

## Theoretical and Empirical Analysis of the Effect of Comparative Influence of Market Production on Stock Returns of Companies Listed in the Tehran Stock Exchange

Ahmad Googerdchian<sup>1</sup>, Hassan Heidary Soltanabadi<sup>2\*</sup>, Zeinab Mtofares<sup>3</sup>

1- Assistant Professor, Economics Dept., Faculty of Economics and Administrative Sciences, University of Isfahan, Isfahan, Iran.

**agoogerdchian@yahoo.com**

2- Msc Graduated, Accounting Dept., Faculty of Accounting, Persian Gulf International University, Bandar Abbas, Iran.

**heydari\_9@yahoo.com**

3- MSc Graduated, Accounting Dept., Faculty of Accounting, Persian Gulf International University, Bandar Abbas, Iran.

**ro.haghighi@gmail.com**

### Abstract

One of the fundamental criteria concerning effective decision-making in the stock exchange is stock return which, on its own, possesses an information content that has been used by investors to analyze and predict financial problems. Different studies indicate that shares return will be affected by many variables, one of which is the competitive power of the product market. This study is carried out to find out the effect of the power of the product market competition on stock return of the companies accepted in the Tehran Stock Exchange. The standards of the product market competition are comprised of industry centralization index, goods replacement ability, market size, Tobins Q index, and entrance obstacles (investment intensity). In this study, a sample of 87 companies on the period of 1382 to 1392 has been selected. Considering significant meaning and relation among the presented indexes, the findings suggest that there is a significantly negative relation between industry centralization index, substitute goods capability, market size, Tobins Q index, and shares return of the firms accepted in the Tehran stock exchange. On the other hand, there is no significant relation between entrance obstacles and stock return. The results of analyses indicate that companies with high competitive power have low efficiency.

**Keywords:** shares return, the power of the product market competition, Herfindahl-Hirschman index, Lerner index.

## تحلیل نظری و تجربی تأثیر توان رقابتی بازار محصول بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

احمد گوگردچیان<sup>۱</sup>، حسن حیدری سلطان آبادی<sup>۲\*</sup>، زینب متفرس<sup>۳</sup>  
۱- استادیار گروه اقتصاد دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران.

agoogerdchian@yahoo.com

۲- کارشناس ارشد حسابداری گروه حسابداری دانشکده حسابداری بین‌المللی خلیج فارس، بندرعباس، ایران.

heydari\_9@yahoo.com

۳- کارشناس ارشد حسابداری گروه حسابداری دانشکده حسابداری دانشگاه بین‌المللی خلیج فارس، بندرعباس، ایران.

ro.haghighi@gmail.com

### چکیده

بازده سهام یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم‌گیری در بورس اوراق بهادار است. بازده سهام خود به‌تنهایی محتوایی اطلاعاتی دارد که بیشتر سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش‌بینی‌های خود از آن استفاده می‌کنند. مطالعات متعددی در مورد بازده سهام انجام گرفته است که نشان می‌دهد بازده سهام تحت تأثیر متغیرهای گوناگون قرار می‌گیرد. توان رقابتی بازار محصول از جمله این عوامل است. هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر توان رقابتی بازار محصول بر بازده سهام است. معیارهای رقابت بازار محصول در این پژوهش، شامل شاخص‌های تمرکز در صنعت، قابلیت جانشینی کالا، اندازه بازار، شاخص Q توپین و موانع ورود (شدت سرمایه‌گذاری) هستند. برای این منظور، نمونه‌ای شامل ۸۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۱ به روش داده‌های تابلویی ارزیابی شده‌اند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد از میان شاخص‌های معرفی‌شده، تمرکز صنعت، قابلیت جانشینی کالا، اندازه بازار و شاخص Q توپین بر بازده سهام شرکت‌های مذکور، تأثیر منفی و معنادار داشته است؛ ولی موانع ورود بر بازده سهام تأثیر معناداری نداشته است؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت شرکت‌های با توان رقابتی بالا، بازده پایینی کسب کرده‌اند.

**واژه‌های کلیدی:** بازده سهام، توان رقابتی بازار محصول، شاخص هرفیندال - هیرشمن، شاخص لرنر.

## مقدمه

بازده سهام به تنهایی حاوی محتوای اطلاعاتی است که بیشتر سرمایه گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل های مالی و پیش بینی های خود از آن استفاده می کنند؛ بنابراین یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم گیری در بورس اوراق بهادار است.

در منابع قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای، عوامل مختلف ریسک بر شمرده شده اند که بازده سهام را توضیح می دهند. شارب<sup>۱</sup> (۱۹۶۴)، لینتر<sup>۲</sup> (۱۹۶۵) و بلک<sup>۳</sup> (۱۹۷۷) با ارائه الگوی قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای،<sup>۴</sup> (CAPM) اولین نظریه قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای را در حوزه علوم اقتصادی و مالی ارائه کردند. اکنون حدود چهار دهه از عمر این الگو می گذرد. طبق نتایج مطالعات میدانی، این الگو، پرکاربردترین الگویی است که در حوزه های مختلف مدیریت مالی و سرمایه گذاری نظیر برآورد هزینه سهام شرکت ها، ارزیابی عملکرد سبد سرمایه گذاری مدیریت شده و... استفاده می شود. این الگو تنها عامل تبیین کننده اختلاف بازده سهام را ریسک نظام مند یا ضریب بتای آن تعریف می کند. با وجود این، شواهد تجربی موجود نشان می دهد بتا به عنوان شاخص ریسک نظام مند به تنهایی قدرت تبیین اختلاف بازده سهام را ندارد و متغیرهای دیگری نظیر اندازه شرکت، نسبت سود به قیمت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار در تبیین بازده سهام نقش مؤثری ایفا می کنند [۱۱]. سایر پژوهش های تجربی مانند مطالعه شارما<sup>۵</sup> [۲۴] نشان می دهد که افزون بر عوامل یادشده، توان رقابتی بازار محصول نیز بر بازده سهام تأثیر گذار است؛ بنابراین

هدف این پژوهش، ارائه شواهدی دال بر تأثیر توان رقابتی بازار محصول بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۱ است.

بر این اساس ابتدا مبانی نظری و سپس پیشینه پژوهش ارائه می شود. در ادامه روش پژوهش و نیز تجزیه و تحلیل داده ها بیان می شود. در نهایت برازش الگو و نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها ارائه می شود و بخش پایانی مقاله نیز به خلاصه و نتیجه گیری اختصاص دارد.

## مبانی نظری

مطالعات انجام شده در مورد بازده سهام نشان می دهد بازده سهام تحت تأثیر متغیرهای گوناگونی قرار می گیرد. کیم و استامبا<sup>۶</sup> [۱۹] کمپبل<sup>۷</sup> [۹]، فاما و فرنچ<sup>۸</sup> [۱۲]، هدریک<sup>۹</sup> [۱۴]، جون<sup>۱۰</sup> و همکاران [۱۸]، پاپاناس تاس پولوس<sup>۱۱</sup> و همکاران [۲۱] در مطالعات خود بیان می کنند با متغیرهای مالی مانند نسبت سود تقسیمی به قیمت، نسبت درآمد به قیمت، نرخ بهره کوتاه مدت و نسبت های نقدینگی نرخ بازده سهام را می توان پیش بینی کرد. همچنین شرکت های با دارایی های عملیاتی و مدیریت سود مختلف، بازده سهام متفاوتی نیز دارند. شارما [۲۴] تأثیر ساختار رقابت محصول در بازار را با بازده سهام مطالعه کرد. نتایج این پژوهش نشان می دهد شرکت های موجود در صنایع متمرکز، بازده کمتری به دست می آورند. از سویی شرکت های با قابلیت جانشینی کالای بالا در مقایسه با شرکت های با قابلیت جانشینی کمتر، بازده بیشتری کسب می کنند.

6. Keim and Stambaugh  
7. Campbell  
8. Fama and French  
9. Hodrick  
10. Jun  
11. Papanastopoulos

1. Sharp  
2. Linter  
3. Bleck  
4. Capital Asset Pricing Model  
5. Sharma

آن فراهم می‌کند. شرایط ورود به بازار و میزان ارتقای موانع، مشخص می‌کند که بنگاه‌های قبلی تا چه حد نسبت به بنگاه‌های بالقوه مزیت دارند و همین امر میزان قدرت رقابتی بنگاه‌های بالقوه و توانایی بنگاه‌ها را تعیین می‌کند. تهدید ورود به یک صنعت، به موانع حاضر بر سر راه ورود و واکنش رقبای موجود در آن بستگی دارد و اگر موانع زیاد باشند و یا شرکت‌های تازه‌وارد انتظار برخورد انتقام‌جویانه را از طرف رقبای موجود داشته باشند، از نظر موانع ورود برای بنگاه‌های موجود مزیت رقابتی وجود دارد [۲]. زمانی که با وجود زیادبودن احتمال ورشکستگی شرکت‌ها و تمایل سرمایه‌گذاران به بازده بیشتر، حجم زیادی از دارایی‌های شرکت به دارایی‌های ثابت و نامشهود مربوط باشد، به‌علت توان رقابتی بازار محصول بالا، انتظار بازده کمتری خواهند داشت.

هنگامی که تعداد شرکت‌ها در بازار زیاد است، احتمال وجود شرکت‌های تک‌رو و خودمدار در بازار رقابت محصول زیاد است و بعضی از شرکت‌ها ممکن است از روی عادت بر این باور باشند که می‌توانند اقداماتی صورت دهند، بدون آنکه سایر رقبای آنها توجه کنند. حتی در جاهایی که تعداد شرکت‌ها نسبتاً محدود است، اگر شرکت‌های موجود از نظر اندازه و منابع شناخته‌شده هم سطح باشند، باعث ایجاد بی‌ثباتی می‌شود؛ زیرا ممکن است آنها منتظر مبارزه با هم باشند و منابع خود را مدام صرف اقدام‌های تلافی‌جویانه کنند. از سوی دیگر، اگر تمرکز در صنعت بالا باشد، در مورد قدرت نسبی آنها شکی وجود نخواهد داشت. شرکت یا شرکت‌های پیشرو می‌توانند نظم رفتاری را تحمیل کنند و از طریق رهبری در تعیین قیمت، نقش کمکی در صنعت ایفا کنند [۲]. اقتصاددانان مدت‌های طولانی است که به رابطه بین

مطابق پژوهش شارما [۲۴] که مبنای تجربی این مطالعه است و تأثیر توان رقابتی بازار محصول بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی می‌کند، توان رقابتی شرکت‌ها با معیارهای مختلفی چون شاخص Q-توین (نشان‌دهنده ارزش شرکت)، موانع ورود<sup>۱</sup> (شدت سرمایه‌گذاری) تمرکز صنعت<sup>۲</sup>، اندازه بازار<sup>۳</sup> و قابلیت جانشینی کالا<sup>۴</sup> اندازه‌گیری می‌شود.

مبادله همواره یکی از اصلی‌ترین نیازهای بشر بوده است. بازار نهادی است که امکان این مبادله را فراهم می‌کند؛ بنابراین بازار مکان یا موقعیتی است که در آن خریداران و فروشندگان محصولات، خدمات و منابع را خرید و فروش می‌کنند. مهم‌ترین عاملی که در بازار نقشی اساسی ایفا می‌کند، عنصر رقابت و میزان آن است که در نتیجه نبود تعادل بین عرضه و تقاضا به وجود می‌آید [۷]. زمانی که تقاضا برای محصولات شرکتی زیاد است، آن شرکت توان رقابتی بازار محصول بیشتری دارد. در این مطالعه برای محاسبه توان رقابتی بازار محصول، از چند معیار مختلف رقابت (شاخص Q-توین، موانع ورود، تمرکز صنعت، اندازه بازار و قابلیت جانشینی کالا) استفاده شده است تا تأثیر هر یک از آنها بر بازده سهام در قالب الگوهای مستقل بررسی شود.

شرایط ورود، نشان‌دهنده سختی و یا سهولت ورود به یک بازار یا صنعت است. هرچه ورود به صنعتی برای بنگاه‌های بالقوه سخت‌تر باشد، بنگاه‌های موجود در صنعت توان همکاری و در پیش گرفتن رفتار غیررقابتی را خواهند داشت. اساساً موانع ورود به یک صنعت، امتیازهای فراوانی را برای بنگاه‌های موجود در

1. PPE-Entcost
2. Industry Concentration
3. Market Share
4. Product Substitutability

بر اساس نظریه علامت‌دهی، شرکت‌های با ارزش بازار بیشتر، اطلاعات خوبی برای بازار دارند. از این رو سرمایه‌گذاران با هدف کسب بازده بیشتر در این شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند؛ بنابراین می‌توان انتظار داشت بین ارزش بازار شرکت و بازده سهام رابطه‌ای وجود داشته باشد.

نمازی و ابراهیمی [۸] تأثیر رقابت بازار محصول بر بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. در این مطالعه برای دستیابی به هدف فوق از شاخص هرفیندال-هیرشمن، شاخص لرنر و لرنر تعدیل‌شده به عنوان معیارهای رقابت استفاده شده است. نمونه مورد بررسی این پژوهش شامل ۸۷ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۱-۱۳۸۸ است که نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش به روش داده‌های ترکیبی نشان می‌دهد بین شاخص هرفیندال-هیرشمن با بازده سهام شرکت‌ها رابطه منفی ولی بدون معنا وجود داشته است. همچنین بین شاخص‌های لرنر و لرنر تعدیل‌شده با بازده سهام، رابطه منفی معناداری وجود داشته است؛ بدین معنا که هرچه رقابت در صنایع بیشتر باشد، بازده سهام بیشتر است.

ستایش و کارگر فرد [۵] در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمایه، تأثیر رقابت بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را در دوره ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸ بررسی کرده‌اند. در این راستا تأثیر شاخص‌های Q توپین و تمرکز (هرفیندال-هیرشمن و نسبت تمرکز ۴ بنگاه) بر نسبت بدهی ۸۶ شرکت بررسی شده است. روش آماری استفاده‌شده برای آزمون فرضیه‌ها، روش داده‌های تابلویی است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد رقابت در بازار محصول و ساختار سرمایه صنایع مختلف با هم متفاوت است و بین شاخص Q-توپین و

تمرکز صنعت و سودآوری علاقه‌مند هستند و در این زمینه پژوهش‌های متعددی انجام داده‌اند. دمستر [۱۰] اشاره می‌کند صنایع متمرکز ریسک پذیرترند و به همین دلیل خواهان بازده بیشتری هستند؛ بنابراین بین بازده سهام و تمرکز در صنعت ممکن است رابطه مثبتی وجود داشته باشد.

زمانی که محصولات یک شرکت براحتی می‌تواند جایگزین سایر محصولات شود، می‌توان استدلال کرد که قدرت قیمت‌گذاری تقلیل یافته در بازار محصول را دارد (واحد فروشنده بندرت قیمت کالاها را متناسب با هزینه‌های تحمیل‌شده می‌تواند افزایش دهد) و جریان‌های نقدی چنین شرکتی پایداری کمتری دارد [۲۲]. در نتیجه می‌توان استنباط کرد که شرکت‌های با قابلیت جانشینی بیشتر محصول، بازده کمتری دارند.

هنگامی که اندازه بازار یک صنعت افزایش یابد، شرکت‌های بیشتری وارد صنعت می‌شوند و در آینده سودآوری بیشتری خواهند داشت. این امر به افزایش رقابت بر سر قیمت می‌تواند منجر شود؛ اما با گذشت زمان، نرخ ورود شرکت‌های جدید به صنعت کمتر از نرخ رشد صنعت خواهد شد. این اتفاق زمانی رخ می‌دهد که شرکت‌های موجود، سرمایه‌گذاری‌های راهبردی در بخش بهبود کیفیت و کاهش هزینه داشته باشند که هر دوی این‌ها انگیزه شرکت‌های جدید را برای ورود به صنعت کاهش می‌دهد. شرکت‌های حاضر در صنعتی با اندازه بازار بزرگ در مقایسه با شرکت‌های متعلق به صنعتی با اندازه بازار کوچک‌تر، با رقابت بیشتری مواجه می‌شوند؛ بنابراین انتظار می‌رود صاحبان منافع شرکت‌های متعلق به صنایعی با بازار بزرگ‌تر، متقاضی بازده‌های بیشتری باشند [۲۰].

مطالعه آن‌ها نشان داد اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و توان رقابتی بازار محصول بر میانگین بازده سهام تأثیرگذار هستند.

واگاناثان و سرینواسن<sup>۵</sup> [۲۵] تأثیر رقابت در بازار محصول را بر کاهش هزینه‌های نمایندگی بررسی کردند. آن‌ها بیان کردند که وسوسه نگهداری وجه نقد و به کارگیری آن در فعالیت‌هایی با سود کم به طور عمده برای شرکت‌هایی وجود خواهد داشت که در صنایع با رقابت پایین فعالیت می‌کنند. از این رو افزایش غیرمنتظره در جریان وجه نقد به علت افزایش بازده سهام گذشته به احتمال زیاد به کاهش اهرم مالی منجر می‌شود. به علاوه باعث تنزل بازده آینده برای شرکت‌هایی می‌شود که در محیطی با میزان رقابت پایین فعالیت می‌کنند.

زلراکس<sup>۶</sup> و همکاران [۲۷] رابطه بین رقابت در بازار محصول و تضاد نمایندگی را بررسی کردند. آن‌ها نشان دادند رقابت در بازار محصول، هزینه نمایندگی را کاهش می‌دهد.

یرفیس<sup>۷</sup> [۲۶] رابطه بین رقابت در بازار محصول و میزان سودآوری و نرخ رشد را بررسی کرد. او نشان داد افزایش رقابت در بازار محصول به افزایش میزان کارایی و نرخ رشد منجر می‌شود. همچنین دریافت که رقابت در بازار محصول نقش مهمی در کاهش هزینه‌ها می‌تواند ایفا کند.

هرفیندال-هیرشمن به عنوان شاخص اندازه‌گیری رقابت در بازار محصول، رابطه مثبت و معنادار وجود دارد؛ ولی رقابت در بازار محصول و ساختار سرمایه شرکت‌ها، رابطه‌ای ندارند.

هو و رابینسون<sup>۱</sup> [۱۵] ارتباط ساختار رقابتی بازار محصول با قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای را بررسی کردند. نتیجه این پژوهش نشان می‌دهد ساختار رقابت بازار محصول، تصمیم‌های عملیاتی مدیریت را تحت تأثیر قرار می‌دهد و این تصمیم‌ها به نوبه خود بر بازده سهام شرکت تأثیرگذار است. آن‌ها در این مقاله اشاره می‌کنند که ریسک و بازده مورد انتظار با توجه به رقابت محصول در بازار و جریان‌های نقدی آینده تعیین می‌شود.

دن<sup>۲</sup> و همکاران [۱۱] رابطه تمرکز صنعت و بازده سهام شرکت‌های چینی را از سال ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۵ بررسی کردند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد بین نسبت تمرکز صنعت و بازده سهام، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و شرکت‌های با نسبت تمرکز بالا، بازده بیشتری کسب می‌کنند.

هاشم<sup>۳</sup> [۱۶] رابطه بین تمرکز صنعت و بازده مقطعی سهام در بورس اوراق بهادار لندن را بررسی کرد. نمونه مورد بررسی وی شامل ۱۳۰۰ شرکت متعلق به ۸۸ صنعت در دوره زمانی ۲۰۱۰-۱۹۸۵ بود. نتایج این پژوهش نشان داد بین تمرکز صنعت با بازده مورد انتظار سهام، رابطه منفی و معناداری وجود دارد. به عبارتی صنایع رقابتی در مقایسه با صنایع متمرکز، بازده تعدیل شده‌ای از بابت ریسک بیشتر به دست می‌آورند. ایگناتیوا و گالاگر<sup>۴</sup> [۱۷] عوامل تأثیرگذار بر بازده سهام را در شرکت‌های استرالیایی مطالعه کردند. نتایج

5. Wagannathan and Srinivasan  
6. Zlorackis  
7. Yriffith

1. Hou and Robinson  
2. Dan  
3. Hashem  
4. Ignatieva and Gallagher

## روش پژوهش

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 PCM_{it} + \beta_2 MBV_{it} + \beta_3 Size_{it} + \epsilon_{it} \quad (۳)$$

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 SS_{it} + \beta_2 MBV_{it} + \beta_3 Size_{it} + \epsilon_{it} \quad (۴)$$

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 PPE_{it} + \beta_2 MBV_{it} + \beta_3 Size_{it} + \epsilon_{it} \quad (۵)$$

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it} + \beta_2 MBV_{it} + \beta_3 Size_{it} + \epsilon_{it}$$

در این روابط،  $R_{it}$  بازده سهام،  $HH_{it}$  تمرکز صنعت،  $PCM_{it}$  قابلیت جانشینی کالا،  $SS_{it}$  سهم بازار،  $PPE_{it}$  موانع ورود،  $Q_{it}$  ارزش واحد تجاری،  $MBV_{it}$  ارزش بازار نسبت به ارزش دفتری و  $Size_{it}$  اندازه شرکت است.

در این پژوهش از پنج متغیر مستقل، یک متغیر وابسته و دو متغیر کنترلی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است. متغیرهای مستقل معرّف معیارهای توان رقابتی بازار محصول است که با معیارها و شاخص‌های زیر اندازه‌گیری می‌شود:

۱- تمرکز صنعت ( $HH_{it}$ ) که با محاسبه مجموع مربع سهم بازار هر یک از صنایع به دست می‌آید. هرچه میزان این شاخص افزایش یابد، نشان‌دهنده تمرکز بیشتر و رقابت کمتر در صنعت است و برعکس. مطابق با پژوهش فلسام<sup>۱</sup> (۲۰۰۹) و پارک<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) از شاخص هرfindal- هیرشمن به صورت زیر به عنوان سنجش توان رقابتی بازار محصول استفاده می‌شود [۲۴].

$$HHI = \sum_{i=1}^{n_j} (salse_{ij} / \sum_{i=1}^{n_j} salse_{ij})^2 \quad (۶)$$

که در رابطه بالا  $salse_{ij}$  کل فروش شرکت  $i$  در صنعت  $j$  است.

از آنجا که هدف این پژوهش بررسی اثر توان رقابتی بازار محصول بر بازده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، این پژوهش از نظر ماهیت، توصیفی همبستگی است و چون اطلاعات واقعی گذشته را بررسی می‌کند از لحاظ زمانی از نوع پس‌رویدادی محسوب می‌شود. در این پژوهش به پیروی از شارما [۲۴] اثر هر یک از ابعاد رقابت بازار محصول (شاخص  $Q$ -توین، موانع ورود، تمرکز صنعت، اندازه بازار و قابلیت جانشینی کالا) بر بازده سهام در الگوهای جداگانه‌ای بررسی می‌شود؛ بنابراین فرضیه‌های مورد آزمون در این پژوهش با توجه به مبانی نظری موضوع به شرح زیر تدوین شده است.

۱- تمرکز صنعت بر بازده سهام (شرکت‌های منتخب بورس اوراق بهادار تهران) تأثیر دارد؛

۲- قابلیت جانشینی محصول بر بازده سهام (شرکت‌های منتخب بورس اوراق بهادار تهران) تأثیر دارد؛

۳- اندازه بازار بر بازده سهام (شرکت‌های منتخب بورس اوراق بهادار تهران) تأثیر دارد؛

۴- موانع ورود (شدت سرمایه‌گذاری) بر بازده سهام (شرکت‌های منتخب بورس اوراق بهادار تهران) تأثیر دارد؛

۵- شاخص  $Q$ -توین (ارزش شرکت) بر بازده سهام (شرکت‌های منتخب بورس اوراق بهادار تهران) تأثیر دارد.

بنابراین برای آزمون فرضیه‌های پژوهش به پیروی از شارما [۲۴] الگوهای آزمون فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر هستند:

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 HH_{it} + \beta_2 MBV_{it} + \beta_3 Size_{it} + \epsilon_{it} \quad (۱)$$

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 HH_{it} + \beta_2 MBV_{it} + \beta_3 Size_{it} + \epsilon_{it} \quad (۲)$$

$$Q = (\text{DebtV} + \text{MarketV}) / (\text{Total assets})$$

که در رابطه بالا DebtV نشان‌دهنده ارزش دفتری بدهی، MarketV نشان‌دهنده ارزش بازار سهام و Total assets نشان‌دهنده ارزش کل دارایی‌های شرکت است.

پایین بودن موانع ورود (PPE<sub>it</sub>) به صنعتی در بازار رقابت محصول، نشان‌دهنده میزان رقابت زیاد در آن صنعت است. برای محاسبه این شاخص به پیروی از چو و همکاران (۲۰۱۱) از مجموع دارایی‌های ثابت و دارایی‌های نامشهود به کل دارایی‌ها استفاده می‌شود [۳].

(۱۰)

$$PPE = (\text{Fiasset} + \text{Inassat}) / (\text{Tasset})$$

که در رابطه بالا Fiasset نشان‌دهنده دارایی ثابت، Inassat نشان‌دهنده دارایی نامشهود و Tasset نشان‌دهنده کل دارایی‌های شرکت است.

متغیر وابسته این مطالعه شامل بازده سهام است که طبق مطالعه شرما [۲۴]، هاشم [۱۶] دن و همکاران [۱۱] از مجموع تفاوت قیمت سهام، سود نقدی هر سهم، حق تقدم و سهام جایزه در یک دوره مالی تقسیم بر قیمت اول دوره مالی محاسبه می‌شود. متغیرهای کنترل شامل اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام است.

در این مطالعه به پیروی از دن و همکاران [۱۱] ارزش بازار سهام، معیار اندازه شرکت در نظر گرفته شده است.

در این مطالعه، قلمرو زمانی پژوهش دوره ۱۰ ساله از ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۱ و قلمرو مکانی پژوهش، شرکت بورس اوراق بهادار تهران است. جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق

قابلیت جانشینی کالا (PCM<sub>it</sub>) که برابر با سود عملیاتی به فروش هریک از شرکت‌ها است. هرچه میزان این نسبت افزایش پیدا کند، قابلیت جانشینی کالا کمتر می‌شود. کرانا [۲۰]، شرما [۱۵] و چو و همکاران [۳] از این شاخص به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری قابلیت جانشینی کالا در بازار رقابت استفاده کردند. افزایش قابلیت جانشینی کالا در بازار رقابت محصول، نشان‌دهنده کاهش توان رقابتی بازار محصول است.

(۷)

$$PMC = \text{Poperation} / \text{Salse}$$

که در رابطه بالا Poperation نشان‌دهنده سود عملیاتی و Salse نشان‌دهنده فروش است.

متغیر سهم بازار (SS<sub>it</sub>) که با محاسبه میانگین کل فروش سه سال گذشته هر یک از صنایع به دست می‌آید. اسمیت و اندرسون (۲۰۰۸) و کایو (۲۰۱۱) [۳] سهم بازار را با معیار زیر محاسبه کردند.

(۸)

$$ssj = \sum_{i=1}^n \text{sales}_{ij}$$

که در رابطه بالا sales<sub>ij</sub> کل فروش شرکت i در صنعت j است.

شاخص کیو توین (Q) که با تقسیم مجموع ارزش دفتری بدهی‌ها و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود. شاخص کیو توین نشان‌دهنده ارزش شرکت در بازار رقابت محصول است و هرچه این نسبت بالا باشد، گویای توان رقابتی بازار محصول بیشتر شرکت است. گانی و فیرچلد [۱۳]، جیان و همکاران [۱۸] از این معیار به عنوان شاخص اندازه‌گیری رقابت استفاده کردند.

(۹)



شرایط تنها ۸۷ شرکت برای برآورد الگوها و آزمون فرضیه‌های پژوهش انتخاب شدند.

### یافته‌ها

جدول ۱ شامل آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش است. متغیرهای مدنظر برای ۸۷ شرکت در سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۱ است که به‌طور کلی حجم نمونه مورد بررسی، ۷۸۳ داده برای هر متغیر حاصل شده است.

بهادار تهران در این دوره بوده است که به روش حذف نظام‌مند انتخاب شده‌اند. در این روش ابتدا شرکت‌هایی حذف شدند که پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ یا ۳۰ اسفندماه نیست و سپس بانک‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری به دلیل ماهیت متفاوت فعالیت آن‌ها و در پایان نیز مشاهده‌های پرت (صدک اول و صدک ۹۹ تمام مشاهده‌ها) حذف شدند. همچنین در این مرحله، شرکت‌هایی حذف شدند که اطلاعات آن‌ها در طول دوره مورد بررسی، در دسترس نبود. با اعمال این

جدول (۱) تحلیل توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
بازده سهام (درصد)	$R_{it}$	۲۸/۳۴	-۶/۵۹۸	۶۹/۰۸۲	-۴۶/۶۷۹	۲۹/۵۴۸	۱/۲۶۶	۴/۵۷۹
تمرکز صنعت (درصد)	$HH_{it}$	۴/۶۱۱	۲/۳۱۲	۱/۵۳۱	۰/۰۰۰	۳/۳۹۵	۱/۱۹۸	۲/۷۴۶
قابلیت جانشینی کالا	$PCM_{it}$	-۰/۶۷	-۰/۷۸	۰/۰۹۴	-۰/۱۸۴	۰/۰۷۹	۱/۲۵۴	۲/۸۳۳
سهام بازار	$SS_{it}$	۰/۰۰۸	۰/۰۰۹	۰/۰۲۹	۰/۰۰۹	۰/۰۰۸	۰/۹۹۴	۲/۳۷۱
موانع ورود	$PPE_{it}$	۰/۲۹۴	۰/۲۸۲	۰/۵۷۰	۰/۱۹۲	۰/۰۹۱	۱/۱۶۴	۳/۶۳۱
شاخص توبین	$Q_{it}$	۱/۱۳۷	۱/۰۳۹	۱/۷۸۹	۰/۹۶۶	۰/۲۵۸	۲/۶۶	۶/۰۲۹
نسبت ارزش بازار	$MBV_{it}$	۱/۰۸۶	۱/۰۷۹	۱/۲۳۶	۱/۰۰۹	۰/۰۶	۱/۳۴۶	۴/۱۷۱
اندازه شرکت	$Size_{it}$	۵/۲۳۲	۵/۱۹۲	۵/۵۵۱	۵/۰۹۲۱	۰/۱۳۱	۲/۰۹۲	۶/۰۴۸

متغیرها وجود دارد که در این مطالعه از آزمون‌های فیلیس-پرون و دیکی فولر تعمیم یافته استفاده شده است. نتایج این آزمون‌ها در جدول زیر نشان می‌دهد همه متغیرهای پژوهش در دوره مورد بررسی در سطح مانا هستند.

مانایی متغیرهای پژوهش بدین معنا است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت باشد. استفاده از این متغیرها در الگو باعث جلوگیری از ایجاد رگرسیون کاذب می‌شود. آزمون‌های مختلف برای بررسی مانایی

جدول (۲) مانایی متغیرهای پژوهش

متغیر	آزمون فیلیپس-پرون (PP)		آزمون دیکی فولر تعمیم یافته (ADF)	
	آماره آزمون	سطح معناداری	آماره آزمون	سطح معناداری
R <sub>it</sub>	۴۲۸/۶۱۷	۰/۰۰۰۰	-۲۴۷/۶۸۸	۰/۰۰۴۲
HH <sub>it</sub>	۷۶۰/۷۳۱	۰/۰۰۰۰	-۵۸۱/۲۳۸	۰/۰۰۰۰
PCM <sub>it</sub>	۱۰۲۷/۳۶	۰/۰۰۰۰	-۸۶۳/۷۴۱	۰/۰۰۰۰
SS <sub>it</sub>	۸۷۲/۵۸۱	۰/۰۰۰۰	-۵۴۸/۴۶۱	۰/۰۰۰۰
Q <sub>it</sub>	۶۸۶/۰۵۸	۰/۰۰۰۰	-۴۱۵/۸۴۱	۰/۰۰۰۰
PPE <sub>it</sub>	۶۶۰/۰۱۹	۰/۰۰۰۰	-۴۳۷/۸۷۶	۰/۰۰۰۰
MBV <sub>it</sub>	۴۹۰/۳۸۳	۰/۰۰۰۰	-۲۹۳/۴۱۶	۰/۰۰۰۰
Size <sub>it</sub>	۹۷۱/۳۰۱	۰/۰۰۰۰	-۷۴۱/۱۶۹	۰/۰۰۰۰

از الگوی تابلویی و به روش آثار ثابت استفاده شده است.

### آزمون‌های تشخیصی

برای انتخاب الگوهای تلفیقی یا تابلویی از آزمون چاو و آزمون هاسمن استفاده می‌شود. همان‌طور که نتایج جدول ۳ نشان می‌دهد در تمام الگوهای پژوهش

جدول (۳) نتایج آزمون‌های انتخاب الگوی فرضیه‌های پژوهش

آزمون چاو			
تعیین الگو	سطح معناداری	F	
تابلویی	۰/۰۰۰	۳/۹۱	فرضیه اول
تابلویی	۰/۰۰۰	۴/۲۰	فرضیه دوم
تابلویی	۰/۰۰۰	۴/۸۵	فرضیه سوم
تابلویی	۰/۰۰۰	۴/۳۷	فرضیه چهارم
تابلویی	۰/۰۰۰	۳/۷۸	فرضیه پنجم
آزمون هاسمن			
تعیین الگو	سطح معناداری	Chi-Square	
آثار ثابت	۰/۰۰۰	۸۹/۰۱	فرضیه اول
آثار ثابت	۰/۰۰۰	۹۱/۲۹	فرضیه دوم
آثار ثابت	۰/۰۰۰	۹۲/۵۶	فرضیه سوم
آثار ثابت	۰/۰۰۰	۹۲/۲۴	فرضیه چهارم
آثار ثابت	۰/۰۰۰	۹۱/۳۸	فرضیه پنجم

آماره D.W برای بررسی خودهمبستگی باقیمانده‌های الگو به کار می‌رود. چنانچه مقدار این آماره بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد، می‌توان گفت فرضیه صفر رد شده است و

نتایج آزمون وایت نشان داد که در تمام الگوهای پژوهش ناهمسانی واریانس وجود دارد. از این رو، برای رفع این مشکل از روش EGLS استفاده شده است.

باقیمانده‌های الگو خودهمبسته نیستند. با توجه به نتایج برآورد الگوها در جدول ۴ ملاحظه می‌شود که مقدار این آماره در تمام الگوهای برآوردشده نزدیک به ۲ است؛ بنابراین فرضیه صفر رد شده است و باقیمانده الگوهای برآوردشده خودهمبسته نیستند. نتایج برآورد الگوها به صورت کلی به شرح زیر است.

جدول (۵) نتایج کلی برآورد الگوهای پژوهش

الگوی ۵	الگوی ۴	الگوی ۳	الگوی ۲	الگوی ۱	متغیر
۰/۸۹۸۷	۰/۸۳۱۴	۱/۴۳۹	۱/۰۱۱۱	۱/۱۵۹۱	C
(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	
				-۰/۵۹۹۲	HHit
				(۰/۰۰۰۰)	
			-۰/۳۹۹۴		PCMit
			(۰/۰۰۹۴)		
		-۰/۷۲۸۵			SSit
		(۰/۰۱۳۷)			
	۰/۴۱۳۷				PPEit
	(۰/۰۷۳۴)				
-۰/۲۰۴۷					Qit
(۰/۰۰۰۱)					
۰/۲۲۹۶	۰/۲۷۹۶	۰/۲۱۸۶	۰/۲۰۸۱	۰/۲۵۱۲	MBVit
(۰/۰۰۴۶)	(۰/۰۱۸۱)	(۰/۰۰۳۱)	(۰/۰۱۰۷)	(۰/۰۰۰۱)	
۰/۳۱۱۲	۰/۳۴۴۴	۰/۳۳۴۸	۰/۴۱۳۷	۰/۳۶۷۷	Sizeit
(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۹۸۶)	(۰/۰۷۳۴)	(۰/۰۶۳۲)	
۱۴/۲۲۵	۱۱/۹۰۰	۱۵/۰۶۶	۱۷/۴۸۶	۱۴/۰۹۶	F
(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	
۰/۲۴۳۷	۰/۲۶۲۳	۰/۲۴۶۵	۰/۱۹۰۸	۰/۲۴۸۵	ضریب تعیین تعدیل شده
۲/۰۱۴۱۰۵	۲/۰۲۶۱۵۳	۲/۰۲۵۲۵۱	۲/۰۲۴۵۹۳	۲/۰۲۵۵۰۱	D.W

وابسته با متغیرهای مستقل توضیح‌دانی است. در این الگوها بیشترین ضریب تعیین در الگوی سوم (۳۱ درصد) و کمترین ضریب تعیین در الگوی دوم (۲۲ درصد) برآورد شده است. در ادامه به طور مستقل نتایج هر فرضیه ارزیابی می‌شود.

در جدول فوق ضرایب برآوردی و سطح معناداری آنها مشاهده می‌شود. با توجه به نتایج برآورد الگوهای مورد بررسی ملاحظه می‌شود که غالب ضرایب برآوردشده، معنادار هستند. ضریب تعیین الگو نشان‌دهنده این است که چند درصد از تغییرات متغیر

می‌دهد هرچه سهم بازار شرکتی افزایش یابد، بازده آن پایین‌تر است. شرکت‌های با اندازه بازار زیاد، جذابیت کمتری برای سرمایه‌گذاری دارند، از این رو تمایل کمتری به سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها وجود دارد. از طرفی این شرکت‌ها سود نقدی کمتری توزیع می‌کنند. مطابق با فرضیه تخریب خلاقانه، صنایع دارای اندازه بازار کوچک، صنایع با رقابت پذیری بیشتری هستند؛ در نتیجه ریسک نوآوری در این صنایع بیشتر است؛ بنابراین می‌توان گفت این صنایع بازده بیشتری کسب می‌کنند. این نتیجه با پژوهش هاو و راینسون [۱۵] تطبیق دارد. نتیجه پژوهش همچنین نشان می‌دهد بین موانع ورود و بازده سهام، رابطه مثبتی وجود دارد؛ اما این رابطه معنادار نیست. فرضیه موانع ورود نشان‌دهنده ریسک درماندگی شرکت‌ها است. زمانی که این نسبت افزایش یابد، شرکت‌ها با خطر درماندگی مواجه می‌شوند. از سویی به دلیل ریسک بیشتر، بازده بیشتری کسب می‌کنند. این نتیجه نیز مطابق با پژوهش هاو و راینسون [۱۵] است.

در فرضیه پنجم تأثیر شاخص  $Q$  -توین (ارزش شرکت) بر بازده سهام آزمون شده است. نتیجه نشان می‌دهد بین این شاخص و بازده سهام، رابطه منفی و معناداری وجود دارد؛ یعنی هرچه ارزش شرکت‌ها افزایش یابد، سرمایه‌گذاران نسبت به افزایش قیمت‌ها در آینده خوش‌بین نیستند. از این رو انتظار نمی‌رود قیمت این شرکت‌ها در آینده افزایش یابد؛ بنابراین بازده آن‌ها پایین است. این نتیجه مشابه پژوهش پاندى [۲۳] است.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این پژوهش هر یک از ابعاد توان رقابتی بازار محصول در بازار (میزان تمرکز صنعت، قابلیت جانشینی

در فرضیه اول تأثیر تمرکز صنعت به‌عنوان معیار توان رقابتی بازار محصول بر بازده سهام بررسی شده است. نتیجه برآورد الگوی مربوط نشان می‌دهد بین تمرکز صنعت و بازده سهام، رابطه معنادار و منفی وجود دارد. از آنجا که شرکت‌های فعال در صنایع متمرکزتر، ثبات بیشتری دارد و ریسک نوآوری آن‌ها پایین‌تر است، ریسک کمتری را متحمل می‌شوند؛ بنابراین بازده سهام آن‌ها پایین است و انتظار نمی‌رود قیمت سهام آن‌ها در آینده افزایش چشمگیری داشته باشد. این نتیجه با نتایج مطالعه هاو و راینسون [۱۵] منطبق است؛ ولی با پژوهش دمستز [۱۰] مغایرت دارد.

در فرضیه دوم قابلیت جانشینی کالا، دومین شاخص رقابت معرفی شد و اثر آن بر بازده سهام آزموده شد. نتایج برآورد نشان می‌دهد بین سود عملیاتی نسبت به فروش (افزایش این نسبت نشان‌دهنده قابلیت جانشینی پایین‌تر محصولات شرکت است) با بازده سهام، رابطه معنادار و منفی وجود دارد. واحدهای تجاری با قابلیت جانشینی زیاد، زمانی که با افزایش هزینه‌های تولید روبه‌رو می‌شوند، نمی‌توانند قیمت محصولاتشان را افزایش دهند؛ بنابراین بسختی از مرحله شوک افزایش هزینه عبور می‌کنند. به همین دلیل سرمایه‌گذاران، به دلیل نوسان‌های جریان‌های نقدی این واحدها، خواستار بازده بیشتری هستند. از طرفی انتظار می‌رود سرمایه‌گذاران در صنایع با قابلیت جانشینی پایین، بازده مورد انتظار کمتری داشته باشند؛ زیرا جریان‌های نقدی این صنایع پایدارتر است. این نتایج با پژوهش هاو و راینسون [۱۵] و شرما [۲۴] منطبق است.

در فرضیه سوم پژوهش، اثر اندازه بازار بر بازده سهام آزمون شد. نتایج برآورد الگو نشان‌دهنده رابطه معنادار و منفی این متغیر با بازده سهام است و این موضوع دال بر تأیید فرضیه سوم است. این نتیجه نشان

با انجام هر پژوهش، ابعاد گسترده و تازه‌تری از موضوع نمایان می‌شود که می‌تواند نقطه آغازی برای مطالعات بعدی باشد؛ بنابراین با توجه به نتایج حاصل از پژوهش، پیشنهادها را زیر برای انجام پژوهش‌های بعدی ارائه می‌شود: با توجه به اینکه شرکت‌های سرمایه‌گذاری، نهادهای پولی و بانکی، هلدینگ و بیمه از این پژوهش حذف شدند، پیشنهاد می‌شود پژوهشی در رابطه با همین موضوع در این نوع شرکت‌ها انجام شده و نتایج آن با یافته‌های پژوهش حاضر مقایسه شود. همچنین در پژوهشی مشابه از شاخص‌های دیگری برای اندازه‌گیری رقابت در بازار محصول (برای نمونه، نسبت کیوتوین، نسبت تمرکز  $n$  بنگاه و تعداد شرکت‌های فعال در صنعت)، برای افزایش روایی پژوهش حاضر می‌توان استفاده کرد.

#### منابع

- [1] Tehrani, R. (2009). *Financial Management*, Tehran: Negahe Danesh .
- [2] Setayesh, M. & Kargarfard, M. (2010). A survey on the effect of product market competition on capital structure, *Journal of Empirical Research in Accounting*, No. 1: 67-91.
- [3] Porter M. (2003). *Competitive Strategy*, (Translated by Majidi, J. & Mehrpouya, M.) Tehran: Rasa Cultural Services Institution.
- [4] Sekaran, O. (2001). *Research Methods in Management*, Tehran: Training Center Publications.
- [5] Heidari, H. (2011). *An Analysis on the Relationship between Product Market Competition Structure and Capital Structure*, Ms.C. Thesis, Khalije Fars International University.
- [6] Masuminia, A. (2003). Desirable market: perfect competition, *Journal of Islamic Economy*, No. 80: 55-63.
- [7] Hajiha, Z. & Ghassa Maher, L. (2009). A survey on the relationship between capital structure and intangible value of a business unit using Tobin's Q in Iran's capital market, *Journal of Financial*

کالا، اندازه بازار، موانع ورود و ارزش شرکت) بر بازده سهام شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شد. نتایج مطالعه به‌طور کلی نشان داد افزایش توان رقابتی بازار محصول در بازار، تأثیر منفی بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران داشته است. شرکت‌های با توان رقابتی بازار محصول زیاد مطابق با نظریه سلسله‌مراتبی، تأمین مالی داخلی را به خارجی ترجیح می‌دهند. از این رو این شرکت‌ها سود نقدی کمتری بین سرمایه‌گذاران تقسیم می‌کنند؛ بنابراین بازده این شرکت‌ها پایین است. از طرفی شرکت‌های با توان رقابتی بازار محصول زیاد در تلاش برای حفظ توان رقابتی خود هستند؛ بنابراین ریسک کمتری را متحمل می‌شوند و قیمت سهام آن‌ها کمتر دچار نوسان‌های تغییر قیمت‌ها می‌شود. در مجموع، نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش‌های هاشم و همکاران [۱۶]، شرما [۲۴]، هاو و راینسون [۱۵]، ایگنا تایوا و گاگر [۱۷] مطابقت دارد؛ ولی با نتایج پژوهش‌های دن و همکاران [۱۱] و دمستر [۱۰] مطابقت ندارد.

البته با توجه به اینکه در بررسی میزان رقابت، باید تمامی شرکت‌های فعال در بازار رقابت محصول بررسی می‌شدند، این کار به دلیل دسترسی نداشتن به اطلاعات شرکت‌های غیربورسی امکان‌پذیر نبود؛ بنابراین در تعمیم نتایج حاصل شده باید احتیاط کرد. همچنین میزان رقابت محصول در بازار، تحت تأثیر شاخص‌های مختلفی قرار می‌گیرد که به دلیل نبود معیار اندازه‌گیری، تمامی این شاخص‌ها را نمی‌توان بررسی کرد. از جمله این معیارها به میزان مهارت مدیریت و یا حمایت دولت و سرمایه‌های فکری در بعضی از صنایع می‌توان اشاره کرد.

- Sheets for Future Stock Returns: Evidence from Net-Operating Assets. *International Review of Financial Analysis*, 20: 269–282.
- [19] Hodrick, Robert J. (1992). Dividend Yield and Expected Stock Returns: Alternative Procedures for Inference and Measurement, *The Review of Financial Studies*, 5: 357-386.
- [20] Hou, K., Robinson, DT. (2006). Industry Concentration and Verage Stock Returns. *Journal of Finance*, 61:1927–1956.
- [21] Peress, J. (2010). Product Market Competition, Insider Trading and Stock Market Efficiency. *Journal of Finance*, 65: 1–43.
- [22] Hashem, N. (2010). Industry Concentration and the Cross-section of Stock Returns: Evidence from the UK, *Journal of Business, Economics and management*, 5: 52-93.
- [23] Pandey, I. M. (2004). Capital Structure, Profitability and Market Structure: Evidence From Malaysia Asia Pacific, *Journal of Economics and Business*, 8(2): 78–91.
- [24] Griffith, R. (2013), Product Market Competition, Efficiency and Agency Costs: An Empirical Analysis, *The Institute for Fiscal Studies, Working Paper 01/12. Reduce Agency Costs? “*, NBER Working Paper Series, 3: 74-80.
- [25] Sharma, V. (2010). Stock Returns and Product Market Competition: beyond Industry Concentration. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 37: 283-299.
- [26] Zlorackis, C. (2014). Agency Costs and Corporate Governance Mechanisms: Evidence for UK Firms. *International Journal of Managerial Finance*, 4(1): 37-59.
- [27] Wagannathan, R, & Srinivasan, S. (2014). Dose Product arket Competition, Foster Corporate Social Resposibilty? Evidence from trade liberalization, *Stratejic Management Journal*, 25:152-164.
- Engineering and Portfolio Management*, No. 4: 104-118.
- [8] Namazi, M. & Ebrahimi, s. (2011). A survey on the relationship between product competition structure and stock market, *Empirical Studies in Financial Accounting Quarterly*, Vol. 2, No. 1:26-36.
- [9] Campbell, J. (1987). Stock Returns and the Term Structure, *Journal of Financial Economics*, 18: 373-399.
- [10] Demsetz, H. (1973). Industry Structure, Market Rivalry and Public Policy. *J Law Econ*, 16, 1–10.
- [11] Ignatieva, K.; Gallagher, D. (2010). Concentration and Stock Returns: Australian Evidence. *International Conference on Economics, Business and Management IPEDR*, 2, 452-474.
- [12] Jun, Sang, G, Achla M. and Shawky, H. A. (2002). Liquidity and Stock Returns in Emerging Equity Markets, *Emerging Markets Review*, 4: 1-24.
- [13] Dan, M., Li-yan, H. and L. ong-hui. (2007). Industry Concentration and Stock Returns in China A-Share Market. *International Conference on Management Science & Engineering*, 14: 20-22.
- [14] Keim, Donald B., and Robert F. Stambaugh. (1986). Predicting Returnsin the Stock and Bound Market, *Journal of Financial Economics*, 17: 357-390.
- [15] Fama, E., and Kenneth F,. (1988). Dividend Yields and Expected Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 22: 3-25.
- [16] Karuna, Ch. (2007). Industry Product Market Competition Andmanagerial Incentives. *Journal of Accounting and Economics*, 43: 28–29.
- [17] Guney, Y. Li, L Fairchild, R. (2011). The Relationship between Product Market Competition and Capital Structure in Chinese Listed Firms. *International Review of Financial Analysis*, 5: 41–51.
- [18] Papanastasopoulos, G. Thomakos, D. Wang, T. (2013). Information in Balance