

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی  
سال ششم، شماره چهارم، شماره پیاپی (۲۲)، زمستان ۱۳۹۳  
تاریخ وصول: ۱۳۹۲/۳/۹  
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۳/۵/۱۴  
صص: ۸۹-۱۰۸

## رابطه بین عضویت در گروه‌های تجاری و بازده سهام

مهدی مرادی<sup>۱\*</sup>، مصطفی دلداری<sup>\*\*</sup>، مجتبی محمدپور<sup>\*\*\*</sup>

\* دانشیار حسابداری، دانشگاه فردوسی مشهد

mhi\_moradi@um.ac.ir

\*\* دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه تهران

mostafa.deldar2152@gmail.com

\*\*\* دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مشهد

mohammadpour.am66@yahoo.com

### چکیده

هدف اصلی این پژوهش، بررسی رابطه بین عضویت در گروه‌های تجاری و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه این پژوهش با استفاده از داده‌های تجمعی شامل ۱۳۹۴ مشاهده سال - شرکت مربوط به ۱۴۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۹۰ است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل بیشتر است. همچنین، نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با سایر گروه‌های تجاری، نرخ افزایش سطح عدم تقارن اطلاعاتی، نرخ بازده سهام شرکت‌ها کاهش می‌یابد. همچنین، با افزایش سطح وابستگی مالی خارجی، نرخ بازده سهام شرکت‌ها بالاتر می‌رود. نتایج این مطالعه نشان داد که نرخ بازده سهام شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل و نرخ بازده سهام شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با سایر گروه‌ها حساسیت کمتری به عدم تقارن اطلاعاتی خود نشان می‌دهند. همچنین، نرخ بازده سهام شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل و نرخ بازده سهام شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با سایر گروه‌ها، در برابر میزان وابستگی مالی خارجی حساسیتی از خود نشان نمی‌دهد. علاوه بر این، نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که در بورس اوراق بهادار تهران، ارتباط معناداری بین عمر شرکت‌ها با بازده سهام وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی: بازده سهام، گروه‌های تجاری، عدم تقارن اطلاعاتی، وابستگی مالی خارجی.

## مقدمه

عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی عوامل تعیین‌کننده‌ای در میزان سود تقسیمی شرکت‌ها هستند [۲۴]. شرکت‌ها هنگامی که با مشکل عدم تقارن اطلاعاتی مواجه می‌شوند، درصد پرداخت سود خود را به‌منظور کاهش میزان عدم تقارن اطلاعاتی و همچنین، به‌عنوان پیامی از سودآوری و شفافیت خود بالا می‌برند [۴]. همچنین، شرکت‌هایی که به‌طور نسبی کمتر به بازار سرمایه خارجی (تأمین مالی خارجی) وابسته هستند، به دلیل داشتن منابع مالی بیشتر، ممکن است قادر به پرداخت سود سهام دائمی باشند و یا از سود سهام بالا حمایت کنند. پرداخت سود سهام دائمی و یا افزایش پرداخت سود می‌تواند این پیام را به بازار انتقال دهد که شرکت وضعیت مالی باثباتی داشته و دارای ریسک تجاری پایین‌تری است و این امر در نهایت ممکن است باعث افزایش ارزش بازار سهام آن شرکت شود [۲]. استمرار در پرداخت سود سهام (و یا افزایش پرداخت سود) و افزایش ارزش بازار سهام می‌تواند اثر مثبتی بر نرخ بازده سهام شرکت‌ها بگذارد.

پژوهش حاضر با در نظر گرفتن دو مسأله عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی به بررسی رابطه بین عضویت در گروه‌های تجاری و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. گروه‌های تجاری یک پدیده عمومی در کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه است و به مجموعه‌ای از شرکت‌های قانونی اطلاق می‌شوند که دارای شخصیت حقوقی مستقل؛ اما دارای شخصیت گزارشگری واحد هستند و در بازارهای مختلف فعالیت کرده و از نظر مالی تحت کنترل مشترک‌اند [۴]. از نظر قانونی گروه تجاری در

استانداردهای حسابداری ایران تعریف شده است. بند ۴ استاندارد شماره ۱۸، گروه تجاری را به‌عنوان «واحد تجاری اصلی» و «واحدهای فرعی» آن تعریف می‌کند. در تعریف گروه تجاری از دو واژه «واحد تجاری اصلی» و «واحد تجاری فرعی» استفاده شده است. بند ۴ استاندارد ۱۸ و بند ۹ استاندارد ۱۹، «واحد تجاری اصلی» را به‌عنوان یک واحد تجاری که دارای یک یا چند واحد فرعی است و «واحد تجاری فرعی» را به‌عنوان یک واحد تجاری که تحت کنترل واحد تجاری دیگری (واحد تجاری اصلی) است، تعریف می‌کند [۱۳].

گروه‌های تجاری میزان عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی را کاهش می‌دهند [۲۷]. هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی بالاست، برای شرکت‌ها بسیار گران خواهد بود منابع مالی خارجی خود را بالا ببرند. لذا، شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری تمایل دارند راهبرد متنوعی را اتخاذ کنند و همچنین، یک بازار سرمایه داخلی ایجاد کنند تا از این طریق بتوانند مشکل عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی را از پیش‌رو بردارند [۲].

بنابراین، این مسأله را می‌توان مطرح کرد که شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل به‌طور نسبی کمتر به بازار سرمایه خارجی وابسته هستند و ممکن است قادر به پرداخت سود سهام دائمی (استمرار در پرداخت سود سهام) باشند و یا از سود سهام بالا حمایت کنند. پرداخت سود سهام دائمی و یا افزایش پرداخت سود می‌تواند این پیام را به بازار برساند که شرکت وضعیت مالی خوب و باثباتی داشته، دارای ریسک تجاری پایین‌تری است و این ممکن است باعث شود که ارزش بازار سهام آن شرکت افزایش یابد. افزایش

کسب بازده از طریق سود نقدی  
کسب بازده از طریق افزایش قیمت سهام در بازار  
که خود تابعی از ریسک و بازده سهام است.  
معمولاً سود نقدی یکی از مهم‌ترین منابع بازدهی  
برای سهامداران است. علاوه بر آن، سود سهام نقدی  
به نوعی حاوی پیام خاص خود به بازار است. این  
پدیده در ادبیات مالی با عنوان اثر پیام‌رسانی یا اثر  
محتوای اطلاعاتی شناخته می‌شود [۱]. اکثر پژوهش‌ها  
بیانگر این موضوع است که اعلام و پرداخت سود  
سهام باعث افزایش بازده‌های اضافی سهام می‌شود.

تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی  
خارجی بر بازده سهام را می‌توان از طریق متغیر  
تأثیرگذار سود تقسیمی توضیح داد. در این رابطه سه  
نظریه اصلی علامت‌دهی، نظریه نمایندگی و نظریه  
سلسله مراتبی مطرح شده است. نظریه علامت‌دهی  
بر انتقال اطلاعات محرمانه به سهامداران درباره  
چشم‌انداز آتی شرکت تأکید دارد [۱۷]. طبق نظریه  
علامت‌دهی، شرکت‌ها هنگامی که با مشکل عدم  
تقارن اطلاعاتی مواجه می‌شوند، درصد پرداخت سود  
خود را به‌منظور کاهش سطح عدم تقارن اطلاعاتی و  
همچنین، به عنوان نشانه‌ای از سوددهی و کیفیت، بالا  
می‌برند [۱۵]. هزینه استفاده از سود تقسیمی به عنوان  
نشانه‌ای از کیفیت و شفافیت، ممکن است مدیران را  
مجبور کند برای تأمین منابع مالی مورد نیاز به بازار  
سرمایه رجوع کنند که این موضوع می‌تواند این پیام  
را به بازار انتقال دهد که شرکت وضعیت مالی  
مطلوبی نداشته، دارای ریسک تجاری بالاتری است و  
این ممکن است باعث شود که ارزش بازار سهام آن  
شرکت کاهش یابد. کاهش در ارزش بازار سهام یک  
شرکت می‌تواند تأثیر منفی بر روی نرخ بازده سهام  
آن شرکت بگذارد.

ارزش بازار سهام می‌تواند اثر مثبتی بر نرخ بازده  
سهام شرکت‌ها بگذارد. همچنین، نکته مهم دیگری که  
در بحث رابطه بین عضویت در گروه‌های تجاری و  
نرخ بازده سهام باید به آن توجه نمود، آن است که  
گروه‌های تجاری همگن یا یکسان نیستند و پیکره و  
ماهیت این گروه‌ها متفاوت هستند. در واقع،  
گروه‌های تجاری به دو دسته متنوع و غیرمتنوع  
تفکیک می‌شوند. لذا در این پژوهش یکی دیگر از  
مسائل مورد بررسی تأثیر تنوع‌بخشی گروه‌های  
تجاری بر نرخ بازده سهام است.

### ادبیات پژوهش

هدف مدیریت شرکت به حداکثر رساندن ارزش  
شرکت و در نتیجه، افزایش ثروت سهامداران از  
طریق فراهم آوردن بازده فراتر از بازده مورد انتظار  
آنها است [۱]. همچنین، اصلی‌ترین عاملی که هر  
سرمایه‌گذار در تصمیم‌گیری‌های خود مورد توجه  
خاص قرار می‌دهد، نرخ بازده است؛ یعنی سرمایه‌گذاران  
به دنبال پربازده‌ترین فرصت‌ها برای سرمایه‌گذاری  
مازاد منابع خود در بازارهای سرمایه هستند. یکی از  
مهم‌ترین و گسترده‌ترین تحقیقات بازارهای مالی،  
تشریح رفتار بازده سهام عادی است.

حاصل این تحقیقات، ارائه الگوهایی است که  
دستخوش حمایت‌ها و انتقادهای مختلفی بوده است.  
از طرفی، سرمایه‌گذاران همواره به دنبال ابزاری  
بوده‌اند تا بتوانند بازده سرمایه‌گذاری‌های خود را  
پیش‌بینی کنند. وجود این نیاز باعث ارائه الگوهای  
مختلفی برای پیش‌بینی بازده آینده سهام و عوامل  
مؤثر بر آن شده است. این بازدهی به صورت‌های  
مختلفی، از جمله هر یک یا ترکیبی از موارد زیر  
می‌تواند حاصل شود:

نظریه نمایندگی عمدتاً به تضاد منافع موجود بین مدیریت و مالکیت اشاره دارد. با بزرگتر شدن شرکت‌ها، مالکان اداره شرکت را به مدیران تفویض کرده‌اند. جدایی مالکیت از مدیریت، به مشکلات نمایندگی منجر می‌شود [۱۲ و ۲۲]. پرداخت سود سهام ممکن است به کاهش هزینه‌های نمایندگی و تضاد منافع کمک کند؛ به‌ویژه زمانی که شرکت‌ها با عدم تقارن اطلاعاتی مواجه هستند؛ زیرا سود سهام نقدی مدیریت را وادار می‌سازد برای تأمین مالی پروژه‌های خود، به بازار سرمایه مراجعه کند و طبعاً اطلاعات بیشتری را در اختیار بازار قرار دهد و میزان عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می‌یابد [۲۴]. بنابراین، طبق نظریه نمایندگی، شرکت‌ها هنگامی که با مشکل عدم تقارن اطلاعاتی مواجه می‌شوند، پیش‌بینی می‌شود سود پرداختی خود را افزایش می‌دهند؛ ولی از سوی دیگر با کاهش منابع داخلی مواجه می‌شوند و از آنجا که هزینه تأمین منابع خارجی به‌مراتب گران‌تر از منابع داخلی است، لذا شرکت‌ها ترجیح می‌دهند به‌جای آن از منابع داخلی استفاده کنند. کاهش در پرداخت سود یا عدم پرداخت سود می‌تواند موجب انتقال نشانه‌های منفی درباره شرکت به بازار سهام شود که این نشانه‌های منفی می‌تواند تأثیر نامطلوبی بر روی ارزش بازار سهام بگذارد. کاهش در ارزش بازار سهام شرکت می‌تواند تأثیر منفی بر روی نرخ بازده آتی سهام شرکت بگذارد.

طبق نظریه سلسله مراتبی، شرکت‌ها هنگامی که با مشکل عدم تقارن اطلاعاتی مواجه می‌شوند، سود پرداختی به سهامداران خود را کاهش می‌دهند. چون عدم تقارن اطلاعاتی، نشانه‌های منفی در ارتباط با ارزش شرکت به بازار سرمایه منتقل می‌کند. این نشانه‌های منفی نمی‌تواند تأثیر خوبی بر روی قیمت

سهام شرکت بگذارد. همچنین، اگر شرکت‌ها به منابع مالی خارجی نیاز داشته باشند، ترجیح می‌دهند سود پرداختی به سهامداران خود را کاهش دهند تا این‌که این منابع را از بازار سرمایه تأمین کنند. کاهش در سود پرداختی نمی‌تواند تأثیر مطلوبی بر روی ارزش بازار سهام شرکت و به‌طبع آن بر روی نرخ بازده سهام شرکت داشته باشد. در انطباق با تئوری سلسله مراتبی، شرکت‌ها هنگامی که با مشکل عدم تقارن اطلاعاتی مواجه می‌شوند، به دو دلیل اساسی پرداخت سود خود را کاهش می‌دهند: اول این‌که، هزینه‌های تأمین مالی خارجی با عدم تقارن اطلاعاتی بالا می‌رود، و دوم این‌که، هزینه تأمین مالی خارجی همیشه گران‌تر از تأمین مالی داخلی است [۱۸].

یکی از نظریه‌های جدید در ادبیات تقسیم سود، نظریه چرخه عمر است. طبق نظریه چرخه عمر، شرکت‌ها معمولاً در سال‌های اولیه تأسیس به دلیل وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور ترجیح می‌دهند سود کمتری بین سهامداران توزیع کنند [۱۹]. با گذشت زمان و با افزایش منابع مالی، شرکت‌ها معمولاً سود پرداختی خود به سهامداران را افزایش می‌دهند. به‌عبارتی دیگر، میزان سود تقسیمی در شرکت‌هایی که به دوران بلوغ خود رسیده‌اند، بیشتر است [۱۶]. همچنین، به نظر می‌رسد که اقبال عمومی به سهام شرکت‌های جوان‌تر به‌مراتب کمتر از سایر شرکت‌ها باشد، لذا بازار سهام این شرکت‌ها معمولاً رونق کمتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارد. بنابراین، پیش‌بینی می‌شود با افزایش عمر شرکت‌ها، نرخ بازده سهام آن‌ها نیز افزایش یابد.

گروه‌های تجاری باعث می‌شوند که میزان عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و بازار کاهش پیدا کند.

گروه‌های تجاری حساسیت کمتری به ملاحظات چرخه عمر شرکت داشته باشند. بنابراین، به نظر می‌رسد که شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ به دلیل پرداخت سود سهام بیشتر، دارای بازده بالاتری در مقایسه با سایر گروه‌ها باشند.

#### پیشینه پژوهش

کوسینیدیس [۲۳] به بررسی رابطه بین بازده سهام و سودآوری حسابداری برای نمونه‌ای از شرکت‌ها در یونان پرداخته است. این پژوهش همچنین فرضیه‌هایی مبنی بر اضافه شدن متغیرهای اندازه و چرخه عمر شرکت را برای بهبود قدرت توضیح‌دهندگی بازده سهام آزمون می‌کند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که قدرت توضیح‌دهندگی سودآوری برای بازده‌های همزمان سهام بسیار ضعیف است؛ هرچند آزمون چاو ناپایداری درخور توجهی را در طول دوره برای رابطه سودآوری و بازده نشان داد. هنگامی که رگرسیون برای در نظر گرفتن اندازه تعدیل شد، نتایج بهبود پیدا کرد و این نظریه که اندازه شرکت عامل مهمی در توضیح رابطه سودآوری و بازده است، تقویت گردید؛ هر چند نتایج به دست آمده از فرضیه وجود تفاوت بین محتوای اطلاعاتی سودآوری برای توضیح بازده سهام، با توجه به مراحل چرخه عمر شرکت حمایت نکرد.

ژانگ [۲۸] پژوهشی را با عنوان «خالص دارایی‌های عملیاتی صنعت به عنوان پیش‌بینی‌کننده بازده سهام» انجام داد. او در این پژوهش به بررسی این موضوع پرداخت که آیا بازده‌های غیرعادی ناشی از طرز تفکر خاص واحد تجاری است یا ناشی از اقلام تعهدی و خالص دارایی‌های عملیاتی صنعت.

نتایج پژوهش نشان داد که رابطه منفی بین خالص دارایی‌های عملیاتی صنعت و خالص دارایی‌های

همچنین، این گروه‌ها ممکن است قادر به ایجاد بازارهای سرمایه داخلی باشند تا از این طریق بتوانند مسأله عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی را از پیش‌رو بردارند [۲۱]. بنابراین، به نظر می‌رسد که شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در قیاس با شرکت‌های مستقل، به‌طور نسبی وابستگی کمتری به بازار سرمایه خارجی داشته باشند و ممکن است قادر به پرداخت سود سهام دائمی باشند و یا از سود سهام بالا حمایت کنند. پرداخت سود سهام دائمی و یا افزایش پرداخت سود می‌تواند موجب انتقال نشانه‌های مثبت درباره شرکت به بازار سرمایه شود و این نشانه‌های مثبت می‌تواند تأثیر مطلوب و مثبتی روی ارزش و نرخ بازده شرکت داشته باشد. در واقع، شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل، با پرداخت سود سهام دائمی و یا سود سهام بالاتر می‌توانند بازده بالاتری نیز برای سهامداران خود ایجاد کنند.

همچنین، گروه‌های تجاری متنوع در مقایسه با سایر گروه‌های تجاری، با ایجاد یک بازار سرمایه داخلی متنوع‌تر، کمتر در معرض عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی قرار می‌گیرند. در واقع، تنوع و گستردگی گروه‌های تجاری متنوع، سبب شده است تا این گروه‌ها در مقایسه با گروه‌های تجاری غیرمتنوع، کمتر در معرض عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی قرار گیرند و سود سهام بالاتری به سهامداران خود بپردازند. همچنین، بازارهای سرمایه داخلی در گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با گروه‌های غیرمتنوع از ثبات و پایداری بیشتری برخوردار است [۲۷]. همچنین، ثبات و پایداری بازارهای سرمایه داخلی در گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ باعث شده است تا این

عملیاتی واحد تجاری با بازده آینده سهام وجود دارد. ژانگ همچنین به این نتیجه رسید که ادراکات نادرست سرمایه‌گذاران از اطلاعات ترازنامه نسبت به اطلاعات صورت سود و زیان بیشتر است.

پاناستاسپولس و همکاران [۲۶] به بررسی ارتباط بین خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده آینده سهام با استفاده از اطلاعات ترازنامه پرداختند که اخیراً به عنوان یک پیش‌بینی‌کننده مهم در ارتباط با بازده سهام، ارزشیابی سرمایه و کیفیت سود مورد توجه قرار گرفته است. نتایج آزمون الگوهای رگرسیون نشان می‌دهد که رابطه‌ای منفی بین بازده غیرعادی سهام و اجزایی از خالص دارایی‌های عملیاتی وجود دارد، که نشان‌دهنده پایداری کم برای رشد سودهای جاری است. نتایج تجزیه خالص دارایی‌های عملیاتی به اجزای پایه نشان می‌دهد که دارایی‌های عملیاتی جاری یا غیرجاری دارای پایداری ضعیفی در ارتباط با سودآوری جاری است.

منوس و همکاران [۲۷] به بررسی تأثیر گروه‌های تجاری بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های هندی پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که در مقایسه با شرکت‌های مستقل، درصد توزیع سود در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری کمتر است. همچنین، شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع، سود بیشتری در مقایسه با شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌های تجاری می‌پردازند.

رحیمی [۷] طی پژوهشی به بررسی رابطه بین بازده سهام و ضریب قیمت به سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت.

در این پژوهش، این فرضیه که سهام با ضریب پایین قیمت به سود در طی دوره ۱۳۷۶-۱۳۷۳ بازدهی بیشتر از سهام با ضریب بالای قیمت به سود

به‌دست داده‌اند، مطالعه شد. نتایج به‌دست آمده فرضیه پژوهش مبنی بر این‌که سهام با ضریب قیمت سود پایین بازده بیشتری نسبت به سهام با ضریب قیمت به سود بالا دارد را به اثبات رساند.

رضازاده و آزاد [۸] به بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه‌کاری در گزارشگری مالی پرداختند. نتایج آزمون‌های تجربی با استفاده از اطلاعات مربوط به نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۵ حاکی از وجود رابطه مثبت و معنادار میان عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران و سطح محافظه‌کاری اعمال شده در صورت‌های مالی است.

علاوه بر این، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که طبق پیش‌بینی ما، تغییر عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران موجب تغییر در سطح محافظه‌کاری می‌شود. نتایج مزبور بیانگر این است که به دنبال افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران، تقاضا به اعمال محافظه‌کاری در گزارشگری مالی افزایش می‌یابد و بدین ترتیب، سودمندی محافظه‌کاری به عنوان یکی از خصوصیات کیفی صورت‌های مالی تأیید می‌شود.

کردستانی و نجفی [۱۰] به بررسی تأثیر روش‌های مختلف تأمین مالی و نحوه مصرف عواید حاصل از این روش‌ها بر بازده آتی سهام پرداختند. یافته‌ها دلالت بر آن دارد که رابطه بین خالص تغییر در تأمین مالی کل، خالص تغییر در تأمین مالی خارجی و تغییر در خالص دارایی‌های عملیاتی تأمین شده از محل منابع مالی داخلی با بازده غیرعادی انباشته سهام، معنادار است؛ ولی بر خلاف پیش‌بینی مثبت است.

علاوه بر این، رابطه بین نسبت تأمین مالی داخلی به تأمین مالی خارجی و بازده غیرعادی انباشته سهام، در شرکت‌های با رشد زیاد، قوی‌تر از شرکت‌های با

رابطه بین سودآوری و بازده هستند و باعث افزایش ضریب تعیین تعدیل شده می‌شوند.

کاشانی‌پور و رضایی [۱۰] به بررسی تأثیر تغییر میزان سهام شناور آزاد بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند.

در این مطالعه برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون خطی چندگانه براساس پنل متوازن استفاده شده است. در این پژوهش، علاوه بر گروه آزمون، از یک گروه کنترل نیز برای تأیید نتایج پژوهش، و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش مقایسه میانگین زوجی استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که تغییر میزان سهام شناور آزاد دارای محتوای اطلاعاتی بوده، تأثیر معنی‌داری بر بازده سهام شرکت‌ها دارد و باعث کاهش میزان بازده سهام شرکت‌ها می‌گردد. همچنین، نتایج به دست آمده حاکی از این است که تغییر میزان سهام شناور آزاد در صنایع مختلف دارای تأثیر متفاوتی است.

کلچ [۱۴] در پژوهشی به بررسی اثر گروه‌های تجاری بر سرمایه‌گذاری و کاهش محدودیت‌های تأمین مالی در بورس اوراق بهادار پرداخته است. او در این پژوهش اثرگذاری عضویت در گروه تجاری بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و اثر عضویت در گروه تجاری بر رفع محدودیت تأمین مالی شرکت‌ها را مورد آزمون قرار داده است. فرضیات پژوهش به این صورت مطرح است که: ۱- عضویت در گروه تجاری بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مؤثر است و ۲- عضویت در گروه تجاری بر محدودیت‌های تأمین مالی شرکت‌ها مؤثر است. با توجه به نتایج پژوهش، عضویت در گروه تجاری بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و رفع محدودیت جریان تأمین مالی شرکت‌ها مؤثر بوده است.

رشد کم است. همچنین، براساس داده‌های مقطعی، رابطه بین خالص تغییر در تأمین مالی داخلی و تغییر در خالص دارایی‌های عملیاتی تأمین شده از محل منابع مالی داخلی با بازده غیرعادی انباشته سهام، مثبت و معنی‌دار است.

خدای‌پور و قدیری [۳] به بررسی رابطه میان ارقام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران، در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. در این مطالعه، برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی و ارقام تعهدی به ترتیب از دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و مدل تعدیل‌شده جونز با رویکرد مبتنی بر خطای برآورد، استفاده شده است.

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون ساده و چند متغیره و روش داده‌های پانل استفاده شده است. نتایج حاصل از تحلیل داده‌ها نشان می‌دهد که میان ارقام تعهدی غیرعادی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

همچنین، نتایج این پژوهش رابطه معناداری میان قدر مطلق کل ارقام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی نشان نمی‌دهد. سایر یافته‌های پژوهش بیانگر وجود یک رابطه منفی و معنی‌دار میان نقدشوندگی سهام، اندازه شرکت و نسبت مالکیت نهادی با عدم تقارن اطلاعاتی است.

رحمانی و همکاران [۶] به بررسی رابطه سودآوری و بازده با توجه به چرخه عمر و اندازه شرکت پرداختند. موضوع اصلی این پژوهش، بررسی و تجزیه و تحلیل رابطه سودآوری و بازده سهام با توجه به چرخه عمر و اندازه شرکت، در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نتایج به دست آمده، گویای آن است که متغیرهای چرخه عمر و اندازه شرکت، عوامل تأثیرگذار در

پورحیدری و دلدار [۲] در پژوهشی به بررسی تأثیر گروه‌های تجاری بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. در این مطالعه برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون خطی چندگانه «توبیت» استفاده شده است. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری و متنوع و بزرگ در مقایسه با شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌ها (غیرمتنوع)، سود بیشتری توزیع می‌کنند.

همچنین، شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری به علت نوع ساختار مالکیت، سود کمتری بین اعضا توزیع می‌کنند.

#### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به اهداف و ادبیات پژوهش، فرضیه‌های زیر طراحی و آزمون شد:

فرضیه اول: رابطه معناداری بین نرخ بازده سهام و عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد.

فرضیه دوم: رابطه معناداری بین نرخ بازده سهام و وابستگی مالی خارجی وجود دارد.

فرضیه سوم: رابطه معناداری بین نرخ بازده سهام و چرخه عمر شرکت وجود دارد.

فرضیه چهارم: نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل بیشتر است.

فرضیه پنجم: نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل، حساسیت کمتری به عدم تقارن اطلاعاتی دارد.

فرضیه ششم: نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل، حساسیت کمتری به وابستگی مالی خارجی دارد.

فرضیه هفتم: نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل حساسیت کمتری به چرخه عمر شرکت دارد.

فرضیه هشتم: نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ نسبت به شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌ها (غیرمتنوع) بیشتر است.

فرضیه نهم: نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌ها (غیرمتنوع)، حساسیت کمتری به عدم تقارن اطلاعاتی دارد.

فرضیه دهم: نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌ها (غیرمتنوع)، حساسیت کمتری به وابستگی مالی خارجی دارد.

فرضیه یازدهم: نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌ها (غیرمتنوع)، حساسیت کمتری به چرخه عمر شرکت دارد.

#### روش پژوهش

این تحقیق از لحاظ هدف در زمره پژوهش‌های کاربردی و از حیث ماهیت نیز توصیفی است که در حوزه پژوهش‌های اثباتی قرار می‌گیرد. اطلاعات مورد نیاز از نرم‌افزار تدبیر استخراج گردید و با اطلاعات صورت‌های مالی تطبیق یافت. به منظور آماده سازی اطلاعات برای پردازش از صفحه گسترده اکسل استفاده شد و برای تجزیه و تحلیل؛ از نسخه ۱۹ نرم‌افزار آماری SPSS استفاده گردید.

بعد، به مدت یک سال و با فرمول زیر محاسبه می‌شود [۵]:

$$R_{it} = \frac{(P_t - P_{t-1}) + DPS + R + S}{P_{t-1} + ca}$$

که در آن داریم:

$R_{it}$ : نرخ بازده سهام در سال t ام

$P_t$ : قیمت سهام در پایان دوره t ام

$P_{t-1}$ : قیمت سهام در ابتدای دوره t

DPS: سود نقدی پرداختی

R: مزیت حق تقدم خرید سهام

S: مزیت سهام جایزه

C: مبلغ اسمی پرداخت شده توسط سرمایه گذار بابت

افزایش سرمایه از محل آورده نقدی

$\alpha$ : درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی

محاسبه بازده از ابتدای ماه پنجم سال آتی بدان

علت است که صورت‌های مالی شرکت حداکثر تا

پایان ماه چهارم پس از سال مالی جاری منتشر شده و

در دسترس استفاده‌کنندگان قرار می‌گیرد.

۲. عدم تقارن اطلاعاتی ( $HLDG\_INDV_{it}$ ): برای

محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی از درصد مالکیت

سهامداران غیرنهادی استفاده شده است [۲۶].

سرمایه‌گذاران نهادی عبارتند از: بانک‌ها و شرکت‌های

بیمه، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های

بازنشستگی، شرکت‌های تأمین سرمایه و صندوق‌های

سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس اوراق

بهادار، هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵

درصد اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری

کند، و سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی،

شرکت‌های دولتی، و اعضای هیأت مدیره و مدیران

ناشر یا اشخاصی که کارکرد مشابه دارند [۹].

## مدل و متغیرهای پژوهش

مدل‌های مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌های

پژوهش به شرح زیر هستند:

مدل (۱)

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 HLDG\_INDV_{it} + \beta_2 DEP_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۲)

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOUP1_{it} + \beta_2 HLDG\_INDV_{it} + \beta_3 DEP_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \beta_5 GOUP1_{it} * HLDG\_INDV_{it} + \beta_6 GOUP1_{it} * DEP_{it} + \beta_7 GOUP1_{it} * AGE_{it} + \beta_8 ROE_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

$R_{it}$ : نرخ بازده سهام سالانه شرکت است؛

$HLDG\_INDV_{it}$ : درصد مالکیت سهامداران غیرنهادی

شرکت و معیار عدم تقارن اطلاعاتی است؛

$DEP_{it}$ : وابستگی مالی خارجی شرکت،

$AGE_{it}$ : لگاریتم طبیعی عمر شرکت است،

$GOUP1_{it}$ : در حالت اول، اگر شرکت وابسته به گروه

تجاری باشد، این متغیر برابر با یک است و در غیر

این صورت صفر است. در حالت دوم، اگر شرکت

وابسته به گروه تجاری متنوع و بزرگ باشد، این متغیر

برابر با یک است و در غیر این صورت صفر است،

$ROE_{it}$ : نسبت سود خالص به ارزش دفتری حقوق

صاحبان سهام است و شاخص سودآوری است.

$SIZE_{it}$ : لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان

سهام در پایان دوره است و شاخص اندازه شرکت

است.

متغیرهای این پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها به

شکل زیر است:

۱. بازده سهام ( $R_{it}$ ): در این پژوهش بازده واقعی

سهام متغیر وابسته است که از ابتدای ماه پنجم سال

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، تمام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰ است. از این جامعه، شرکت‌های حائز شرایط زیر به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند:

۱. تاریخ پذیرش آن‌ها در بورس قبل از سال ۱۳۸۰ باشد و تا پایان سال ۱۳۹۰ نیز در فهرست بورس اوراق بهادار تهران باشند.

۲. سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد و در دوره زمانی مورد بررسی، تغییری در آن ایجاد نشده باشد.

۳. جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی و بانک‌ها نباشند.

۴. اطلاعات مالی آن‌ها در دسترس باشد. با توجه به شرایط ذکر شده، تعداد ۱۳۹۴ مشاهده سال - شرکت مربوط به ۱۴۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰ به عنوان نمونه آماری انتخاب شد.

### یافته‌های پژوهش

#### نتایج آمار توصیفی

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

مهم‌ترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان‌دادن مرکزیت داده‌ها است.

۳. وابستگی مالی خارجی ( $DEP_{it}$ ): در این پژوهش، وابستگی مالی خارجی به عنوان درصدی از رشد در فروش‌ها که نمی‌تواند به وسیله جریان‌های نقدی آزاد تأمین مالی شود، محاسبه شده است (یک منهای جریان نقد عملیاتی پس از کسر مالیات ناشی از رشد در فروش‌ها). به‌طور خلاصه این متغیر به صورت زیر محاسبه شده است [۲۶]:

$$DEP_{it} = 1 - \frac{\Delta Cfo_{it}}{\Delta Salse_{it}}$$

که در آن داریم:

$\Delta Cfo_{it}$ : میزان تغییرات در جریان نقد عملیاتی پس از کسر مالیات نقدی

$\Delta Salse_{it}$ : میزان تغییرات در فروش‌ها

۴. چرخه عمر شرکت ( $AGE_{it}$ ): در این مطالعه، چرخه عمر شرکت از طریق لگاریتم طبیعی عمر شرکت از تاریخ تأسیس تا سال مورد بررسی محاسبه شده است [۱۸].

۵. متغیر موهومی گروه تجاری ( $GOUPI_{it}$ ): در حالت اول، اگر شرکت وابسته به گروه تجاری باشد، این متغیر برابر با یک است و در غیر این صورت (شرکت مستقل) صفر است. در حالت دوم، اگر شرکت وابسته به گروه تجاری متنوع و بزرگ باشد، این متغیر برابر با یک است و در غیر این صورت (وابسته به گروه غیرمتنوع) صفر است.

۶. سودآوری ( $ROE_{it}$ ): در این پژوهش، نسبت سودآوری یک متغیر کنترلی است و برای محاسبه شاخص سودآوری از نسبت سود خالص به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام استفاده شده است.

۷. اندازه شرکت ( $SIZE_{it}$ ): در این مقاله، اندازه شرکت یک متغیر کنترلی است. برای محاسبه این متغیر، از لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام استفاده شده است.

این نشان می‌دهد که شرکت‌های مورد مطالعه به‌طور متوسط ۹۲٪ منابع مالی مورد نیاز خود را از منابع خارجی تأمین می‌کنند. این نتیجه مبین وابستگی نسبتاً زیاد شرکت‌های مورد مطالعه به منابع مالی خارجی است. میانگین (میانگین) نرخ بازده حقوق صاحبان سهام نیز تقریباً ۳۹٪ (۳۳٪) است. این نشان می‌دهد که شرکت‌های مورد بررسی به‌طور متوسط به ازای هر ریال سرمایه‌گذاری معادل تقریباً ۰/۴ ریال سود کسب کرده‌اند.

میانگین (میانگین) بازده سهام شرکت‌های نمونه تقریباً ۳۲٪ (۱۱٪) است. این نشان می‌دهد که به‌طور متوسط شرکت‌های نمونه طی دوره مورد بررسی تقریباً ۳۲٪ بازده داشته‌اند. همان‌طور که مشاهده می‌شود، میانگین (میانگین) درصد سهامداران غیرنهادی ۲۵٪ (۲۰٪) است. این نشان می‌دهد که به‌طور متوسط، ۲۵٪ ترکیب سهامداران شرکت‌های نمونه را مالکان غیرنهادی تشکیل می‌دهند. میانگین (میانگین) سطح وابستگی مالی خارجی شرکت ۹۲٪ (۹۲٪) است.

#### نگاره ۱. نتایج آمار توصیفی متغیرهای اصلی پژوهش

متغیر	میانگین	میانگین	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
R <sub>it</sub>	۰/۳۱۸	۰/۱۰۸	۰/۷۵۷	-۰/۸۷۰	۵/۰۶۳
HLDG_INDV <sub>it</sub>	۰/۲۵۴	۰/۱۹۷	۰/۲۰۸	۰/۰۱۰	۰/۹۴۰
DEP <sub>it</sub>	۰/۹۱۸	۰/۹۱۶	۳/۱۶۷	-۱۷/۷۰۱	۲۵/۰۸۰
AGE <sub>it</sub>	۳/۴۲۰	۳/۵۸۳	۰/۴۲۲	۱/۷۹۲	۴/۱۱۱
ROE <sub>it</sub>	۰/۳۸۸	۰/۳۳۵	۰/۵۰۰	-۵/۳۰۹	۳/۹۶۷
SIZE <sub>it</sub>	۱۲/۶۹۴	۱۲/۶۰۷	۱/۶۰۵	۸/۰۳۲	۱۷/۷۰۹

است. لذا فرضیه اول پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار بین نرخ بازده سهام و عدم تقارن اطلاعاتی تأیید می‌شود و این رابطه منفی است.

**فرضیه دوم:** رابطه معناداری بین نرخ بازده سهام و وابستگی مالی خارجی وجود دارد.

در نگاره (۲) مشاهده می‌شود که ضریب متغیر وابستگی مالی خارجی معادل ۰/۰۷۶ و آماره t معادل ۲/۶۰۴ است که در سطح (۰/۰۰۰) معنادار است و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی (۱٪) است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان ۹۹٪ تأیید می‌شود. این نشان می‌دهد که افزایش در میزان وابستگی مالی خارجی، موجب افزایش بازده سهام شرکت‌های نمونه می‌شود. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار بین بازده سهام و وابستگی مالی خارجی تأیید می‌شود و این رابطه بر خلاف

#### نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج حاصل از آزمون‌های آماری فرضیه اول تا سوم پژوهش در نگاره شماره (۲)، نتایج آزمون‌های آماری فرضیه‌های چهارم تا هفتم پژوهش در نگاره (۳) و نتایج آزمون‌های آماری فرضیه‌های هشتم تا یازدهم پژوهش در نگاره (۴) آورده شده است.

**فرضیه اول:** رابطه معناداری بین نرخ بازده سهام و عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد.

در نگاره (۲) ضریب متغیر عدم تقارن اطلاعاتی معادل -۰/۰۷۱ و آماره t معادل ۲/۶۴۴- است که در سطح (۰/۰۰۰) معنادار است و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی (۱٪) است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان ۹۹٪ تأیید می‌شود. این نشان می‌دهد که افزایش در سطح عدم تقارن اطلاعاتی موجب کاهش بازده آتی سهام شرکت‌های نمونه شده

می‌شود. لذا بین نرخ بازده سرمایه و بازده سهام رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. همچنین، ضریب متغیر اندازه شرکت معادل  $-0/114$  و آماره  $t$  معادل  $-3/548$  است که در سطح  $(0/000)$  معنادار است و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی  $(1/1)$  است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان  $99\%$  تأیید می‌شود. بنابراین بین اندازه شرکت و بازده سهام رابطه منفی و معنادار وجود دارد. آماره  $F$  نیز نشان‌دهنده معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش‌شده در سطح اطمینان  $99\%$  و خطای کمتر از  $1\%$  است.

با توجه به ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد، حدود  $15\%$  از تغییرات در بازده سهام توسط متغیرهای پیش‌بین (مستقل) مدل توضیح داده می‌شود. نزدیک بودن آماره دوربین واتسون  $(1/918)$  به عدد  $2$  نیز حاکی از عدم خودهمبستگی بین متغیرهای پیش‌بین (مستقل) است.

#### نگاره ۲. نتایج حاصل از آزمون‌های آماری فرضیه اول پژوهش

$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{HLDG\_INDV}_{it} + \beta_2 \text{DEP}_{it} + \beta_3 \text{AGE}_{it} + \beta_4 \text{ROE}_{it} + \beta_5 \text{SIZE}_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر	علامت پیش‌بینی شده	ضریب متغیر	آماره $t$	سطح معناداری
عرض از مبدأ	-/+	$1/118$	$4/614$	$0/000$
$\text{HLDG\_INDV}_{it}$	-	$-0/071$	$-2/644$	$0/000$
$\text{DEP}_{it}$	-	$0/076$	$2/604$	$0/000$
$\text{AGE}_{it}$	+	$-0/040$	$-1/366$	$0/188$
$\text{ROE}_{it}$	+	$0/182$	$6/584$	$0/000$
$\text{SIZE}_{it}$	+	$-0/114$	$-3/548$	$0/000$
ضریب تعیین تعدیل شده	$0/148$		آماره $F$	$12/664$
آماره دوربین واتسون	$1/918$		سطح معناداری	$0/000$

خطای پیش‌بینی  $(0/5)$  است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان  $95\%$  تأیید می‌شود. در واقع، نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل بیشتر است. لذا فرضیه چهارم این پژوهش تأیید می‌شود.

پیش‌بینی مثبت است. این نتیجه با پژوهش کردستانی و همکاران [۱۰] نیز سازگار است.

**فرضیه سوم:** رابطه معناداری بین نرخ بازده سهام و چرخه عمر شرکت وجود دارد.

در نگاره (۲) ملاحظه می‌گردد که ضریب متغیر چرخه عمر شرکت معادل  $-0/040$  و آماره  $t$  معادل  $-1/366$  است و با توجه به سطح معناداری  $(0/188)$ ، هیچ رابطه معنی‌داری بین نرخ بازده سهام و چرخه عمر شرکت ملاحظه نمی‌گردد. بنابراین، فرضیه سوم این تحقیق مبنی بر وجود رابطه معنادار بین چرخه عمر شرکت و نرخ بازده سهام، رد می‌شود.

نتایج متغیرهای کنترلی این مدل نیز نشان می‌دهد که ضریب متغیر نرخ بازده سرمایه معادل  $0/182$  و آماره  $t$  معادل  $6/584$  است که در سطح  $(0/000)$  معنادار است و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی  $(1/1)$  است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان  $99\%$  تأیید

**فرضیه چهارم:** نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل بیشتر است.

در نگاره (۳) ضریب متغیر  $\text{GOUPI}_{it}$  (گروه تجاری) معادل  $0/074$  و آماره  $t$  معادل  $2/458$  است که در سطح  $(0/018)$  معنادار است و از آنجا که کمتر از

رابطه بین عضویت در گروه‌های تجاری و بازده سهام ۱۰۱/

در نگاره (۳) مشاهده می‌شود که ضریب متغیر  $DEP_{it} * GOUP1_{it}$  معادل ۰/۰۵۸ و آماره  $t$  معادل ۱/۴۲۲ است و با توجه به سطح معناداری (۰/۱۷۶)، می‌توان استدلال کرد که نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل، هیچ حساسیتی به وابستگی مالی خارجی از خود نشان نمی‌دهند. لذا فرضیه ششم این پژوهش تأیید نمی‌شود.

**فرضیه هفتم:** نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل، حساسیت کمتری به چرخه عمر شرکت دارد.

در نگاره (۳) ضریب متغیر  $AGE_{it} * GOUP1_{it}$  معادل ۰/۰۴۲- و آماره  $t$  نیز معادل ۱/۲۵۵- است و با توجه به سطح معناداری (۰/۱۸۵)، هیچ رابطه معناداری بین نرخ بازده سهام و چرخه عمر در گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل مشاهده نمی‌شود. لذا فرضیه هفتم این پژوهش تأیید نمی‌شود.

نگاره ۳. نتایج حاصل از آزمون‌های آماری فرضیه‌های چهارم تا هفتم پژوهش

متغیر	علامت پیش‌بینی شده	ضریب متغیر	آماره $t$	سطح معناداری
عرض از مبدأ	-/+	۰/۸۸۵	۲/۷۸۷	۰/۰۰۰
HLDG_INDV <sub>it</sub>	-	-۰/۰۷۷	-۲/۴۶۷	۰/۰۱۴
DEP <sub>it</sub>	-	۰/۰۷۱	۲/۹۷۴	۰/۰۰۰
AGE <sub>it</sub>	+	-۰/۰۴۲	-۱/۶۸۴	۰/۰۸۴
GOUP1 <sub>it</sub>	+	۰/۰۷۴	۲/۴۵۸	۰/۰۱۸
GOUP1 <sub>it</sub> * HLDG_INDV <sub>it</sub>	+	۰/۰۹۹	۲/۱۱۸	۰/۰۲۹
GOUP1 <sub>it</sub> * DEP <sub>it</sub>	+	۰/۰۵۸	۱/۴۲۲	۰/۱۷۶
GOUP1 <sub>it</sub> * AGE <sub>it</sub>	-	-۰/۰۴۲	-۱/۲۵۵	۰/۱۸۵
ROE <sub>it</sub>	+	۰/۱۶۸	۵/۶۶۵	۰/۰۰۰
SIZE <sub>it</sub>	+	-۰/۰۸۵	-۲/۹۸۵	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۵۶	آماره F	۱۴/۸۸۴	
آماره دوربین واتسون	۱/۹۰۲	سطح معناداری	۰/۰۰۰	

**فرضیه پنجم:** نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل حساسیت کمتری به عدم تقارن اطلاعاتی دارد.

در نگاره (۳) ملاحظه می‌گردد که ضریب متغیر  $HLDG\_INDV_{it} * GOUP1_{it}$  معادل ۰/۰۹۹ و آماره  $t$  معادل ۲/۱۱۸ است که در سطح (۰/۰۲۹) معنادار است و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی (۰/۵) است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود.

بنابراین، می‌توان استدلال کرد که نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری حساسیت کمتری به عدم تقارن اطلاعاتی در مقایسه با شرکت‌های مستقل در سطح اطمینان ۹۵٪ دارد. لذا فرضیه پنجم این پژوهش تأیید می‌شود.

**فرضیه ششم:** نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل، حساسیت کمتری به وابستگی مالی خارجی دارد.

نتایج متغیرهای کنترلی این مدل نیز نشان می‌دهد که ضریب متغیر نرخ بازده سرمایه معادل  $0/168$  و آماره  $t$  معادل  $5/665$  است که در سطح  $(0/000)$  معنادار است و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی  $(/1)$  است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان  $99\%$  تأیید می‌شود. لذا بین نرخ بازده سرمایه و بازده سهام، رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. همچنین، ضریب متغیر اندازه شرکت معادل  $-0/085$  و آماره  $t$  معادل  $-2/985$  است که در سطح  $(0/000)$  معنادار است و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی  $(/1)$  است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان  $99\%$  تأیید می‌شود. بنابراین، بین اندازه شرکت و بازده سهام رابطه منفی و معنادار وجود دارد. آماره  $F$  نیز نشان‌دهنده معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان  $99\%$  و خطای کمتر از  $1\%$  است. با توجه به ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل برازش‌شده می‌توان ادعا کرد، حدود  $15\%$  از تغییرات در بازده سهام توسط متغیرهای پیش‌بین (مستقل) مدل توضیح داده می‌شود. نزدیک بودن آماره دورین واتسون  $(1/902)$  به عدد  $2$  نیز حاکی از عدم خودهمبستگی بین متغیرهای پیش‌بین (مستقل) است.

**فرضیه هشتم:** نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ نسبت به شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌ها (غیرمتنوع) بیشتر است.

نتایج حاصل از آزمون‌های آماری برای فرضیه چهارم در نگاره (۴) آورده شده است. در این نگاره، ضریب متغیر  $GOUPI_{it}$  (گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ) معادل  $0/071$  و آماره  $t$  نیز معادل  $2/554$  است که در سطح  $(0/011)$  معنادار است و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی  $(/5)$  است، معناداری متغیر مستقل

در سطح اطمینان  $95\%$  تأیید می‌شود. در واقع، نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌ها بیشتر است. بنابراین، فرضیه هشتم این تحقیق تأیید می‌شود.

**فرضیه نهم:** نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌ها (غیرمتنوع)، حساسیت کمتری به عدم تقارن اطلاعاتی دارد.

در نگاره (۴)، ضریب متغیر  $GOUPI_{it} * HLDG\_INDV_{it}$  معادل  $0/066$  و آماره  $t$  معادل  $2/354$  است که در سطح  $(0/022)$  معنادار است و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی  $(/5)$  است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان  $95\%$  تأیید می‌شود. بنابراین، می‌توان ادعا کرد که نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ حساسیت کمتری به عدم تقارن اطلاعاتی در مقایسه با شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌های تجاری دارد. لذا فرضیه نهم این پژوهش تأیید می‌شود.

**فرضیه دهم:** نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌ها (غیر متنوع)، حساسیت کمتری به وابستگی مالی خارجی دارد.

در نگاره (۴) مشاهده می‌شود که ضریب متغیر  $GOUPI_{it} * DEP_{it}$  معادل  $0/039$  و آماره  $t$  معادل  $1/322$  است و با توجه به سطح معناداری  $(0/164)$ ، می‌توان استدلال کرد که نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌ها هیچ حساسیتی به وابستگی مالی خارجی از

تأیید می‌شود. لذا بین نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و بازده سهام رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. همچنین، ضریب متغیر اندازه شرکت معادل ۰/۱۴۵- و آماره t معادل ۴/۶۰۴- است که در سطح ۰/۰۰۰) معنادار است و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی (۰/۱) است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان ۹۹٪ تأیید می‌شود. بنابراین، بین اندازه شرکت و بازده سهام رابطه منفی و معنادار وجود دارد. آماره F نیز نشان‌دهنده معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش‌شده در سطح اطمینان ۹۹٪ و خطای کمتر از ۰/۱ است. با توجه به ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد، حدود ۱۶٪ از تغییرات در بازده سهام توسط متغیرهای پیش‌بین (مستقل) مدل توضیح داده می‌شود. نزدیک بودن آماره دوربین واتسون (۱/۸۹۸) به عدد ۲ نیز حاکی از عدم وجود خودهمبستگی بین متغیرهای پیش‌بین (مستقل) است.

خود نشان نمی‌دهند. لذا فرضیه دهم این پژوهش تأیید نمی‌شود.

**فرضیه یازدهم:** نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌ها (غیرمتنوع)، حساسیت کمتری به چرخه عمر شرکت دارد.

در نگاره (۴)، ضریب متغیر  $GOUP1_{it} * AGE_{it}$  معادل ۰/۰۳۶- و آماره t نیز معادل ۱/۱۹۸- است و با توجه به سطح معناداری (۰/۲۱۸)، هیچ رابطه معناداری بین نرخ بازده سهام و چرخه عمر در گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با سایر گروه‌ها ملاحظه نمی‌گردد. بنابراین، فرضیه یازدهم این تحقیق رد می‌شود.

نتایج متغیرهای کنترلی این مدل نیز نشان می‌دهد که ضریب متغیر نرخ بازده سرمایه معادل ۰/۱۸۱ و آماره t معادل ۶/۸۱۵ است که در سطح ۰/۰۰۰) معنادار است و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی (۰/۱) است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان ۹۹٪

نگاره ۴. نتایج حاصل از آزمون‌های آماری فرضیه‌های هشتم تا یازدهم پژوهش

$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOUP1_{it} + \beta_2 HLDG\_INDV_{it} + \beta_3 DEP_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \beta_5 GOUP1_{it} * HLDG\_INDV_{it} + \beta_6 GOUP1_{it} * DEP_{it} + \beta_7 GOUP1_{it} * AGE_{it} + \beta_8 ROE_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر	علامت پیش‌بینی شده	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	-/+	۱/۰۰۴	۳/۶۳۷	۰/۰۰۰
HLDG_INDV <sub>it</sub>	-	-۰/۰۷۴	-۳/۲۴۵	۰/۰۱۲
DEP <sub>it</sub>	-	۰/۰۶۵	۲/۵۶۰	۰/۰۱۲
AGE <sub>it</sub>	+	-۰/۰۴۲	-۱/۶۵۰	۰/۱۲۰
GOUP1 <sub>it</sub>	+	۰/۰۷۱	۲/۵۵۴	۰/۰۱۱
GOUP1 <sub>it</sub> * HLDG_INDV <sub>it</sub>	+	۰/۰۶۶	۲/۳۵۴	۰/۰۲۲
GOUP1 <sub>it</sub> * DEP <sub>it</sub>	+	۰/۰۳۹	۱/۳۲۲	۰/۱۶۴
GOUP1 <sub>it</sub> * AGE <sub>it</sub>	-	-۰/۰۳۶	-۱/۱۹۸	۰/۲۱۸
ROE <sub>it</sub>	+	۰/۱۸۱	۶/۸۱۵	۰/۰۰۰
SIZE <sub>it</sub>	+	-۰/۱۴۵	-۴/۶۰۴	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۶۱		آماره F	۱۶/۸۹۵
آماره دوربین واتسون	۱/۸۹۸		سطح معناداری	۰/۰۰۰

## نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادها

هدف اصلی این پژوهش، بررسی رابطه بین عضویت در گروه‌های تجاری و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۸۰ است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان می‌دهد شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل، بازده بالاتری دارند. شاید بتوان مهم‌ترین دلیل آن را نوع ساختار مالکیت این گروه‌ها (عمدتاً دولتی) دانست. علاوه بر این، گروه‌های تجاری به نوعی با مدیریت سود و منابع مالی بین شرکت‌های عضو یا وابسته، بازده بالاتری از خود نشان می‌دهند.

همچنین، به نظر می‌رسد شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری وضعیت مالی با ثباتی داشته و دارای ریسک تجاری پایین‌تری هستند و این باعث می‌شود که ارزش بازار سهام شرکت‌های وابسته به گروه افزایش یابد.

البته، پژوهش پورحیدری و دلدار (۱۳۹۱) نشان داد که در بورس اوراق بهادار تهران، شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل، سود کمتری بین سهامداران خود توزیع می‌کنند. لذا، در مقایسه با این مطالعه به نظر می‌رسد در بازار سرمایه ایران؛ نوع ساختار مالکیت، مدیریت منابع مالی و ریسک تجاری پایین‌تر گروه‌های تجاری مهم‌ترین دلایلی باشد که شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل نرخ بازده بالاتری دارند.

نتایج این مطالعه، همچنین نشان می‌دهد که نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با سایر گروه‌ها بالاتر است.

شاید بتوان مهم‌ترین دلیل آن را تنوع و گستردگی این گروه‌ها در قیاس با گروه‌های غیرمتنوع دانست. همچنین، بازار سرمایه داخلی در گروه‌های تجاری متنوع از ثبات و پایداری بیشتری برخوردار است. لذا شرکت‌های وابسته به این گروه‌ها از ریسک تجاری پایین‌تری برخوردارند و این باعث می‌شود که ارزش بازار سهام این شرکت‌ها افزایش یابد.

سایر یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که با افزایش سطح عدم تقارن اطلاعاتی، نرخ بازده سهام شرکت‌ها کاهش می‌یابد. همچنین، با افزایش سطح وابستگی مالی خارجی، نرخ بازده سهام شرکت‌ها بالاتر می‌رود. این نتیجه با پژوهش کردستانی و همکاران [۱۰] نیز سازگار است. عدم تقارن اطلاعاتی بالا و وابستگی مالی خارجی بیش از حد نمی‌تواند در نهایت به سود شرکت باشد؛ چون باعث انتقال نشانه‌های منفی درباره شرکت به بازار سرمایه می‌شود که این نشانه‌های منفی می‌تواند شرکت را در تأمین منابع مالی خارجی با مشکل مواجه کند.

همچنین، نتایج این مطالعه نشان داد که نرخ بازده سهام شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری حساسیت کمتری به عدم تقارن اطلاعاتی خود نشان می‌دهند؛ چون وجود گروه‌های تجاری باعث تسهیل انتقال اطلاعات میان شرکت‌های گروه و کاهش سطح عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. علاوه بر این، گروه‌های تجاری با ایجاد یک بازار سرمایه داخلی تا حدودی مشکل عدم تقارن اطلاعاتی را از پیش رو برمی‌دارند.

همچنین، نرخ بازده سهام در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با گروه‌های غیرمتنوع، حساسیت کمتری به عدم تقارن اطلاعاتی دارد. شاید بتوان مهم‌ترین دلیل این موضوع را تنوع و بزرگی این گروه‌ها در مقایسه با گروه‌های

افزایش سطح عدم تقارن اطلاعاتی، نرخ بازده سهام کاهش می‌یابد. همچنین، به آن‌ها توصیه می‌شود در صورت تمایل به کسب بازده بالاتر، باید به سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی اقدام نمایند که وابستگی مالی خارجی بالاتری دارند؛ زیرا نتایج این پژوهش نشان داد که ارتباط مثبت بین وابستگی مالی خارجی و نرخ بازده سهام وجود دارد.

با توجه به نتایج به‌دست آمده از این پژوهش و به منظور شناخت بهتر عملکرد بازار سرمایه در ایران، موارد زیر برای پژوهش‌های آینده پیشنهاد می‌شود:

۱. پیشنهاد می‌شود تأثیر عضویت در گروه‌های تجاری بر کیفیت سود شرکت‌های گروه بررسی شود.

۲. پیشنهاد می‌شود تأثیر عضویت در گروه‌های تجاری بر ارزش بازار سهام شرکت‌های وابسته نیز بررسی شود.

۳. پیشنهاد می‌شود پژوهش حاضر در صنایع مختلف به تفکیک صنعت خاص انجام شود.

#### منابع

۱. بزرگ‌اصل، موسی و علی سرافراز اردکانی. (۱۳۸۸). ارتباط بین سیاست پایدار سود تقسیمی با بازده سهام شرکت‌ها. *مطالعات حسابداری*، ش ۲۵، صص ۱۲۵-۱۰۵.
۲. پورحیدری، امید و مصطفی دلدار. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر گروه‌های تجاری بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *حسابداری مدیریت*، ش ۱۴، صص ۹۴-۶۷.
۳. خدای‌پور، احمد و قدیری، محمد. (۱۳۸۹). بررسی رابطه‌ی میان اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران.

تجاری غیرمتنوع است. به علاوه، بازار سرمایه داخلی که شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ از ثبات و پایداری بیشتری برخوردار است.

همچنین، نرخ بازده سهام شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل و نرخ بازده سهام شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با سایر گروه‌ها، در برابر میزان وابستگی مالی خارجی حساسیتی از خود نشان نمی‌دهد. علاوه بر این، نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که در بورس اوراق بهادار تهران، ارتباط معناداری بین عمر شرکت‌ها با بازده سهام وجود ندارد و قدمت شرکت، نرخ بازده سهام شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار نمی‌دهد.

مهم‌ترین پیشنهاد‌های این پژوهش را می‌توان به شکل زیر خلاصه نمود:

۱. به فعالان بازارهای مالی توصیه می‌شود به این مورد توجه کنند که شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری نسبت به شرکت‌های مستقل نرخ بازده بالاتری دارند. لذا اگر قصد سرمایه‌گذاری در سهام این شرکت‌ها را به قصد کسب بازده بالاتر دارند، این مورد را مد نظر قرار دهند. همچنین، به این مهم نیز توجه داشته باشند که طبق نتایج این پژوهش، شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌های تجاری (غیرمتنوع) نرخ بازده بالاتری دارند.
۲. به سرمایه‌گذارانی که قصد دریافت بازده بالاتر دارند، پیشنهاد می‌شود به درصد مالکیت سهامداران غیرنهادی به عنوان معیاری برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی توجه کنند، چون نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که یک رابطه منفی و معنادار بین عدم تقارن اطلاعاتی و بازده سهام وجود دارد. در واقع، با

۱۱. کردستانی، غلامرضا و عمران نجفی. (۱۳۸۹). *پیشرفت‌های حسابداری، دوره دوم، شماره دوم، پائیز و زمستان ۱۳۸۹، صص ۲۹-۱*.
۴. دلدار، مصطفی. (۱۳۹۱). *بررسی اثر عضویت در گروه‌های تجاری بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان*.
۵. راعی، رضا و احمد تلنگی. (۱۳۸۳). *مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته. تهران: سمت*.
۶. رحمانی، علی، میرسجاد موسوی و روح اله قیطاسی. (۱۳۹۰). "بررسی رابطه سودآوری و بازده با توجه به چرخه عمر و اندازه شرکت". *تحقیقات مالی، ش ۹، صص ۱۱۵-۱۰۴*.
۷. رحیمی، علی. (۱۳۷۴). *بررسی رابطه بین بازده و ضریب قیمت P/E شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. تهران: پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی*.
۸. رضازاده، جواد و آزاد، عبدالله. (۱۳۸۷). *رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه‌کاری در گزارشگری مالی. بررسی‌های حسابداری و حسابداری، دوره ۱۵، ش ۵۴، صص ۸۰-۶۳*.
۹. سازمان بورس اوراق بهادار تهران. (۱۳۸۴). *قانون بازار اوراق بهادار ج.ا.ا. تهران: فصل اول، بند ۲۷، ماده ۱، تهران، انتشارات بورس اوراق بهادار*.
۱۰. کاشانی‌پور، محمد و اسعد رضایی. (۱۳۹۰). *بررسی تأثیر تغییر میزان سهام شناور آزاد بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره سوم، پائیز ۱۳۹۰، صص ۱۱۲-۹۵*.
۱۲. کرمی، غلامرضا، مهران، ساسان و اسکندر، هدی. (۱۳۸۹). *بررسی تئوری نمایندگی و تئوری علامت‌دهی در سیاست‌های تقسیم سود: نقش سرمایه‌گذاران نهادی. حسابداری، ش ۲۰۷، صص ۵۷-۵۳*.
۱۳. کمیته تدوین استانداردهای حسابداری ایران. (۱۳۹۰). *استانداردهای حسابداری ایران. تهران: نشریه ش ۱۶۰، انتشارات سازمان حسابرسی*.
۱۴. کلیچ، محسن. (۱۳۹۰). *بررسی اثر گروه‌های تجاری بر سرمایه‌گذاری و کاهش محدودیت‌های تأمین مالی در بورس اوراق بهادار. همایش بررسی ابعاد و تحول روش‌های تأمین مالی در کشور با تأکید بر نقش بانک، بیمه و بازار سرمایه، تهران*.
15. Aharony J., and Swary, I. (1980). "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders Returns: An Empirical Analysis". *Journal of Finance*, Vol 5, Pp 1-12.
16. Brockman, P., and E. Unlu. (2009). "Dividend Policy, Creditor Rights, and the Agency Costs of Debt". *Journal of Financial Economics*, Vol 92, Pp 276-299.
17. Cheng, L. T. W., Davidson, W. N., & Leung, T. Y. (2011). "Insider trading returns and dividend signals". *International Review of Economics and Finance*, Vol 20, Pp 421-429.
18. Deshmukh, S. (2005). "The effect of asymmetric information on dividend policy". *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol 44, Pp 107-127.
19. DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). "Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the

- life-cycle theory". *Journal of Financial Economics*, Vol 81, Pp 227–254.
20. Ferris, S. P., Jayaraman, N., & Sabherwal, S. (2009). "Catering effects in corporate dividend policy: International evidence". *Journal of Banking & Finance* Vol 33, Pp 1730–1738.
21. Gopalan, R., Nanda, V., & Seru, A. (2007). "Affiliated firms and financial support: Evidence from Indian business groups". *Journal of Financial Economics*, Vol 86, Pp 759–795.
22. Jensen, M. C. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers". *American Economic Review*, Vol 76, Pp 323–329.
23. Kousenidis, Dimitrios V. (2005). "Earnings - Returns Relation in Greece: Some Evidence on the Size Effect and on the Life-Cycle Hypothesis". *Technological Educational Institution of Thessaloniki*.
24. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). "Agency problems and dividend policies around the world". *Journal of Finance*, Vol 55, Pp 1–33.
25. Lin, J. B., Pantzalis, C., & Park, J. C. (2007). "Corporate use of derivatives and excess value of diversification". *Journal of Banking and Finance*, Vol 31, Pp 889–913.
26. Papanastasopoulos, G. and Thomakos, D and Wang, T. (2007). "Information in Balance sheets for Future Stock Returns: Evidence from Net operating Assets". *Working Paper*.
27. Ronny Manos, Victor Murinde, Christopher J., Green. (2012). "Dividend policy and business groups: Evidence from Indian firms". *International Review of Economics and Finance*, Vol 21, Pp 42–56.
28. Zhang, y. (2006). "Net Operation Assets as a Predictor of Industry Stock Returns". *working paper*.



## **Relationship between of Membership in Business Groups and Stock Return**

**\* M. Moradi**

Associate Professor of Accounting, Ferdowsi University of Mashhad, Mashhad, Iran

**M. Deldar**

PhD Student of Accounting, University of Tehran, Tehran, Iran

**M. Mohammadpour**

Graduate Student of Accounting, Islamic Azad University- unit Mashhad, Mashhad, Iran

### **Abstract**

The main objective of this research is to investigate the relationship between membership in business groups and stock return in companies listed in Tehran Stock Exchange. Our sample based on cumulative data includes 1394 firms - year observations that are related to 144 companies listed in Tehran Stock Exchange during the period of 2001-2011. We use multivariate linear regression model to test the research hypotheses. Our findings indicate that stock return rate in business group companies is higher than those of independent companies. Also, stock return rate in firms affiliated with large and diversified business groups is higher than other business groups. Our findings of this research indicate that with increasing the levels of information asymmetry, decreases companies stock return rate. Also, with increasing level external financial dependence, companies stock return rate is higher. Also, findings indicate that stock return rate of business groups affiliated companies compared with independent companies and stock return rate of companies affiliated with large and diversified business groups compared with other groups are less sensitive to information asymmetry. Also, findings indicate that stock return rate of business groups affiliated companies compared with independent companies and stock return rate of companies affiliated with large and diversified business groups compared with other groups did not show sensitivity to external financial dependence. In addition, results indicate that in the Tehran Stock Exchange, there is no significant relationship between stock returns and corporate life cycle.

**Keywords:** Stock return, Business groups, Information asymmetry, External financial dependence.