باشد و می‌تواند از منابع خارجی برای سرمایه گذاری استفاده کند.

عضویت در گروه تجاری (Group): متغیر موهومی است که نشان دهنده عضویت در گروه تجاری است. اگر شرکت عضو گروه تجاری باشد عدد ۱، در غیر این صورت عدد ۰ می‌پذیرد. برای آزمون فرضیه اول تحقیق، از ضریب اثر متقابل جریان نقدی عملیاتی و متغیر موهومی گروه استفاده می‌شود و انتظار می‌رود این ضریب منفی باشد.

تنوع گروه تجاری (Diverse): متغیر موهومی است که نشان دهنده متنوع بودن یا غیر متنوع بودن گروه تجاری است و اگر شرکت عضو گروه تجاری متنوع باشد عدد یک و اگر عضو گروه تجاری غیر متنوع باشد عدد صفر می‌گیرد. برای آزمون فرضیه دوم تحقیق از ضریب اثر متقابل جریان نقد عملیاتی

۶- مدل پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از مدل‌های رگرسیونی چند متغیره‌ی زیر استفاده می‌شود:
مدل (۱) برای آزمون فرضیه اول تحقیق:

$$(I/K)_{it} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it} + \beta_2 \left(\frac{CF}{K}\right) + \beta_3 \left(\frac{CF}{K}\right) * Group_{it} + \beta_4 Group_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در این مدل:

سرمایه گذاری در دارایی ثابت (I)،

دارایی‌های اول دوره (K)،

جریان نقد عملیاتی (CF)،

نسبت کیوتوبین (Q) و

متغیر موهومی گروه تجاری (Group)، می‌باشند.

مدل (۲) برای آزمون فرضیه دوم تحقیق:

$$(I/K)_{it} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it} + \beta_2 \left(\frac{CF}{K}\right) + \beta_3 \left(\frac{CF}{K}\right) * Diverse_{it} + \beta_4 Diverse_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در این مدل: ۰/۰۶۳٪ از شرکت‌های نمونه، عضو گروه تجاری هستند.

متغیر موهومی تنوع بخشی گروه تجاری (Diverse) می‌باشد. سایر متغیرها در بالا توضیح داده شده اند.

۷- نتایج پژوهش

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق مدل اول شامل میانگین، میانه، حداقل، حداکثر و انحراف معیار در نگاره ۱ ارائه شده است. میانگین سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت ۰/۰۳۸۸ می‌باشد. میانگین نسبت جریان نقدی حاصل از عملیات به دارایی‌های ابتدای دوره ۰/۱۱۵۲ می‌باشد. همانطور که میانگین متغیر موهومی گروه تجاری نشان می‌دهد، تقریباً ۰/۰۶۸ می‌باشد که بیانگر این است که ۶۸ درصد شرکت‌هایی که عضو گروه هستند، متنوع هستند. میانگین سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت در شرکت‌های عضو گروه ۰/۰۳۳۲ می‌باشد که تفاوت چندانی با کل نمونه که در نگاره ۱ ارائه شده است ندارد. همچنین میانگین جریان نقدی عملیاتی ۰/۱۰۳۶ می‌باشد که تفاوت آشکاری را با کل نمونه نشان نمی‌دهد.

نگاره ۱: نتایج آمار توصیفی مدل اول

متغیر	نماد	مشاهدات	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
سرمایه گذاری در دارایی ثابت	I/K	۸۶۴	۰/۰۳۸۸	۰/۰۱۴۴	۰/۳۷۲	-۰/۱۴۹	۰/۰۷۳
جریان نقد عملیاتی	CFO/K	۸۶۴	۰/۱۱۲	۰/۰۸۹۷	۰/۸۸۳	-۰/۴۳۸	۰/۱۷۱
کیوتوبین	Q Tobin	۸۶۴	۱/۶۴۵	۱/۳۰۲	۹/۷۶	۰/۵۴۱	۱/۰۹
گروه تجاری	GROUP	۸۶۴	۰/۶۳۹۵	۱	۱	۰	۰/۴۸۰

نگاره ۲: نتایج آمار توصیفی مدل دوم

متغیر	نماد	مشاهدات	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
سرمایه گذاری در دارایی ثابت	I/K	۵۵۱	۰/۰۳۳	۰/۰۱۱	۰/۳۵۱	-۰/۱۴	۰/۰۶۷
جریان نقد عملیاتی	CFO/K	۵۵۱	۰/۱۰۳	۰/۰۸۰	۰/۸۸۲	-۰/۴۳۲	۰/۱۶۸
کیوتوبین	Q Tobin	۵۵۱	۱/۶۲	۱/۲۷	۹/۳۰۵	۰/۷۳۵	۱/۰۹۵
تنوع پذیری	Diverse	۵۵۱	۰/۶۸۰	۱	۱	۰	۰/۴۶۶

همبستگی پیرسون

اطمینان ۹۹ درصد مشاهده شد. بین متغیر سرمایه- گذاری و متغیر موهومی گروه تجاری همبستگی منفی و معنادار مشاهده شد. نتایج همبستگی پیرسون مدل دوم (برای گروه های تجاری) در نگاره ۴ ارائه شده است. همبستگی مثبت و معنادار بین سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت با جریان نقدی عملیاتی و کیوتوین وجود دارد و بین سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت و متغیر موهومی تنوع پذیری همبستگی منفی و معنادار وجود دارد.

همبستگی پیرسون شدت و جهت همبستگی بین متغیرها را نشان می‌دهد. همانطور که در نگاره ۳ مشخص است همبستگی مثبت و معناداری در سطح اطمینان ۹۹ درصد بین متغیر سرمایه‌گذاری با جریان نقدی عملیاتی در شرکت‌های کل نمونه وجود دارد. یعنی با افزایش جریان نقدی عملیاتی، میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها افزایش می‌یابد. بین سرمایه‌گذاری و کیوتوین همبستگی مثبت و معناداری در سطح

نگاره ۳: نتایج همبستگی پیرسون مدل اول

Diverse	Q Tobin	CFO/K	I/K
			۱
		۱	***۰/۱۲۴
	۱	***۰/۵۰۵	***۰/۱۲۸
۱	-۰/۰۲۹	**۰/۰۸۷	**۰/۱۰۲

***, **, * به ترتیب معناداری در سطح اطمینان ۹۹، ۹۵ و ۹۰ درصد

نگاره ۴: نتایج همبستگی پیرسون مدل دوم

Diverse	Q Tobin	CFO/K	I/K
			۱
		۱	***۰/۱۳۴
	۱	***۰/۴۹۷	***۰/۱۱۲
۱	-۰/۰۱۵	-۰/۰۳۶	*۰/۰۶۶

***, **, * به ترتیب معناداری در سطح اطمینان ۹۹، ۹۵ و ۹۰ درصد

انتخاب روش تخمین

دیگر آماره آزمون آنها کمتر از آماره جدول باشد، از روش تلفیقی استفاده می‌شود و برای مشاهداتی که احتمال آزمون آنها کمتر از ۵٪ است، برای تخمین مدل از روش تابلویی استفاده خواهد شد. روش تابلویی خود با استفاده از دو مدل "اثرات تصادفی" و "اثرات ثابت" می‌تواند انجام گیرد. برای تعیین این‌که از کدام مدل استفاده شود، از آزمون هاسمن

داده‌ها می‌توانند به صورت سری زمانی، مقطعی یا ترکیبی باشند. با توجه به اینکه داده‌های این تحقیق از نوع ترکیبی می‌باشند، باید مشخص شود که از نوع تابلویی هستند یا تلفیقی؟ بدین منظور از آزمون چاو استفاده می‌شود. برای مشاهداتی که احتمال آزمون آنها بیشتر از ۵٪ باشد یا به عبارتی

روش داده‌های تابلویی استفاده می‌شود. همچنین با توجه به نگاره ۶، سطح معناداری آزمون هاسمن بالای ۵٪ می‌باشد، از اینرو اثر تصادفی استفاده می‌شود.

استفاده شده است. مشاهداتی که احتمال آزمون آنها کمتر از ۵٪ است از مدل اثرات ثابت و مشاهداتی که احتمال آزمون آنها بیشتر از ۵٪ است از مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل استفاده می‌شود. همانطوری که در نگاره ۵ مشاهده می‌شود سطح معناداری آزمون چاو زیر ۵٪ می‌باشد، در نتیجه از

نگاره ۵: نتایج آزمون چاو

نتیجه	سطح معناداری	درجه آزادی	مقدار آماره	مدل
روش تابلویی	۰/۰۰۰	۸۵/۷۷	۲/۳۴	مدل اول
روش تابلویی	۰/۰۰۰	۵۴/۴۱	۲/۰۴	مدل دوم

نگاره ۶: نتایج آزمون هاسمن

نتیجه	سطح معناداری	درجه آزادی	مقدار آماره	مدل
اثر تصادفی	۰/۶۳۴	۴	۲/۵۵	مدل اول
اثر تصادفی	۰/۹۰۸	۴	۱/۰۱۱	مدل دوم

نگاره ۷: نتایج آزمون همخطی بین متغیرهای مستقل

متغیر	CF/K	Q	Group	Diverse
عامل تورم واریانس	۱/۳۵۳	۱/۳۴۳	۱/۶۷۵	۱/۶۶۶
تولرانس	۰/۷۳۹	۰/۷۴۴	۰/۵۹۷	۰/۶۰۰

بررسی همخطی بین متغیرهای تحقیق

برای بررسی همخطی بین متغیرهای مستقل تحقیق از عامل تورم واریانس و تولرانس استفاده شده است. وجود همخطی بین متغیرهای مستقل سبب می‌شود که با وجود بالا بودن ضریب تعیین، اعتبار مدل زیر سوال برود. همانطور که در نگاره ۷ مشخص است، عامل تورم واریانس کلیه متغیرهای تحقیق زیر ۵٪ می‌باشد که بیانگر عدم وجود همخطی شدید بین متغیرهای مستقل تحقیق می‌باشد.

نتایج آزمون فرضیه های پژوهش

قبل از آزمون فرضیه های تحقیق نیاز است که بررسی شود آیا بین میزان سرمایه گذاری و جریان نقد عملیاتی رابطه مثبت معناداری وجود دارد یا نه. نتیجه برآورد مدل اولیه تحقیق در نگاره ۸ حاکی از وجود رابطه مثبت معنادار در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌باشد. زمانی که شرکت‌ها با محدودیت مالی روبرو باشند برای تامین مالی برای سرمایه‌گذاری از منابع داخلی به جای منابع خارجی استفاده

می‌کنند. رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاری و جریان نقدی عملیاتی بیانگر آن است که احتمالاً شرکت‌های ایرانی با محدودیت مالی روبرو هستند.

نتایج آزمون فرضیه اول

از فلسفه‌های تشکیل گروه‌های تجاری تخصیص کارای منابع و کاهش هزینه معاملات می‌باشد. بنابراین انتظار می‌رود شرکت‌هایی که عضو گروه تجاری هستند از ساختار و معاملات درون گروهی برای تامین منابع مالی و غیر مالی استفاده کنند. در فرضیه اول تحقیق این ادعا مطرح شد که حساسیت جریان نقدی- سرمایه‌گذاری در شرکت‌های عضو گروه کمتر می‌باشد. یعنی شرکت‌های عضو گروه برای سرمایه‌گذاری از درون گروه منابع خود را تامین می‌کنند و سرمایه‌گذاری آنها کمتر به جریان نقدی که توسط عملیات شرکت ایجاد می‌شود، وابسته است.

همان‌طور که در نگاره شماره ۹ مشخص است، آماره F بدست آمده از مدل شماره (۱) در سطح

اطمینان ۰/۹۹ معنی‌دار است، بنابراین کل مدل از لحاظ آماری معنادار است. آماره‌ی دوربین واتسون ۱/۵۳ می‌باشد که بیانگر عدم وجود مشکل خودهمبستگی بین اجرای اخلاص رگرسیون می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۲۵ می‌باشد، که بیانگر این است که ۲۵ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. در فرضیه اول پیش بینی شد که حساسیت جریان نقدی- سرمایه‌گذاری در شرکت‌های عضو گروه تجاری کمتر می‌باشد. بنابراین باید ضریب اثر متقابل جریان نقدی و گروه تجاری (β_3) منفی و معنادار باشد. اما نتیجه برازش مدل دوم نشان می‌دهد که این ضریب مثبت و در ضمن معنادار نمی‌باشد. در نتیجه فرضیه اول تحقیق رد می‌شود. به این معنی که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران برای سرمایه‌گذاری از منابع درون گروهی استفاده نمی‌کنند. این نتیجه مطابق با تحقیق هوشی و همکاران (۱۹۹۱) در ژاپن می‌باشد.

نگاره ۸: نتایج آزمون مدل اول

$(I/K)_{it} = \beta_0 + \beta_1(CF/K)_{it} + \beta_2 Q_{it} + \varepsilon_{it}$			
متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۰/۰۲۲	۴/۲۴۶	۰/۰۰۰
CF/K	۰/۰۳۷	۲/۲۳۸	۰/۰۲۵
Q	۰/۰۰۷	۲/۷۳۴	۰/۰۰۶
F آماره			۱۰/۰۰۰
معنی‌داری آماره F			۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۲		
دوربین واتسون	۱/۵۱		

نگاره ۹: نتایج آزمون فرضیه اول

$(I/K)_{it} = \beta_0 + \beta_1(CF/K)_{it} + \beta_2 Q_{it} + \beta_3(CF/K)_{it} * Group_{it} + \beta_4 Group_{it} + \varepsilon$			
متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۰/۰۳۲۵	۴/۵۸۸	۰/۰۰۰
CF/K	۰/۰۲۸۶	۰/۹۴۶	۰/۳۴۴
Q	۰/۰۰۷	۲/۱۳۷	۰/۰۳۲
GROUP	-۰/۰۱۴	-۱/۶۵۱	۰/۰۹۹
CF/K*GROUP	۰/۰۱۰	۰/۳۲۷	۰/۷۴۳
F آماره		۶/۷۲	
معنی‌داری آماره F		۰/۰۰۰۰	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۵	
دوربین واتسون		۱/۵۳	

نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق

در فرضیه دوم تحقیق به این موضوع پرداخته شده است که حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری در شرکت‌های عضو گروه‌های متنوع نسبت به گروه‌های غیر متنوع کمتر می‌باشد. شرکت‌های بزرگتر به ویژه گروه‌ها، تمایل به متنوع شدن فعالیت‌ها دارند که باعث کاهش خطر بالقوه عدم پرداخت و افزایش ظرفیت بدهی‌های گروه می‌شود. در نتیجه انتظار می‌رود که شرکت‌های عضو گروه

های متنوع نسبت به غیر متنوع، برای سرمایه‌گذاری کمتر به جریان نقدی عملیاتی خود وابسته باشند در نتیجه حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی کاهش می‌یابد. نتیجه برازش مدل دوم تحقیق در نگاره ۱۰ نشان می‌دهد که بین اثر متقابل جریان نقدی عملیاتی و تنوع‌پذیری با متغیر وابسته یعنی سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌دار وجود ندارد. در نتیجه فرضیه دوم تحقیق نیز رد می‌شود.

نگاره ۱۰: نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق

$(I/K)_{it} = \beta_0 + \beta_1(CF/K)_{it} + \beta_2 Q_{it} + \beta_3(CF/K)_{it} * Diverse_{it} + \beta_4 Diverse_{it} + \varepsilon$			
متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۰/۰۲۷۹	۴/۳۲۷	۰/۰۰۰
CF/K	۰/۰۴۰	۲/۰۶۰	۰/۰۳۹
Q	۰/۰۰	۲/۰۷۷	۰/۰۳۸
CF/K*Diverse	۰/۰۰۰۲	۰/۰۷۶	۰/۹۱۲
Diverse		-۱/۶۵۱	۰/۰۹۹
F آماره		۶/۷۲	
معنی‌داری آماره F		۰/۰۰۰۰	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۵	
دوربین واتسون		۱/۵۳	

۸- نتیجه گیری و بحث

با توجه به اینکه نتایج تحقیق نشان داد که بین جریان نقدی و سرمایه‌گذاری در گروه تجاری رابطه معناداری وجود ندارد، پیشنهاد می‌شود مدیران شرکت‌ها از ظرفیت گروه‌های تجاری برای مبادلات درون گروهی شامل تامین مالی، تامین مواد اولیه، تامین دارایی‌ها و غیره استفاده کنند تا برای سرمایه‌گذاری کمتر به جریان نقدی عملیاتی درون شرکت‌ها متکی باشند.

با توجه به اینکه انتظار می‌رود شرکت‌هایی که صادرات دارند با محدودیت مالی کمتری مواجه می‌شوند، پیشنهاد می‌شود تاثیر صادرات بر حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار بگیرد.

مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت موجب کاهش مسئله نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت می‌شود و تامین مالی از خارج از شرکت را کم هزینه‌تر می‌کند. پیشنهاد می‌شود تحقیقات آتی تاثیر مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت بر حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دهند.

فهرست منابع

* عرب‌صالحی، مهدی و اشرفی، مجید (۱۳۹۰). نقش ذخایر نقدی در تعیین حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی. سال سوم، شماره سوم، ۷۵-۹۴.

* کاشانی‌پور، محمد؛ راسخی، سعید؛ نقی نژاد، بیژن و رسائیان، امیر (۱۳۸۹). محدودیت مالی و حساسیت جریان نقدی به سرمایه‌گذاری در

در این تحقیق، حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. همچنین گروه تجاری به دو دسته متنوع و غیرمتنوع تقسیم شد و حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری در گروه‌های متنوع و غیرمتنوع مورد ارزیابی قرار گرفت. در فرضیه اول تحقیق این ادعا مطرح شد که حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری در شرکت‌های عضو گروه تجاری نسبت به شرکت‌های مستقل در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران کمتر می‌باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول تحقیق ادعای فوق را رد کرد و نشان داد که بین جریان نقدی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های عضو گروه تجاری رابطه معناداری وجود ندارد. و این احتمال را مطرح ساخت که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ظرفیت‌های درون گروه تجاری برای تامین منابع سرمایه‌گذاری استفاده نمی‌کنند. این نتیجه با تحقیق شین و پارک (۱۹۹۹) گروه در بورس سهام کره جنوبی مطابقت دارد اما با نتیجه کاتو و همکاران (۲۰۰۲) در بورس سهام ژاپن مطابقت ندارد.

برای بررسی بیشتر، در فرضیه دوم تحقیق گروه‌های تجاری به دو دسته متنوع و غیر متنوع تقسیم شدند و انتظار می‌رفت که حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری در شرکت‌های متنوع نسبت به غیر متنوع کمتر باشد. اما نتیجه برازش مدل دوم نشان داد که فرضیه دوم تحقیق نیز رد می‌شود. شاید بتوان گفت که فلسفه تشکیل گروه‌های تجاری که کاهش هزینه معاملات و مبادلات درون گروهی می‌باشد، در ایران مصداق ندارد.

- * Easley, D., O'Hara, M., 2004. Information and the cost of capital. *Journal of Finance* 59, 1553-1583.
- * Rauh, Joshua, 2006. Investment and financing constraints: Evidence from the funding of corporate pension plans. *Journal of Finance* 61, 33-71.
- * Stein, J. C. 1997. Internal capital markets and the competition for corporate resources. *Journal of Finance*, 52(1): 263-292.
- * Shin, H-H., Park, Y., 1999. Financing constraints and internal capital markets: evidence from Korean 'Chaebols'. *Journal of Corporate Finance* 5, 169-191.
- * Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. 2000. The dark side of the internal capital markets: Divisional rentseeking and inefficient investment. *Journal of Finance*, 55(6): 2537-2564
- بورس اوراق بهادار تهران. پیشرفت‌های حسابداری، دور دوم، شماره دوم، ۷۴-۵۱.
- * Atting, N., Cleary, S., Ghoul, S. (2013). Corporate Legitimacy and Investment-Cash Flow Sensitivity. *J Bus Ethics*. DOI 10.1007/s10551-013-1693-3.
- * Almeida, H. Campello, M., Weisbach, M., 2004. The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance* 59, 1777-1804.
- * Carpenter, R.E. and B.C. Petersen (2002), 'Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance?', *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 84, No. 2 (May), pp. 298-309.
- * Chang, S. J., & Hong, J. 2000. Economic performance of group-affiliated companies in Korea: Intragroup resource sharing and internal business transaction. *Academy of Management Journal*, 43(3): 429-448.
- * Cleary, Sean, 1999. The relationship between firm investment and financial status. *Journal of Finance* 54, 673-692.
- * Fazzari, S., Hubbard R. G, and Peterson B, (1988) *Financing Constraints and Corporate Investment*, *Brookings Papers on Economic Activity*, 141- 195.
- * 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.
- * George. R., Kabir, R., Qian, J. (2010). Investment - Cash Flow Sensitivity and Financing Constraints: New Evidence from Indian Business Group Firms. Working paper.
- * Hennessy, Christopher, 2004. Tobin's Q, debt overhang, and investment. *Journal of Finance* 59, 1717-1742.
- * Khanna, T., & Rivkin, J. 2001. Estimating the performance effects of business groups in emerging markets. *Strategic Management Journal*, 22(1): 45-74.
- * Khanna, T., Palepu, K., 2000. Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups. *Journal of Finance* 55, 867-891.
- * Lensink, R. Van der Molen, R., Gangopadhyay, S., 2003. Business groups, financing constraints and investments: the case of India. *Journal of Development Studies* 40, 93-119.

یادداشت‌ها

¹- Easley & O'Hara

²- Carpenter & Petersen

³- Cleary

⁴- Hennessy

⁵- Rauh

⁶- Almeida & Campello

⁷- Pawel & Rith

⁸- Khanna & Palepu

⁹- Khanna & Rivkin

¹⁰- Li & et al

¹¹- Stein

¹²- Scharfstein & Stein

¹³- Shin & Park

¹⁴- Chang & Hong

¹⁵- Gopalan & et al

¹⁶- Hoshi & et al

¹⁷- Kato & et al

¹⁸- Khanna & palepu

¹⁹- Lensik & et al

²⁰- Deloof

²¹- Unrelated market