

بررسی رابطه بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام با در نظر گرفتن سطوح مختلف تمرکز در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران

حمید نیک رفتار^۱، عبدالرضا اسعدی^۲

^۱ دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، گروه مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد نیشابور، ایران

^۲ استادیار مدیریت مالی، گروه مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد نیشابور، ایران

نام و نشانی ایمیل نویسنده مسئول:

عبدالرضا اسعدی

Abdorrezasadi@yahoo.com

چکیده

تاکنون اقدامات بسیاری برای شناخت بازار سرمایه و عوامل تاثیرگذار بر ریسک و بازده اوراق بهادار در قالب الگوهای قیمت گذاری تعادلی و عاملی صورت گرفته است، ولی پیوند تئوریک میان ریسک سیستماتیک و شاخص های بازدهی سهام در شرکت های با درجات مختلف تمرکز از موضوعاتی است که مورد توجه چندانی قرار نگرفته است. لذا در این مطالعه به بررسی رابطه بین ریسک سیستماتیک با بازده سالانه و بازده غیرعادی سهام در شرکت های با درجات مختلف تمرکز پرداخته شد. برای این منظور از مدل داده های تابلویی و اطلاعات مربوط به ۹۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۹۲-۱۳۸۷ استفاده شد. همچنین شرکت های مورد بررسی با استفاده از شاخص هرفیندال-هیرشمن به دو دسته شرکت های با درجه تمرکز بالا و شرکت های با درجه تمرکز پائین تقسیم بندی شده و یافته ها نشان داد که از میان ۹۶ شرکت مورد بررسی در طی ۶ سال، تعداد ۱۹ سال شرکت دارای درجه تمرکز بالا و ۵۷۶ سال شرکت دارای درجه تمرکز پائین می باشند. نتایج مربوط به مدل داده های تابلویی جهت بررسی فرضیه های تحقیق نشان داد که بین ریسک سیستماتیک و شاخص بازدهی سالانه و شاخص بازدهی غیرعادی سهام در شرکت های با تمرکز بالا و شرکت های با تمرکز پائین رابطه معنی داری وجود دارد. همچنین، نتایج تحقیق نشان داد که بین تأثیر ریسک سیستماتیک بر بازده سالانه سهام و بازده غیرعادی سهام در میان شرکت های با تمرکز بالا و شرکت های با تمرکز پائین تفاوت معنی داری وجود دارد.

واژگان کلیدی: بازده سالانه سهام، بازده غیرعادی سهام، ریسک سیستماتیک، شاخص تمرکز هرفیندال-هیرشمن، مدل داده های تابلویی.

مقدمه

بورس اوراق بهادار که به عنوان نبض اقتصاد کشور مورد توجه تحلیل گران اقتصادی است، به معنی یک بازار متشکل و رسمی سرمایه است که در آن خرید و فروش سهام شرکت ها یا اوراق قرضه دولتی یا مؤسسات خصوصی تحت ضوابط و قوانین و مقررات خاص انجام می شود. همچنین با ایجاد فضای رقابتی به عنوان ابزار اقتصادی، باعث می شود که شرکت های سودآور بتوانند از طریق فروش سهام به تأمین مالی پرداخته و در مقابل، شرکت های زیان ده به طور خودکار از چرخه رقابت خارج شوند. بدین ترتیب با چنین تفکیکی بازار می تواند به تخصیص مطلوب منابع بپردازد. از طرف دیگر این حقیقت که سرمایه گذاران در جایگزین کردن پول موجود خود با یک یا چند نوع ورقه بهادار که در آینده انتظار بازدهی زیادی از آن ها می رود، دچار رنج می شوند، بنابراین ضروری است که در کنار بازده سهام، عامل دیگری به نام ریسک در نظر گرفته شود. بطوریکه یکی از مباحث مهم بازار سرمایه، آگاهی از میزان ریسک شرکت ها، بویژه ریسک سیستماتیک است که می تواند نقش به سزایی در تصمیم گیری ها ایفا کند (مهرآرا و همکاران، ۱۳۹۲). همچنین، بر اساس مدل های عاملی، هر عاملی که بر روی عملکرد مالی شرکت تأثیر می گذارد در بازار سرمایه ریسک آن عامل قیمت گذاری می شود، پس بر روی ارزش شرکت و بازده سهام نیز تأثیر می گذارد. از این رو رقابت در بازار محصول به عنوان یک مشخصه مهم بازارهای محصول که شرکت ها در آن فعالیت می کنند، برای تبیین بازده سهام مهم به نظر می رسد (هو و همکاران^۱، ۲۰۰۶). علاوه بر این شرکت ها تصمیمات عملیاتی مختلفی را اتخاذ می کنند که ماهیت رقابت و تمرکز بر بازار محصول، تقریباً بر رفتار شرکت ها در تمامی این تصمیمات اثرگذار است. سیاست های بازار محصول شرکت ها، بر سود، جریان نقدی آزاد و ارزشیابی سرمایه گذاران از این جریان های نقدی نیز اثرگذار است، از این رو ساختار رقابتی یا متمرکز بازارهای محصول ممکن است بر ریسک جریان نقدی شرکت و در نتیجه نرخ تعادلی بازده آن اثر گذار باشد (نمازی و همکاران، ۱۳۹۱). همچنین، وجود ساختار انحصاری و رقابتی علت بروز یکسری از رفتارهای مبتنی بر انحصار و رقابت می شود و این رفتارهای متفاوت (قیمت گذاری، تحقیق و توسعه، تبلیغ، تولید، انتخاب نوع فن آوری، موانع ورود و تهاجم) منجر به عملکرد اقتصادی (سودآوری و بازده) متفاوت می شود. به عبارت دیگر ساختار انحصاری و رقابتی بر عملکرد (بازده سهام) بنگاه ها و صنایع تأثیر می گذارد. در نتیجه بررسی ارتباط بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام در شرکت های با سطوح مختلف تمرکز از اهمیت بالایی برای سرمایه گذاران برخوردار می باشد که در این مطالعه بدان پرداخته می شود.

۱-پیشینه تحقیق

شارما^۲ (۲۰۱۰) رابطه بین بازده سهام و سه بعد رقابت در بازار محصول را در دوره زمانی ۱۹۷۳ تا ۲۰۰۶ بررسی کرد. نتایج وی بیانگر این بود که پس از در نظر گرفتن عوامل بازار، اندازه، ارزش دفتری به ارزش بازار، شرکت های موجود در صنایع متمرکزتر بازده کمتری به دست می آورند. افزون بر این آن ها دریافتند که شرکت هایی که جانشین پذیری محصولاتشان زیاد است در مقایسه با شرکت هایی که جانشین پذیری محصولات شان کم است، بازده تعدیل شده از بابت ریسک بیشتری کسب می کنند. گانی و همکاران^۳ (۲۰۱۱) رابطه میان ساختار سرمایه و رقابت بازار تولید، یعنی ساختار بازار شرکت های چینی را بررسی کردند. آن ها با استفاده از مدل پانل غیر متوازن و به کارگیری متغیرهای کنترلی سودآوری، اندازه شرکت، ارزش وثیقه ای دارایی ها، رشد، یکتایی دارایی ها، سپر مالیاتی غیر بدهی، قابلیت ایجاد منابع داخلی و نسبت جاری، به تحلیل رابطه میان ساختار سرمایه و ساختار بازار به صورت ایستا و پویا پرداختند. یافته های پژوهش حکایت از وجود رابطه سهمی وار میان ساختار سرمایه و ساختار بازار دارد. گران و میکائیلی (۲۰۱۲)^۴ با استفاده از نمونه ای شامل 64647 مشاهده شرکت - سال در سال های 1972 تا 2010، رابطه بین رقابت بازار محصول و تصمیم مدیران مبنی بر توزیع وجه نقد به سهامداران را بررسی نمودند. آن ها با در نظر گرفتن رقابت در بازار محصول به عنوان یک فاکتور انضباطی خارجی، کار لاپورتا و همکارانش (2000) را گسترش دادند. آن ها استدلال کردند که پرداخت سود سهام می تواند پیامد یا جانشین رقابت باشد. نتایج این مطالعه مؤید مدل پیامد بود. سسیلیا و همکاران^۵ (۲۰۱۳) تحقیقی با عنوان بررسی اثر رقابت در بازار محصول بر بازده صنعت انجام دادند. به این نتیجه رسیدند که رقابت در بازار محصول دارای دو اثر متضاد بر بازده دارایی ها است. شرکت هایی در صنایع رقابتی تر گزینه های رشد کمتری دارند و در نتیجه ریسک سیستماتیک آنها کاهش می یابد. همچنین شرکت های دارای حاشیه سود پایین تر بیشتر در معرض شوک های سیستماتیک قرار دارند و شرکت هایی در صنایع رقابتی تر به طور متوسط

¹ Hou et al, 2006² Sharma et al³ Guney et al⁴ Grullon and Michaely, 2012⁵ Cecilia et al

بازده دارایی های پایین تری دارند. رازینی و سوری (۱۳۸۷) در مطالعه ای به بررسی تأثیر ادغام، تمرکز و ریسک اعتباری بر کارایی صنعت بانکداری در ایران پرداختند. آنان برای اندازه گیری کارایی از روش پارامتری و داده های ترازنامه بانک های تجاری، تخصصی و خصوصی در دوره ۸۴-۱۳۸۰ استفاده کردند. به منظور برآورد کارایی و نیز تشخیص عوامل مؤثر بر آن از فرم خطی لگاریتمی تابع هزینه مرزی تصادفی ترانسلوگ استفاده شده است. نتایج این مطالعه براساس مدل برآورد کارایی نشان می دهد که متوسط کارایی کل شبکه بانکی در دوره مورد بررسی ۳۴ درصد بوده و با ادغام بانک های ناکارتر، در بانک های کارتر متوسط کارایی به ۵۰ درصد افزایش می یابد. براساس نتایج مدل برآورد عوامل مؤثر بر کارایی، کارایی بانک ها با اندازه بانک (دارایی کل) و تمرکز (بیانگر وضعیت رقابت در صنعت بانکداری) رابطه منفی و با تعداد شعب، نیروی انسانی تحصیل کرده و شاخص فناوری اطلاعات (بیانگر فعالیت بانکداری الکترونیکی) و نیز نسبت های تسهیلات به دارایی و سرمایه به دارایی (معیارهای ارزیابی ریسک اعتباری) رابطه مثبت دارد. رضایی و دیگران (۱۳۸۹) به بررسی تمرکز صنایع (بر اساس شاخص هرفیندال)، اندازه صنعت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، اهرم مالی و بتای پرتفوی صنعت با بازده سهام سال آتی، از سال ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۷ در ۳۱ گروه فرعی فعال صنعتی بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. نتایج بررسی خطی با وقفه ساختار بازار با بازده بصورت مستقیم معنادار بوده است. یعنی صنایع با تمرکز بالا بازده آتی بیشتری نسبت به صنایع کم تمرکز کسب می کنند. رهبر و همکاران (۱۳۹۱) در تحقیق به بررسی اثرات ریز ساختار بازار بر قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق اثرات ریز ساختار بازار بر قیمت سهام در سال های ۹۰-۱۳۸۷ مورد بررسی قرار گرفته است. به همین منظور ۴۳ شرکت از بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه انتخاب گردید. در این تحقیق از روش پانل دیتا برای بررسی فرضیه ها استفاده شده است به دلیل اینکه داده های مورد بررسی ترکیبی از داده های سری زمانی و مقطعی می باشد. نتایج نشان داد که در طول قلمرو زمانی تحقیق عناصر ریز ساختار بازار (حجم معامله، زمان روز، شکاف) بر قیمت سهام مؤثر است و هم چنین عنصر حجم معامله علاوه بر تأثیر بر میانه مظنه ها بر شکاف نیز مؤثر است. خواجهی و همکاران (۱۳۹۲) در مطالعه ای به بررسی اثرهای رقابت در بازار محصول بر مدیریت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. به همین منظور، از شاخصهای هرفیندال-هیرشمن، لرنر و لرنر تعدیل شده به عنوان معیارهای اندازه گیری رقابت در بازار محصول استفاده شده است. اقلام تعهدی اختیاری به عنوان معیاری برای اندازه گیری مدیریت سود استفاده شد. جامعه آماری این پژوهش را ۶۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می دهند که در طی سال های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ بررسی شده اند. از تحلیل های آماری رگرسیون خطی چند متغیره برای آزمون فرضیه های پژوهش استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه های پژوهش نشان داد که به طور کلی بین شاخص های هرفیندال-هیرشمن، لرنر و لرنر تعدیل شده با مدیریت سود شرکت ها رابطه معکوس معناداری وجود دارد.

بطور کلی، مرور مطالعات پیشین نشان می دهد که برای سرمایه گذاران بررسی ساختار شرکت های مرتبط با سهام خریداری شده که تأثیر آن بر بازده سهام انکار ناپذیر است، از اهمیت ویژه ای برخوردار بوده که با توجه به محدودیت مطالعات انجام شده در داخل کشور به خصوص در رابطه با بازده سهام غیرعادی و در سطوح مختلف تمرکز، در این مطالعه به بررسی این مهم پرداخته می شود.

۲- روش تحقیق

از نقطه نظر استنتاج، این پژوهش استقرایی بوده و از نظر هدف، کاربردی می باشد. زیرا نتایج آن می تواند مورد استفاده سرمایه گذاران و سهام داران، مدیران مالی شرکت ها جهت تصمیمات بهینه، تحلیل گران مالی بازار سرمایه قرار گیرد. همچنین از نظر روش و ماهیت این پژوهش از نوع توصیفی - همبستگی می باشد و نیز با توجه به اینکه متغیرهای مستقل و وابسته در گذشته رخ داده اند، در زمره پژوهش های رویدادی قرار دارد. علاوه بر این، از لحاظ نوع داده های تحقیق اسناد کاوی (آرشیوی) است. به این معنی که با استفاده از اطلاعات گذشته مربوط به شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران ارتباط میان متغیرهای مستقل و متغیر وابسته مورد بررسی قرار گیرد. در نهایت، تحقیق حاضر از بعد منطقی، یک تحقیق استقرایی (درصد طراحی یک مدل کلی بر اساس مشاهدات تجربی و جمع آوری داده های کمی) است و در طبقه رویکردهای اثبات گرایی قرار می گیرد.

۳- فرضیه های تحقیق

۱. در شرکت های با تمرکز بالا ریسک سیستماتیک اثر معنی داری بر بازده سالانه سهام دارد.
۲. در شرکت های با تمرکز پائین ریسک سیستماتیک اثر معنی داری بر بازده سالانه سهام دارد.
۳. در شرکت های با تمرکز بالا ریسک سیستماتیک اثر معنی داری بر بازده غیرعادی سهام دارد.

۴. در شرکت های با تمرکز پائین ریسک سیستماتیک اثر معنی داری بر بازده غیرعادی سهام دارد.
۵. رابطه بین ریسک سیستماتیک با شاخص های بازدهی سهام در شرکت های با سطوح مختلف تمرکز تفاوت معنی داری دارد.

۴- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق، کلیه شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ی زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۲ است. همچنین نمونه آماری شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که این شرکت ها دارای ویژگی های زیر باشند:

- زمان پذیرفته شدن آن ها در بورس اوراق بهادار تهران قبل از سال ۱۳۸۵ باشد.
- به جهت همسانی تاریخ گزارش گری، حذف اثرات فصلی و افزایش قابلیت مقایسه ای اطلاعات، سال مالی آن ها پایان اسفند ماه باشد.

- سهام شرکت های مورد مطالعه در دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲ در بورس معامله شده باشد.
- اطلاعات مورد نیاز در این تحقیق در مورد آن ها در دسترس باشد.
- توقف فعالیت نداشته و دوره مالی خود را تغییر نداده باشند.
- جزء شرکت های واسطه گری مالی نباشند.

۵- متغیرهای تحقیق

• متغیرهای وابسته

(الف) بازده سالانه سهام:

منظور از بازده سالانه سهام عبارت است از: تغییرات قیمت اول دوره و آخر دوره سهام به علاوه سایر عواید ناشی از خرید سهم مانند: مزایای ناشی از حق تقدم، سهام جایزه و سود نقدی سهام، تقسیم بر قیمت اول دوره (راعی و پویان فر، ۱۳۹۱).

$$R_{it} = \frac{p_1 - p_0 + Dps + ((p_1 - C) \times \alpha) + (p_1 \times \beta)}{p_0 + c\alpha} \quad (1)$$

که در آن R_{it} : بازده سهام شرکت i در ماه t ، p_1 : قیمت سهام در انتهای دوره، p_0 : قیمت سهام در ابتدای دوره، Dps : سود نقدی ناخالص هر سهم، α : درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی، β : افزایش سرمایه از محل سودانباشته و اندوخته و C : مبلغ اسمی پرداخت شده توسط سرمایه گذار بابت افزایش سرمایه از محل آورده نقدی می باشد.

(ب) بازده غیرعادی

بازده غیرعادی از تفاضل بازده واقعی سهم j در دوره رویداد با بازده پیش بینی شده (بر اساس الگوی بازار $E(r_{jt})$) به دست می آید:

$$AR_{jt} = r_{jt} - E(r_{jt}) \quad (2)$$

گرچه در برخی موارد مشکلاتی در برآورد پارامترهای الگوی بازار وجود دارد، اما درمجموع استفاده از آن رایج تر است. ضمن این که ریسک و حرکت بازار در طول دوره رویداد در الگوی بازار کنترل می شود. فرمول بازده غیرعادی سهام به شرح زیر است (راعی و پویان فر، ۱۳۹۱):

$$\begin{aligned} AR_{it} &= R_{it} - \hat{R}_{it} \\ \hat{R}_{it} &= R_f + (R_M - R_f) \times \beta \\ AR_{it} &= R_{it} - [R_f + (R_M - R_f) \times \beta] \end{aligned} \quad (3)$$

که در آن AR_{it} : بازده غیرعادی سهام i در ماه t ، R_{it} : بازده سهام شرکت i در ماه t ، R_f : نرخ بازده بدون ریسک، R_M : نرخ بازده بازار و β : ریسک (ضریب همبستگی) می باشد.

- متغیر مستقل
- ریسک سیستماتیک

$$R_i = R_f + (R_M - R_f) \times \beta \rightarrow \beta = \frac{R_i - R_f}{R_M - R_f} \quad (۴)$$

که در آن β : ریسک سیستماتیک، R_i : بازده شاخص قیمت سهام و بازده نقدی بورس در ماه t ، R_f : نرخ بازده بدون ریسک و R_M : نرخ بازده بازار می باشد.

- متغیرهای کنترل

الف) اندازه شرکت:

تاکنون معیار واحدی به منظور تعریف و اندازه گیری شرکت استفاده نشده است. اندازه شرکت معیاری است که برای تشخیص بزرگ یا کوچک بودن شرکت ها مورد استفاده قرار گرفته و برای اندازه گیری آن می توان از شاخص هایی مانند ارزش دارایی ها، میزان فروش، ارزش بازار سهام و تعداد سهام استفاده کرد. در این تحقیق اندازه شرکت به وسیله ارزش بازار سهام محاسبه می شود. واضح است که هزینه سرمایه رابطه منفی با اندازه شرکت دارد بطوریکه شرکت های کوچک تر مشکلات نظارتی بیشتری داشته و در نتیجه منجر می شود که هزینه های سرمایه بالاتری داشته باشند.

ب) نسبت گردش دارایی ها:

گردش دارایی ها، راندمان شرکت در استفاده از دارایی ها، در جهت فروش یا کسب درآمد را اندازه گیری می کند، همچنین استراتژی قیمت گذاری شرکت را نیز نشان می دهد. شرکت های با حاشیه سود کم، تمایل دارند گردش دارایی های بالایی داشته باشند، در حالی که شرکت ها با حاشیه سود بالا، معمولاً گردش دارایی های کمی دارند. همچنین نسبت گردش دارایی ها از طریق تقسیم فروش خالص، به کل دارایی ها محاسبه می شود:

$$AT = \frac{\text{فروش خالص}}{\text{کل دارایی ها}} \quad (۶)$$

ج) بازده حقوق صاحبان سهام

این نسبت از تقسیم سود خالص بر حقوق صاحبان سهام به دست می آید (راعی و پویان فر، ۱۳۹۱):

$$ROE = \frac{\text{سود خالص}}{\text{حقوق صاحبان سهام}} \quad (۷)$$

د) شاخص هرفیندال - هیرشمن^۶ (HHI)

این شاخص از حاصل جمع توان دوم سهم بازار کلیه بنگاه های فعال در صنعت به دست می آید:

^۶. Herfindahl-Hirschman Index

$$HHI = \sum_{i=1}^k s_i^2 \quad (۸)$$

که در آن K: تعداد بنگاه های فعال در بازار و s_i : سهم بازار شرکت i ام می باشد.

$$s_i = \frac{x_j}{\sum_{j=1}^n x_j} \quad (۹)$$

x_j : فروش شرکت j و i: نوع صنعت می باشد.

همچنین شاخص هرفیندال میزان تمرکز صنعت را اندازه گیری می کند. در این شاخص نیز هر چه شاخص محاسبه شده بیشتر باشد، میزان تمرکز بیشتر بوده و رقابت کمتری در صنعت وجود دارد و برعکس (راعی و پویان فر، ۱۳۹۱).
در این مطالعه پس از تقسیم شرکت ها به دو سطح با تمرکز بالا و با تمرکز پایین، مدل های زیر جهت آزمون فرضیات مطالعه برآورد خواهد شد:

$$\begin{cases} R_{it} = \alpha_0 + \beta_1 BETA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AT_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 HII_{it} + e_{it} \\ AR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 BETA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AT_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 HII_{it} + e_{it} \end{cases} \quad (۱) \text{ شرکت های با تمرکز بالا}$$

$$\begin{cases} R_{it} = \alpha_0 + \beta_1 BETA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AT_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 HII_{it} + e_{it} \\ AR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 BETA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AT_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 HII_{it} + e_{it} \end{cases} \quad (۲) \text{ شرکت های با تمرکز پایین}$$

اطلاعات و داده های مورد نیاز در این تحقیق نیز از دو منبع تهیه می شوند. نخست به منظور گردآوری ادبیات نظری و مفاهیم تئوریک، از شیوه کتابخانه ای استفاده می شود. در این روش اطلاعات مورد نیاز بر اساس محتوای مقالات نمایه شده در مجلات عملی و پژوهشی، پایان نامه ها، محتوای وب سایت هایی علمی به زبان فارسی و لاتین و محتوای کنفرانس ها، سمینارهای ملی و بین المللی گردآوری می شود. همچنین، جهت گردآوری داده های مربوط به آزمون فرضیه ها، تحقق اهداف مورد نظر و در نهایت پاسخ به سؤال های تحقیق، از صورت های مالی حسابرسی شده شرکت های بورس اوراق بهادار تهران و در مواردی نیز از نرم افزارهای اطلاعاتی ره آوردنوین و وب سایت بورس اوراق بهادار تهران که حاوی داده های بازار سرمایه ایران است، استفاده می شود.

۶- نتایج و بحث

با توجه به نمونه گیری انجام شده تعداد ۹۶ شرکت به عنوان شرکت های نمونه آماری انتخاب شدند که داده های آن ها طی دوره ۶ ساله (۱۳۸۷ الی ۱۳۹۲) مورد بررسی قرار گرفت. لذا تعداد مشاهدات ۵۷۶ شرکت- سال می باشد. خلاصه توصیف آماری متغیرهای تحقیق در زیر ارائه شده است:

جدول ۱: شاخص های توصیفی

متغیر	تعداد	میانگین	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
بازده سالانه سهام	۵۷۶	۰/۲۳	۰/۸۶۴	-۰/۸۹	۷/۲۰
بازده غیرعادی سهام	۵۷۶	۰/۰۱	۰/۸۳۵	-۱/۵۴	۶/۹۲
ریسک سیستماتیک	۵۷۶	۰/۲۴	۰/۸۹۴	-۵/۱۰	۱۲/۰۰
اندازه شرکت	۵۷۶	۱۳/۵۵	۱/۴۷۵	۱۰/۰۳	۱۸/۴۵
گردش دارایی ها	۵۷۶	۰/۱۰۵	۰/۱۱۱	-۰/۳۱۳	۰/۴۸۲
بازده حقوق صاحبان سهام	۵۷۶	۰/۲۷	۰/۱۹۱	۰/۰۰	۱/۰۶
شاخص هرفیندال - هیرشمن	۵۷۶	۰/۲۴	۰/۱۴۳	۰/۰۷	۰/۹۵

مأخذ: یافته های تحقیق

همانطور که پیشتر گفته شد، به منظور بررسی رابطه بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام با در نظر گرفتن سطوح مختلف تمرکز در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران، ابتدا شرکت های مورد بررسی با استفاده از شاخص هرفیندال- هیرشمن به دو دسته شرکت های با درجه تمرکز بالا و شرکت های با درجه تمرکز پایین تقسیم بندی شدند. یافته ها نشان داد که از میان ۵۷۶ شرکت- سال، تعداد ۱۹ سال- شرکت دارای درجه تمرکز بالا و باقی دارای درجه تمرکز پایین می باشند. پس از تعیین درجه تمرکز شرکت های مورد بررسی، فرضیات تحقیق آزمون شد. در این بخش به ارائه نتایج آزمون فرضیات تحقیق پرداخته می شود:

۶-۱- آزمون فرضیه اول: "در شرکت های با تمرکز بالا ریسک سیستماتیک اثر معنی داری بر بازده سالانه سهام دارد"

جدول زیر نتایج برآورد مدل مربوط به فرضیه اول تحقیق را با استفاده از روش روش اثرات ثابت را برای نمونه مورد بررسی از شرکت های مورد مطالعه نشان می دهد:

جدول ۲: تخمین مدل اثرات ثابت فرضیه اول (متغیر وابسته: بازده سالانه سهام شرکت های با تمرکز بالا)

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی داری
مقدار ثابت	a_0	۱.۵۶۲	۲.۷۳۸	***۰.۰۰۹۱
ریسک سیستماتیک	BETA	-۴.۸۰۳	۵.۶۷۶	***۰.۰۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۲.۲۳۱	۳.۹۷۰	***۰.۰۰۰۰
نسبت گردش دارایی ها	AT	۲.۴۲۹	۲.۱۴۲	**۰.۰۳۴۵
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۲.۸۲۹	۲.۰۵۴	**۰.۰۲۱۳
شاخص هرفیندال - هیرشمن	HHI	۲.۰۶۷	۲.۰۵۱	**۰.۰۴۳۹
ضریب تعیین (R^2)	۰.۷۸۶	آماره F	۴.۷۴۳	
ضریب تعیین تعدیل شده ($AdjR^2$)	۰.۵۱۳	سطح معنی داری	(۰.۰۰۱)	
آماره دوربین واتسون (D.W)	۱.۹۱۴			
***۱٪ - **۵٪ - *۱۰٪ - NS بی معنی				

مأخذ: یافته های تحقیق

یافته های جدول فوق نشان می دهد که ضریب متغیر ریسک سیستماتیک دارای علامت منفی بوده و از نظر آماری در سطح ۱ درصد معنی دار می باشد. بدین مفهوم که در نمونه مورد بررسی از شرکت های با تمرکز بالا، بین متغیر ریسک سیستماتیک و متغیر وابسته تحقیق (بازده سالانه سهام شرکت های با تمرکز بالا) رابطه معنی داری وجود دارد. از این رو، می توان نتیجه گرفت که فرض صفر مربوط به فرضیه اول تحقیق رد شده و فرض مقابل پذیرفته می شود. بنابراین می توان گفت: "در شرکت های با تمرکز بالا ریسک سیستماتیک اثر معنی داری بر بازده سالانه سهام دارد."

۲-۶- آزمون فرضیه دوم: "در شرکت های با تمرکز پائین ریسک سیستماتیک اثر معنی داری بر بازده سالانه سهام دارد"

جدول زیر نتایج برآورد مدل مربوط به فرضیه دوم تحقیق را با استفاده از روش روش اثرات ثابت را برای نمونه مورد بررسی از شرکت های مورد مطالعه نشان می دهد:

جدول ۳: تخمین مدل اثرات ثابت فرضیه دوم (متغیر وابسته: بازده سالانه سهام شرکت های با تمرکز پائین)

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی داری
مقدار ثابت	a_0	۱.۴۲۶	۳.۱۵۳	*** ۰.۰۰۰۰
ریسک سیستماتیک	BETA	-۵.۰۰۳	۵.۸۱۲	*** ۰.۰۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۲.۵۰۱	۳.۴۲۱	*** ۰.۰۰۰۰
نسبت گردش دارائی ها	AT	۲.۶۳۳	۳.۲۰۸	*** ۰.۰۰۰۰
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۲.۷۱۴	۳.۴۱۲	*** ۰.۰۰۰۰
شاخص هرفیندال - هیرشمن	HHI	۲.۳۳۱	۲.۰۵۳	** ۰.۰۴۲۸
ضریب تعیین (R^2)	۰.۷۷۱	آماره F	۴.۵۵۴	
ضریب تعیین تعدیل شده ($AdjR^2$)	۰.۵۰۸	سطح معنی داری	(۰.۰۰۱)	
آماره دوربین واتسون (D.W)	۲.۰۱۲			
*** ۱٪ - ** ۵٪ - * ۱۰٪ - NS بی معنی				

مأخذ: یافته های تحقیق

یافته های جدول فوق نشان می دهد که ضریب متغیر ریسک سیستماتیک دارای علامت منفی بوده و از نظر آماری در سطح ۱ درصد معنی دار می باشد. بدین مفهوم که در نمونه مورد بررسی از شرکت های با تمرکز پائین نیز، بین متغیر ریسک سیستماتیک و متغیر وابسته تحقیق (بازده سالانه سهام شرکت های با تمرکز پائین) رابطه معنی داری وجود دارد. از این رو، می توان نتیجه گرفت که فرض صفر مربوط به فرضیه دوم تحقیق رد شده و فرض مقابل پذیرفته می شود. بنابراین می توان گفت: "در شرکت های با تمرکز پائین ریسک سیستماتیک اثر معنی داری بر بازده سالانه سهام دارد."

۳-۶- آزمون فرضیه سوم: "در شرکت های با تمرکز بالا ریسک سیستماتیک اثر معنی داری بر بازده غیرعادی سهام دارد"

جدول زیر نتایج برآورد مدل مربوط به فرضیه سوم تحقیق را با استفاده از روش روش اثرات ثابت را برای نمونه مورد بررسی از شرکت های مورد مطالعه نشان می دهد:

جدول ۴: تخمین مدل اثرات ثابت فرضیه سوم (متغیر وابسته: بازده غیرعادی شرکت های با تمرکز بالا)

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی داری
مقدار ثابت	a_0	۱.۳۱۸	۳.۲۰۲	***۰.۰۰۰
ریسک سیستماتیک	BETA	-۴.۷۶۵	۵.۳۱۷	***۰.۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۲.۲۲۸	۳.۳۰۶	***۰.۰۰۰
نسبت گردش دارائی ها	AT	۲.۳۸۹	۳.۰۰۹	**۰.۰۰۰
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۲.۶۱۳	۳.۱۱۱	**۰.۰۰۰
شاخص هرفیندال- هیرشمن	HHI	۲.۰۴۸	۳.۰۰۱	**۰.۰۰۰
ضریب تعیین (R^2)	۰.۷۶۴	آماره F	۴.۳۸۹	
ضریب تعیین تعدیل شده ($AdjR^2$)	۰.۴۹۹	سطح معنی داری	(۰.۰۰۱)	
آماره دوربین واتسون (D.W)	۲.۰۰۳			
*** ۱٪ - ** ۵٪ - * ۱۰٪ - NS بی معنی				

مأخذ: یافته های تحقیق

یافته های جدول فوق نشان می دهد که ضریب متغیر ریسک سیستماتیک دارای علامت منفی بوده و از نظر آماری در سطح ۱ درصد معنی دار می باشد. بدین مفهوم که در نمونه مورد بررسی از شرکت های با تمرکز بالا، بین متغیر ریسک سیستماتیک و متغیر وابسته تحقیق (بازده غیرعادی سهام شرکت های با تمرکز بالا) رابطه معنی داری وجود دارد. از این رو، می توان نتیجه گرفت که فرض صفر مربوط به فرضیه سوم تحقیق رد شده و فرض مقابل پذیرفته می شود. بنابراین می توان گفت: "در شرکت های با تمرکز بالا ریسک سیستماتیک اثر معنی داری بر بازده غیرعادی سهام دارد."

۴-۶- آزمون فرضیه چهارم: "در شرکت های با تمرکز پائین ریسک سیستماتیک اثر معنی داری بر بازده غیرعادی سهام دارد"

جدول زیر نتایج برآورد مدل مربوط به فرضیه چهارم تحقیق را با استفاده از روش اثرات ثابت را برای نمونه مورد بررسی از شرکت های مورد مطالعه نشان می دهد:

جدول ۵: تخمین مدل اثرات ثابت فرضیه چهارم (متغیر وابسته: بازده غیرعادی شرکت های با تمرکز پائین)

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی داری
مقدار ثابت	a_0	۱.۲۹۸	۳.۱۸۴	***۰.۰۰۰
ریسک سیستماتیک	BETA	-۴.۶۸۹	۵.۰۰۱	***۰.۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۲.۲۱۹	۳.۲۹۱	***۰.۰۰۰
نسبت گردش دارائی ها	AT	۲.۳۱۱	۳.۰۰۱	**۰.۰۰۰
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۲.۵۹۹	۳.۰۸۶	**۰.۰۰۰
شاخص هرفیندال- هیرشمن	HHI	۲.۰۰۹	۳.۰۱۲	**۰.۰۰۰
ضریب تعیین (R^2)	۰.۷۵۹	آماره F	۴.۳۶۸	
ضریب تعیین تعدیل شده ($AdjR^2$)	۰.۴۸۱	سطح معنی داری	(۰.۰۰۱)	
آماره دوربین واتسون (D.W)	۲.۰۰۱			
*** ۱٪ - ** ۵٪ - * ۱۰٪ - NS بی معنی				

مأخذ: یافته های تحقیق

یافته های جدول فوق نشان می دهد که ضریب متغیر ریسک سیستماتیک دارای علامت منفی بوده و از نظر آماری در سطح ۱ درصد معنی دار می باشد. بدین مفهوم که در نمونه مورد بررسی از شرکت های با تمرکز پائین، بین متغیر ریسک سیستماتیک و متغیر وابسته تحقیق (بازده غیرعادی سهام شرکت های با تمرکز پائین) رابطه معنی داری وجود دارد. از این رو، می توان نتیجه گرفت که فرض صفر مربوط به فرضیه چهارم تحقیق رد شده و فرض مقابل پذیرفته می شود. بنابراین می توان گفت: "در شرکت های با تمرکز پائین ریسک سیستماتیک اثر معنی داری بر بازده غیرعادی سهام دارد."

۵-۶- آزمون فرضیه پنجم: "رابطه بین ریسک سیستماتیک با شاخص های بازدهی سهام در شرکت های با سطوح مختلف تمرکز تفاوت معنی داری دارد"

در این مطالعه به منظور بررسی تفاوت آماری بین تأثیر ریسک سیستماتیک با شاخص های بازدهی سهام (بازده سالانه و بازده غیرعادی) در شرکت های با تمرکز بالا و شرکت های با تمرکز پائین از آزمون F مقید استفاده شد. جدول زیر نتایج این آزمون را نشان می دهد:

جدول ۶: رابطه ریسک سیستماتیک با شاخص های بازدهی سهام در شرکت های با سطوح مختلف تمرکز

متغیر	ضریب	مقدار آماره آزمون F	P-Value
تأثیر ریسک سیستماتیک بر بازده سالانه سهام در شرکت های با تمرکز بالا	-۴.۸۰۳	۱۴۷/۰۶	***۰/۰۰۰
تأثیر ریسک سیستماتیک بر بازده سالانه سهام در شرکت های با تمرکز پائین	-۵.۰۰۳		
تأثیر ریسک سیستماتیک بر بازده غیرعادی سهام در شرکت های با تمرکز بالا	-۴.۷۶۵	۱۴۵/۳۳	***۰/۰۰۰
تأثیر ریسک سیستماتیک بر بازده غیرعادی سهام در شرکت های با تمرکز پائین	-۴.۶۸۹		
*** معنی دار در سطح ۱ درصد			

مأخذ: یافته های تحقیق

از آنجا که مقادیر آماره F محاسباتی برابر ۱۴۷/۰۶ و ۱۴۵/۳۳ بوده و همچنین P-value آن ها کمتر از ۰/۰۵ می باشد، می توان نتیجه گرفت که بین ضریب متغیر ریسک سیستماتیک در مدل های اول و دوم و ضریب متغیر ریسک سیستماتیک در مدل های سوم و چهارم از نظر آماری اختلاف معنی داری در سطح ۱ درصد وجود دارد. بدین معنی که بین تأثیر ریسک سیستماتیک بر بازده سالانه سهام در شرکت های با تمرکز بالا و شرکت های با تمرکز پائین و همچنین تأثیر ریسک سیستماتیک بر بازده غیرعادی سهام در شرکت های با تمرکز بالا تفاوت معنی داری وجود دارد. از این رو، فرضیه پنجم تحقیق تأیید شده و می توان گفت، "رابطه بین ریسک سیستماتیک با شاخص های بازدهی سهام در شرکت های با سطوح مختلف تمرکز تفاوت معنی داری دارد."

۷- جمع بندی و نتیجه گیری

در این مطالعه به منظور بررسی رابطه بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام با در نظر گرفتن سطوح مختلف تمرکز در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران، ابتدا شرکت های مورد بررسی با استفاده از شاخص هرفیندال- هیرشمن به دو دسته شرکت های با درجه تمرکز بالا و شرکت های با درجه تمرکز پایین تقسیم بندی شدند. یافته ها نشان داد که از میان ۹۶ شرکت مورد بررسی، تعداد ۱۹ سال شرکت دارای درجه تمرکز بالا و ۵۵۷ سال شرکت دارای درجه تمرکز پایین می باشند. همچنین، نتایج تخمین مدل مربوط به فرضیه اول تحقیق با استفاده از روش اثرات ثابت نشان داد که ضریب متغیر ریسک سیستماتیک دارای علامت منفی بوده و از نظر آماری در سطح ۱ درصد معنی دار می باشد. بدین مفهوم که در نمونه مورد بررسی از شرکت های با تمرکز بالا، بین متغیر ریسک سیستماتیک و متغیر وابسته تحقیق (بازده سالانه سهام شرکت های با تمرکز بالا) رابطه معنی داری وجود دارد. از این رو، نتیجه گرفته شد که "در شرکت های با تمرکز بالا ریسک سیستماتیک اثر معنی داری بر بازده سالانه سهام دارد". لذا فرضیه اول تحقیق تأیید شد. نتایج تخمین مدل مربوط به فرضیه دوم تحقیق با استفاده از روش اثرات ثابت نشان داد که ضریب متغیر ریسک سیستماتیک دارای علامت منفی بوده و از نظر آماری در سطح ۱ درصد معنی دار می باشد. بدین مفهوم که در نمونه مورد بررسی از شرکت های با تمرکز پایین، بین متغیر ریسک سیستماتیک و متغیر وابسته تحقیق (بازده سالانه سهام شرکت های با تمرکز پایین) رابطه معنی داری وجود دارد. از این رو، نتیجه گرفته شد که "در شرکت های با تمرکز بالا ریسک سیستماتیک اثر معنی داری بر بازده سالانه سهام دارد". لذا فرضیه دوم تحقیق تأیید شد. نتایج تخمین مدل مربوط به فرضیه سوم تحقیق با استفاده از روش اثرات ثابت نشان داد که ضریب متغیر ریسک سیستماتیک دارای علامت منفی بوده و از نظر آماری در سطح ۱ درصد معنی دار می باشد. بدین مفهوم که در نمونه مورد بررسی از شرکت های با تمرکز بالا، بین متغیر ریسک سیستماتیک و متغیر وابسته تحقیق (بازده غیرعادی سهام شرکت های با تمرکز بالا) رابطه معنی داری وجود دارد. از این رو، نتیجه گرفته شد که "در شرکت های با تمرکز بالا ریسک سیستماتیک اثر معنی داری بر بازده غیرعادی سهام دارد". لذا فرضیه سوم تحقیق تأیید شد. نتایج تخمین مدل مربوط به فرضیه چهارم تحقیق با استفاده از روش اثرات ثابت نشان داد که ضریب متغیر ریسک سیستماتیک دارای علامت منفی بوده و از نظر آماری در سطح ۱ درصد معنی دار می باشد. بدین مفهوم که در نمونه مورد بررسی از شرکت های با تمرکز پایین، بین متغیر ریسک سیستماتیک و متغیر وابسته تحقیق (بازده غیرعادی سهام شرکت های با تمرکز پایین) رابطه معنی داری وجود دارد. از این رو، نتیجه گرفته شد که "در شرکت های با تمرکز پایین ریسک سیستماتیک اثر معنی داری بر بازده غیرعادی سهام دارد". لذا فرضیه چهارم تحقیق تأیید شد. در نهایت، به منظور بررسی تفاوت آماری بین تأثیر ریسک سیستماتیک با شاخص های بازدهی سهام (بازده سالانه و بازده غیرعادی) در شرکت های با تمرکز بالا و شرکت های با تمرکز پایین از آزمون F مقید استفاده شد. نتایج این آزمون نشان داد که بین تأثیر ریسک سیستماتیک بر بازده سالانه سهام در شرکت های با تمرکز بالا و شرکت های با تمرکز پایین و همچنین تأثیر ریسک سیستماتیک بر بازده غیرعادی سهام در شرکت های با تمرکز بالا و شرکت های با تمرکز پایین تفاوت معنی داری وجود دارد. از این رو، نتیجه گرفته شد که "رابطه بین ریسک سیستماتیک با شاخص های بازدهی سهام در شرکت های با سطوح مختلف تمرکز تفاوت معنی داری دارد". لذا فرضیه پنجم نیز تأیید شد. همچنین، بطور کلی تاکنون مطالعه ای به خصوص در داخل کشور که بطور هم زمان به بررسی رابطه بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام با در نظر گرفتن سطوح مختلف تمرکز در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران صورت نپذیرفته است، لیکن یافته های حاصل از تحقیق حاضر، برخی از نتایج مطالعه سسیلیا و همکاران (۲۰۱۳) را که در مطالعه ای به بررسی اثر رقابت در بازار محصول بر بازده صنعت پرداخته و دریافته اند که شرکت های صنایع رقابتی تر به طور متوسط بازده دارایی های پایین تری دارند، تأیید می کند. همچنین با یافته های مطالعه رضایی و همکاران (۱۳۸۹) که در مطالعه ای به بررسی تمرکز صنایع پرداخته و دریافته اند که صنایع با تمرکز بالا بازده آتی بیشتری نسبت به صنایع کم تمرکز کسب می کنند، همخوانی دارد. علاوه بر این، نتایج حاصل از مطالعه رضایی و حقیق (۱۳۹۱) که در تحقیقی دریافته اند شاخص تمرکز با بازده سهام سالانه رابطه معناداری دارد، را تأیید می کند. لیکن با یافته های مطالعه هوو و رابینسون (۲۰۰۶)، شارما (۲۰۱۰)، نمازی و ابراهیمی (۱۳۹۱) و شهیکی تاش و همکاران (۱۳۹۱) که دریافته اند رابطه معکوس بین تمرکز بازار و بازده سهام بوده وجود دارد، همخوانی ندارد.

۸- پیشنهادات

۱. با توجه به اهمیت بازده سهام برای ترغیب سرمایه گذاران به سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار و همچنین بیشتر بودن بازده سهام در صنایع رقابتی، پیشنهاد می شود که مسئولین کشور و بورس اوراق بهادار زمینه افزایش رقابت در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را فراهم کنند. این امر موجب افزایش بازده سهام و ترغیب سرمایه گذاران به انجام سرمایه گذاری های مولد شده و اقتصاد کشور را رونق و شکوفایی می دهد.
۲. با توجه به اینکه صنایع با قدرت انحصاری بالا نسبت به دیگر صنایع، از بازده سهام کمتری برخوردار هستند، به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود که از سرمایه گذاری در شرکت های فعال در صنایع با قدرت انحصاری بالا اجتناب و در صنایعی با قدرت انحصاری کمتر، سرمایه گذاری کنند.
۳. با توجه به اینکه صنایع از قدرت انحصاری بالای برخوردار هستند به سیاست گذاران پیشنهاد می شود به منظور حرکت به سمت بازار رقابتی، اعطای مجوز تأسیس شرکت در راستای کاهش موانع ورود به بازار را تسهیل کرده تا در این صورت با افزایش بنگاه های جدید، رقابتی جدیدی برای شرکت های قبلی به وجود آید.
۴. به سیاست گذاران پیشنهاد می شود قوانینی را وضع کنند که رفتارهای استراتژیک بنگاه های برتر را در هر صنعت کنترل نماید. در این صورت موانع ورود برای بنگاه های جدید کاهش خواهد یافت و رقابتی جدیدی برای بنگاه های برتر به وجود خواهد آمد.
۵. بررسی سازوکارهای ایجاد نظام پاداش بدین منظور که رقابتی که عملکرد برتری را در مقایسه با دیگران به نمایش می گذارند، از پاداش یعنی سود بالاتر برخوردار شوند و نظام حقوقی قانونی کشور از آن ها حمایت نماید.
۶. در سال های اخیر مسئولان با اتکا به اصل ۴۴ قانون اساسی با ایجاد خصوصی سازی سعی در افزایش رقابت داشته اند که به اعتقاد بسیاری این نوع ایجاد رقابت موفق نبوده است. از این رو به محققان پیشنهاد می شود به بررسی راهکارهای اساسی و عملیاتی جهت ایجاد فضای رقابتی در بین بنگاه های تولیدی کشور (با توجه به دولتی بودن بنگاه های قدرتمند و عدم توانایی سایر بنگاه ها با آن ها) بپردازند.
۷. به محققین پیشنهاد می شود از شاخص های دیگر سنجش تمرکز از جمله شاخص لرنر و لرنر تعدیل شده نیز استفاده کنند.
۸. از آنجاکه دوره زمانی در نظر گرفته شده در این مطالعه (۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲) دوره خاصی در بازار سهام ایران می باشد، به محققین پیشنهاد می شود به بررسی رابطه بین ریسک سیستماتیک و شاخص های بازدهی طی دوره های زمانی مختلف پرداخته و آن ها را با یکدیگر مقایسه نمایند.
۹. با توجه به تأثیر متغیرهای کنترل مختلف دیگر از جمله ساختار مالکیت بر رابطه بین ریسک سیستماتیک و شاخص های بازدهی، به محققین پیشنهاد می شود در تحقیقات آتی، از مدلی جامع تر و کامل تر در خصوص بررسی رابطه بین ریسک سیستماتیک و شاخص های بازدهی در صنایع و شرکت های با درجه مختلف تمرکز استفاده نمایند.

منابع و مراجع

- [۱] آسیابانی، ناصر. حسین زاده، مسعود. دوراندیش، آرش (۱۳۹۱)، بررسی روند تولید و تجارت پنبه و ساختار بازار جهانی این محصول، نخستین همایش بین المللی دانش، صنعت و تجارت پنبه، مهرماه ۱۳۹۱.
- [۲] اکبری مقدم، ب. و همکاران. (۱۳۸۸)، مقایسه قدرت پیش بینی برای مدل های فاما و فرنچ و ارزش بتا و بازده مورد انتظار سهام، فصلنامه مدل سازی - اقتصادی، سال سوم، شماره ۱، پیاپی ۷، صص ۵۵-۷۶.
- [۳] انواری رستمی، علی اصغر. اعتمادی، حسین. موحد مجد، مرضیه. (۱۳۹۲)، بررسی تأثیر ساختارهای رقابتی بازار محصول بر سیاست های تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال اول، شماره دوم، شماره پیاپی (۲).
- [۴] آهنگر، میثم. موسوی زاده، محمد. طبری، عصمت. (۱۳۹۲)، بررسی اثر رقابت در بازار محصول و ساختار سرمایه بر هزینه نمایندگی، کنفرانس منطقه ای کاربرد حسابداری و مدیریت مالی در مسائل اجتماعی.
- [۵] باغومیان، رافیک. شعبانی، کیوان. بیات، مرتضی. (۱۳۹۱)، ارتباط ارزشی سود حسابداری با بازده عادی و غیرعادی سهام، پژوهش های تجربی حسابداری، سال سوم، شماره ۱۰.
- [۶] پارکر، جرج. (۱۳۷۸)، مدیریت ریسک، ابعاد مدیریت ریسک، تعریف و کاربرد آن در سازمان های مالی ترجمه دکتر علی پارسائیان، فصلنامه تحقیقات مالی، دانشگاه تهران، سال چهارم، شماره ۱۳ و ۱۴.
- [۷] جلال آبادی، اسدالله و فاطمه میرجلیلی. (۱۳۸۶)، حصار و تمرکز در صنایع ایران؛ مطالعه موردی برخی از صنایع ۸۴-۱۳۷۹، دوفصلنامه جستارهای اقتصادی، سال چهارم، شماره ۷.
- [۸] جهانخانی، علی. (۱۳۷۱)، آثار پرداخت سود سهام بر ارزش شرکت ها، مجله حسابداری، شماره ۹۴.
- [۹] خدادادکاشی، فرهاد. (۱۳۸۴)، سنجش درجه رقابت در بازار جهانی کالاهای منتخب سنتی و کشاورزی ایران، اقتصاد کشاورزی و توسعه، سال سیزدهم، شماره ۵۱، پاییز ۱۳۸۴، ص ص: ۱۷۸-۱۳۵.
- [۱۰] خداداد کاشی، ف. (۱۳۸۸)، دیدگاه های مختلف در مورد مفهوم و نظریه رقابت و تطبیق آن با وضعیت رقابت در بخش صنعت ایران، فصلنامه پژوهش ها و سیاست های اقتصادی، سال هفدهم، شماره ۵۱.
- [۱۱] خدای پور، احمد. بزرایی، یونس. (۱۳۹۲)، بررسی رابطه رقابت بازار محصول با ساختار هیئت مدیره و کیفیت اجرا، مجله دانش حسابداری، سال چهارم، شماره ۱۴.
- [۱۲] خواجهوی، شکراله محسنی فرد، غلامعلی. رضایی، غلامرضا. حسینی را، سیدداوود. (۱۳۹۲)، بررسی اثرهای رقابت در بازار محصول بر مدیریت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال اول، شماره سوم، شماره پیاپی (۳)، زمستان ۱۳۹۲.
- [۱۳] شهیکی تاش، محمد نبی. (۱۳۸۲)، بررسی ساختار بازار کالاهای صادراتی منتخب و تأثیر آن بر درآمد ارزی ایران، پایان نامه کارشناسی ارشد اقتصاد، دانشکده اقتصاد، دانشگاه تهران.
- [۱۴] شهیکی تاش، محمدنبی. اعزازی، محمداسماعیل. دریکنده، علی. اصغریه اهری، حامد. (۱۳۹۱)، بررسی ارتباط رقابتی یا انحصاری بودن بازار و بازده سهام (مطالعه موردی: بورس اوراق بهادار تهران)، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت بهار ۱۳۹۱.
- [۱۵] دریکنده، علی. (۱۳۹۱)، بررسی تأثیر ساختار انحصاری و رقابتی بازار بر بازده سهام در صنایع فعال بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی - مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه سیستان و بلوچستان.
- [۱۶] دفتر مطالعات اقتصادی وزارت بازرگانی (۱۳۸۳)، شناسایی ساختار بازار در چند صنعت منتخب.
- [۱۷] دلاور، علی. (۱۳۸۴)، مبانی نظری و عملی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی، چاپ چهارم، تهران، انتشارات رشد.
- [۱۸] راعی، رضا. تلنگی، احمد. (۱۳۸۳)، مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته انتشارات سمت، تهران، چاپ اول.
- [۱۹] رنایی، محسن. (۱۳۷۶)، بازار یا نابازار، تهران، سازمان برنامه و بودجه، شماره ۱.

- [۲۰] رضایی، فرزین. حقیق، هادی. (۱۳۹۱). شاخص تمرکز بازار صنعت و بازده سهام شرکت های تولیدی، مطالعات مدیریت صنعتی، سال نهم، شماره ۲۵.
- [۲۱] رهبر، صدیقه. سلیمانی، اعظم. فلاح شمس، میرفیض. (۱۳۹۱)، بررسی اثرات ریز ساختار بازار بر قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال دوم، شماره پنجم.
- [۲۲] زرنژاد، منصور. (۱۳۸۴)، کاربرد داده های ترکیبی در اقتصادسنجی، فصلنامه بررسی های اقتصادی، دوره ۲، شماره ۴.
- [۲۳] مرادی، ف. (۱۳۸۵)، رابطه بین نسبت های مالی و بازده سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه تربیت مدرس.
- [۲۴] ملکان، ج. (۱۳۹۰)، بررسی اثرات نسبت تمرکز و صرفه های ناشی از مقیاس بر سودآوری در بخش صنعت ایران، فصلنامه روند پژوهش های اقتصادی، سال نوزدهم، شماره ۵۸.
- [۲۵] نمازی، محمد. ابراهیمی، شهلا. (۱۳۹۱)، بررسی ارتباط بین ساختار رقابتی بازار محصول و بازده سهام، پژوهش های تجربی حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۱.
- [۲۶] نورووش، ایرج. (۱۳۸۲)، بررسی رفتار سود حسابداری با استفاده از سری های زمانی باکس- جنکینز؛ بررسی های حسابداری، شماره ۳۱.
- [27] Adelman M.A. 1969. "Comment on the H Concentration Measure as a Numbers Equivalent", Review of Economics and Statistics, Vol. 51, PP. 99-102.
- [28] Bhuyan, S. and Lopez, R.A. 1997. "Oligopoly Power in the Food and Tobacco Industries", American Journal of Agricultural Economics, 1035-1043.
- [29] Biner, J., Ng, L., Sibilkov, V., Wang, Q. (2011). Product market competition and corporate governance, Review of Development Finance, 1, 114-130.
- [30] CECILIA, M. DONANGELO, A. (2013), Product Market Competition and Industry Returns, European Finance Association.
- [31] Clark, R. 1990. Industrial Economics. Basil Blackwell Ltd, Oxford.
- [32] Clowing, K. and Waterson, M. 1976. "Price-cost margins and market structure". Economica, 43, 267-74.
- [33] Dani, Li-yani, Dong-hui, MIN, HAN, LI. (2007). Industry Concentration and Stock Returns in China A-Share Market .International Conference on Management Science & Engineering, china, (14th).
- [34] Fama, E.F., French, K.R., (1992). The cross-section of expected stock returns. Journal of Finance 47, 427-465.
- [35] Freeman, R. B. 1983. "Unionism, Price-cost Margin and the Return to Capital", NBER Working Paper no. 1164.
- [36] Gallagher, D., & Ignatieve, K. (2010). Industry Concentration and Stock Returns: Australian Evidence. New Horizons in Finance for Asia and the Region. Hong Kong: Asian Finance Association.
- [37] Gordon Y.N., TangSimon M. S.So (2010). An examination of conditional effect on crosssectional returns: Singapore evidence. Applied Economics. Vol. 42, Iss. 6; p. 777.
- [38] 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, 2, 41-51.
- [39] Hall, M. and Tideman, N. 1976. "Measures of Concentration", Journal of American Statistic, Vol. 92, PP. 162-68.
- [40] Hannah, L. and Kay, J.A. 1977. Concentration in Modern Industry. London: Macmillan.
- [41] Hashem, Nawar, (2010). Industry Concentration and the Cross-section of Stock Returns: Evidence from the UK, MPRA Paper No. 28440, posted 27.
- [42] Hay Donald, A. and Morris, D. J. 1979. Industrial Economics Theory and Evidence. Oxford: Oxford University Press.

- [43] Herfindal, Orris C. 1959. "A General Evaluation of Competition in the Copper Industry", Copper Costs and Prices. 1870-1957, Baltimore: Hohns Hopkins Press, xhap.70.
- [44] Hou, Kewei & David T. Robinson (2006); "Industry Concentration and Average Stock Returns", Journal of Finance, VOL. LXI, NO. 4
- [45] Kale, J. R. and Y. C. Loon (2011). "Product Market Power and Stock Market Liquidity." Journal of Financial Markets, Vol. 14, pp.376-410.
- [46] King, Benjamin (1966); "Market and Industry Factors in Stock Prices Behavior", Journal of Business, Vol. 39, pp. 138-180.
- [47] Lerner, A. P. 1934. "The Concept of Monopoly and the Measurement of Monopoly Power", R. Econ. Studs., Vol. 1.
- [48] Lyandresy, E. and M. Watanabe (2011). "Product Market Competition and Equity Returns." <http://people.bu.edu/lyandres/GE-comp-2011-02-17.pdf>
- [49] Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. Review of Economics and Statistics, 47 (1), 13-37.
- [50] Maddala, G. C. Dobson. Stephen and Miller. Ellen. 1995. Microeconomics, The regulation of Monopoly. Chapter 1. Press McGrawhill Book Company. pp. 185-195.
- [51] Malin, M., & Veeraraghavan, M. (2004). On the Robustness of the Fama and French Multifactor Model: Evidence from France, Germany, and the United Kingdom. International Journal of Business and Economics, 3 (2), 155-176.
- [52] Sharma, V. (2010). "Stock Returns and Product Market Competition: beyond Industry Concentration." Review of Quantitative Finance and Accounting, Vol. 37, pp. 283-299
- [53] Sharpe, W. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. Journal of Finance, 19 (3), 425-442.
- [54] Shephard, W.G. (1990). The Economics of Industrial Organization. Prentice HALL, P. 258.
- [55] Peress, J. (2010). "Product Market Competition, Insider Trading, and Stock Market Efficiency." The Journal of Finance, Vol. LXV, No. 1, pp. 1-43.