

بررسی اثر محدودیت تأمین مالی و ابعاد رقابتی بودن بازار محصول بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

جبار سالم‌پور^۱، عبدالکریم مقدم^۲

^۱ مربی (دانشجوی دکتری)، عضو هیات علمی گروه اقتصاد حسابداری و مدیریت، دانشگاه پیام نور آبادان، ایران

^۲ استادیار، عضو هیات علمی گروه اقتصاد حسابداری و مدیریت، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

نام نویسنده مسئول:

جبار سالم‌پور

چکیده

هدف از انجام تحقیق حاضر بررسی اثر محدودیت مالی و ابعاد رقابتی بودن بازار محصول بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه‌های این مطالعه شامل ۱۱۱ شرکت مندرج در فهرست شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۹-۱۳۹۳ است. در تحقیق حاضر محدودیت مالی و رقابتی بودن بازار محصول به عنوان متغیر مستقل، بازده سهام به عنوان متغیر وابسته و متغیرهای سودآوری و فرصت‌های رشد به عنوان متغیر کنترلی انتخاب گردیدند. برای سنجش محدودیت مالی از شاخص‌های WW, KZ, KZIR استفاده گردید. همچنین برای سنجش ابعاد رقابتی بودن بازار محصول از شاخص (جانشینی کالاها، اندازه بازار، تمرکز صنعت، موانع ورود به بازار، کیوتو بین، تعداد شرکت‌های فعال)، استفاده گردید. در تحقیق حاضر از آزمون جاک- برا به منظور نرمال بودن داده‌های آماری، آزمون دوربین - واتسون به منظور آزمون استقلال خطاها از یکدیگر، آزمون F فیشر به منظور معنی‌داری مدل رگرسیونی، از ضریب تعیین R^2 ، به منظور تبیین مدل، آزمون T استیو دنت به منظور آزمون پیش فرض اعتبار ضرایب مدل رگرسیونی (ضریب همبستگی B)، استفاده گردید. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های اصلی اول و دوم نشان می‌دهد که، متغیرهای محدودیت مالی و ابعاد رقابتی بودن بازار محصول بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معناداری دارد.

واژگان کلیدی: محدودیت مالی، ابعاد رقابتی بودن بازار محصول، بازده سهام، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران.

۱- مقدمه

شرکت‌ها تصمیمات عملیاتی مختلفی را اتخاذ می‌کنند. برای نمونه تحقیقات بازاریابی اولیه را انجام می‌دهند، محصول‌های جذابی را ارائه می‌کنند، در مورد مقدار تولید و فروش تصمیم می‌گیرند، محصول‌هایشان را تبلیغ می‌کنند، شروع به تولید می‌کنند و سپس محصول‌ها را به مصرف‌کنندگان می‌فروشند. ماهیت رقابت در بازار محصول تقریباً بر رفتار شرکت‌ها در تمامی این مراحل تأثیر می‌گذارد. [۱]

رقابت بازار محصول یکی از مباحث گسترده‌ای است که بر رفتار بنگاه‌های بازرگانی در زمینه‌های گوناگون تأثیرگذار است. منظور از رقابتی بودن بازار محصول این است که، شرکت‌های مختلف در تولید و فروش کالا، رقابت تنگاتنگی دارند و کالای آن‌ها نسبت به دیگری برتری چندانی ندارد. [۲] در چنین حالتی مدیران امنیت شغلی خود را بیش‌تر در معرض خطر می‌بینند و باید کارایی خود را بالاتر ببرند. از این‌رو شرکت‌هایی که در معرض رقابت بیشتری قرار دارند، کوشش خواهند نمود تا توان رقابتی خود را از طریق مدیریت صحیح بر منابع و فعالیت‌های بنگاه اقتصادی ارتقاء دهند.

محیطی که شرکت‌ها اکنون در آن فعالیت می‌کنند در حال رشد و بسیار رقابتی است. شرکت‌ها برای ادامه حیات مجبور به رقابت با عوامل متعددی در سطح ملی و بین‌المللی و بسط فعالیت‌های خود از طریق سرمایه‌گذاری‌های جدید می‌باشند. شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری نیاز به منابع مالی دارند اما؛ منابع مالی و استفاده از آن‌ها باید به‌خوبی تعیین شود تا شرکت‌ها بتوانند در مسیر پیشرفت و سودآوری گام بردارند. [۳] شرکت‌ها به‌منظور اجرای پروژه‌های سودآور و دستیابی به حداکثر بازدهی در جهت افزایش ثروت سهامداران خود، از منابع مالی مختلف و به شیوه‌های گوناگون استفاده می‌کنند. به تهیه‌ی منابع مالی موردنیاز برای فعالیت‌های تجاری، انجام خریدهای تجاری یا سرمایه‌گذاری تأمین مالی می‌گویند. تأمین مالی به دو صورت انجام می‌شود: ۱- تأمین مالی داخلی، ۲- تأمین مالی خارجی.

تأمین مالی داخلی استفاده از سود انباشته و اندوخته‌ها برای تأمین مالی است [۴]. در منابع داخلی، شرکت از محل سود کسب‌شده اقدام به تأمین مالی می‌کند یعنی به‌جای تقسیم سود بین سهامداران، سود را در فعالیت‌های عمدتاً عملیاتی شرکت به‌منظور کسب بازده بیشتر به کار می‌گیرد [۵].

تأمین مالی خارجی شامل تأمین مالی از طریق استقراض و افزایش سرمایه است. تأمین مالی از طریق افزایش سرمایه شامل صدور سهام عادی با استفاده از بازار سرمایه و تأمین مالی از طریق استقراض عمدتاً شامل وام‌های بانکی و تسهیلات مالی، اسناد پرداختی بلندمدت و صدور اوراق مشارکت است.

توانایی شرکت در مشخص کردن منابع درون یا برون‌سازمانی در فراهم کردن سرمایه و تهیه برنامه‌های مالی مناسب و همچنین نداشتن محدودیت در تأمین منابع مالی می‌تواند یکی از عوامل تأثیرگذار بر بازده سهام شرکت‌ها باشد. لذا؛ مدیریت هنگام تصمیم‌گیری برای استفاده از منابع مالی جدید باید هزینه منابع مالی مختلف را مشخص کرده و آثاری را که بر بازده و ریسک عملیاتی شرکت می‌گذارد را تعیین کند. استفاده از شیوه‌های صحیح تأمین مالی برای اجرای پروژه‌های سودآور می‌تواند در جهت افزایش بازدهی و ارزش سهام شرکت نقش اساسی ایفا نماید.

منظور از محدودیت‌های مالی، محدودیت‌هایی است که، مانع تأمین همه وجوه موردنیاز سرمایه‌گذاری‌های مطلوب برای شرکت‌ها می‌گردد. این عدم توانایی ممکن است ناشی از شرایط بد اعتباری و عدم توانایی در گرفتن وام و یا عدم توانایی در انتشار سهام جدید، یا وجود دارایی‌های غیر نقد شونده باشد. واریانس قیمت‌های سهام شرکت‌هایی که با محدودیت مالی مواجه‌اند، به‌طور منطقی می‌تواند در بازده سهام آن‌ها منعکس شود. اگر محدودیت‌های مالی، به‌عنوان یک علامت مشخصه ارزش شرکت باشد، آن وقت تغییرات در شدت آن‌ها، باید در بازده‌های سهامشان منعکس گردد.

با توجه به ارائه مطالب ذکرشده، از یک‌سو رقابت روزافزون بنگاه‌های اقتصادی دست‌یابی به سود را محدود می‌کند و از سوی دیگر جهت دستیابی به حداکثر بازدهی موردانتظار، شیوه تأمین مالی و نداشتن محدودیت مالی می‌تواند بسیار مؤثر واقع گردد. پس بنابراین مسئله اصلی تحقیق تأثیر رقابتی بودن بازار محصول و محدودیت مالی بر بازده سهام شرکت‌ها هست. با توجه به رابطه نظری ذکرشده پیرامون رقابتی بودن بازار محصول، محدودیت مالی و بازده سهام، رقابت بازار محصول و محدودیت مالی می‌تواند، بر بازده سهام شرکت‌ها به لحاظ تجربی تأثیرگذار باشد. با این‌وجود به‌منظور پذیرش این روابط، به لحاظ تجربی نیازمند انجام پژوهش در این راستا هستیم که، در این تحقیق به این موضوع پرداخته خواهد شد تا، وضعیت برقرار بودن یا نبودن رابطه مذکور به لحاظ تجربی در محیط اقتصادی ایران مشخص گردد و درنهایت، در خصوص مقوله رقابتی بودن بازار محصول و محدودیت مالی بر اساس تأثیر آن بر بازده سهام شرکت‌ها، یک اظهار نظر منطقی و مناسب صورت

گیرد و به سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان آگاهی‌های مناسبی در خصوص تأثیر رقابتی بودن بازار محصول، محدودیت مالی بر بازده سهام ارائه گردد.

۲- پیشینه پژوهش

۲-۱- پژوهش‌های مرتبط در خارج از کشور

هیو^۱ و رابینسون^۲، در پژوهشی به بررسی ساختار قیمت کالاهای رقابتی با دارایی‌های سرمایه‌ای پرداختند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که، ساختار کالای رقابتی بر تصمیم‌گیری‌های عملیاتی تأثیر گذاشته که، این تصمیم در ارتباط با خطرات بر پایه رقابت بازار تولید و جریان نقدینگی آتی شرکت، اتخاذ می‌گردد. دان و همکاران^۳ در پژوهشی به بررسی ارتباط میان سودهای سهام و تراکم صنعت در شرکت‌های چینی از سال ۲۰۰۱-۲۰۰۵ پرداخت. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که، میان تراکم صنعت و سود سهام رابطه مثبتی وجود دارد به عبارت دیگر شرکت‌های با تراکم بالا، سودهای بیشتری را به دست آورده‌اند. شارما^۴ در پژوهشی به بررسی رابطه ساختار رقابت در بازار تولید و سود سهام پرداخت. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که، عوامل بازار، اندازه شرکت، ارزش دفتری شرکت در صنایع تراکمی، سود کمتری را به دست می‌آورند. همچنین سایر نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که، شرکت‌هایی که در آن‌ها تولید کالاهای جایگزینی بیش‌تر است در مقایسه با شرکت‌هایی با بازار کوچک‌تر، کارآمدی بالاتری را به دست می‌آورند. همچنین در پژوهشی دیگر در سال ۲۰۱۰، در پژوهشی به بررسی ارتباط میان تراکم صنعت و سودهای مقطعی سهام در بازار لندن پرداخت. نمونه او شامل ۱۳۰۰ شرکت وابسته به ۸۸ صنعت در دوره ۱۹۸۵-۲۰۱۰ بود. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که، ارتباط میان تراکم صنعت و سود پیش‌بینی‌شده سهام منفی است. به عبارتی صنایع رقابتی در مقایسه با صنایع تراکم یافته، سودهای بیش‌تری را به دست آورده که، این سودها با خطر سازش‌پذیری یافته‌اند.

۲-۲- پژوهش‌های مرتبط در داخل کشور

امیری^۲ در پژوهشی به بررسی رابطه بین محدودیت مالی و بازده سهام در بازار سرمایه ایران پرداخت. در این پژوهش شواهدی دال بر ارتباط بین محدودیت مالی و بازده سهام یافت شد، اما شواهدی دال بر ارتباط بین سطوح مختلف محدودیت‌های مالی و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران یافت نشد. حیدری و همکاران^۹ در پژوهشی به بررسی رقابتی بودن بازار تولید بر سود سهام در بازار سرمایه ایران پرداختند. معیار رقابت در این بررسی شامل تراکم صنعت، جایگزینی کالا، اندازه بازار، شاخص کیوتو بین، موانع موجود در ثبت (میزان سرمایه)، هست. نمونه‌ای متشکل از ۸۷ شرکت در طول سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۱ انتخاب گردید. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که، ارتباط معنادار منفی میان تراکم بازار، جایگزینی کالاها، اندازه بازار، شاخص کیوتو بین با سودهای سهام وجود دارد. اگرچه ارتباط خاصی میان سود سهام و موانع موجود در ثبت وجود ندارد. همچنین سایر نتایج نشان داد که، شرکت‌هایی با رقابت بالا کارایی کمی به دست آورده‌اند. نمازی و ابراهیمی^{۱۱} در پژوهشی به بررسی ارتباط میان ساختار رقابت بازار تولید و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. به منظور رسیدن به این هدف، شاخص هیرفیندال - هیرشمن و شاخص‌های لر نر، به عنوان معیارهای رقابتی مورد بررسی قرار می‌گیرد. نمونه شامل ۸۷ شرکت در دوره سال‌های ۲۰۰۲-۲۰۰۹ است. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که، میان شاخص هیرفیندال - هیرشمن و سود سهام همبستگی منفی داشته اما، این ارتباط معنادار نبوده است. بعلاوه، میان سود سهام و شاخص لر نر، ارتباط معنادار و منفی وجود دارد. همچنین سایر نتایج نشان داد که، با افزایش رقابت در صنایع، سود سهام افزایش خواهد یافت.

۳- روش تحقیق

این پژوهش بر مبنای هدف کاربردی، بر مبنای نوع روش جزء تحقیقات همبستگی و بر مبنای روش گردآوری یک تحقیق کتابخانه‌ای محسوب می‌شود. پس از جمع‌آوری داده‌های مربوط به متغیرها از صفحه گسترده اکسل جهت سازماندهی و محاسبات استفاده شده است و برای تجزیه و تحلیل فرضیات از نرم‌افزار آماری Spss بهره گرفته شده است.

در تحقیق حاضر محدودیت مالی و رقابتی بودن بازار محصول به عنوان متغیر مستقل، بازده سهام به عنوان متغیر وابسته و متغیرهای سودآوری و فرصت‌های رشد به عنوان متغیر کنترلی انتخاب گردیدند. برای سنجش محدودیت مالی از شاخص‌های KZIR, WW, KZ استفاده گردید. همچنین برای سنجش ابعاد رقابتی بودن بازار محصول از شاخص (جانشینی کالاها، اندازه بازار، تمرکز صنعت، موانع ورود به بازار، کیوتو

1. Hou

2. Robinson

3. Dan et al.

4. Sharma

بین، تعداد شرکت‌های فعال)، استفاده گردید. در تحقیق حاضر از آزمون جاک-برا به منظور نرمال بودن داده‌های آماری، آزمون دوربین - واتسون به منظور آزمون استقلال خطاها از یکدیگر، آزمون F فیشر به منظور معنی‌داری مدل رگرسیونی، از ضریب تعیین R^2 ، برای تبیین مدل، آزمون T استیو دنت به منظور آزمون پیش فرض اعتبار ضرایب مدل رگرسیونی (ضریب همبستگی B)، استفاده گردید.

۴- متغیرهای تحقیق

۴-۱- متغیر مستقل تحقیق

متغیرهای مستقل تحقیق عبارت‌اند از: ۱- ابعاد رقابتی بودن بازار محصول ۲- محدودیت مالی که، به شرح زیر اندازه‌گیری می‌شوند:

۴-۱-۱- ابعاد رقابتی بازار محصول

در تحقیق حاضر متغیر رقابتی بودن بازار محصول به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته می‌شود. رقابت در بازار ابعاد متفاوتی دارد، از جمله مهم‌ترین ابعاد عبارتند از [۱۰]:

✓ قابلیت جانشینی کالاها

بعد اول، قابلیت جانشینی است. در صورت بالا بودن قابلیت جانشینی کالاها گفته می‌شود، محصول دارای زیادی با دیگر محصولات قابل جانشین است و این محصولات می‌توانند به جای هم مصرف شوند و در این صورت تعداد مصرف‌کنندگان و تولیدکنندگان و حجم بازارها در نتیجه شدت رقابت بیش‌تر خواهد بود. قابلیت جانشینی محصولات حالتی است که، برای یک محصول خاص در بازار جایگزین نزدیکی وجود داشته باشد [۱۱]. این متغیر بر اساس شاخص لرنر به شرح رابطه ۱-، محاسبه می‌گردد:

$$PCM = LI = \frac{Sales - COGS - SG\&A}{Sales} \quad \text{رابطه (۱).}$$

کل فروش؛ PCM =

بهای تمام‌شده کالای فروش رفته؛ COGS =

هزینه‌های عملیاتی شامل هزینه‌های توزیع و فروش و اداری و عمومی و تشکیلاتی. SG&A=

✓ اندازه بازار

بعد دوم، اندازه بازار است، اندازه بازار نشان‌دهنده تراکم مشتریان در یک بازار یا صنعت است و با فروش صنعت که، جمع فروش همه شرکت‌ها است، اندازه‌گیری می‌شود. افزایش حجم تقاضا به افزایش اندازه بازار و در نتیجه افزایش رقابت منجر خواهد شد، زیرا؛ تا زمانی که همچنان تقاضا وجود داشته باشد، انگیزه لازم برای ورود شرکت‌های جدید به بازار نیز فراهم است و با ورود رقبای جدید به عرصه تولید سهم بازار شرکت‌ها کاهش می‌یابد [۱۱]. این متغیر از طریق میانگین سه سال گذشته، کل فروش‌های همه شرکت‌ها محاسبه می‌گردد. بدین‌صورت‌که، افزایش تقاضای بازار برای یک محصول در یک قیمت مشخص، افزایش فروش آن محصول را در پی دارد. اندازه بازار به شرح رابطه شماره ۲، محاسبه می‌گردد:

$$SSj = \sum_{i=1}^I sales_{ij} \quad \text{رابطه (۲).}$$

"j" نشانگر تعداد شرکت‌ها در صنعت "I" و "j" فروش شرکت در صنعت "Sales ij" است.

✓ تمرکز صنعت

بعد سوم، نسبت تمرکز است. در صورتی که حجم عمده تولید و فروش (نسبت تمرکز)، در صنایعی محدود به یک یا چند بازیگر باشد، شدت رقابت در این صنایع کمتر خواهد بود. تمرکز صنعت نشان‌دهنده توزیع بازار بین تولیدکنندگان است، این متغیر با استفاده از شاخص هیرفیندال- هیرشمن محاسبه می‌گردد. تمرکز صنعت به شرح رابطه ۳، محاسبه می‌گردد:

$$HHj = \sum_{i=1}^I sij^2 \quad \text{رابطه (۳)}$$

Sij = بازار سهام شرکت i در صنعت و " Ij " تعداد شرکت‌ها در این صنعت است. سهم بازار هر شرکت حاصل تقسیم فروش خالص شرکت بر کل فروش خالص صنعت است که، برای هر صنعت در هر سال به صورت جداگانه محاسبه می‌شود در این تحقیق شاخص تمرکز برای طبقات همگن صنایع محاسبه می‌شود که به شرح رابطه ۴، محاسبه می‌گردد:

$$S_i = X_i \sum_{j=1}^n X_j \quad \text{رابطه (۴)}$$

X_i = نشان‌دهنده فروش شرکت i زام و i نشان‌دهنده نوع صنعت است. شاخص هیرفیندال - هیرشمن، میزان تمرکز صنعت را اندازه‌گیری می‌کند، هرچه این شاخص بزرگ‌تر باشد، میزان تمرکز بیشتر بوده و رقابت کمتری در صنعت وجود دارد و بالعکس.

✓ شاخص کیوتو بین

بعد چهارم، شاخص کیوتو بین است، شاخص کیوتو بین معرف سودمند برای محاسبه تراز رقابت در بازار تولید است. به عبارتی شرکت‌هایی که میزان رقابت بالای تولید رادارند نسبت به شرکت‌هایی با رقابت پایین دارای شاخص پایین‌تر کیوتو بین می‌باشند. یعنی می‌توانیم بگوییم که کیوتو بین بالا، رقابت بالا را در بازار تولید نشان می‌دهد. زمانی که بازار مملو از رقابت باشد، کیوتو بین همه شرکت‌ها یک است، بنابراین نسبت ارزش دفتری شرکت به ارزش بازار شرکت برابر می‌شود [۱۲، ۱۳] که به شرح رابطه ۵، می‌گردد:

$$Q - Tobin = \frac{\text{Book value of debt} + \text{market value of equity}}{\text{Book value of assets}} \quad \text{رابطه (۵)}$$

Book value of debt = ارزش دفتری بدهی‌ها؛

market value of equity = ارزش بازار حقوق صاحبان سهام؛

Book value of asset = ارزش دفتری دارایی‌ها.

✓ موانع ورود برای بازار

بعد پنجم، میزان سرمایه‌گذاری لازم (موانع ورود)، است، هنگام ورود به رقابت نیاز به میزان زیادی بودجه برای سرمایه‌گذاری اولیه در تجارت است. به علت این که، منابع در اقتصاد محدود هستند، در صورتی که برای ورود رقبا، حجم بالای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت مورد نیاز باشد، رقبا انگیزه چندانی برای ورود نخواهند داشت، زیرا هزینه فرصت سرمایه‌گذاری بالاست. موانع ورود حداقل سرمایه‌گذاری است که، شرکت‌ها به منظور ورود به یک بازار و شروع تولید نیاز دارند [۱۱]. در تحقیق حاضر جمع دارایی‌های ثابت و نامحسوس به کل دارایی‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد، تا موانع موجود برای ورود به بازار محاسبه گردد. به عبارتی هنگامی موانع ورود به بازار تولید کم باشد، میزان رقابت در بازار تولید بالا است و توانایی رقابتی محصولات شرکت کم‌تر خواهد شد و عکس این عملکرد هم امکان‌پذیر است. هنگامی که، رقابت در بازار تولید در معرض خطر کم‌تری باشد، موانع ورود به بازار بیشتر است و رقابت‌پذیری شرکت‌ها را نشان می‌دهد [۹]. به شرح رابطه ۶، محاسبه می‌گردد:

$$\text{Barriers to entry} = \frac{\text{Total fixed assets} - \text{invisible assets}}{\text{Total assets}} \quad \text{رابطه (۶)}$$

✓ تعداد شرکت‌های فعال در صنعت

بعد ششم، تعداد شرکت‌های فعال در هر یک از صنایع است. در صورتی که، تعداد شرکت‌ها بیش‌تر باشند، رقابت بین آن‌ها نیز بیش‌تر خواهد بود. تعداد شرکت‌ها فعال در صنایع از طریق لگاریتم طبیعی تعداد شرکت‌های فعال در صنایع محاسبه می‌شود. هرچه اندازه تعداد شرکت‌های فعال در یک صنعت بیش‌تر باشد، آن صنعت با رقابت بیش‌تری مواجه می‌شود.

۲-۱-۴- محدودیت مالی

در تحقیق حاضر متغیر محدودیت مالی به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته می شود. محدودیت تأمین مالی یک متغیر مجازی است و در شرکت های دارای محدودیت تأمین مالی یک و در شرکت های بدون محدودیت تأمین مالی صفر است. برای اینکه متوجه شویم شرکتی دارای محدودیت تأمین مالی است یا بدون محدودیت تأمین مالی است از شاخص های KZIR, WW, KZ استفاده خواهد شد. بدین ترتیب که با استفاده از فرمول های هر یک از شاخص ها برای هر شرکت یک عدد محاسبه گردید. سپس میانه تمام شرکت ها را محاسبه کرده و شرکت هایی که بالاتر از میانه هر یک از شاخص ها باشند دارای محدودیت مالی و شرکت هایی که پایین تر از میانه شاخص های فوق باشند جزء شرکت های بدون محدودیت تأمین مالی تلقی خواهند شد. کاپلان و زینگالس (۱۹۹۷)، محدودیت تأمین مالی را به صورت مدل ۱-، ارائه نمودند [۱۴]:

$$K = -1.002 \left[\frac{\text{Cash Flow}_{i,t}}{\text{Total Assets}_{i,t}} \right] + 0.283 \left[\frac{M_{i,t}}{B_{i,t}} \right] + 3.139 \left[\frac{\text{Debt}_{i,t}}{\text{Total capital}_{i,t}} \right] - 39.368 \left[\frac{\text{Div}_{i,t}}{\text{Total Assets}_{i,t}} \right] - 1.315 \left[\frac{\text{Cash Holding}_{i,t}}{\text{Total Assets}_{i,t}} \right] \quad \text{مدل (۱)}$$

total assets = کل دارایی های شرکت هست.

cash flow = خالص جریان وجه نقد شرکت است.

راعی و حصار زاده، مدل کاپلان و زینگالس (1997)، را با توجه به مختصات ایران ارائه نمودند که، به صورت مدل ۲-، هست: [۱۴] مدل (۲).

$$KZ = 17.33 - 37.486 \left[\frac{\text{Cash Holding}_{i,t}}{\text{Total Assets}_{i,t}} \right] - 15.21 \left[\frac{\text{Div}_{i,t}}{\text{Total Assets}_{i,t}} \right] + 3.39 \left[\frac{\text{Debt}_{i,t}}{\text{Total capital}_{i,t}} \right] - 1.402 \left[\frac{M_{i,t}}{B_{i,t}} \right]$$

وایتد و وو (۲۰۰۶)، محدودیت تأمین مالی را به صورت مدل ۳-، ارائه نمودند:

مدل (۳).

$$WW = -0.091 \frac{CF_{i,t}}{TLTD_{i,t}} - 0.062 \text{Div Dummy} + 0.02 \frac{LNTA_{i,t}}{ISG_{i,t}} + 0.102 \frac{SG_{i,t}}{SG_{i,t}}$$

DivDummy: متغیر مجازی است و برای شرکت هایی که طی دوره سود تقسیمی داشته اند برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر است.

TLTD کل بدهی های بلندمدت به کل دارایی ها است که، به شرح رابطه ۷-، محاسبه گردد:

$$\frac{\text{Total Long Term Debt}_{i,t}}{\text{Total Assets}_{i,t}} = TLTD_{i,t} \quad \text{رابطه (۷)}$$

LNTA لگاریتم طبیعی کل دارایی ها است که، به شرح رابطه ۸، محاسبه می گردد:

$$\log(\text{assets}) \quad \text{رابطه (۸)}$$

SG رشد شرکت هست که، به شرح رابطه ۹-، محاسبه می گردد:

$$SG_{i,t} = \frac{\text{sale}_{i,t} - \text{sale}_{i,t-1}}{\text{sale}_{i,t-1}} \quad \text{رابطه (۹)}$$

SG = رشد فروش شرکت

Sale it = فروش در سال پایه

sale it-1 = فروش در سال قبل

ISG = رشد فروش صنعتی که، شرکت در آن صنعت قرار دارد.

۴-۲- متغیر وابسته تحقیق

- متغیر وابسته تحقیق، بازده سهام هست که، در تحقیق حاضر از مجموعه عایداتی که، در طول یک دوره مالی به شرح زیر به دارنده سهام تعلق می‌گیرد برای سنجش بازده سهام استفاده می‌گردد:
- بازده سهام عبارت است از ؛ مجموعه عایداتی است که، در طول یک دوره مالی به شرح ذیل به دارنده سهام تعلق می‌گیرد:
- تغییر قیمت: تغییرات قیمت یک سهم طی یک دوره، به‌عنوان یکی از عوامل اصلی بازده است.
- سود نقدی هر سهم: که پس از کسر مالیات به سهامداران پرداخت می‌شود.
- مزایای ناشی از حق تقدم خرید سهام: سهامداران شرکت‌های عام در خرید سهام جدیدی که، پس از افزایش سرمایه توسط شرکت منتشر می‌شوند، نسبت به سایرین اولویت داشته و می‌توانند در ظرف مهلت مقرر از حق خود استفاده نمایند. این حق دارای ارزش مبادلاتی است.
- مزایای ناشی از سود سهام یا سهام جایزه: برخی شرکت‌ها ترجیح می‌دهند که، سود را به‌صورت سهام جایزه به سهامداران پرداخت نمایند. بنابراین به‌جای سود نقدی، تعدادی سهام به سهامداران تخصیص می‌یابد.

۴-۳- متغیرهای کنترلی تحقیق

متغیرهای کنترلی تحقیق عبارت‌اند از سودآوری و فرصت‌های رشد که، به شرح زیر اندازه‌گیری می‌شوند:

الف-سودآوری

متغیر کنترلی تحقیق، سودآوری هست که، در تحقیق حاضر برای محاسبه سودآوری از شاخص بازده دارایی‌ها (ROA)، استفاده می‌گردد. مطابق با یافته‌ها، به شرح رابطه ۱۰-، هست: [۱۱]

$$Profit(ROE) = \sum \frac{Net\ income\ after\ Tax}{Total\ stock\ holders\ equity}_{i,t} \times \frac{sale_{i,t}}{\sum sale_{i,t}} \quad \text{رابطه (۱۰)}$$

profit = بازده دارایی‌های شرکت i در سال مالی t

Net Income After Tax = درآمد خالص بعد از مالیات شرکت i در سال مالی t

Total Stock Holders Equity = کل حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال مالی t

Sale = فروش شرکت شرکت i در سال مالی t

$\sum Sale$ = کل فروش شرکت i در سال مالی t

ب-فرصت‌های رشد

متغیر کنترلی تحقیق، فرصت‌های رشد هست که، در تحقیق حاضر برای محاسبه فرصت‌های رشد از شاخص نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (MB)، استفاده می‌گردد. مطابق با یافته‌های تحقیقات مختلف به شرح رابطه ۱۱-، محاسبه می‌گردد [۱۴]:

$$MB = \frac{\text{ارزش دفتری سرمایه} + \text{ارزش بازار سرمایه} + \text{ارزش دفتری دارایی}}{\text{ارزش دفتری ها دارایی}} \quad \text{رابطه (۱۱)}$$

۵- جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران، جامعه آماری تحقیق حاضر را تشکیل می‌دهند و فرضیه‌های مورد نظر در رابطه با این جامعه آماری مورد مطالعه و آزمون قرار خواهد گرفت. به علت گستردگی و حجم آماری جامعه و وجود برخی ناهم‌هنگی‌ها میان اعضاء جامعه، محدودیت‌های جدول (۱) برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شده‌اند:

جدول (۱). محدودیت‌های تحقیق

کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۸۹-۹۳
شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها پایان اسفند هر سال نیست و تغییر در سال مالی دارند
شرکت‌های دارای وقفه معاملاتی بیش از شش ماه
شرکت‌هایی که اطلاعات مورد نیازشان در دسترس نیست
شرکت‌های هلدینگ، بیمه و بانک
نمونه منتخب

با توجه به مطالب مطرح شده و محدودیت‌های ذکر شده در نهایت از بین جامعه آماری به صورت حذف سیستماتیک و هدفمند ۱۱۱ شرکت انتخاب گردید.

۶- یافته‌ها

در این قسمت متغیرهای تحقیق و شاخص‌های پراکندگی و مرکزی متغیرها در جدول ۲ و ۳ به ترتیب نشان داده شده‌اند.

جدول (۲). شاخص‌های مرکزی و پراکندگی متغیرهای پژوهش

محدودیت مالی	تمرکز صنعت	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	اندازه بازار	
0.135379	0.122416	2.183910	49874658	میانگین
0.000000	0.046927	1.6600	14883509	میانه
1.000000	0.917695	52.53000	1.75E+08	بیشترین مقدار
0.000000	8.76E-05	-139.2600	569418.0	کمترین مقدار
0.342437	0.173780	7.067499	64245337	انحراف
2.131488	2.137420	-13.45939	1.143221	چولگی
5.543243	7.453634	296.9051	2.535028	کشیدگی
568.7977	881.2730	2014299.	125.8930	جاک-برا
0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	سطح معنی داری
75.00000	67.94082	1212.070	2.77E+10	جمع مقادیر
555	555	555	555	تعداد مشاهدات

جدول (۳). شاخص‌های مرکزی و پراکندگی متغیرهای پژوهش

بازده سهام	قابلیت جانشینی کالا	نرخ بازده دارایی‌ها	تعداد شرکت‌های فعال در صنعت	شاخص کیوتو بین	
4.077071	0.204382	0.661306	14.45045	1.074283	میانگین
3.040000	0.150825	0.129525	18.00000	1.072207	میانه
55.85000	1.000599	118.6510	25.00000	1.179253	بیش‌ترین مقدار
-23.91000	-0.530429	-19.36781	2.000000	0.886884	کم‌ترین مقدار
6.030944	0.212907	5.600849	8.356604	0.043406	انحراف
1.716781	1.590519	18.12719	-0.092881	-0.033728	چولگی
14.07654	7.313786	368.3772	1.339112	3.335162	کشیدگی
3098.620	663.1322	3111976.	64.58942	2.702932	جاک- برا
0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.258860	سطح معنی‌داری
2254.620	113.2278	366.3633	8020.000	596.2268	جمع مقادیر
555	555	555	555	555	تعداد مشاهدات

آمار استنباطی

در این بخش به بررسی نرمال بودن متغیر وابسته تحقیق پرداخته‌شده و سپس تمامی فرضیه‌های تحقیق مورد آزمون قرار خواهند گرفت.

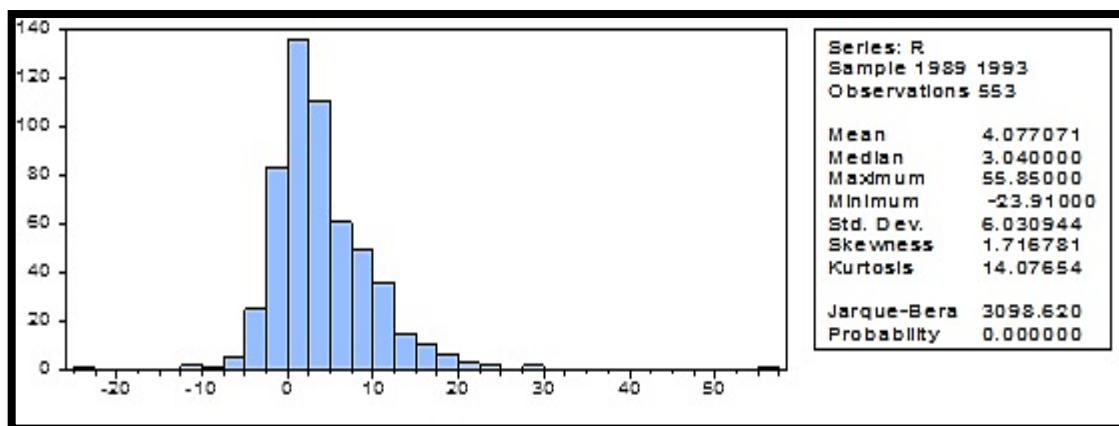
✓ نرمال سنجی متغیر وابسته تحقیق

برای بررسی نرمال بودن متغیرهای وابسته از آزمون جاک برا استفاده‌شده است. سطح معنی‌داری آزمون جاک برا کم‌تر از ۰,۰۵ به‌دست آمده است، بنابراین مطابق جدول (۴) و نمودار (۱)، متغیر وابسته تحقیق نرمال نیست.

جدول (۴). نرمال سنجی متغیر وابسته: بازده سهام

متغیر	بازده سهام
آماره جاک برا	۳۰۹۸
سطح معنی‌داری	۰/۰۰۰۰
مقایسه با ۰/۰۵	کوچک‌تر
نتیجه آزمون	نرمال نیست

*منبع: یافته‌های پژوهشگر



نمودار(۱). نمودار عدم نرمال بودن متغیر وابسته بازده سهام

به منظور نرمال سازی داده های مربوط به متغیر وابسته تحقیق از روش های مختلفی همچون: لگاریتم بر مبنای طبیعی، باکس - کاکس و روش تبدیلات جانسون استفاده گردید. و پس از انجام این فرایندها مشاهده گردید که متغیر وابسته بازده سهام به متغیری نرمال تبدیل نگردید. با این وجود از آنجاکه، آزمون فرضیه های تحقیق مبتنی بر چینش داده های پانل (ترکیبی)، است حجم داده ها بالا هست به گونه ای که برای هر متغیر تعداد ۵۵۵ داده در اختیار داریم و در چنین شرایطی که حجم داده ها زیاد (بیشتر از ۳۰ مورد طبق قوانین آماری) است، نرمال بودن متغیر وابسته ضرورتی ندارد و می توان از آزمون های پارامتریک همچون رگرسیون خطی استفاده نمود. لذا در این تحقیق به منظور آزمون های فرضیه ها از مدل رگرسیون خطی استفاده می شود و در این راستا، به دلیل زیاد بودن حجم داده ها برای هر متغیر نرمال نبودن متغیر بازده سهام مشکلی ایجاد نمی کند.

✓ نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی اول

فرضیه اصلی اول: محدودیت مالی بر بازده سهام تأثیر معناداری دارد.

با توجه به جدول شماره (۵) سطح معنی داری آماره T برای ضریب متغیر محدودیت مالی با مقدار ۱۸۹۸٫۸۰- برابر با ۰٫۰۱۷۲، هست که این مقدار کمتر از ۵ درصد است. از این رو می توان گفت که متغیر محدودیت مالی دارای اثر معناداری بر بازده سهام هست و به دلیل منفی بودن ضریب آن جهت رابطه معکوس است یعنی با افزایش محدودیت مالی یک شرکت بازدهی سهام آن کاهش می یابد و بالعکس. بنابراین می توان اظهار نمود که فرضیه اصلی دوم تحقیق پذیرفته می شود. یعنی متغیر محدودیت مالی دارای اثر منفی و معناداری بر متغیر بازده سهام هست.

جدول (۵). خلاصه نتایج حاصل از تحقیق

فرضیات	مدل اندازه‌گیری	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معنی‌داری	نوع رابطه
فرض اصلی ۱	Rit & KDUMMYit	1.801898	0.753761	-2.390542	0.0172	تأثیرگذار است
مدل اصلی ۱	$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 KDUMMY_{it} + \beta_2 MBV_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$					
فرضیه اصلی ۲	Rit & AR	این ادعا طبق فرضیات فرعی زیر آزمون می‌شود:				
فرضیه فرعی ۱	PCMit & Rit	1.198763	2.444008	0.0148	0/000	تأثیرگذار است
مدل فرعی ۱	$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 PCM_{it} + \beta_2 MBV_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$					
فرضیه فرعی ۲	SSit & Rit	-1.29E-08	3.96E-09	2.914011	0.0037	تأثیرگذار است
مدل فرعی ۲	$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 SS_{it} + \beta_2 MBV_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$					
فرضیه فرعی ۳	HHit & Rit	1.494022	0/005	2/634	0/009	تأثیرگذار است
مدل فرعی ۳	$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 HH_{it} + \beta_2 MBV_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$					
فرضیه فرعی ۴	Q it & Rit	4.272240	5.910003	0.722883	0.4701	تأثیرگذار نیست
مدل فرعی ۴	$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it} + \beta_2 MBV_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$					
فرضیه فرعی ۵	PPE it & Rit	-0.106671	0.031822	-3.352139	0.0009	تأثیرگذار است
مدل فرعی ۵	$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 PPE_{it} + \beta_2 MBV_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$					
فرضیه فرعی ۶	Rit&BTEti	۲,۰۴۶۱۹۵-	۱,۶۶۱۰۱۶	۱,۲۳۱۸۹۴-	۰,۴۷۰۱	تأثیرگذار نیست
مدل فرعی ۶	$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 BTE_{it} + \beta_2 MBV_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$					

✓ نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی دوم

فرضیه اصلی دوم: ابعاد رقابتی بودن بازار محصول بر بازده سهام اثر معناداری دارد. این ادعا توسط فرضیات فرعی زیر آزمون می‌گردد:

✓ نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی اول

فرضیه فرعی اول: قابلیت جانشینی کالا بر بازده سهام اثر معناداری دارد.

با توجه به جدول شماره (۵)، سطح معنی‌داری آماره T برای ضریب متغیر PCM با مقدار ۲,۹۲۹۷۸۶، برابر با ۰,۰۱۴۸ هست که این مقدار کمتر از ۵ درصد است. از این رو می‌توان گفت که متغیر PCM دارای اثر معناداری بر بازده سهام هست و به دلیل مثبت بودن ضریب آن جهت رابطه مستقیم است یعنی با افزایش متغیر مستقل PCM متغیر وابسته بازده سهام نیز افزایش می‌یابد و بالعکس. بنابراین می‌توان اظهار نمود که فرضیه فرعی اول تحقیق پذیرفته می‌شود. یعنی متغیر قابلیت جانشینی کالا دارای اثر مثبت و معناداری بر متغیر بازده سهام هست.

✓ نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی دوم

فرضیه فرعی دوم: اندازه بازار بر بازده سهام اثر معناداری دارد.

با توجه به جدول شماره (۵)، سطح معنی‌داری آماره T برای ضریب متغیر اندازه بازار با مقدار $-1.29E-08$ برابر با ۰,۰۰۱۲ هست که این مقدار کمتر از ۵ درصد است. از این رو می‌توان گفت که متغیر اندازه بازار دارای اثر معناداری بر بازده سهام هست و به دلیل منفی بودن ضریب آن جهت رابطه معکوس است یعنی با افزایش متغیر مستقل اندازه بازار متغیر وابسته بازده سهام کاهش می‌یابد و بالعکس. بنابراین می‌توان اظهار نمود که فرضیه فرعی دوم تحقیق پذیرفته می‌شود. یعنی متغیر اندازه بازار دارای اثر معکوس و معناداری بر متغیر بازده سهام هست.

✓ نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی سوم

فرضیه فرعی سوم: تمرکز صنعت بر بازده سهام اثر معناداری دارد

با توجه به جدول شماره (۵)، سطح معنی‌داری آماره T برای ضریب متغیر تمرکز صنعت با مقدار ۴,۳۵۳۵۹۷، برابر با ۰,۰۰۳۷ هست که این مقدار کمتر از ۵ درصد است. از این رو می‌توان گفت که متغیر تمرکز صنعت دارای اثر معناداری بر بازده سهام هست و به دلیل مثبت بودن ضریب آن جهت رابطه مستقیم است یعنی با افزایش متغیر مستقل تمرکز صنعت متغیر وابسته بازده سهام نیز افزایش می‌یابد و بالعکس. بنابراین می‌توان اظهار نمود که فرضیه فرعی سوم تحقیق پذیرفته می‌شود. یعنی متغیر تمرکز صنعت دارای اثر مثبت و معناداری بر متغیر بازده سهام هست.

✓ نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی چهارم

فرضیه فرعی چهارم: شاخص کیوتو بین بر بازده سهام اثر معناداری دارد.

با توجه به جدول شماره (۵)، سطح معنی‌داری آماره T برای ضریب متغیر شاخص کیوتو بین با مقدار ۴,۲۷۲۲۴۰، برابر با ۰,۴۷۰۱ هست که این مقدار بیش‌تر از ۵ درصد است. از این رو می‌توان گفت که متغیر شاخص کیوتو بین دارای اثر معناداری بر بازده سهام نیست. بنابراین می‌توان اظهار نمود که فرضیه فرعی چهارم تحقیق رد می‌شود. یعنی متغیر نسبت تو بین دارای اثر معناداری بر متغیر بازده سهام نیست.

✓ نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی پنجم

فرضیه فرعی پنجم: تعداد شرکت‌های فعال بر بازده سهام اثر معناداری دارد.

با توجه به جدول شماره (۵)، سطح معنی‌داری آماره T برای ضریب متغیر تعداد شرکت‌های فعال با مقدار $-۰,۱۰۶۶۷۱$ برابر با ۰,۰۰۰۹ هست که این مقدار کمتر از ۵ درصد است. از این رو می‌توان گفت که متغیر تعداد شرکت‌های فعال دارای اثر معناداری بر بازده سهام هست و به دلیل منفی بودن ضریب آن جهت رابطه معکوس است یعنی با افزایش متغیر مستقل تعداد شرکت‌های فعال، متغیر وابسته بازده سهام کاهش می‌یابد و بالعکس. می‌توان اظهار نمود که فرضیه فرعی پنجم تحقیق پذیرفته می‌شود. یعنی متغیر تعداد شرکت‌های فعال در صنعت دارای اثر معکوس و معناداری بر متغیر بازده سهام هست.

✓ نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی ششم

فرضیه فرعی ششم: موانع ورود به صنعت بر بازده سهام اثر معناداری دارد.

با توجه به جدول شماره (۵)، سطح معنی‌داری آماره T برای ضریب متغیر موانع ورود به صنعت با مقدار $-۲,۰۴۶۱۹۵$ برابر با ۰,۴۷۰۱ هست که این مقدار بیش‌تر از ۵ درصد است. از این رو می‌توان گفت که متغیر موانع ورود به صنعت دارای اثر معناداری بر بازده سهام نیست. می‌توان اظهار نمود که فرضیه فرعی ششم تحقیق رد می‌شود. یعنی متغیر موانع ورود به صنعت دارای اثر معناداری بر متغیر بازده سهام نیست.

۷- بحث و نتیجه گیری

معمولاً یکی از اساسی ترین و مهم ترین بخش هر تحقیق، نتیجه گیری و ارائه راهکار جهت بهبود بخشیدن به مسئله ای است که، تحقیق جهت آن طراحی شده است. با توجه به آنچه در مورد پیشینه تحقیق و یافته های مدل به دست آمده است، اکنون مصمم هستیم تا با نتیجه گیری از یافته ها و ارائه پیشنهادهایی چند، این پژوهش را به پایان ببریم. امید است گامی هرچند کوچک در اعتلای دانش مدیریت مالی و کمک به سرمایه گذاران و تصمیم گیرندگان این حوزه از دانش برداشته باشیم. هدف از انجام تحقیق حاضر بررسی اثر محدودیت مالی و ابعاد رقابتی بودن بازار محصول بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هست نمونه های این مطالعه شامل ۱۰۰ شرکت مندرج در فهرست شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۹۳-۱۳۸۸ هست.

✓ نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی اول

فرضیه اصلی اول تحقیق که بیان می کند: تنگنا دارایی دارای اثر معناداری بر بازده سهام هست. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه با استفاده از مدل رگرسیون خطی بیانگر این است که متغیر محدودیت مالی دارای اثر معکوس و معناداری بر بازده سهام هست. در نتیجه هرچه یک شرکت از لحاظ مالی محدود باشد بازدهی سهام آن کمتر خواهد بود و از این رو محدودیت مالی نشانه ای از بازدهی کمتر هست.

✓ نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی دوم و فرضیه های فرعی آن

فرضیه فرعی اول تحقیق که بیان می کند: قابلیت جانشینی بر بازده سهام اثر معناداری دارد. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه با استفاده از مدل رگرسیونی خطی بیانگر این هستند که متغیر قابلیت جانشینی کالا دارای اثر مثبت و معناداری بر بازده سهام می باشد. از این رو می توان چنین ادعا نمود که چنانچه شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران بتوانند قابلیت جانشینی محصولات خود را ارتقاء دهند، از این طریق خواهند توانست بازده سهام خود را نیز بهبود دهند. فرضیه فرعی دوم تحقیق که بیان می کند: اندازه بازار بر بازده سهام اثر معناداری دارد. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه با استفاده از مدل رگرسیونی خطی بیانگر این هستند که متغیر اندازه بازار دارای اثر معکوس و معناداری بر بازده سهام می باشد. در نتیجه می توان چنین ادعا نمود که هرچه اندازه بازار محصول بعنوان معیار رقابت بزرگتر باشد بازدهی سهام شرکت کمتر خواهد بود. فرضیه فرعی سوم تحقیق که بیان می کند: تمرکز صنعت بر بازده سهام اثر معناداری دارد. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه با استفاده از مدل رگرسیونی خطی بیانگر این هستند که متغیر تمرکز صنعت دارای اثر مثبت و معناداری بر بازده سهام می باشد. از این رو می توان چنین ادعا نمود هرچه شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران بتوانند تمرکز خود را در صنعت مورد فعالیت ارتقاء دهند از این طریق خواهند توانست بازده سهام خود را نیز بهبود دهند. فرضیه فرعی چهارم تحقیق که بیان می کند: بین شاخص کیوتو بین بر بازده سهام اثر معناداری دارد. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه با استفاده از مدل رگرسیونی خطی نشان می دهد که شاخص کیوتو بین دارای اثر معناداری بر بازده سهام نمی باشد. در نتیجه شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران نمی توانند از طریق ارتقای این شاخص بازده سهام خود را بهبود دهند. همچنین بهینه بودن این شاخص در ارتباط با یک شرکت بورسی نشانه ای از بالا بودن بازده سهام آن شرکت نمی باشد فرضیه فرعی پنجم تحقیق که بیان می کند: بین تعداد شرکت های فعال در صنعت و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه با استفاده از مدل رگرسیونی خطی بیانگر این است که حجم یا تعداد شرکت های فعال در یک صنعت دارای اثر معکوس و معناداری بر بازده سهام هر یک از شرکت های موجود در آن صنعت می باشد. در نتیجه هرچه تعداد شرکت های فعال در یک صنعت بیشتر باشد می توان نتیجه گرفت که بازده سهام شرکت های موجود در آن صنعت کمتر خواهد بود. فرضیه فرعی ششم تحقیق که بیان می کند: موانع ورود به صنعت دارای اثر معناداری بر بازده سهام می باشد نتایج حاصل از آزمون این فرضیه با استفاده از مدل رگرسیونی خطی بیانگر این است که

متغیر موانع ورود به صنعت به عنوان معیار رقابت بازار محصول دارای اثر معناداری بر بازده سهام نمی باشد. در نتیجه نمی توان اظهار نمود که صنایع دارای محدودیت ورود از بازدهی بیشتری برخوردارند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های اصلی اول و دوم نشان می دهد که، متغیرهای محدودیت مالی و ابعاد رقابتی بودن بودن بازار محصول بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معناداری دارد.

۸- پیشنهادهای حاصل از نتایج تحقیق

- ۱- به تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می شود قابلیت جانشینی محصول، تمرکز صنعت، خود را افزایش دهند تا بدین طریق بتوانند بازدهی سهام خود را ارتقاء دهند. همچنین به سرمایه گذاران نیز توصیه می شود تا در شرکت هایی سرمایه گذاری نمایند که قابلیت جانشینی محصول و میزان تمرکز صنعت آن شرکت ها بیش تر است زیرا این شرکت ها از بازدهی سهام بالاتری برخوردار هستند.
- ۲- به تمامی سرمایه گذاران پیشنهاد می شود در شرکت هایی سرمایه گذاری نمایند که اندازه بازار آن ها و همچنین تعداد شرکت های موجود در صنعت مورد فعالیت آنها کم تر است زیرا؛ هرچه تعداد شرکت های موجود در یک صنعت و اندازه بازار یک شرکت (جمع فروش صنعت)، بیشتر باشد بازدهی سهام شرکت کم تر خواهد بود.
- ۳- به تمامی سرمایه گذاران پیشنهاد می شود که در شرکت هایی سرمایه گذاری نمایند که محدودیت مالی کم تری برخوردارند زیرا؛ هرچه محدودیت مالی یک شرکت کم تر باشد بازدهی سهام آن شرکت بیشتر خواهد بود.

۸-۱- پیشنهادهایی برای تحقیقات آینده

- با توجه به موضوع تحقیق حاضر به تمامی پژوهشگران پیشنهاد می شود که تحقیقات خود را در زمینه های زیر متمرکز نمایند :
- پیشنهاد اول : بررسی اثر معیارهای حاکمیت شرکتی بر توان رقابت بازار محصول.
- فرضیه : بین معیارهای حاکمیت شرکتی و توان رقابت بازار محصول رابطه معناداری وجود دارد.
- پیشنهاد دوم : بررسی تأثیر توان رقابت بازار محصول بر نقد شوندگی سهام.
- فرضیه : بین توان رقابت بازار محصول و نقد شوندگی سهام رابطه معناداری وجود دارد .
- پیشنهاد سوم : بررسی تأثیر توان رقابت بازار محصول بر معیارهای نوین ارزیابی عملکرد .
- فرضیه : بین توان رقابت بازار محصول و معیارهای نوین ارزیابی عملکرد رابطه معناداری وجود دارد.
- پیشنهاد چهارم : بررسی رابطه میان توان رقابت بازار محصول بر هموارسازی مصنوعی و واقعی سود.
- فرضیه چهارم : بین توان رقابت بازار محصول و هموارسازی واقعی و مصنوعی سود رابطه معناداری وجود دارد.

۸-۲- محدودیت های تحقیق

مهم ترین محدودیت های تحقیق به شرح زیر می باشند:

- ۱- تحقیق حاضر در بازه زمانی ۵ ساله از سال ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۳ انجام شده است ممکن است با انجام تحقیق حاضر در بازه های زمانی دیگر نتایج تحقیق تفاوت داشته باشد.
- ۲- تحقیق حاضر در ارتباط با ۱۱۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است لذا؛ با تغییر نمونه منتخب نتایج تحقیق ممکن است تغییر نماید.
- ۳- جامعه آماری تحقیق حاضر بورس اوراق بهادار تهران بوده است از این رو ممکن است با تغییر جامعه آماری نتایج تحقیق حاضر تغییر کنند.
- ۴- با تغییر مدل ها و معیارهای معرف رقابت بازار محصول و محدودیت مالی ممکن است نتایج تحقیق تغییر نماید.

منابع

- [1] Namazi, M. and Ebrahimi, S. (2012). The relationship between the competitive structure and efficiency of stock products. *Journal of Experimental Research in Financial Accounting*(1), 9-27.
- [۲] خدای پور، ا و بزرای، ی، ۱۳۹۲، بررسی رابطه رقابت بازار محصول با ساختار هیئت مدیره و کیفیت افشا. مجله دانش حسابداری، سال چهارم شماره ۱۴، ۵۱-۶۶.
- [۳] پور بهادری، ح، ۱۳۸۴، بررسی تغییرات ساختار سرمایه و تغییرات ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تهران: پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه تهران.
- [۴] سیامر، م، ۱۳۹۰، بررسی چگونگی تأمین مالی بدهی بلندمدت سرسید شده با استفاده از تئوری ترجیحی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد.
- [۵] اربابیان، ع و صفری گرایلی، م، ۱۳۸۸، بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. چشم انداز مدیریت بازرگانی ۹(۳۳)، ص ص ۱۵۹-۱۷۵.
- [6] Hou, K. and Robinson, D, T. (2006). Industry concentration and average stock returns. *J Finance*(61), 1927-1956.
- [7] Dan, M. and Li-yan, H. and Dong-hui, L. (2007). Industry Concentration and Stock Returns in China A-Share Market. *International Conference on Management Science & Engineering* , 20-22.
- [8] Sharma, V. (2010). Stock Returns and Product Market Competition: beyond Industry Concentration. *Review of Quantitative Finance and Accounting*(37), 283-299.
- [۹] Heydari, H. (2010). Analysis of the relationship between product market competition and capital structure. Master thesis. Persian Gulf International University, Iran.
- [۱۰] پورحیدری، ا و غفار لو، ع، ۱۳۹۱، ارتباط بین ساختارهای رقابتی محصولات و محافظه کاری م شروط، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال چهارم، شماره ۲، شماره پیاپی ۱۲، ۴۱-۶۲.
- [11] He, W. (2011). Agency problems, product market competition and dividend policies in Japan. *Journal of Accounting and Finance*.
- [12] Pandey, I. M. (2004). Capital structure, profitability and market structure. Evidence From Malaysia Asia Pacific *Journal of Economics and Business*(8(2)), 78-91.
- [13] Guney, Y. and Li, L. and Fairchild, R. (2011). The relationship between product market competition and capital structure in Chinese listed firms. *International Review of Financial Analysis*, 41-51.
- [14] Kaplan, N. and Steven. and Zingales, Luigi. (1997). Investment-Cash Flow Sensitivities are not Valid Measures of Financing Constraints.