

# شناسائی و اولویت بندی عوامل موثر در تشکیل شرکت های هلدینگ در جمهوری اسلامی ایران از دیدگاه مدیران

نویسندگان: دکتر سعید خدامرادی<sup>\*</sup>، دکتر محمد وزین کریمیان<sup>۱</sup> و محمد علی میرزا کوچک شیرازی<sup>۳</sup>

۱. استادیار گروه مدیریت صنعتی دانشکده علوم انسانی دانشگاه شاهد
۲. استادیار گروه مدیریت بازرگانی دانشگاه شاهد
۳. کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی

\*Email: khodamoradi@shahed.ac.ir

## چکیده

در ایران، درصد بالایی از محصولات و خدمات توسط شرکت های هلدینگ تولید می شوند ولی اینگونه شرکت ها هنوز ناشناخته باقی مانده اند. عوامل متعددی وجود دارند که می توانند انگیزه هایی برای تشکیل شرکت های هلدینگ باشند اما با توجه به تفاوت های بنیادی میان شرکت های هلدینگ عمودی، افقی و مختلط تشخیص عوامل و اولویت بندی آن ها به تفکیک برای این سه نوع هلدینگ انجام گرفته است. عوامل موثر در تشکیل شرکت های هلدینگ در سه گروه عوامل مدیریتی، مالی و حقوقی طبقه بندی شده اند.

با توجه به منابع علمی و نتایج تحقیقات در زمینه عوامل موثر در تشکیل شرکت های هلدینگ ابتدایی عوامل از دیدگاه مدیران شرکت های هلدینگ پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران گروه بندی سپس اثرگذاری آن عوامل بر تشکیل شرکتهای هلدینگ مورد بررسی قرار گرفته است. اولویت بندی عوامل نیز با استفاده از روش تحلیل سلسله مراتبی انجام شده است. در هر دو مورد از پرسشنامه محقق ساخته بهره گرفته ایم

بر اساس نظرات و اطلاعات جمع آوری شده سه گروه عوامل - عوامل مدیریتی، عوامل مالی و عوامل حقوقی - در تشکیل هر سه نوع شرکت های هلدینگ موثر تشخیص داده شده اند. همچنین دریافتیم که اجزای این عوامل و اولویت بندی آن ها در سه نوع شرکت هلدینگ متفاوت می باشد.

**واژه های کلیدی:** هلدینگ عمودی، هلدینگ افقی، هلدینگ مختلط، تحلیل سلسله مراتبی (AHP)

• دریافت مقاله: ۸۵/۹/۲۷  
• پذیرش مقاله: ۹۰/۸/۱۰

Scientific-Research  
Journal of  
Shahed University  
Eighteenth Year  
No. 50  
Dec. Jan 2011-12

دوماهنامه علمی - پژوهشی  
دانشگاه شاهد  
سال هجدهم - دوره جدید  
شماره ۵۰  
دی ۱۳۹۰

## ۱- مقدمه

به طور کلی دو سیستم عمده اداره شرکت ها در جهان وجود دارد که عبارتند از: الف) سیستم بازارگرا یا آنگلو ساکسون (مالکیت توزیع شده و پراکنده) ب) سیستم شبکه گرا یا اروپایی (مالکیت متمرکز). سیستم بازارگرا را می توان در کشورهایی نظیر ایالات متحده و انگلستان یافت و سیستم شبکه گرا را میتوان در اروپای غربی، کشورهای آسیایی نظیر ژاپن و کره، کشورهای در حال توسعه نظیر هند و شیلی و اروپای شرقی یافت. سیستم شبکه گرا خود به دو گروه تقسیم می شود: سیستم آلمانی و سیستم لاتینی. در سیستم آلمانی بانک ها نقش مهمی در گروه ایفا می کنند در حالیکه در سیستم لاتینی گروه های هلدینگ رایج هستند. طبق تحقیقات پانهاج و خانان در سال ۱۹۹۸ شرکت های هلدینگ بر اقتصاد بخش خصوصی بسیاری از کشورها مسلط هستند. آن ها در کشورهایی نظیر بلژیک، هند، اندونزی، فرانسه، هنگ کنگ، ژاپن، کره جنوبی، پاکستان، نیکاراگوئه، فیلیپین، روسیه، تایوان، تایلند و برخی کشورهای دیگر دارای نقش اساسی هستند (۱).

هلدینگ عبارتست از یک ستاد مرکزی که از طریق ایجاد نوع خاصی از ارتباط بین زیر مجموعه های تابعه خود موجب افزایش بهره وری جمعی آن ها شود (۲). هلدینگ ها از طریق نفوذ مستقل، نفوذ به صورت اتصال یا ارتباط، نفوذ به صورت ارائه خدمات و فعالیت های توسعه ای اقدام به ارزش آفرینی می نمایند (۳). شرکت های هلدینگ بر اساس ترکیب سبد دارایی هایشان<sup>۱</sup> به سه نوع تفکیک می شوند:

الف) هلدینگ عمودی<sup>۲</sup>: اگر شرکت هلدینگ دارای شرکت های تابعه ای باشد که بین آن ها رابطه خریدار- عرضه کننده وجود داشته باشد هلدینگ عمودی تشکیل شده است. در این نوع هلدینگ، زنجیره ای تشکیل می شود که ستاده هر شرکت، داده شرکت دیگر است. (۴). در هلدینگ عمودی شرکت های تابعه هر کدام قسمتی از زنجیره تولید هستند (۵).

ب) هلدینگ افقی<sup>۳</sup>: اگر شرکت های تابعه هلدینگ در زمینه های نزدیک به هم و مشابه یا یکسان فعالیت کنند، هلدینگ افقی تشکیل شده است. محصول مشابه در اینجا محصولی است که قابلیت جانشینی دارد و یا دارای بازار مشابه می باشند (۴).

ج) هلدینگ مختلط<sup>۴</sup>: هلدینگ هایی هستند که در دو یا چند صنعت متفاوت فعالیت می کنند. شرکت های تابعه آن ها کالاها یا خدماتی تولید می کنند که از نظر تکنولوژیکی، محصول و فرآیند کسب و کار متفاوتند و ممکن است مکمل یکدیگر نباشند (۶).

شرکت های هلدینگ بر اساس ساختار به دو دسته تقسیم می شوند:

الف) شرکت های هلدینگ صرف (ویژه)<sup>۵</sup>: شرکت هایی که حرفه اصلی آن ها سرمایه گذاری در سایر شرکت ها می باشد (۷). این نوع هلدینگ فاقد هر گونه مشتری خارجی بوده و به خودی خود درآمد ندارند. آن ها به صورت یک واسطه بر روی فعالیت ها اثر می گذارند و استراتژی هایی را که واحدهای کسب و کار تابعه موظف به اجرای آن ها هستند را تعقیب می کنند. به عبارت دیگر به عنوان واسطه ای بین شرکت های تابعه و سهامداران اصلی عمل می کنند (۸). تفاوت اینگونه شرکت های هلدینگ با شرکت های سرمایه گذاری در این است که شرکت های سرمایه گذاری علاقه و تعهدی برای حفظ سهام خود در شرکت های وابسته و کنترل و اداره شرکت های مذکور نداشته و سود خود را از طریق خرید و فروش سهام تحصیل می نمایند. معمولاً درصد سهام تحت مالکیت آن ها پایین است ولی هدف شرکت های هلدینگ ارزش آفرینی از طریق نگهداری و کنترل شرکت های تابعه می باشد (۹).

ب) شرکت های هلدینگ عملیاتی<sup>۶</sup>: این گونه شرکت ها فعالیت خاص خود را انجام می دهند و در ضمن گروهی

<sup>3</sup> Horizontal holding company

<sup>4</sup> Conglomerate holding company

<sup>5</sup> Pure Holding Company

<sup>6</sup> Opertional Holding company

<sup>1</sup> Portfolio

<sup>2</sup> Vertical holding company

از شرکت های تابعه را مالک بوده و کنترل می کنند (۷). این گونه شرکت ها علاوه بر تولید کالا یا ارائه خدمت دیگر شرکت ها را نیز اداره می کنند. شرکت های هلدینگ عملیاتی معمولاً به دو صورت ایجاد می شوند. در اولین حالت با ایجاد شرکت های تابعه توسط شرکت اصلی از طریق رشد داخلی یا تجزیه کسب و کارها صورت می گیرد (۱۰). به نظر چندلر (۱۹۶۲) گرایش به سوی عملیات غیرمتمرکز منجر به تشکیل برخی هلدینگ ها شد. طوری که شرکت های تابعه ایجاد شده استقلال قابل توجهی در رابطه با تصمیمات روزمره بدست آوردند. به این ترتیب مسئولیت مدیران رده بالا از فعالیت های عملیاتی روزمره به فعالیت های سطح بالا و دیدگاه اداره کل شرکت تغییر یافت. شرکت هلدینگ با استفاده از عدم تمرکز قادر می شود تا توجهش را بر ارزش آفرینی برای شرکت های تابعه از طریق برنامه ریزی، ارزیابی و فعالیت های کنترلی متمرکز کند (۲). در حالتی دیگر این امر از طریق اکتساب و خرید شرکت های دیگر یا رشد خارجی انجام می شود. وقتی شرکتی، شرکت دیگر را اکتساب می کند به سه روش ادغام یکطرفه (که در این حالت شرکت خریداری شده منحل و در شرکت خریداری کننده ادغام میشود)، ادغام دو طرفه (در این حالت هر دو شرکت خریداری کننده و خریداری شده منحل و در شرکت ثالثی در هم ادغام می شوند) و هلدینگ (در این حالت هیچکدام از شرکت ها منحل نمی گردد و شرکت خریداری شده با حفظ شخصیت حقوقی خود تحت کنترل شرکت خریدار درمی آید) عمل می کند (۱۱). شرکت ها عموماً فرصت های رشد و سرمایه گذاری را از طریق اکتساب دیگر شرکت ها جستجو می کنند (۱۲).

## ۲- بیان مساله

تحولات سریع کنونی، افزایش رقابت و عدم اطمینان از آینده شرکت ها را ترغیب نموده تا به دنبال ساختارهایی باشند که آن ها را قادر سازد تا ارزش آفرینی بیشتری نسبت به رقبای داشته باشند و بتوانند به حیات خود ادامه دهند. در این راه برخی ساختار هلدینگ را برگزیده اند.

شرکت هلدینگ شرکتی است که حداقل دارای سهام کنترل کننده شرکت های تابعه بوده و از طریق کنترل و نفوذ در شرکت های تابعه موجب ارتقاء ارزش کل مجموعه می شود. تشکیل شرکتهای هلدینگ در ایران به سالهای ۱۳۴۹-۱۳۴۵ برمی گردد زمانی که شرکتهای سرمایه گذاری البرز، گروه صنعتی ملی و توسعه صنایع به شهر به وجود آمدند. بعد از انقلاب با مصادره شدن برخی شرکتهای، اداره امور این نوع شرکتهای در قالب هلدینگ به بنیاد مستضعفان، سازمان گسترش و صنایع ملی و برخی سازمانهای دیگر از جمله بنیاد شهید، بنیاد ۱۵ خرداد، سپرده شد. دولت در راستای خصوصی سازی ساختار هلدینگ را مناسب تلقی و اکثر وزارتخانه ها از جمله وزارت فناوری اطلاعات، وزارت نیرو و غیره ساختار هلدینگ را برای اداره شرکتهای تابعه خود برگزیدند. هم اکنون نیز بسیاری از شرکتهای به منظور رشد از روش هلدینگ استفاده می کنند (۲). هم اکنون بیشتر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران یا از نوع هلدینگ هستند و یا تحت کنترل یک شرکت هلدینگ اداره می شوند.

تاکنون تحقیق با چنین موضوعی در کشورمان انجام نشده است. این تحقیق می خواهد پس از مشخص نمودن عوامل موثر و گروه بندی آنها، عوامل مشوق بعضی سرمایه گذاران در تشکیل شرکت هلدینگ را در عین وجود بدیل های دیگر سرمایه گذاری بررسی و شناسایی نموده و همچنین اولویت این عوامل را مشخص نماید.

## ۳- مروری بر ادبیات تحقیق

بیشتر محققین قبول دارند که تشکیل شرکت های هلدینگ پدیده پیچیده ای است که با انگیزه های مختلف صورت می گیرد و هیچ تئوری به تنهایی نمی تواند به صورت جامع آن را توضیح دهد (۱۳). همانطور که قبلاً گفته شد در این تحقیق عوامل به تفکیک سه نوع هلدینگ شامل عمودی، افقی و مختلط بررسی می گردد. این امر به خاطر وجود تفاوت در اجزای عوامل و مصداق های آن ها در مورد انواع هلدینگ ها می باشد. شرکت های هلدینگ معمولاً شرکت های تابعه خود را یا خودشان به وجود می آورند و

ایجاد می شود (۱۳). مدیران گاهی اوقات به خاطر منافع خودشان دست به تشکیل شرکت های هلدینگ می زنند. (۱۹).

۳-۶) آرامش در نیروی کار و حفاظت از فرهنگ شرکت: هنگامی که دو شرکت در هم ادغام یا تلفیق می شوند احتمال دارد که سازمان تازه تأسیس با اختلافات فرهنگی بسیار شدید روبرو شود و کارکنان شرکت های ادغام شده دارای نگرش متفاوت باشند یا با سبک و شیوه مدیریتی متفاوتی خو گرفته باشند و در چنین حالتی نگرش مبتنی بر دشمنی و اختلاف نظر بر سازمان حاکم شود (۲۰). برای حل این معضل پیشنهاد مناسب عدم انحلال شخصیت حقوقی دو شرکت و ادامه فعالیت آن دو به صورت مجزا اما هماهنگ شده می باشد (۷).

۳-۷) حداقل کردن عدم اطمینان محیطی: پیففر معتقد است که از دیدگاه وابستگی عمودی، هلدینگ های عمودی به طور خاص می توانند وسیله ای برای کاهش عدم اطمینان و وابستگی به منابع بیرونی که شرکت برای رسیدن به اهدافش به آن ها نیاز دارد، باشند (۱۳). هلدینگ های عمودی می توانند، عدم اطمینانی های مرتبط با نوسانات قیمت و عدم توان عرضه کنندگان در ارائه منابع مورد نیاز را کاهش دهند (۱۵).

۳-۸) تئوری انحصار: اگر یک شرکت هلدینگ افقی به اندازه کافی بزرگ شود می تواند از مزایای انحصار (فروش محصولات یا خرید مواد اولیه و تدارکات) بهره بگیرد. (۱۵).

۳-۹) تئوری متنوع سازی و کاهش ریسک: شرکت های هلدینگ مختلط به عنوان جایگزینی برای بیمه برای سهامدارانشان عمل می کنند، وقتی سرمایه گذار سهامش نماینده سهام در شرکت های مختلف است. این سهام یک سبد دارایی متنوع را ارائه می دهد و بنابراین ریسک غیر سیستماتیک کمتری دارد (۶).

۳-۱۰) مقیاس اقتصادی<sup>۲</sup>: شرکت های هلدینگ می توانند با استفاده از امکانات تولید اضافی و گاهی اوقات استفاده نشده هزینه سربار هر واحد را کاهش دهد و یا در

یا اینکه آن ها را اکتساب می نمایند. این فعالیت ها با انگیزه های متفاوتی انجام میگیرد. در ادبیات تحقیق عوامل زیر در تشکیل شرکت های هلدینگ موثر شناخته شده اند:

۳-۱) سینرژی<sup>۱</sup> (تئوری کارایی): طبق تعریف گولد و کمپبل هر گاه دو یا چند شرکت از طریق کارکردن با یکدیگر نسبت به زمانی که آن ها جداگانه کار میکنند ارزش بیشتری بیافرینند سینرژی به وقوع پیوسته است. (۳). سینرژی در هر سه نوع هلدینگ عمودی، افقی و مختلط موثر می باشد.

۳-۲) عمومی دانستن مهارت های مدیریتی: این عقیده وجود دارد که مدیران حرفه ای دارای مهارت هایی هستند که می تواند در کسب و کارهای مختلف به خوبی و به طور یکسان استفاده شود. با تکیه بر این فرض که علی رغم تفاوت در کسب و کارها آن ها نیاز به مهارت های مدیریتی مشابهی دارند، این امر منجر به تشکیل بسیاری از هلدینگ های مختلط گردید (۱۴).

۳-۳) رشد سریع: هلدینگ ها (شامل هر سه نوع آن ها) از طریق اکتساب شرکت های دیگر می توانند به سرعت منابع ارزشمند را بدست آورده و رشد کنند (۱۳). استاریاک شایعترین انگیزه تشکیل هلدینگ ها را در عمل رشد سریع می داند. این هدفی است که به آسانی ارزیابی می شود و اغلب به عنوان استراتژی اصلی انتخاب می شود (۱۵).

۳-۴) استفاده از مزایای شرکت های کوچک و بزرگ و اجتناب از معایب آن دو به طور هم زمان: در هر سه نوع شرکت های هلدینگ، شرکت های تابعه از مزایای کوچکی برخوردار هستند. در حالیکه عملکرد مجموعه ای شرکت های تابعه هلدینگ ها آن ها را از مزایای شرکت های بزرگ برخوردار می سازد (۱۶).

۳-۵) مزایای خصوصی کنترل (تئوری مهاجم): شرکت های هلدینگ (هر سه نوع آن ها) متهم به انتقال ثروت متعلق به سهامداران اقلیت به سهامدار اکثریت (خودشان) می باشند (۱۷). برای سهامدار کنترل کننده مزایای خاصی به هزینه دیگر سهامداران وجود دارد (۱۸). اینگونه مزایا به صورت نقدی و هم به صورت غیر نقدی

<sup>2</sup> Economics of scale

<sup>1</sup> Synergy

کنترل و مالکیت جداسازی ایجاد کنند. یعنی بدون داشتن تمام سهام شرکت، از طریق یک یا چند شرکت هلدینگ به صورت زنجیره عمودی بر شرکت هدف اعمال کنترل کنند (۶).

۳-۱۶ کاهش ریسک به واسطه شخصیت حقوقی جداگانه شرکت های تابعه: در رابطه با هر سه نوع شرکت های هلدینگ، این ساختار راهی برای مصون ماندن شرکت هلدینگ از پیامدهای مسایل حقوقی مرتبط با شرکت های تابعه می باشد. چنانچه یکی از شرکت های تابعه متحمل زیان هایی بیش از ارزش ویژه خود شود، چون در شرکت سهامی مسئولیت سهامداران به میزان سرمایه شان در شرکت محدود می باشد شرکت مادر در قبال زیان های وارد به میزان سرمایه اش زیان می کند (۲۲).

۳-۱۷ تسهیل رعایت قوانین مختلف در کشورهای دیگر از طرف شرکت فرعی: با توجه به اینکه شرکت های تابعه در شرکت هلدینگ شخصیت حقوقی جداگانه دارند لذا به آسانی می توانند از قوانین حقوقی خاص محل فعالیت خود در کشورهای دیگر تبعیت کنند که در غیر این صورت این امر به این آسانی امکان پذیر نبود (۹).

#### ۴- روش شناسی تحقیق

##### ۴-۱- فرضیه ها و سؤال تحقیق

در این تحقیق به تفکیک در رابطه با سه نوع هلدینگ عمودی، افقی و مختلط فرضیات و سئوالات زیر مطرح گردید:

(الف) گروه عوامل مدیریتی در ایجاد شرکت های هلدینگ (به تفکیک سه نوع) در ایران موثرند.

(ب) گروه عوامل مالی در ایجاد شرکت های هلدینگ (به تفکیک سه نوع) در ایران موثرند.

(ج) گروه عوامل حقوقی در ایجاد شرکت های هلدینگ (به تفکیک سه نوع) در ایران موثرند.

(د) اولویت اجزای عوامل (مدیریتی، مالی و حقوقی) در ایجاد شرکت های هلدینگ (به تفکیک سه نوع)

چگونه است؟

رابطه با هزینه های عمومی از قبیل هزینه های مالی یا بازاریابی از مقیاس اقتصادی استفاده کنند (۲۱).

۳-۱۱ مزیت مالیاتی: شرکت های هلدینگ عمودی میتوانند در مناطقی از کشور که شرکت ها از بدو تاسیس تا مدت معینی مشمول معافیت یا تخفیف مالیاتی می شوند، با تاسیس شرکتی جدید در این مناطق و انتقال مراحل پایانی تولید با کل یا اکثر حاشیه سود به این شرکت تازه تاسیس از معافیت یا تخفیف مزبور استفاده نمایند. این امکان تنها در رابطه با هلدینگ های عمودی وجود دارد.

۳-۱۲ ارزیابی زیر قیمت واقعی (تئوری ارزیابی): بارنی در تئوری خود با عنوان «ارزیابی کردن زیر قیمت واقعی» معتقد است که نقص بازارهای سرمایه میتواند موجب ایجاد انحرافات در قیمت بازار شرکت ها شود. شرکتی که ارزش بالاتری برای استفاده از دارایی ها نسبت به قیمت مشخص شده توسط بازار قائل است میتواند از این شکاف سود به دست آورد (۱۵).

۳-۱۳ نقدینگی آزاد: در هر سه نوع شرکت های هلدینگ در صورتیکه شرکت دارای نقدینگی آزاد باشد می تواند اقدام به اکتساب و ایجاد شرکت های جدید نماید تا ثروت سهامداران خود را به حداکثر برساند (۱۵). در این حالت شرکت در زمینه های دارای اولویت سرمایه گذاری می کند.

۳-۱۴ اهرم مالی مضاعف: شرکت های هلدینگ (هر سه نوع) و شرکت های تابعه آن ها این امکان را دارند که با توجه به دارایی هایشان از وام استفاده کنند. این امر امکان اخذ وام بیشتری را نسبت به حالت ادغام فراهم می کند و باعث می شود شرکت های هلدینگ بتوانند در ساختار سرمایه شان از بدهی بیشتری استفاده نمایند. بهره ناشی از بدهی از نظر مالیاتی هزینه ای قابل قبول است و بنابراین یک سپر مالیاتی محسوب می شود (۶)، همچنین از آنجا که تامین مالی از طریق استقراض ارزانتر از آورده سهامداران است، این امر منجر به کاهش هزینه سرمایه شرکت می گردد.

۳-۱۵ کنترل با مالکیت محدود (جدا کردن کنترل و مالکیت): هر سه نوع شرکت های هلدینگ می توانند میان

## ۴-۲- جامعه آماری

هلدینگ (به تفکیک سه نوع) پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می دهد. صفت مشخصه این شرکت ها تهیه صورت های مالی تلفیقی در پایان سال مالی می باشد.

این تحقیق دارای سه جامعه آماری به تفکیک برای شرکت های هلدینگ عمودی، افقی و مختلط می باشد. جامعه های آماری این تحقیق را مدیران ارشد (اعضای هیات مدیره، مدیر عامل و معاونین) شرکت های

جدول ۱. توزیع فراوانی جامعه آماری

نوع شرکت توزیع فراوانی	شرکت های هلدینگ عمودی	شرکت های هلدینگ افقی	شرکت های هلدینگ مختلط	مجموع
تعداد افراد	۴۷۰	۴۴۰	۲۵۰	۱۱۶۰

## ۴-۳- نمونه تحقیق

فرمول در سطح ۹۵٪ محاسبه شد، که برای اطمینان بیشتر از حجم نمونه بزرگتری نسبت به نمونه محاسبه شده استفاده شد.

از روش نمونه گیری تصادفی با تخصیص متناسب استفاده شده است. حداقل نمونه مورد نیاز با استفاده از

جدول ۲. توزیع فراوانی پرسشنامه های ارسالی و دریافتی

هلدینگ مختلط	هلدینگ افقی	هلدینگ عمودی	جامعه آماری تعداد پرسشنامه
۷۰	۷۹	۸۰	حداقل نمونه مورد نیاز
۱۲۵	۱۴۶	۱۵۶	تعداد پرسشنامه توزیع شده
۷۸	۸۸	۹۴	تعداد پرسشنامه دریافت شده
۷۸	۸۶	۹۰	تعداد پرسشنامه کامل تکمیل شده برای تعیین عوامل
۶۸	۶۹	۷۸	تعداد پرسشنامه کامل تکمیل شده برای تعیین اولویت
۴۹	۵۳	۶۱	تعداد پرسشنامه سازگار برای تعیین اولویت

## ۴-۴- ابزار جمع آوری داده ها و اعتبار آن

تا بدان جا ادامه یافت که عوامل مورد استخراج تکرار همان عوامل استخراج شده قبلی بودند. مع الوصف، راجع به پایایی و جامعیت این عوامل از صاحب نظران نظرخواهی شد. بعلاوه از آنجایی که ابزار گردآوری داده ها در این پژوهش پرسشنامه بوده است و این عوامل به صورت جامع و مانع در پرسشنامه (نظرخواهی) منعکس شده اند، سنجش روایی پرسشنامه برای حصول اطمینان نسبت به جامعیت عوامل کافی دانسته شده است. نکته قابل ذکر اینکه در پرسشنامه ها سوالی گنجانیده شد که در آن از

بدیهی است که یافتن کلیه عوامل و گروه بندی آنها از اهمیت خاصی برخوردار باشد. محدوده موضوعی پژوهش، عوامل مدیریتی، مالی و حقوقی می باشد. بنابراین، باید با اتکاء به منابع علمی فهرست هر دسته از این عوامل استخراج می گردید. در کاوش در منابع علمی، مدلی جامع و قابل اتکاء که این عوامل را احصاء نموده باشد یافته نشد. هر یک از منابع، عوامل متنوعی را معرفی نموده اند. کاوش در این منابع و استخراج عوامل

هلدينگ و پرسشنامه دوم به منظور مقایسات زوجی و تعیین اولویت عوامل به روش تحلیل سلسله مراتبی (تهیه و استفاده شده است).  
به منظور تعیین پایایی داده های جمع آوری شده از طریق پرسشنامه از روش تکرار آزمون استفاده گردید.

پاسخ دهندگان پرسیده شد آیا عوامل دیگر بنظر آنان میرسد یا خیر؟  
در این تحقیق برای گروه بندی عوامل از یک پرسشنامه استفاده شد و بعد از گروه بندی عوامل به تفکیک هر نوع هلدينگ دو پرسشنامه ( پرسشنامه اول به منظور تعیین عوامل موثر در تشکیل شرکت های

جدول ۳. آزمون تکرار آزمون ابزار تحقیق

هلدينگ مختلط	هلدينگ افقی	هلدينگ عمودی	نوع شرکت ضریب همبستگی
۰,۸۹	۰,۸۲	۰,۸۵	پرسشنامه گروه بندی عوامل
۰,۹۸	۰,۹۶	۰,۹۸	پرسشنامه عوامل
۰,۸۶	۰,۸۵	۰,۸۹	پرسشنامه AHP

اسمیرنوف (k-S) برای تعیین این که داده های جمع آوری شده از توزیع نرمال پیروی می کنند یا خیر استفاده شد. از آنجا که با توجه به نتایج آزمون k-S جامعه تحقیق نرمال نبود، برای آزمون فرضیات از آزمون دوجمله ای (binomial) استفاده شد.

پس از گروه بندی و تعیین عوامل، اولویت بندی آنها با استفاده از روش فرآیند تحلیل سلسله مراتبی انجام شد.

### ۵- تجزیه و تحلیل داده ها

۵-۱- آزمون دو جمله ای گروه بندی عوامل: با بهره گیری از آزمون دوجمله ای اجزای عوامل شناسایی شده بر اساس منابع تحقیق در سه گروه مطابق جدول ۴ دسته بندی شدند.

با توجه به نتایج ذکر شده در بالا و همبستگی بالای پاسخ ها در دو آزمون انجام شده، پایایی ابزار اندازه گیری در سطح مطلوبی می باشد.  
یکی از نقاط قوت روش تحلیل سلسله مراتبی استفاده از نرخ سازگاری پاسخ های هر ماتریس برای بررسی درجه پایایی ماتریس مقایسات زوجی است. وجود سازگاری باعث می شود که نتایج از قابلیت اطمینانی قابل قبولی برخوردار باشند. در این رابطه پرسشنامه های پاسخ داده شده ای که نرخ سازگاری بیش از ۰/۱ داشتند از نمونه ها حذف گردیدند.

### ۵-۴- شیوه تحلیل داده ها

پس از جمع آوری داده ها، تحلیل های لازم در مورد تعیین عوامل صورت پذیرفت. از آزمون کولموگروف-

جدول ۴. گروه بندی عوامل

گروه عوامل حقوقی	گروه عوامل مالی	گروه عوامل مدیریتی
کنترل با مالکیت محدود	انحصار	سینرژی
شخصیت حقوقی مستقل	متنوع سازی و کاهش ریسک	عمومی دانستن مهارت های مدیریتی
قوانین سایر کشورها	مقیاس اقتصادی	رشد سریع
	مزیت مالیاتی	کوچک و بزرگ بودن بطور همزمان
	خرید زیر قیمت شرکتها	مزایای خصوصی کنترل
	نقدینگی آزاد	ارامش در نیروی کار
	اهرم مالی مضاعف	

۲-۵- آزمون دو جمله ای تشخیص عوامل در گروهها: با بهره گیری از آزمون دو جمله ای اجزای گروههای عوامل مدیریتی، مالی و حقوقی مورد آزمون قرار گرفتند، که نتایج در جداول ۵، ۶، و ۷ به تفکیک نوع شرکت های هلدینگ نشان داده شده است.

جدول ۵. نتایج آزمون دو جمله ای در رابطه با شرکت های هلدینگ عمودی

عوامل	فرض H1	نسبت مشاهده شده	نسبت آزمون	سطح خطا	سطح معناداری	نتیجه آزمون
مدیریتی	سینرژی در تشکیل هلدینگ عمودی موثر است	۰/۷۴	۰/۵	۰/۰۵	۰/۰۰۰	تایید H1
	رشد سریع در تشکیل هلدینگ عمودی موثر است	۰/۶۲	۳	۰/۰۵	۰/۰۲۶	تایید H1
	کوچک و بزرگ بودن در یک زمان در تشکیل هلدینگ عمودی موثر است	۰/۶۶	۰/۵	۰/۰۵	۰/۰۰۴	تایید H1
	مزایای خصوصی کنترل در تشکیل هلدینگ عمودی موثر است	۰/۶۷	۰/۵	۰/۰۵	۰/۰۰۲	تایید H1
	جلوگیری از تعارضات احتمالی درون سازمانی در تشکیل هلدینگ عمودی موثر است	۰/۱۹	۰/۵	۰/۰۵	۰/۰۰۰	رد H1
	برخورداری عرضه کنندگان مطمئن در تشکیل هلدینگ عمودی موثر است	۰/۷۰	۳	۰/۰۵	۰/۰۰۰	تایید H1
مالی	مقیاس اقتصادی در تشکیل هلدینگ عمودی موثر است	۰/۹۱	۰/۵	۰/۰۵	۰/۰۰۰	تایید H1



H1 رد	۰/۱۱۳	۰/۰۵	۰/۵	۰/۴۱	مزیت مالیاتی در تشکیل هلدینگ عمودی موثر است	
H1 تایید	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۰/۵	۰/۸۲	نقدینگی آزاد در تشکیل هلدینگ عمودی موثر است	
H1 تایید	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۰/۵	۰/۹۱	بالا بودن هزینه های ادغام در تشکیل هلدینگ عمودی موثر است	
H1 تایید	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۰/۵	۰/۹۱	اهرم مالی مضاعف در تشکیل هلدینگ عمودی موثر است	
H1 رد	۰/۷۵۲	۰/۰۵	۳	۰/۴۸	خرید زیر قیمت شرکت ها در تشکیل هلدینگ عمودی موثر است	
H1 تایید	۰/۰۲۶	۰/۰۵	۳	۰/۵۶	کنترل با مالکیت محدود در تشکیل هلدینگ عمودی موثر است	
H1 تایید	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۰/۵	۰/۸۳	کاهش ریسک بواسطه شخصیت حقوقی مستقل در تشکیل هلدینگ عمودی موثر است	حقوقی
H1 تایید	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۰/۵	۰/۸۲	تسهیل در رعایت قوانین دیگر کشورها در تشکیل هلدینگ عمودی موثر است	

جدول ۶. نتایج آزمون دوجمله ای در رابطه با شرکت های هلدینگ افقی

عوامل	فرض H1	نسبت مشاهده شده	نسبت آزمون	سطح خطا	سطح معناداری	نتیجه آزمون
مدیریتی	سینرژی در تشکیل هلدینگ افقی موثر است	۰/۷۷	۰/۵	۰/۰۵	۰/۰۰۰	H1 تایید
	رشد سریع در تشکیل هلدینگ افقی موثر است	۰/۷۱	۳	۰/۰۵	۰/۰۰۰	H1 تایید
	کوچک و بزرگ بودن در یک زمان در تشکیل هلدینگ افقی موثر است	۰/۷۶	۰/۵	۰/۰۵	۰/۰۰۰	H1 تایید
	مزایای خصوصی کنترل در تشکیل هلدینگ افقی موثر است	۰/۶۵	۳	۰/۰۵	۰/۰۴	H1 تایید
	جلوگیری از تعارضات احتمالی درون سازمانی در تشکیل هلدینگ عمودی موثر است	۰/۳۵	۰/۵	۰/۰۵	۰/۰۰۷	H1 رد
مالی	مقیاس اقتصادی در تشکیل هلدینگ افقی موثر است	۰/۷۰	۰/۵	۰/۰۵	۰/۰۰۰	H1 تایید
	انحصار در فروش در تشکیل هلدینگ افقی موثر است	۰/۵۲	۳	۰/۰۵	۰/۷۴۷	H1 رد
	نقدینگی آزاد در تشکیل هلدینگ افقی موثر است	۰/۶۷	۰/۵	۰/۰۵	۰/۰۰۲	H1 تایید

H1 تایید	۰/۰۰۷	۰/۰۵	۰/۵	۰/۶۵	بالا بودن هزینه های ادغام در تشکیل هلدینگ افقی موثر است	حقوقی
H1 تایید	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۰/۵	۰/۸۳	اهرم مالی مضاعف در تشکیل هلدینگ افقی موثر است	
H1 تایید	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۳	۰/۷۲	خرید زیر قیمت شرکت ها در تشکیل هلدینگ افقی موثر است	
H1 تایید	۰/۰۲۳	۰/۰۵	۳	۰/۶۳	کنترل با مالکیت محدود در تشکیل هلدینگ افقی موثر است	
H1 تایید	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۰/۵	۰/۹۱	کاهش ریسک بواسطه شخصیت حقوقی مستقل در تشکیل هلدینگ افقی موثر است	
H1 تایید	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۰/۵	۰/۹۳	تسهیل در رعایت قوانین دیگر کشورها در تشکیل هلدینگ افقی موثر است	

جدول ۷. نتایج آزمون دوجمله ای در رابطه با شرکت های هلدینگ مختلط

عوامل	فرض H1	نسبت مشاهده شده	نسبت آزمون	سطح خطا	سطح معناداری	نتیجه آزمون
مدیریتی	سینرژی در تشکیل هلدینگ مختلط موثر است	۰/۷۲	۰/۵	۰/۰۵	۰/۰۰۰	H1 تایید
	رشد سریع در تشکیل هلدینگ مختلط موثر است	۰/۶۴	۳	۰/۰۵	۰/۰۱۷	H1 تایید
	کوچک و بزرگ بودن در یک زمان در تشکیل هلدینگ مختلط موثر است	۰/۷۷	۰/۵	۰/۰۵	۰/۰۰۰	H1 تایید
	مزایای خصوصی کنترل در تشکیل هلدینگ مختلط موثر است	۰/۷۷	۰/۵	۰/۰۵	۰/۰۰۰	H1 تایید
	جلوگیری از تعارضات احتمالی درون سازمانی در تشکیل هلدینگ مختلط موثر است	۰/۱۸	۰/۵	۰/۰۵	۰/۰۰۰	H1 رد
	عمومی دانستن مهارت های مدیریتی در تشکیل هلدینگ مختلط موثر است	۰/۷۲	۳	۰/۰۵	۰/۰۰۰	H1 تایید
مالی	مقیاس اقتصادی در تشکیل هلدینگ مختلط موثر است	۰/۶۷	۰/۵	۰/۰۵	۰/۰۰۴	H1 تایید
	کاهش ریسک بواسطه پرتفوی در تشکیل هلدینگ مختلط موثر است	۰/۹۴	۳	۰/۰۵	۰/۰۰۰	H1 تایید
	نقدینگی آزاد در تشکیل هلدینگ مختلط موثر است	۰/۸۱	۰/۵	۰/۰۵	۰/۰۰۰	H1 تایید
	بالا بودن هزینه های ادغام در تشکیل هلدینگ	۰/۱۹	۰/۵	۰/۰۵	۰/۰۰۰	H1 رد

					مختلط موثر است	
H1 رد	۰/۲۱۳	۰/۰۵	۰/۵	۰/۴۲	اهرم مالی مضاعف در تشکیل هلدینگ مختلط موثر است	
H1 تایید	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۳	۰/۷۰	خرید زیر قیمت شرکت ها در تشکیل هلدینگ مختلط موثر است	
H1 تایید	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۳	۰/۶۹	کنترل با مالکیت محدود در تشکیل هلدینگ مختلط موثر است	حقوقی
H1 تایید	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۰/۵	۰/۷۹	کاهش ریسک بواسطه شخصیت حقوقی مستقل در تشکیل هلدینگ مختلط موثر است	
H1 رد	۰/۰۰۹	۰/۰۵	۰/۵	۰/۳۵	تسهیل در رعایت قوانین دیگر کشورها در تشکیل هلدینگ مختلط موثر است	

۵-۲- نتایج اولویت بندی به روش تحلیل سلسله مراتبی : اولویت اجزای گروههای عوامل موثر در تشکیل شرکت های هلدینگ به تفکیک نوع آن ها در جدول ۸ نشان داده شده است :

جدول ۸. اولویت بندی اجزای عوامل موثر در تشکیل شرکت های هلدینگ

ردیف	هلدینگ عمودی		هلدینگ افقی		هلدینگ مختلط	
	اولویت بندی عوامل	میانگین موزون وزن ها	اولویت بندی عوامل	میانگین موزون وزن ها	اولویت بندی عوامل	میانگین موزون وزن ها
۱	سینرژی	۰,۱۲۵۷	رشد سریع	۰,۱۳۹۱	متنوع سازی	۰,۰۸۹۲
۲	رشد سریع	۰,۱۱۹۸	سینرژی	۰,۱۲۰۶	سینرژی	۰,۰۸۷۱
۳	عرضه کنندگان مطمئن	۰,۱۰۵۲	مقیاس اقتصادی	۰,۱۱۴۶	نقدینگی آزاد	۰,۰۸۲۲
۴	نقدینگی آزاد	۰,۱۰۰۴	بالا بودن هزینه های ادغام	۰,۱۰۶۲	رشد سریع	۰,۰۸۲۰
۵	بالا بودن هزینه های ادغام	۰,۱۰۰۱	کنترل با مالکیت محدود	۰,۰۹۸۵	عمومی دانستن مدیریت	۰,۰۶۷۱
۶	کنترل با مالکیت محدود	۰,۰۹۴۳	نقدینگی آزاد	۰,۰۹۲۰	کوچک و بزرگ بودن	۰,۰۶۶۳
۷	اهرم مالی مضاعف	۰,۰۹۳۴	شخصیت حقوقی مستقل	۰,۰۸۹۷	کنترل با مالکیت محدود	۰,۰۶۴۴
۸	شخصیت حقوقی مستقل	۰,۰۸۷۴	مزایای خصوصی کنترل	۰,۰۷۵۳	مزایای خصوصی کنترل	۰,۰۶۲۳
۹	قوانین دیگر کشورها	۰,۰۴۱۱	قوانین دیگر	۰,۰۴۰۶	خرید زیر قیمت	۰,۰۶۲۲

	کشورها	شرکت ها			
۱۰	کوچک و بزرگ بودن	۰,۰۲۸۲	اهرم مالی مضاعف	۰,۰۲۷۴	کاهش ریسک حقوقی
۱۱	مزایای خصوصی کنترل	۰,۰۲۴۲	کوچک و بزرگ بودن	۰,۰۲۵۹	مقیاس اقتصادی
۱۲	مقیاس اقتصادی	۰,۰۲۲۱	جلوگیری از تعارضات	۰,۰۲۴۸	قوانین دیگر کشورها
۱۳	جلوگیری از تعارضات	۰,۰۲۱۵	انحصار در فروش	۰,۰۲۴۰	جلوگیری از تعارضات
۱۴	مزیت مالیاتی	۰,۰۱۹۶	خرید زیر قیمت شرکت ها	۰,۰۲۰۵	هزینه های ادغام
۱۵	خرید زیر قیمت شرکت ها	۰,۰۱۷۲			اهرم مالی مضاعف

## ۶- نتایج تحقیق

### ۶-۱) هلدینگ عمودی

الف) اجزای گروه عوامل مدیریتی موثر در تشکیل شرکت های هلدینگ عمودی : (۱) سینرژی ، (۲) رشد سریع ، (۳) استفاده از مزایای کوچک و بزرگ بودن در یک زمان و اجتناب از معایب هر دو ، (۴) مزایای خصوصی کنترل ، (۵) جلوگیری از تعارضات درون سازمانی احتمالی ناشی از ادغام ، (۶) کاهش ریسک بواسطه برخورداری از عرضه کنندگان مطمئن . با انجام آزمون های مربوطه مشخص شد به جز مولفه جلوگیری از تعارضات احتمالی ناشی از ادغام ، بقیه مولفه ها در تشکیل شرکت های هلدینگ عمودی نقش داشته اند. با توجه به اینکه پنج مولفه از شش مولفه ذکر شده در بالا تایید شدند ، می توان نتیجه گرفت گروه عوامل مدیریتی در ایجاد شرکت های هلدینگ عمودی در ایران موثرند.

ب) اجزای گروه عوامل مالی موثر در تشکیل شرکت های هلدینگ عمودی : (۱) مقیاس اقتصادی ، (۲) مزیت مالیاتی ، (۳) نقدینگی آزاد ، (۴) بالابودن هزینه های ادغام ، (۵) اهرم مالی مضاعف ، (۶) خرید زیر قیمت شرکت ها . با انجام آزمون های مربوطه مشخص شد به جز دو

مولفه مزیت مالیاتی و خرید زیر قیمت شرکت ها ، بقیه مولفه ها در تشکیل شرکت های هلدینگ عمودی نقش داشته اند. با توجه به اینکه چهار مولفه از شش مولفه ذکر شده در بالا تایید شدند ، می توان نتیجه گرفت گروه عوامل مالی در ایجاد شرکت های هلدینگ عمودی در ایران موثرند.

ج) اجزای گروه عوامل حقوقی موثر در تشکیل شرکت های هلدینگ عمودی : (۱) کنترل با مالکیت محدود ، (۲) کاهش ریسک بواسطه شخصیت حقوقی مستقل ، (۳) تسهیل رعایت قوانین دیگر کشورها . با انجام آزمون های مربوطه مشخص شد که همه مولفه های حقوقی مذکور در تشکیل شرکت های هلدینگ عمودی نقش داشته اند. با توجه به اینکه هر سه مولفه مذکور تایید شدند ، می توان نتیجه گرفت گروه عوامل حقوقی در ایجاد شرکت های هلدینگ عمودی در ایران موثرند.

### ۶-۲) هلدینگ افقی :

الف) اجزای گروه عوامل مدیریتی موثر در تشکیل شرکت های هلدینگ افقی : (۱) سینرژی ، (۲) رشد سریع ، (۳) استفاده از مزایای کوچک و بزرگ بودن در یک زمان و اجتناب از معایب هر دو ، (۴) مزایای



جدول ۹. اولویت بندی عوامل مربوط به تشکیل شرکت های هلدینگ

اولویت	هلدینگ عمودی	هلدینگ افقی	هلدینگ مختلط
۱	سینرژی	رشد سریع	متنوع سازی
۲	رشد سریع	سینرژی	سینرژی
۳	عرضه کنندگان مطمئن	مقیاس اقتصادی	نقدینگی آزاد
۴	نقدینگی آزاد	بالا بودن هزینه های ادغام	رشد سریع
۵	بالا بودن هزینه های ادغام	کنترل با مالکیت محدود	عمومی دانستن مدیریت
۶	کنترل با مالکیت محدود	نقدینگی آزاد	کوچک و بزرگ بودن
۷	اهرم مالی مضاعف	شخصیت حقوقی مستقل	کنترل با مالکیت محدود
۸	شخصیت حقوقی مستقل	مزایای خصوصی کنترل	مزایای خصوصی کنترل
۹	قوانین دیگر کشورها	قوانین دیگر کشورها	خرید زیر قیمت
۱۰	کوچک و بزرگ بودن	اهرم مالی مضاعف	کاهش ریسک حقوقی
۱۱	مزایای خصوصی کنترل	کوچک و بزرگ بودن	مقیاس اقتصادی
۱۲	مقیاس اقتصادی	خرید زیر قیمت شرکت ها	

#### ۷- پیشنهادات

شرکت های هلدینگ به واسطه «مزیت سرپرستی»<sup>۱</sup> است که به وجود آمده اند با قبول این مساله ، چند پیشنهاد برای دست اندر کاران اقتصادی توصیه می شود :

الف) طبق یافته های تحقیق برخی از اجزای عوامل مدیریتی ، مالی و حقوقی و همچنین اولویت اجزای این عوامل در هلدینگ های عمودی ، افقی و مختلط متفاوت می باشد . توجه مدیران این شرکت ها به تفاوت های موجود و تصمیم گیری های متناسب با اقتضانات هر یک از سه نوع هلدینگ ها ضروری می باشد.

ب) عوامل شناسایی شده می تواند معیاری برای شرکت های هلدینگ در ارزیابی عملکرد و ساختارشان باشد. بنابر این پیشنهاد میشود تحقیق مستقلی برای طراحی سیستم ارزیابی عملکرد با رویکرد فرایندی مبتنی بر عوامل شناسائی شده این تحقیق صورت گیرد.

ج) در تحقیقی مستقل به ارتباط بین عملکرد هلدینگ و تاثیر هر عامل پرداخته شود.

د) در تحقیقی دیگر می توان نحوه دخیل کردن عوامل شناسائی شده در فرایند طراحی ساختار هلدینگها را بررسی نمود.

ه) بعضی از عوامل ذکر شده از جمله مزایای خصوصی کنترل و کنترل با مالکیت محدود به عنوان تهدیدی برای اقتصاد کلان کشور می باشند ، لزوم توجه دست اندر کاران اقتصادی کشور به این مسایل ضروری به نظر می رسد.

#### منابع و ماخذ

- Young- Deok Jeon & Yonung- Yong Kim (2004) conglomerates and economic calculation, research report,

<sup>1</sup> Parenting Advantage

۱۰. صفاری ، سید مصطفی (۱۳۸۱) تبیین و شناسایی شرکت های سرمایه گذاری در کشور ، تهران ، موسسه توسعه صنعت سرمایه گذاری ایران.

۱۱. نیکبخت، محمدرضا (۱۳۷۹) حسابداری پیشرفته، تهران، موسسه انتشارات و چاپ دانشگاه تهران.

12. Dunstan. K (1999) corporate acquisitions motivation and consequence, working paper, school of accountancy Queensland, university of technology, Australia.

13. Hrkkinen, lotta (2005) operations integration and value creation horizontal cross border acquisitions, Research Report, the Turku school of economics and business administration.

14. Goold. M and lochs. K (1993) why diversify? Four decades of management thinking, academy of management executive, vol 7, no3.

15. Gammel Gaard Jens (2004) competence: A dynamic extension of the existing typology of acquisition motives, Copenhagen business school.

۱۶. رایبیز ، استیفن (۱۳۸۴) رفتار سازمانی ، ترجمه پارساییان و اعرابی ، تهران دفتر پژوهش های فرهنگی.

17. Yafeh Yishay (2002) Japans Corporate Groups, Research report, Hebrew university.

18. Holderness, Cifford (2003), a survey of block holders and corporate control,

the quarterly journal of Austrian economics, vol 1, no 1, pp. 53- 64.

2. Goold, M & Campbell. A (1987) strategies & styles, Oxford basil, Blackwell.

3. Goold. M and Campbell. A (1998) desperately seeking synergy, Harvard business review, September October, pp 131-143.

4. Got Elisa and Sans Fabrice (2002) mergers & acquisitions: avoiding the path of decay, master thesis, Linkoping University Sweden.

5. Clarke Simon (2004) the management structure of Russian holding companies, university of Warwick, UK.

6. Rommens. A & Deloof. M & Jegers. M (1998) why do holding companies in pyramidal groups trade at a discount? , Research report, university of Brussels.

7. Jee - woo, lee (1999) the functions and roles of holding company systems, research report, Vietnam.

8. Goold. M & Alexander. M (1994) corporate level strategy, New York, john Wiley & sons.

۹. صالح اردستانی ، عباس ، (۱۳۷۲) ، الزامات سازماندهی به شکل هلدینگ برای سیستم مالی شرکت ها در ایران ، پایان نامه ، تهران ، دانشکده مدیریت دانشگاه علامه طباطبایی.

Research Report, Copenhagen business school.

Research Report, Economic policy Review.

22. Gary Shayne (1998) the dynamics of diversification, 16 Th international system dynamics conference, Quebec City.

19. Mukherjee. T, kiymaz. H, baker. H (2004) merger motives and target valuation, Washington Hogod School of business.

۲۰. دفت ، ریچارد (۱۳۸۱) مبانی تئوری و طراحی سازمان ، ترجمه پارسائیان و اعرابی ، تهران ، دفتر پژوهش های فرهنگی.

21. Iversen Mikael (1998) concepts of synergy - towards a clarification,