Quarterly Financial Accounting
E-ISSN: 2783-4417
Vol. 15, Issue 1, No. 57, Spring 2023, p 51-72
Received: 07.04.2023 Accepted: 17.10.2023

Research Paper

The Effect of Diversification Strategy on the Efficiency Internal Capital Markets of Business Groups with Emphasis on the Moderating Role of Product Market Competition

Faramarz Karami Taleghani
Ph.D. Student, Department of Accounting, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran.
faramarz.karami@phd.iaurasht.ac.ir

Mohammad Reza Vatanparast*
Assistant Professor, Department of Accounting, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran.
vatanparast.ut.ac.ir@gmail.com

Javad Rezazadeh
Associate Professor, Department of Accounting, Tarbiat Modares University, Tehran, Iran.
j.rezazadeh@modares.ac.ir

Keyhan Azadi Hir
Assistant Professor, Department of Accounting, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran.
ka.cpa2012@yahoo.com

Abstract
Accounting literature shows that one of the most important motivations for diversification is the creation and access to internal capital markets. Considering the key role of diversification strategy in the strategic behavior of companies, studies in this field show different results. On the one hand, based on theoretical and experimental researches and arguments, the optimal allocation of internal resources has been mentioned as one of the advantages of these markets. On the other hand, increasing agency problems caused by adopting a diversification strategy are considered as one of the reasons for the inefficient allocation of internal resources in this market. However, what should be pointed out is that in many of these studies, the diversification of independent companies has been investigated and to some extent, the function of the internal capital markets of business groups has been ignored in the context of adopting a diversification strategy. Therefore, the aim of this research is to investigate the effect of diversification strategy on the internal capital markets efficiency of business groups in the allocation of internal resources and performance, taking into account the role of moderating the product market competition. In order to achieve the goal of the research, the information of 18 business groups, whose main companies are listed in the Tehran Stock Exchange or OTC were collected during the years 2015 to 2022 and the study hypotheses were tested using multiple regression with panel data. The findings of the research show that the diversification strategy has a negative and significant effect on the internal resource allocation efficiency and internal capital markets performance efficiency of business groups. Also, the findings show that product market competition weakens the relationship of diversification strategy with the internal resource allocation efficiency and internal capital markets performance efficiency of business groups.

Keywords: Diversification Strategy, Internal Capital Markets Efficiency, Product Market Competition, Business Groups.

* Corresponding author
Karami Taleghani, F., Vatanparast, M.R., Rezazadeh, J., Azadi Hir, K. (2023). The Effect of Diversification Strategy on the Efficiency Internal Capital Markets of Business Groups with Emphasis on the Moderating Role of Product Market Competition. *Quarterly Financial Accounting*, 15(57): 51-72.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1402.15.57.5.0]

Introduction: One of the most important motivations for the diversification of companies is the creation of internal capital markets. Considering the key role of diversification strategy in the strategic behavior of companies, studies in this field show different results. On the one hand, in some of these researches, one of the most important motivations for diversification is the creation and access to internal capital markets, and the optimal allocation of internal resources is mentioned as one of the advantages of these markets. on the other hand, the inefficient allocation of resources in the internal capital markets has been emphasized, and in response to the causes and reasons for this issue, the inadequacies and agency problems caused by internal allocations have been mentioned as important factors in this field. In such a way that with increasing diversification , in addition to increasing the issue of agency between controlling and minority shareholders, the issue of agency between shareholders and managers (both central management and managers of subsidiary companies) is also aggravated, and this can have adverse economic consequences such as inefficient reward plans and decisions and improper allocation of resources. Based on this, in this research, an attempt was made to investigate the efficiency of internal capital markets of business groups in the allocation of internal resources and performance in the conditions of adopting a diversification strategy.

Method and Data: In this research, following the research of Wang and Zhi (2010), and Ren et al. (2021), the sensitivity criterion of cash flows based on the return on assets has been used to calculate the allocation efficiency of the internal capital market of the business groupAlso, data envelopment analysis (DEA) method, which is a non-parametric method based on linear programming for the performance efficiency of economic enterprises based on inputs and outputs, has been used to measure efficiency. For this purpose, the information of 18 business groups whose parent companies are listed in the Tehran Stock Exchange or OTC were collected during the years 2015 to 2022 and the study hypotheses were tested using multiple regression with panel data.

Findings: The findings of the research show that the diversification strategy has a negative and significant effect on the internal resource allocation efficiency and internal capital markets performance efficiency of business groups. Also, the findings show that product market competition weakens the relationship of diversification strategy with the internal resource allocation efficiency and internal capital markets performance efficiency of business groups.

Conclusion and discussion: It can be generally concluded that the adoption of diversification strategy in business group's augmentation agency problems and this issue can have a negative effect on the efficiency internal capital markets of business groups in resource allocation and performance. However, competition in the product market as one of the corporate governance mechanisms can weaken this negative effect.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1402.15.57.5.0]

فصلنامه حسابداری مالی
سال پانزدهم، شماره ۵۷، بهار ۱۴۰۲، ص ۷۲-۵۱
تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۱/۱۸ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۷/۲۵

مقاله پژوهشی

تأثیر راهبرد تنوع‌بخشی بر کارایی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری با تأکید بر نقش تعدیلی رقابت در بازار محصول

فرامرز کرمی طالقانی
دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران.
faramarz.karami@phd.iaurasht.ac.ir

محمدرضا وطن‌پرست*
استادیار، گروه حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران.
vatanparast.ut.ac.ir@gmail.com

جواد رضازاده
دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران.
j.rezazadeh@modares.ac.ir

کیهان آزادی هیر
استادیار، گروه حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران.
Email: ka.cpa2012@yahoo.com

چکیده:
ادبیات حسابداری نشان می‌دهد که یکی از مهم‌ترین انگیزه‌های تنوع‌بخشی، ایجاد و دسترسی به بازارهای سرمایه داخلی است. با توجه به نقش کلیدی راهبرد تنوع‌بخشی در رفتار استراتژیک شرکت‌ها، مطالعات در این زمینه بیانگر نتایج متفاوتی است. از یک‌سو، با استناد به استدلال‌های نظری و تجربی، از تخصیص بهینه منابع داخلی به‌عنوان یکی از مزایای این بازارها یاد شده است. در سوی دیگر، تشدید مشکلات نمایندگی ناشی از اتخاذ راهبرد تنوع‌بخشی را به‌عنوان یکی از دلایل تخصیص ناکارآمد منابع داخلی در این بازارها می‌دانند. با این حال، آنچه باید به آن اشاره کرد این است که در بسیاری از این مطالعات، تنوع‌بخشی شرکت‌های مستقل مورد بررسی بوده و تا حدودی کارکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در شرایط اتخاذ راهبرد تنوع‌بخشی مورد غفلت قرار گرفته است. بنابراین، هدف این پژوهش، بررسی تأثیر راهبرد تنوع‌بخشی بر کارایی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در تخصیص منابع داخلی و عملکرد با در نظر گرفتن نقش تعدیلی رقابت در بازار محصول است. به‌منظور دستیابی به هدف پژوهش، داده‌های ۱۸ گروه تجاری که شرکت اصلی آنها در بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس پذیرفته شده‌اند، طی سال‌های ۱۳۹۴ الی ۱۴۰۰ جمع‌آوری و با استفاده از تحلیل رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که راهبرد تنوع‌بخشی بر کارایی تخصیص منابع

* نویسنده مسئول
کرمی طالقانی، فرامرز، وطن پرست، محمدرضا، رضازاده،جوادآزادی هیر،کیهان. (۱۴۰۲). تأثیر راهبرد تنوع‌بخشی بر کارایی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری با تأکید بر نقش تعدیلی رقابت در بازار محصول . *فصلنامه حسابداری مالی*، ۱۵(۵۷): ۷۲-۵۱.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1402.15.57.5.0]

داخلی و کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری تأثیر منفی و معنادار دارد. هم‌چنین، رقابت در بازار محصول رابطه‌ی راهبرد تنوع‌بخشی با کارایی تخصیص منابع داخلی و کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری را تضعیف می‌کند.

واژه‌های کلیدی: راهبرد تنوع‌بخشی، کارایی بازارهای سرمایه داخلی، رقابت در بازار محصول،گروه‌های تجاری.

مقدمه

یکی از مهم‌ترین انگیزه‌های تنوع‌بخشی شرکت‌ها، ایجاد بازارهای سرمایه داخلی (که اشاره به بخش‌ها یا شرکت‌های موجود در گروه و ارتباط آنها در فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارد) است و از تخصیص بهینه منابع داخلی به‌عنوان یکی از مزایای این بازارها یاد شده است. این مبحث با استناد به پژوهش‌ها و استدلال‌های نظری و تجربی انجام شده (مانند؛ مرکیدز و ویلیامسون[۱]، ۱۹۹۶؛ ماکسیموویچ و فیلیپس[۲]، ۲۰۰۰، ویتکوا، تیان و سادارسانام[۳]، ۲۰۲۳) پیرامون بررسی اینکه آیا بازارهای سرمایه داخلی شرکت‌های چندبخشی، به نحو مناسب‌تری منابع و سرمایه را به فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب تخصیص می‌دهند؟ بیان شده است. با این حال، دیدگاه‌های متفاوتی نیز در این زمینه وجود دارد که بر تخصیص ناکارآمد منابع در بازارهای سرمایه داخلی تأکید داشته و در پاسخ به علل و چرایی این موضوع بیان می‌دارند که نارسایی‌ها و مشکلات نمایندگی از عوامل مهم در این زمینه می‌باشند. در این راستا می‌توان به پژوهش‌های شارفستین و استین[۴] (۲۰۰۰) و وانگ[۵] (۲۰۲۳) اشاره نمود. به‌طور کلی و بر اساس مرور ادبیات پژوهشی می‌توان گفت که دو دیدگاه متفاوت در مورد پیامدهای اقتصادی راهبرد تنوع‌بخشی وجود دارد.

از یک‌سو، بر مبنای دیدگاه مبتنی بر منافع[۶]، اعتقاد بر این است که اتخاذ راهبرد تنوع‌بخشی توسط شرکت‌ها، علاوه بر فراهم نمودن امکان استفاده از گزینه‌های بیشتر در منابع و توانایی‌ها (مانیکاندان و راماچاندران[۷]، ۲۰۱۵)، مزایایی همچون دسترسی به استقراض مالی از شرکت‌های عضو (پورحیدری و فدوی، ۱۳۹۳)، کاهش محدودیت مالی (الیوز و منصری[۸]، ۲۰۲۰)، ایجاد هم‌افزایی بین کسب‌وکارها (مارتین و سایراک[۹]، ۲۰۰۳)، ایجاد ارتباطات سیاسی با بکارگیری ذینفعان و پیوندهای مختلف به نفع خود (چیتور، کاله و پورانام[۱۰]، ۲۰۱۵) را به دنبال دارد. علاوه بر این، پژوهش‌های قبلی با اشاره به تئوری هزینه مبادله[۱۱]، نشان می‌دهند که شرکت‌های دارای تنوع کسب و کار می‌توانند با جایگزین کردن مکانیسم‌های بازار و تغییر مجموعه قابلیت‌های خود، بر مشکلات هزینه معاملات غلبه نمایند (کاراباگ و برگرن[۱۲]، ۲۰۱۴). در سوی دیگر، بر مبنای دیدگاه مبتنی بر هزینه، اعتقاد بر این است که تنوع‌بخشی کسب و کار می‌تواند به هزینه‌های مدیریتی و هماهنگی (چاکرابارتی، مگینسون و یاداو[۱۳]، ۲۰۰۸) و عدم تقارن اطلاعاتی (دنیس، دنیس و سارین[۱۴]، ۲۰۰۲) منجر گردد. بنابراین، توانایی شرکت در واکنش به تغییرات بازار کاهش می‌یابد. در همین راستا، نظریه کسر تنوع[۱۵]، تأثیر منفی تنوع‌بخشی بر عملکرد را حاصل عواملی همچون تخصیص ناکارآمد منابع، عدم ارتباط و پاسخگویی به برخی فرصت‌ها برشمرده که در نهایت منجر به کاهش ارزش سهام شرکت‌های متنوع می‌شود. این مبحث با استناد به پژوهش‌ها و استدلال‌های نظری و تجربی انجام

[1] Markides & Williamson
[2] Maksimovic & Phillips
[3] Vitkova, Tian & Sudarsanam
[4] Scharfstein & Stein
[5] Wang
[6] Interest-Based Perspective
[7] Manikandan & Ramachandran
[8] Ellouze & Mnasri
[9] Martin & Sayrak
[10] Chittoor, Kale & Puranam
[11] Transaction Cost Theory
[12] Karabag & Berggren
[13] Chakrabarti, Megginson & Yadav
[14] Denis, Denis & Sarin
[15] discount theory

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1402.15.57.5.0]

شده توسط بامیاتزی، کاوسگیل و سینکوویچ[1] (۲۰۱۴) چِنگ و وو[2] (۲۰۱۸) بیان شده است. با این حال، آنچه که به نظر می‌رسد در مورد این دو دیدگاه حائز اهمیت باشد این است که مزایا و معایب اشاره شده در بالا، حاصل پژوهش‌های انجام شده پیرامون راهبرد تنوع‌بخشی شرکت‌های مستقل بوده است و در پژوهش‌های اندکی به مطالعه کارکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در شرایط اتخاذ راهبرد تنوع‌بخشی پرداخته شده است.

پیامدهای راهبرد تنوع‌بخشی گروه‌های تجاری در اکثر بازارهای نوظهور، اخیراً توجه محققان (برای نمونه، خانا و پالپو[3]، ۲۰۰۰؛ اِلانگو، پاتنیک و ویلاند[4]، ۲۰۱۶؛ پورکایاستا، پاتنیک و پاثاک[5]، ۲۰۲۲) را به خود جلب نموده است. در واقع، نتایج پژوهش‌های این افراد مؤید این مطلب است که عواملی از جمله؛ فقدان شفافیت اطلاعات، ناقص بودن بازارها و ناکارآمدی سیستم‌های قانونی در بازارهای نوظهور، فرصت‌هایی را برای گروه‌های تجاری ایجاد می‌کند تا با نفوذ کارآمد به صنایع مختلف، مزیت رقابتی نسبت به رقبای احتمالی خود کسب نمایند. به‌علاوه، بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری نیز می‌توانند در راستای کاهش هزینه‌های مبادله، تقویت رقابت داخلی، ایجاد ثبات، تأمین مالی و زیرساخت‌های نوآورانه نقش مهمی را ایفا نمایند (الیوز و منصری، ۲۰۲۰). در ارتباط با چگونگی کارکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در شرایط اتخاذ راهبرد تنوع‌بخشی، الیوز و منصری (۲۰۲۰) بیان می‌دارند که مشکلات نمایندگی دوگانه[6] (بین سهامداران کنترلی- اقلیت[7] و کارگمار- نماینده[8]) کارکرد این بازارها را تحت تأثیر قرار می‌دهد؛ به‌گونه‌ای که با افزایش تنوع‌بخشی، علاوه بر افزایش مسئله نمایندگی بین سهامداران کنترلی و اقلیت، مسئله نمایندگی بین سهامداران و مدیران (اعم از مدیریت مرکزی و مدیران شرکت‌های تابعه) نیز تشدید می‌شود و این امر می‌تواند پیامدهای اقتصادی نامطلوب از قبیل تصمیمات و طرح‌های پاداش ناکارآمد و تخصیص نادرست منابع (طبق فرضیه تونل‌زنی) را به دنبال داشته باشد. علاوه بر این، در حالی که در گروه‌های تجاری متنوع‌تر امکان دسترسی به بازار سرمایه داخلی بزرگ‌تر وجود دارد، اما انگیزه سهامداران کنترلی در تأمین منافع شخصی به‌جای بهبود عملکرد واحدهای تابعه، موجب تنوع‌بخشی بیشتر و گسترش بازار سرمایه داخلی گروه‌های تجاری می‌شود (پورکایاستا و همکاران، ۲۰۲۲) و به دلیل قدرت و ارتباط سهامداران کنترلی، تخصیص منابع در این بازارها به‌صورت ناکارآمد انجام می‌گیرد (گلاسر، لوپز و سائوتنر[9]، ۲۰۱۳). افزون بر این، متفاوت بودن اختیارات و ترجیحات منافع مدیران شرکت اصلی با شرکت‌های فرعی موجب شکل‌گیری تضاد منافع بین آنان می‌شود و این امر می‌تواند انگیزه مدیریت شرکت‌های تابعه برای تحریف اطلاعات، لابی‌گری و اغراق در بیان ارزش پروژه‌های سرمایه‌گذاری به جهت دریافت منابع بیشتر را افزایش دهد و در نتیجه به کاهش کارایی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در تخصیص منابع و عملکرد بیانجامد (ژائو، وانگ و هی[10]، ۲۰۲۲).

همه موارد پیش‌گفته به سهم خود موجب می‌شوند که تأثیر راهبرد تنوع‌بخشی بر کارایی تخصیص منابع داخلی و کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری مورد سؤال قرار گیرد. به بیان دیگر، سؤال اساسی پژوهش حاضر این است که آیا راهبرد تنوع‌بخشی موجب کارایی تخصیص منابع داخلی و کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری می‌شود (دیدگاه مبتنی بر منافع) یا اینکه مشکلات نمایندگی اشاره شده مانع این امر خواهد شد (دیدگاه مبتنی بر هزینه). پاسخ به سؤال پژوهش حاضر از آن جهت می‌تواند حائز اهمیت باشد که بررسی‌ها نشان می‌دهد که در ادبیات پژوهشی داخل کشور، برای این سؤال که پیامدهای اقتصادی راهبرد تنوع‌بخشی گروه‌های تجاری مبتنی بر کدام یک از این دو دیدگاه (دیدگاه مبتنی بر منافع و دیدگاه مبتنی بر هزینه) است؟ پاسخی ارائه نشده است و این پژوهش اولین پژوهشی است که در این راستا انجام می‌شود. ازاین‌رو، به نظر می‌رسد که علاوه بر ضرورت توجه به پیامدهای راهبرد تنوع‌بخشی در گروه‌های تجاری، یافته‌های این پژوهش به‌طور نسبی بتواند به دانش ما در ارتباط با مشکلات نمایندگی دوگانه (بین سهامداران کنترلی- اقلیت و کارگمار-

[1] Bamiatzi, Cavusgil & Sinkovics
[2] Cheng & Wu
[3] Khanna & Palepu
[4] Elango, Pattnaik & Wieland
[5] Purkayastha, Pattnaik & Pathak
[6] dual agency problems
[7] controlling and Minority Shareholders (Principal–Principal)
[8] shareholders and Managers (Principal–Agent)
[9] Glaser, Lopez & Sautner
[10] Zhao, Wang & He

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1402.15.57.5.0]

نماینده) و تأثیر آن بر کارایی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در شرایط اتخاذ راهبرد تنوع‌بخشی، بیفزاید و به بسط ادبیات راهبری شرکتی مرتبط با گروه‌های تجاری در داخل کشور کمک نماید.

مبانی نظری و مروری بر ادبیات موجود

راهبرد تنوع‌بخشی و کارایی تخصیص منابع داخلی

دیدگاه نمایندگی کارگمار- نماینده استدلال می‌کند که مدیران برای کاهش ریسک پورتفوی شخصی نامتنوع به دنبال تنوع بخشیدن به شرکت در جهت منافع شخصی خود هستند (آمیهود و لو[1]، ۱۹۸۱) و منافع خصوصی را از طریق اعمال قدرت، نفوذ و افزایش پاداش به دست می‌آورند (جنسن و مورفی[2]، ۱۹۹۰). به طور مشابه، تضاد نمایندگی بین سهامداران کنترلی و اقلیت منجر به رفتار فرصت‌طلبانه سهامداران کنترلی و به هزینه سهامداران اقلیت می‌شود. به‌گونه‌ای که با ایجاد تنوع‌بخشی، فرصت کنترل گروهی از شرکت‌ها به سبب ساختار مالکیت هرمی برای سهامداران کنترلی فراهم می‌شود و ممکن است که انگیزه سهامداران کنترلی به پیگیری منافع خصوصی را افزایش دهد. در ادبیات موجود، اتفاق نظر وجود دارد که فرصت‌طلبی مدیریتی و سهامداران کنترلی منجر به تنوع‌بخشی شرکت می‌شود که برای ارزش شرکت مضر است (لین و چوانگ[3]، ۲۰۱۱). با این حال، صرف‌نظر از علل و چرایی انتخاب راهبرد تنوع‌بخشی توسط شرکت‌ها، آنچه که به نظر می‌رسد حائز اهمیت باشد پیامدهای اقتصادی مشکلات نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین کارگمار- نماینده و سهامداران کنترلی- اقلیت در شرایط انتخاب این استراتژی است.

در گروه‌های تجاری متنوع به دلیل تأثیر بیشتر حقوق کنترلی بر حقوق مالکیت، تضاد نمایندگی بین سهامداران کنترل‌کننده و اقلیت زیاد است (برتراند، مهتا و مولایناثان[4]، ۲۰۰۲). حقوق کنترلی بالاتر در یک گروه تجاری متنوع، به مالکان کنترل‌کننده اجازه می‌دهد تا اقدام به پرداخت یارانه متقابل از شرکت‌های وابسته سودآور به شرکت‌های وابسته غیر سودآور نمایند. در گروه‌های تجاری با تنوع‌بخشی بالا، احتمال حضور شرکت‌های با عملکرد ضعیف افزایش می‌یابد. در چنین شرایطی، به سبب وجود ساختار مالکیت هرمی، شرایط انتقال منابع به‌صورت یارانه به شرکت‌های با عملکرد ضعیف برای سهامداران کنترلی تسهیل می‌شود و منابع به‌صورت یارانه از شرکت‌های سودآور به شرکت‌های با عملکرد ضعیف انتقال می‌یابد تا از این طریق به بقای این شرکت‌ها کمک شود (فریس، کیم و کیتسابونارات[5]، ۲۰۰۳؛ پورکایاستا و همکاران، ۲۰۲۲). هم‌چنین، افزایش شکاف بین حق کنترلی و حق مالکیتی سهامداران کنترلی در گروه‌های تجاری متنوع می‌تواند به سرمایه‌گذاری بیش از حد در شرکت‌های وابسته با پتانسیل رشد پایین و در نتیجه به کاهش ارزش شرکت‌های عضو گروه‌های تجاری متنوع در مقایسه با شرکت‌های مستقل منجر شود (فریس و همکاران، ۲۰۰۳). افزون بر این، استدلال شده است که افزایش تنوع‌بخشی گروه‌های تجاری، شکاف بین حق مالکیت و حق کنترل سهامداران کنترلی را افزایش می‌دهد. در چنین مواردی، مالکان کنترل‌کننده تمایل دارند از طریق بازار سرمایه داخلی، منابع را از شرکت‌های با حق کنترلی پایین به شرکت‌هایی انتقال دهند که در آن حق کنترل بالایی دارند (پوکزتر، ۲۰۱۸). ازاین‌رو، از شکاف بین حق مالکیت و حق کنترل به‌عنوان بازتابی از انگیزه سهامداران کنترلی برای بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه و در راستای کسب منافع شخصی یاد شده است که می‌تواند تخصیص منابع در شرکت‌های گروه و عملکرد آنها را تحت تأثیر قرار دهد (بوباکر، مانیتا و روابتی[6]، ۲۰۲۱).

در بررسی پیشینه تجربی مرتبط با گروه‌های تجاری، پژوهشی که در آن تأثیر راهبرد تنوع‌بخشی بر کارایی تخصیص منابع داخلی گروه‌های تجاری مورد بررسی قرار گرفته باشد، مشاهده نگردید، اما در ارتباط با برخی از این مفاهیم به چند تحقیق تجربی اشاره می‌شود. ژائو و همکاران (۲۰۲۲) با بررسی تأثیر بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری و نگهداشت وجه نقد بر کارایی تخصیص منابع داخلی شرکت‌های پذیرفته شده در دو بورس اوراق بهادار شنزن و شانگهای دریافتند که کارایی

[1] Amihud & Lev
[2] Jensen & Murphy
[3] Lin & Chuang
[4] Bertrand, Mehta & Mullainathan
[5] Ferris, Kim & Kitsabunnarat
[6] Boubaker, Manita & Rouatbi

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1402.15.57.5.0]

تخصیص منابع در شرکت‌های با نگهداشت وجه نقد مازاد در مقایسه با شرکت‌هایی که وجه نقد کم‌تری نگهداری می‌کنند، پایین‌تر است و بازارهای سرمایه داخلی این اثر نامطلوب را تشدید می‌کنند. رن، هسو، فنگ، جیا و تسای[1] (۲۰۲۱) با بررسی رابطه بین کارایی تخصیصی بازار سرمایه داخلی گروه‌های تجاری و سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های تحقیق و توسعه در چین نشان می‌دهند که رابطه بین کارایی تخصیصی بازار سرمایه داخلی و سرمایه‌گذاری‌های در تحقیق و توسعه به‌صورت U (یو) شکل و معکوس است؛ به‌گونه‌ای که در ابتدا با افزایش کارایی تخصیصی بازار سرمایه داخلی، سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه کاهش می‌یابد و هنگامی که کارایی تخصیصی بازار سرمایه داخلی به‌صورت کاهشی است، سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه افزایش می‌یابد. استاگلیانو، لاروکا و لاروکا[2] (۲۰۱۴) با استفاده از داده‌های شرکت‌های ایتالیایی در پاسخ به این سؤال که آیا علت تنوع بخشی، دسترسی به جریان‌های نقد آزاد بالا است یا اینکه گسترش بازارهای سرمایه داخلی؛ بیان می‌دارند که دیدگاه غالب در این خصوص، دیدگاه بازار سرمایه داخلی است. همچنین، شواهدی ارائه می‌دهند مبنی بر اینکه دیدگاه بازار سرمایه داخلی تأثیر قوی بر تصمیمات برای مشارکت در تنوع غیر مرتبط دارد، به‌ویژه در شرکت‌هایی که به محدودیت‌های مالی حساس هستند، این اثرگذاری قوی‌تر است. کیم و سانگ[3] (۲۰۱۲) با بررسی تأثیر ساختار مالکیت (مالکیت پراکنده، مالکیت متمرکز و ساختار مالکیت سهامدار کنترلی- اقلیت) بر کارایی تخصیصی بازار سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در کره جنوبی، دریافتند که بیشترین کارایی تخصیص منابع داخلی در شرایط مالکیت متمرکز حاصل می‌شود. بعد از ساختار مالکیت متمرکز، بیشترین کارایی تخصیصی منابع در ساختار مالکیت سهامداران کنترلی- اقلیت رخ می‌دهد و در شرایط مالکیت پراکنده، بازار سرمایه داخلی از پایین‌ترین میزان کارایی تخصیصی برخوردار است. کالی و سرکار[4] (۲۰۱۱) با بررسی داده‌های ۱۶۸۶ شرکت وابسته به ۳۸۵ گروه تجاری (در سال ۲۰۰۳) و تعداد ۱۵۶۸ شرکت وابسته به ۳۸۴ گروه تجاری (در سال ۲۰۰۴) در کشور هندوستان شواهدی ارائه می‌کنند که نشان می‌دهد انگیزه مهم و در عین حال عمدتاً ناشناخته برای تنوع‌بخشی گروه‌های تجاری در اقتصادهای نوظهور، تسهیل تونل‌زنی منابع داخلی توسط سهامداران کنترل‌کننده است. همچنین بیان می‌دارند که افزایش شکاف مالکیتی- کنترلی سهامداران کنترلی موجب ترغیب بیشتر آنان برای تنوع‌بخشی در راستای تأمین منافع شخصی می‌شود. کرمی طالقانی، وطن‌پرست، رضازاده و آزادی (۱۴۰۱) با بررسی رابطه بین تمرکز سازمانی و کارایی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در تخصیص منابع بیان می‌دارند که وقتی تمرکز سازمانی پایین است، کارایی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در تخصیص منابع تحت تأثیر مثبت کاهش هزینه‌های نمایندگی قرار می‌گیرد. با این‌حال، وقتی تمرکز سازمانی از حد بهینه عبور می‌کند؛ تصمیمات تخصیص منابع در بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری، تحت تأثیر نامطلوب هزینه‌های انتقال دانش قرار می‌گیرد، به‌گونه‌ای که افزایش هزینه‌های انتقال دانش در نهایت تخصیص ناکارای منابع را به دنبال دارد. پورحیدری و فدوی (۱۳۹۳) با بررسی تأثیر تنوع فعالیت گروه‌های تجاری و نوع صنعت بر بدهی‌های درون‌گروهی نشان می‌دهند که بدهی‌های درون‌گروهی شرکت‌های عضو گروه‌های تجاری متنوع نسبت به غیر متنوع، بالاتر است. همچنین شواهدی ارائه می‌دهند مبنی بر اینکه نوع صنعت عامل تأثیرگذاری بر نسبت بدهی‌های درون‌گروهی است.

راهبرد تنوع‌بخشی و کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری

یکی از اصلی‌ترین تصمیم‌گیری‌های مدیریتی در ارزیابی عملکرد شرکت‌ها، کارایی واحدهای تحت پوشش مدیران است (رودریگرز، سایز و باس[5]، ۲۰۰۹). در ادبیات موضوعی مرتبط با گروه‌های تجاری، چگونگی عملکرد این شکل از ساختارهای سازمانی عمدتاً در قالب بازارهای سرمایه داخلی توضیح داده شده است و مجموع کارایی واحدهای تصمیم‌گیرنده (شرکت‌های تابعه) را بیانگر کارایی عملکرد (عملیاتی) بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری می‌دانند (شایو، ۲۰۱۳ و کوی، منگ، وانگ و وانگ[6]، ۲۰۱۹). با این حال، ممکن است که تنوع‌بخشی گروه‌های تجاری به سبب تشدید مشکلات نمایندگی، کارایی عملکرد

[1] Ren, Hsu, Feng, Jia & Tsai
[2] Stagliano, La Rocca & La Rocca
[3] Kim & Sung
[4] Kali & Sarkar
[5] Rodriguez, Saiz & Bas
[6] Cui, Meng, Wang & Wang

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1402.15.57.5.0]

این بازارها را تحت تأثیر قرار دهد (کولی و کاپلان[1]، ۲۰۱۶). از یک‌سو، سهامداران کنترلی با متمرکز کردن برخی نقش‌های حیاتی در دفتر مرکزی گروه، نقش مهمی در یک گروه تجاری ایفا می‌کنند. این امر ممکن است باعث شود که سهامداران کنترلی گروه‌های تجاری متنوع‌تر، توجه مدیریتی خود را به‌طور نسبی به برخی از کارکردهای حیاتی شرکت‌های گروه گسترش دهند (کمار، گئور و پاتنیک[2]، ۲۰۱۲). در این شرایط، مالک کنترل‌کننده قادر به پیش‌بینی و کنترل رفتار غیرقابل مشاهده (به دلیل خطر اخلاقی یا انتخاب نامطلوب) نماینده خود نیست (لئو و تانگ[3]، ۲۰۱۸). فقدان نظارت، هزینه‌های نمایندگی بین کارگمار و نماینده را ایجاد می‌کند و به نوبه خود بر عملکرد شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع تأثیر منفی می‌گذارد. به‌علاوه، عضویت در یک گروه تجاری متنوع، احساس امنیت شغلی را در ذهن اعضای تیم مدیریت ارشد شرکت‌های فرعی ایجاد می‌کند و از آنجایی که ممکن است نظارت بر مدیران شرکت‌های فرعی برای سهامدار کنترل‌کننده دشوار یا پرهزینه باشد، این مدیران احتمالاً انگیزه‌های ضعیف‌تری برای انجام کار خواهند داشت (خانا و پالپو، ۲۰۰۰).

در بررسی پیشینه تجربی مرتبط با گروه‌های تجاری، پژوهشی که در آن تأثیر راهبرد تنوع‌بخشی بر کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری مورد بررسی قرار گرفته باشد، مشاهده نگردید، اما در ارتباط با برخی از این مفاهیم به چند تحقیق تجربی اشاره می‌شود. پورکایاستا و همکاران (۲۰۲۲) با بررسی تضاد نمایندگی و عملکرد گروه‌های تجاری متنوع در کشور هندوستان به این نتیجه رسیدند که تنوع‌بخشی گروه تجاری منجر به افزایش مشکلات نمایندگی بین سهامداران کنترلی و اقلیت، و سهامداران و مدیران (کارگمار- نماینده) می‌شود که پیامد اقتصادی آن، تداوم حضور شرکت‌ها گروه در صنایع رو به زوال، تونل‌زنی منابع از شرکت‌های سودآور به شرکت‌های زیان‌ده داخل گروه، عدم توجه کافی ستاد به شرکت‌های تابعه و احساس امنیت شغلی مدیران شرکت‌های تابعه است که همه‌ی این موارد، تأثیر منفی بر عملکرد شرکت‌های تابعه گروه دارند. الیوز و منصری (۲۰۲۰) با استفاده از داده‌های ۶۷ گروه تجاری در کشور تونس در طی سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۱۶ شواهدی از رابطه U (یو) شکل و معکوس بین تنوع‌بخشی و عملکرد شرکت‌های تابعه گروه تجاری ارائه می‌دهند و بیان می‌دارند که تنوع‌بخشی گروه‌های تجاری، تنها هنگامی که از یک حد خاص (حد آستانه) عبور می‌کند، موجب بهبود عملکرد شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری می‌شود. همچنین، دریافتند که سطح بالایی از تنوع گروه تجاری برای شرکت‌هایی که از محدودیت‌های مالی رنج می‌برند، مفید است. راماسوامی، پورکایاسا و پتیت[4] (۲۰۱۷) با بررسی تأثیر راهبرد تنوع‌بخشی بر عملکرد گروه‌های تجاری از منظر تئوری نهادی[5] و تئوری سازمانی[6] در کشور هندوستان در طی سال‌های ۱۹۸۸ تا ۲۰۱۲ دریافتند که اگرچه تنوع‌بخشی (مرتبط و نامرتبط) تأثیر مثبت بر عملکرد گروه‌های تجاری دارد، اما با توسعه‌ی نهادی و اصلاح بازار، استراتژی‌های تنوع‌بخشی مرتبط و نامرتبط به ترتیب منجر به عملکرد مثبت و منفی گروه‌های تجاری می‌شوند. کومار و همکاران (۲۰۱۲) با استفاده از داده‌های ۴۰۳۸ شرکت وابسته به ۴۸۲ گروه تجاری در کشور هندوستان طی سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۸ به بررسی تأثیر تنوع‌بخشی محصول در گسترش گروه‌های تجاری در سطح بین‌المللی پرداختند. این پژوهشگران شواهدی ارائه می‌دهند مبنی بر اینکه بین استراتژی‌های تنوع محصول و گسترش بین‌المللی گروه‌های تجاری در بازارهای نوظهور نوعی موازنه وجود دارد. آن دسته از گروه‌های تجاری که می‌توانند به طور مؤثر از آموخته‌های خود در معرض دید بین‌المللی و شایستگی‌های فنی خود استفاده کنند، در موقعیت بهتری قرار می‌گیرند تا به طور هم‌زمان استراتژی تنوع محصول و گسترش بین‌المللی را دنبال کنند. یوسف‌زاده، منصورفر و غیور (۱۴۰۰) با بررسی تأثیر استراتژی‌های متنوع‌سازی بر عملکرد موجودی کالا در ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بیان می‌دارند که افزایش در تنوع مرتبط و بین‌المللی محصولات با اتکا به موجودی احتیاطی بالاتر، منجر به افزایش فروش می‌شود. دادبه و گودرزی (۱۴۰۰) با بررسی تأثیر متنوع سازی جغرافیایی بر عملکرد ۱۰۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان می‌دهند که افزایش فروش‌های صادراتی شرکت (معیار اندازه‌گیری متنوع‌سازی جغرافیایی) موجب بهبود عملکرد شرکت می‌شود. از نظر این پژوهشگران، دلیل

[1] Colli & Colpan
[2] Kumar, Gaur & Pattnaik
[3] Luo & Tung
[4] Ramaswamy, Purkayastha & Petitt
[5] Institutional Theory
[6] Organizational Theory

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1402.15.57.5.0]

این امر لزوم رعایت استانداردهای محصولات صادراتی است که در نهایت موجب افزایش کیفیت و بهره‌وری عملکرد شرکت می‌شود. دارابی و دادبه (۱۳۹۹) با بررسی تأثیر متنوع سازی تجاری بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بیان می‌دارند که تنوع داشتن محصولات شرکت به دلیل اینکه تخصص‌های مختلفی را جهت تولید طلب می‌کند، می‌تواند از طریق فروش محصولات متنوع علاوه بر افزایش درآمد موجب افزایش کارایی شرکت شود.

نقش تعدیلی رقابت در بازار محصول

پژوهش‌های قبلی (به‌عنوان نمونه؛ سنان، جیسینگانی و یاداو[1]، ۲۰۱۹؛ پورکایاسا و همکاران، ۲۰۲۲) در مورد پیامدهای راهبری شرکتی و ساختار مالکیت گروه تجاری، بر تضاد نمایندگی بین سهامداران کنترلی و اقلیت به‌عنوان چارچوب اولیه برای توضیح هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های گروه تأکید کرده‌اند. به‌گونه‌ای که مشکلات نمایندگی مورد اشاره، می‌تواند به ناکارآمدی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در تخصیص منابع داخلی و عملکرد منجر شود (کیم و لی[2]، ۲۰۱۵). در چنین شرایطی، بر اساس مبانی نظری و تجربی، رقابت در بازار محصول ابزار مؤثری برای حل مشکلات نمایندگی و بهبود راهبری شرکتی تلقی می‌شود (واعظ، قلمبر و قنواتی، ۱۳۹۳). رقابت در بازار محصول به روش‌های مختلف به کاهش مشکلات نمایندگی در گروه‌های تجاری کمک می‌کند. اول، از آنجایی که در اقتصادهای نوظهور، شرکت‌ها فاقد دارایی‌های متعارف خاص مانند فناوری هستند، یکی از انگیزه‌های کلیدی آنها برای گسترش در سطح داخلی و به‌ویژه در سطح بین‌المللی دستیابی به دارایی‌های مشهود (کومار و همکاران، ۲۰۱۲؛ لو و تونگ، ۲۰۱۸) و یادگیری دانش ضمنی (ماثیوس[3]، ۲۰۰۶) برای بهبود توانایی خود است. فقدان دانش خاص شرکت، میزان رقابت شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری را افزایش می‌دهد. با افزایش رقابت در بازار محصول هزینه‌های نمایندگی کاهش می‌یابد؛ زیرا مدیران را وادار می‌کند تا برای دستیابی به عملکرد مطلوب در شرکت‌های وابسته تلاش بیشتری داشته باشند (پورکایاستا و همکاران، ۲۰۲۲). دوم، همسویی انگیزه‌های مدیران با مالکان به محیط رقابتی در بازار بستگی دارد. با فرض شرایط بازار رقابتی کامل، امکان کسب سودهای فوق‌العاده توسط مدیران وجود ندارد و این شرایط به طور خودکار آنها را به سمت حداکثرسازی سود شرکت سوق می‌دهد (پورکایاستا و همکاران، ۲۰۲۲). اما، تحت شرایط بازار ناقص که در محیط واقعی کسب و کار وجود دارد، تمرکز مدیران بر حداکثرسازی منافع شخصی است، در حالی که مالک ترجیح می‌دهد تمرکز و تلاش مدیران بر حداکثرسازی سود یا ارزش بازار شرکت باشد. این ناهماهنگی هدف بین مالک و مدیران و به‌طور کلی هزینه‌های نمایندگی، در مواجهه با رقابت فزاینده تا حدودی کاهش می‌یابد. زیرا رقابت بین شرکت‌ها می‌تواند سازوکاری خارجی برای کنترل رفتار مدیران باشد و تلاش آنها برای بهبود عملکرد و اتخاذ تصمیمات بهینه را افزایش دهد، چون عدم موفقیت در این موارد، ورشکستگی و از دست دادن بازار را به دنبال دارد (انوری رستمی، اعتمادی و مجد، ۱۳۹۲). در چنین شرایطی، مدیران برای مقابله با تهدید اثر انحلال شرکت‌های وابسته به گروه که می‌تواند به از دست دادن شغل آنان بیانجامد، تلاش می‌کنند از طریق اقداماتی از قبیل تخصیص مناسب منابع عملکرد شرکت را بهبود بخشند (گیرود و مولر[4]، ۲۰۱۰). سوم، رقابت در بازارهای محصول ضمن کاهش منافع خصوصی کنترل ناشی از سلب مالکیت سهامداران اقلیت، هزینه نمایندگی بین سهامداران کنترل‌کننده و اقلیت را کاهش می‌دهد (گودآلوپ و گونزالس[5]، ۲۰۱۰) و با توجه به اینکه تونل‌زنی منابع توسط سهامداران کنترلی در راستای منافع خصوصی به احتمال زیاد بقای شرکت را با خطر مواجه می‌کند بنابراین، سهامداران کنترلی برای اجتناب از خطر انحلال، با احتمال کمتری اقدام به اتخاذ شیوه‌های تجاری مشکوک از قبیل تونل‌زنی منابع می‌نمایند (دایک و زینگالس[6]، ۲۰۰۴).

[1] Sanan, Jaisinghani & Yadav
[2] Kim & Li
[3] Mathews
[4] Giroud & Mueller
[5] Guadalupe & Gonzalez
[6] Dyck & Zingales

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1402.15.57.5.0]

بررسی ادبیات پژوهشی نیز حاکی از آن است که رقابت در بازار محصول ابزار مؤثری برای حل مشکلات نمایندگی و بهبود راهبری شرکتی تلقی می‌شود. به‌عنوان مثال، گئو، چن، یو و لیو[1] (۲۰۲۲) با بررسی داده‌های ۱۶۲۴۸ شرکت پذیرفته شده در دو بازار بورس اوراق بهادار شنزن و شانگهای در ارتباط با برجسته کردن نقش انضباطی رقابت در بازار محصول در کاهش رفتار تونل‌زنی سهامداران کنترلی بیان می‌دارند که رقابت در بازار محصول نقش مؤثری در کاهش سستی مدیران و سلب مالکیت سهامداران اقلیت توسط سهامداران کنترلی دارد. پورکایاستا و همکاران (۲۰۲۲) در مورد نقش رقابت در بازار محصول در کاهش پیامدهای نامطلوب حاصل از تشدید مشکلات نمایندگی در گروه‌های تجاری متنوع در کشور هندوستان شواهدی ارائه می‌دهند مبنی بر اینکه رقابت در بازار محصول باعث کاهش پیامدهای نامطلوب حاصل از مشکلات نمایندگی از قبیل یارانه متقابل شرکت‌های وابسته با سرمایه‌گذاری ناکارآمد، تداوم حضور شرکت‌های وابسته در صنایع رو به زوال، تونل‌زنی منابع از شرکت‌های سودآور به شرکت‌های وابسته زیان‌ده می‌شود و از این طریق عملکرد شرکت‌های عضو گروه تجاری را بهبود می‌بخشد. محمدی، رضایی و کاظمی (۱۴۰۱) پس از بررسی داده‌های ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و با توجه به یافته‌های پژوهش خود مبنی بر بهبود عملکرد مدیریت در شرایط افزایش رقابت در بازار محصول استدلال می‌کنند که رقابت در بازار محصول به‌منزله سازوکاری راهبردی عمل می‌کند و انگیزه مدیران برای کاهش هزینه‌های تولید و جلوگیری از واگذاری سهم بازار به رقبا و جلوگیری از خطر ورشکستگی را افزایش می‌دهد. جرگونی، ابراهیمی، امری و جلالی (۱۴۰۱) بر اساس نتایج به دست آمده از بررسی داده‌های ۱۱۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استدلال می‌کنند که رقابت فشرده در بازار محصول سبب ایجاد انگیزه در مدیران برای عملکرد کارا می‌شود. احمدپور و فرمانبردار (۱۳۹۴) رقابت در بازار محصول را به‌عنوان یک عامل حیاتی در اتخاذ تصمیمات افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها می‌داند. خدامی‌پور و بزرایی (۱۳۹۲) رقابت شدید را به‌عنوان یک عامل مهم می‌دانند که این الزام را برای شرکت‌ها به وجود می‌آورد تا به تغییرات بازار واکنش نشان دهند.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به استدلال‌های مطرح شده و مبانی نظری و تجربی که شرح آن آمد، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شود:

فرضیه اول: راهبرد تنوع‌بخشی بر کارایی تخصیص منابع داخلی گروه‌های تجاری تأثیر معناداری دارد.

فرضیه دوم: راهبرد تنوع‌بخشی بر کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری تأثیر معناداری دارد.

فرضیه سوم: رقابت در بازار محصول، رابطه بین راهبرد تنوع‌بخشی و کارایی تخصیص منابع داخلی گروه‌های تجاری را تضعیف می‌کند.

فرضیه چهارم: رقابت در بازار محصول، رابطه بین تنوع‌بخشی و کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری را تضعیف می‌کند.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ روش استنتاج، توصیفی- همبستگی است و از لحاظ هدف، کاربردی بوده و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی انجام‌شده است. در این پژوهش، با توجه به نوع داده‌ها از روش رگرسیون چندگانه با داده‌های ترکیبی استفاده شده است. ابزارهای گردآوری داده‌ها، بانک‌های اطلاعاتی از جمله سامانه اطلاع‌رسانی ناشران و نرم‌افزار ره‌آورد نوین است. جامعه آماری پژوهش شامل گروه‌های تجاری است که شرکت اصلی آن‌ها در بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس پذیرفته شده است. دوره زمانی هفت ساله پژوهش از سال ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، نمونه‌ای انتخاب شده است که حائز شرایط زیر باشد:

۱. به‌منظور همگن شدن نمونه‌ی آماری در سال‌های مورد بررسی، شرکت اصلی قبل از سال ۱۳۹۴ در بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس پذیرفته شده باشد و تا پایان سال ۱۴۰۰ از تابلوی معاملاتی حذف نشده باشد؛ ۲. برای رعایت قابلیت مقایسه، پایان

[1] Guo, Chen, Yu & Liu

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1402.15.57.5.0]

سال مالی شرکت اصلی منتهی به ۲۹ اسفند باشد. زیرا چرخه‌های فصلی تجاری مشابهی دارند و قابلیت مقایسه افزایش می‌یابد؛

۳. شرکت اصلی طی سال‌های مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشد. زیرا این تغییر می‌تواند قابلیت مقایسه اطلاعات را مخدوش کند و بر نتایج پژوهش تأثیرگذار باشد؛ ۴. شرکت اصلی طی دوره مورد بررسی توقف معاملاتی بیش از یک دوره سه ماهه نداشته باشد؛ ۵. شرکت اصلی جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بانک‌ها و لیزینگ نباشد (به دلیل ساختار و ماهیت متفاوت این نوع شرکت‌ها با سایر واحدهای تجاری)

با در نظر گـرفتن معیارهای فوق، تعداد ۱۸ گروه تجاری (۷۵۶ سال- شرکت) به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شدند.

مدل‌های پژوهش

مدل (۱) $$CFS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{i,t} + \beta_2 SizeG_{i,t} + \beta_3 AgeG_{i,t} + \beta_4 ICM_{i,t} + \beta_5 CashG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۲) $$ICMOE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{i,t} + \beta_2 SizeG_{i,t} + \beta_3 AgeG_{i,t} + \beta_4 ICM_{i,t} + \beta_5 CashG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در مدل‌های (۱) و (۲)، چنانچه ضریب راهبرد تنوع‌بخشی (DIV) معنادار باشد، فرضیه‌های اول و دوم پژوهش تأیید می‌شود.

مدل (۳) $$CFS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{i,t} + \beta_2 Compet_{i,t} + \beta_3 DIV_{i,t} \times Compet_{i,t} + \beta_4 SizeG_{i,t} + \beta_6 ICM_{i,t} + \beta_7 CashG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در مدل (۳)، چنانچه ضریب متغیر تعاملی راهبرد تنوع‌بخشی× رقابت در بازار محصول (DIV×Compet) معنادار و هم علامت با متغیر مستقل (راهبرد تنوع‌بخشی) در فرضیه اول باشد، نتیجه گرفته می‌شود که رقابت در بازار محصول، رابطه بین راهبرد تنوع‌بخشی و کارایی تخصیص منابع داخلی را تقویت می‌کند و چنانچه هم علامت نباشد، رابطه مزبور تضعیف می‌شود. نکته شایان توجه این است که در این پژوهش برای سنجش رقابت در بازار محصول از شاخص هرفیندال- هیرشمن که معکوسی از رقابت در بازار محصول می‌باشد، استفاده شده است. بنابراین، تفسیر نتایج نیز می‌بایست با در نظر گرفتن این نکته انجام شود.

مدل (۴) $$ICMOE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{i,t} + \beta_2 Compet_{i,t} + \beta_3 DIV_{i,t} \times Compet_{i,t} + \beta_5 AgeG_{i,t} + \beta_6 ICM_{i,t} + \beta_7 CashG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در مدل (۴)، چنانچه ضریب متغیر تعاملی راهبرد تنوع‌بخشی× رقابت در بازار محصول (DIV×Compet) معنادار و هم علامت با متغیر مستقل (راهبرد تنوع‌بخشی) در فرضیه دوم باشد، نتیجه گرفته می‌شود که رقابت در بازار محصول، رابطه بین راهبرد تنوع‌بخشی و کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری را تقویت می‌کند و چنانچه هم علامت نباشد، رابطه مزبور تضعیف می‌شود.

در مدل‌های مذکور، CFS: کارایی تخصیص منابع داخلی گروه‌های تجاری؛ ICMOE: کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری؛ DIV: راهبرد تنوع‌بخشی؛ Compet: شاخص هرفیندال- هریشمن (معیار معکوس رقابت در بازار محصول)؛ SizeG: اندازه گروه تجاری؛ AgeG: سن گروه تجاری؛ ICM: اندازه بازار سرمایه داخلی گروه تجاری، CashG: سطح انباشت وجه نقد می‌باشد.

متغیرهای وابسته

کارایی تخصیص منابع داخلی گروه‌های تجاری: برای محاسبه کارایی تخصیص منابع داخلی گروه‌های تجاری با پیروی از پژوهش وانگ و ژی[1] (۲۰۱۰)، و رن و همکاران (۲۰۲۱) از معیار حساسیت جریان‌های نقدی برمبنای بازده دارایی‌ها و به شرح رابطه (۱) استفاده شده است. همان‌طور که سرمایه‌گذاران برای کسب بازدهی اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند، هدف نهایی تخصیص سرمایه داخلی به حداکثر رساندن بازده سرمایه است. بنابراین، در تئوری، صرف‌نظر از بازار سرمایه خارجی یا داخلی، بازده سرمایه‌گذاری معیار تخصیص منابع است که مبنای استفاده از روش حساسیت جریان نقدی بر اساس بازده دارایی‌ها برای

[1] Wang & Xie

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1402.15.57.5.0]

محاسبه کارایی تخصیص منابع می‌باشد (وانگ و ژی، ۲۰۱۰). بر این اساس، در پژوهش حاضر برای ارزیابی کارایی تخصیص منابع در بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری از معیار حساسیت جریان نقدی بر اساس بازده دارایی‌ها استفاده شده است.

رابطه (۱)
$$CFS = \sum_{j=1}^{n}\left[\left(\frac{cf_j}{BA_j}-\frac{cf}{BA}\right)\left(\frac{Capex_j}{BA_j}-\frac{Capex}{BA}\right)\frac{BA_j}{BA}\right]$$

که در آن، Cf_j: جریان‌های نقدی شرکت تابعه j در سال t، cf: جریان‌های نقدی گروه تجاری در سال t، BA_j: ارزش دفتری مجموع دارایی‌های شرکت تابعه j در سال t، BA: ارزش دفتری مجموع دارایی‌های گروه تجاری در سال t، $Capex_j$: مخارج سرمایه‌ای شرکت تابعه j در سال t، Capex : مخارج سرمایه‌ای گروه تجاری در سال t می‌باشد.

در رابطه (۱)، $\left(\frac{cf_j}{BA_j}-\frac{cf}{BA}\right)$ بیانگر فرصت‌های سرمایه‌گذاری و $\left(\frac{Capex_j}{BA_j}-\frac{Capex}{BA}\right)$ بیانگر جریان انتقال منابع می‌باشد. $CFS < 0$، بیانگر کارایی تخصیص منابع در گروه تجاری است؛ به این مفهوم که به فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا، منابع بیشتری تخصیص داده شده است و هرچقدر این مقدار بیشتر باشد به معنای تخصیص کاراتر منابع در بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری می‌باشد. $CFS < 0$، بیانگر تخصیص نامناسب منابع در گروه است؛ به این مفهوم که به فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین، منابع بیشتری تخصیص داده شده است. به بیان دیگر، نشان‌دهنده عدم کارایی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری می‌باشد (وانگ و ژی، ۲۰۱۰). نکته شایان ذکر این است که چنانچه حاصل پرانتز اول $\left(\frac{cf_j}{BA_j}-\frac{cf}{BA}\right)$ که بیانگر فرصت‌های سرمایه‌گذاری است، منفی باشد به معنای فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیف است. هم‌چنین، اگر حاصل پرانتز دوم $\left(\frac{Capex_j}{BA_j}-\frac{Capex}{BA}\right)$ که بیانگر جریان انتقال منابع است، منفی باشد به معنای ضعیف بودن جریان انتقال منابع است. بنابراین، حاصل‌ضرب این دو عبارت منفی، مثبت خواهد بود و به این معنا است که به فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیف منابع کمتری انتقال یافته است. این مفهوم منطبق بر تئوری کارایی بازارهای سرمایه داخلی است که بیان می‌کند در بازارهای سرمایه داخلی، به واحدهای با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا منابع بیشتر و به واحدهای با فرصت‌های ضعیف، منابع کمتری تخصیص می‌یابد (ماکسوویچ و فیلیپس، ۲۰۰۲). جدول (۱) حالت‌های محتمل و چگونگی نتیجه‌گیری از حاصل رابطه (۱) را نشان می‌دهد.

جدول (۱): حالت‌های محتمل و چگونگی نتیجه‌گیری از حاصل رابطه (۱)

$\left(\frac{cf_j}{BA_j}-\frac{cf}{BA}\right)$	$\left(\frac{Capex_j}{BA_j}-\frac{Capex}{BA}\right)$	$\left(\frac{cf_j}{BA_j}-\frac{cf}{BA}\right)\times\left(\frac{Capex_j}{BA_j}-\frac{Capex}{BA}\right)$	تفسیر	نتیجه
+	+	+	به فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا، منابع بیشتری تخصیص یافته است.	کارایی بازارهای سرمایه داخلی
+	-	-	به فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا، منابع کمتری تخصیص یافته است.	عدم کارایی بازارهای سرمایه داخلی
-	+	-	به فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین، منابع بیشتری تخصیص یافته است.	عدم کارایی بازارهای سرمایه داخلی
-	-	+	به فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین، منابع کمتری تخصیص یافته است.	کارایی بازارهای سرمایه داخلی

کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری: برای اندازه‌گیری کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری از روش تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) استفاده شده است. در این پژوهش از مدل DEA مبتنی بر ورودی محور (BCC) که مبتنی بر متغیر بودن بازدهی نسبت به مقیاس است، برای محاسبه ضرایب کارایی استفاده شده است. بر این اساس، با پیروی از پژوهش‌های شایو (۲۰۱۳)، و کوی و همکاران (۲۰۱۹)، دو مؤلفه نهاده یا ورودی مدل (مجموع دارایی‌های ثابت و جاری، قیمت تمام شده کالای فروش رفته) و سه مؤلفه ستاده یا خروجی مدل (نسبت سود خالص عملیاتی به فروش (حاشیه فروش خالص)، نسبت سود خالص به دارایی‌ها (بازده دارایی‌ها) و نسبت سود خالص به حقوق صاحبان سهام (بازده

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1402.15.57.5.0]

حقوق صاحبان سهام)) در نظر گرفته شده است. پس از محاسبه میزان کارایی هر واحد تصمیم‌گیرنده (شرکت تابعه)، کارایی عملکرد بازار سرمایه داخلی گروه تجاری با استفاده از رابطه (۲) محاسبه شده است.

رابطه (۲)
$$ICMOE = \frac{\sum_{i}^{n} OE_i}{N}$$

که در رابطه فوق‌الذکر، ICMOE: کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری، OE_{it}: کارایی عملکرد واحد تصمیم‌گیرنده (شرکت تابعه) و N تعداد شرکت‌های تابعه گروه تجاری می‌باشد.

متغیر مستقل

راهبرد تنوع‌بخشی (DIV): به‌منظور اندازه‌گیری این متغیر مطابق با پژوهش‌های کوی و همکاران (۲۰۱۹) و پورکایاستا و همکاران (۲۰۲۲) از شاخص آنتروپی و به شرح رابطه (۳) استفاده شده است:

رابطه (۳)
$$DIV = \sum_{j=1}^{M} P_j \ln(1/P_j)$$

در رابطه فوق‌الذکر، DIV: راهبرد تنوع‌بخشی، P_j: سهم فروش j امین صنعت از فروش کل شرکت عضو گروه تجاری، $\ln(1/P_j)$: لگاریتم طبیعی معکوس سهم فروش j امین صنعت از فروش کل شرکت عضو گروه تجاری، M: تعداد صنایعی که شرکت در آن فعالیت دارد.

متغیر تعدیلی

رقابت در بازار محصول: به‌منظور اندازه‌گیری این متغیر از شاخص هرفیندال- هیرشمن به شرح رابطه (۴) استفاده شده است. این شاخص میزان تمرکز در صنعت را اندازه‌گیری می‌کند. افزایش در مقدار این شاخص به معنی کاهش سطح رقابت و افزایش میزان تمرکز در صنعت مربوطه است و برعکس. شاخص هرفیندال از حاصل جمع توان دوم سهم بازار کلیه بنگاه‌های فعال در صنعت به‌صورت زیر محاسبه می‌شود. لازم به ذکر است که این شاخص در پژوهش‌های چنگ، مان و یی[1] (۲۰۱۳)، انوری رستمی و همکاران (۱۳۹۲) و نمازی، رضایی و ممتازیان (۱۳۹۳) استفاده شده است.

رابطه (۴)
$$Compet_{i,t} = \sum_{i=1}^{N} \left(\frac{Sales_{i,j,t}}{\sum_{i=1}^{Nj} Sales_{i,j,t}}\right)^2$$

در رابطه فوق‌الذکر، Compet: شاخص هرفیندال- هیرشمن، $Sales_{i,t}$: میزان فروش شرکت i در صنعت j در زمان t، $\sum_{i=1}^{Nj} Sales_{i,j,t}$: مجموع فروش تمام شرکت‌ها در صنعت j، N تعداد شرکت‌های فعال در صنعت j.

متغیرهای کنترلی

اندازه گروه تجاری: افزایش اندازه گروه تجاری، می‌تواند پتانسیلی برای عدم صرفه‌جویی در مقیاس باشد. عدم صرفه‌جویی در مقیاس به دلیل این واقعیت است که گروه تجاری بزرگ‌تر به لایه‌های مدیریتی بیشتری نیاز دارد که منجر به ناکارآمدی مدیریتی، تحریف اطلاعات (تصادفی و عمدی) و رفتار سیاسی ناکارآمد می‌شود (میلر و اسمیت[2]، ۱۹۹۳). هم‌چنین، برای گروه‌های تجاری بزرگ، اطلاعات مربوط به بازارها، قابلیت‌های شرکت و جنبه‌های عملیاتی ممکن است به طور قابل‌توجهی منتشر شود که منجر به درک ضعیف و تصمیم‌گیری و عملکرد نامناسب می‌شود (مک‌فی و مک‌میلان[3]، ۱۹۹۵). وندرمولن[4]

[1] Cheng, Man & Yi
[2] Miller & Smith
[3] McAfee & McMillan
[4] Van der Molen

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1402.15.57.5.0]

(۲۰۰۵) نشان می‌دهد که با بزرگ‌تر شدن گروه‌های تجاری، انگیزه سهامداران کنترلی برای تونل‌زنی منابع و در راستای کسب منافع شخصی افزایش می‌یابد. در این پژوهش، اندازه گروه از طریق لگاریتم طبیعی مجموع فروش گروه محاسبه شده است.

سن گروه تجاری: رفتار فرصت‌طلبانه در تخصیص منابع در گروه‌های تجاری می‌تواند به کاهش عملکرد و در نتیجه کاهش ارزش شرکت‌های گروه منجر شود و این موضوع می‌تواند برای گروه‌های تجاری قدیمی‌تر که نسبت به گروه‌های تجاری جوان از شهرت بیشتر برخوردار هستند چندان مطلوب نباشد. ازاین‌رو، گروه‌های تجاری قدیمی‌تر برای حفظ شهرت خود تلاش می‌کنند تا با تخصیص مناسب منابع از طریق سازوکار بازار سرمایه داخلی، ارزش گروه را بهبود بخشند (الانگو و همکاران، ۲۰۱۶). با پیروی از پژوهش الانگو و همکاران (۲۰۱۶) سن گروه تجاری از طریق لگاریتم طبیعی تعداد کل سال‌هایی که از زمان تأسیس قدیمی‌ترین شرکت گروه تجاری می‌گذرد، محاسبه شده است

اندازه بازار سرمایه داخلی: وندرمولن (۲۰۰۵) بیان می‌دارد که به دلیل افزایش احتمال بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه سهامداران کنترلی در راستای کسب منافع شخصی در گروه‌های تجاری با بازارهای سرمایه داخلی بزرگ، کارایی تخصیص منابع کاهش می‌یابد. ازاین‌رو، استدلال می‌کند که بازارهای سرمایه داخلی کوچک با تخصیص کارآمد منابع در مقایسه با بازارهای سرمایه داخلی بزرگ، ارزش‌آفرینی بیشتری برای گروه‌های تجاری به دنبال دارد. در این پژوهش، با پیروی از پژوهش وندرمولن (۲۰۰۵) اندازه بازار سرمایه داخلی گروه تجاری از طریق معکوس شاخص هرفیندال بر مبنای دارایی‌های گروه محاسبه شده است.

انباشت وجه نقد در گروه تجاری: از دیدگاه تئوری نمایندگی، بازارهای سرمایه داخلی هزینه‌های نمایندگی مربوط به نگهداشت وجه نقد را افزایش می‌دهند. تخصیص منابع داخلی (وجه نقد) نتیجه بازی رقابتی بین ذینفعان داخلی متعدد است. سهامداران کنترل‌کننده، مدیران گروه و مدیران شرکت‌های تابعه ممکن است برای حداکثرسازی منافع شخصی خود، تصمیمات ناکارآمدی در ارتباط با تخصیص منابع داخلی اتخاذ کنند (کوستاوا، مارانو و تالمن [1]، ۲۰۱۶) در این پژوهش، سطح انباشت وجه نقد از طریق تقسیم وجه نقد گروه (تلفیقی) بر ارزش دفتری کل دارایی‌های گروه (تلفیقی) محاسبه شده است (ژائو و همکاران، ۲۰۲۲).

یافته‌ها

آمار توصیفی

جدول (۲)، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول (۲). آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
کارایی تخصیص منابع داخلی	CFS	-۰/۰۰۱۵	-۰/۰۰۱۰	۰/۰۱۵۸	۰/۰۷۳۸	-۰/۰۷۳۷
کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی	ICMOE	۰/۰۶۳۸	۰/۰۳۴۲	۰/۰۷۹۴	۰/۵۲۷۵	۰/۰۰۰۷
راهبرد تنوع‌بخشی	DIV	۱/۰۳۵۵	۱/۰۱۳۴	۰/۴۴۹۵	۲/۲۵۸۸	۰/۰۱۶۴
رقابت در بازار محصول	Compet	۰/۲۶۱۴	۰/۲۹۳۳	۰/۱۲۴۸	۰/۶۳۰۱	۰/۰۰۲۳
اندازه گروه تجاری	SIZEG	۱۶/۴۰۸	۱۶/۱۶۸	۱/۶۰۳۸	۲۰/۷۱۹	۱۲/۵۳۴
انباشت وجه نقد گروه تجاری	CASHG	۰/۰۹۰۷	۰/۰۵۴۷	۰/۰۹۹۰	۰/۴۵۵۶	۰/۰۰۴۵
سن گروه تجاری	AGEG	۳/۷۱۵۶	۳/۷۱۳۶	۰/۲۹۷۱	۴/۱۸۹۶	۳/۰۹۱۰
اندازه بازار سرمایه داخلی	ICM	۶/۰۹۴	۵/۵۱۸۱	۳/۹۳۰۳	۱۴/۰۸۸	۰/۵۲۱۳

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌طور که در جدول (۲) مشاهده می‌شود میانگین کارایی تخصیص منابع داخلی گروه‌های تجاری، معادل ۰/۰۰۱۵- است. منفی بودن این مقدار بیانگر آن است که به‌طور متوسط در بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری مورد بررسی، تخصیص ناکارای منابع داخلی وجود دارد؛ به این مفهوم که به طور متوسط در گروه‌های تجاری مورد بررسی، به فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین، منابع بیشتری تخصیص یافته است. بیش‌ترین کارایی تخصیص منابع داخلی برابر ۰/۰۷۳۸ و مربوط به

[1] Kostova, Marano & Tallman

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1402.15.57.5.0]

گروه سپنتا و کمترین کارایی تخصیص منابع داخلی برابر ۰/۰۷۳۷- و مربوط به گروه بارز می‌باشد. میانگین کارایی عملیاتی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری، معادل ۰/۰۶۳۸ است که می‌تواند نشان‌دهنده عملکرد نه‌چندان مناسب بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری مورد بررسی باشد. بالاترین کارایی عملیاتی بازارهای سرمایه داخلی برابر ۰/۵۲۷۵ و مربوط به گروه صنایع سرماآفرین می‌باشد. شاخص هرفیندال- هیرشمن، میزان تمرکز صنعت را اندازه‌گیری می‌کند و هر چه این شاخص بزرگ‌تر باشد میزان تمرکز بیشتر بوده و رقابت کمتری در صنعت وجود دارد و بالعکس؛ بنابراین با توجه به اینکه میانگین رقابت در بازار محصول (بر مبنای معکوس شاخص هرفیندال- هیرشمن) معادل ۰/۲۶۱۴ می‌باشد، می‌توان نتیجه گرفت که به‌طور تقریبی درجه رقابت شرکت‌های مورد مطالعه به یکدیگر نزدیک است و همچنین نشان‌دهنده رقابتی بودن بازار شرکت‌های مورد مطالعه می‌باشد. میانگین و میانه متغیر راهبرد تنوع‌بخشی به ترتیب معادل ۱/۰۳۵۵ و ۱/۰۱۳۴ است که نشان می‌دهد اختلاف اندکی بین میانگین و میانه وجود دارد. انحراف معیار متغیر تنوع‌بخشی معادل ۰/۴۴۹۵ است. بالا بودن انحراف معیار نشان‌دهنده پراکندگی زیاد محصولات بین شرکت‌های مورد بررسی است.

آمار استنباطی

در ادامه به بررسی فروض کلاسیک رگرسیون و سپس به آزمون فرضیه‌ها پرداخته شده است.

- انتخاب الگوی مناسب

قبل از برازش مدل، باید آزمون‌های تشخیصی برای انتخاب مدل مناسب انجام شود. در این پژوهش جهت برازش مدل از آزمون تشخیصی اف لیمر برای انتخاب از بین روش‌های اثرات مشترک و اثرات ثابت و در صورت لزوم، آزمون تشخیصی هاسمن برای انتخاب از بین روش‌های اثرات تصادفی و اثرات ثابت، استفاده شده است. نتایج آزمون اف لیمر در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول (۳). نتایج آزمون اف لیمر

مدل پژوهش	آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
مدل فرضیه اول	۱/۴۱۰۴	۰/۲۱۹۱	داده‌های تلفیقی
مدل فرضیه دوم	۰/۲۹۰۴	۰/۹۱۸۳	داده‌های تلفیقی
مدل فرضیه سوم	۱/۳۹۴۴	۰/۲۲۴۸	داده‌های تلفیقی
مدل فرضیه چهارم	۰/۲۸۹۹	۰/۹۱۸۶	داده‌های تلفیقی

منبع: یافته‌های پژوهش

بر اساس نتایج جدول (۳)، سطح معناداری آماره اف لیمر برای هر یک از مدل‌های پژوهش بیشتر از ۵ درصد است. بنابراین، روش داده‌های تلفیقی برای برآورد هریک از مدل‌های پژوهش مناسب‌تر است. بنابراین، نیاز به آزمون تشخیصی هاسمن نمی‌باشد.

- تشخیص ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی

برای تشخیص ناهمسانی واریانس بین اجزای خطا از آزمون بروش‌پاگان استفاده شده است. نتایج این آزمون برای هر یک از مدل‌های رگرسیونی پژوهش در جدول (۴) نشان داده شده است. همچنین برای تشخیص خودهمبستگی بین اجزای خطا از آماره دوربین واتسون استفاده شد.

جدول (۴): نتایج بررسی ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی بین اجزای خطا

مدل پژوهش	ناهمسانی واریانس (آزمون بروش‌پاگان)			خودهمبستگی (دوربین واتسون)	
	آماره	سطح خطا	ناهمسانی	آماره	خودهمبستگی
مدل فرضیه اول	۱۹/۲۷۵	۰/۰۰۰۰	دارد	۱/۰۴	دارد
مدل فرضیه دوم	۱۳/۳۷۵	۰/۰۰۰۰	دارد	۰/۸۰	دارد
مدل فرضیه سوم	۱۳/۷۲۹	۰/۰۰۰۰	دارد	۱/۴۴	دارد
مدل فرضیه چهارم	۹/۶۷۵۴	۰/۰۰۰۰	دارد	۰/۸۰	دارد

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌طور که در جدول (۴) مشاهده می‌شود یافته‌های آزمون بروش‌پاگان نشان می‌دهد که بین اجزای خطای هر یک از مدل‌ها ناهمسانی واریانس وجود دارد. لذا، برای رفع این مشکل از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته تخمینی در برآورد نهایی هر

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1402.15.57.5.0]

یک از مدل‌ها استفاده شده است. همچنین، در برآورد اولیه مدل‌های پژوهش و با توجه به آماره دوربین واتسون مشخص شد که بین اجزای خطای مدل‌های پژوهش، خودهمبستگی وجود دارد. بنابراین، در برآورد نهایی هر یک از مدل‌های مزبور از وقفه اول اجزای خطا برای برطرف نمودن این مشکل استفاده شد.

- هم‌خطی

در این پژوهش برای بررسی وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل از آزمون VIF استفاده شده است. آماره VIF برای تمام متغیرهای پژوهش در جدول نتایج برآورد فرضیه‌های پژوهش ارائه شده است و با توجه به اینکه مقدار این آماره برای تمام متغیرهای پژوهش کمتر از ۱۰ است، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرها وجود ندارد.

- تشخیص پایایی

برای سنجش پایا بودن متغیرهای پژوهش از آزمون لوین، لین و چو استفاده گردید. نتایج این آزمون در جدول (۵) نشان داده شده است:

جدول (۵): پایایی متغیرها با استفاده از آزمون لوین، لین و چو

متغیر	نماد متغیر	آماره	سطح خطا	نتیجه آزمون
کارایی تخصیص منابع داخلی	CFS	-۱۶/۲۵۰	۰/۰۰۰۰	مانا
کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی	ICMOE	-۳۵/۶۶۴	۰/۰۰۰۰	مانا
راهبرد تنوع‌بخشی	DIV	-۴۰/۶۵۴	۰/۰۰۰۰	مانا
رقابت در بازار محصول	Compet	-۳۹/۳۴۵	۰/۰۰۰۰	مانا
اندازه گروه تجاری	SIZEG	-۱۶/۰۱۳	۰/۰۰۰۰	مانا
انباشت وجه نقد گروه تجاری	CASHG	-۱۷/۸۷۱	۰/۰۰۰۰	مانا
سن گروه تجاری	AGEG	۲۸/۹۶۱	۰/۰۰۰۰	مانا
اندازه بازار سرمایه داخلی	ICM	-۲۹/۲۴۱	۰/۰۰۰۰	مانا

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج ارائه شده در جدول (۵) نشان می‌دهد که متغیرهای پژوهش مانا هستند.

نتایج آزمون فرضیه‌ها

جدول (۶)، نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی اول پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول (۶): نتایج برآورد مدل فرضیه اول پژوهش

$$CFS_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{it} + \beta_2 SizeG_{it} + \beta_3 AgeG_{it} + \beta_4 ICM_{it} + \beta_5 CashG_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح خطا	VIF
عرض از مبدأ	β0	-۰/۰۳۶۶	۰/۰۰۳۳	-۱۰/۹۱۳	۰/۰۰۰۰	-
راهبرد تنوع‌بخشی	DIV	-۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۰۴	-۲/۰۶۴۱	۰/۰۳۹۶	۱/۲۰۲۹
اندازه گروه تجاری	SizeG	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۱۲	۲/۲۲۱۹	۰/۰۲۶۸	۱/۵۱۱۵
سن گروه تجاری	AgeG	۰/۰۰۷۹	۰/۰۰۰۵	۱۳/۸۲۶	۰/۰۰۰۰	۱/۱۵۷۱
اندازه بازار سرمایه داخلی	ICM	۰/۰۰۰۳	۶/۰۵۴۶	۴/۷۵۰۴	۰/۰۰۰۰	۱/۵۹۸۷
انباشت وجه نقد گروه تجاری	CashG	-۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۱۹	-۰/۲۱۷۸	۰/۸۲۷۷	۱/۰۹۸۳
وقفه اول مقادیر خطا	RESID (-1)	۰/۲۷۳۱	۰/۰۴۶۹	۵/۸۱۳۱	۰/۰۰۰۰	-
ضریب تعیین	۰/۳۴۸۵		آماره اف		۴۹/۹۶۳	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۴۱۵۳		احتمال آماره اف		۰/۰۰۰۰	
آماره دوربین‌واتسون	۱/۵۳					

منبع: یافته‌های پژوهش

ملاحظه مقادیر آماره اف در جدول (۶)، بیانگر معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح خطای ۵ درصد است و لذا معنادار بودن مدل پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که چند درصد از تغییرات موجود در متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی وارد شده در مدل تبیین می‌گردد. همچنین نتایج برآورد آماره دوربین واتسون حاکی از عدم خودهمبستگی اجزای خطا است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1402.15.57.5.0]

ضریب متغیر راهبرد تنوع‌بخشی برابر (۰/۰۰۰۸-) است و با توجه به سطح خطا (۰/۰۳۹۶) که کوچک‌تر از ۵ درصد است، می‌توان پذیرفت که متغیر تنوع‌بخشی دارای اثرگذاری منفی و معنادار بر کارایی تخصیص منابع گروه‌های تجاری است. به بیان دیگر، با افزایش (کاهش) تنوع‌بخشی، کارایی تخصیص منابع داخلی گروه‌های تجاری کاهش (افزایش) می‌یابد. همچنین، نتایج مرتبط با متغیرهای کنترلی نیز نشان می‌دهد که اندازه گروه تجاری، سن گروه تجاری و اندازه بازار سرمایه داخلی (به ترتیب با سطح معناداری ۰/۰۲۶۸، ۰/۰۰۰۰ و ۰/۰۰۰۰) تأثیر مثبت و معنادار بر کارایی تخصیص منابع گروه‌های تجاری دارند.

جدول (۷)، نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی دوم پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول (۷): نتایج برآورد مدل فرضیه دوم پژوهش

$$ICMOE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{it} + \beta_2 SizeG_{it} + \beta_3 AgeG_{it} + \beta_4 ICM_{it} + \beta_5 CashG_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح خطا	VIF
عرض از مبدأ	β۰	۰/۴۳۶۲	۰/۰۴۵۹	۹/۴۸۴۹	۰/۰۰۰۰	-
راهبرد تنوع‌بخشی	DIV	-۰/۰۱۲۸	۰/۰۰۴۹	-۲/۶۱۰۹	۰/۰۰۶۵	۱/۱۹۸۶
اندازه گروه تجاری	SizeG	-۰/۰۲۴۸	۰/۰۰۱۸	-۱۳/۸۵۵	۰/۰۰۰۰	۱/۴۹۷۷
سن گروه تجاری	AgeG	۰/۰۲۴۷	۰/۰۰۸۱	۳/۰۳۳۷	۰/۰۰۲۶	۱/۱۴۶۴
اندازه بازار سرمایه داخلی	ICM	-۰/۰۱۰۳	۰/۰۰۰۷	-۱۴/۰۲۸	۰/۰۰۰۰	۱/۵۸۷۳
انباشت وجه نقد گروه تجاری	CashG	۰/۱۴۱۷	۰/۰۳۷۷	۳/۷۶۱۳	۰/۰۰۰۲	۱/۱۲۶۳
وقفه اول مقادیر خطا	RESID (-1)	۰/۶۶۸۸	۰/۰۳۳۳	۲۰/۰۹۳	۰/۰۰۰۰	-
ضریب تعیین	۰/۶۵۱۸		آماره اف		۱۳۲/۸۹	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۴۶۹		احتمال آماره اف		۰/۰۰۰۰	
آماره دوربین‌واتسون	۱/۹۶					

منبع: یافته‌های پژوهش

ملاحظه مقادیر آماره اف در جدول (۷)، بیانگر معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح خطای ۵ درصد است. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که چند درصد از تغییرات موجود در متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی وارد شده در مدل تبیین می‌گردد. همچنین نتایج برآورد آماره دوربین واتسون حاکی از عدم خودهمبستگی اجزای خطا است.

ضریب متغیر راهبرد تنوع‌بخشی برابر (۰/۰۱۲۸-) است و با توجه به سطح خطا (۰/۰۰۶۵) که کوچک‌تر از ۵ درصد است، می‌توان پذیرفت که متغیر تنوع‌بخشی دارای اثرگذاری معنادار بر کارایی عملیاتی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری است. به بیان دیگر، با افزایش (کاهش) تنوع‌بخشی، کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری کاهش (افزایش) می‌یابد (تأثیر معکوس). نتایج مرتبط با متغیرهای کنترلی نیز نشان می‌دهد که اندازه گروه تجاری و اندازه بازار سرمایه داخلی (به ترتیب با سطح معناداری ۰/۰۰۰۰ و ۰/۰۰۰۰) تأثیر منفی و معنادار و سن گروه تجاری و سطح انباشت وجه نقد گروه تجاری (به ترتیب با سطح معناداری ۰/۰۰۰۰ و ۰/۰۰۰۲) تأثیر مثبت و معنادار بر کارایی عملیاتی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری دارند. در جدول (۸)، نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی سوم پژوهش ارائه شده است.

جدول (۸): نتایج برآورد مدل فرضیه سوم پژوهش

$$CFS_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{it} + \beta_2 Compet_{it} + \beta_3 DIV_{it} \times Compet_{it} + \beta_4 SizeG_{it} + \beta_5 AgeG_{it} + \beta_6 ICM_{it} + \beta_7 CashG_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح خطا	VIF
عرض از مبدأ	β۰	-۰/۰۴۰۹	۰/۰۰۵۲	-۷/۷۷۱۲	۰/۰۰۰۰	-
راهبرد تنوع‌بخشی	DIV	-۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۰۵	-۱/۴۵۲۸	۰/۱۴۷۲	۱/۲۴۰۷
رقابت در بازار محصول	Compet	-۰/۰۷۵۵	۰/۰۱۱۷	-۶/۴۵۷۱	۰/۰۰۰۰	۲/۷۸۸۸
راهبرد تنوع‌بخشی× رقابت در بازار محصول	DIV×Compet	۰/۰۷۴۱	۰/۰۱۳۲	۵/۶۱۰۳	۰/۰۰۰۰	۲/۸۲۴۶
اندازه گروه تجاری	SizeG	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۲	۲/۲۰۰۳	۰/۰۲۸۴	۱/۵۱۹۵
سن گروه تجاری	AgeG	۰/۰۰۷۸	۰/۰۰۰۹	۸/۶۰۵۵	۰/۰۰۰۰	۱/۱۶۹۰
اندازه بازار سرمایه داخلی	ICM	۰/۰۰۰۵	۸/۰۵۱۹	۶/۲۹۳۲	۰/۰۰۰۰	۱/۶۵۰۲
انباشت وجه نقد گروه تجاری	CashG	-۰/۰۰۱۱	۰/۰۰۳۷	-۰/۳۰۲۲	۰/۷۶۲۶	۱/۱۰۰۶
ضریب تعیین	۰/۳۴۹۳		آماره اف		۲۳/۳۵۵	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۳۴۳		احتمال آماره اف		۰/۰۰۰۰	
آماره دوربین‌واتسون	۲/۰۰۵					

منبع: یافته‌های پژوهش

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1402.15.57.5.0]

همان‌طور که در جدول (۸) مشخص است فرضیه سوم با اضافه نمودن عامل تعاملی راهبرد تنوع‌بخشی و رقابت در بازار محصول به مدل رگرسیونی آزمون شده است. در راستای تفسیر نقش تعدیل‌گری، اگر علامت متغیر تعاملی در مدل تعاملی هم‌راستا با متغیر مستقل در مدل رگرسیونی فرضیه اصلی پژوهش باشد، متغیر تعدیل‌گر رابطه بین متغیر مستقل و وابسته را تقویت می‌کند؛ در غیر این صورت رابطه یادشده را به شکل منفی تعدیل می‌کند (فرجی، سجادپور، رفیعی و برجی، ۱۳۹۹). بر این اساس ضروری است که نتایج برآورد مدل فرضیه سوم در سه بخش تفسیر شود. بخش نخست، مربوط به تأثیر راهبرد تنوع‌بخشی بر کارایی تخصیص منابع داخلی است. همان‌طور که مشاهده می‌شود راهبرد تنوع‌بخشی تأثیر منفی و معنادار بر کارایی تخصیص منابع داخلی گروه‌های تجاری دارد. بخش دوم مربوط به تأثیر رقابت در بازار محصول بر کارایی تخصیص منابع داخلی است. همان‌طور که قبلاً بیان شد در این پژوهش برای سنجش رقابت در بازار محصول از شاخص هرفیندال- هریشمن استفاده شده است و هر چه این شاخص کمتر باشد نشان‌دهنده رقابت بیشتر است. بنابراین ضرورت دارد که تفسیر نتایج نیز با در نظر گرفتن این نکته انجام گیرد. بر این اساس، مشاهده می‌شود که ضریب شاخص هرفیندال- هریشمن منفی و معنادار است بنابراین منطقی است که بین این شاخص و کارایی تخصیص منابع داخلی رابطه منفی وجود داشته باشد. این رابطه منفی به این معنا است که هر چه شاخص هرفیندال هریشمن کمتر (سطح رقابت بیشتر) باشد، کارایی تخصیص منابع داخلی بهتر خواهد شد. بخش سوم تفسیر، مربوط به تأثیر رقابت در بازار محصول از طریق اثر تعاملی این متغیر با راهبرد تنوع‌بخشی بر کارایی تخصیص منابع داخلی است. مشاهده می‌شود که ضریب متغیر تعاملی راهبرد تنوع‌بخشی و رقابت در بازار محصول مثبت و معنادار است. با توجه به اینکه ضریب متغیر راهبرد تنوع‌بخشی در فرضیه اول منفی بوده و همچنین با توجه به اینکه شاخص محاسبه شده رقابت (شاخص هرفیندال- هریشمن) معیار معکوسی برای سطح رقابت است، بنابراین مثبت و معنادار بودن متغیر تعاملی نشان‌دهنده این است که رقابت در بازار محصول شدت رابطه راهبرد تنوع‌بخشی و کارایی تخصیص منابع داخلی گروه‌های تجاری را تضعیف می‌کند.

در جدول (۹) نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی چهارم پژوهش ارائه شده است.

جدول (۹): نتایج برآورد مدل فرضیه چهارم پژوهش

$$ICMOE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{it} + \beta_2 Compet_{it} + \beta_3 DIV_{it} \times Compet_{it} + \beta_4 SizeG_{it} + \beta_5 AgeG_{it} + \beta_6 ICM_{it} + \beta_7 CashG_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح خطا	VIF
عرض از مبدأ	β۰	-۰/۰۴۰۹	۰/۰۰۵۲	-۷/۷۷۱۲	۰/۰۰۰۰	-
راهبرد تنوع‌بخشی	DIV	-۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۰۵	-۱/۴۵۲۸	۰/۱۴۷۲	۱/۲۴۰۷
رقابت در بازار محصول	Compet	-۰/۰۷۵۵	۰/۰۱۱۷	-۶/۴۵۷۱	۰/۰۰۰۰	۲/۷۸۸۸
راهبرد تنوع‌بخشی× رقابت در بازار محصول	DIV×Compet	۰/۰۷۴۱	۰/۰۱۳۲	۵/۶۱۰۳	۰/۰۰۰۰	۲/۸۲۴۶
اندازه گروه تجاری	SizeG	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۲	۲/۲۰۰۳	۰/۰۲۸۴	۱/۵۱۹۵
سن گروه تجاری	AgeG	۰/۰۰۷۸	۰/۰۰۰۹	۸/۶۰۵۵	۰/۰۰۰۰	۱/۱۶۹۰
اندازه بازار سرمایه داخلی	ICM	۰/۰۰۰۵	۸/۰۵۱۹	۶/۲۹۳۲	۰/۰۰۰۰	۱/۶۵۰۲
انباشت وجه نقد گروه تجاری	CashG	-۰/۰۰۱۱	۰/۰۰۳۷	-۰/۳۰۲۲	۰/۷۶۲۶	۱/۱۰۰۶
ضریب تعیین	۰/۶۷۱۲		آماره اف		۱۰۸/۱۹	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۶۵۰		احتمال آماره اف		۰/۰۰۰۰	
آماره دوربین‌واتسون	۱/۹۰					

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌طور که در جدول (۹) مشخص است فرضیه چهارم با اضافه نمودن عامل تعاملی راهبرد تنوع‌بخشی و رقابت در بازار محصول به مدل رگرسیونی آزمون شده است. مشاهده می‌شود که ضریب متغیر تعاملی راهبرد تنوع‌بخشی و رقابت در بازار محصول مثبت و معنادار است. با توجه به اینکه ضریب متغیر راهبرد تنوع‌بخشی در فرضیه دوم منفی بوده و همچنین با توجه به اینکه شاخص محاسبه شده رقابت (شاخص هرفیندال- هریشمن) معیار معکوسی برای سطح رقابت است، بنابراین مثبت و معنادار بودن متغیر تعاملی نشان‌دهنده این است که رقابت در بازار محصول شدت رابطه راهبرد تنوع‌بخشی و کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری را تضعیف می‌کند.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1402.15.57.5.0]

بحث و نتیجه‌گیری

با توجه به نقش کلیدی راهبرد تنوع‌بخشی در رفتار استراتژیک شرکت‌ها، مطالعات در این زمینه بیانگر نتایج متفاوتی است. از یک‌سو، در برخی از این پژوهش‌ها، یکی از مهم‌ترین انگیزه‌های تنوع‌بخشی، ایجاد و دسترسی به بازارهای سرمایه داخلی است و از تخصیص بهینه منابع داخلی به‌عنوان یکی از مزایای این بازارها یاد شده است. در سوی دیگر، بر تخصیص ناکارآمد منابع در بازارهای سرمایه داخلی تأکید شده است و در پاسخ به علل و چرایی این موضوع از نارسایی‌ها و مشکلات نمایندگی ناشی از تخصیص‌های داخلی به‌عنوان عوامل مهم در این زمینه یاد شده است. با این حال، آنچه باید به آن اشاره کرد این است که در بسیاری از این مطالعات، تنوع‌بخشی شرکت‌های مستقل مورد بررسی بوده و تا حدودی کارکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در شرایط اتخاذ راهبرد تنوع‌بخشی مورد غفلت قرار گرفته است. بر این اساس، در این پژوهش تلاش گردید تا کارایی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در تخصیص منابع داخلی و عملکرد در شرایط اتخاذ راهبرد تنوع‌بخشی مورد بررسی قرار گیرد.

نتایج آزمون فرضیه اول نشان داد که راهبرد تنوع‌بخشی بر کارایی تخصیص منابع داخلی گروه‌های تجاری تأثیر منفی و معناداری دارد. شاید بتوان این نتیجه را از منظر تئوری نمایندگی این‌گونه تفسیر کرد که افزایش تنوع‌بخشی، تفاوت بین حقوق مالکیت و کنترل را افزایش می‌دهد و به علت تأثیر بیشتر حق کنترلی بر حق مالکیت، تضاد نمایندگی بین سهامداران کنترلی و اقلیت افزایش می‌یابد. در چنین شرایطی، تخصیص منابع داخلی در گروه‌های تجاری در راستای منافع شخصی سهامداران کنترلی انجام می‌پذیرد. ازاین‌رو، مطابق مبانی نظری پژوهش می‌توان ادعا کرد که تشدید مسئله نمایندگی بین سهامداران کنترلی و اقلیت در شرایط اتخاذ راهبرد تنوع‌بخشی موجب می‌شود که کارکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در تخصیص منابع تحت تأثیر منفعت‌طلبی شخصی سهامداران کنترلی قرار گیرد؛ به‌گونه‌ای که علیرغم دسترسی بیشتر به منابع مالی داخلی به‌واسطه بازارهای سرمایه داخلی، این منابع به‌صورت ناکارآمد تخصیص می‌یابد (یعنی تخصیص منابع به فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیف در داخل گروه). این یافته‌ها، هم‌راستا با یافته‌های پژوهش‌های برتراند و همکاران (۲۰۰۲) فریس و همکاران (۲۰۰۳) پورکایاستا و همکاران (۲۰۲۲) است که بیان می‌دارند راهبرد تنوع‌بخشی گروه‌های تجاری، تمایل مالکان کنترل‌کننده به تونل‌زنی را افزایش می‌دهد.

نتایج آزمون فرضیه دوم نشان داد که راهبرد تنوع‌بخشی بر کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری تأثیر منفی و معناداری دارد. این نتیجه شواهدی برای تطبیق تئوری نمایندگی ارائه می‌کند، به این معنا که تضاد منافع بین گروه‌های ذینفع (سهامداران کنترلی و اقلیت، سهامداران کنترلی و مدیران شرکت‌های تابعه گروه) در شرایط اتخاذ راهبرد تنوع‌بخشی افزایش می‌یابد. از یک‌سو، سهامداران کنترلی با متمرکز کردن برخی نقش‌های حیاتی در دفتر مرکزی گروه، نقش مهمی در یک گروه تجاری ایفا می‌کنند، این امر ممکن است موجب گسترش توجه مدیریتی سهامداران کنترلی به برخی از کارکردهای حیاتی شرکت‌های تابعه شود. در چنین شرایطی، مالک کنترل‌کننده قادر به پیش‌بینی و کنترل رفتار غیرقابل مشاهده (به دلیل خطر اخلاقی یا انتخاب نامطلوب) نماینده خود (یا مدیران حرفه‌ای یا مدیریت شرکت‌های تابعه) نیست. فقدان نظارت کافی، موجب هزینه‌های نمایندگی بین سهامدار کنترلی و نماینده (مدیران شرکت‌های تابعه) می‌شود و نتیجه‌ی آن تضعیف کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری خواهد بود. افزون بر این، از آنجایی که ممکن است در شرایط اتخاذ راهبرد تنوع‌بخشی، نظارت بر مدیران شرکت‌های تابعه برای سهامدار کنترل‌کننده دشوار یا پرهزینه باشد، این مدیران احتمالاً انگیزه‌های ضعیف‌تری برای انجام کار خواهند داشت و به‌نوبه‌ی خود بر عملکرد شرکت‌های تابعه گروه‌های تجاری تأثیر منفی می‌گذارد. این نتایج هم‌راستا با پژوهش‌های کومار و همکاران (۲۰۱۲) گلاسر و همکاران (۲۰۱۳) کولی و کاپلان (۲۰۱۶) و پورکایاستا و همکاران (۲۰۲۲) مبنی بر تشدید مسئله نمایندگی بین سهامداران کنترلی و مدیران شرکت‌های تابعه در شرایط اتخاذ راهبرد تنوع‌بخشی است.

نتایج آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم نشان داد که رقابت در بازار محصول، رابطه راهبرد تنوع‌بخشی با کارایی تخصیص منابع داخلی و کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری را تضعیف می‌کند. به بیان دیگر، هر چه بازار محصول رقابتی‌تر باشد، تأثیر منفی تنوع‌بخشی بر کارایی تخصیص منابع داخلی و کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1402.15.57.5.0]

تجاری کم‌تر است. شاید بتوان یکی از دلایل این نتیجه را نقش مثبت رقابت در بازار محصول در کاهش مشکلات نمایندگی دانست. افزون بر این، همان‌طور که در مبانی نظری پژوهش بیان گردید، اتخاذ راهبرد تنوع‌بخشی در گروه‌های تجاری، موجب شکل‌گیری و تشدید مسئله نمایندگی بین گروه‌های ذینفع در گروه می‌شود و این موضوع می‌تواند پیامدهای اقتصادی نامطلوب به دنبال داشته باشد. در چنین شرایطی، رقابت در بازار محصول به‌عنوان یک سازوکار کنترلی از طریق کاهش منافع خصوصی ناشی از سلب مالکیت سهامداران اقلیت توسط سهامداران کنترلی، کاهش ناهمسویی هدف بین مدیران و مالکان کنترلی، کاهش احتمال تونل‌زنی منابع توسط سهامداران کنترلی به جهت اجتناب از خطر انحلال و افزایش تلاش مدیران شرکت‌های تابعه برای مقابله با اثر انحلال، منجر به اتخاذ تصمیمات بهینه (از قبیل تخصیص کارای منابع داخلی) و بهبود عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری می‌شود. زیرا عدم موفقیت در این زمینه می‌تواند موجب به خطر افتادن منافع آنان شود. این نتایج را می‌توان هم‌راستا با یافته‌های پژوهش‌های فریس و همکاران (۲۰۰۳)، لین (۲۰۱۱) و پورکایاستا و همکاران (۲۰۲۲) مبنی بر معرفی رقابت در بازار محصول به‌عنوان ابزار مؤثر برای حل مشکلات نمایندگی و بهبود راهبری شرکت دانست که موجب کاهش منافع خصوصی کنترل ناشی از سلب مالکیت سهامداران اقلیت، کاهش ناهمسویی منافع مدیران شرکت‌های تابعه و مالکان و افزایش تمرکز و تلاش مدیران شرکت‌های تابعه برای بهبود عملکرد واحدهای تحت مدیریت می‌شود.

با توجه به نتایج پژوهش حاضر پیشنهادهای کاربردی به شرح زیر ارائه می‌گردد.

با توجه نتایج آزمون فرضیه‌های اول و دوم مبنی بر تأثیر منفی راهبرد تنوع‌بخشی بر کارایی تخصیص منابع داخلی و کارایی عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری، به مدیران عالی پیشنهاد می‌شود در صورت تمایل به اتخاذ استراتژی تنوع‌بخشی، به‌صورت راهبردی عمل نمایند؛ یعنی، با سنجش موقعیت فعلی، نقاط قوت- ضعف و فرصت- تهدید، چنانچه تنوع‌بخشی برای رسیدن به اهداف گروه مناسب تشخیص داده شد، اقدام به تنوع‌بخشی نمایند. همچنین، با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در زمینه تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری در گروه‌های تجاری، به رقابت در بازار محصول به‌عنوان یکی از سازوکارهای نظارتی که می‌تواند به کاهش پیامدهای نامطلوب راهبرد تنوع‌بخشی در گروه‌های تجاری کمک نماید، توجه داشته باشند. توجه به این موضوع از آن جهت می‌تواند حائز اهمیت باشد که رقابت در بازار محصول به‌عنوان سازوکار نظارتی مؤثر موجب کاهش مشکلات نمایندگی بین گروه‌های ذینفع اعم از سهامداران کنترلی و اقلیت، مدیران شرکت اصلی و شرکت‌های تابعه گروه‌های تجاری می‌شود و در نتیجه انگیزه مدیران و سهامداران کنترلی برای تلاش در جهت بهبود عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری و اتخاذ تصمیمات بهینه را افزایش می‌دهد، لذا این موارد را در تصمیم‌گیری‌های خود لحاظ کنند.

برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود تأثیر چرخه تجاری بر انتخاب استراتژی تنوع‌بخشی گروه‌های تجاری را مورد بررسی قرار دهند. در واقع پیشنهاد می‌شود در راستای پاسخ به این پرسش که آیا تغییرات چرخه‌های تجاری در مقاطع زمانی مختلف اقتصاد بر انتخاب استراتژی تنوع‌بخشی گروه‌های تجاری تأثیر دارد یا خیر، پژوهشی انجام گیرد. همچنین پیشنهاد می‌شود تأثیر کیفیت نهادی بر رابطه بین راهبرد تنوع‌بخشی و کارایی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری مورد بررسی قرار گیرد. این موضوع از آن جهت می‌تواند حائز اهمیت باشد که دیدگاه گسترده نشان می‌دهد با بهبود کیفیت نهادی در یک اقتصاد، گروه‌های تجاری از ایفای نقش سازوکارهای جایگزین بازار بهره‌مند نخواهند شد؛ ازاین‌رو، ممکن است با ظهور یا بهبود کیفیت نهادی، کارایی و عملکرد بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری متنوع دستخوش تغییرات شود.

منابع

احمدپور احمد؛ و مریم فرمانبردار. (۱۳۹۴). بررسی ارتباط بین افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و رقابت بازار محصول. **فصلنامه حسابداری مالی** ۱۷ (۲۶): ۱۲۴-۱۰۳.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1402.15.57.5.0]

انوری رستمی، علی‌اصغر؛ حسین اعتمادی و مرضیه موحد مجد. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر ساختار رقابتی بازار محصول بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **فصلنامه مدیریت دارایی و تأمین مالی** ۱(۲): ۱-۱۸.

پورحیدری، امید؛ و محمدحسن فدوی. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر تنوع فعالیت گروه‌های تجاری و نوع صنعت بر بدهی‌های درون‌گروهی. پژوهش‌های تجربی حسابداری ۴(۳): ۸۳-۶۹.

جرگونی، فاطمه؛ سیدکاظم ابراهیمی؛ محمد امری اسرمی و فاطمه جلالی. (۱۴۰۱). نقش تعدیل‌کننده رقابت بازار محصول بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی با عملکرد عملیاتی. **مجله حسابداری، حسابرسی و تأمین مالی در محیط‌های اسلامی** ۱(۲): ۱۹۰-۱۵۸.

خدامی‌پور احمد؛ و یونس بزرایی. (۱۳۹۲). بررسی عوامل حاکمیتی مؤثر بر کیفیت افشا و تأثیر رقابت بازار بر رابطه‌ی بین آن‌ها. **فصلنامه حسابداری مالی** ۵ (۲۰):۴۱-۲۲.

دادبه، فاطمه؛ و زهرا میرزایی گودرزی. (۱۴۰۰). تأثیر دوگانگی وظایف مدیرعامل بر رابطه بین متنوع‌سازی جغرافیایی و عملکرد شرکت. **چشم‌انداز حسابداری و مدیریت** ۴(۳۹): ۵۲-۳۹.

دارابی، علی؛ و فاطمه دادبه. (۱۳۹۹). تأثیر متنوع سازی تجاری بر عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **چشم‌انداز حسابداری و مدیریت** ۳(۳۷): ۷۶-۵۴.

فرجی، امید؛ رضا سجادپور؛ مرتضی رفیعی و پریسا برجی. (۱۳۹۹). قابلیت مقایسهٔ صورت‌های مالی، رقابت بازار محصول و اجتناب مالیاتی. **پژوهش‌های حسابداری مالی** ۱۲(۳): ۲۳-۴۴.

کرمی طالقانی، فرامرز؛ محمدرضا وطن‌پرست؛ جواد رضازاده و آزادی، کیهان. (۱۴۰۱). تمرکز سازمانی و کارایی بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های تجاری در تخصیص منابع و عملکرد با تأکید بر نقش تعدیلی عدم اطمینان محیطی. **پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی** ۱۱(۲)، ۳۲۱-۳۶۲.

محمدی رمضانی، محمدرضا؛ فرزین رضایی و حسین کاظمی. (۱۴۰۱). ارزیابی تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر رابطه رقابت بازار محصول با عملکرد مدیریت. **پژوهش‌های تجربی حسابداری** ۱۲(۲): ۱۵۱-۱۷۴.

نمازی محمد؛ غلامرضا رضایی و علیرضا ممتازیان. (۱۳۹۳). رقابت در بازار محصول و کیفیت اطلاعات حسابداری. **پیشرفت‌های حسابداری** ۶(۲): ۱۶۶-۱۳۱.

واعظ، سیدعلی؛ محمدحسین قلمبر و نسرین قنواتی. (۱۳۹۳). بررسی اثر رقابت بالفعل و بالقوه بازار محصول بر سطح کیفیت افشای شرکت‌های بورسی با بهره‌گیری از تکنیک تحلیل عاملی روی متغیرهای رقابت. **راهبرد مدیریت مالی** ۲(۷): ۱۱۲-۹۱.

یوسف‌زاده، زهرا؛ غلامرضا منصورفر و فرزاد غیور. (۱۴۰۰). تأثیر استراتژی‌های متنوع‌سازی بر عملکرد موجودی کالا. **مطالعات تجربی حسابداری مالی** ۱۸(۷۱): ۱۴۲-۱۱۳.

Amihud, Y., & B. Lev. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. **Bell Journal of Economics** 12: 605–617.

Bamiatzi, V., S.T. Cavusgil, L. Jabbour & R.R. Sinkovics. (2014). Does business group affiliation help firms achieve superior performance during industrial downturns? An empirical examination. **International Business Review** 23:195–211.

Bertrand, M., P. Mehta & S. Mullainathan, S. (2002). Ferreting out tunneling: An application to Indian business groups. **Quarterly Journal of Economics** 117(1): 121-48.

Boubaker, S., R. Manita & W. Rouatbi, W. (2021). Large shareholders, control contestability and firm productive efficiency. **Annals of Operations Research** 296: 591-614.

Chakrabarti, R., W. Megginson & P.K. Yadav. (2008). Corporate governance in India. **The Journal of Applied Corporate Finance** 20(1): 59–72.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1402.15.57.5.0]

Cheng, J.C., & R.S. Wu. (2018). Internal capital market efficiency and the diversification discount: The role of financial statement comparability. **Journal of Business Finance & Accounting**, 45(5-6): 572-603.

Cheng, P., P. Man & C.H. Yi. (2013). The impact of product market competition on earnings quality. **Accounting and Finance** 53: 137-162.

Chittoor, R., P. Kale & P. Puranam. (2015). Business groups in developing capital markets: Towards a complementarity perspective. **Strategic Management Journal** 36(9): 1277–1296.

Colli, A., & A.M. Colpan. (2016). Business groups and corporate governance: Review, synthesis, and extension. Corporate Governance: **An International Review** 24(3): 274–302.

Cui, Z., X. Meng, X. Wang & K. Wang. (2019). Diversified Investment Strategy and the Operation of Internal Capital Market: The Moderating Effect of Corporate Governance Mechanism. **IEEE Access** 7: 51665-51680.

Denis, D.J., D.K. Denis & A. Sarin. (1997). Agency problems, equity ownership, and corporate diversification. **Journal of Finance** 52: 135–160.

Dyck, A., & L. Zingales. (2004). Private benefits of control: An international comparison. **The Journal of Finance** 59(2): 537–600.

Elango, B., C. Pattnaik & J.R. Wieland. (2016). Do business group characteristics matter? An exploration on the drivers of performance variation. **Journal of Business Research** 69(9): 3205–3212.

Ellouze, D., & K. Mnasri. (2020). Business group diversification, financial constraints and firm performance: the case of Tunisian group affiliated firms. **Journal of Management and Governance** 24(1): 273-301.

Ferris, S.P., K.A. Kim & P. Kitsabunnarat. (2003). The costs (and benefits?) of diversified business groups: The case of Korean chaebols. **Journal of Banking & Finance** 27(2): 251–273.

Giroud, X., & H.M. Mueller. (2011). Corporate governance, product market competition, and equity prices. **The Journal of Finance** 66(2): 563-600.

Glaser, M., F. Lopez-De-Silanes & Z. Sautner. (2013). Opening the Black Box: Internal capital markets and managerial power. **The Journal of Finance** 68(4): 1577–1631.

Guadalupe, M., & F. Pérez-González. (2010, October). Competition and private benefits of control. **In AFA 2007 Chicago Meetings Paper**.

Guo, X., S. Chen, W. Yu C. & Liu. (2022). Product market competition and controlling shareholders' tunneling: Evidence from China. **Managerial and Decision Economics** 43(8): 3820-3832.

Jensen, M.C., & K. Murphy. (1990). Performance pays and top management incentives. **Journal of Political Economy** 98: 225-263.

Kali, R., & J. Sarkar. (2011). Diversification and tunneling: Evidence from Indian business groups. **Journal of Comparative Economics** 39(3): 349-367.

Karabag, S.F., & C. Berggren. (2014). Antecedents of firm performance in emerging economies: Business groups, strategy, industry structure, and state support. **Journal of Business Research** 67(10): 2212-2223.

Khanna, T., & K. Palepu. (2000). Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups. **Journal of finance** 55: 867–891.

Kim, D., & T. Sung. (2012). Efficiency of internal capital market under a controlling-minority-shareholder structure. **Applied Economics Letters** 19(18): 1889-1892.

Kim, Y.H., & B. Li. (2015). **Internal capital market inefficiency across legal origins**: international evidence.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1402.15.57.5.0]

Kostova, T., V. Marano & S. Tallman. (2016). Headquarters–subsidiary relationships in MNCs: Fifty years of evolving research. **Journal of World Business** 51(1): 176–184.

Kumar, V., A.S. Gaur & C. Pattnaik. (2012). Product diversification and international expansion of business groups. **Management International Review** 52(2): 175-192.

Lin, C.P., & C.M. Chuang. (2011). Principal-principal conflicts and IPO pricing in an emerging economy. Corporate Governance: **An International Review** 19(6): 585–600.

Luo, Y., & R.L. Tung. (2018). A general theory of springboard MNEs. **Journal of International Business Studies** 49(2): 129–152.

Maksimovic, V., & G. Phillips. (2002). Do conglomerate firms allocate resources inefficiently across industries? Theory and evidence. **Journal of Finance** 57 (2): 721-767.

Manikandan, K.S., & J. Ramachandran. (2015). Beyond institutional voids: Business groups, incomplete markets, and organizational form. **Strategic Management Journal** 36 (4):598-617.

Markides, C.C., & P.J. Williamson. (1996). Corporate diversification and organizational structure: A resource-based view. **Academy of Management journal** 39(2): 340-367.

Martin, J.D., & A. Sayrak. (2003). Corporate diversification and shareholder value: a survey of recent literature. **Journal of Corporate Finance** 9(1):37-57.

Mathews, J.A. (2006). Dragon multinationals: New players in 21st century globalization. **Asia Pacific Journal of Management** 23(1): 5–27.

McAfee, R.P., & J. McMillan. (1995). Organizational diseconomies of scale. **Journal of Economics and Management Strategy**, 4(3): 399–426.

Miller, G.J., & R.W. Smith. (1993). **Managerial dilemmas: The political economy of hierarchy**. New York, NY: Cambridge University Press.

Poczter, S. (2018). Business groups in emerging markets: A survey and analysis. **Emerging Markets Finance and Trade** 54(5): 1150–1182.

Purkayastha, A., C. Pattnaik & A.A. Pathak. (2022). Agency conflict in diversified business groups and performance of affiliated firms in India: Contingent effect of external constraint and internal governance. **European Management Journal** 40(2): 283-294.

Ramaswamy, K., S. Purkayastha & B.S. Petitt. (2017). How do institutional transitions impact the efficacy of related and unrelated diversification strategies used by business groups? **Journal of Business Research** 72: 1-13.

Ren, H.Y., C.C. Hsu, G.F. Feng, J. Jia & W.C.Tsai. (2021). The impacts of internal capital allocation efficiency on R&D investments: evidence from China. **Applied Economics Letters** 28(14): 1195-1201.

Rodriguez, R.R., J.J.A. Saiz & A.O. Bas. (2009). Quantitative relationships between key performance indicators for supporting decision-making processes. **Computers in Industry** 60(2): 104-113.

Sanan, N.K., D. Jaisinghani & S. Yadav. (2021). Corporate governance, firm performance, and business group affiliation: evidence from India. **Management Decision** 59(8): 1863-1876.

Scharfstein, D., & J. Stein. (2000). The dark side of internal capital markets: Divisional rent-seeking and inefficient investment. **Journal of Finance** 55 (6): 2537-2564.

Shyu, J. (2013). Ownership structure, capital structure, and performance of group affiliation: Evidence from Taiwanese group-affiliated firms. **Managerial Finance** 39(4): 404-420.

Staglianò, R., M. La Rocca & T. La Rocca. (2014). Agency problems, efficient internal capital market and unrelated diversification: **empirical evidence from Italy**.

Van Der Molen, R. (2005). **Capital allocation in Indian business groups**. Who benefits, who loses? Who Benefits, Who Loses.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1402.15.57.5.0]

Vitkova, V., S. Tian & S. Sudarsanam. (2023). Allocative efficiency of internal capital markets: Evidence from equity carve-outs by diversified firms. **International Review of Financial Analysis**, 102500.

Wang, F.J., & Z.H. Xie. (2010).The Modification and Verification of Empirical Model to Measure Internal Capital Market Efficiency. **Accounting Research** 8: 42–48.

Wang, Y.Y. (2023). Corporate diversification, investment efficiency and the business cycle. **Journal of Corporate Finance**, 78: 102353.

Zhao, J., M. Wang & Q. He. (2022). Cash holdings, the internal capital market, and capital allocation efficiency in listed companies. **Economic Research-Ekonomska Istraživanja**: 1-18.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1402.15.57.5.0]