



دانشگاه آزاد اسلامی

واحد تبریز

دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری

پایان نامه برای دریافت درجه کارشناسی ارشد در رشته حسابداری گرایش حسابداری

عنوان:

ارتباط بین نا اطمینانی ویژه شرکت و تصمیمات سرمایه گذاری

با تاکید بر نقش قدرت بازار محصول

استاد راهنما:

دکتر یونس بادآور نهندي

نگارنده:

حسین جلیل زاده

۱۳۹۹

## چکیده

سرمایه گذاری سودآور، نبض حیات شرکت و عاملی بنیادین در تعیین ارزش آن تلقی می‌گردد و عوامل بسیاری از داخل و خارج شرکت بر آن تاثیر می‌گذارند. نااطمینانی ویژه شرکت و قدرت بازار محصول از جمله عواملی هستند که تصمیمات سرمایه‌گذاری را تحت تاثیر قرار می‌دهند. در این پژوهش به بررسی تاثیر نااطمینانی ویژه شرکت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن نقش قدرت بازار محصول ۱۴۸ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۳-۱۳۹۸ پرداخته شد. جهت تحقق اهداف پژوهش دو فرضیه اصلی مطرح گردید و برای هر فرضیه اصلی نیز دو فرضیه فرعی در نظر گرفته شد که توسط نرم افزار آماری ایویوز مورد آزمون و تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج حاصل از فرضیه اول نشان داد نااطمینانی ویژه شرکت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری (میزان سرمایه‌گذاری و کارایی سرمایه‌گذاری) تاثیر کاهنده دارد. نتایج حاصل از فرضیه دوم نشان داد قدرت بازار محصول بر ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری (میزان سرمایه‌گذاری و کارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری) تاثیر کاهنده دارد.

واژه‌های کلیدی

نااطمینانی ویژه شرکت، تصمیمات سرمایه‌گذاری، قدرت بازار محصول

تقدیم بہ

پدر، مادر عزیزم و، همسر مہربانم

بہ پاس مخطاتی کہ از ایشان دیبغ کردم

## فهرست مطالب پایان نامه

چکیده.....	۲
۱-۱ مقدمه.....	۲
۲-۱ تشریح و بیان مساله.....	۳
۳-۱ اهمیت موضوع.....	۵
۴-۱ اهداف پژوهش.....	۷
۱-۴-۱ اهداف علمی پژوهش.....	۷
۲-۴-۱ اهداف کاربردی تحقیق.....	۷
۵-۱ استفاده کنندگان از نتایج پژوهش.....	۸
۶-۱ جنبه نوآوری پژوهش.....	۹
۷-۱ فرضیه‌های پژوهش.....	۱۰
۸-۱ روش پژوهش.....	۱۰
۱-۸-۱ نوع روش تحقیق.....	۱۰
۲-۸-۱ روش گرد آوری داده‌ها.....	۱۱
۳-۸-۱ ابزار گرد آوری داده‌ها.....	۱۱

- ۹-۱ جامعه آماری تحقیق..... ۱۱
- ۱۰-۱ تعریف واژه‌های کلیدی..... ۱۲
- ۱-۱۰-۱ قدرت بازار محصول..... ۱۲
- ۲-۱۰-۱ تصمیمات سرمایه گذاری..... ۱۳
- ۳-۱۰-۱ نااطمینانی ویژه شرکت..... ۱۳
- ۱۱-۱ قلمرو پژوهش..... ۱۳
- ۱-۱۱-۱ قلمرو مکانی تحقیق..... ۱۳
- ۲-۱۱-۱ قلمرو زمانی تحقیق..... ۱۳
- ۳-۱۱-۱ قلمرو موضوعی تحقیق..... ۱۳
- ۱۲-۱ ساختار کلی پژوهش..... ۱۴
- ۱-۲ مقدمه..... ۱۷
- ۲-۲ تعریف تصمیم..... ۱۷
- ۳-۲ ویژگیهای تصمیمات استراتژیک..... ۱۸
- ۴-۲ فرآیند تصمیمات استراتژیک..... ۱۹
- ۵-۲ استراتژی‌های تصمیم گیری..... ۱۹

- ۲-۶ مفهوم سرمایه گذاری ..... ۲۰
- ۲-۷ انواع فعالیت های سرمایه گذاری ..... ۲۱
- ۲-۷-۱ بر اساس موضوع سرمایه گذاری ..... ۲۱
- ۲-۷-۲ بر اساس زمان یا مدت سرمایه گذاری ..... ۲۲
- ۲-۷-۳ بر حسب خطر یا ریسک سرمایه گذاری ..... ۲۳
- ۲-۸ معیارهای ارزیابی پروژه های سرمایه گذاری ..... ۲۳
- ۲-۸-۱ دوره بازگشت ..... ۲۴
- ۲-۸-۲ ارزش فعلی خالص ..... ۲۴
- ۲-۸-۳ نرخ بازده داخلی ..... ۲۴
- ۲-۸-۴ مقایسه بین معیارهای ارزیابی پروژه های سرمایه گذاری ..... ۲۵
- ۲-۹ مفهوم کارایی و ناکارایی سرمایه گذاری ..... ۲۵
- ۲-۱۰ نشانگرهای سرمایه گذاری کارا ..... ۲۶
- ۲-۱۱ تعریف عدم اطمینان ..... ۲۸
- ۲-۱۲ ریسک و عدم اطمینان ..... ۲۹
- ۲-۱۳ عوامل بوجود آورنده عدم اطمینان ..... ۲۹

- ۱۴-۲ عوامل اثرگذار بر میزان عدم اطمینان..... ۳۰
- ۱۵-۲ استراتژی‌های کاهش عدم اطمینان..... ۳۱
- ۱۶-۲ عدم اطمینان و تصمیمات استراتژیک..... ۳۲
- ۱۷-۲ روش‌های اندازه‌گیری نااطمینانی ویژه شرکتی..... ۳۵
- ۱-۱۷-۲ اتو رگرسیون فروش سالیانه..... ۳۵
- ۲-۱۷-۲ ریسک غیر سیستماتیک یا ریسک خاص شرکت..... ۳۵
- ۳-۱۷-۲ انحراف استاندارد نسبت جریان نقدی به دارایی شرکت..... ۳۶
- ۱۸-۲ قدرت بازار..... ۳۶
- ۱۹-۲ تمرکز..... ۳۹
- ۲۰-۲ شاخص‌های اندازه‌گیری مطلق و نسبی تمرکز..... ۳۹
- ۱-۲۰-۲ شاخص نسبی تمرکز (منحنی تمرکز)..... ۳۹
- ۲-۲۰-۲ شاخص‌های مطلق تمرکز..... ۴۰
- ۱-۲-۲۰-۲ نسبت تمرکز چند بنگاه برتر..... ۴۰
- ۲-۲-۲۰-۲ شاخص هرfindال-هیرشمن..... ۴۰
- ۳-۲-۲۰-۲ شاخص آنتروپی..... ۴۰

- ۲-۲۱ نقاط قوت تمرکز بازار..... ۴۱
- ۲-۲۲ رقابت در بازار محصول..... ۴۱
- ۲-۲۳ مفهوم رقابت پذیری..... ۴۱
- ۲-۲۴ رویکردهای مرتبط با رقابت پذیری..... ۴۲
- ۲-۲۵ ناطمینانی ویژه شرکت و قدرت بازار محصول..... ۴۳
- ۲-۲۶ ناطمینان خاص شرکت و تصمیمات سرمایه گذاری..... ۴۵
- ۲-۲۷ ناطمینانی ویژه شرکت، تصمیمات سرمایه گذاری، قدرت بازار محصول..... ۴۷
- ۲-۲۸ پیشینه پژوهش..... ۴۹
- ۲-۲۸-۱ پیشینه خارجی..... ۴۹
- ۲-۲۸-۲ پیشینه داخلی..... ۵۲
- ۲-۲۹ خلاصه فصل..... ۵۵
- ۳-۱ مقدمه..... ۵۷
- ۳-۲ روش پژوهش..... ۵۸
- ۳-۳ فرضیه‌های پژوهش..... ۵۸
- ۳-۴ مدل‌های رگرسیونی آزمون فرضیه‌ها..... ۵۹



- ۳-۵ مدل مفهومی تحقیق..... ۶۰
- ۳-۶ تعریف عملیاتی متغیرها و نحوه اندازه گیری آنها..... ۶۱
- ۳-۶-۱ متغیر مستقل (نااطمینانی ویژه شرکت) (UNC):..... ۶۱
- ۳-۶-۲-۱ متغیر وابسته..... ۶۱
- ۳-۶-۲-۱ متغیر وابسته ی اول (میزان سرمایه گذاری شرکت) (INV)..... ۶۱
- ۳-۶-۲-۲ متغیر وابسته ی دوم (کارایی سرمایه گذاری شرکت)..... ۶۲
- ۳-۶-۳ متغیر تعدیل گر (قدرت بازار محصول)..... ۶۵
- ۳-۶-۴ متغیرهای کنترلی..... ۶۶
- ۳-۶-۴-۱ فرصت های سرمایه گذاری..... ۶۶
- ۳-۶-۴-۲ اندازه شرکت..... ۶۶
- ۳-۶-۴-۳ اهرم مالی..... ۶۷
- ۳-۶-۴-۴ سیاست تقسیم سود..... ۶۷
- ۳-۷ جامعه و نمونه آماری..... ۶۸
- ۳-۸ قلمرو تحقیق..... ۶۹
- ۳-۹ روش گرد آوری داده ها..... ۶۹

۶۹	.....۱۰-۳ روش تجزیه و تحلیل داده‌ها.
۷۰	.....۱۱-۳ آمار توصیفی
۷۱	.....۱-۱۱-۳ شاخص‌های مرکزی
۷۱	.....۱-۱-۱۱-۳ میانگین
۷۱	.....۲-۱-۱۱-۳ میانه
۷۱	.....۲-۱۱-۳ شاخص‌های پراکندگی
۷۲	.....۱۲-۳ آمار استنباطی
۷۲	.....۱-۱۲-۳ آزمون مانایی و نرمال بودن داده‌ها
۷۲	.....۲-۱۲-۳ بررسی مدل‌های رگرسیونی
۷۳	.....۳-۱۲-۳ آزمون معنی دار بودن مدل
۷۳	.....۴-۱۲-۳ آزمون معنی دار بودن متغیرهای تحقیق
۷۳	.....۱۳-۳ خلاصه فصل
۷۶	.....۱-۴ مقدمه
۷۷	.....۲-۴ یافته‌های توصیفی
۷۸	.....۳-۴ آزمون تشخیص توزیع نرمال

۷۹	۴-۴ ضریب همبستگی.....
۸۰	۴-۵ آمار استنباطی.....
۸۰	۴-۵-۱ آزمون مانایی متغیرها.....
۸۱	۴-۵-۲ آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن.....
۸۲	۴-۵-۳ همسانی واریانس در مقادیر خطا.....
۸۳	۴-۵-۴. خود همبستگی مقادیر خطا.....
۸۴	۴-۵-۶ آزمون هم خطی.....
۸۶	۴-۶ آزمون فرضیه های پژوهش.....
۸۶	۴-۶-۱ فرضیه اول.....
۸۷	۴-۶-۲ فرضیه دوم.....
۸۸	۴-۶-۳ فرضیه سوم.....
۸۹	۴-۶-۴ فرضیه چهارم.....
۹۰	۴-۷ خلاصه فصل.....
۹۳	۵-۱ مقدمه.....
۹۳	۵-۲ تفسیر فرضیه های پژوهش.....

۹۳	..... ۱-۲-۵ تفسیر فرضیه اول
۹۵	..... ۲-۲-۵ تفسیر فرضیه دوم
۹۷	..... ۳-۵ بحث و نتیجه گیری
۹۸	..... ۴-۵ محدودیت های پژوهش
۹۹	..... ۵-۵ پیشنهادات پژوهش
۹۹	..... ۱-۵-۵ پیشنهادات کاربردی پژوهش
۱۰۰	..... ۲-۵-۵ پیشنهادات موضوعی
۱۰۰	..... ۶-۵ خلاصه فصل
۱۰۱	..... منابع و ماخذ
۱۰۱	..... منابع فارسی
۱۰۶	..... منابع غیر فارسی
۱۰۹	..... پیوست ها:
۱۰۹	..... پیوست الف: لیست شرکت های نمونه آماری پژوهش
۱۱۴	..... پیوست ب: خروجی نرم افزار
۱۲۴	..... <b>ABSTRACT</b>

فهرست نمودارها و اشکال

شکل ۱-۳ مدل مفهومی تحقیق..... ۶۰

فهرست جداول پایان نامه

- جدول ۳-۱ علائم اختصاری متغیرهای در مدل رگرسیونی ..... ۵۹
- جدول ۳-۲ نمونه آماری پژوهش ..... ۶۸
- جدول ۴-۱ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش ..... ۷۷
- جدول شماره ۴-۲ نتایج آزمون توزیع نرمال ..... ۷۸
- جدول ۴-۳ همبستگی ..... ۸۰
- جدول ۴-۴ آزمون مانایی (هادری) برای متغیرهای پژوهش ..... ۸۱
- جدول ۴-۵ نتایج آزمون اف لیمر (چاو) ..... ۸۲
- جدول ۴-۶ نتایج آزمون هاسمن ..... ۸۲
- جدول ۴-۷ نتایج آزمون ناهمسانی واریانس (آرچ) ..... ۸۳
- جدول ۴-۸ نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی (بریوش-گودفری) ..... ۸۴
- جدول ۴-۹ آزمون هم خطی برای مدل رگرسیونی اول ..... ۸۴
- جدول ۴-۱۰ آزمون هم خطی برای مدل رگرسیونی دوم ..... ۸۵
- جدول ۴-۱۱ آزمون هم خطی برای مدل رگرسیونی سوم ..... ۸۵
- جدول ۴-۱۲ آزمون هم خطی برای مدل رگرسیونی چهارم ..... ۸۵

جدول ۴-۱۳ تخمین نهایی مدل رگرسیونی اول..... ۸۶

جدول ۴-۱۴ تخمین نهایی مدل رگرسیونی دوم..... ۸۷

جدول ۴-۱۵ تخمین نهایی مدل رگرسیونی سوم..... ۸۸

جدول ۴-۱۶ تخمین نهایی مدل رگرسیونی چهارم..... ۸۹

۴-۱۷ خلاصه یافته ها..... ۹۱

فصل اول:

کلیات پژوهش





## ۱-۱ مقدمه

برای رشد اقتصادی هر کشور لازم است افراد مازاد درآمد خود را سرمایه‌گذاری کنند. وجود بازارهای سرمایه فعال و قابل اعتماد در جذب سرمایه‌گذاری‌های راکد، گام مهمی در مشارکت بخش خصوصی و تخصیص بهینه منابع مالی به بخش‌های مولد اقتصاد کشور می‌باشد. از عوامل مؤثر در انتخاب و انجام سرمایه‌گذاری توجه سرمایه‌گذار به مخاطره و بازده سرمایه‌گذاری است. بنابراین سرمایه‌گذاری که در پی حداکثر نمودن بازده مورد انتظار و حداقل کردن عدم اطمینان است، دو هدف متضاد پیش رو دارد که بایستی در برابر یکدیگر، موازنه گردند (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳). هر چقدر بتوان اطلاعات دقیق‌تری در مورد عوامل مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری جمع‌آوری نموده و در اختیار سرمایه‌گذاران قرار داد، موجب اطمینان و تشویق بیشتر آنها به سمت سرمایه‌گذاری در سهام می‌شود و در نتیجه پس اندازهای سرگردان و بی‌هدف به سمت سرمایه‌گذاری‌های مولد و اجرای برنامه‌های اقتصادی بهینه هدایت خواهد شد و موجب تحقق اهداف اجتماعی و رفاه عمومی می‌شود. این مطالعه به بررسی تأثیر نااطمینانی ویژه شرکت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری با تأکید بر قدرت بازار محصول پرداخته است.

در فصل اول موضوع پژوهش و مسئله‌ای که پژوهش به دنبال آن است، مطرح می‌گردد. همچنین منطق و علل انتخاب موضوع بیان می‌گردد تا خواننده به اهمیت موضوع در زمینه‌های نظری و عملی آگاه شود. این فصل سرآغازی بر فصل‌های آتی است که به‌طور کلی و مختصر کلیات پژوهش را بیان می‌کند. در این فصل، کلیات پژوهش شامل تشریح و بیان مسئله، اهداف، اهمیت و ارزش، کاربرد نتایج، فرضیه‌ها، قلمرو پژوهش، روش و جامعه آماری، واژه‌های کلیدی و درنهایت ساختار فصل ارائه شده است.

## ۱-۲ تشریح و بیان مساله

سرمایه‌گذاری سودآور، نبض حیات شرکت و عاملی بنیادین در تعیین ارزش آن تلقی می‌گردد. بر اساس مبانی نظری موجود، انتظار می‌رود وجوه نقد آتی و بالطبع ارزش شرکت از سرمایه‌گذاری‌ها به شدت اثر پذیرد. هدف از هر سرمایه‌گذاری، کسب بازدهی بالاتر است و برای کسب بازده مناسب از طریق سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، شناخت دقیق صنایع و شرکت‌ها و ارزیابی هر یک از شرکت‌ها بر اساس معیارهای مختلف و با استفاده از مدل‌های منطقی و علمی، امری ضروری است. امروزه با گسترش سطح کیفی فعالیت و همچنین توسعه گستره امور اقتصادی، تصمیم‌های مالی شرکت‌ها از جمله مسائل پیچیده‌ای است که در راستای کسب بهترین بازده و مطلوبیت در بهترین شرایط بوجود می‌آید. در این راستا مدیران مالی با توجه به آنکه مسئولیت اصلی این تصمیم‌ها به آنها برمی‌گردد در پی دستیابی به روابط بین عوامل شاخص در شرکت‌ها هستند. از جمله این مسائل مبحث تصمیمات سرمایه‌گذاری است. اتخاذ تصمیمات مربوط به فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب و سودآور مسئله حساس و بااهمیتی است. از این فرصت‌ها به‌عنوان یک متغیر غیرقابل مشاهده یاد می‌شود که خودبخود اتفاق نمی‌افتد، بلکه بایستی آنها را شناسایی کرد و یا این که آنها را بوجود آورد (عینی و همکاران، ۱۳۹۸).

امروزه ریسک و نااطمینانی به‌عنوان دو پدیده اجتناب‌ناپذیر در علوم اقتصادی جایگاه ویژه‌ای را به خود اختصاص داده است و به همین علت تحلیل‌های ریسک و نااطمینانی بخشی از حوزه دانش نظری اقتصاد و عرصه تصمیم‌گیری تجربی مالی و اقتصادی را تشکیل می‌دهد. نااطمینانی اشاره به وضعیتی دارد که در آن احتمال وقوع حوادث آتی را نمی‌توان مشخص ساخت یا این که اگر این پیشامدها مشخص و معلوم باشند، احتمال‌های مربوط به وقوع این پیشامدها در دسترس نیست و وقتی که هرکدام یا هردوی این موارد پیش می‌آید، تصمیم‌گیری نسبت به آینده مشکل و پیچیده خواهد بود و از این‌رو فضای نااطمینانی بر تصمیمات

حاکم می‌شود (گریر و پری، ۱۹۹۸)<sup>۱</sup>. اگر به هر دلیلی عدم اطمینان افزایش پیدا کند، به دلیل این‌که اعتباردهندگان توان تشخیص انتخاب‌های درست را ندارند، در تصمیمات خود دچار تردید جدی می‌شوند و از عرضه وجوه در بازارهای مالی صرف‌نظر می‌کنند و یا عرضه وجوه را به حدی کاهش می‌دهند که این امر سبب کاهش سرمایه‌گذاری و نزول جدی بازار سهام می‌شود (امیری و پیر داده، ۱۳۹۸).

از سوی دیگر تعدادی از مطالعات نشان داده‌اند که محیط بازار محصول یک شرکت نیز بر سرمایه‌گذاری‌ها، تأمین مالی، توزیع وجه نقد، استراتژی شرکت، تحلیل‌های پیش‌بینی سودآوری و تصمیمات مدیریتی مؤثر است (گرالون و میثائیلی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷). آنچه در دنیای امروز شرکت‌ها و سازمان‌ها را از دنیای چند دهه قبل آن‌ها متمایز می‌کند، محیط ناپایدار و پیچیده، رقابت فزاینده، تغییرات و تحولات سریع و توسعه روز افزون فناوری و ارتباطات می‌باشد. در چنین دنیایی برای شرکت‌هایی که در لاک خود فرورفته باشند جایی وجود ندارد (پژویان و نصیری، ۱۳۸۸) و شرکت‌هایی موفق می‌شوند که نسبت به هم‌تایان خود ویژگی‌های ممتاز و منحصر بفردی را دارا باشند و در جذب سرمایه‌گذاران موفق‌تر باشند. قدرت بازار محصول یا قدرت قیمت‌گذاری در بازار محصول به معنای توانایی وضع قیمت محصولات توسط شرکت است. برتری و بی‌همتایی محصول یا علائم تجاری قوی، نشانه‌های قدرت قیمت‌گذاری قوی (رقابت بیشتر) هستند. قدرت قیمت‌گذاری به شرکت این اجازه را می‌دهد تا وضع بهتر خود را حفظ کند و به دلیل ایمنی چنین شرکت‌هایی در برابر کمبود وجه نقد، توانایی آن‌ها در مواجهه با شرایط بد اقتصادی افزایش می‌یابد و در نتیجه مخاطره آن‌ها در مقایسه با شرکت‌های با قیمت‌گذاری ضعیف (رقابت کمتر) کاهش می‌یابد (داتا<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۳). قدرت

---

1 Grier & perry  
2 Grullon & Michaely  
3 Datta

قیمت‌گذاری با به دست آوردن سهم بالاتر بازار امکان تسلط بر صنعت را به شرکت می‌دهد که در نتیجه موجب شناسایی بیشتر مشتری و افزایش جریان‌های نقد می‌شود (داتا و همکاران، ۲۰۱۱).

با توجه به مطالبی که بیان شد انتظار می‌رود نااطمینانی ویژه شرکت، تصمیمات سرمایه‌گذاری را دچار مشکل نمایند و شرکت‌ها جهت رفع این مشکل و جذب سرمایه‌گذاران در جهت افزایش قدرت خود در بازار حرکت کنند؛ اما از سوی دیگر افزایش قدرت بازار شرکت، بازار را به سمت انحصار و تمرکز سوق می‌دهند که به نوبه خود موجب کاهش کارایی و نوآوری در روند تولید می‌گردد و چون اقتصاد ایران در سال‌های گذشته، از بابت انحصاری بودن برخی از صنایع متحمل رنج زیادی شده و تلاش‌های اخیر اقتصاددانان کشور، در جهت کاهش این رنج و حرکت بازار سرمایه به سمت فعالیت‌های رقابتی و خروج از وضعیت انحصار و تمرکز در بازار است؛ ممکن است مشکلاتی را برای اقتصاد ایران به همراه آورد. فلذا در این تحقیق به دنبال یافتن پاسخی به این سؤالات هستیم که:

ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری چگونه است؟

تأثیر قدرت بازار محصول بر ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری چگونه است؟

### **۱-۳ اهمیت موضوع**

با توجه به تحولاتی که در جهان امروز رخ داده است، خصوصاً در کشورهای در حال توسعه که با تهدیدات عدیده‌ای روبرو می‌باشند این کشورها جهت حل مشکلات اقتصادی خود نیازمند راهکارهای مناسب جهت استفاده از امکانات و ثروت‌های خدادادی خود می‌باشند. در این راستا یکی از راهکارهای مهم، بسط و توسعه سرمایه‌گذاری است (نوربخش و تهرانی، ۱۳۸۵). بیان فرآیند سرمایه‌گذاری در یک حالت منسجم، مستلزم تجزیه و تحلیل ماهیت اصلی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری است. در این حالت فعالیت‌های مربوط به فرآیند

تصمیم‌گیری تجزیه‌شده و عوامل مهم در محیط فعالیت سرمایه‌گذاری که بر روی تصمیم‌گیری آنها تأثیر می‌گذارد مورد بررسی قرار می‌گیرد (دستگیر و همکاران، ۱۳۹۱).

از آنجا که شرکت‌های تجاری به تصمیمات سرمایه‌گذاری در دنیایی که با عدم اطمینان احاطه شده است، نیاز به درک مفیدی از تأثیری که عدم اطمینان در تصمیمات سرمایه‌گذاری ایفا می‌کند، دارند و این برای موفقیت در تجارت ضروری است (رحیمی و حری، ۱۳۹۴). عدم اطمینان دارای طیف گسترده ایست که ناشی از عوامل متعددی است، از جمله: ماهیت شرایط تصمیم‌گیری، نوسان محیط، تعداد اهدافی که باید بین آنها تعادل برقرار شود، نتایج آتی تصمیم، کیفیت واحد تصمیم‌گیرنده. این مطلب این واقعیت را آشکار می‌سازد که عدم اطمینان یک مشخصه عینی قابل اندازه‌گیری نیست که در ذات تصمیم‌گیری‌ها وجود داشته باشد؛ بلکه یک مشخصه در نوسان است که میزان آن روز بروز در حال تغییر است (مرجوعی، ۱۳۹۷).

با در نظر گرفتن نا اطمینانی که در ذات شرکت‌ها وجود دارد و تصمیمات سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد شرکت‌ها باید به روش‌های دیگری متوسل شوند و سهام خود را برای سرمایه‌گذاران جذاب نمایند چراکه این نا اطمینانی همواره مانعی جدی بر سر راه انتقال سرمایه به بخش مولد اقتصاد محسوب می‌شود. قدرت بازار محصول به عنوان یک مصون ساز طبیعی در برابر پیامدهای منفی است. شرکت‌های دارای قدرت بازار محصول، توانایی بهتری برای رد کردن (انتقال) شوک‌های منفی جریان نقدی به مصرف‌کنندگان دارند که در نهایت منجر به کسب سودها و جریان‌های نقدی هموارتر می‌شود. پژوهش‌های قبلی با این استدلال، قدرت بازار محصول را به بازده ارتباط می‌دهد که سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز تمایل بیشتری برای نگهداری سهام شرکت‌های دارای قدرت بازار محصول بالاتر دارند، زیرا سودهای آن کم ریسک‌تر است (پرس<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰)، بنابراین سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند سرمایه خود را روانه شرکت‌هایی کنند که سودهای کم ریسک‌تری دارند. با توجه به اینکه سرمایه‌گذاران همواره نمی‌توانند سرمایه‌گذاری‌هایی انجام دهند که منجر به افزایش

ثروتشان گردد، ضروری است تا به صورت تجربی تأثیر نااطمینانی ویژه شرکت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأثیر تعاملی قدرت بازار محصول بر این ارتباط نشان داده شود تا راهکارهایی برای مواجهه با شرایط نااطمینانی و موقعیت رقابتی و قدرت شرکت‌ها ارائه شود که تا سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها، بتوانند بهترین تصمیمات سرمایه‌گذاری را اتخاذ نمایند و از ضرر و زیان‌های احتمالی، مصون بمانند.

## **۴-۱ اهداف پژوهش**

### **۴-۱-۱ اهداف علمی پژوهش**

- ۱- تعیین ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و میزان سرمایه‌گذاری شرکت
- ۲- تعیین ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت
- ۳- تعیین تأثیر قدرت بازار محصول بر ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و میزان سرمایه‌گذاری شرکت
- ۴- تعیین تأثیر قدرت بازار محصول بر ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت

### **۴-۱-۲ اهداف کاربردی تحقیق**

#### **سرمایه‌گذاران**

با توجه به اینکه نااطمینانی مانع از اتخاذ تصمیمات بهینه سرمایه‌گذاری می‌گردد، این تحقیق با نشان دادن تأثیر تعاملی قدرت بازار بر ارتباط بین نااطمینانی و تصمیمات سرمایه‌گذاری ابهامات احتمالی را برطرف نموده و فعالان اقتصادی و سرمایه‌گذاران را از تأثیر نااطمینانی ویژه شرکت و قدرت شرکت‌ها در تعیین قیمت محصولات در بازار آگاه می‌نماید. شناخت از نااطمینانی‌های موجود در شرکت و وضعیت شرکت در بازار، سرمایه‌گذاران را در اتخاذ تصمیمات صحیح یاری می‌رساند.

## قانون‌گذاران و سیاست‌گذاران بازار سرمایه

این تحقیق قانون‌گذاران و تدوین‌کنندگان سیاست‌های بازار سرمایه را ضمن آشنا کردن علل شکل‌گیری نا اطمینانی در شرکت و قدرت بازار محصول و نشان دادن تأثیر تعاملی دو عامل بر تصمیمات سرمایه‌گذاری، دلایل اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه و غیر بهینه را آشکار نموده و سیاست‌گذاران و قانون‌گذاران بازار سرمایه را به اتخاذ سیاست‌های مدبرانه نسبت به شرایط نا اطمینان شرکت‌ها و تثبیت یا بهبود موقعیت شرکت‌ها و شناسایی بیشتر مشتری و هدایت شرکت‌ها به سمت افزایش ارزش، راهنمایی می‌کند

### متقاضیان منابع مالی

گروه دیگر بنگاه‌های اقتصادی یا همان متقاضیان منابع مالی هستند. رونق و رکود بازار سهام بر نحوه دستیابی شرکت‌ها به منابع مالی و در نتیجه عملکرد شرکت‌ها تأثیرگذار خواهد بود. این تحقیق ضمن مشخص کردن میزان قدرت بازار محصول شرکت‌ها و تأثیر آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاری، موفقیت و عدم موفقیت شرکت‌های دارای قدرت محصول را در انتخاب سرمایه‌گذاری‌های بهینه نشان می‌دهد و از نزول جدی بازار سرمایه جلوگیری کند و با ارائه رهنمودهای مناسب، قدم مهمی در روانه کردن سرمایه مردم به سمت بازار بورس و تأمین منابع مالی موردنیاز شرکت‌ها، برمی‌دارد.

### محققان و دانشجویان و علاقه‌مندان به رشته حسابداری

با انجام هر تحقیقی راه به سوی انجام دیگر تحقیقات گشوده می‌شود. نتایج این تحقیق می‌تواند پژوهشگران و علاقه‌مندان به رشته حسابداری را در انجام تحقیقات بعدی در این زمینه یاری رساند.

## ۱-۵ استفاده‌کنندگان از نتایج پژوهش

سرمایه‌گذاران

قانون‌گذاران و سیاست‌گذاران بازار سرمایه



## ۱-۶ جنبه نوآوری پژوهش

با بررسی‌هایی که ضمن جمع‌آوری مبانی نظری و پیشینه تحقیق صورت گرفت، مشخص شد در اکثر تحقیقات به بررسی "ارتباط بین رقابت در بازار محصول و تصمیمات سرمایه‌گذاری" و یا "ارتباط بین نااطمینانی‌های اطلاعاتی و تصمیمات سرمایه‌گذاری" پرداخته‌اند و تحقیقی که به صورت دقیق و مشخص "تأثیر قدرت بازار محصول بر ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری" را بررسی کند، در داخل کشور صورت نگرفته است و تأثیر تعاملی قدرت بازار محصول و نااطمینانی ویژه شرکت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مجهول مانده است. بنابراین به لحاظ موضوعی نسبت به موضوعات مشابه در داخل کشور دارای نوآوری می‌باشد. این تحقیق جهت اندازه‌گیری تصمیمات سرمایه‌گذاری از دو معیار میزان سرمایه‌گذاری و کارایی سرمایه‌گذاری، جهت اندازه‌گیری نااطمینانی ویژه شرکت از انحراف معیار ماهانه شرکت (ریسک غیر سیستماتیک شرکت) و جهت اندازه‌گیری قدرت بازار محصول از نسبت حاشیه سود عملیاتی استفاده می‌شود که نشان دهنده توان بازار در قیمت‌گذاری محصولات خود می‌باشد. همچنین چهار متغیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اندازه شرکت، سیاست تقسیم سود، اهرم مالی نیز به عنوان متغیرهای کنترلی وارد مدل‌ها شده‌اند که این ویژگی‌ها موجب متمایز شدن این تحقیق با تحقیقات مشابه انجام‌شده در خارج از کشور نیز شده است.

## ۷-۱ فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی اول: بین نااطمینانی ویژه شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری ارتباط وجود دارد.

فرضیه‌های فرعی

۱- بین نااطمینانی ویژه شرکت و میزان سرمایه‌گذاری شرکت ارتباط وجود دارد.

۲- بین نااطمینانی ویژه شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت ارتباط وجود دارد.

فرضیه اصلی دوم: قدرت بازار محصول بر ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری

تاثیر دارد.

فرضیه‌های فرعی

۳- قدرت بازار محصول بر ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و میزان سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر دارد.

۴- قدرت بازار محصول بر ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر

دارد.

## ۸-۱ روش پژوهش

### ۸-۱-۱ نوع روش تحقیق

این تحقیق از نوع تحقیقات همبستگی است که برای به دست آوردن ضرایب مدل از تحلیل رگرسیون استفاده

خواهد کرد. روش همبستگی از روش تحقیق‌های توصیفی (غیرآزمایشی) است. تحقیقات همبستگی، شامل

کلیه تحقیقاتی است که در آن‌ها سعی می‌شود رابطه بین متغیرهای مختلف با استفاده از ضریب همبستگی،

کشف و تعیین شود. این تحقیق از نظر طبقه‌بندی بر مبنای هدف، از نوع کاربردی به حساب می‌آید.

## ۱-۸-۲ روش گرد آوری داده‌ها

در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای استفاده می‌شود. در بخش کتابخانه‌ای، مبانی پژوهش از کتب، مجلات تخصصی فارسی و لاتین و اینترنت گردآوری می‌شود. علاوه بر این، داده‌های پژوهش برای شرکت‌ها نیز از طریق نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین، سایت رسمی سازمان بورس، سایت کدال و سایت رسمی شرکت‌های نمونه جمع‌آوری خواهد شد.

## ۱-۸-۳ ابزار گردآوری داده‌ها

به‌منظور گردآوری اطلاعات مربوط به مبانی نظری پژوهش از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است و با مطالعه کتب، نشریات و سایت‌های اینترنتی این اطلاعات استخراج شده است. جهت جمع‌آوری داده‌های مربوط به متغیرهای پژوهش از منابع موجود و معتبر استفاده شده است. در این پژوهش داده‌های اولیه با استفاده از متن صورت‌های مالی، یادداشت‌های همراه آن‌ها، اطلاعات موجود در نرم‌افزار اطلاعاتی ره‌آورد نوین و بانک اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار استخراج شده است. پس از جمع‌آوری اطلاعات موردنیاز، از نرم‌افزار صفحه گسترده اکسل جهت طبقه‌بندی و محاسبه متغیرها استفاده گردید و در نهایت اطلاعات حاصل با استفاده از نرم‌افزار اقتصادسنجی Eviews8 مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

## ۱-۹ جامعه آماری تحقیق

جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نمونه آماری تحقیق با در نظر گرفتن شرایط زیر مشخص می‌گردد:

- ۱- سهام شرکت طی دوره تحقیق (۱۳۹۳-۱۳۹۸) جزو شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران باشد و اطلاعات موردنیاز آن در دسترس باشد؛ زیرا شرکت‌های لیست شده در بورس اوراق بهادار تهران نیازمند افشای اطلاعات حسابرسی شده بر مبنای دوره‌های مالی می‌باشد.

۲- شرکت جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بانک و بیمه نباشد (به دلیل داشتن ماهیت

فعالیت متفاوت با شرکت‌های تولیدی و داشتن ساختار حاکمیت شرکتی متفاوت)

۳- پایان سال مالی شرکت‌ها منطبق با ۲۹ اسفندماه باشد. این مورد به دلیل نیاز به وحدت رویه در تغییر در

متغیر وابسته بین شرکت‌ها و توانایی در مقایسه آن با متغیرهای مستقل که به صورت سالانه (سال منتهی به

۲۹ اسفند) اهمیت می‌یابد.

۴- توقف معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشند (به دلیل منصفانه و بروز بودن قیمت پایانی سهام که در

برخی از متغیرهای این پژوهش مورد نیاز می‌باشد).

۵- تمام داده‌های مربوط به این پژوهش را دارا باشند.

## **۱-۱۰-۱ تعریف واژه‌های کلیدی**

### **۱-۱۰-۱-۱ قدرت بازار محصول**

قدرت بازار یک شرکت را می‌توان به مفهوم توانایی آن شرکت در تغییر قیمت محصول از قیمت رقابتی در

راستای افزایش سود تعبیر کرد. فرآیند اعمال قدرت در بازارهای مختلف متفاوت بوده و به ساختار بازار

مربوط می‌شود. تحلیل گران مالی قدرت بازار محصول را عاملی مهم در ارزیابی چشم اندازهای یک شرکت

می‌دانند. به عبارت دیگر قدرت بازار عبارت است از توانایی یک شرکت در قیمت گذاری محصولات بالاتر

از سطوح قیمت رقابتی در صنعت. قدرت بازار موجب انتقال بخشی از رفاه از مصرف کنندگان به

تولیدکنندگان از طریق تخصیص نامناسب منابع و کاهش رفاه عمومی می‌شود (خیرخواه و همکاران، ۱۳۹۸).

## **۱-۱۰-۲ تصمیمات سرمایه‌گذاری**

سرمایه‌گذاری، فعالیتی در قالب بکارگیری وجوهی است که بتواند یک جریان سودآور آتی ایجاد نماید. تصمیمات سرمایه‌گذاری نشان‌دهنده استعداد بالقوه شرکت در سرمایه‌گذاری و سودآوری می‌باشد (کریمی و همکاران، ۱۳۸۹).

## **۱-۱۰-۳ نااطمینانی ویژه شرکت**

آن قسمت از نوسانات بازده سهام شرکت که به عوامل داخلی شرکت مربوط می‌باشد و در ارتباط با نوسانات کلی بازار نیست، نااطمینانی ویژه شرکت نامیده می‌شود.

## **۱-۱۱-۱ قلمرو پژوهش**

### **۱-۱۱-۱-۱ قلمرو مکانی تحقیق**

قلمرو مکانی این تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

### **۱-۱۱-۱-۲ قلمرو زمانی تحقیق**

قلمرو زمانی این تحقیق بازه زمانی ۱۳۹۳-۱۳۹۸ می‌باشد.

### **۱-۱۱-۱-۳ قلمرو موضوعی تحقیق**

قلمرو موضوعی این تحقیق بررسی ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری با تاکید بر نقش قدرت بازار محصول می‌باشد.

## ۱-۱۲ ساختار کلی پژوهش

فصل اول: در این فصل کلیات تحقیق ارائه شده است. مقدمه، بیان مساله، اهمیت و ضرورت تحقیق، فرضیه‌ها، اهداف تحقیق، تعاریف مفاهیم و واژگان اختصاصی، قلمرو مکانی و زمانی و روش‌شناسی تحقیق مورد بررسی قرار گرفت.

فصل دوم: در این فصل ضمن بیان مقدمه، مفاهیم نظری تحقیق تشریح و تبیین می‌شود. در ادامه با مروری بر ادبیات تحقیق، پژوهش‌های متعددی که پیرامون موضوع تحقیق صورت گرفته است مورد بررسی قرار می‌گیرد. فصل سوم: در این فصل روش انجام تحقیق تشریح می‌گردد. ابتدا جامعه و نمونه آماری تشریح می‌گردد، سپس به بیان قلمرو زمانی تحقیق، فرضیات و متغیرها پرداخته و در نهایت روش گردآوری اطلاعات و تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها ارائه می‌گردد.

فصل چهارم: در فصل چهارم به تجزیه و تحلیل اطلاعات از طریق به‌کارگیری روش‌ها و مدل‌های آماری مورد استفاده اشاره می‌شود و در نهایت نتایج آزمون فرضیات ارائه می‌گردد.

فصل پنجم: در این فصل ابتدا موضوع و خلاصه تحقیق مطرح می‌شود و در نهایت به بیان نتایج حاصل از آزمون فرضیات و پیشنهادات تحقیق می‌پردازیم.



## فصل دوم:

### مسابی نظری و پیشینه پژوهش



## ۲-۱ مقدمه

هر تحقیق و پژوهش علمی که صورت می‌گیرد، بر پایه‌ها، ارکان و نتایج مطالعات و تحقیقات پیشین استوار است؛ این فصل مشتمل بر اطلاعات مهم و مربوط به تحقیق است که خواننده را با مطالعات، تحقیقات و نوشته‌های دیگران در این زمینه آشنا می‌کند و ابعاد جدیدی برای گسترش مطالعات و تحقیقات بعدی فراهم می‌سازد. از آنجاکه اساس یک تحقیق علمی بر فراهم‌سازی هرگونه آگاهی در حوزه موضوع تحقیق استوار است، لذا فصل مذکور نشانه‌ای از چگونگی مهارت و احاطه دانش محقق از موضوع مورد مطالعه است (خاکی، ۱۳۸۴).

این فصل از سه بخش تشکیل شده است: بخش اول مبانی نظری است که در آن به بررسی مفاهیم سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداخته است، از نااطمینانی ویژه شرکت، مفاهیم و شاخص‌های آن، قدرت بازار محصول و نحوه اندازه‌گیری آن، سخن به میان آمده است. بخش دوم به ارتباط نظری متغیرهای پژوهش پرداخته است و در بخش سوم پیشینه پژوهش بیان شده است.

## ۲-۲ تعریف تصمیم

مدیریت همه فعالیت‌های کسب و کار به فرآیند تصمیم‌گیری بستگی دارد. تصمیم یک فرآیند و یا نتیجه فعالیت‌هایی است که توسط افراد و یا گروه‌ها در مواجهه با یک مشکل موجود و یا بالقوه اتخاذ می‌شود (ایردلی،<sup>۱</sup> ۱۹۹۱).

دو نوع تصمیم وجود دارد:

- تصمیمات قابل برنامه‌ریزی و به خوبی ساختاریافته

---

1 Eardley

- تصمیمات غیرقابل برنامه‌ریزی و بد ساختاریافته

تصمیمات قابل برنامه‌ریزی که اغلب اتفاق می‌افتند، تصمیماتی هستند که دارای ساختار کاملاً مشخص بوده و داده‌های ورودی آنها قابل پیش‌بینی هستند. در نتیجه ممکن است با استفاده از یک فرآیند از پیش تعریف شده مشکلات موجود یا بالفعل را حل کنند. عموماً تصمیمات غیرقابل برنامه‌ریزی دارای بیش از یک ماهیت هستند، ساختار غیرقابل تشخیص و داده‌های ورودی غیرقابل پیش‌بینی دارند. از جمله این تصمیمات می‌توان به تصمیمات استراتژیک اشاره کرد (مرجوعی، ۱۳۹۷).

## ۲-۳ ویژگیهای تصمیمات استراتژیک

تصمیمات استراتژیک بر کل کسب و کار اثر می‌گذارند، نه بر قسمتی از آن و یا یکی از وظایف کارکردی آن. برخی از فعالیتهای مدیران مربوط به دوره‌های کوتاه‌مدت و یا میان‌مدت است در حالیکه تصمیمات استراتژیک شرکت بر فعالیتهای بلند مدت تمرکز دارد.

به دلیل سبک‌های مختلف مدیریت، تولیدات، بازارها و منابع در دسترس در شرکت‌های مختلف، تصمیمات استراتژیک در این شرکت‌ها متفاوت است. بنابراین نتایج و شرایط این تصمیمات حاوی عدم اطمینان بیشتری است. تصمیمات استراتژیک نقطه‌ای هستند که سایر تصمیمات و فعالیتهای سازمان از آن ناشی می‌شوند. از این رو این تصمیمات جهت حرکت شرکت را مشخص کرده و موجب ایجاد انگیزه می‌شوند. همچنین تصمیمات استراتژیک نقش کلیدی در انسجام فعالیتهای متنوع شرکت و تخصیص منابع دارند (لافلمن و دیگران، ۱۹۹۶).

ماهیت تصمیمات استراتژیک سطح بالاتری از عدم اطمینان را از جانب منابع داخلی و خارجی سازمان نشان می‌دهند. این تصمیمات دارای تأثیر بسیار گسترده و مهمی بر افراد و گروه‌های داخل و خارج سازمان داشته

و نتایج آن تا مدت‌ها بر عملکرد سازمان مشهود خواهد بود (ریتچ و مارشال<sup>۱</sup>، ۱۹۹۳). نظر به اینکه تصمیمات استراتژیک اثر زیادی بر موسسه دارند و مقادیر متعددی از منابع سازمان را شامل می‌شوند، تنها مدیران عالی در سلسله مراتب سازمانی می‌توانند به اتخاذ آن‌ها مبادرت نمایند (مرجوعی، ۱۳۹۷).

## ۲-۴ فرآیند تصمیمات استراتژیک

الف) مشخص کردن مشکل استراتژیک

ب) تجزیه و تحلیل استراتژی شرکت

ج) تدوین استراتژی

د) اجرای استراتژی

و) کنترل استراتژی (لافمن و دیگران، ۱۹۹۶)

## ۲-۵ استراتژی‌های تصمیم‌گیری

سازمان‌ها از فرآیند تصمیم‌گیری استراتژیک در حل مشکل نیز استفاده می‌کنند. به علت سخت بودن ایجاد تخمین‌های قابل اعتماد از آینده، بهترین استراتژی‌ها استراتژی‌هایی هستند که به هدف‌گذاری کوتاه مدت تکیه دارند و فرآیند تصمیم‌گیری را به فعالیت‌های کوتاه‌مدت تقسیم می‌کنند. سازمان‌ها معمولاً از دو اصل مهم در اجرای این استراتژی‌ها استفاده می‌کنند:

(۱) قانون

(۲) تا جایی که امکان دارد از عدم اطمینان جلوگیری می‌کنند.

---

1 Ritchie

به هر حال سازمان‌هایی که دارای فعالیت‌های ساده‌ای هستند در عملکرد خود نسبت به متهورانی که به حوادث نامطمئن آینده چشم دوخته‌اند، موفق‌ترند. در سطح استراتژیک در سازمانهای بزرگ قسمت عمده‌ای از تصمیمات مربوط به حوادث منحصر به فرد، غیرتکراری و غیرقابل برنامه‌ریزی است. تصمیم‌گیری نیز در یک محیط پیچیده اقتصادی و اجتماعی واقع خواهد شد که مشخص کردن نتایج احتمالی تصمیم بسیار سخت و امکان‌ناپذیر خواهد بود. بنابراین همه تصمیمات در اینگونه سازمان‌ها ذهنی هستند؛ بدین معنا که به ذهنیت افراد تصمیم‌گیرنده در شرایط تصمیم‌بستگی دارند (رتیچ و مارشال ۱۹۹۳).

## ۲-۶ مفهوم سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری عبارتست از تبدیل وجوه مالی به یک یا چند نوع دارایی که برای مدتی در زمان آتی نگهداری می‌شود. واژه سرمایه‌گذاری دامنه وسیعی از فعالیت‌ها را شامل می‌شود. این واژه می‌تواند شامل سرمایه‌گذاری در اوراق مشارکت، سهام عادی، برگه‌های اختیار خرید و اختیار فروش سهام، اوراق قابل تبدیل و دارایی‌های مشهود از قبیل طلا، اشیاء قیمتی، زمین و ... باشد. سرمایه‌گذاری را می‌توان به این صورت تعریف نمود: خریدن یک قلم دارایی واقعی یا مالی که میزان بازده آن با ریسک مورد انتظار متناسب باشد. به زبان ساده‌تر سرمایه‌گذاری عبارت است از هرگونه فدا کردن ارزشی در حال حاضر (که معمولاً شخص است) به امید به دست آوردن ارزشی بیشتر در زمان آینده (احمدپور کاسکری و همکاران، ۱۳۸۹). سرمایه‌گذاری را می‌توان از دیدگاه‌های مختلفی تقسیم‌بندی نمود:

سرمایه‌گذاری بر حسب موضوع که به سرمایه‌گذاری واقعی و مالی و سرمایه‌گذاری از نظر زمانی که به کوتاه‌مدت و بلندمدت تقسیم می‌شود. در فرآیند سرمایه‌گذاری پس‌انداز کردن مازاد درآمد نسبت به هزینه شخص، نخستین گامی است که باید در این راه برداشته شود، گام بعدی شناخت و آگاهی از ریسک است. یک سرمایه‌گذار باید بتواند میزان بازده و ریسک قابل قبول را محاسبه و پیش‌بینی کند. در مرحله بعد آگاه

و شناخت انواع اوراق بهادار موجود در بازار است. پس از این مرحله لازم است که سرمایه‌گذار میزان ریسک و بازده اوراق بهادار شرکت‌هایی را محاسبه نماید که مایل به سرمایه‌گذاری در آن‌ها می‌باشد. یکی دیگر از ارکان فرآیند سرمایه‌گذاری دسترسی به سیستم اطلاعاتی در این زمینه از طریق روزنامه‌های تخصصی، سایت‌های مالی و... است. شناخت ساختار بازار اوراق بهادار بخش دیگری از فرآیند سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذار باید بداند که این اوراق چگونه معامله می‌شوند و شیوه دادوستد و ایجاد رابطه با کارگزار چگونه است. آخرین گام در فرآیند سرمایه‌گذاری انتخاب مجموعه‌ای از اوراق بهاداری است که از دیدگاه سرمایه‌گذار دارای بازده و ریسک قابل قبول می‌باشد (احمدپور کاسگری و همکاران، ۱۳۸۹).

## **۲-۷ انواع فعالیت‌های سرمایه‌گذاری**

فعالیت‌های سرمایه‌گذاری عبارت است از تحصیل یا واگذاری سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت، دارایی‌های ثابت مشهود و دارایی‌های نامشهود و همچنین پرداخت و وصول تسهیلات اعطایی به اشخاص مستقل از واحد تجاری غیر از کارکنان. تقسیم‌بندی‌های متنوعی برای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری وجود دارد که مهم‌ترین آن به شرح زیر است (محمدی، ۱۳۹۰):

## **۲-۷-۱ بر اساس موضوع سرمایه‌گذاری**

سرمایه‌گذاری برحسب موضوع به دو دسته سرمایه‌گذاری واقعی و سرمایه‌گذاری مالی تقسیم می‌شود. سرمایه‌گذاری واقعی نوعی سرمایه‌گذاری است که فرد با فدا کردن ارزشی در زمان حاضر، نوعی دارایی واقعی به دست می‌آورد. در واقع موضوع سرمایه‌گذاری، دارایی واقعی است. خرید ملک یا آپارتمان، نمونه‌ای از این سرمایه‌گذاری است. در سرمایه‌گذاری مالی، فرد در ازای فدا کردن ارزش حاضر، نوعی دارایی مالی که نتیجه آن معمولاً جریانی از وجوه نقد است به دست می‌آورد. سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار مثل سهام

عادی یا اوراق مشارکت که فرد در ازای پرداخت پول، محق به دریافت جریانی از وجوه نقد به شکل سود می‌شود، سرمایه‌گذاری مالی محسوب می‌شود (محمدی، ۱۳۹۰).

## ۲-۷-۲ بر اساس زمان یا مدت سرمایه‌گذاری

بر حسب زمان، سرمایه‌گذاری را می‌توان به کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت تقسیم کرد. منظور از تأمین مالی کوتاه مدت، تأمین مالی از منابعی است که حداکثر ظرف یک سال و یا کمتر بازپرداخت می‌گردند. منابع تأمین مالی کوتاه مدت به ۲ دسته کلی تقسیم می‌شوند که شامل منابع تضمین نشده و منابع تضمین شده می‌باشد. منابع تأمین مالی کوتاه مدت تضمین نشده عمدتاً شامل اعتبارات تجاری (خرید نسیه کالا)، پیش دریافت از مشتریان، هزینه‌های پرداختی، وام‌های بانکی و اسناد تجاری می‌باشد. منابع مالی تضمین شده نیز عمدتاً توسط بانک‌ها، مؤسسات مالی و خریداران حساب‌های دریافتی تأمین می‌گردند. اعطا کنندگان تسهیلات مالی کوتاه مدت تضمین شده، بخشی از دارایی‌های واحد تجاری را به منظور تضمین وام‌های اعطایی به وثیقه می‌گیرند. تأمین مالی میان مدت، تأمین مالی از منابعی است که سررسید آن‌ها بیش از یک سال و کمتر از ۷ سال است. در ارتباط با سررسید کمتر از ۷ سال اتفاق نظر بین تحلیل گران وجود ندارد و پاره‌ای از آن‌ها سررسید کمتر از ۵ سال یا ۱۰ سال را جزء میان مدت تلقی نموده‌اند. با این وجود بسیاری از تحلیل گران مالی و حسابداران تفکیک میان بدهی بلند مدت و میان مدت را نادیده می‌گیرند و منابع تأمین مالی را به دو گروه عمده تقسیم نموده‌اند: بدین ترتیب که بدهی‌های با سررسید کمتر از یک سال را بدهی کوتاه مدت و سررسید بیش از یک سال را بلندمدت طبقه‌بندی نموده‌اند. بدهی‌های میان مدت شامل مواردی همچون اعتبار در گرفتن وام‌های مدت دار و قراردادهای اجاره می‌گردند. یکی دیگر از راه‌های تأمین مالی از لحاظ زمان سررسید، تأمین مالی بلند مدت می‌باشد. تأمین مالی بلندمدت عمدتاً به منظور سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت

همچون خرید دارایی جدید، احداث کارخانه و یا مدرنیزه کردن امکانات موجود مورد استفاده می‌گیرد (محمدی، ۱۳۹۰).

## ۲-۷-۳ بر حسب خطر یا ریسک سرمایه گذاری

از آنجا که منافع حاصل از سرمایه گذاری در آینده به دست می‌آید و نسبت به تحقق این منافع یقین وجود ندارد، پس انواع سرمایه‌گذاری‌ها با درجاتی از احتمال عدم تحقق منافع مورد نظر سرمایه‌گذار یا ریسک مواجه‌اند. بر اساس اینکه میزان یا احتمال تحقق نیافتن منافع آتی (ریسک) چقدر باشد، سه نوع سرمایه‌گذاری را می‌توان از یکدیگر متمایز ساخت:

۱. سرمایه‌گذاری با ریسک متناسب،

۲. سرمایه‌گذاری با ریسک نسبی بیشتر (سفته‌بازی)،

۳. سرمایه‌گذاری پرخطر یا ریسکی (قمار).

سرمایه‌گذاری متناسب یا به‌طور خلاصه سرمایه‌گذاری، نوعی سرمایه‌گذاری است که ریسک آن متناسب با بازده است که از آن انتظار می‌رود. سرمایه‌گذاری با ریسک نسبتاً بیشتر یا سفته‌بازی، نوعی سرمایه‌گذاری است که در آن سرمایه‌گذار برای کسب بازده، ریسک بیشتری را تقبل می‌کند و بالأخره سرمایه‌گذاری بسیار ریسکی یا قمار، نوعی سرمایه‌گذاری است که در آن فرد برای به دست آوردن بازده ولو بسیار کم، ریسک بسیار زیادی را متحمل می‌شود (محمدی، ۱۳۹۰).

## ۲-۸ معیارهای ارزیابی پروژه‌های سرمایه‌گذاری

هنگامی که شرکت‌ها با سرمایه‌گذاری‌ها یا پروژه‌های جدیدی مواجه می‌شوند، ناگزیر به تصمیم‌گیری در خصوص سرمایه‌گذاری یا عدم سرمایه‌گذاری در آن‌ها هستند. قواعد تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری به ما اجازه می‌دهد که این فرایند را قاعده‌مند ساخته و شرط یا شروط موردنیاز برای پذیرش پروژه را مشخص کنیم.

هرچند بسیاری از شرکت‌ها، پروژه‌های خود را با استفاده از قواعد تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری متفاوتی ارزیابی می‌کنند، اما یک قاعده باید بر بقیه غالب باشد. به عبارت دیگر، هنگامی که قواعد تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری منجر به نتایج متفاوتی در خصوصی پذیرش یا رد پروژه می‌شوند، یک قاعده تصمیم‌گیری باید تصمیم نهایی را مشخص کرده و به‌عنوان قاعده اصلی در نظر گرفته شود. سه قاعده مهم در ارزیابی طرح‌های سرمایه‌گذاری عبارتند از: دوره بازگشت سرمایه، ارزش فعلی خالص و نرخ بازده داخلی (محمدی، ۱۳۹۰).

## **۲-۸-۱ دوره بازگشت**

دوره بازگشت پروژه، معیاری است که بیان می‌دارد جریان‌های نقدی ایجاد شده توسط پروژه، در چه زمانی سرمایه‌گذاری اولیه را باز می‌گرداند و بر این اساس پروژه‌ای مطلوب‌تر است که اولاً دوره بازگشت سرمایه آن کمتر از دوره بازگشت مورد قبول شرکت باشد، ثانیاً دوره بازگشت سرمایه آن از دوره بازگشت سایر طرح‌ها کمتر باشد (تهرانی، ۱۳۹۰).

## **۲-۸-۲ ارزش فعلی خالص**

ارزش فعلی خالص پروژه، حاصل جمع ارزش فعلی هر یک از جریان‌های نقدی پروژه مثبت یا منفی است که در طول عمر پروژه رخ می‌دهد. طبق این روش هر طرحی که دارای ارزش فعلی خالص مثبت باشد باید آن طرح را پذیرفت و اگر ارزش فعلی خالص منفی باشد، آن طرح رد می‌شود (تهرانی، ۱۳۹۰).

## **۲-۸-۳ نرخ بازده داخلی**

نرخ بازده داخلی، نرخ است که ارزش فعلی عایدات را مساوی هزینه سرمایه‌گذاری می‌نماید و به عبارت دیگر نرخ بازده داخلی متوسط نرخ بازده سالانه یک طرح است. اگر نرخ بازده داخلی بر اساس جریان‌های نقدی شرکت محاسبه شود و این نرخ بیشتر از هزینه سرمایه باشد طرح باید پذیرفته شود و اگر نرخ بازده داخلی بدست آمده کمتر از هزینه سرمایه باشد طرح باید رد شود (تهرانی، ۱۳۹۰).



## ۲-۸-۴ مقایسه بین معیارهای ارزیابی پروژه‌های سرمایه‌گذاری

شرکت‌ها معمولاً بر اساس دوره بازگشت تصمیم سرمایه‌گذاری خود را اتخاذ نمی‌کنند، زیرا جریان‌های نقدی پس از بازیافت سرمایه‌گذاری اولیه را در نظر نمی‌گیرد. هر چند ارزش فعلی خالص و نرخ بازده داخلی به‌عنوان دو قاعده تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری رقیب در نظر گرفته می‌شوند، اما در اغلب موارد نتایج مشابهی به بار می‌آورند. تفاوت میان این دو قاعده، زمانی بیشتر مشهود است که تصمیم‌گیرنده قصد انتخاب از میان پروژه‌های مانع‌الجمع<sup>۱</sup> را دارد؛ بنابراین ارزیابی طرح‌ها می‌تواند از راه‌های مختلفی از جمله ارزش فعلی خالص انجام شود. طبق این روش، سرمایه‌گذاری در یک یا چند طرح در صورتی توجیه پذیر خواهد بود که ارزش فعلی خالص آن طرح، مثبت باشد (تهرانی، ۱۳۹۰).

## ۲-۹ مفهوم کارایی و ناکارایی سرمایه‌گذاری

به طور کلی، کارایی سرمایه‌گذاری، به معنای پذیرش پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت و منظور از ناکارایی سرمایه‌گذاری، انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی و یا عدم انتخاب فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. در تعیین کارایی سرمایه‌گذاری، حداقل دو معیار نظری وجود دارد: معیار اول بیان می‌کند که به منظور تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نیاز به جمع‌آوری منابع وجود دارد. در یک بازار کارا، همه پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت، باید تأمین شوند. اگرچه، تعداد زیادی از تحقیقات موجود در حوزه مالی نشان داده است که محدودیت‌های مالی، توانایی مدیران در تأمین مالی را محدود می‌سازد. یکی از مواردی که می‌توان استنباط نمود آن است که شرکت‌های مواجه با محدودیت تأمین مالی، ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد تأمین مالی، از قبول و انجام پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت، صرف‌نظر نمایند که این امر، به کم سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. معیار دوم نیز بیان می‌کند که اگر شرکت تصمیم به تأمین مالی

---

1 Mutually Exclusive Projects

بگیرد، هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی با آن انجام شود. برای مثال، مدیران ممکن است با انتخاب پروژه‌های نامناسب در جهت منافع خویش و یا حتی سوءاستفاده از منابع موجود، اقدام به سرمایه‌گذاری ناکارا نمایند. بیشتر مقالات موجود در این حوزه پیش‌بینی می‌کنند که انتخاب پروژه‌های ضعیف، موجب بیش سرمایه‌گذاری می‌شود (ثقفی و معتمدی فاضل، ۱۳۹۰). به نظر می‌رسد که در بازار کارای سرمایه، ابزارهای مالی بسیار گسترده‌ای وجود دارد که هر یک نقش خاصی در بازار ایفا کرده و هر کدام شکافی را در بازار پر می‌کنند، یعنی بازار کارای سرمایه بازاری پیچیده است که ابزارهای پیچیده مالی در آن وجود دارد. مثلاً وجود اوراق اختیار معامله<sup>۱</sup> و نقش معینی که این اوراق در بازار به عهده دارد، بازار را کاراتر می‌کند و تعادل مناسب‌تری بین عرضه و تقاضا بوجود می‌آورد.

## ۲-۱۰ نشانگرهای سرمایه‌گذاری کارا

ارزش فعلی خالص، یکی از بهترین معیارهایی است که بدان وسیله طرح‌های سرمایه‌ای را ارزیابی می‌کنند ارزش فعلی خالص یک پروژه عبارت از ارزش فعلی جریان‌های نقدی ورودی مورد انتظار (تنزیل شده بر مبنای نرخ‌ی که نشان دهنده ریسک جریان‌های نقدی مورد استفاده آتی باشد) منهای ارزش فعلی کل وجوهی که از زمان حال سرمایه‌گذاری می‌شود بریکام (۲۰۰۸) به عبارت دیگر ارزش فعلی هر نوع فعالیت‌ی که مستلزم جریان‌های نقدی ورودی و خروجی در یک دوره زمانی است عبارت است از ارزش فعلی جریان‌های نقدی ورودی منهای ارزش فعلی کل جریان‌های نقدی خروجی اگر مبلغ خالص مجموع سرمایه‌گذاری در زمان صفر صورت گیرد ارزش فعلی خالص این‌گونه تعریف می‌شود. کل ارزش فعلی جریان‌های نقدی ورودی منهای مبلغ سرمایه‌گذاری. ریموند (۲۰۰۲) برای محاسبه ارزش فعلی خالص در بودجه بندی سرمایه‌ای از عامل حداقل نرخ بازده استفاده می‌کنند ارزش فعلی خالص را چند گونه می‌توان تفسیر کرد.

۱- اگر مقدار ارزش فعلی خالص مثبت، یعنی بزرگتر از صفر شود نرخ بازده طرح سرمایه‌گذاری بیش از حداقل نرخ بازاری مورد نظر است.

۲- اگر مقدار ارزش فعلی مساوی صفر باشد نرخ بازده طرح سرمایه‌گذاری با حداقل نرخ بازده مورد نظر برابر است.

۳- اگر مقدار ارزش فعلی خالص منفی، یعنی کوچکتر از صفر بشود نرخ بازده طرح سرمایه‌گذاری کمتر از حداقل نرخ بازده مورد نظر است.

دلیل و توجیه برای روش ارزش فعلی خالص راحت و آسان است ارزش فعلی خالص به مبلغ صفر بیانگر آن است که جریانهای نقدی طرح برای بازپرداخت مبلغ سرمایه‌گذاری شده و تأمین نرخ بازده مورد توقع روی آن سرمایه کاملاً کافی می‌باشد اگر ارزش فعلی خالص طرح مثبت باشد آن طرح بیش از مبلغ مورد نیاز جهت بازپرداخت هزینه بدهی و تأمین مالی مورد توقع سهامداران وجوه حاصل می‌نماید و این وجوه نقد اضافی فقط به سهامداران شرکت تعلق خواهد داشت بنابراین، اگر شرکتی طرحی را با ارزش فعلی خالص مثبت به اجرا درآورد ثروت سهامداران افزایش خواهد یافت بریکام (۲۰۰۸) با عنایت به مقدمه فوق در رابطه با کارایی سرمایه‌گذاری حداقل به دو شاخص عمده در این زمینه می‌توان اشاره نمود.

الف) شرکت‌ها به منظور تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود نیاز به افزایش به میزان و مبلغ مورد کفایت دارند زیرا در یک بازار کارا کلیه پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص می‌بایست مورد سرمایه‌گذاری قرار گیرند اما تحقیقات زیادی در علم مدیریت مالی مؤید این مطلب می‌باشد که محدودیت‌های شرکت‌ها در تأمین مالی به میزان کافی توانایی سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای پتانسیل لازم را از مدیران سلب می‌کند در نتیجه شرکت‌هایی که با محدودیت در تأمین مالی مواجه می‌باشند پروژه‌های دارای ارزش خالص مثبت

را به علت هزینه‌های بالای تأمین مالی کنار می‌گذارند که این امر منتج به سرمایه‌گذاری کمتر از حد در شرکت می‌گردد (عبور از فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارای ارزش فعلی خالص مثبت (بیدل و همکاران، ۱۹۹۶).

ب) حتی در شرایطی که شرکت موفق به تأمین مالی به میزان کافی گردد هیچ‌گونه ضمانتی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی انجام شود به‌عنوان مثال مدیران ممکن است در اثر گزینش اشتباه پروژه‌های نامناسب و ناکارا منابع موجود را در زمینه‌ای اشتباه مصرف و آنها را به هدر بدهد که در این صورت شرکت:

- ۱) به سمت سرمایه‌گذاری بیشتر از حد سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص منفی
- ۲) سرمایه‌گذاری کمتر از حد سوق داده می‌شود (در اثر از دست دادن منابع موجود به علت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های نامناسب و ناکارا و عدم امکان سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مناسب دارای ارزش فعلی خالص مثبت

## ۲-۱۱ تعریف عدم اطمینان

عدم اطمینان نقطه مقابل اطمینان است. وقتی که گفته می‌شود «اطمینان داریم» به این معناست که شرایط برای یک حادثه معین کاملاً قابل پیش‌بینی است. اما وقتی که یک تصمیم‌گیرنده دانش و اطلاعات کامل و یا فهم دقیقی از تصمیم پیشنهادی و یا نتایج احتمالی آن ندارد، گفته می‌شود در شرایط «عدم اطمینان» به سر می‌برد. دو نوع اصلی عدم اطمینان وجود دارد:

- عدم اطمینانی که حاصل شانس است مثل پرتاب سکه
- عدم اطمینانی که ناشی از شرایط یک مشکل و قضاوت در مورد آنست.

وقتی که از عدم اطمینان در تصمیمات استراتژیک سخن به میان می‌آید، منظور نوع دوم آنست (مرجوعی، ۱۳۹۷).

## ۲-۱۲ ریسک و عدم اطمینان

اکثر صاحب نظران دو مفهوم مکمل و اجزای تشکیل دهنده فرآیند تصمیم‌گیری در سازمانها هستند. این امر مخصوصاً در سطح تصمیمات استراتژیک از اهمیت بیشتری برخوردار است؛ زیرا ماهیت اینگونه تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری‌های آینده و یا فرصت‌های ممکن بازار در آینده است. وقتی که این مفاهیم در موضوعاتی مانند اقتصاد، تئوری مالی و مدیریت استراتژیک مطرح شد، اکثر نویسندگان بین این دو مفهوم تمایز قائل شدند. اما بعدها نیز آن دو به جای یکدیگر بکار گرفته می‌شدند و معمولاً عدم اطمینان در تعریف ریسک گنجانده می‌شد. بطور کلی حالت ذهنی‌ای که واژه عدم اطمینان ایجاد می‌کند، نتیجه عدم دانش کافی شخص در مورد حوادث آینده است که بر میزان اطمینان تصمیم‌گیرنده از آینده اثر خواهد گذاشت (مرجوی، ۱۳۹۷).

## ۲-۱۳ عوامل بوجود آورنده عدم اطمینان

عدم اطمینان دارای طیف گسترده‌ایست که ناشی از عوامل متعددی است، از جمله:

- ماهیت شرایط تصمیم‌گیری
- نوسان محیط
- تعداد اهدافی که باید بین آنها تعادل برقرار شود.
- نتایج آتی تصمیم
- کیفیت واحد تصمیم‌گیرنده

این مطلب این واقعیت را آشکار می‌سازد که عدم اطمینان یک مشخصه عینی قابل اندازه‌گیری نیست که در ذات تصمیم‌گیری‌ها وجود داشته باشد؛ بلکه یک مشخصه در نوسان است که میزان آن روز به روز در حال تغییر است. عدم اطمینان را فقط می‌توان بطور نسبی و یا به صورت مقایسه‌ای ارزیابی کرد. اما ریسک در

تصمیمات استراتژیک دارای تعریف گسترده‌تری است و به عنوان یک قضاوت ارزشی قلمداد می‌شود و بیانگر این واقعیت است که آیا نتایج احتمالی یک تصمیم قابل قبول است یا غیر قابل قبول (رتیج و مارشال<sup>۱</sup>، ۱۹۹۳). برخی دیگر اساس ریسک را فقدان قابلیت پیش بینی ماهیت و اندازه نتایج می‌دانند (دهرتی<sup>۲</sup>، ۱۹۸۵).

بطور کلی عدم اطمینان محیطی نتیجه غیر قابل پیش بینی بودن تغییرات آینده محیط است در حالی که ریسک ناشی از شکست احتمالی سازمان در پاسخگویی مناسب به این تغییرات است. به عنوان مثال تغییرات آتی در رفتار مصرف کنندگان ممکن است به سختی قابل پیش بینی باشد از اینرو غیر قابل اطمینان است اما شکست در پاسخ به این تغییرات احتمالی ممکن است ریسک زیادی برای سهم بازار، سودآوری و نهایتاً بقای سازمان داشته باشد.

## ۲-۱۴ عوامل اثرگذار بر میزان عدم اطمینان

- اطلاعات ناکافی: کیفیت و کمیت اطلاعات در دسترس در مساله مورد تصمیم‌گیری بر کاهش یا افزایش عدم اطمینان اثرگذار است.
- عدم وضوح ساختار مشکل: اگر تصمیم‌گیرنده نتواند به آسانی اجزای مشکل را از هم شکافته و آن را مورد تجزیه و تحلیل قرار دهد، عدم اطمینان افزایش خواهد یافت.
- ماهیت آینده‌نگری تصمیم
- عدم دسترسی به منابع اطلاعاتی عدم اطمینان را افزایش می‌دهد.
- تعداد اهدافی که باید با تصمیم‌گیری به آنها دست یافت.

---

1 Ritchie & Marshall  
2 Doherty

- اجرای تصمیمات که در مرحله بعد از تصمیم‌گیری قرار دارد
- ویژگی‌های شخصی تصمیم‌گیرنده مانند تجربه، مهارت، آموزش و توانایی‌های شناختی (مرجوعی، ۱۳۹۷).

## ۲- ۱۵ استراتژی‌های کاهش عدم اطمینان

از دید واقع‌گرایان عدم اطمینان ویژگی جداناپذیر زندگی روزمره سازمانهاست که باید بطور ساده یاد بگیرند که چگونه با آن زندگی کنند. بنابراین بسیاری از صاحب‌نظران پیشنهاد می‌کنند که سازمان‌ها از تئوری بازی‌ها برای کاهش عدم اطمینان استفاده می‌کنند. برخی از سازمان‌ها نیز از طرق مختلف از جمله خلاقیت و نوآوری اقدام به تولید اطمینان می‌کنند. این اقدامات معمولاً مطلوبیت‌ها و یا ارزشهای مورد انتظار نامیده می‌شود. برخی دیگر از صاحب‌نظران نیز پیشنهاد می‌کنند که سازمانها بر اخذ تصمیمات کوتاه‌مدت تمرکز کنند. با شکستن سناریوهای آینده به یک سری گام‌های کوچکتر، تصمیم‌گیرندگان می‌توانند تعداد تصمیمات بلندمدت را که دارای عدم اطمینان زیادی هستند، کم کنند (سایرت و مارچ، ۱۹۹۲).

یکی دیگر از استراتژی‌های کاهش عدم اطمینان تحمیل کردن رویه‌های استاندارد و قوانین خاص بر محیط سازمانهاست به این امید که با کنترل حداقل یک بخش از محیط بتوانند عدم اطمینان را کاهش دهند. در این روش مدیران برای ایجاد ثبات در سازمان در گذر زمان، از مجموعه قوانین و استانداردهای عملیاتی استفاده می‌کنند. این قوانین و رویه‌ها تجربه یاد گرفته شده سازمان از حوادث قبلی است که اولین مرجع در هنگام بروز مشکل هستند. هر چقدر که در سازمان تمرکزگرایی کمتر و تفویض اختیار به اعضای سازمان بیشتر باشد، بقای سازمان تا حد زیادی به پایداری اعضا به این قوانین و استانداردها بستگی دارد (ریتچ و مارشال، ۱۹۹۳).

## ۲-۱۶ عدم اطمینان و تصمیمات استراتژیک

هنری مینتزرگ<sup>۱</sup> (۱۹۹۰) مدلی را ارائه می‌کند که در آن رابطه عدم اطمینان درک شده و فرآیند استراتژی بیان می‌شود:

مدل عقلانی: در این قسمت عدم اطمینان محیطی کم است. عواملی از محیط که بر سازمان تأثیرگذارند به راحتی قابل شناسایی‌اند. همچنین فشار از جانب محیط برای تغییر کم است زیرا محیط با ثبات است. در این مسیر سازمان مشکل خاصی در تدوین استراتژی ندارد و وقت زیادی برای ارتباط با اجراکنندگان استراتژی برای پیاده کردن آن وجود دارد. اگر استراتژی مناسب نبوده، دوباره آن را تجزیه و تحلیل و در اختیار اجراکنندگان قرار می‌دهند و به راحتی می‌توانند کارآیی استراتژی‌های جایگزین را به دلیل وقت زیاد ارزیابی کنند.

تدوین کنندگان استراتژی را اجرا کنند: وقتی که پیچیدگی محیط کم و تغییرات سریع است، اما بسیار پیچیده نیست که بتواند توان ما را در درک شرایط بحرانی محیط و پاسخ مناسب به آن از پای در آورد. فشاری که وجود دارد به دلیل کمبود زمان است. در این مورد سریع‌ترین راه برای اجرای استراتژی کنار گذاشتن ارتباطات و انجام آن توسط تدوین کنندگان استراتژی است. زیرا ارتباطات موجب می‌شود که فشار زمانی و ریسک از جانب دیگران درک نشود؛ بنابراین مینتزرگ پیشنهاد می‌کند که تدوین و اجرای استراتژی به یک نفر واگذار شود. در این مورد استراتژیست و سازمان یکی هستند (مرجوعی، ۱۳۹۷).

مجموعه‌ای از اجراکنندگان استراتژی را تدوین می‌کنند: در شرایطی که محیط پیچیده است ولی سرعت تغییرات کم است باز هم با عدم اطمینان متوسط مواجهیم. اما این بار فشار از جانب زمان نیست بلکه این بار فشار بخاطر عدم درک شرایط بحرانی است. راه حل مینتزرگ در این شرایط استراتژی دسته جمعی

---

1 Mintzberg



است. پیشنهاد او این است که مشارکت با سایر اعضای سازمان اجازه می‌دهد که استراتژی از ساختار و فرآیندهای موجود در قالب تعاملت مداوم ظهور کرده و اجرا شود. این استراتژی نمونه بارز استراتژی نو ظهور است.

مدل رادیکال: پرچالش ترین شرایط محیطی مربوط به عدم اطمینان بالا است. این شرایط گهگاه در همه سازمان‌ها در مواقعی که یک تغییر غیرمنتظره رخ می‌دهد، دیده می‌شود و سازمان‌هایی که با تکنولوژی‌های نو سر و کار دارند در بیشتر اوقات با آن دست و پنجه نرم می‌کنند. وقتی سازمانی با چنین شرایطی مواجه می‌شود با دو محدودیت روبروست. یکی فشار و محدودیت زمانی و دیگری عدم درک تغییرات. در این اوضاع سازمان‌ها نمی‌دانند که چه اطلاعاتی نیاز دارند و گذر زمان نیز هیچ کمکی نخواهد کرد. حتی معنای اطلاعاتی که در دسترس است مبهم و غیرقابل درک است. برای بدتر نشدن اوضاع میتزبرگ پیشنهاد می‌کند که سازمانها باید فوراً اقدام کنند، چه با استراتژی و چه بدون استراتژی.

هرچند که میتزبرگ کمک کمی در این شرایط می‌کند ولی استراتژیست‌های نمادین یک راه حل جایگزین ارائه می‌دهند. آنها معتقدند که نقش مدیر کشف آن چیز است که سازمان هم اکنون در حال انجام دادن است و به این فعالیتها از طریق یک مفهوم نمادین منطقی، مشروعیت ببخشد تا سازمان را در برابر تقاضاهای غیرمعقول محیط و یا اعضای خود سازمان محفوظ بدارد.

به عبارت دیگر از استراتژی به عنوان ابزار ایجاد حس " اقدام به عمل " در اعضای سازمان استفاده کنند تا بدین وسیله موجب ایجاد نظم بدون توجه به تجاربشان شوند. در دیدگاه ایجاد احساس، افراد در سازمان چیزهای مختلفی را آزمایش می‌کنند و کشف می‌کنند که نتایج فعالیت‌هایشان چیست و سپس این روابط را

تجزیه و تحلیل کرده و کسب تجربه می‌کنند. این احساس آن‌ها به عنوان استراتژی قلمداد شده و تدوین می‌گردد (هچ، ۱۹۹۷).<sup>۱</sup>

ذی نفعان خارجی نیز از عوامل تأثیرگذار بر انتخاب استراتژی کاهش عدم اطمینان به شمار می‌روند. افراد ذی نفعی که نفوذ فراوانی بر روی ایجاد عدم اطمینان محیطی دارند در انتخاب استراتژی دارای اولویت بالایی هستند. عدم اطمینان محیطی توانایی شرکت را در پیش‌گویی دقیق حوادثی که در آینده رخ خواهد داد کاهش داده و همچنین توانایی‌های شرکت را در تدوین برنامه‌های اثربخش نسبت به آینده محدود می‌سازد. از این بعد در بوجود آوردن عدم اطمینان محیطی برای یک سازمان نقش دارند و توانایی کاهش آن را دارند از اهمیت استراتژیک بسزایی برخوردار هستند. سازمان‌ها باید از تاکتیک‌های مشارکتی در مورد یک چنین افراد ذینفعی بهره‌گیری کنند تا در نهایت بتوانند عدم اطمینان محیطی را کاهش دهند (جان و هریسون، ۱۹۹۸).

ناپایداری و عدم اطمینان صنعت بر ریسک‌پذیری مدیران تأثیر می‌گذارد. در صنایعی که بی‌ثباتی شدید است، مدیران عالی در مقایسه با همکارانشان در صنایع باثبات باید مقدار بیشتری ریسک بپذیرند و آن را اداره کنند. بنابراین مدیران صنایع بی‌ثبات در فرآیند انتخاب استراتژیک دامنه گسترده و متنوع‌تری از استراتژی‌ها را مورد ملاحظه قرار می‌دهند (یرس و رایبسون، ۱۹۸۸).

---

1 Hatch

## ۲-۱۷ روش‌های اندازه‌گیری ناطمینانی ویژه شرکتی

### ۲-۱۷-۱ اتورگرسیون فروش سالیانه

در یک مدل خود رگرسیون، مقدار جاری یک متغیر صرفاً وابسته به مقادیر قبلی آن به علاوه جمله خطاست. در مدل ارائه شده برای استخراج پروکسی که توضیح دهنده ناطمینانی ویژه شرکت باشد از اتورگرسیون (AR) فروش سالیانه نرمال شده شرکت به ارزش دفتری کل دارایی‌ها بهره می‌بریم (بوندا، ۲۰۰۲).

$$sales_{i,t} = \mu_{i,t} + \phi sales_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Sales: نرخ فروش به ارزش دفتری کل دارایی برای شرکت  $i$  در زمان  $T$

$\mu_{i,t}$ : اثرات ثابت

$\phi$ : اتورگرسیون پارامترها

$\epsilon$ : پسماند

برای استخراج پروکسی که توضیح دهنده ناطمینانی ویژه شرکت باشد از خود رگرسیون (AR) نسبت فروش سالانه نرمال شده شرکت به ارزش دفتری کل دارایی‌ها، بهره می‌بریم. از پسماند مدل  $ar$  واریانس تجمعی گرفته و از آن به عنوان پروکسی برای متغیر ناطمینانی ویژه شرکت بهره می‌بریم (بوندا<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰).

### ۲-۱۷-۲ ریسک غیر سیستماتیک یا ریسک خاص شرکت

انحراف در بازده مورد انتظار که با عوامل تحت کنترل مدیریت (عوامل داخل شرکت) مرتبط است ریسک غیر سیستماتیک نامیده می‌شود. به این نوع ریسک، ریسک خاص شرکت نیز گفته می‌شود؛ زیرا علاوه بر وجود عوامل مشترک در کل سیستم اقتصادی، عوامل خاص شرکت هم وجود دارند که فقط بر بازده همان

شرکت اثر می‌گذارند؛ مانند توان و بک مدیریت، ساختار سازمان، نوع محصول، فرآیند تولید، قیمت محصول و... بنابراین سرمایه‌گذاران می‌توانند با تنوع بخشی به پرتفوی خود آن را کاهش دهند. برای محاسبه ریسک غیر سیستماتیک می‌توان از روش‌های مالی و غیر مالی نظیر نسبت‌های مالی، شاخص‌های بهره‌وری و عملکرد و... استفاده کرد (رهنما، ۱۳۸۷؛ سلیمانی امیری و اسلامی، ۱۳۹۳). سنجش ریسک غیر سیستماتیک توسط انحراف معیار باقیمانده از رگرسیون CAPM اندازه‌گیری می‌شود.

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i (R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن

$R_{i,t}$ : بازده سهام شرکت

$R_{f,t}$ : بازده دارایی بدون ریسک

$R_{m,t}$ : بازده بازار

$\varepsilon$ : ضریب خطا (سلیمانی و همکاران، ۱۳۹۶)

## ۲-۱۷-۳ انحراف استاندارد نسبت جریان نقدی به دارایی شرکت

در پژوهش چاکروباتی و همکاران (۲۰۱۷) و لطفی (۱۳۹۷) به منظور محاسبه این شاخص از داده‌های مربوط به انحراف استاندارد نسبت جریان نقدی به دارایی‌های شرکت استفاده شده است.

## ۲-۱۸ قدرت بازار

یکی از مهمترین شرایط خاص بازار ایران که آن را از بازارهای توسعه یافته متمایز می‌کند، حاکمیت نسبی دولت بر اقتصاد است که تأثیر مهمی نیز بر سیاست‌های مالی شرکت‌ها دارد. این مساله باعث شده بخش‌های مهم اقتصادی و بسیاری از شرکت‌ها و بنگاه‌های بزرگ به نوعی توسط دولت و نهادهای شبه‌دولتی اداره و

کنترل شده به گونه‌ای که تعداد زیادی از این شرکت‌های بزرگ، سهم قابل توجهی از ارزش بازار سرمایه و همچنین بازار صنعت را در اختیار داشته و خود در جایگاه شرکت‌های مادر و حاکم بر صنعت کنترل شرکت‌های بسیاری را نیز در اختیار دارند. در این زمینه می‌توان به شرکت‌هایی در صنایع خودروسازی، فولاد، پتروشیمی و هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری اشاره کرد. این شرکت‌ها اولاً به دلیل شهرت و اعتبار و دسترسی آسان‌تر به منابع مالی بازار سرمایه، تمایل بیشتری به تقسیم سودهای به‌دست‌آمده خواهند داشت. ثانیاً بدلیل مالکیت بر سایر شرکت‌های صنعت و قدرت بازاری بالاتر قادرند بر تصمیمات و سیاست‌های مالی دیگر شرکت‌ها نیز تأثیر بگذارند.

قدرت بازار یک شرکت را می‌توان به مفهوم توانایی آن شرکت در تغییر قیمت محصول از قیمت رقابتی در راستای افزایش سود تعبیر کرد. فرآیند اعمال قدرت در بازارهای مختلف متفاوت بوده و به ساختار بازار مربوط می‌شود. تحلیل گران مالی قدرت بازار محصول را عاملی مهم در ارزیابی چشم اندازهای یک شرکت می‌دانند. به عبارت دیگر قدرت بازار عبارت است از توانایی یک شرکت در قیمت گذاری محصولات بالاتر از سطوح قیمت رقابتی در صنعت. قدرت بازار موجب انتقال بخشی از رفاه از مصرف کنندگان به تولید کنندگان از طریق تخصیص نامناسب منابع و کاهش رفاه عمومی می‌شود. وجود پتانسیل‌های بکارگیر قدرت بازار، رقابت پذیری بازار که شالوده تکامل و رشد هر محیط اقتصادی است را کاهش می‌دهد. بسیاری از اقتصاددانان قدرت بازار را توانایی تغییر قیمت‌ها از سطح رقابتی به قیمت‌های غیر رقابتی و سودآور تعریف می‌کنند. استدلال‌هایی وجود دارد که بیان‌کننده وجود پیوندی بالقوه بین قدرت بازار محصول و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها است. قدرت قیمت‌گذاری با سودآوری بالاتر این امکان را به شرکت می‌دهد تا اولاً در صورت بروز شوک‌های اقتصادی و بازار از حاشیه سود بالاتری بهره‌مند باشند و ثانیاً با درآمد فروش بیشتر نسبت به سایر شرکت‌های رقیب سود بیشتری برای تقسیم بین صاحبان سهام در اختیار داشته باشند.

شاخص‌های مختلفی برای سنجش قدرت بازاری یک شرکت وجود دارند که در دو گروه شاخص‌های ساختاری مانند شاخص لرنر قرار می‌گیرند که براساس پژوهش‌های پیشین، قدیمی‌ترین و معتبرترین شاخص اندازه‌گیری قدرت بازار همان لرنر تعدیل شده می‌باشد.

یکی دیگر از معیارهای بررسی وضعیت رقابت و انحصار و ساختار بازار هر صنعت، درجه تمرکز است. تمرکز در بازار به معنی چگونگی توزیع محصول بین شرکت‌های مختلف در یک صنعت است. به عبارت دیگر، تمرکز بر بازار دلالت بر آن دارد که چه میزان از کل تولیدات بازار یک محصول در اختیار تعداد محدودی از شرکت‌های صنعت مربوطه است. طبیعی است هر تعداد بنگاه‌های یک صنعت کمتر باشد آن صنعت از تمرکز بیشتری برخوردار است. با نگاهی به وضعیت شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران می‌توان دریافت که در صنایع مهمی چون پتروشیمی، فولاد، خودروسازی و واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری و ... تعدادی شرکت‌های بزرگ سهم عمده‌فروش در صنعت مربوطه را در اختیار داشته و عملاً تمرکز بازار در اختیار تعداد محدودی از این نوع شرکت‌ها است. این دسته از شرکت‌ها همانطور که پیشتر نیز اشاره شد، به دلیل تسلط بر بازار از درآمدهای فروش بالاتری در مقایسه با سایر شرکت‌های صنعت برخوردارند، توانایی دسترسی به منابع مالی بازار سرمایه را نیز دارند، بنابراین انتظار می‌رود بیش از سایر شرکت‌ها انگیزه تقسیم سودهای حاصله را از خود نشان دهند. برای سنجش تمرکز بازار نیز می‌توان از شاخص‌هایی نظیر نسبت تمرکز، هانا-کی، آنتروپی و هرفیندال-هیرشمن استفاده کرد. این شاخص اخیر توسط اریس سی هرفیندال معرفی گردید. این شاخص می‌تواند چگونگی توزیع اندازه بازار بین بنگاه‌های موجود و نوع ساختار بازار را بهتر از سایر شاخص‌ها معرفی کند.

با توضیحات فوق می‌توان دریافت که شرکت‌های بزرگ و پیشرو با افزایش قدرت بازار و تمرکز خود قادرند، سهم بازار بیشتری از فروش محصولات با قیمت‌های سودآورتر را به خود اختصاص دهند و با کسب سودهای

بالاتری انتظار می‌رود مدیران این شرکت‌ها جهت افزایش منافع صاحبان سهام و کسب منافع آتی برای خود بیشتر به سیاست تقسیم سود روی بیاورند. به این معنی که اولاً تصمیم به تقسیم سود و توزیع منابع داخلی بین سهامداران اتخاذ کنند و ثانیاً به نسبت‌های سود تقسیمی بالاتر تمایل نشان دهند.

## ۲-۱۹ تمرکز

در اقتصاد یکی از شاخص‌های مورد استفاده برای بررسی وضعیت رقابت و انحصار و شناسایی ساختار هر صنعت (بازار)، درجه تمرکز است. ساختار بازار معرف خصوصیات سازمانی بازار می‌باشد که با شناسایی آن می‌توان رقابت در بازار را مشخص نمود. تمرکز مهمترین متغیر ساختاری است که بیانگر وضعیت تعداد بنگاه‌ها و توزیع بازار در میان بنگاه‌های موجود در آن بازار است.

برای پرداختن به تمرکز ابتدا باید حدود صنعت و سپس متغیر مورد نظر (تولید، فروش، اشتغال، ...) را مشخص نمود که پیرو آن این سؤال مطرح است که در میان شاخص‌های اندازه‌گیری تمرکز کدام یک بهترین است؟ در پاسخ به این سؤال شاخص‌های متعددی مطرح می‌شوند که هر کدام از آنها نقاط قوت و ضعف خود را دارند، که بسته به موقعیت‌های مختلف به کار می‌روند. به طور کلی از طریق دو نوع معیار (مطلق و نسبی) می‌توان اندازه تمرکز را سنجید. معیارهای مطلق هم به تعداد بنگاه‌ها و هم نحوه توزیع بازار توجه دارند، در حالیکه معیارهای نسبی تمرکز صرفاً بر حسب نحوه توزیع بازار بین بنگاه‌ها محاسبه می‌شوند (خداداد کاشی، ۱۳۷۷).

## ۲-۲۰ شاخص‌های اندازه‌گیری مطلق و نسبی تمرکز

### ۲-۲۰-۱ شاخص نسبی تمرکز (منحنی تمرکز)

منحنی تمرکز تصویر گرافیکی از درجه تمرکز در صنعت می‌باشد که محور افقی و محور عمودی به ترتیب بر حسب بنگاه‌ها و درصد سهم از کوچک به بزرگ در نظر گرفته می‌شوند که در این صورت منحنی تمرکز

از پایین به بالا محدب خواهد شد و هرچه شیب بیشتر باشد، بیانگر آن است که میزان تمرکز در بازار بالاتر است. اگر بازار مساوی بین بنگاه‌ها توزیع شده باشد، در این صورت نقاط مختصات روی نیمساز قرار می‌گیرد و در غیر آن صورت نقاط در محور مختصات پراکنده خواهد بود (قانون رقابت، ۱۳۸۴).

## **۲-۲۰-۲ شاخص‌های مطلق تمرکز**

### **۲-۲۰-۲-۱ نسبت تمرکز چند بنگاه برتر**

این شاخص نسبتی از محصول بازار که توسط بنگاه بزرگتر تولید می‌شود را مشخص می‌سازد و از جمله متداول‌ترین شاخص اندازه‌گیری تمرکز است که در اکثر مطالعات تجربی از این شاخص استفاده می‌شود.  $N$  اختیاری انتخاب می‌شود. دامنه این شاخص بین صفر تا صد است که عدد ۱۰۰ مبین یک بنگاه در بازار و عدد صفر بیانگر تعداد بی‌شماری بنگاه با سهم کوچکی از بازار است (کاشی، ۱۳۷۷).

### **۲-۲۰-۲-۲ شاخص هر فیندال-هیرشمن**

در این شاخص اطلاعات تمامی بنگاه‌های صنعت منظور می‌شود، از این رو آنرا شاخص اطلاعات کامل می‌نامند و مقدار آن معادل مجذور سهم بازاری تمامی بنگاه‌های صنعت است و به این دلیل بر اهمیت بنگاه‌های بزرگتر به وسیله تخصیص وزن بیشتر به آنها تاکید می‌گردد (همان منبع).

### **۲-۲۰-۲-۳ شاخص آنتروپی**

این شاخص معکوس معیار تمرکز است یعنی هنگامی که آنتروپی افزایش یابد، تمرکز کاهش می‌یابد. این شاخص از جمع وزنی سهم بازار بنگاه بدست می‌آید، به طوری که به سهم هر بنگاه وزنی معادل  $\log(1/s)$  داده می‌شود. دامنه تغییرات این شاخص بین صفر و  $\log n$  است. هر چه به صفر نزدیکتر باشد، بازار انحصاری‌تر و هرچه قدر  $\log n$  نزدیک‌تر باشد، بازار رقابتی‌تر می‌باشد و به بررسی تحولات سهم بازاری بنگاه‌های کوچک می‌پردازد (یوسفی، ۱۳۸۴).



## ۲-۲۱ نقاط قوت تمرکز بازار

نقاط قوت تمرکز عبارتند از: تخصص گرایی در بازار، صرفه‌های ناشی از مقیاس اقتصادی، دانش بیشتر راجع به بازار و بالا بردن سطح کنترل. نقاط قوت راهبرد تنوع بازار نیز از این قرارند: انعطاف پذیری بیشتر، وابستگی کمتر به یک بازار خاص و ریسک کمتر. همان طور که مشهود است، نقاط قوت تمرکز بازار نقاط ضعف تنوع بازار هستند و برعکس (آلبام و همکاران، ۱۹۹۸).

## ۲-۲۲ رقابت در بازار محصول

رقابت در این جا توان بازار شرکت‌ها تعریف می‌شود. تون بازار به معنای کنترل یک شرکت بر قیمت یا سطح تولید محصولش است. در تعریف عملیاتی توان بازار به معنای توان انحصاری، انحصار چندجانبه یا رقابتی یا رقابتی یک شرکت است. پاندی<sup>۲</sup> (۲۰۰۴)، راتیناسامی و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۰) بیان کردند که برای اندازه گیری میزان رقابت در بازار محصول، می‌توان از شاخص‌های کیوتوبین، هرفیندال هیرشمن و لرنر استفاده کرد. لیندن برگ و رأس<sup>۴</sup> (۱۹۸۱) نیز نشان دادند که از دید نظری شاخص کیو توبین، توانمندترین معیار قدرت بازار شرکت است.

## ۲-۲۳ مفهوم رقابت پذیری

یکی از ویژگی‌های شرکت‌های موفق امروز برخورداری از قدرت رقابت پذیری است و در عین حال ویژگی بارز شرکت‌های ناموفق، عدم برخورداری از این ویژگی است. رقابت پذیری سازمان از سوی بسیاری از محققان به صورت مفهومی چند بعدی ارائه شده است (آمباشتا و مومایا،<sup>۵</sup> ۲۰۰۲). آکیموا (۲۰۰۰) به رقابت پذیری به عنوان مفهومی چند بعدی نگریسته و آنرا در سطح سازمان تعریف می‌کند. طبق تعریف مارتز،

---

1 Album

2 Pandey

3 Rathinasamy

4 Lindenbeng & Ross

5 Ambashta & Momaya

رقابت پذیری معادل قدرت اقتصادی یک واحد در مقابل رقبایش در بازاری است که براحتی کالاها، خدمات، مهارت‌ها و ایده‌ها فراتر از مرزهای جغرافیایی عرضه می‌شود. رقابت پذیری در سطح بنگاه می‌تواند بعنوان توانایی بنگاه در طراحی، تولید و بازاریابی محصولات و فروشه آن‌ها بیشتر از رقبا تعریف شود. به گفته کریستنسن، در صورتی دولت‌ها قادر به رقابت هستند که بنگاه‌های آنها بتوانند رقابت کنند. پورتر بیان می‌کند که این یک بنگاه است که در بازار رقابت می‌کند و نه دولت. مک گاهان<sup>۱</sup> (۲۰۰۶) در تحقیقی نشان می‌دهد که ۳۶ درصد از واریان سود دهی وابسته به ویژگی‌های درونی شرکت‌ها و فعالیت‌های آنها دارد. صاحب‌نظران دیگری چون بارتلت و قوشال (بارتلت و گوشال<sup>۲</sup>، ۱۹۸۹) و پراهالد و همل<sup>۳</sup> (۱۹۹۰) نیز برای شناسایی منابع رقابت پذیری بنگاه‌ها بر خود بنگاه و استراتژی‌هایش و موقعیت منابعش تمرکز کرده‌اند. در حال حاضر رقابت پذیری یک موضوع محوری در سطح دنیا است و از آن به عنوان وسیله‌ای جهت دستیابی به رشد اقتصادی مطلوب و توسعه پایدار یاد می‌شود (پورتر<sup>۴</sup>، ۱۹۹۰).

## ۲-۲۴ رویکردهای مرتبط با رقابت پذیری

یکی از رویکردهای موجود به بحث رقابت پذیری در بنگاه، رویکرد دارایی-فرآیند-عملکرد است. به عقیده برکلی<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۰۰) رقابت پذیری شامل ترکیبی از دارایی‌ها و فرآیندهاست. برکلی و همکارانش چارچوبی را متشکل از سه عنصر عملکرد رقابتی، پتانسیل رقابتی و فرآیندهای مدیریتی برای بررسی رقابت پذیری در یک بنگاه معرفی می‌کند.

---

1 MC Gahan & Silverman  
2 Bartlett & Ghoshal  
3 Prahalad  
4 porter  
5 Barkely

بعضی از صاحب‌نظران نیز رقابت‌پذیری را با رویکرد مبتنی بر قابلیت یا منابع می‌بینند. آن‌ها بر نقش عوامل داخلی سازمان بر توان رقابتی سازمان تأکید دارند (بارتلت و گوشال<sup>۱</sup>، ۱۹۸۹؛ پتراف<sup>۲</sup>، ۱۹۹۳؛ گرانت<sup>۳</sup>، ۱۹۹۵؛ بارنی<sup>۴</sup>، ۱۹۹۱، بارنی و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۰۱؛ پاول<sup>۶</sup>، ۲۰۰۱؛ اسمیت<sup>۷</sup>، ۱۹۹۸). هدف اصلی در این رویکرد تأکید بر مزیت‌های رقابتی ناشی از قابلیت‌های منابع یک شرکت می‌باشد. منابع واحدهای پایه‌ای یک بنگاه بوده و شامل تمام نهادهای مالی، تکنولوژی، انسانی و سازمانی است. در واقع شایستگی‌های یک بنگاه از یک یا ترکیبی از منابع پایه‌ای بنگاه بوجود می‌آیند و خود پایه‌ای برای ایجاد مزیت رقابتی ارائه می‌کنند (هانگر و ویلن، ۱۳۸۱؛ دس و لامپکین<sup>۸</sup>، ۲۰۰۳).

رویکرد سوم رویکرد مبتنی بر بازار است. بر اساس این رویکرد، گرایش به بازار منبعی مهم برای بدست آوردن مزیت رقابتی و حتی مزیت رقابتی پایدار به حساب می‌آید. دشیپاند و وبستر اشاره می‌کنند که سازمان‌ها، مؤسسات فکری هستند (لین و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۰۳). در این رویکرد پورتر با استفاده از نظرات هکس و وایلد (هاکس و وایلد<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۲؛ هکرمن<sup>۱۱</sup>، ۱۹۹۷) مطرح می‌کند که دو عامل اصلی ساختار صنعتی که بنگاه در آن فعالیت می‌کند و موضع یابی رقابتی بنگاه در آن صنعت بر توان رقابتی یک بنگاه در بازار اثر می‌گذارد.

## ۲-۲۵ نااطمینانی ویژه شرکت و قدرت بازار محصول

پیچیدگی‌های سازمانی و گسترش فعالیت‌های تجاری در اغلب کشورها موجب شده است که مدیران سازمان‌ها با توجه به مسئولیت‌های خود در راستای دستیابی به اهداف سازمان و به منظور حصول اطمینان

---

1 Bartlett & Ghoshal

2 Peteraf

3 Grant

4 Barenly

5 Barenly

6 Powel

7 Smith

8 Dess & Lumpkin

9 Lin

10 Hax

11 Heckerman

از هدایت صحیح کلیه منابع، تاکید بیشتری برای تصمیم‌گیری داشته باشند. سرمایه‌گذاری را می‌توان یکی از ارکان اساسی اقتصاد کشورها دانست (خلیفه سلطانی و همکاران، ۱۳۹۲). تردیدی نیست افزایش تولید که یکی از نخستین گام‌های فرآیند توسعه محسوب می‌گردد، مستلزم افزایش سرمایه‌گذاری خواهد بود. به همین دلیل، نظریه‌های در علم اقتصاد مطرح است که علت توسعه‌نیافتگی برخی از کشورها را کمبود سرمایه و سرمایه‌گذاری پنداشته است. سرمایه‌گذاری، فعالیتی در قالب بکارگیری وجوهی است که بتواند یک جریان سودآور آتی ایجاد نماید. تصمیمات سرمایه‌گذاری نشان دهنده استعداد بالقوه شرکت در سرمایه‌گذاری و سودآوری می‌باشد (کریمی و همکاران، ۱۳۸۹). بیان فرآیند سرمایه‌گذاری در یک حالت منسجم، مستلزم تجزیه و تحلیل ماهیت اصلی تصمیمات سرمایه‌گذاری است. در این حالت فعالیت‌های مربوط به فرآیند تصمیم‌گیری تجزیه شده و عوامل مهم در فرآیند تصمیم‌گیری آنها تأثیر می‌گذارد، مورد بررسی قرار می‌گیرد. سرمایه‌گذاری مستلزم مطالعه فرآیند سرمایه‌گذاری و مدیریت ثروت سهام‌داران است و فرآیند سرمایه‌گذاری در یک حالت منسجم، مستلزم تجزیه و تحلیل ماهیت اصلی تصمیمات سرمایه‌گذاری است (کریمی و همکاران، ۱۳۸۹).

سهام بازار (مقدار فروش یک شرکت) در بردارنده موقعیت بازار شرکت و نیز اندازه نسبی شرکت می‌باشد. به عبارت دیگر، مقدار فروش شرکت می‌تواند نشان دهنده میزان نفوذ شرکت در بازار باشد و می‌تواند به‌طور غیر مستقیم دلالت بر شهرت، تشخیص، قابلیت‌های توزیع یا حتی کیفیت واقعی شرکت داشته باشد. اساساً مقدار فروش شرکت حاکی از اندازه شرکت نسبت به سایر رقبای بالقوه، بخش‌ها یا کل بازار می‌باشد. معمولاً این استنباط وجود دارد که هر چه سهم بازار (مقدار فروش شرکت) شرکت بیشتر باشد، آن شرکت موفق‌تر است (اوریگان<sup>۱</sup>، ۲۰۰۲). چرا که جریان‌های نقدی بیشتری روانه این شرکت‌ها می‌شود. همچنین توان

قیمت‌گذاری در محصول می‌تواند به عنوان سازوکاری جهت قادر ساختن به منظور انتقال شوک‌های هزینه به مشتریان، کاهش نوسانات جریان‌های نقدی و بدین طریق کاهش نیاز به دست‌کاری سود عمل کند (دای و همکاران، ۲۰۱۳). قدرت قیمت‌گذاری با به دست آوردن سهم بالاتر بازار امکان تسلط بر صنعت را به شرکت می‌دهد که در نتیجه موجب شناسایی بیشتر مشتری و افزایش جریان‌های نقد می‌شود (داتا و همکاران، ۲۰۱۱). شرکت‌هایی که جریان‌های نقدی نامطمعنی دارند، با مشکلات بیشتری در دستیابی به تأمین مالی خارجی مواجه‌اند و هزینه سرمایه بیشتری دارند. زیرا این عدم اطمینان نشانگر ریسک بالاتر برای تأمین‌کنندگان سرمایه است (چایاوساه، ۲۰۰۹). بنابراین می‌توان استدلال نمود که قدرت بازار محصول شرکت می‌تواند با افزایش فروش محصولات شرکت و سودآوری بیشتر به دلیل دست داشتن سهم بیشتری از بازار، جریان‌های نقدی بیشتری را روانه شرکتها کرده و از نااطمینانی جریان‌های نقدی شرکت و در نهایت از ریسک شرکت‌ها بکاهد و با توجه به اینکه آگاهی از ریسک شرکت بر تصمیمات سرمایه‌گذاران نقش بسزایی ایفا می‌کند و یا با سوق دادن بازار به سمت انحصار، باعث افزایش تلاطم و نااطمینانی گردیده و در نهایت تصمیمات سرمایه‌گذاران را دچار تردید نماید. بنابراین می‌توان گفت بین قدرت بازار محصول و تصمیمات سرمایه‌گذاری ارتباط وجود دارد.

## **۲-۲۶ نااطمینانی ویژه شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری**

برای رشد اقتصادی هر کشور، لازم است افراد مازاد درآمد خود را سرمایه‌گذاری کنند. وجود بازارهای سرمایه فعال و قابل اعتماد در جذب سرمایه‌های راکد، گام مهمی در مشارکت بخش خصوصی و تخصیص بهینه منابع مالی به بخش‌های مولد اقتصاد کشور می‌باشد (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳) و ارزیابی مطلوبیت یک بستر

سرمایه گذاری در وضعیت نااطمینانی بر اساس مقادیر ریسک و بازده آن صورت می گیرد، بنابراین آگاهی از میزان ریسک شرکت ها می تواند نقش مهمی در تصمیمات مربوط به سرمایه گذاری ایفا نماید.

در ادبیات مالی، ریسک به عنوان احتمال اختلاف بین بازده واقعی و بازده مورد انتظار تعریف شده و به دو دسته تقسیم می شود. دسته اول: شامل ریسک هایی است که به عوامل داخلی شرکت مربوط هستند مانند ریسک مدیریت، ریسک نقدینگی، ریسک ناتوانی در بازپرداخت مطالبات و بدهی ها در سررسید و ... که به آن ریسک غیر ریستماتیک (کاهش پذیر) گفته می شود دسته دوم: شامل ریسک هایی است که خاص یک یا چند شرکت نبوده بلکه مربوط به شرایط کلی بازار نظیر شرایط اقتصادی، سیاسی، اجتماعی و غیره می باشد و تحت عنوان ریسک سیستماتیک ( $\beta$ ) شناخته می شود (ودیدی و همکاران، ۱۳۹۵). با توجه به اینکه، بازده سهام در دوره های متفاوت، متغیر است و روند ثابت و یکنواختی را به همراه ندارد. بنابراین نوسان و تغییر پذیری، جزء لاینفک بازدهی سهام در طی زمان است. تغییر پذیری و نوسان بازده دوره های آتی سهام، سرمایه گذاری را با ریسک همراه می نماید. بنابراین سرمایه گذار همواره به دنبال کاهش ریسک و افزایش اطمینان بازدهی است (راعی، ۱۳۷۷).

سهام هایی با نوسان پذیری کم، عملکرد بهتری نسبت به سهام هایی با نوسان پذیری زیاد دارند. سهام هایی با نوسان پذیری کم، عملکرد عملیات قوی تری دارند؛ زیرا نوسان پذیری کم، دستیابی شرکت به سرمایه را بهبود می بخشد. سهام هایی که در دسته کمترین نوسان پذیری قرار دارند؛ به طور میانگین بازده آتی بالاتری را نسبت به سهام هایی که در سایر دسته های نوسان گذاری قرار دارند، به دست می آورند (بیکرا<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۱). نوسان پذیری بازده سهام، یکی از موضوعات بحث برانگیز مالی است که در سال های اخیر مورد توجه محققان بازار سرمایه در بازارهای نوظهور قرار گرفته است (لداکیس<sup>۲</sup>، ۲۰۰۴)؛ دلیل این

---

1 Baker

2 Leledakis

گرایش به ارتباط بین نوسان پذیری قیمت و به تبع آن بازده و تاثیر بر عملکرد بخش مالی و همچنین کل اقتصاد برمی گردد. از طرف دیگر فایده مندی مطالعه بازده سهام از طرف سرمایه گذاران از این جهت است که آن ها نوسان پذیری بازده سهام را به عنوان معیاری از ریسک در نظر می گیرند و همچنین خط مشی گذاران بازار سرمایه می توانند از این معیار به عنوان اندازه گیری میزان آسیب پذیری بازار سهام استفاده کنند (ظفر و همکاران، ۲۰۰۸). با توجه به مطالب گفته شده می توان گفت افزایش عدم اطمینان ویژه شرکت که مربوط به نوسانات بازده سهام و ناشی از عوامل داخلی شرکت می باشد، موجب افزایش ریسک شرکت می گردد و هرچه ریسک گریزی سرمایه گذار یا تصمیم گیرنده بیشتر باشد، انگیزه های سرمایه گذاری تحت موقعیت های عدم اطمینان کمتر خواهد شد.

## **۲-۲۷ نااطمینانی ویژه شرکت، تصمیمات سرمایه گذاری، قدرت بازار محصول**

در متون اقتصادی از قدرت بازار به عنوان توان عوامل بازار در تأثیرگذاری بر قیمت کالا در بازار (برای کسب منافع بیشتر از شرایط رقابت کامل) یاد می شود؛ بنابراین، از این زاویه بلافاصله این نتیجه استنتاج می شود که قدرت بازار تنها به قدرت عرضه کننده محدود نمی شود بلکه در شرایطی تقاضا کنندگان نیز دارای قدرت بازار می شوند. قدرت بازار به مفهوم توانایی در انحراف قیمت از قیمت رقابتی در راستای افزایش سود است. فرآیند اعمال قدرت در بازارهای مختلف متفاوت بوده و به ساختار بازار باز می شود. همچنین تحلیل گران مالی، قدرت بازار محصول را عاملی مهم در ارزیابی چشم اندازهای یک شرکت می دانند (مشکی میاوقی و دلیریان، ۱۳۹۴). شرکتی که از قدرت بازار محصول برخوردار است، هنگامی که با تکان های تولیدی منفی (مثبت) مواجه می شود و میزان خروجی آن کاهش می یابد، قادر خواهد بود تا قیمت محصول خود را افزایش (کاهش) دهد و از خود در برابر تکان های تولیدی محافظت نماید (کایل و لون، ۲۰۱۱). از آنجا که سود

---

1 Zafar  
2 Kale & loon

شرکت‌هایی که قدرت بازار محصول بزرگ‌تری دارند با ریسک کمتری روبرو است، سرمایه‌گذاران سهام آن‌ها را بیشتر معامله می‌کنند (پرس، ۲۰۱۰). بنابراین قدرت بازار محصول نوسان‌پذیری جریان وجه نقد شرکت را پایین می‌آورد و در نتیجه نوسان‌پذیری بازده سهام آن هم پایین خواهد آمد. با افزایش قدرت بازار، جریان‌های نقد و بازده‌های مورد انتظار قطعیت بیشتری می‌یابند و این امر صحت اطلاعات سرمایه‌گذاران درباره قیمت سهام را بهبود می‌بخشد. در نتیجه شرکت‌هایی که قدرت بیشتری دارند، اثر قیمتی کمتر و نقدشوندگی سهام بهتری دارند (کایل و لون، ۲۰۱۱). افزایش نقدشوندگی می‌تواند موجب انگیزش بیشتر سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های معاملاتی شود.

اگر به هر دلیلی نااطمینانی در شرکت افزایش پیدا کند، به دلیل این که اعتباردهندگان توان تشخیص انتخاب‌های درست را ندارند، در تصمیمات خود دچار تردید جدی می‌شوند و از عرضه وجوه در بازارهای مالی صرف‌نظر می‌کنند و یا عرضه وجوه را به حدی کاهش می‌دهند که این امر سبب کاهش سرمایه‌گذاری و نزول جدی بازار سهام می‌شود (امیری و پیر داده، ۱۳۹۸). بطور خلاصه می‌توان گفت نااطمینانی ویژه شرکت به دلیل کاهش عرضه وجوه شرکت و افزایش ریسک شرکت، موجب گریز سرمایه‌گذاران می‌شود و از طرفی نیز این شرکت‌ها به دلیل مشکلات عدیده‌ای که با آن روبرو می‌شوند، فرصت کمتری برای تأمین مالی از طریق بدهی خواهند داشت و در نتیجه در خصوص امکان بازپرداخت تعهدات این شرکت‌ها نیز نااطمینانی وجود خواهد داشت. این شرکت‌ها احتمالاً به دلیل مشکلاتی که در تأمین منابع نقدی خواهند داشت، از یک طرف پروژه‌های سرمایه‌گذاری مطلوب را از دست خواهند داد و از طرف دیگر سرمایه‌گذاران نیز انگیزه‌ای برای افزایش سرمایه خود در این شرکت‌ها نخواهند داشت.



به عبارتی نااطمینانی ویژه شرکت، ریسک شرکت را افزایش داده و سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها به دلیل ریسک‌گریزی تصمیم‌گیرندگان و سرمایه‌گذاران کاهش خواهد یافت و افزایش قدرت بازار محصول در این شرکت‌ها به دلیل به دست آوردن سهم بیشتری از فروش آن محصول در بازار و به دست آوردن شهرت و اعتبار برای شرکت و مرتفع نمودن مشکل کمبود منابع مالی، ارتباط منفی بین نااطمینانی ویژه و سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد، از طرفی هم این احتمال وجود دارد که در اثر افزایش قدرت شرکت در قیمت‌گذاری محصول، بازار به سمت انحصار حرکت کرده و باعث افزایش نااطمینانی و در نهایت افزایش گریز سرمایه‌گذاران و ناکارایی سرمایه‌گذاری گردد.

## ۲-۲۸ پیشنهاد پژوهش

### ۲-۲۸-۱ پیشنهاد خارجی

جورجیس<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۲۰) در مطالعه‌ای نشان دادند، رقابت در بازار محصول بر ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد. ارتباط نااطمینانی ویژه شرکت و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با قدرت بازار محصول پایین، مثبت است و شرکت‌هایی که قدرت بازار بالایی دارند در مواجهه با عدم اطمینان، سرمایه‌گذاری را به تأخیر می‌اندازند. همچنین این تحقیق نشان داد رقابت در بازار محصول باعث افزایش ریسک در تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌شود.

اکرون و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۰) به بررسی نااطمینانی سیاست‌های کلان اقتصادی و تصمیمات سرمایه‌گذاری ۳۰۵ شرکت تجهیزات پزشکی در بازه ۲۰۰۱ الی ۲۰۱۸ در ایالات متحده آمریکا پرداختند. نتایج این تحقیق نشان بین نااطمینانی سیاست‌های کلان اقتصادی و تصمیمات سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها ارتباط منفی و معنادار وجود دارد.

---

1 Georgios  
2 Akron

آمین و کومار<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) به بررسی ارتباط بین رقابت در بازار محصول و سرمایه‌گذاری در بازه زمانی ۱۹۹۷ الی ۲۰۱۸ پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد در صنایع رقابتی سرمایه‌گذاری بیشتری صورت می‌گیرد.

ویوانی و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر عدم اطمینان محیطی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی پرداختند. نشان می‌دهد که عدم اطمینان محیطی منجر به نگهداری وجه نقدی پرهزینه می‌شود. این یافته‌ها می‌توانند در هنگام سرمایه‌گذاری و کمک به شرکت‌ها کمک کنند.

نل<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۱۷) به بررسی رقابت در بازار محصولات و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج این تحقیق نشان داد صنایع رقابتی، از کارایی سرمایه‌گذاری کمتری نسبت به صنایع متمرکز برخوردار هستند.

چان و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۶) ارتباط بین رقابت در بازار محصول، انعطاف‌پذیری مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری در فرصت‌های سرمایه‌گذاری را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج نشان داد بین رقابت بازار محصول و انعطاف‌پذیری مالی و رابطه مثبت وجود دارد و بنگاه اقتصادی که با رقابت بیشتری در بازار محصول روبرو است، نسبت به فرصت‌های سرمایه‌گذاری حساسیت بالاتری در سرمایه‌گذاری دارد. انعطاف‌پذیری مالی، رابطه بین رقابت بازار محصول و حساسیت به سرمایه‌گذاری در فرصت‌های سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌کند.

جیانگ و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۵) به بررسی رقابت در بازار محصول و سرمایه‌گذاری در بازه زمانی ۱۹۹ الی ۲۰۱۰ پرداختند. نتایج نشان داد در صنایع رقابتی سرمایه‌گذاری بیشتری صورت می‌گیرد و عملکرد بهتری دارند. همچنین رابطه رقابت در صنعت و سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های رهبر قوی‌تر است.

لاکسامانا و یانگ<sup>۶</sup> (۲۰۱۵) در تحقیقی با عنوان رقابت در بازار محصول و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به بررسی این موضوع پرداختند. طبق نتایج آن‌ها رابطه مثبت و معناداری بین رقابت در بازار محصول و

---

1 Amin

2 Vivani et al

3 Neal

4 chune

5 [Jiang](#)

6 lakshamana

سرمایه‌گذاری شرکت‌ها یافتند. آن‌ها فرض کرده‌اند که نرخ رشد بالا و قابل پیش‌بینی بودن بازار چین که در حال تبدیل از اقتصاد در حال توسعه به اقتصادی توسعه‌یافته است، رابطه مثبت بین رقابت و سرمایه‌گذاری را هدایت می‌کند. طبق نتایج آن‌ها سرمایه‌گذاری بیش از حد، تحت شرایط رقابتی شدید عملی ارزش‌آفرین برای شرکت‌ها می‌باشد. همچنین شرکت‌های با ریسک‌پذیری بالا و شرکت‌هایی که شرکت‌کنندگان و سردمداران صنعت هستند سرمایه‌گذاری گسترده‌تری انجام می‌دهند.

پوراس و متئو<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) به بررسی رابطه رقابت بازار، حاکمیت شرکتی و تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های تولیدی در بورس اوراق بهادار مکزیک پرداختند. آن‌ها رقابت بازار را به وسیله دو شاخص هیرشمن-هیرفندال و شاخص تسلط و نفوذ شرکت در بازار اندازه گرفتند. نتایج نشان داد که رقابت بازار باعث تشویق به تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌شود و رقابت می‌تواند به‌عنوان مکانیزمی کارا منجر به بهبود عملکرد شرکت و رشد اقتصادی شود.

پوراس و متئو (۲۰۱۰) در تحقیقی تحت عنوان اندازه‌گیری تمرکز رقابت بازار و تصمیمات سرمایه‌گذاری به بررسی تأثیر اندازه‌گیری شاخص‌های رقابت بازار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری پرداختند. آن‌ها نشان دادند که تصمیمات سرمایه‌گذاری به وسیله شاخص تسلط و نفوذ نسبت به شاخص هیرفندال-هیرشمن بهتر نشان داده می‌شود و شاخص تسلط و نفوذ نسبت به رقابت بازار نسبت به شاخص هیرفندال - هیرشمن مفیدتر می‌شود. هم‌چنین نتایج نشان داد شاخص تسلط و نفوذ باعث کاهش سرمایه‌گذاری می‌شود.

آلن و گیل<sup>۲</sup> (۲۰۰۰) بیان می‌کنند عوامل دیگری نیز بر رفتار تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است و رقابت بازار می‌تواند به‌عنوان مکانیزمی جایگزین حاکمیت شرکتی شود. آن‌ها نشان دادند که رقابت در بازار محصول با مجازات و تنبیه مدیران به وسیله مکانیزم رقابت باعث اطمینان از شیوه‌های اداره خوب شرکت‌ها می‌شود.

---

1 Mateo & Porras  
2 Alen

## ۲-۲۸-۲ پیشینه داخلی

دباغ و همکاران (۱۳۹۹) به بررسی تاثیر محدودیت مالی بر رابطه بین رقابت در بازار محصول و سرمایه‌گذاری ۱۲۶ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۷ پرداختند. نتایج حاصل از این تحقیق نشان داد بین رقابت در بازار محصول و سرمایه‌گذاری شرکت رابطه مثبت و معنادار وجود دارد و این رابطه در شرکت‌های با محدودیت‌های بالاتر، ضعیف‌تر است.

عینی و همکاران (۱۳۹۸) به بررسی تاثیر عدم اطمینان محیطی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی ۱۰۹ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در طول دوره زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۶ پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد عدم اطمینان محیطی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مستقیم و معناداری دارد.

پژوهش مقدم (۱۳۹۷) به بررسی ریسک غیر سیستماتیک با تنوع‌بخشی و تصمیمات سرمایه‌گذاری ۶۶ شرکت در بازه زمانی ۹ ساله ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۵ پرداختند. جهت اندازه‌گیری ریسک غیر سیستماتیک از دو معیار همزمانی قیمت سهام و نوسانات سیستماتیک، تنوع با استفاده از شاخص هرفیندال هیرشمن و تصمیمات سرمایه‌گذاری با استفاده از نسبت مخارج سرمایه‌ای به دارایی‌های سال قبل اندازه‌گیری شد. نتایج نشان داد بین معیارهای ریسک غیر سیستماتیک با تنوع‌بخشی و تصمیمات سرمایه‌گذاری ارتباط منفی وجود دارد.

نوروز زاده و ایمان زاده (۱۳۹۶) به بررسی تاثیر رقابت در بازار محصول بر تصمیمات سرمایه‌گذاری ۱۱۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ پرداختند. تحلیل آماری داده‌ها با نرم‌افزار آماری Eviews و در سطح اطمینان ۹۵ درصد انجام گرفت و برای آزمون فرضیه‌ها از روش آماری داده‌های پانل استفاده شد. شواهد تجربی به‌دست‌آمده از آزمون فرضیات حاکی از آن است که رقابت در بازار محصول بر ریسک سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تاثیر معنی‌دار و معکوسی دارد.

رحمان (۱۳۹۶) هدف اصلی این پژوهش، شناسایی تأثیر رقابت در بازار محصول بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای تعیین رقابت در بازار محصول به عنوان متغیر مستقل از دو معیار شاخص لرنر و شاخص هرفیندال هیرشمن استفاده شده است. متغیر وابسته این پژوهش تصمیمات سرمایه‌گذاری است که از صورت جریان نقدی بخش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری استخراج شده است. در این پژوهش تعداد نمونه‌های انتخاب‌شده، ۱۵۰ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ بوده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیونی تلفیقی استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که شاخص لرنر تأثیر مثبت و معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری دارد؛ همین‌طور شاخص هرفیندال هیرشمن تأثیر منفی و معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری دارد.

فرخ فر (۱۳۹۶) به بررسی عوامل مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری ۱۲۲ شرکت فعال پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۳۹۵ پرداخت. نتایج این تحقیق حاکی از آن است که رشد شرکت‌ها و نگهداشت وجه نقد اثر مثبت و معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارند و در حالی که اهرم مالی اثر منفی و معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد.

بیگ مرادی (۱۳۹۶) به بررسی رابطه بین رقابت در بازار محصول با ریسک‌پذیری و بیش سرمایه‌گذاری ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ پرداخت، به طوری که رقابت در بازار محصول با استفاده از شاخص هرفیندال- هیرشمن مورد آزمون و محاسبه قرار گرفت. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل حاصل از فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد؛ بین رقابت در بازار محصول و ریسک‌پذیری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، به طوری که با افزایش رقابت در بازار ریسک نیز افزایش می‌یابد، اما یافته‌ها در آزمون فرضیه دوم حاکی از این است که رقابت در بازار محصول با بیش سرمایه‌گذاری جریان نقد آزاد ارتباط ندارد.

ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی رابطه رقابت در بازار محصول و رابطه تعاملی رقابت در بازار محصول و جریان نقد آزاد با کارایی سرمایه‌گذاری ۱۱۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در ده صنعت و بازه زمانی ۱۳۸۸-۱۳۹۳ پرداختند. یافته‌های تحقیق نشان داد شاخص هرفیندال هیرشمن با کم سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری رابطه معنادار دارد و رابطه تعاملی رقابت در بازار و جریان نقد آزاد با کم سرمایه‌گذاری معنادار است.

جعفری و لعلی سرابی (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر تصمیمات سرمایه‌گذاری ۱۶۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره زمانی ۵ ساله از سال ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۴ پرداختند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها نشانگر آن است که با افزایش رقابت در بازار محصول ریسک‌پذیری شرکت و سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد شرکت کاهش می‌یابد.

روحی و کریمیار (۱۳۹۴) به بررسی شاخص‌های هرفیندال هیرشمن، لرنر و لرنر تعدیل شده در تبیین رابطه بین ساختار رقابتی بازار محصول و کارایی سرمایه‌گذاری ۱۰۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ پرداختند. در این پژوهش جهت تعیین کارایی سرمایه‌گذاری از مدل لانگ (۲۰۱۳) و جهت اندازه‌گیری رقابت بازار محصول از سه شاخص: هرفیندال و هیرشمن، لرنر و لرنر تعدیل شده استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان داد که رقابت بازار محصول بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است. همچنین افزایش در رقابت بازار محصول (شاخص هرفیندال-هیرشمن، لرنر و لرنر تعدیل شده) موجب کاهش در عدم کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. نتایج پژوهش همچنین نشان می‌دهد افزایش در رقابت بازار محصول (هرفیندال-هیرشمن، شاخص لرنر و شاخص لرنر تعدیل شده) در شرکتهای بزرگ موجب کاهش بیشتری در عدم کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود و نهایتاً با در نظر گرفتن رقابت بازار محصول (هرفیندال-هیرشمن، شاخص لرنر و شاخص لرنر تعدیل شده) شرکت‌های دارای نقدینگی، تمایل به بیش سرمایه‌گذاری دارند.

سلطانی و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر رقابت بازار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری ۸۲ شرکت تولیدی عضو بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۰ با استفاده از الگوی رگرسیونی داده‌های مربوط ترکیبی پرداختند. نتایج در حالت کلی نشان داد که رقابت بازار محصول بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های تولیدی مؤثر است.

## ۲-۲۹ خلاصه فصل

ساختار فصل دوم شامل منشأ ایده، ریشه‌های نظری پژوهش و نتایج حاصل از پژوهش‌های مرتبط می‌باشد. بنابراین در این فصل سعی شده است مبانی نظری مرتبط به موضوع پژوهش و همچنین مبانی نظری مرتبط با هر یک از متغیرهای پژوهش به طور جداگانه مورد بررسی و مطالعه قرار گرفت و پیشینه پژوهش‌های انجام گرفته در داخل و خارج از کشور در خصوص متغیرها بیان گردید تا خواننده بتواند با مطالعه این فصل شناخت کافی از ادبیات مربوط به موضوع پژوهش کسب نموده و با کارهای تحقیقاتی انجام گردیده در این حوزه در داخل و خارج از کشور آشنا گردد و با درک صحیح از موضوع پژوهش، نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه‌ها را مورد تجزیه و تحلیل قرار دهد.

فصل سوم:

روش شناسی پژوهش



### ۳-۱ مقدمه

در این فصل از چگونگی گرد آوری شواهد و تبدیل آن به یافته‌ها، تحت عنوان روش شناسی تحقیق یاد می‌شود و دست یابی به هدف تحقیق میسر نخواهد بود، مگر آنکه فرآیند تحقیق با روش شناسی درست انجام پذیرد. دست یابی به هدف‌های علم یا شناخت علمی میسر نخواهد شد مگر زمانی که با روش شناسی درست صورت پذیرد. از لحاظ فلسفی منظور از روش، مجموعه و وسایل و تدابیری است که حصول به هدف نهایی و مطلوب را آسان می‌سازد، مقصود از روش علمی همه روش‌ها و شیوه‌هایی است که پژوهشگر را از خطا محفوظ بدارد و رسیدن به حقیقت را برای وی امکان پذیر می‌سازد. بطور کلی می‌توان گفت در عرف روش را مجموعه‌ای از شیوه‌ها و تدابیر دانست که برای شناخت حقیقت و بر کناری از لغزش به کار برده می‌شود.

هدف پژوهش در جهت رشد و بهتر کردن یک محصول یا روال یک فعالیت و خلاصه آزمودن مفاهیم نظری و مجرد (ذهنی) در موقعیت‌های واقعی و زنده است. محقق با انجام این فعالیت منظم که بر بنیاد تجزیه و تحلیل یک یا چند فرض درباره چگونگی روابط بین تعدادی متغیر بنا شده است، بر آن است که افکار و عقاید ذهنی را در برابر واقعیات ذهنی آزمایش کند (نادری و سیف نراقی، ۱۳۷۹). موضوع تحقیق می‌باشد. در فصل حاضر روش تحقیق مرتبط با موضوع مذکور ارائه می‌شود. برای این کار ابتدا فرضیات تحقیق تدوین شده و روش تحقیق بیان می‌شود. سپس متغیرهای تحقیق و آنگاه نحوه جمع آوری داده‌ها و اطلاعات و روش

آزمون فرضیات و روش و بررسی سؤال پژوهش تشریح می‌گردد. همچنین در خصوص روش‌های آماری مورد استفاده در تجزیه و تحلیل داده‌ها در پایان فصل بحث می‌شود

### **۲-۳ روش پژوهش**

این تحقیق از نوع تحقیقات همبستگی است که برای به دست آوردن ضرایب مدل از تحلیل رگرسیون استفاده خواهد کرد. روش همبستگی از روش تحقیق‌های توصیفی (غیرآزمایشی) است. تحقیقات همبستگی، شامل کلیه تحقیقاتی است که در آن‌ها سعی می‌شود رابطه بین متغیرهای مختلف با استفاده از ضریب همبستگی، کشف و تعیین شود. این تحقیق از نظر طبقه بندی بر مبنای هدف، از نوع کاربردی به حساب می‌آید.

### **۳-۳ فرضیه‌های پژوهش**

فرضیه اصلی اول: بین نااطمینانی ویژه شرکت و تصمیمات سرمایه گذاری ارتباط وجود دارد.

فرضیه های فرعی

۵- بین نااطمینانی ویژه شرکت و میزان سرمایه گذاری شرکت ارتباط وجود دارد.

۶- بین نااطمینانی خاص شرکت و کارایی سرمایه گذاری شرکت ارتباط وجود دارد.

فرضیه اصلی دوم: قدرت بازار محصول بر ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و تصمیمات سرمایه گذاری تاثیر دارد.

فرضیه های فرعی

۷- قدرت بازار محصول بر ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و میزان سرمایه گذاری شرکت تاثیر دارد.

۸- قدرت بازار محصول بر ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و کارایی سرمایه گذاری شرکت تاثیر دارد.

### ۳-۴ مدل‌های رگرسیونی آزمون فرضیه‌ها

مدل رگرسیونی فرضیه اول و دوم فرعی

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 UNC_{it} + \beta_3 GROWTH_{i,t+} + \beta_4 Lev_{i,t+} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 DPS_{it} + \epsilon_{I,t}$$

مدل رگرسیونی فرضیه سوم و چهارم فرعی

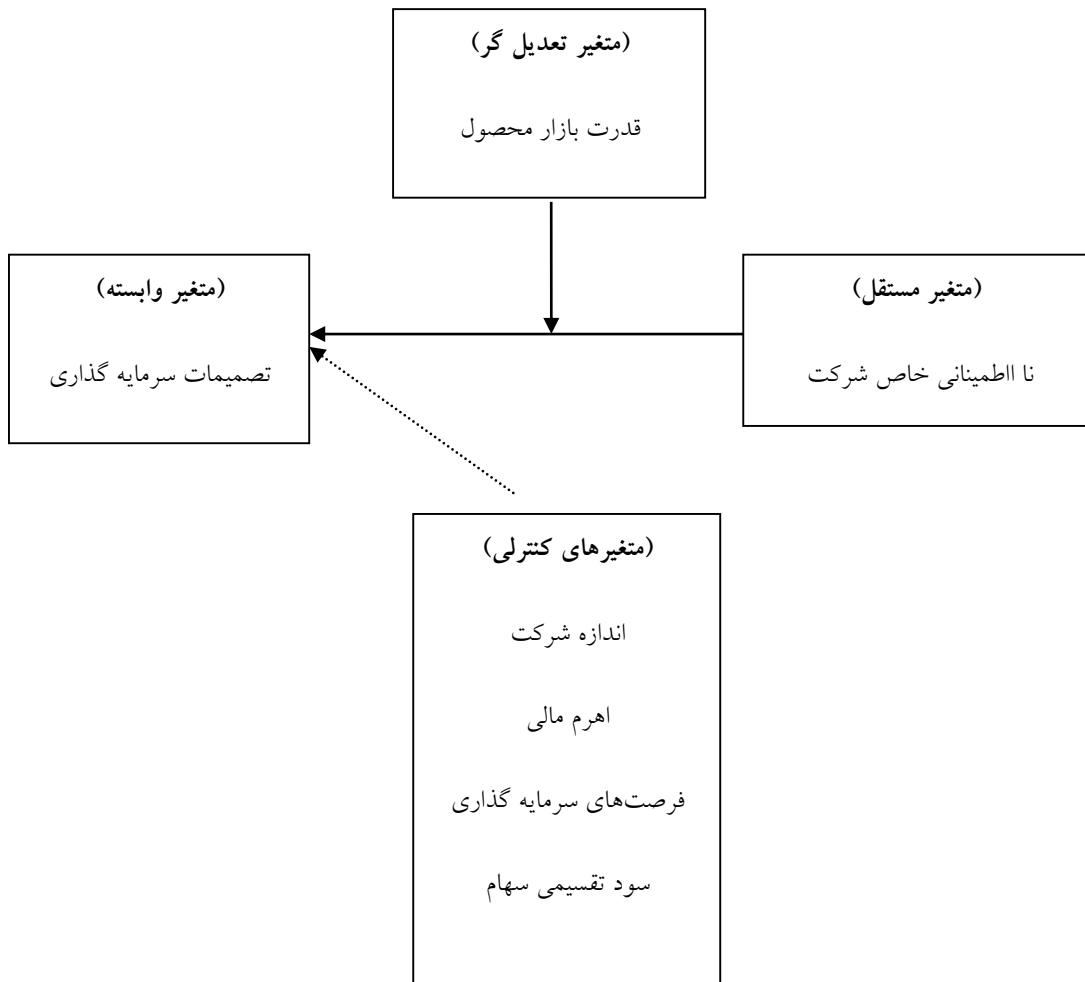
$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 UNC_{it} + \beta_2 PM_{it} + \beta_3 UNC_{it} * PM_{it} + \beta_4 GROWTH_{i,t+} + \beta_5 Lev_{i,t+} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 DPS_{it} + \epsilon_{I,t}$$

که علائم اختصاری متغیرهای به‌کاررفته در مدل رگرسیونی پژوهش به شرح جدول زیر است:

جدول ۱-۳ علائم اختصاری متغیرهای در مدل رگرسیونی

نقش متغیر	معادل فارسی	علامت اختصاری متغیر
متغیر وابسته	تصمیمات سرمایه‌گذاری	INV
متغیر مستقل	نااطمینانی ویژه شرکت	UNC
متغیر تعدیل‌گر	قدرت بازار محصول	PM
متغیر کنترلی	فرصت سرمایه‌گذاری	GROWTH
متغیر کنترلی	اهرم مالی	Lev
متغیر کنترلی	اندازه شرکت	Size
متغیر کنترلی	سود تقسیمی	DPS

### ۳-۵ مدل مفهومی تحقیق



شکل ۳-۱ مدل مفهومی تحقیق

### ۳-۶ تعریف عملیاتی متغیرها و نحوه اندازه گیری آنها

نحوه اندازه گیری و تعریف متغیرهای پژوهش به شرح زیر می باشد:

#### ۳-۶-۱ متغیر مستقل (نااطمینانی ویژه شرکت) (UNC):

برای اندازه گیری نااطمینانی ویژه شرکت از انحراف معیار باقی مانده های مدل رگرسیون بازده بازار و

بازده سهام به صورت زیر استفاده می شود:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

با استفاده از بازده های ماهانه سهام شرکت و بازده های ماهانه بازار برای هر سال، مدل رگرسیون برازش می

شود و انحراف معیار باقی مانده های رگرسیونی هر سال (۱۲ باقی مانده رگرسیون) به عنوان نااطمینانی ویژه

شرکت برای آن سال تعریف می شود.

#### ۳-۶-۲-۱ متغیر وابسته

#### ۳-۶-۲-۱ متغیر وابسته ی اول (میزان سرمایه گذاری شرکت) (INV)

برای اندازه گیری میزان سرمایه گذاری شرکت از رابطه ی زیر استفاده می شود:

$$INV_{i,t} = \frac{(TANGASSETS_{i,t} + INTANG_{i,t}) - (TANGASSETS_{i,t-1} + INTANG_{i,t-1}) + AMORT_{i,t} + DEP_{i,t}}{TOTALASSETS_{i,t-1}}$$

$TANGASSETS_{i,t}$ : مبلغ دفتری دارایی های ثابت مشهود در پایان دوره  $t$

$TANGASSETS_{i,t-1}$ : مبلغ دفتری دارایی های ثابت مشهود در ابتدای دوره  $t$

$INTANGASSETA_{i,t}$ : مبلغ دفتری دارایی های نامشهود در پایان دوره  $t$

$INTANGASSETA_{i,t-1}$ : مبلغ دفتری دارایی های نامشهود در ابتدای دوره  $t$

$DEP_{it}$ : هزینه استهلاک دارایی های ثابت مشهود طی دوره  $t$

$AMORT_{it}$ : هزینه استهلاک دارایی های نامشهود طی دوره  $t$

$TOTALASSETS_{it-1}$ : جمع دارایی جمع اول دوره  $t$

### ۳-۶-۲-۲ متغیر وابسته ی دوم (کارایی سرمایه گذاری شرکت)

برای اندازه گیری کارایی سرمایه گذاری شرکت از مدل بادآور نهندی و همکاران (۱۳۹۷) به شرح زیر

استفاده می شود:

در این پژوهش از مدل ارائه شده توسط بادآور نهندی و همکاران (۱۳۹۷) برای سنجش کارایی سرمایه گذاری استفاده شد. مدل ارائه شده شامل متغیرهای سرمایه گذاری سال قبل، بازده سالانه سهام در سال قبل، رشد فروش، فرصت های رشد و سود تقسیمی است. مطابق مدل بیدل و همکاران (۲۰۰۹) تنها رشد فروش عامل موثر بر سرمایه گذاری است. در حالیکه مطابق پژوهش بادآور نهندی و همکاران (۱۳۹۷) به دلیل شرایط محیطی ایران چهار عامل دیگر نیز در انجام سرمایه گذاری موثر هستند. انتخاب این پنج متغیر در مدل نهایی از بین ۱۸ متغیر بررسی شده انجام گرفته است. صحت انتخاب این پنج متغیر توسط این محققان از طریق آزمون منشاهای و پیامدهای اقتصادی کارایی سرمایه گذاری صورت پذیرفته است. بطوریکه در ابتدا از طریق دو شاخص نقدینگی (نسبت وجه نقد و اهرم مالی) شرکت های مستعد بیش و کم سرمایه گذار مشخص شدند، این شرکت ها مشاهدات واقعی را نشان می دهد. سپس مدل های کارایی بر اساس متغیرهای انتخاب شده آزمون شدند و پسماندهای مدل که نشان دهنده سرمایه گذاری بیشتر و کمتر از حد است، استخراج شدند. این پسماندها نیز مشاهدات مورد انتظار محسوب می شدند. سپس تعداد مشاهدات مورد انتظار با مشاهدات واقعی مورد مقایسه قرار گرفت تا قدرت تشخیص شرکت های بیش و کم سرمایه گذار مشخص گردد. مدلی که دارای خطای تشخیص دهندگی کمتری باشد، به عنوان مدل بهینه انتخاب شد. همچنین آنها

به منظور بررسی اعتبار مدل از پیامدهای اقتصادی هزینه های نمایندگی، محدودیت مالی، ارزش افزوده اقتصادی و ارزش شرکت استفاده کردند تا مدل مورد نظر از طریق تئوری های مختلف مالی و حسابداری نیز تایید گردد. با توجه به این که پیامدهای انتخاب شده توسط محققانی همچون ریچارسون (۲۰۰۶)؛ بیدل و همکاران (۲۰۰۹)؛ چن و همکاران (۲۰۱۱)؛ چن و همکاران (۲۰۱۳) ارائه و در طول زمان تبدیل به تئوری های پذیرفته شده اند، به همین دلیل مدل کارایی سرمایه گذاری باید با تئوری های موجود در ادبیات پژوهشی سازگار باشد، در نتیجه مدل ارائه شده توسط بادآور نهدی و همکاران (۱۳۹۷) سازگاری بیشتری با محیط سرمایه گذاری ایران دارد. این مدل مطابق رابطه ۳ ارائه شده است:

رابطه (۳)

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INV_{i,t-1} + \beta_2 RET_{i,t} + \beta_3 SG_{i,t} + \beta_4 MBV_{i,t} + \beta_5 DIV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$INV_{i,t}$  (سرمایه گذاری کل): نسبت خالص افزایش در دارایی های مشهود و نامشهود به کل دارایی ها در ابتدای سال جاری

$SG_{i,t}$  (رشد فروش): نسبت تغییرات فروش سال جاری و سال قبل بر فروش سال قبل

$RET_{i,t}$  (بازده سالانه سهام): بازده سهام به معنای کسب پاداش در ازای سرمایه گذاری است. بازده سال گذشته به عنوان یک محرک و عامل انگیزشی برای مدیران است و آنها می توانند سرمایه گذاری سال جاری را براساس بازده سال قبل انجام دهند. بازده سالانه سهام از رابطه ۴ بدست می آید:

$$RET_{t-1} = [P_{i,t-1}(1 + \alpha + \beta) - (P_{i,t-2} + Ca) + DPS] / (P_{i,t-2} + Ca) \quad (۴) \quad \text{رابطه}$$

$RET_{i,t-1}$ : بازده سالانه سهام در سال قبل

$P_{i,t-1}$ : قیمت سهم شرکت  $i$  در دوره  $t-1$

$P_{i,t-2}$ : قیمت سهم شرکت  $i$  در دوره  $t-2$

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

$\beta$ : درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته ها و سود سهمی

$C$ : مبلغ پذیره نویسی سهام (معمولا ۱۰۰۰ ریالی)

DPS: سود نقدی هر سهم

$MBV_{i,t}$ : (فرصت های رشد)

یکی از مهمترین عوامل موثر بر سرمایه گذاری است که از طریق رابطه  $\omega$  بدست می آید:

رابطه  $\omega$

$$\text{فرصت های رشد} = \frac{\text{حقوق صاحبان سهام} - \text{کل دارایی ها} + \text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}}{\text{کل دارایی ها}}$$

$DIV_{i,t}$  (سود تقسیمی): نسبت سود پرداختی هر سهم به سود هر سهم

$INV_{i,t-1}$  (سرمایه گذاری کل سال قبل): جمع نسبت خالص مخارج تحقیقات و توسعه، مخارج تحصیل و

مخارج سرمایه ای به کل دارایی ها در سال قبل؛

$\varepsilon_{i,t}$  (خطای باقیمانده): نشان دهنده پسماند مدل است که بیان کننده ناکارایی سرمایه گذاری است که از

ضرب قدر مطلق پس ماندهای مدل در منفی یک، کارایی سرمایه گذاری بدست می آید.



برای اندازه گیری ناکارایی سرمایه گذاری ابتدا متغیر سرمایه گذاری کل و متغیرهای تعیین شده، محاسبه گردید و سپس ضرایب  $(\beta_0)$ ،  $(\beta_1)$  و  $(\beta_2)$  و... شرکت ها از طریق نرم افزار آماری *Eviws* بدست می آید. تخمین ضرایب بصورت سال- صنعت انجام پذیرفت. ب؛ براین ضرایب بدست آمد. نماینده ضرایب هر صنعت در سال مورد نظر هستند. در نهایت از طریق جای گذاری ضرایب در رابطه (۲) پسماندهای مدل محاسبه شدند. پسماندهای مثبت (انحراف مثبت از سرمایه گذاری مورد انتظار) بیانگر انتخاب پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی یا همان سرمایه گذاری بیشتر از حد و پسماندهای منفی (انحراف منفی از سرمایه گذاری مورد انتظار) بیانگر عدم انتخاب پروژه هایی با خالص ارزش فعلی مثبت یا همان سرمایه گذاری کمتر از حد است.

### ۳-۶-۳ متغیر تعدیل گر (قدرت بازار محصول)

برای اندازه گیری قدرت بازار محصول از نسبت حاشیه سود عملیاتی استفاده میشود که نشان دهنده توان بازار در قیمت گذاری محصولات خود می باشد (دای<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۳).

$$OPM_{it} = \frac{SALES_{it} - COGS_{it} - OPEXP_{it}}{SALES_{it}}$$

که در آن:

$SALES_{it}$ : درآمد فروش و خدمات شرکت در دوره  $t$

$COGS_{it}$ : بهای تمام شده کالای فروش رفته شرکت در دوره  $t$

$OPEXP_{it}$ : هزینه های عملیاتی شرکت در دوره  $t$

<sup>1</sup> Dai,

### ۳-۶-۴ متغیرهای کنترلی

#### ۳-۶-۴-۱ فرصت‌های سرمایه‌گذاری

فرصت‌های رشد (GROWTH): از شاخص ارزش بازار به ارزش دفتری سهام استفاده می‌شود:

$$GROWTH_{it} = \frac{MVALUE_{it}}{BVALUE_{it}}$$

$MVALUE_{it}$ : ارزش بازار سهام شرکت در پایان دوره  $t$

$BVALUE_{it}$ : ارزش دفتری سهام شرکت در پایان دوره  $t$

توانایی بالقوه سرمایه‌گذاری‌های شرکت را نشان می‌دهند. بدین معنی که هر چقدر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر باشد، توانایی انجام سرمایه‌گذاری در آینده بیشتر خواهد بود (آیوازیان<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۵).

#### ۳-۶-۴-۲ اندازه شرکت

تعیین‌کننده حجم و گستردگی فعالیت یک شرکت می‌باشد (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). هر چه شرکت بزرگ‌تر باشد از نظر صاحبان وجوه و بازار از اعتبار بیشتری برخوردار است، لذا شرکت دسترسی بیشتر و بهتری به وجوه خارجی حتی با بهره پایین‌تر خواهد داشت و یا دارای صرفه‌جویی‌های ناشی از مقیاس خواهد بود. در این صورت هنگام سرمایه‌گذاری با محدودیت منابع مالی مواجه نخواهد شد (کدپاککم<sup>۲</sup> و همکاران، ۱۹۹۸).

اندازه شرکت ( $SIZE_{it}$ ): لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها

$$SIZE_{it} = \ln(TA_{it})$$

---

1 Aivazian

2 Kadapakkam

### ۳-۶-۴-۳ اهرم مالی

اهرم به دلیل مشکلات نمایندگی بین سهامداران و اعتباردهندگان با سرمایه‌گذاری ارتباط منفی دارد. تئوری‌های جنسن (۱۹۸۶) ارتباط منفی اهرم و سرمایه‌گذاری را بر اساس تضاد نمایندگی بین مدیران و سهامداران توضیح داده است. اهرم مالی حاوی هشدار حاکمی از اطلاعات مدیران درباره فرصت‌های سرمایه‌گذاری است.

اهرم مالی (LEV): از نسبت کل بدهی به کل دارایی استفاده می‌شود:

$$LEV_{it} = \frac{TL_{it}}{TA_{it}}$$

### ۳-۶-۴-۴ سود تقسیمی سهام

تقسیم سود موجب کاهش منابع داخلی و افزایش نیاز به منابع داخلی می‌شود. از طرف دیگر بسیاری از سهامداران شرکت خواهان تقسیم سود نقدی هستند. (مهرانی و تالانه، ۱۳۷۷). در چنین حالتی مدیران شرکت‌ها باید بین تقسیم سود و سرمایه‌گذاری تصمیم‌گیری کنند. براو و همکاران (۲۰۰۵) نشان دادند زمانی که شرکت‌ها با محدودیت وجه نقد مواجه هستند مایلند به منظور حفظ سطح سود سهام پرداختی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب صرف‌نظر کنند (عربصالحی و همکاران، ۱۳۹۳).

سود تقسیمی: نسبت سود تقسیمی هر سهم به سود هر سهم

$$DIVIDEND_{it} = \frac{DPS_{it}}{EPS_{it}}$$

## ۳-۷ جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نمونه آماری

تحقیق با در نظر گرفتن شرایط زیر مشخص می‌گردد:

۱- سهام شرکت طی دوره تحقیق (۱۳۹۳-۱۳۹۸) جزو شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

باشد و اطلاعات موردنیاز آن در دسترس باشد؛ زیرا شرکت‌های لیست شده در بورس اوراق بهادار تهران

نیازمند افشای حسابرسی شده اطلاعات بر مبنای دوره‌های مالی می‌باشد.

۲- شرکت جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بانک و بیمه نباشد (به دلیل داشتن ماهیت

فعالیت متفاوت با شرکت‌های تولیدی و داشتن ساختار حاکمیت شرکتی متفاوت)

۳- پایان سال مالی شرکت‌ها منطبق با ۲۹ اسفندماه باشد. این مورد به دلیل نیاز به وحدت رویه در تغییر در

متغیر وابسته بین شرکت‌ها و توانایی در مقایسه آن با متغیرهای مستقل که به صورت سالانه (سال منتهی به

۲۹ اسفند) اهمیت می‌یابد.

۴- توقف معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشند (به دلیل منصفانه و بروز بودن قیمت پایانی سهام که در

برخی از متغیرهای این پژوهش مورد نیاز می‌باشد).

۵- تمام داده‌های مربوط به این پژوهش را دارا باشند.

جدول ۳-۲ نمونه آماری پژوهش

ردیف	شرح	تعداد
1	شرکت‌های حاضر در بورس در اسفند ۱۳۹۸	۳۱۳
	کسر می‌شود	
2	ورود به بورس بعد از سال ۱۳۹۳	(۲۵)
3	شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بانک و بیمه	(۶۹)
4	توقف معاملاتی بیش از ۶ ماه	(۴۸)
5	پایان سال مالی غیر از ۲۹ اسفند	(۲۳)
6	شرکت‌های باقیمانده در نمونه	۱۴۸

ردیف	شرح	تعداد
------	-----	-------

### ۳-۸ قلمرو تحقیق

قلمرو موضوعی این تحقیق بررسی ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری با تاکید بر نقش قدرت بازار محصول می‌باشد.

قلمرو مکانی این تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

قلمرو زمانی این تحقیق بازه زمانی ۱۳۹۳-۱۳۹۸ می‌باشد.

### ۳-۹ روش گردآوری داده‌ها

در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای استفاده می‌شود. در بخش کتابخانه‌ای، مبانی پژوهش از کتب، مجلات تخصصی فارسی و لاتین و اینترنت گردآوری می‌شود. علاوه بر این، داده‌های پژوهش برای شرکت‌ها نیز از طریق نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین، سایت رسمی سازمان بورس، سایت کدال و سایت رسمی شرکت‌های نمونه جمع‌آوری خواهد شد.

### ۳-۱۰ روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این پژوهش داده‌ها در دو بخش مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرند که به صورت زیر می‌باشد:

➤ **آمار توصیفی:** در این بخش از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی

همچون انحراف معیار به تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت توصیف داده‌ها استفاده می‌شود.

**آمار استنباطی:** در این مطالعه از داده‌های تابلویی یا ترکیبی (سال / شرکت) استفاده می‌شود. فرض اغلب

آزمونهای آماری این است که داده‌های مورد آزمون دارای توزیع نرمال هستند. برای تعیین اینکه توزیع داده‌های

مورد استفاده در تحقیق، دارای توزیع نرمال هستند یا خیر، از آزمون نرمال بودن استفاده می‌شود. در تحقیقات

تجربی حسابداری از روش‌های مختلفی برای تست نرمال بودن توزیع داده‌ها، روش‌های گرافیکی و آماری،

استفاده می‌شود. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از شاخص‌های توصیفی، مرکزی و پراکندگی، استفاده می‌شود.

برای بررسی روابط میان متغیرها از آزمون‌های همبستگی استفاده شده و برای آزمون فرضیه‌ها با طی مراحل

زیر از روش رگرسیون چند متغیره استفاده می‌شود:

- تعیین پایایی متغیرهای مدل با استفاده از آزمونهای ریشه واحد در داده‌های تابلویی

- انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیون، با انجام آزمون  $F$ ، یعنی انتخاب یکی از این روش‌ها:

الف - رگرسیون حداقل مربعات معمولی تجمیع شده

ب- روش اثرات ثابت که به مدل  $LSDV$  معروف است.

در صورت همگن بودن مقاطع از رگرسیون حداقل مربعات معمولی تجمیع شده استفاده می‌شود، در غیر

اینصورت از روش اثرات ثابت استفاده می‌شود.

در صورت استفاده از روش اثرات ثابت، با انجام آزمون هاسمن کاربرد الگوی اثرات ثابت یا الگوی اثرات

تصادفی را بررسی می‌کنیم.

با توجه به نوع آزمون مورد استفاده، برای تست اعتبار نتایج آزمون از آزمونهای تشخیص مرتبط با آن استفاده

خواهد شد. از نرم‌افزار آماری  $EVIIEWS$  برای انجام تحلیل‌های آماری استفاده می‌شود

### ۳-۱۱ آمار توصیفی

با تشکیل جدول فراوانی و رسم نمودارها می‌توان اطلاعات نهفته در داده‌ها را تا حدودی مشخص کرد. با

این حال برای اینکه بتوانیم نتایج کلی دربارهٔ صفت مورد مطالعه به دست آورده و این نتایج را به سادگی

گزارش کنیم، بهتر است که داده‌ها را در یک یا چند عدد خلاصه کنیم. چنین اعدادی را شاخص یا معیار

گویند و به دو نوع، شاخص‌های مرکزی و شاخص‌های پراکندگی موسوم‌اند. در این بخش این نوع شاخص‌ها

را معرفی می‌کنیم.

### ۳-۱۱-۱ شاخص‌های مرکزی

شاخص‌های مرکزی مفادیری هستند که معمولاً در حوالی مرکزی منحنی فراوانی قرار گرفته‌اند. مهم‌ترین شاخص‌های مرکزی میانگین و میانه می‌باشند که در این قسمت به شرح آنها می‌پردازیم.

### ۳-۱۱-۱-۱ میانگین

اصلی‌ترین و مورد استفاده‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است. اگر داده‌ها بر روی یک محور به صورت منظم ردیف شوند، مقدار میانگین دقیقاً در نقطه تعادل یا مرکز ثقل توزیع قرار می‌گیرد. این محور همانند الاکلنگ است که میانگین نقطه تعادل آن است؛ به عبارت دیگر، معدل مجموعه‌ای از مشاهدات را میانگین می‌نامند. این میانگین به وسیله تقسیم کردن مجموع مشاهدات بر تعداد آنها محاسبه می‌شود.

### ۳-۱۱-۱-۲ میانه

اگر داده‌ها را به طور غیرنزولی (از کوچک به بزرگ) مرتب کنیم آنگاه «میانه داده‌ها» مقداری است که نصف داده‌ها از آن کمتر و نصف داده‌ها از آن بیشتر است.

### ۳-۱۱-۲ شاخص‌های پراکندگی

اگر بخواهیم تجسم صحیحی را از وضعیت داده‌ها در ذهن فردی که اطلاعات خام را ندیده است ایجاد کنیم؛ لازم است در کنار شاخص‌های مرکزی، شاخص دیگری را ارائه کنیم که میزان پراکندگی داده‌ها را نیز نشان دهد. این هدف را شاخص‌های پراکندگی تأمین می‌کنند. قرار گرفتن شاخص پراکندگی در کنار شاخص مرکزی معمولاً اطلاع مناسبی از مجموعه داده‌های آماری را ارائه می‌کند که برای بسیاری از تصمیم‌گیری‌ها کفایت می‌کند. مهم‌ترین شاخص‌های پراکندگی، واریانس و انحراف استاندارد هستند. میانگین مجذور

انحرافات را واریانس یا پراش می‌نامند و با نماد  $\sigma^2$  نمایش می‌دهند. همچنین به جذر واریانس انحراف استاندارد گفته می‌شود.

### **۳-۱۲ آمار استنباطی**

در این تحقیق برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون خطی چند متغیره استفاده می‌کنیم؛ و روش آماری مورد استفاده روش داده‌های ترکیبی خواهد بود. در ابتدا آزمون مانایی و نرمال بودن داده‌ها اجرا می‌شود. بررسی مدل‌های رگرسیونی در مرحله بعد و سپس آزمون معنی دار بودن مدل‌ها و متغیرهای تحقیق را بررسی می‌کنیم. حال به کاربرد این آزمون‌ها می‌پردازیم:

### **۳-۱۲-۱ آزمون مانایی و نرمال بودن داده‌ها**

پیش از تخمین مدل‌های رگرسیونی پژوهش، لازم است مانایی (ایستا بودن) تمامی متغیرهای مورد استفاده در تخمین‌ها آزمون گردد، زیرا نامانایی متغیرها موجب استنباط‌های اشتباه آماری و در نتیجه رگرسیون کاذب می‌شود.

۳-۱۲-۱-۱ آزمون دیکی فولر: برای آزمون مانایی از آزمون دیکی فولر استفاده می‌کنیم، زیرا در آزمون‌های ایستایی آنچه اهمیت دارد قدرت آزمون‌های ریشه واحد است.

۳-۱۲-۱-۲ آزمون جارك - برا: جهت نرمال بودن داده‌ها در تحقیقات اقتصاد سنجی، از آزمون جارك- برا استفاده می‌کنیم.

### **۳-۱۲-۲ بررسی مدل‌های رگرسیونی**

۳-۱۲-۲-۱ ضریب همبستگی پیرسون: به منظور تعیین میزان، جهت و نوع رابطه بین دو متغیر فاصله‌ای یا نسبی و یا یک متغیر فاصله‌ای و یک متغیر نسبی از ضریب همبستگی پیرسون استفاده می‌شود.



۳-۱۲-۲-۲-آزمون لیمر: برای انتخاب روش داده‌های تابلویی یا روش داده‌های تلفیقی از آزمون لیمر استفاده می‌شود. به کمک روش داده‌های پانل تعداد مشاهدات تا حد مطلوب افزایش می‌یابد تا کارایی تخمین کننده‌ها بالاتر رود.

۳-۱۲-۳-دوربین واتسون: برای تأیید استقلال میان متغیرهای مستقل از آماره دوربین واتسون استفاده خواهیم کرد.

### **۳-۱۲-۳ آزمون معنی دار بودن مدل**

برای بررسی معنی دار بودن مدل رگرسیون از آماره  $F$  استفاده می‌شود و با استفاده از آن و جدول معنی دار بودن در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید یا رد می‌شود.

### **۳-۱۲-۴ آزمون معنی دار بودن متغیرهای تحقیق**

برای بررسی معنی دار بودن ضرایب متغیرهای مستقل در هر مدل از آماره  $t$  استفاده می‌شود. پیش از آزمون، وجود ارتباط بین متغیر مستقل و متغیر وابسته را مشخص می‌کنیم.

### **۳-۱۳ خلاصه فصل**

در این فصل، روش‌شناسی، جامعه و نمونه آماری، روش‌های گردآوری اطلاعات و روش‌های آماری تجزیه و تحلیل آن‌ها، فرضیه و مدل تجربی مورد استفاده برای آزمون آن تشریح گردید. پژوهش حاضر؛ از لحاظ هدف، تحقیق کاربردی؛ از لحاظ نحوه استنباط، تحقیق توصیفی-همبستگی؛ از لحاظ استدلال، استدلال استقرایی؛ و همچنین از نوع تئوری‌های اثباتی می‌باشد. علاوه بر این، گفتنی است به دلیل نوع داده‌های مورد استفاده در این پژوهش، از آزمون‌های رگرسیونی مبتنی بر داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود. در فصل آتی با استفاده از روش‌های اندازه‌گیری و مدل‌های معرفی شده در این فصل و در قالب چارچوب نظری که در فصل

دو و تا حدی در فصل حاضر تبیین گردید، فرضیه‌های پژوهش براساس داده‌های گردآوری شده، مورد تجزیه و تحلیل و بررسی آماری قرار خواهند گرفت.

# فصل چهارم

تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها

## ۴-۱ مقدمه

این فصل به ارائه تجزیه و تحلیل یافته‌های پژوهش اختصاص دارد. تجزیه و تحلیل داده‌ها فرایندی چندمرحله‌ای است که طی آن داده‌های جمع‌آوری شده، تلخیص، طبقه‌بندی و درنهایت پردازش می‌شوند تا زمینه اجرای انواع تحلیل بین این داده‌ها به منظور آزمون فرضیه‌ها فراهم گردد. هدف از تحلیل و توصیف در آمار، تحلیل جامعه آماری است که به دو طریق توصیفی و استنباطی انجام می‌شود. استفاده از هرکدام از این آمارها به نوع تحقیق بستگی دارد. در این تحقیق برای تجزیه و تحلیل داده‌های جمع‌آوری شده و آزمون فرضیه‌ها از هر دو روش تحلیل آماری توصیفی و استنباطی استفاده می‌شود. در روش توصیفی تلاش بر آن است تا با ارائه جداول و استفاده از ابزار آمار توصیفی نظیر شاخص‌های پراکندگی و مرکزی، به توصیف داده‌های تحقیق پرداخته شود و این امر به شفافیت موضوع کمک می‌کند. به بیانی دیگر پژوهشگر در فرایند تحقیق از آمار توصیفی استفاده می‌کند تا هرگونه عارضه و ناهنجاری در داده‌ها را کشف کند. از روش‌های آمار استنباطی نیز جهت آزمون فرضیه‌ها استفاده می‌شود. در آمار توصیفی، فقط ویژگی‌های همان گروه توصیف می‌شود و عمل تعمیم به همان گروه (نمونه) محدود است و برخلاف تحلیل آماری استنباطی که در صورت تأیید فرضیه پژوهشی، یافته‌ها بر اساس نمونه قابل تعمیم به جامعه می‌باشد قابل تعمیم به جامعه نیست؛ یعنی در آمار توصیفی برآورد یا استنباط داده‌های آماری صورت نمی‌گیرد. پراستفاده‌ترین شاخص‌های آمار توصیفی شاخص‌های مرکزی، پراکندگی و همبستگی می‌باشند که برای توصیف و بررسی پیوستگی متغیرها در یک مجموعه داده‌ها به کار می‌روند اما در آمار استنباطی برای تعمیم نتایج نمونه به جامعه، علاوه بر توصیف و بررسی پیوستگی متغیرها، نیاز به برآورد و استنباط آماری می‌باشد. آمار استنباطی کمک می‌کند تا نتایج را به فراتر از نمونه (به جامعه) تعمیم دهیم. آمار استنباطی با تدوین فرضیه‌های خاص درباره‌ی اینکه انتظار داریم در جامعه واقعاً چه چیز درست باشد، شروع می‌شود (احمدی، ۱۳۹۱). اطلاعات اخذشده در رابطه با متغیرهای تحقیق وارد صفحه گسترده اکسل شده، سپس با استفاده از نرم‌افزار ایویوز نسخه ۱۰ تجزیه و تحلیل شده‌اند.

## ۴-۲. یافته‌های توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. نگاره (۴-۱)، آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در تحقیق را نشان می‌دهد.

جدول ۴-۱ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
سرمایه گذاری	۰,۰۵۴	۰,۰۰۹	۱,۵۲۵	-۰,۲۵۴	۰,۱۷۵	۴,۷۶۴	۲۹,۴۵۳
کارایی سرمایه گذاری	-۰,۲۷۸	-۰,۲۴۵	-۰,۰۰۳	-۰,۸۸۸	۰,۲۲۰	-۰,۷۱۴	۲,۶۶۸
نااطمینانی ویژه شرکت	۰,۰۸۱	۰,۰۶۵	۰,۷۱۸	۰,۰۰۱	۰,۰۶۳	۲,۴۹۰	۱۶,۸۳۱
قدرت بازار محصول	۰,۱۸۱	۰,۱۵۵	۰,۹۸۵	-۰,۷۹۹	۰,۲۲۵	۰,۱۷۳	۵,۹۱۰
فرصت سرمایه گذاری	۶,۰۳۵	۳,۸۰۵	۳۱,۴۹۸	-۱۱,۵۷۰	۴۳,۸۲۸	-۲۰,۳۹۴	۵۶,۵۸۷
اهرم مالی	۰,۵۵۵	۰,۵۶۵	۱,۳۲۶	۰,۰۱۲	۰,۲۱۵	-۰,۰۳۳	۳,۰۶۵
اندازه شرکت	۱۴,۵۷۰	۱۴,۴۱۹	۲۰,۱۸۳	۱۱,۱۲۸	۱,۴۱۳	۰,۸۱۹	۴,۴۲۹
سود تقسیمی	۰,۴۲۸	۰,۲۷۱	۸,۴۵۹	-۱,۶۳۳	۰,۶۹۱	۵,۲۹۹	۵۰,۱۴۴

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای اهرم مالی برابر با (۰/۵۵۵) می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. مینیمم داده‌ها برابر (۱,۶۳۳-) هست که متعلق به شرکت شیمیایی سینا در سال ۱۳۹۷ می‌باشد. است به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر در آمار توصیفی کلی، برای فرصت سرمایه گذاری برابر با ۴۳,۸۲۸ و برای نااطمینانی ویژه شرکت برابر است با ۰,۰۶۳ می‌باشد که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند. چولگی معیاری از تقارن یا عدم تقارن تابع توزیع می‌باشد. برای یک توزیع کاملاً متقارن چولگی صفر و برای یک توزیع نامتقارن با کشیدگی به سمت مقادیر بالاتر چولگی

مثبت و برای توزیع نامتقارن با کشیدگی به سمت مقادیر کوچکتر مقدار چولگی منفی است. بطور کلی چنانچه چولگی متغیر در بازه  $+0,5$  و  $-0,5$  باشد؛ این متغیر به توزیع نرمال نزدیک است. در بین متغیرهای پژوهش فقط متغیر قدرت بازار محصول و اهرم مالی در این بازه قرار دارد و به توزیع نرمال نزدیک است. کشیدگی یا kurtosis نشان دهنده ارتفاع یک توزیع است. بطور کلی اگر کشیدگی متغیری برابر با عدد ۳ باشد این متغیر به توزیع نرمال نزدیک خواهد بود. در بین متغیرهای پژوهش فقط متغیر اهرم مالی به لحاظ کشیدگی تقریباً برابر با ۳ می باشد.

### ۳-۴ آزمون تشخیص توزیع نرمال

پس از انجام هر نوع اندازه‌گیری همواره تعدادی داده (عدد) در اختیار داریم که می‌خواهیم ارتباط بین آنها را کشف کنیم یا آنها را دسته‌بندی نماییم تا بتوانیم آنها را تجزیه و تحلیل کنیم. برای انجام این کار ابتدا می‌بایست نحوه توزیع داده‌ها را بدانیم. به عبارت ساده‌تر توزیع داده‌ها به ما می‌گوید که پراکندگی و گستردگی داده‌هایی که جمع‌آوری کرده ایم چگونه است. به منظور بررسی نرمال بودن متغیرهای پژوهش از آزمون جارکوبرا استفاده شده است. در این آزمون هرگاه سطح معنی داری کمتر از ۵٪ باشد نشاندهنده ی توزیع نرمال نمی باشد:

جدول شماره ۴-۲ نتایج آزمون توزیع نرمال

نام متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
سرمایه گذاری	۲۹,۲۵۲	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
کارایی سرمایه گذاری	۷۹,۶۸۸	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
نااطمینانی ویژه شرکت	۷۹,۹۶۶	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
قدرت بازار محصول	۳۱,۷۹۰	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
فرصت سرمایه گذاری	۱۱,۷۸۴	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
اهرم مالی	۰,۳۲۷	۰,۸۴۸	توزیع نرمال دارد
اندازه شرکت	۱۷,۴۹۸	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
سود تقسیمی	۸۶,۳۹۲	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد

نرمال بودن متغیرها: طبق نتایج آزمون مشاهده می شود که سطح معناداری همه متغیرها (بجز متغیر اهرم مالی) کمتر از ۵ درصد می باشد لذا دارای توزیع نرمال نیستند.

#### ۴-۴ ضریب همبستگی

ضریب همبستگی یکی از معیارهای مورد استفاده در تعیین همبستگی دو متغیر می باشد. ضریب همبستگی، شدت رابطه و نیز نوع رابطه (مستقیم یا معکوس) را نشان می دهد. مفهوم معنی داری در همبستگی این است که آیا همبستگی بدست آمده بین دو متغیر را می توان شانس و تصادفی دانست یا واقعا " نشان می دهد بین دو متغیر همبستگی وجود دارد. این موضوع که عدد به دست آمده معنی دار است یا نه از خود عدد به دست آمده با اهمیت تر است (مومنی و فعال قیومی، ۱۳۸۷). در صورتی که داده های پژوهش از توزیع نرمال برخوردار نباشند از همبستگی اسپرمن و در صورتی که داده های پژوهش از توزیع نرمال برخوردار باشند از همبستگی پیرسون استفاده می کنند.

معمولاً از جدول ضریب همبستگی برای کشف هم خطی ساده استفاده می شود. مشاهده می شود که هیچ یک از ضرایب بین متغیرهای مستقل بیش از ۸۰ درصد نیست و این مورد بیانگر عدم وجود همبستگی شدید بین متغیرهای مستقل است و هم خطی ساده وجود ندارد و برای بررسی هم خطی چندگانه از آزمون تورم واریانس استفاده شده که نتایج نشان داد هم خطی چندگانه نیز بین متغیرهای مستقل وجود ندارد.

جدول ۴-۳ همبستگی

DPS	SIZE	LEV	GROWTH	OPM	UNC	INVEFF	INV	
							۱	INV
							-----	معناداری
						۱	۰.۰۱۷۴۹۰	INVEFF
						-----	۰.۶۰۲۷	معناداری
					۱	-۰.۰۲۰۰۰۰	-۰.۰۴۴۴۵۹	UNC
					-----	۰.۵۵۱۷	۰.۱۸۵۶	معناداری
				۱	-۰.۰۵۶۶۲۸	۰.۰۴۹۸۶۸	۰.۰۸۴۳۳۴	OPM
				-----	۰.۰۹۱۷	۰.۱۳۷۶	۰.۰۱۱۹	معناداری
			۱	۰.۱۰۵۴۷۲	-۰.۰۲۵۰۰۱۸	-۰.۰۳۲۸۶۶	۰.۰۷۳۴۶۹	GROWTH
			-----	۰.۰۰۱۶	۰.۰۰۰۰	۰.۳۲۷۹	۰.۰۰۲۸۶	معناداری
		۱	۰.۰۴۷۰۸۷	-۰.۰۴۳۷۱۰۵	۰.۰۳۹۲۳۹	-۰.۰۲۵۵۷۷	-۰.۱۱۲۲۰۹	LEV
		-----	۰.۱۶۰۹	۰.۰۰۰۰	۰.۲۴۲۸	۰.۴۴۶۵	۰.۰۰۰۰۸	معناداری
	۱	۰.۰۳۵۸۴۶	۰.۰۰۱۹۷۶	۰.۳۸۸۰۷۹	-۰.۰۷۶۶۲۹	-۰.۱۲۹۶۸۴	۰.۱۰۸۰۲۷	SIZE
	-----	۰.۲۸۶۰	۰.۹۵۳۱	۰.۰۰۰۰	۰.۰۲۲۴	۰.۰۰۰۰۱	۰.۰۰۰۱۳	معناداری
۱	۰.۱۷۸۵۸۸	-۰.۲۶۷۱۸۲	۰.۰۱۹۵۲۶	۰.۰۴۲۰۲۹۳	-۰.۰۰۵۹۴۴	۰.۰۳۶۳۵۵	۰.۰۱۰۵۶۸	DPS
-----	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۵۶۱۲	۰.۰۰۰۰	۰.۸۵۹۶	۰.۲۷۹۲	۰.۷۵۳۲	معناداری

#### ۴-۵ آمار استنباطی

#### ۴-۵-۱ آزمون مانایی متغیرها

یکی از نکاتی که بایستی همیشه قبل از برازش مدل‌ها در نظر داشت بررسی مانایی متغیرهای تحقیق می‌باشد. نامانایی متغیرها یا به عبارتی تصادفی بودن سری زمانی متغیرها منجر به کاذب شدن مدل رگرسیونی برآورد شده می‌گردد. اگر متغیرهای سری زمانی مورد استفاده در برآورد ضرایب مدل ناپایا باشند، در حالیکه هیچ رابطه مفهومی بین متغیرهای مدل وجود نداشته باشد، موجب می‌شود تا استنباط‌های نادرستی در مورد میزان ارتباط بین متغیرها انجام گیرد.



جدول ۴-۴ آزمون مانایی (هادری) برای متغیرهای پژوهش

نام متغیر	آماره آزمون	معناداری	نتیجه
سرمایه گذاری	۱۳,۱۱۹	۰,۰۰۰	مانا است
کارایی سرمایه گذاری	۱۳,۹۵۶	۰,۰۰۰	مانا است
نااطمینانی ویژه شرکت	۱۳,۱۶۱	۰,۰۰۰	مانا است
قدرت بازار محصول	۱۶,۷۱۳	۰,۰۰۰	مانا است
فرصت سرمایه گذاری	۱۲,۳۶۶	۰,۰۰۰	مانا است
اهرم مالی	۱۶,۳۶۲	۰,۰۰۰	مانا است
اندازه شرکت	۱۹,۸۸۵	۰,۰۰۰	مانا است
سود تقسیمی	۱۵,۱۸۶	۰,۰۰۰	مانا است

با توجه به جدول شماره ۴-۳ مشاهده می شود سطح معناداری همه متغیرها کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر مانا بودن متغیرهاست.

#### ۴-۵-۲ آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن

گاهی اوقات داده هایی که ما با آن ها روبرو هستیم هم دربرگیرنده داده های سری زمانی و هم مقطعی می باشد. به چنین مجموعه ای از داده ها عموماً پانلی از داده ها یا پانل دیتا شناخته شده است. در برآورد مدل پانل دیتا با دو حالت کلی روبرو هستیم. حالت اول این است که عرض از مبدأ برای کلیه مقاطع یکسان است که در این صورت با مدل پول دیتا (pool data) مواجه هستیم. حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام مقاطع متفاوت است که به این حالت پانل دیتا (panel data) گفته می شود. برای شناسایی دو حالت فوق از آزمونی به نام اف-لیمر استفاده می شود؛ بنابراین آزمون اف-لیمر برای انتخاب بین روشهای رگرسیون پول دیتا (تلفیقی) و رگرسیون با اثرات ثابت استفاده می شود.

در صورتی که میزان معناداری آماره ی چاو ((prob)) کمتر از سطح ۰,۰۵ باشد، داده های تابلویی (پانل دیتا) انتخاب می شود. در این حالت برای تشخیص اثرات ثابت یا تصادفی باید آزمون هاسمن نیز انجام شود.

جدول ۴-۵ نتایج آزمون اف لیمر (چاو)

نام مدل	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
فرضیه اول	۱,۳۷۷	۰,۰۰۴	داده های تابلویی
فرضیه دوم	۱,۰۲۴	۰,۴۱۳	داده های تلفیقی
فرضیه سوم	۱,۲۹۷	۰,۰۱۶	داده های تابلویی
فرضیه چهارم	۱,۰۲۱	۰,۴۲۱	داده های تلفیقی

با توجه به جدول ۴-۵، چون سطح معناداری آزمون اف لیمر در مدل های اول و سوم کمتر از ۵ درصد است، از این رو رویکرد داده های تابلویی در مقابل رویکرد داده های تلفیقی مورد پذیرش قرار می گیرند. این در حالیست که سطح معناداری آزمون، در همه مدل های دوم و چهارم بیش از ۵ درصد است، از این رو رویکرد داده های تلفیقی در مقابل رویکرد داده های تابلویی مورد پذیرش قرار می گیرند.

جدول ۴-۶ نتایج آزمون هاسمن

نام مدل	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
فرضیه اول	۷۰,۰۸۰	۰,۰۰۰	اثرات ثابت عرض از مبدأ
فرضیه دوم	چون سطح معناداری مدل در آزمون اف لیمر در جدول قبل بیش از ۵ درصد بود. دیگر نیازی به اجرای آزمون هاسمن نیست.		
فرضیه سوم	۶۰,۶۱۱	۰,۰۰۰	اثرات ثابت عرض از مبدأ
فرضیه چهارم	چون سطح معناداری مدل در آزمون اف لیمر در جدول قبل بیش از ۵ درصد بود. دیگر نیازی به اجرای آزمون هاسمن نیست.		

با توجه به جدول ۴-۶، چون سطح معناداری آزمون در مدل اول و سوم کمتر از ۵ درصد است، از این رو اثرات ثابت عرض از مبدأ در مقابل اثرات تصادفی مورد پذیرش قرار می گیرد.

### ۴-۵-۳ همسانی واریانس در مقادیر خطا

یکی از مفروضات مدل رگرسیونی خطی کلاسیک وجود همسانی واریانس جملات اخلاص می باشد. اما به طور متعارف در داده های سری زمانی و داده ها مقطعی ممکن است واریانس جملات اخلاص ثابت نموده و

از مقادیر وقفه دار جملات اخلاص تبعیت نماید. در این صورت مشکل ناهمسانی واریانس بین جملات اخلاص بروز می کند و تخمین زنده های رگرسیون علی رغم بدون تورش بودن دارای کارایی نخواهد بود.

فرض های آماری این آزمون به شرح ذیل است.

فرضیه ی صفر:  $(H_0)$  واریانس مقادیر خطا همسان است.

فرضیه ی مقابل:  $(H_1)$  واریانس مقادیر خطا همسان نیست.

جدول ۴-۷ نتایج آزمون ناهمسانی واریانس (آرچ)

نتیجه	سطح معنی داری	آماره آزمون	مدل های پژوهش
عدم وجود ناهمسانی واریانس	۰,۶۲۷	۰,۲۳۶	فرضیه اول
عدم وجود ناهمسانی واریانس	۰,۱۴۸	۲,۰۸۹	فرضیه دوم
عدم وجود ناهمسانی واریانس	۰,۷۲۰	۰,۱۲۸	فرضیه سوم
عدم وجود ناهمسانی واریانس	۰,۱۴۲	۲,۱۵۸	فرضیه چهارم

نتایج حاصل در جدول ۴-۷ نشان می دهد که سطح معنی داری آزمون آرچ در همه مدل ها بیشتر از ۵ درصد می باشد و بیانگر عدم وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاص می باشد.

#### ۴-۵-۴. خود همبستگی مقادیر خطا

در مطالعات اقتصادسنجی که برمبنای سری های زمانی قرار دارند، فرض عدم خود همبستگی سریالی بین جملات پسماند که از فروض مهم مدل کلاسیک است، اغلب نقض می شوند، بنابراین لازم می باشد که قبل از تفسیر نتایج حاصل، به بررسی پدیده خود همبستگی سریالی بین جملات پسماند پرداخته شود؛ زیرا در صورت وجود خود همبستگی سریالی بین اجزاء اخلاص، تخمین زن های OLS دیگر در بین تمام تخمین زن ها بدون تورش، کارا نیستند یعنی دارای حداقل واریانس نمی باشند و در نتیجه استنباط آماری، قابل اعتماد نخواهد بود این مشکل بیشتر در داده های سری زمانی دیده می شود. در این آزمون فرضیه ها به شکل زیر است:

جملات پسماند دارای خودهمبستگی سریالی نیستند :  $H_0$

جملات پسماند دارای خودهمبستگی سریالی هستند :  $H_1$

جدول ۴-۸ نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی (بریوش-گودفری)

نتیجه	سطح معنی داری	آماره آزمون	مدل های پژوهش
عدم وجود خودهمبستگی سریالی	۰,۸۹۳	۰,۱۱۲	فرضیه اول
عدم وجود خودهمبستگی سریالی	۰,۵۹۴	۰,۵۲۰	فرضیه دوم
عدم وجود خودهمبستگی سریالی	۰,۷۴۴	۰,۲۹۵	فرضیه سوم
عدم وجود خودهمبستگی سریالی	۰,۵۹۷	۰,۵۱۵	فرضیه چهارم

با توجه به نتایج جدول شماره ۴-۸، مشاهده می شود که سطح معناداری آزمون بریوش-گودفری در همه

مدل ها بیشتر از ۵ درصد می باشد و بیانگر عدم وجود خودهمبستگی سریالی است.

#### ۴-۵-۶ آزمون هم خطی

در آمار، عامل تورم واریانس ( $\text{variance inflation factor}=\text{VIF}$ ) شدت همخطی چندگانه را ارزیابی

می کند. در واقع یک شاخص معرفی می گردد که بیان می دارد چه مقدار از تغییرات مربوط به ضرایب برآورد

شده بابت همخطی افزایش یافته است. شدت همخطی چندگانه را با بررسی بزرگی مقدار  $\text{VIF}$  می توان

تحلیل نمود. اگر آماره آزمون  $\text{VIF}$  به یک نزدیک بود نشان دهنده عدم وجود همخطی است. به عنوان

یک قاعده تجربی مقدار  $\text{VIF}$  بزرگتر از ۱۰ باشد همخطی چندگانه بالا می باشد (سوری، ۱۳۹۴).

جدول ۴-۹ آزمون هم خطی برای مدل رگرسیونی اول

نام متغیر	عامل تورم واریانس ( $\text{VIF}$ )
نااطمینانی ویژه شرکت	۱,۰۰۲
فرصت سرمایه گذاری	۱,۰۰۴
اهرم مالی	۱,۰۰۹
اندازه شرکت	۱,۰۰۷
سود تقسیمی	۱,۰۱۴

جدول ۴-۱۰ آزمون هم خطی برای مدل رگرسیونی دوم

نام متغیر	عامل تورم واریانس (VIF)
نااطمینانی ویژه شرکت	۱,۰۰۲
فرصت سرمایه گذاری	۱,۰۰۴
اهرم مالی	۱,۰۰۹
اندازه شرکت	۱,۰۰۷
سود تقسیمی	۱,۰۱۴

جدول ۴-۱۱ آزمون هم خطی برای مدل رگرسیونی سوم

نام متغیر	عامل تورم واریانس (VIF)
نااطمینانی ویژه شرکت	۱,۵۳۲
قدرت بازار محصول	۳,۰۵۹
نااطمینانی ویژه شرکت* قدرت بازار محصول	۲,۹۹۷
فرصت سرمایه گذاری	۱,۰۰۴
اهرم مالی	۱,۲۸۳
اندازه شرکت	۱,۱۶۲
سود تقسیمی	۱,۰۲۷

جدول ۴-۱۲ آزمون هم خطی برای مدل رگرسیونی چهارم

نام متغیر	عامل تورم واریانس (VIF)
نااطمینانی ویژه شرکت	۱,۵۳۲
قدرت بازار محصول	۳,۰۵۹
نااطمینانی ویژه شرکت* قدرت بازار محصول	۲,۹۹۷
فرصت سرمایه گذاری	۱,۰۰۴
اهرم مالی	۱,۲۸۳
اندازه شرکت	۱,۱۶۲
سود تقسیمی	۱,۰۲۷

همانطور که در نتایج آزمون هم خطی در جداول فوق قابل مشاهده است، مقادیر عامل تورم واریانس کمتر

از عدد ۱۰ است که بیانگر عدم وجود هم خطی می باشد.

## ۴-۶ آزمون فرضیه های پژوهش

### ۴-۶-۱. فرضیه اول

H0: بین نااطمینانی ویژه شرکت و میزان سرمایه گذاری شرکت ارتباط وجود ندارد.

H1: بین نااطمینانی ویژه شرکت و میزان سرمایه گذاری شرکت ارتباط وجود دارد.

جدول ۴-۱۳ تخمین نهایی مدل رگرسیونی اول

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری
نااطمینانی ویژه شرکت	-۰,۲۲۹	۰,۰۹۹	-۲,۳۱۷	۰,۰۲۰
فرصت سرمایه گذاری	۰,۲۶۵	۰,۰۴۱	۶,۴۳۲	۰,۰۰۰
اهرم مالی	-۰,۳۱۶	۰,۰۵۳	-۵,۸۷۶	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	۰,۰۷۴	۰,۰۱۶	۴,۵۸۵	۰,۰۰۰
سود تقسیمی	-۰,۰۱۱	۰,۰۰۹	-۱,۱۶۳	۰,۲۴۵
عرض از مبدا	-۰,۸۶۷	۰,۲۴۸	-۳,۴۹۸	۰,۰۰۰
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۵۰۲			
آماره فیشر - سطح معناداری آن	۱,۴۹۳		۰,۰۰۰	
دوربین واتسون	۲,۱۶۰			

نتیجه فرضیه: با توجه به اینکه متغیر نااطمینانی ویژه شرکت دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از ۵

درصد است از این رو می توان گفت که بین نااطمینانی ویژه شرکت و میزان سرمایه گذاری شرکت ارتباط

معکوس و معناداری وجود دارد.

کیفیت برازش مدل: ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۵۰ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل

و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۵۰ درصد از تغییرات متغیروابسته را توضیح دهند. آماره فیشر دارای

سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی

برخوردار است. همچنین آماره دوربین واتسون نیز مابین ۱,۵ و ۲,۵ است و نشان از نبود خودهمبستگی مرتبه

اول در مدل می باشد.

## ۴-۶-۲ فرضیه دوم

H0: بین نااطمینانی ویژه شرکت و کارایی سرمایه گذاری شرکت ارتباط وجود ندارد.

H1: بین نااطمینانی ویژه شرکت و کارایی سرمایه گذاری شرکت ارتباط وجود دارد.

جدول ۴-۱۴ تخمین نهایی مدل رگرسیونی دوم

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری
نااطمینانی ویژه شرکت	-۰,۲۹۶	۰,۰۲۹	-۹,۹۵۵	۰,۰۰۰
فرصت سرمایه گذاری	۰,۲۸۵	۰,۰۳۶	۷,۷۱۶	۰,۰۰۰
اهرم مالی	-۰,۲۴۷	۰,۰۳۴	-۷,۲۶۶	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	-۰,۰۲۶	۰,۰۰۵	-۵,۰۲۴	۰,۰۰۰
سود تقسیمی	۰,۰۱۴	۰,۰۱۰	۱,۳۸۴	۰,۱۶۶
عرض از مبدا	۰,۱۱۰	۰,۰۷۸	۱,۳۹۶	۰,۱۶۳
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۴۴۴			
آماره فیشر - سطح معناداری آن	۵,۶۶۴		۰,۰۰۰	
دوربین واتسون	۱,۹۶۱			

نتیجه فرضیه: با توجه به اینکه متغیر نااطمینانی ویژه شرکت دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از ۵

درصد است از این رو می توان گفت که بین نااطمینانی ویژه شرکت و کارایی سرمایه گذاری شرکت ارتباط معکوس و معناداری وجود دارد.

کیفیت برازش مدل: ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۴۴ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل

و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۴۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره فیشر دارای

سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی

برخوردار است. همچنین آماره دوربین واتسون نیز مابین ۵,۵ و ۲,۵ است و نشان از نبود خودهمبستگی مرتبه

اول در مدل می باشد.

## ۴-۶-۳ فرضیه سوم

H0: قدرت بازار محصول بر ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و میزان سرمایه گذاری شرکت تاثیر

ندارد.

H1: قدرت بازار محصول بر ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و میزان سرمایه گذاری شرکت تاثیر

دارد.

جدول ۴-۱۵ تخمین نهایی مدل رگرسیونی سوم

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری
نااطمینانی ویژه شرکت	-۰,۴۷۴	۰,۱۱۹	-۳,۹۸۶	۰,۰۰۰
قدرت بازار محصول	۰,۰۳۲	۰,۰۵۶	۰,۵۷۱	۰,۵۶۷
نااطمینانی ویژه شرکت* قدرت بازار محصول	-۰,۲۶۳	۰,۰۲۰	-۱۲,۹۶۸	۰,۰۰۰
فرصت سرمایه گذاری	۰,۲۵۶	۰,۰۴۴	۵,۷۲۵	۰,۰۰۰
اهرم مالی	-۰,۳۶۰	۰,۰۵۵	-۶,۵۳۹	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	۰,۰۷۱	۰,۰۱۶	۴,۳۶۷	۰,۰۰۰
سود تقسیمی	-۰,۰۰۹	۰,۰۰۹	-۱,۰۵۴	۰,۲۹۲
عرض از مبدا	-۰,۷۸۸	۰,۲۴۶	-۳,۱۹۸	۰,۰۰۱
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۶۲۴			
آماره فیشر - سطح معناداری آن	۱,۶۷۱		۰,۰۰۰	
دوربین واتسون	۲,۰۹۸			

نتیجه فرضیه : با توجه به اینکه متغیر نشانگر اثر تعاملی (نااطمینانی ویژه شرکت\* قدرت بازار محصول)

دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت که قدرت بازار محصول

بر ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و میزان سرمایه گذاری شرکت تاثیر دارد یا به عبارت دیگر، ضریب

نااطمینانی ویژه شرکت در حضور متغیر قدرت بازار محصول از عدد -۰,۴۷۴- به عدد -۰,۲۶۳- کاهش داشته

است.



کیفیت برآزش مدل: ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۶۲ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۶۲ درصد از تغییرات متغیروابسته را توضیح دهند. آماره فیشر دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برآزش شده از اعتبار کافی برخوردار است. همچنین آماره دوربین واتسون نیز مابین ۱,۵ و ۲,۵ است و نشان از نبود خودهمبستگی مرتبه اول در مدل می باشد.

#### ۴-۶-۴ فرضیه چهارم

H0: قدرت بازار محصول بر ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و میزان سرمایه گذاری شرکت تاثیر ندارد.

H1: قدرت بازار محصول بر ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و میزان سرمایه گذاری شرکت تاثیر دارد.

جدول ۴-۱۶ تخمین نهایی مدل رگرسیونی چهارم

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری
نااطمینانی ویژه شرکت	-۰,۲۷۴	۰,۰۴۱	-۶,۶۵۴	۰,۰۰۰
قدرت بازار محصول	۰,۰۲۰	۰,۰۵۶	۰,۳۶۳	۰,۷۱۶
نااطمینانی ویژه شرکت* قدرت بازار محصول	-۰,۱۲۶	۰,۰۲۱	-۵,۹۴۸	۰,۰۰۰
فرصت سرمایه گذاری	۰,۲۱۳	۰,۰۲۸	۷,۴۷۸	۰,۰۰۰
اهرم مالی	-۰,۲۲۵	۰,۰۳۸	-۵,۸۶۰	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	-۰,۰۲۶	۰,۰۰۵	-۴,۷۶۷	۰,۰۰۰
سود تقسیمی	۰,۰۱۴	۰,۰۱۰	۱,۳۴۷	۰,۱۷۸
عرض از مبدا	۰,۱۱۱	۰,۰۸۰	۱,۳۸۶	۰,۱۶۶
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۶۰۲			
آماره فیشر - سطح معناداری آن	۴,۰۵۶			
دوربین واتسون	۱,۹۶۲			

نتیجه فرضیه: با توجه به اینکه متغیر نشانگر اثر تعاملی (نااطمینانی ویژه شرکت \* قدرت بازار محصول) دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت که قدرت بازار محصول بر ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و کارایی سرمایه گذاری شرکت تاثیر دارد یا به عبارت دیگر، ضریب نااطمینانی ویژه شرکت در حضور متغیر قدرت بازار محصول از عدد ۰,۲۷۴- به عدد ۰,۱۲۶- کاهش داشته است.

کیفیت برازش مدل: ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۶۰ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۶۰ درصد از تغییرات متغیروابسته را توضیح دهند. آماره فیشر دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. همچنین آماره دوربین واتسون نیز مابین ۱,۵ و ۲,۵ است و نشان از نبود خودهمبستگی مرتبه اول در مدل می باشد.

## **۴-۷ خلاصه فصل**

در این فصل، داده های جمع آوری شده برای شرکتهای عضو نمونه آماری توسط نرم افزار ایویوز نسخه ۱۰ با استفاده از مدل های ریاضی مورد تحلیل قرار گرفته و در دو بخش شامل آمار توصیفی و آمار استنباطی ارائه شد. در بخش آمار توصیفی مقادیر کمینه، بیشینه، میانگین و انحراف معیار متغیرها بررسی و برای متغیرهای کیفی جدول توزیع فراوانی ارائه شد. در بخش آمار استنباطی، ابتدا توسط آزمون اف لیمر و هاسمن نوع الگو مشخص و پس از بررسی مفروضات رگرسیون، مدل برازش شد که خلاصه نتایج آزمون فرضیه ها به شرح جدول ۴-۱۷ می باشد.

۴-۱۷ خلاصه یافته ها

نتیجه	ارتباط	فرضیه
پذیرش	منفی	۱-بین نااطمینانی ویژه شرکت و میزان سرمایه گذاری شرکت ارتباط وجود دارد.
پذیرش	منفی	۲-بین نااطمینانی ویژه شرکت و کارایی سرمایه گذاری شرکت ارتباط وجود دارد.
پذیرش	منفی	۳-قدرت بازار محصول بر ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و میزان سرمایه گذاری شرکت تاثیر دارد.
پذیرش	منفی	۴-قدرت بازار محصول بر ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و کارایی سرمایه گذاری شرکت تاثیر دارد.

# فصل پنجم

## نتیجہ گیری و پیشنهادات پژوهش

## ۵-۱ مقدمه

در فصل چهارم با توجه به تجزیه و تحلیل های آماری انجام شده بر روی مدل های برآورد فرضیه های تحقیق به نتایجی دست یافتیم که این نتایج از طریق آزمون های مختلف از قبیل همبستگی، آزمون مشخص کردن نوع توزیع داده ها برای استفاده در رگرسیون و آزمون تشخیص نوع رگرسیون مورد استفاده و ... حاصل شد. در فصل جاری نیز با استفاده از این نتایج آماری به تحلیل آنها می پردازیم و دلایل این نتایج آماری را به بازار و شرکت ها و جامعه آماری مربوطه تعمیم می دهیم و در آخر پیشنهادات حاصل از پژوهش ارائه داده خواهد شد.

## ۵-۲ تفسیر فرضیه های پژوهش

### ۵-۲-۱ تفسیر فرضیه اول

بین نااطمینانی ویژه شرکت و تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ارتباط وجود دارد. برای رشد اقتصادی هر کشور، لازم است افراد مازاد درآمد خود را سرمایه گذاری کنند، اما عوامل متعددی موجب ایجاد ناهماهنگی و در نتیجه ناامنی فضای سرمایه گذاری در ایران شده است. برخی از این عوامل، ریشه در قانون، فرهنگ یا ساختار سیاسی کشور دارند و برخی دیگر به رویکرد اقتصادی دولت ها، عملکرد کارگزاران اقتصادی و عوامل برون مرزی مربوط می شوند. از عوامل مؤثر در انتخاب و انجام سرمایه گذاری، توجه سرمایه گذار به مخاطره و بازده سرمایه گذاری است؛ بنابراین هر سرمایه گذاری که در پی حداکثر نمودن بازده مورد انتظار و حداقل کردن عدم اطمینان (ریسک) است، دو هدف متضاد، پیش رو دارد که بایستی در برابر یکدیگر موازنه گردند با توجه به ریسک گریزی سرمایه گذاران می توان گفت نااطمینانی ویژه شرکت موجب افزایش ریسک کل شرکت می گردد و هرچه ریسک گریزی سرمایه گذار یا تصمیم گیرنده بیشتر باشد،

انگیزه‌های سرمایه‌گذاری تحت موقعیت‌های عدم اطمینان کمتر خواهد شد؛ بنابراین در این فرضیه تاثیر نااطمینانی ویژه بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار گرفت و تصمیمات سرمایه‌گذاری نیز از دو بعد میزان سرمایه‌گذاری و کارایی سرمایه‌گذاری مورد توجه قرار گرفت. نتایج حاصل از انجام این فرضیه موافق استدلال بیان شده بود و نشان داد نااطمینانی ویژه شرکت موجب کاهش میزان سرمایه‌گذاری و کارایی سرمایه‌گذاری می‌گردد.

مطابق مطالب گفته شده در فصل‌های پیشین قدرت بازار محصول شرکت می‌تواند با افزایش فروش محصولات شرکت و سودآوری بیشتر به دلیل در دست داشتن سهم بیشتری از بازار، جریان‌های نقدی بیشتری را روانه شرکت‌ها کرده و از نااطمینانی جریان‌های نقدی شرکت و در نهایت از ریسک شرکت‌ها بکاهد و با توجه به اینکه آگاهی از ریسک شرکت بر تصمیمات سرمایه‌گذاران نقش بسزایی ایفا می‌کند، می‌توان گفت بین قدرت بازار محصول و تصمیمات سرمایه‌گذاری ارتباط وجود دارد؛ بنابراین در این فرضیه ارتباط بین قدرت بازار محصول و تصمیمات سرمایه‌گذاری (اندازه‌گیری شده توسط دو معیار میزان سرمایه‌گذاری و کارایی سرمایه‌گذاری) مورد آزمون قرار گرفت. نتایج حاصل از این فرضیه نشان داد قدرت بازار محصول هم بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و هم بر میزان کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر منفی و معنادار دارد، به این معنا که با افزایش قدرت شرکت در قیمت‌گذاری محصولات، از میزان سرمایه‌گذاری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها کاسته می‌شود و این نتیجه مخالف استدلال بیان شده می‌باشد. این نتیجه موافق پژوهش مقدم (۱۳۹۷)، نوروز زاده و ایمان زاده (۱۳۹۶)، رحمان (۱۳۹۶)، ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۵)، جعفری و لعلی (۱۳۹۵)، روحی و کریمیار (۱۳۹۴)، سلطانی و همکاران (۱۳۹۳) و مخالف دباغ و همکاران (۱۳۹۹)،

عینی و همکاران (۱۳۹۸)، بیگ مرادی (۱۳۹۶)، جورجیس<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۲۰)، چان و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۶) می باشد.

## ۵-۲-۲ تفسیر فرضیه دوم

قدرت بازار محصول بر ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر دارد. قدرت بازار به‌عنوان توان عوامل بازار در تأثیرگذاری بر قیمت کالا در بازار برای به دست آوردن منافع بیشتر از شرایط رقابت کامل می باشد و تنها به قدرت عرضه‌کننده محدود نمی‌شود، بلکه در شرایطی تقاضاکنندگان نیز دارای قدرت بازار می‌شوند. فرآیند اعمال قدرت در بازارهای مختلف متفاوت بوده و به ساختار بازار باز می‌شود. همچنین تحلیل گران مالی، قدرت بازار محصول را عاملی مهم در ارزیابی چشم‌اندازهای یک شرکت می‌دانند. قدرت بازار محصول نوسان‌پذیری جریان وجه نقد شرکت را پایین می‌آورد و در نتیجه نوسان‌پذیری بازده سهام آن هم پایین خواهد آمد. با افزایش قدرت بازار، جریان‌های نقد و بازده‌های مورد انتظار قطعیت بیشتری می‌یابند و این امر صحت اطلاعات سرمایه‌گذاران درباره قیمت سهام را بهبود می‌بخشد. در نتیجه شرکت‌هایی که قدرت بیشتری دارند، اثر قیمتی کمتر و نقدشوندگی سهام بهتری دارند و افزایش نقدشوندگی موجب انگیزش بیشتر سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های معاملاتی می‌گردد.

از سوی دیگر عدم اطمینان خاص شرکت به دلیل کاهش عرضه وجوه شرکت و افزایش ریسک شرکت، موجب گریز سرمایه‌گذاران می‌شود و از طرفی نیز این شرکت‌ها به دلیل مشکلات عدیده‌ای که با آن روبرو می‌شوند، فرصت کمتری برای تأمین مالی از طریق بدهی خواهند داشت و در نتیجه در خصوص امکان بازپرداخت تعهدات این شرکت‌ها نیز عدم اطمینان وجود خواهد داشت. این شرکت‌ها احتمالاً به دلیل

---

1 Georgios  
2 chune

مشکلاتی که در تأمین منابع نقدی خواهند داشت، از یک پروژه‌های سرمایه‌گذاری مطلوب را از دست خواهند داد و از طرف دیگر سرمایه‌گذاران نیز انگیزه‌ای برای افزایش سرمایه خود در این شرکت‌ها نخواهند داشت. به طور خلاصه نااطمینانی ویژه شرکت، ریسک شرکت را افزایش داده و سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها به دلیل ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران کاهش خواهد یافت و افزایش قدرت بازار محصول در این شرکت‌ها به دلیل به دست آوردن سهم بیشتری از فروش آن محصول در بازار و به دست آوردن شهرت و اعتبار برای شرکت و مرتفع نمودن مشکل کمبود منابع مالی، ارتباط منفی بین نااطمینانی ویژه شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری را تعدیل می‌نماید؛ بنابراین در این فرضیه تاثیر رقابت در بازار محصول بر ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری مورد آزمون قرار گرفت و تصمیمات سرمایه‌گذاری از طریق دو معیار میزان سرمایه‌گذاری و کارایی سرمایه‌گذاری مورد آزمون قرار گرفت. نتیجه حاصل از این فرضیه نشان داد قدرت بازار محصول بر ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری تاثیر منفی و معنادار دارد، به اینصورت که ضریب نااطمینانی ویژه شرکت در حضور متغیر قدرت بازار محصول از عدد  $-0,474$  به عدد  $-0,263$  کاهش داشته است و ضریب نااطمینانی ویژه شرکت در حضور متغیر قدرت بازار محصول از عدد  $-0,274$  به عدد  $-0,126$  کاهش داشته است. این نتیجه موافق جیانگ و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۵) و مخالف نتایج جورجیس<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۲۰)، لاکسامانا و یانگ<sup>۳</sup> (۲۰۱۵)، پوراس و متتو<sup>۴</sup> (۲۰۱۱)، پوراس و متتو (۲۰۱۰)، آلن و گیل<sup>۵</sup> (۲۰۰۰) می‌باشد.

---

1 Jiang

2 Georgios

3 lakshamana

4 Mateo & Porras

5 Alen



## ۵-۳ بحث و نتیجه‌گیری

شرکت‌های تجاری برای موفقیت در تجارت و رشد و پیشرفت ناچار به اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری در دنیایی هستند که با ناطمینانی‌های متعددی احاطه شده است. ناطمینانی دارای طیف گسترده ایست که ناشی از عوامل متعددی است، از جمله: ماهیت شرایط تصمیم‌گیری، نوسان محیط، تعداد اهدافی که باید بین آنها تعادل برقرار شود، نتایج آتی تصمیم، کیفیت واحد تصمیم‌گیرنده و سایر عوامل. با توجه به اینکه ناطمینانی در ذات شرکت‌ها وجود دارد و تصمیمات سرمایه‌گذاران را تحت تاثیر قرار می‌دهد، شرکت‌ها باید به دنبال راهکارهایی باشند که بتوانند مزیت‌هایی برای شرکت‌ها ایجاد نموده و سهام شرکت را برای سرمایه‌گذاران جذاب نمایند. قدرت بازار محصول یکی از راهکارهایی هست که می‌تواند در صورت مواجهه شرکت با ناطمینانی ویژه شرکت، به عنوان یک مصون ساز طبیعی در برابر این پیامد منفی، عمل نماید و با مهار کردن شوک‌های ناشی از این ناطمینانی‌ها، ارزش شرکت را حفظ نموده و با ایجاد ایمنی در برابر کمبود وجه نقد و افزایش توانایی مقابله با شرایط بد اقتصادی، مخاطره و ریسک شرکت را کاهش داده و در نهایت تصمیمات سرمایه‌گذاری را تحت تاثیر قرار دهد. فلذا در این پژوهش به مطالعه ناطمینانی ویژه شرکت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن نقش قدرت بازار محصول ۱۴۸ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۳-۱۳۹۸ پرداخته شد.

در این تحقیق جهت اندازه‌گیری تصمیمات سرمایه‌گذاری (متغیر وابسته) از دو معیار میزان سرمایه‌گذاری و کارایی سرمایه‌گذاری، جهت اندازه‌گیری ناطمینانی ویژه شرکت (متغیر مستقل) از انحراف معیار ماهانه شرکت (ریسک غیر سیستماتیک شرکت) و جهت اندازه‌گیری قدرت بازار محصول (متغیر تعدیل‌گر) از نسبت حاشیه سود عملیاتی استفاده شده است. همچنین چهار متغیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اندازه شرکت، سیاست تقسیم سود، اهرم مالی نیز به عنوان متغیرهای کنترلی این پژوهش انتخاب شدند. در نهایت دو فرضیه

اصلی مطرح گردید و برای هر فرضیه اصلی نیز دو فرضیه فرعی در نظر گرفته شد و توسط نرم افزار آماری ایویوز مورد آزمون و تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج حاصل از فرضیه اول نشان داد نااطمینانی ویژه شرکت بر تصمیمات سرمایه گذاری هم از بعد میزان سرمایه گذاری و هم از بعد کارایی سرمایه گذاری تاثیر کاهنده دارد. نتایج حاصل از فرضیه دوم نشان داد قدرت بازار محصول بر ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و تصمیمات سرمایه گذاری هم از بعد میزان سرمایه گذاری و هم از بعد کارایی تصمیمات سرمایه گذاری تاثیر کاهنده دارد.

## ۴-۵ محدودیت‌های پژوهش

-در مورد این تحقیق عوامل دیگری از جمله عوامل کلان سیاسی و اقتصادی وجود دارد که ممکن است از دسترس محقق خارج باشند و می‌تواند بر نتایج تحقیق اثرگذار باشند، لکن اثر این عوامل در این تحقیق در نظر گرفته نشده است.

-همچنین محدودیتی که بر پایه آمار استنباطی انجام می‌شود، در خصوص تعمیم نتایج آن به سایر شرایط و دوره‌ها می‌باشد. این امکان وجود دارد که ارتباطاتی که در این تحقیق ثابت شده‌اند در دوره‌ها و یا شرایط متفاوت از شرایط این تحقیق برقرار نباشند و یا اینکه نوع ارتباطات به گونه‌ای دیگر باشند، بنابراین در تعمیم نتایج این تحقیق احتیاط لازم باید به عمل آید.

-به دلیل صرفه جویی در زمان و هزینه انجام پژوهش، بازه زمانی این تحقیق ۱۳۹۳-۱۳۹۸ اختیار گردید، اگر بازه زمانی بیشتری اختیار گردد احتمالاً نتایج متفاوتی حاصل خواهد شد.

-این پژوهش در سطح کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بدون تفکیک شرکتها از نظر نوع صنعت انجام شده است.

-این پژوهش بر اساس اطلاعات ارائه شده در صورت های مالی حسابرسی شده شرکت ها انجام شده است بنابراین بدیهی است که نتایج آن تحت تاثیر صحت اطلاعات موجود در صورت های مالی قرار بگیرد.

## **۵-۵ پیشنهاد پژوهش**

### **۵-۵-۱ پیشنهاد کاربردی پژوهش**

با توجه به نتایج حاصل از فرضیه اول این پژوهش که نشان داد نااطمینانی ویژه شرکت بر تصمیمات سرمایه گذاری تاثیر منفی و معنادار دارد، به این معنا که نااطمینانی های خاص شرکت موجب افزایش ابهامات در مورد فعالیت و نحوه مدیریت شرکت گردیده و دیدگاه سرمایه گذاران نسبت به این شرکت ها دچار تغییر گردیده است، بنابراین ضروری است تا مدیران شرکت ها اقدامات اساسی در جهت شناسایی و برطرف نمودن هرگونه نااطمینانی در شرکت ها بنمایند. همچنین به قانون گذاران و سیاست گذاران بازار سرمایه پیشنهاد می شود نااطمینانی ویژه شرکت را به عنوان یکی از عواملی که منجر به اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری نادرست و ناکارا می گردد، در نظر گرفته و با اتخاذ قوانین پیشگیرانه و تدابیر مناسب تا حد امکان از شدت این نااطمینانی ها در شرکت ها بکاهند.

بر اساس نتایج حاصل از فرضیه دوم همچنین به تصمیم گیرندگان و برنامه ریزان استراتژی های تجاری شرکت نیز پیشنهاد می شود موفقیت آمیز بودن قدرت بازار محصول را در تعدیل ارتباط بین نااطمینانی ویژه شرکت و تصمیمات سرمایه گذاری در نظر گرفته و در برنامه ریزی های خود به این نکته توجه نمایند. به سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان نیز پیشنهاد می شود در تصمیمات خود مبنی بر اعتبار دهی یا سرمایه گذاری در این شرکت ها، میزان نااطمینانی ویژه شرکت ها را در نظر بگیرند.

## ۵-۵-۲ پیشنهادات موضوعی

- پیشنهاد می‌شود همین موضوع به تفکیک صنایع مختلف انجام پذیرد.
- پیشنهاد می‌شود همین موضوع در شرکت‌های واسطه‌گری مالی و بانک‌ها و بیمه‌ها انجام پذیرد.
- پیشنهاد می‌شود در تحقیقات بعدی از سایر معیارهای اندازه‌گیری متغیرهای مورد استفاده در این تحقیق، استفاده گردد

- پیشنهاد می‌شود در تحقیقات بعدی بازه زمانی بیشتری جهت بررسی متغیرهای تحقیق در نظر بگیرند

- همچنین انجام موضوعات زیر به پژوهشگران توصیه می‌شود:

- رابطه بین نااطمینانی ویژه شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن استراتژی‌های تجاری
  - رابطه بین نااطمینانی سیاست‌های کلان اقتصادی و تصمیمات سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن قدرت بازار
- محصول

- رابطه بین نااطمینانی سیاست‌های کلان اقتصادی و تصمیمات سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن استراتژی‌های تجاری شرکت

## ۵-۶ خلاصه فصل

در این فصل ابتدا نتیجه‌گیری‌های حاصل از آزمون هر یک از فرضیه‌ها ارائه گردید و سپس نتایج به دست آمده مورد تحلیل قرار گرفتند. در نهایت ضمن مقایسه نتایج تحلیل‌ها با تحقیقات انجام شده قبلی، نتیجه‌گیری کلی از تحقیق صورت پذیرفت. در ادامه پیشنهادات حاصل از نتایج تحقیق و همچنین پیشنهادات جهت تحقیقات آتی و محدودیت‌های پیش روی تحقیق حاضر مطرح گردید.

## منابع و ماخذ

### منابع فارسی

-احمد پور کاسکری، احمد و مریم عجم (۱۳۸۹)، بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال سوم، شماره ۱۱، صص ۱۲۴-۱۰۷.

-ابراهیمی سید کاظم، بهرامی نسب علی، پروانه صدیقه (۱۳۹۵)، رقابت در بازار محصول، جریان نقد آزاد، بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری، فصلنامه علمی پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال ۱۳، شماره ۵۰، صص ۱۲۹-۱۴۸.

-امیری حسین، پیر داده بیرانوند محبوبه (۱۳۹۸)، نا اطمینانی سیاست‌های اقتصادی و بازار سهام ایران با تکیه بر رویکرد تغییر رژیم مارکف، نشریه علمی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال دوازدهم، شماره چهل و چهارم، صص ۴۹-۶۷.

-الیاس پور بهنام، دشتبان فاروجی مجید، دشتبان فاروجی سحر (۱۳۹۷)، اثر مخارج دولت و نااطمینانی اقتصاد کلان بر سرمایه گذاری، فصلنامه اقتصاد و الگو سازی، دانشگاه شهید بهشتی، صص ۶۸-۹۹.

-انصاری عبدالمهدی، صفری بیدسکان سعید (۱۳۹۳)، بررسی محافظه کاری در سود حسابداری و عوامل مؤثر بر آن، مجله علمی پژوهشی دانش حسابداری مالی، دوره ۱، شماره ۱، صص ۱۰۹-۱۲۷.

-بیگ مرادی مینا (۱۳۹۶)، بررسی اثر رقابت در بازار محصول بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه ولی عصر (ع) رفسنجان، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، گروه حسابداری

-تهرانی رضا، نور بخش عسکر (۱۳۸۵)، مدیریت سرمایه گذاری، تهران، انتشارات نشر نگاه دانش.

-پژوهش مقدم نعیمه (۱۳۹۵)، بررسی ریسک سیستماتیک و تنوع بخشی با تصمیمات شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بها دار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد یزد.

-پژویان جمشید، فقیه نصیری مرجان (۱۳۸۸)، اثر رقابت مندی بر رشد اقتصادی با رویکرد الگوی رشد درون زاء، فصل نامه پژوهش های اقتصادی، سال سیزدهم، (۳۸)، صص ۹۷-۱۳۲.

- ثقفی علی و مجید معتمدی فاضل (۱۳۹۰)، رابطه میان کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه گذاری در شرکت های با امکانات سرمایه گذاری بالا، پژوهش های حسابداری مالی، سال سوم، شماره ۴، دوره ۱۰، صص ۱-۱۴.

-جعفری آزاد بهروز، لعلی سرابی بهروز (۱۳۹۵) بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چهارمین همایش علمی پژوهشی یافته های نوین علوم مدیریت کارآفرینی و آموزش ایران

-خداداد کاشی فرهاد (۱۳۸۵)، ساختار و عملکرد بازار: نظریه و کاربرد آن در بخش صنعت ایران، مؤسسه مطالعات و پژوهش های بازرگانی، تهران، چاپ دوم، صص ۳۰۱-۳۱۸.

-جلال آبادی اسدالله، میر جلالی فاطمه (۱۳۸۴)، انحصار و تمرکز در صنایع ایران مطالعه موردی برخی از صنایع، فصلنامه دانش حسابرسی، شماره ۵۷، سال چهارم، صص ۲۱۰-۲۰۷.

- راعی رضا(۱۳۷۷)، طراحی مدل سرمایه گذاری مناسب در سبد سهام با استفاده از هوش مصنوعی(شبکه های عصبی)، رساله دکتری، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت.

-روحی علی، کریمیار مروارید (۱۳۹۴)، ارتباط بین ساختار رقابتی بازار محصول و کارایی سرمایه گذاری، ششمین کنفرانس بین المللی مدیریت، اقتصاد و صنایع مهندسی

-رحمان کبرات احمد علی (۱۳۹۶)، تأثیر رقابت در بازار محصول بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه، کنفرانس علمی پژوهش های نوین حسابداری و مدیریت در هزاره سوم

-دباغ رحیم، مولایی حبیب، خلیفه تورج (۱۳۹۹)، بررسی تاثیر محدودیت مالی بر رابطه بین رقابت در بازار محصول و سرمایه گذاری شرکت در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، هفتمین همایش ملی مطالعات و تحقیقات نوین در حوزه علوم انسانی، مدیریت و

کارآفرینی، <https://civilica.com/papers/1-10533>

-دستگیر محسن، ساعدی رحمان، با تقوا حامد، زیودار زهره (۱۳۹۱)، تأثیر جریان وجوه نقد عملیاتی و اندازه شرکت بر تصمیم های سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های تجربی حسابداری، شماره سوم، صص ۱-۱۷.

-سلطانی خلیفه، رحیمی سید احمد، عزیزالهی مجید (۱۳۹۲)، تأثیر رقابت بازار بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت های تولیدی عضو بورس اوراق بهادار تهران. شماره ۱، صص ۸۱ تا ۹۶.

-سلیمانی امیری غلامرضا، گروه ای پگاه (۱۳۹۶)، بررسی اثر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک، پیشرفت‌های حسابداری، دوره نهم، شماره ۱، صص ۹۹-۱۲۴.

-شایان زینیوند عبدالله، داب آسیه، عسگری حشمت اله (۱۳۹۵)، بررسی اثر رابطه مبادله و تلاطم آن بر ارزش افزوده بخش صنعت ایران، فصلنامه اقتصاد مقداری (بررسی های اقتادی سابق)، دوره ۱۳، شماره ۱، صص ۴۹-۶۷.

-شادمهری مطهری، کاری مهرزاد (۱۳۹۶)، بررسی رابطه تمرکز بازار با تصمیمات سرمایه گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های جدید در مدیریت و حسابداری، دوره جدید، شماره ۳ از ۳۳ تا ۵۷.

-رحیمی الهام، حری حمید رضا (۱۳۹۴)، اثرات نا اطمینانی نرخ ارز و تورم بر فرصت‌های سرمایه گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، سال ششم، ش ۲۳، صص ۱۲۵-۱۴۶.

-فرخ فر رقیه (۱۳۹۷)، بررسی عوامل مؤثر بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد

-عینی آرش، همدم هادی، قدیم پور جواد (۱۳۹۸)، تأثیر عدم اطمینان محیطی بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره دوم، شماره ۹، از ۴۹ تا ۶۱.



-عربصالحی مهدی، گوگردچیان احمد، هاشمی مهدی (۱۳۹۳)، عوامل مؤثر بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال ششم، شماره ۲۳، صص ۶۷-۸۵.

-کریمی فرزاد، اخلاقی حسنعلی، رضایی مهر فاطمه (۱۳۸۹)، بررسی تأثیر اهرم مالی و فرصت‌های رشد شرکت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصل نامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۸، صص ۶۰-۷۴.

-لطفی محمد (۱۳۹۷)، ارتباط بین سیاست‌های مالی شرکت‌ها و ارزش منابع نقدی تحت شرایط عدم اطمینان، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شهر قدس

-محمدی علی‌رضا (۱۳۹۰)، سرمایه‌گذاری بنگاه هلدینگ و رویکردهای مؤثر در توسعه آن. مجموعه مقاله‌های اولین کنفرانس سازمان‌های هلدینگ، صص ۱۵-۵.

-مشکی میاوقی مهدی، دلیریان اکبر (۱۳۹۴)، بررسی پایداری سود، ساختار صنعت و قدرت بازار در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهشنامه بازرگانی، شماره ۷۶، صص ۱-۲۷.

-مهرانی ساسان، عبدالرضا تالانه (۱۳۸۸)، تقسیم سود در شرکت‌ها، مجله حسابداری، شماره ۱۲۵، صص ۲۵-۴۰.

-مرجوعی مرتضی (۱۳۹۷)، مدیریت عدم اطمینان در تصمیمات استراتژیک، فصلنامه تخصصی رشته مدیریت دانشگاه امام رضا (ع).

-نوروز زاده کلید بری، معصومه؛ ایمان زاده، پیمان؛ ۱۳۹۶، تأثیر رقابت در بازار محصول بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس ملی پژوهش های نوین حسابداری و مدیریت در هزاره سوم

## منابع غیر فارسی

- Allen, F. (2005). "Corporate Governance in Emerging Economies". Oxford Review of Economic Policy, 21 (2): 164-177.
- Akron sagi, Ender Demir, José María Díez-Esteban, Conrado Diego García-Gómez (2020), Economic policy uncertainty and corporate investment: Evidence from the U.S. hospitality industry, Tourism Management, Volume 77, 104019
- Aivazian, V. A. Ge, Y., & Qiu, J. (2005). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. Journal of Corporate Finance, 11(1), 277-291.
- Baker, M., Bradley, B., & Wurgler, J. (2011). Benchmarks as limits to arbitrage: Understanding the low-volatility anomaly. Financial Analysts Journal, 67(1), 4054-.
- Biddle, G., G. Hilary, and R. Verd. (2009). "How does financial reporting quality relate to investment efficiency? " Journal of Accounting and Economics, 48: 112–131.
- Brav, A., J. R. Graham, C. R. Harvey, and R. Michaely (2005), Payout policy in the 21st century, Journal of Financial Economics, 77 (3): 483–527
- Bond S. (2002), "Dynamic Panel Data Models: A Guide to Micro Data Methods and Practice", Portuguese Economic Journal, Vol. 1, No. 2, PP. 141-162
- Cyert, R.M. and March, J.G(1992) A behavioral theory of the firm, second edition, Blackwell, Oxford

- Dai, Y., Kong, D., Wang, L., (2013), Information asymmetry, mutual funds and earnings management: Evidence from China, *China Journal of Accounting Research* 6, 187–209.
- Datta, S., Datta, M. AND Singh, V. (2013). Product Market Power, Industry Structure and Corporate Earnings Management. [www.efmaefm.org/.../2013-Reading/.../EFMA2013\\_0011\\_fullpaper](http://www.efmaefm.org/.../2013-Reading/.../EFMA2013_0011_fullpaper).
- Doherty, N.A McGraw-Hill, (1985)Corporate risk management: a financial exposition, Newyorporate investment: Evidence from China, *Journal of Corporate Finance*, Volume 35, December 2015, Pages 196-210
- Georgios Chortareas,Emmanouil Noikokyris,Fathima Roshan Rakeeb(2020) Investment, firm-specific uncertainty, and market power in South Africa,*Economic Modelling*, <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.03.021>
- Grier & K. perry. (1998). Inflation And Inflation Uncertainty In Mexico: 19960-1997, *Trimester Economic*, July, pp. 407-426.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2007). Corporate payout policy and product market competition. Available at SSRN:<http://ssrn.com/abstract=972221>, Available Online at March 20, 2006.
- Kale, J.R., loon,Y.C. (2011)."Product market power and stock market liquidity".*Journal of Financial Markets* 14: 376–410.
- Kadapakkam, P. R., Kumar, p. c., & Riddick, L. A. (1998). "The Impact of cash Flow and Firm Size on Investment": The International Evidence”*Journal of Banking & Finance*, 293- 320.
- Laffman, George- Lea, Edward- Sanderson, Stuart- Kenny, Brain(1996) *Strategic management: an analytical introduction*, Blackwell, Massachusetts
- Leledakis, G. N., Davidson, I., & Smith, J. (2004). Does Firm Size Predict Stock Returns? Evidence from the London Stock Exchange. *Evidence from the London Stock Exchange*.

- Mintzberg, Henry (1990)The design school: )1990 reconsidering the basic premises of strategic,management, Strategic management journal
- Neal M. Stoughton, Kit Pong Wong and Long Yi(2017) Investment Efficiency and Product Market Competition, Volume 52, Journal of Financial and Quantitative Analysis DOI: <https://doi.org/10.1017/S0022109017000746>
- O'regan, N. (2002). “Market Share: the Conduct to Future Success?*European Business Review*, 14 (4): 287-293
- Peress, J. (2010). Product Market Competition, Insider Trading and Stock Market Efficiency.*Journal of Finance*, Vol.65, No.1, Pp.1–43.
- Porrás, A.R. and Mateo, C.L. (2010). “Corporate Governance, Market Competition and Investment Decisions in Mexican Manufacturing Firms”. *Middle Eastern Finance and Economics*, Issue 10: 94-115.
- Zafar, N., Urooj, S. F., & Durrani, T. K. (2008). Interest rate volatility and stock return and volatility. *European journal of economics, finance and administrative sciences*, 14(1), 135140-

## پیوست ها:

### پیوست الف: لیست شرکت های نمونه آماری پژوهش

ردیف	نام	نماد
۱	البرزدارو	دالبر
۲	الکترونیک خودرو شرق	خشرق
۳	اما	فاما
۴	ایران تایر	پتایر
۵	ایران یاسا	پاسا
۶	ایرکا پارت صنعت	خکار
۷	آبادگران	ثاباد
۸	آبسال	لابسا
۹	آذرباب	فاذر
۱۰	آلومینیوم ایران	فایرا
۱۱	آهنگری تراکتور	خاهن
۱۲	باما	کاما
۱۳	بهنوش ایران	غبهنوش
۱۴	بیسکویت گرچی	غگرچی
۱۵	پارس خزر	لنخزر
۱۶	پارس خودرو	خپارس
۱۷	پارس دارو	دپارس
۱۸	پارس سوئیچ	بسویچ
۱۹	پتروشیمی خارک	شخارک
۲۰	پتروشیمی خراسان	خراسان
۲۱	پتروشیمی شیراز	شیراز
۲۲	پتروشیمی فن آوران	شفن
۲۳	پشم شیشه ایران	کپشیر
۲۴	پگاه آذربایجان	غشاذر
۲۵	پگاه خراسان	غشان
۲۶	پلاسکوکار سایپا	پلاسک
۲۷	تامین ماسه	کماسه
۲۸	تاید واتر خاورمیانه	حتاید
۲۹	تجارت الکترونیک پارسیان	رتاپ
۳۰	تراکتورسازی	تایرا

رتکو	تکین کو	۳۱
تکنو	تکنوتار	۳۲
فجام	جام دارو	۳۳
کچاد	چادرملو	۳۴
خچرخش	چرخشگر	۳۵
حفاری	حفاری شمال	۳۶
حفارس	حمل و نقل بین المللی خلیج فارس	۳۷
حتوکا	حمل و نقل توکا	۳۸
کخاک	خاک چینی ایران	۳۹
رانفور	خدمات انفورماتیک	۴۰
تکشا	خدمات کشاورزی	۴۱
مداران	داده پردازی ایران	۴۲
دابور	دارو ابوریحان	۴۳
داسوه	دارو اسوه	۴۴
دلر	دارو اکسیر	۴۵
دامین	دارو امین	۴۶
دجابر	دارو جابرابن حیان	۴۷
درازک	دارو رازک	۴۸
دزهرای	دارو زهرای	۴۹
دسبحا	دارو سبحان	۵۰
دفارا	دارو فارابی	۵۱
دلقما	دارو لقمان	۵۲
دکوثر	داروسازی کوثر	۵۳
پدرخش	درخشان تهران	۵۴
شدوص	دوده صنعتی پارس	۵۵
ختور	رادیاتور ایران	۵۶
دروز	روز دارو	۵۷
خرینگ	رینگ سازی مشهد	۵۸
ختراک	ریخته‌گری تراکتورسازی ایران	۵۹
ددام	زاگرس فارمد پارس	۶۰
خزامیا	زامیاد	۶۱
خپویش	سازه پویش	۶۲
غسالم	سالمین	۶۳
خاذین	سایپا آذین	۶۴

کسپا	سایپا شیشه	۶۵
فیتتا	سپتتا	۶۶
ساروم	سیمان ارومیه	۶۷
سبهان	سیمان بهبهان	۶۸
ستران	سیمان تهران	۶۹
سخاش	سیمان خاش	۷۰
ساراب	سیمان داراب	۷۱
سدور	سیمان دورود	۷۲
سرود	سیمان شاهرود	۷۳
سصوفی	سیمان صوفیان	۷۴
سغرب	سیمان غرب	۷۵
سفانو	سیمان فارس نو	۷۶
دسینا	سینادارو	۷۷
سقاین	سیمان قائن	۷۸
سهرمز	سیمان هرمزگان	۷۹
سهگمت	سیمان هگمتان	۸۰
غشهد	شهد ایران	۸۱
بکام	شهید قندی	۸۲
کرازی	شیشه دارویی رازی	۸۳
دشیمی	شیمی داروپخش	۸۴
شسینا	شیمیایی سینا	۸۵
شفارس	شیمیایی فارس	۸۶
کرماشا	صنایع پتروشیمی کرمانشاه	۸۷
خریخت	صنایع ریخته گری ایران	۸۸
پکرمان	صنعتی بارز	۸۹
دفرا	فرآورده تزریقی	۹۰
کفرا	فرآورده های نسوز ایران	۹۱
کاذر	فرآورده های نسوز آذر	۹۲
فرآور	فرآوری مواد معدنی	۹۳
فروس	فروسلیس ایران	۹۴
خفنر	فنر سازی خاور	۹۵
خزر	فنر سازی زر	۹۶
فجر	فولاد امیرکبیر کاشان	۹۷
فولاز	فولاد آلیاژی ایران	۹۸

فخوز	فولاد خوزستان	۹۹
فولاد	فولاد مبارکه اصفهان	۱۰۰
چغییر	فییر ایران	۱۰۱
ختوقا	قطعات اتومبیل	۱۰۲
قصفها	قند اصفهان	۱۰۳
قزوین	قند قزوین	۱۰۴
بالبر	کابل البرز	۱۰۵
رکبش	کارت اعتباری ایران کیش	۱۰۶
دارو	کارخانجات داروپخش	۱۰۷
چکاوه	کاغذ سازی کاوه	۱۰۸
شکرین	کرین ایران	۱۰۹
تکمبا	کمباین سازی	۱۱۰
دکیمی	کیمیدارو	۱۱۱
چکارن	کارتن ایران	۱۱۲
کلوند	کاشی الوند	۱۱۳
کپارس	کاشی پارس	۱۱۴
غاذر	کشت و صنعت پیاذر	۱۱۵
خکمک	کمک فنریندامین	۱۱۶
خبهمن	گروه بهمن	۱۱۷
پسهند	لاستیک سهند	۱۱۸
بشهاب	لامپ پارس شهاب	۱۱۹
غپاک	لبنیات پاک	۱۲۰
غالبر	لبنیات کالبر	۱۲۱
شلعاب	لعابیران	۱۲۲
خلنت	لنت ترمز	۱۲۳
فلوله	لوله و ماشین سازی	۱۲۴
تمحرکه	ماشین سازی نیرو محرکه	۱۲۵
خممحور	محور خودرو	۱۲۶
خوشاز	محورسازان	۱۲۷
اخابر	مخابرات ایران	۱۲۸
فباهنر	مس باهنر	۱۲۹
کبافق	معادن بافق	۱۳۰
کروی	معادن روی ایران	۱۳۱
کمنگنز	معادن منگنز ایران	۱۳۲



شاملا	معدنی املاح ایران	۱۳۳
زمگسا	مگسال	۱۳۴
فسرب	ملی سرب و روی	۱۳۵
فملی	ملی صنایع مس ایران	۱۳۶
دتماد	مواد داروپخش	۱۳۷
خموتور	موتورسازان تراکتور	۱۳۸
غمهرا	مهرام	۱۳۹
خمهر	مهرکام پارس	۱۴۰
حپترو	مهندسی حمل و نقل پتروشیمی	۱۴۱
خنصیر	نصیر ماشین	۱۴۲
شبهرن	نفت بهران	۱۴۳
شنفت	نفت پارس	۱۴۴
فنوال	نورد آلومینیوم	۱۴۵
فنورد	نورد قطعات فولادی	۱۴۶
خمحرکه	نیرو محرکه	۱۴۷
بنیرو	نیرو ترانس	۱۴۸

## پیوست ب: خروجی نرم افزار

آمار توصیفی

	INV	INVEFF	UNC	OPM
Mean	0.054638	-0.278093	0.081816	0.181902
Median	0.009308	-0.245048	0.065821	0.155083
Maximum	1.525693	-0.000314	0.718323	0.985232
Minimum	-0.254574	-0.888043	0.001751	-0.799271
Std. Dev.	0.175205	0.220266	0.063346	0.225888
Skewness	4.764693	-0.714864	2.490123	0.173966
Kurtosis	29.45359	2.668910	16.83198	5.910495
Jarque-Bera	29252.25	79.68846	7996.679	317.9053
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	48.51869	-246.9462	72.65268	161.5291
Sum Sq. Dev.	27.22795	43.03449	3.559246	45.25957
Observations	888	888	888	888

	GROWTH	LEV	SIZE	DPS
Mean	6.035937	0.555984	14.57034	0.428263
Median	3.805102	0.565035	14.41968	0.271112
Maximum	314.9832	1.326017	20.18339	8.459584
Minimum	-1157.049	0.012733	11.12892	-1.633025
Std. Dev.	43.82815	0.215408	1.413108	0.691422
Skewness	-20.39477	-0.033828	0.819287	5.299952
Kurtosis	565.8787	3.065426	4.429841	50.14415
Jarque-Bera	11784361	0.327740	174.9867	86392.36
Probability	0.000000	0.848852	0.000000	0.000000
Sum	5359.912	493.7137	12938.46	380.2975
Sum Sq. Dev.	1703844.	41.15752	1771.228	424.0428
Observations	888	888	888	888

Null Hypothesis: Stationarity  
 Series: INV  
 Date: 01/19/21 Time: 19:00  
 Sample: 1993 1998  
 Exogenous variables: Individual effects  
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel  
 Total (balanced) observations: 888  
 Cross-sections included: 148

Prob.**	Statistic	Method
0.0000	13.1196	Hadri Z-stat
0.0000	16.0836	Heteroscedastic Consistent Z-stat

Null Hypothesis: Stationarity  
 Series: INVEFF  
 Date: 01/19/21 Time: 19:02  
 Sample: 1993 1998  
 Exogenous variables: Individual effects  
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel  
 Total (balanced) observations: 888  
 Cross-sections included: 148

Prob.**	Statistic	Method
0.0000	13.9561	Hadri Z-stat
0.0000	17.8165	Heteroscedastic Consistent Z-stat

Null Hypothesis: Stationarity  
 Series: UNC  
 Date: 01/19/21 Time: 19:02  
 Sample: 1993 1998  
 Exogenous variables: Individual effects  
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel  
 Total (balanced) observations: 888  
 Cross-sections included: 148

Prob.**	Statistic	Method
0.0000	13.1619	Hadri Z-stat
0.0000	17.8342	Heteroscedastic Consistent Z-stat

Null Hypothesis: Stationarity  
 Series: OPM  
 Date: 01/19/21 Time: 19:02  
 Sample: 1993 1998  
 Exogenous variables: Individual effects  
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel  
 Total (balanced) observations: 888  
 Cross-sections included: 148

Prob.**	Statistic	Method
0.0000	16.7131	Hadri Z-stat
0.0000	17.3352	Heteroscedastic Consistent Z-stat

Null Hypothesis: Stationarity  
 Series: GROWTH  
 Date: 01/19/21 Time: 19:03  
 Sample: 1993 1998  
 Exogenous variables: Individual effects  
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel  
 Total (balanced) observations: 888  
 Cross-sections included: 148

Prob.**	Statistic	Method
0.0000	12.3662	Hadri Z-stat
0.0000	18.3117	Heteroscedastic Consistent Z-stat

Null Hypothesis: Stationarity  
 Series: LEV  
 Date: 01/19/21 Time: 19:03  
 Sample: 1993 1998  
 Exogenous variables: Individual effects  
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel  
 Total (balanced) observations: 888  
 Cross-sections included: 148

Prob.**	Statistic	Method
0.0000	16.3626	Hadri Z-stat
0.0000	17.9331	Heteroscedastic Consistent Z-stat

Null Hypothesis: Stationarity  
 Series: SIZE  
 Date: 01/19/21 Time: 19:03  
 Sample: 1993 1998  
 Exogenous variables: Individual effects  
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel  
 Total (balanced) observations: 888  
 Cross-sections included: 148

Prob.**	Statistic	Method
0.0000	19.8855	Hadri Z-stat
0.0000	20.4019	Heteroscedastic Consistent Z-stat

Null Hypothesis: Stationarity  
 Series: DPS  
 Date: 01/19/21 Time: 19:03  
 Sample: 1993 1998  
 Exogenous variables: Individual effects  
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel  
 Total (balanced) observations: 870  
 Cross-sections included: 145 (3 dropped)

Prob.**	Statistic	Method
0.0000	15.1867	Hadri Z-stat
0.0000	18.3323	Heteroscedastic Consistent Z-stat

Correlation Probability	INV	INVEFF	UNC	OPM	GROWTH	LEV	SIZE	DPS
INV	1.000000 ----							
INVEFF	0.017490 0.6027	1.000000 ----						
UNC	-0.044459 0.1856	-0.020000 0.5517	1.000000 ----					
OPM	0.084334 0.0119	0.049868 0.1376	-0.056628 0.0917	1.000000 ----				
GROWTH	0.073469 0.0286	-0.032866 0.3279	-0.250018 0.0000	0.105472 0.0016	1.000000 ----			
LEV	-0.112209 0.0008	-0.025577 0.4465	0.039239 0.2428	-0.437105 0.0000	0.047087 0.1609	1.000000 ----		
SIZE	0.108027 0.0013	-0.129684 0.0001	-0.076629 0.0224	0.388079 0.0000	0.001976 0.9531	0.035846 0.2860	1.000000 ----	
DPS	0.010568 0.7532	0.036355 0.2792	-0.005944 0.8596	0.420293 0.0000	0.019526 0.5612	-0.267182 0.0000	0.178588 0.0000	1.000000 ----

فرضیه اول: آزمون اف لیمر و هاسمن

Redundant Fixed Effects Tests  
Equation: Untitled  
Test cross-section fixed effects

Prob.	d.f.	Statistic	Effects Test
0.0044	(147,735)	1.377072	Cross-section F
0.0002	147	216.024737	Cross-section Chi-square

Correlated Random Effects - Hausman Test  
Equation: Untitled  
Test cross-section random effects

Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	Test Summary
0.0000	5	70.080395	Cross-section random

فرضیه دوم

Redundant Fixed Effects Tests  
Equation: Untitled  
Test cross-section fixed effects

Prob.	d.f.	Statistic	Effects Test
0.4133	(147,735)	1.024603	Cross-section F
0.1407	147	165.535316	Cross-section Chi-square

فرضیه سوم

Redundant Fixed Effects Tests  
Equation: Untitled  
Test cross-section fixed effects

Prob.	d.f.	Statistic	Effects Test
0.0168	(147,733)	1.297772	Cross-section F
0.0011	147	205.412214	Cross-section Chi-square

Correlated Random Effects - Hausman Test  
Equation: Untitled  
Test cross-section random effects

Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	Test Summary
0.0000	7	60.611003	Cross-section random

فرضیه چهارم

Redundant Fixed Effects Tests  
Equation: Untitled  
Test cross-section fixed effects

Prob.	d.f.	Statistic	Effects Test
0.4212	(147,733)	1.021988	Cross-section F
0.1404	147	165.560922	Cross-section Chi-square

ناهمسانی وایانس، خودهمبستگی سریالی و هم خطی

فرضیه اول

Heteroskedasticity Test: ARCH

0.6272	Prob. F(1,885)0.236048	F-statistic
0.6267	Prob. Chi-Square(1)0.236518	Obs*R-squared

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

0.8936	Prob. F(2,880)0.112554	F-statistic
0.8927	Prob. Chi-Square(2)0.227097	Obs*R-squared

Variance Inflation Factors  
Date: 01/19/21 Time: 19:17  
Sample: 1 888  
Included observations: 888

Centered VIF	Uncentered VIF	Coefficient Variance	Variable
1.002457	2.676620	0.008473	UNC
1.004186	1.023253	1.77E-08	GROWTH
1.009315	7.740865	0.000738	LEV
1.007235	108.2106	1.71E-05	SIZE
1.014137	1.403648	7.19E-05	DPS
NA	116.8415	0.003958	C

فرضیه دوم

Heteroskedasticity Test: ARCH

0.1487	Prob. F(1,885)2.089381	F-statistic
0.1483	Prob. Chi-Square(1)2.089170	Obs*R-squared

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

0.5945	Prob. F(2,880)0.520301	F-statistic
0.5919	Prob. Chi-Square(2)1.048822	Obs*R-squared

Variance Inflation Factors  
Date: 01/19/21 Time: 19:18  
Sample: 1 888  
Included observations: 888

Centered VIF	Uncentered VIF	Coefficient Variance	Variable

1.002457	2.676620	0.013315	UNC
1.004186	1.023253	2.79E-08	GROWTH
1.009315	7.740865	0.001159	LEV
1.007235	108.2106	2.69E-05	SIZE
1.014137	1.403648	0.000113	DPS
NA	116.8415	0.006220	C

فرضیه سوم

Heteroskedasticity Test: ARCH

0.7201	Prob. F(1,885)0.128527	F-statistic
0.7197	Prob. Chi-Square(1)0.128798	Obs*R-squared

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

0.7441	Prob. F(2,878)0.295650	F-statistic
0.7417	Prob. Chi-Square(2)0.597632	Obs*R-squared

Variance Inflation Factors  
Date: 01/19/21 Time: 19:18  
Sample: 1 888  
Included observations: 888

Centered VIF	Uncentered VIF	Coefficient Variance	Variable
1.532790	4.092643	0.012429	UNC
3.059050	5.044983	0.001951	OPM
2.997397	3.929723	0.149025	UNC_OPM
1.004574	1.023648	1.70E-08	GROWTH
1.283663	9.844952	0.000900	LEV
1.162595	124.9015	1.89E-05	SIZE
1.027139	1.421645	6.99E-05	DPS
NA	121.0931	0.003936	C

فرضیه چهارم

Heteroskedasticity Test: ARCH

0.1421	Prob. F(1,885)2.158377	F-statistic
0.1418	Prob. Chi-Square(1)2.157992	Obs*R-squared

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

0.5974	Prob. F(2,878)0.515420	F-statistic
0.5941	Prob. Chi-Square(2)1.041358	Obs*R-squared

Variance Inflation Factors



Date: 01/19/21 Time: 19:19  
Sample: 1 888  
Included observations: 888

Centered VIF	Uncentered VIF	Coefficient Variance	Variable
1.532790	4.092643	0.020402	UNC
3.059050	5.044983	0.003202	OPM
2.997397	3.929723	0.244623	UNC_OPM
1.004574	1.023648	2.79E-08	GROWTH
1.283663	9.844952	0.001478	LEV
1.162595	124.9015	3.11E-05	SIZE
1.027139	1.421645	0.000115	DPS
NA	121.0931	0.006460	C

تخمین نهایی

فرضیه اول

Dependent Variable: INV  
Method: Panel Least Squares  
Date: 01/19/21 Time: 19:43  
Sample: 1993 1998  
Periods included: 6  
Cross-sections included: 148  
Total panel (balanced) observations: 888

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0207	-2.317675	0.099136	-0.229764	UNC
0.0000	6.432779	0.041252	0.265365	GROWTH
0.0000	-5.876742	0.053825	-0.316313	LEV
0.0000	4.585197	0.016234	0.074436	SIZE
0.2450	-1.163587	0.009596	-0.011165	DPS
0.0005	-3.498040	0.248081	-0.867798	C

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

0.054638	Mean dependent var	0.596869	R-squared
0.175205	S.D. dependent var	0.502254	Adjusted R-squared
-0.571395	Akaike info criterion	0.168237	S.E. of regression
0.253732	Schwarz criterion	20.80316	Sum squared resid
-0.255988	Hannan-Quinn criter.	406.6994	Log likelihood
2.160821	Durbin-Watson stat	1.493390	F-statistic
		0.000409	Prob(F-statistic)

Dependent Variable: INVEFF  
 Method: Least Squares  
 Date: 01/19/21 Time: 19:20  
 Sample: 1 888  
 Included observations: 888

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-9.955883	0.029785	-0.296536	UNC
0.0000	7.716996	0.036989	0.285444	GROWTH
0.0000	-7.266439	0.034049	-0.247415	LEV
0.0000	-5.024924	0.005185	-0.026054	SIZE
0.1667	1.384080	0.010633	0.014717	DPS
0.1630	1.396076	0.078868	0.110106	C
-0.278093	Mean dependent var		0.455663	R-squared
0.220266	S.D. dependent var		0.444250	Adjusted R-squared
-0.207186	Akaike info criterion		0.217426	S.E. of regression
-0.174828	Schwarz criterion		41.69560	Sum squared resid
-0.194817	Hannan-Quinn criter.		97.99036	Log likelihood
1.961340	Durbin-Watson stat		5.664386	F-statistic
			0.000038	Prob(F-statistic)

Dependent Variable: INV  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 01/19/21 Time: 19:44  
 Sample: 1993 1998  
 Periods included: 6  
 Cross-sections included: 148  
 Total panel (balanced) observations: 888

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0001	-3.986133	0.119022	-0.474439	UNC
0.5677	0.571660	0.056501	0.032299	OPM
0.0000	-12.96880	0.020323	-0.263565	UNC_OPM
0.0000	5.725333	0.044778	0.256369	GROWTH
0.0000	-6.539722	0.055137	-0.360577	LEV
0.0000	4.367414	0.016287	0.071131	SIZE
0.2920	-1.054500	0.009467	-0.009983	DPS
0.0014	-3.198262	0.246487	-0.788331	C

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

0.054638	Mean dependent var		0.636669	R-squared
0.175205	S.D. dependent var		0.624587	Adjusted R-squared
-0.598674	Akaike info criterion		0.165810	S.E. of regression
0.237239	Schwarz criterion		20.15237	Sum squared resid
-0.279143	Hannan-Quinn criter.		420.8111	Log likelihood
2.098393	Durbin-Watson stat		1.671164	F-statistic

0.00007 Prob(F-statistic)

فرضیه چهارم

Dependent Variable: INVEFF  
Method: Least Squares  
Date: 01/19/21 Time: 19:39  
Sample: 1 888  
Included observations: 888

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-6.654369	0.041255	-0.274526	UNC
0.7161	0.363818	0.056586	0.020587	OPM
0.0000	-5.948004	0.021252	-0.126407	UNC_OPM
0.0000	7.478455	0.028569	0.213652	GROWTH
0.0000	-5.860063	0.038439	-0.225255	LEV
0.0000	-4.767785	0.005576	-0.026587	SIZE
0.1782	1.347255	0.010712	0.014432	DPS
0.1660	1.386344	0.080376	0.111428	C
-0.278093	Mean dependent var		0.698569	R-squared
0.220266	S.D. dependent var		0.602536	Adjusted R-squared
-0.202832	Akaike info criterion		0.217656	S.E. of regression
-0.159688	Schwarz criterion		41.68933	Sum squared resid
-0.186340	Hannan-Quinn criter.		98.05719	Log likelihood
1.962657	Durbin-Watson stat		4.056347	F-statistic
			0.000218	Prob(F-statistic)

## **ABSTRACT**

Profitable investment is the pulse of a firm and is considered a fundamental factor in determining its value and is influenced by many factors inside and outside the firm. firm-specific uncertainty and product market power are among the factors that influence investment decisions. In this study, the specific uncertainty of the firm on investment decisions was examined by considering the role of market power of 148 companies in the period 2014-2020. In order to achieve the objectives of the research, two main hypotheses were proposed and for each main hypothesis, two sub-hypotheses were considered which were tested and analyzed by Eviews statistical software. The results of the first hypothesis showed that the specific uncertainty of the firm has a reducing effect on investment decisions (investment rate and investment efficiency). The results of the second hypothesis showed that product market power has a reducing effect on the relationship between firm-specific uncertainty and investment decisions (investment rate and efficiency of investment decisions).

### **Keywords**

Firm- specific uncertainty, investment decisions, product market power



Islamic Azad University

**Tabriz Branch**

**Faculty of Accounting**

Title

**The Relationship between Firm-Specific Uncertainty  
and Investment Decisions with An Emphasis on Product  
Market Power**

Supervisor

**PH.D.Younes Badavar Nahandi**

**By**

**Hossein Jalilzadeh**

2020