

تاثیر وابستگی به گروه تجاری بر کارایی سرمایه گذاری: نقش میانجی رقابت در بازار محصول

علی جعفری^۱

علی امیرعبداله‌ی^۲

(تاریخ دریافت ۱۴۰۴/۹/۱۱ - تاریخ تصویب ۱۴۰۴/۱۰/۲۳)

نوع مقاله: علمی پژوهشی

چکیده:

هدف این پژوهش بررسی تاثیر وابستگی به گروه تجاری بر کارایی سرمایه‌گذاری با نقش میانجی‌گری رقابت در بازار محصول می‌باشد. این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی و از نظر روش شناخت، پژوهش توصیفی-همبستگی و از نظر بعد زمان، گذشته‌نگر و از لحاظ ماهیت داده‌ها، پژوهش کمی است. برای بررسی روابط علی بین متغیرها از داده‌های تاریخی استفاده شده است، لذا این پژوهش از نوع پس‌رویدادی می‌باشد. جامعه پژوهش شامل تمام شرکت‌های پذیرفته

^۱ - گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران. (نویسنده مسئول): alijafari1355@iau.ir

^۲ - گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران.

شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره ۸ ساله ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۲ است که با استفاده از غربالگری نظاممند تعداد ۱۳۰ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند. داده‌های مورد نیاز با مراجعه به سایت‌های رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم‌افزار ره‌آورد نوین گردآوری شد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون خطی چند متغیره و داده‌های ترکیبی و نسخه ۱۳ نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که وابستگی به گروه تجاری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر منفی و معنی‌داری دارد. علاوه بر این، رقابت در بازار محصول در رابطه بین وابستگی به گروه تجاری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت اثر میانجی دارد.

واژه‌های کلیدی: وابستگی به گروه تجاری، کارایی سرمایه گذاری، رقابت در بازار محصول.

۱- مقدمه

کارایی سرمایه‌گذاری^۱ یک نگرانی کلیدی در امور مالی شرکت‌ها است، به ویژه در بازارهایی مانند بازار سرمایه ایران، جایی که شرکت‌ها باید از چشم‌اندازهای پیچیده اقتصادی، سیاسی و فرهنگی عبور کنند. کارایی سرمایه‌گذاری به این اشاره دارد که چگونه یک شرکت به طور موثر منابع خود را برای به حداکثر رساندن بازده و حمایت از رشد بلندمدت تخصیص می‌دهد. علیرغم اهمیت آن، عواملی که کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهند یا مانع آن می‌شوند، بحث‌برانگیز هستند. مطالعات اخیر در مورد عملکرد سرمایه‌گذاری بر نقش پیوندهای خط‌مشی در شکل دادن به تصمیمات شرکتی تاکید کرده است (شاهین و همکاران^۲، ۲۰۲۴). پژوهش گواریگلیا و یانگ^۳ (۲۰۱۶) نشان می‌دهد که بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری و سایر مشکلات سرمایه‌گذاری ناکارآمد در واقعیت تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت، غالب است. این امر کارایی تخصیص منابع شرکت را کاهش می‌دهد و منجر به عدم تطابق منابع، ظرفیت مازاد و بسیاری از مشکلات

^۱. Investment efficiency

^۲. Shaheen et al

^۳. Guariglia and Yang

دیگر، کاهش سودآوری شرکت و آسیب رساندن به ارزش بلندمدت شرکت می‌شود. فراگیرترین و مهمترین اصطکاک‌ها آنهایی هستند که از تضادهای نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران، سهامداران و تأمین‌کنندگان خارجی سرمایه ناشی می‌شوند. تئوری نمایندگی^۱ مکانیسم‌های مختلفی را برای حل این اصطکاک‌ها و موانع، و برای افزایش کیفیت سرمایه‌گذاری توصیف می‌کند. پژوهش‌های قبلی استدلال می‌کنند که گروه‌های تجاری، شکل سازمانی رایج در کشورهای در حال ظهور، ممکن است به عنوان مکانیسم دیگری برای رسیدگی به این اصطکاک‌های بازار عمل کنند (لین و یه^۲، ۲۰۲۰). به عنوان مثال، منابع مشترک و بازار سرمایه داخلی می‌تواند با کاهش محدودیت‌های مالی، انتخاب نامطلوب را کاهش دهد، در نتیجه، منجر به کاهش سرمایه‌گذاری می‌شود.

در حالی که گروه‌های تجاری مشکلات نمایندگی سهامدار (مالک) - مدیر (نماینده)^۳ (نوع اول) را کاهش می‌دهند، به دلیل مالکیت متمرکز منجر به تضادهای نمایندگی سهامدار - سهامدار (نوع دوم) می‌شوند. مشکلات نمایندگی می‌تواند در گروه‌های تجاری شدیدتر باشد، زیرا ساختار پیچیده هرمی به سهامداران کنترلی اجازه می‌دهد تا کنترل بیشتری نسبت به حقوق جریان نقدی خود به دست آورند، در نتیجه، آنها را تشویق می‌کند تا ثروت سهامداران اقلیت را سلب کنند. این خودی‌های ریشه‌دار ممکن است از تراکنش‌های اشخاص مرتبط برای تونل‌سازی منابع و سلب مالکیت ثروت استفاده کنند که ممکن است منجر به سرمایه‌گذاری‌های نزدیک‌بینانه و مخاطره‌آمیز شود و جنبه تاریک گروه‌های تجاری را برجسته کند. بنابراین، فرض می‌شود که وابستگی به گروه تجاری ممکن است مکانیسم مفیدی برای بهبود کارایی سرمایه‌گذاری باشد یا نباشد (روات و چودری^۴، ۲۰۲۵).

یکی از عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری بهینه، محیط رقابتی و نظارتی شرکت است، زیرا با توجه به

^۱. Agency theory

^۲. Lin & Yeh

^۳. Principle-agent

^۴. Rawat & Chaudhry

نقش اطلاعاتی محیط رقابتی، به نظر می‌رسد محیط رقابتی قوی موجب بهبود نظارت بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیریت از طریق کاهش سرمایه‌گذاری (در جایی که مدیران تمایل به سرمایه‌گذاری بیش از حد دارند) و موجب تسهیل دسترسی به تأمین مالی خارجی ارزان (قیمت از طریق افزایش سرمایه‌گذاری) در جایی که مدیران مایلند سرمایه‌گذاری کمتر از حد داشته باشند، می‌شود. در نتیجه، محیط رقابتی نقش اطلاعاتی مهمی دارد که می‌تواند سرمایه‌گذاری کمتر از حد و سرمایه‌گذاری بیش از حد را کاهش دهد (نیک کار، ۱۳۹۸).

بر اساس بحث فوق، هدف اصلی این پژوهش پاسخ به این سؤالات است که وابستگی به گروه تجاری بر کارایی سرمایه‌گذاری چگونه تاثیر می‌گذارد؟ رقابت در بازار محصول چگونه بر رابطه بین وابستگی به گروه تجاری بر کارایی سرمایه‌گذاری اثر میانجی دارد؟ انجام این پژوهش باعث بسط و توسعه ادبیات موجود و کمک به بهبود تصمیم‌گیری‌های کارآمد در زمینه سرمایه‌گذاری برای شرکت‌ها می‌شود و همچنین بینش‌های جدیدی را با مفاهیم عملی برای مدیران، سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران بازار سرمایه ارائه می‌کند و بر اهمیت گزارش‌دهی شفاف و ساختار سازمانی منحصربه‌فرد در هدایت کارایی سرمایه‌گذاری تاکید می‌کند.

۲- مبانی نظری و پیشینه تجربی پژوهش

۲-۱- وابستگی به گروه تجاری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت

در مورد کارایی سرمایه‌گذاری این سوال مطرح است که چه عواملی باعث می‌شوند شرکت‌ها به طور ناکارآمد سرمایه‌گذاری کنند، چه از طریق سرمایه‌گذاری بیش از حد و چه از طریق سرمایه‌گذاری کمتر از حد. از نظر مفهومی، سرمایه‌گذاری زمانی کارآمد تلقی می‌شود که یک شرکت در غیاب اصطکاک‌های بازار، مانند خطر اخلاقی یا انتخاب نامطلوب، پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت را انجام دهد (بیدل و همکاران^۱، ۲۰۰۹؛ چو و همکاران^۲، ۲۰۱۹). در این زمینه، سرمایه‌گذاری بیش از حد به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی اشاره دارد، در حالی که سرمایه‌گذاری کمتر از حد به معنای از دست دادن فرصت‌های سرمایه‌گذاری

^۱. Biddle et al

^۲. Chiu et al

سودآور (یعنی پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت) است. وقتی شرکت‌ها بیش از حد یا کمتر از حد سرمایه‌گذاری می‌کنند، سرمایه‌گذاری‌های ناکارآمدی انجام می‌دهند. در ادبیات موضوع، عوامل مختلفی در سطح شرکت شناسایی شده‌اند که کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهند یا ناکارآمدی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشند. این عوامل شامل کیفیت حسابداری یا گزارشگری مالی (بیدل و هیلاری^۱، ۲۰۰۶؛ بیدل و همکاران ۲۰۰۹؛ چن و همکاران^۲، ۲۰۱۱)، افشای عوامل ریسک اجباری کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا (چیو و همکاران، ۲۰۱۹)، کیفیت اطلاعات زبانی (چن و همکاران^۳، ۲۰۱۹)، کیفیت حسابرس (بائه و همکاران^۴، ۲۰۱۷) و شفافیت افشا (چن و همکاران^۵، ۲۰۱۳؛ چو^۶، ۲۰۱۵) می‌شود.

گروه تجاری شامل مجموعه‌ای از شرکت‌های مستقل از نظر قانونی است که از طریق ساختار مالکیت پیچیده و تعاملات اجتماعی با یکدیگر ارتباط نزدیکی دارند و یک واحد مرکزی مسئول هماهنگی بین شرکت‌های وابسته است (روات و چودری، ۲۰۲۵). یک گروه تجاری به عنوان یک نوع مالکیت شامل مجموعه‌ای از بنگاه‌های اقتصادی مستقل است که تحت کنترل و مالکیت مشابه هدایت می‌شوند جایی که هر یک از اعضای گروه از اهداف مستقل شرکت حمایت و آن را حفظ می‌کند و به دستیابی اهداف مشترک گروه تجاری کمک می‌کند (جبارزاده کنگرلویی و همکاران، ۱۴۰۰). گروه‌های تجاری به عنوان یک شکل سازمانی، هم مزایا (ارزش‌افزا) و هم معایب (ارزش‌زدایی) دارند. گروه‌های تجاری می‌توانند یک بازار سرمایه داخلی با مزایای تأمین مالی ایجاد کنند. دیدگاه ارزش افزوده، که دیدگاه بیمه مشترک و هم‌افزایی نیز نامیده می‌شود، کمابیش استدلال می‌کند که تخصیص سرمایه درون گروهی از طریق بازارهای سرمایه داخلی می‌تواند به شرکت‌های عضو کمک کند تا بر مشکلات مالی غلبه کنند و هزینه‌های معاملات را در

^۱. Biddle and Hilary

^۲. Chen et al

^۳. Chen et al

^۴. Bae et al

^۵. Chen et al

^۶. Cho

زمانی که بازارهای سرمایه خارجی توسعه نیافته‌اند، کاهش دهند. مطابق با این دیدگاه، بوچوک و همکاران^۱ (۲۰۱۴) دریافتند که سرمایه درون گروهی به سمت شرکت‌های عضو سرمایه‌بر با رشد بالا جریان می‌یابد. با توجه به چنین مزایای منحصر به فرد، تأمین مالی ناشی از وابستگی به گروه‌های تجاری، شرکت‌های وابسته کمتر احتمال دارد پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت را از دست بدهند، یعنی کمتر دچار کمبود سرمایه‌گذاری می‌شوند (فو و کیم^۲، ۲۰۲۳).

همچنین، به دلیل اشتراک دانش داخلی و هم‌افزایی اعضای گروه، احتمال کمتری وجود دارد که شرکت‌های وابسته به گروه، پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی (سرمایه‌گذاری بیش از حد کمتر) را انجام دهند. شرکت‌های وابسته به گروه، موارد مشابهی مانند منابع انسانی، تصمیمات استراتژیک کلیدی، فناوری و امکانات را به اشتراک می‌گذارند (چانگ و هونگ^۳، ۲۰۰۰). در یک گروه تجاری، شرکت‌های عضو می‌توانند تجربه یا دانش خود را از طریق اقداماتی مانند تماس بین فردی، بازدید از محل و عضویت در فدراسیون‌ها به همتایان خود منتقل کنند (اینگرام و سیمونز^۴، ۲۰۰۲). شبکه اتحاد می‌تواند به شرکت‌های وابسته کمک کند تا مشخص کنند که آیا پروژه‌های بالقوه سودآور هستند یا خیر. وابستگی به گروه‌های تجاری می‌تواند سرمایه‌گذاری شرکت در پروژه‌های نوآوری عمومی و بزرگ (که نیاز به بودجه اولیه زیادی دارند) را از طریق بودجه‌های داخلی و تلاش‌های هماهنگ در سطح گروه تسهیل کند و در نتیجه ناکارآمدی بالقوه سرمایه‌گذاری را بهبود بخشد (فو و کیم^۲، ۲۰۲۳). بنابراین، انتظار می‌رود شرکت‌های وابسته به گروه در سرمایه‌گذاری‌های خود نسبت به شرکت‌های مستقل، کارآمدتر باشند. به عبارت دیگر، شرکت‌های وابسته به گروه باید بهتر بتوانند پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت را انجام دهند و کمتر احتمال دارد که پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی را انجام دهند، در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهند.

در مقابل، دیدگاه تخریب ارزش به مشکلات بالقوه نمایندگی ناشی از ساختار مالکیت گروه

^۱ Buchuk et al

^۲ Fu & Kim

^۳ Chang and Hong

^۴ Ingram and Simons

تجاری، یعنی شکاف مالکیت-کنترل، اشاره دارد. در سطح شرکت، شرکت‌های گروه تجاری همواره با سهامداری متقابل بین شرکت‌های وابسته به گروه، ساختارهای سهام دوگانه با حق رأی نابرابر به نفع مالک کنترل‌کننده، و ساختار مالکیت هرمی که باعث جدایی مالکیت (حقوق جریان نقدی) از کنترل (حق رأی) می‌شود، مشخص می‌شوند (بائه و همکاران^۱، ۲۰۰۲؛ کیم و یی^۲، ۲۰۰۶). جدایی مالکیت-کنترل در گروه‌های تجاری در اکثر بازارهای نوظهور رایج است و به مالک نهایی گروه، که همواره حقوق جریان نقدی کمابیش کمی دارد، اجازه می‌دهد تا کنترل تقریباً کاملی بر طیف وسیعی از عملیات تجاری درون گروهی و تصمیمات سرمایه‌گذاری اعمال کند. این جدایی به خوبی در ادبیات حسابداری و مالی به عنوان منبع مهمی از مشکلات نمایندگی، مانند خطر اخلاقی و انتخاب نامطلوب، به ویژه در اقتصادهای بازار نوظهور با رژیم‌های قانونی ضعیف و گزارشگری مالی با کیفیت پایین، مستند شده است (گوپالان و جایارامان^۳، ۲۰۱۲؛ هونگ و همکاران^۴، ۲۰۱۷). در این اقتصادها، مالک کنترل‌کننده ممکن است از ساختار گروه برای سلب مالکیت ثروت سهامداران اقلیت از طریق انحراف منابع مختلف یا فعالیت‌های پنهانی استفاده کند (بائک و همکاران^۵، ۲۰۰۶). در نتیجه، وابستگی به گروه‌های تجاری شاید بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های وابسته در مقایسه با شرکت‌های غیروابسته تأثیر منفی می‌گذارد. با توجه به دو دیدگاه رقیب که در بالا توضیح داده شد، تأثیر گروه تجاری بر کارایی سرمایه‌گذاری در نهایت یک سوال تجربی است.

۲-۲- وابستگی به گروه تجاری و رقابت در بازار محصول

شرکت‌ها برای گرفتن سهم بازار و مشتریان بیشتر در بازار محصولات با یکدیگر رقابت می‌کنند.

^۱ Bae et al

^۲ Kim and Yi

^۳ Gopalan and Jayaraman

^۴ Hong et al

^۵ Baek et al

وجود رقابت در بازار سبب افزایش شفافیت و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه سرمایه و ریسک ورشکستگی می‌شود؛ زیرا اطلاعات مشابه و قابل مقایسه را می‌توان از سایر رقبای فعال در بازار کسب کرد و از آنها برای بررسی درستی ادعاها و اطلاعات ارائه شده توسط مدیرعامل شرکت استفاده کرد. به طور کلی، رقابت در بازار محصول به منزله سازوکاری راهبردی عمل می‌کند و انگیزه مدیرعامل را برای کاهش هزینه‌های تولید و جلوگیری از واگذاری سهم بازار به رقیب و جلوگیری از خطر ورشکستگی افزایش می‌دهد (رحمانیان کوشککی و سلکی، ۱۴۰۰).

مطالعات متعددی (به عنوان مثال، خانا و یافه^۱، ۲۰۰۷؛ بوتین و همکاران^۲، ۲۰۱۳؛ پاتنایک و همکاران^۳، ۲۰۱۸؛ پیرا و سوزا^۴، ۲۰۲۴) ادعا می‌کنند که ادبیات مربوط به رابطه بین وابستگی به گروه‌های تجاری و رقابت در بازار محصول محدود است. پرداختن به رقابت در بازار محصول، مستلزم تحلیل تمرکز بازار^۵ است. همان طور که سازمان همکاری و توسعه اقتصادی^۶ اشاره کرده است، «تمرکز بازار، میزان تمرکز سهم بازار بین تعداد کمی از شرکت‌ها را اندازه‌گیری می‌کند. این اغلب به عنوان معیاری برای شدت رقابت^۷ در نظر گرفته می‌شود». هرچه بازار متمرکزتر باشد، رقابت در آن کمتر است. کارنی و همکاران^۸ (۲۰۱۸) تأکید کرده‌اند که گروه‌های تجاری می‌توانند رقابت را محدود کنند و آذر و همکاران^۹ (۲۰۱۸) نشان داده‌اند که وقتی رقیب توسط سرمایه‌گذاران یکسانی اداره می‌شوند، تمرکز بازار بالاتر از آن چیزی است که با استفاده از معیارهای سنتی تمرکز بازار پیش‌بینی می‌شود.

^۱ Khanna and Yafeh

^۲ Boutin et al

^۳ Pattnaik et al

^۴ Pereira & Sousa

^۵ Market Concentration

^۶ Organization for Economic Co-operation and Development (OECD)

^۷ Intensity of competition

^۸ Carney et al

^۹ Azar et al

بوتین و همکاران (۲۰۱۳) تاثیر وابستگی به گروه‌های تجاری را بر نرخ ورود به صنایع تولیدی فرانسه بررسی کردند و دریافتند که پول نقد نگهداری شده توسط یک گروه تجاری، در واقع، به عنوان مانعی برای ورود به بازار عمل می‌کند. از سوی دیگر، آنها همچنین نشان می‌دهند که شرکت‌های متعلق به یک گروه غنی از نقدینگی، خودشان راحت‌تر وارد یک بازار مشخص می‌شوند. آنها ادعا می‌کنند که این اتفاق می‌افتد زیرا «جیب‌های پُرپول»^۱ گروه‌های تجاری، محدودیت‌های مالی را کاهش می‌دهد و دسترسی به بودجه مورد نیاز برای توسعه فعالیت‌های عملیاتی آنها را آسان‌تر می‌کند. در نهایت، پاتنایک و همکاران (۲۰۱۸) اشاره می‌کنند که سطح سرمایه‌گذاری‌های انجام‌شده توسط شرکت‌های گروه‌های تجاری، نه تنها در مورد شرکت‌های مستقل، بلکه در مورد شرکت‌های وابسته از گروه‌های کوچک و متوسط نیز به عنوان مانعی برای ورود عمل می‌کند. با این حال، این رابطه خطی نیست، بلکه درجه دوم است، به این معنی که گروه‌های تجاری می‌توانند بسته به اندازه حضورشان در یک بازار، همزمان مانع ورود و به ورود کمک کنند (پریرا و سوزا، ۲۰۲۴).

۲-۳- رقابت در بازار محصول و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت

مطالعات نظری استدلال می‌کنند که جهانی شدن، رقابت در بازار محصول را افزایش می‌دهد که بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تاثیر می‌گذارد. شش دلیل در ادبیات مشخص شده است که از طریق آنها جهانی شدن فعالیت‌های اقتصادی می‌تواند رقابت را افزایش دهد (ملو و وانگ^۲، ۲۰۱۲؛ فرسارد و والتا^۳، ۲۰۱۶): اول، افزایش جریان تجارت و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی؛ دوم، کاهش موانع؛ سوم، انتشار سریع اطلاعات؛ چهارم، انتقال بیشتر فناوری و فرآیندها؛ پنجم، مهاجرت نیروی کار فرامرزی، و ششم، همگرایی جغرافیایی قیمت‌ها. ترکیب این عوامل منجر به افزایش رقابت بین شرکت‌ها در بازارهای داخلی شده است و این فشارهای رقابتی نه تنها بر

^۱ Deep pockets

^۲ Mello and Wang

^۳ Frésard and Valta

تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ها تأثیر می گذارد، بلکه بر ثبات جریان نقدی شرکت ها نیز تأثیر می گذارد (اولالر و موکودم-پترسن^۱، ۲۰۲۳).

شواهد تجربی نشان می دهد که تصمیمات سرمایه گذاری و تأمین مالی شرکت ها با ساختار رقابتی بازار محصول و تعاملات استراتژیک بین فعالان بازار مرتبط است. ایروین و پونتیف^۲ (۲۰۰۹) بیان می کنند که نوسانات غیرسیستماتیک بازده سهام و جریان های نقدی عملیاتی در دهه های اخیر به طور قابل توجهی افزایش یافته است. آنها این تغییرات را به رقابت شدید نسبت می دهند. با این حال، دیگران استدلال کردند که شرکت هایی که در بازارهای بسیار متمرکز فعالیت می کنند، در مقایسه با شرکت هایی که در بازارهای رقابتی فعالیت می کنند، نوسانات ویژه کمتری دارند. استوتون و همکاران^۳ (۲۰۱۷) استدلال می کنند که افزایش رقابت منجر به سرمایه گذاری غیربهره بین شرکت ها می شود. این نشان می دهد که رقابت در بازار محصول شاید سود پیش بینی شده را نیز کاهش می دهد، بر کارایی شرکت تأثیر منفی می گذارد و احتمال شکست را افزایش می دهد (لما و همکاران^۴، ۲۰۱۸؛ بابر و حبیب^۵، ۲۰۲۱). مطالعه لاکسمانا و یانگ^۶ (۲۰۱۵) نشان می دهد که رقابت، شرکت های بزرگ را به سرمایه گذاری در سرمایه گذاری های پرخطر تشویق می کند، اما همچنین استفاده مدیریت از جریان نقدی آزاد را محدود می کند. جیانگ و همکاران^۷ (۲۰۱۵) رابطه مثبتی بین رقابت در بازار محصول و سرمایه گذاری شرکتی در شرکت های تولیدی چینی یافتند. طبق یافته های آکدوگو و مک کی^۸ (۲۰۱۲)، رقابت، شرکت ها را تشویق می کند تا فعالیت های سرمایه گذاری خود را تسریع کنند. زیرا ارزش به تعویق انداختن سرمایه گذاری زمانی

^۱ Olalere & Mukuddem-Petersen

^۲ Irvine and Pontiff

^۳ Stoughton et al

^۴ Lemma et al

^۵ Babar and Habib

^۶ Laksmana & Yang

^۷ Jiang et al

^۸ Akdogu and MacKay

که فرصت‌های سرمایه‌گذاری نامشخص هستند، کاهش می‌یابد. مطالعات نظری و تجربی وجود رابطه بین رقابت در بازار محصول، سرمایه‌گذاری شرکت و ارزش شرکت را تأیید کرده‌اند. با این حال، شواهد متناقضی در مورد رابطه بین رقابت در بازار محصول، سرمایه‌گذاری شرکت و ارزش شرکت وجود دارد. استوتون و همکاران (۲۰۱۷) معتقدند که درجه بالای رقابت در بازار محصول منجر به سرمایه‌گذاری‌های ناکارآمد می‌شود. این مطالعه توضیح می‌دهد که محیط اطلاعاتی یک شرکت نقش حیاتی در تصمیمات سرمایه‌گذاری آن دارد. با این حال، استدلال‌های مخالف نشان می‌دهند که رقابت در بازار محصول، سرمایه‌گذاری و سود مورد انتظار را هنگامی که شرکت‌ها در محیطی با رشد بالا و قابل پیش‌بینی فعالیت می‌کنند، بهبود می‌بخشد (جیانگ و همکاران، ۲۰۱۵). بنابراین، این پژوهش فرض می‌کند که رقابت در بازار محصول به طور قابل توجهی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر می‌گذارد.

۲-۴- پیشینه تجربی پژوهش

روات و چودری (۲۰۲۵) در پژوهشی به بررسی تأثیر کیفیت سود و وابستگی گروه تجاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری از طریق کانال‌های تئوری نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات پرداختند. با استفاده از مجموعه داده‌ای از ۹۲۷،۱۸ مشاهدات سال-شرکت که دوره ۱۹۹۷ الی ۲۰۲۱ را پوشش می‌دادند، آنها دریافتند که هم کیفیت سود و هم وابستگی به گروه تجاری با کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد و کم سرمایه‌گذاری، کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود داده است. پریرا و سوزا (۲۰۲۴) در پژوهشی با استفاده از مجموعه داده‌هایی از کشور پرتغال، نشان دادند که حضور شرکت‌های گروه تجاری، تمرکز بازار را کاهش داده است. علاوه بر این، آنها یک رابطه U شکل بین سهم بازار شرکت‌های گروه تجاری و ورود پیدا کردند. این دو یافته در کنار هم نشان دادند که گروه‌های تجاری تا رسیدن به سهم بازار مطلوب به شدت رقابت می‌کردند، که باعث بازدارندگی از ورود شده است.

آرون کومار و مانیکاندان^۱ (۲۰۲۴) تحقیقات گروه تجاری را با ادبیات مربوط به کارنامه رقابتی، مجموعه اقدامات یک شرکت که مشخصه استراتژی آن است، پیوند دادند تا تاثیر وابستگی گروه تجاری بر استراتژی شرکت در نمونه‌ای از شرکت‌های هندی طی سال‌های ۲۰۰۹ الی ۲۰۱۷ را بررسی نمایند. آنها دریافتند که ویژگی‌های گروه تجاری، اندازه و موقعیت درون گروهی وابسته، به طور مثبت بر کارنامه رقابتی تاثیر داشته است. همچنین، شدت کارنامه رقابتی رابطه عملکرد-وابستگی شرکت را واسطه کرده است.

محتشمیان و همکاران (۱۴۰۴) در پژوهشی با استفاده از داده‌های صورت‌های مالی حسابرسی شده و گزارش‌های سالانه شرکت‌های بورسی، دریافتند که کیفیت گزارشگری مالی، حاکمیت شرکتی، سطح افشا و کیفیت حسابرسی اثر مثبت و معناداری بر کارایی سرمایه گذاری داشته‌اند. در مقابل، مدیریت سود و اعتماد به نفس افراطی مدیران رابطه منفی با کارایی سرمایه گذاری داشته است. همچنین، ساختار سرمایه متعادل و استفاده بهینه از جریان‌های نقدی آزاد به بهبود کارایی کمک کرده، در حالی که مازاد منابع بدون نظارت کافی منجر به بیش سرمایه گذاری شده است. عوامل کلان همچون سیاست‌های مالی سبز و پذیرش IFRS نیز به طور غیرمستقیم بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر مثبت داشته‌اند.

سراج و بهرامی (۱۴۰۳) با استفاده از یک نمونه متشکل از ۱۶۷ شرکت بورسی طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ به بررسی تاثیر خوانایی گزارشگری مالی بر تصمیم‌های سرمایه گذاری شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که دو شاخص فوگ و طول متن خوانایی گزارشگری مالی بر تصمیم‌های سرمایه گذاری تاثیر مثبت و معناداری داشته است. بدین معنی که هرچه گزارش‌های منتشره توسط مدیریت واحدهای تجاری از خوانایی بالاتری برخوردار باشد، تصمیم‌های مربوط به سرمایه گذاری شرکت نیز بیشتر خواهد بود.

خالقی زاده دهکردی و همکاران (۱۴۰۳) پژوهشی با هدف کاربرد الگوریتم هوش مصنوعی شبکه عصبی و ژنتیک در تبیین میزان تاثیر معیارهای عملکرد جهت پیش‌بینی کارایی سرمایه گذاری، با استفاده از داده‌های ۱۳۹ شرکت بورسی بین سال‌های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۸ انجام دادند. نتایج نشان داد

^۱ Arun Kumar & Manikandan

معیارهای عملکرد بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر داشته و روش هوش مصنوعی شبکه عصبی نسبت به روش هوش مصنوعی ژنتیک قدرت بالاتری جهت پیش‌بینی کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را داشته است.

۳- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: وابستگی به گروه تجاری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر دارد.
فرضیه دوم: رقابت در بازار محصول در رابطه بین وابستگی به گروه تجاری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت اثر میانجی دارد.

۴- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از لحاظ ماهیت داده‌ها، پژوهش کمی و از نظر طول مدت زمان، ترکیبی و از لحاظ روش شناخت، از نوع توصیفی-همبستگی و همچنین از نوع پژوهش‌های پس‌رویدادی و شبه‌تجربی می‌باشد. جمع‌آوری اطلاعات و داده‌های پژوهش با استفاده از دو روش کتابخانه‌ای و اسنادکاوی انجام شده است. ابتدا با استفاده از روش کتابخانه‌ای مبانی نظری و پیشینه پژوهش مناسبی تدوین شد و سپس به روش اسنادکاوی و با استفاده از گزارش‌های مالی شرکت‌ها و بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین، داده‌های لازم گردآوری شد. جامعه پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه ۸ ساله ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۲ بوده است. نمونه آماری پژوهش مطابق جدول ۱ به روش غربالگری نظاممند انتخاب شده است.

جدول ۱: غربالگری و انتخاب نمونه پژوهش	
۴۰۴	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در تاریخ ۱۴۰۲/۱۲/۲۹
(۹۷)	کسر می‌شود: شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ، واسطه‌گری مالی و بیمه
(۳۱)	کسر می‌شود: شرکت‌هایی که حذف نماد یا توقف فعالیت شده‌اند
(۳۵)	کسر می‌شود: شرکت‌هایی که تغییر سال مالی داده‌اند
(۶۲)	کسر می‌شود: شرکت‌هایی سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه نیست
(۴۹)	کسر می‌شود: شرکت‌هایی که داده‌های آنها در دسترس و قابل استفاده نبوده است
۱۳۰	تعداد نمونه پژوهش
منبع: یافته‌های پژوهشگران	

بنابراین، تعداد ۱۳۰ شرکت در بازه زمانی ۸ ساله از ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۲ (شامل ۱۰۴۰ سال-شرکت) در نمونه آماری این پژوهش قرار گرفته است. برای آزمون فرضیه‌ها، از مدل رگرسیون خطی چندگانه و به شکل تلفیقی (ترکیبی) و از نسخه سیزدهم نرم‌افزار ایویوز^۱ استفاده شده است.

۵- مدل‌های پژوهش و نحوه اندازه‌گیری متغیرها

۵-۱- مدل‌های پژوهش

مطابق پژوهش‌های فو و کیم (۲۰۲۳)، روات و چودری (۲۰۲۵) و نیک‌کار (۱۳۹۸) از مدل‌های رگرسیونی زیر برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است.

مدل آزمون فرضیه اول:

$$\begin{aligned} Investeffi_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1(dependbusin_{i,t}) + \beta_2(SIZE_{i,t}) \\ & + \beta_3(AGE_{i,t}) + \beta_4(LEV_{i,t}) + \beta_5(GWTH_{i,t}) \\ & + \beta_6(CFO_{i,t}) + \beta_7(OPCYCLE_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

مدل آزمون فرضیه دوم:

$$\begin{aligned} Investeffi_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1(dependbusin_{i,t}) \\ & + \beta_2(COMPETPRODMARKET_{i,t}) + \beta_3(SIZE_{i,t}) \\ & + \beta_4(AGE_{i,t}) + \beta_5(LEV_{i,t}) + \beta_6(GWTH_{i,t}) \\ & + \beta_7(CFO_{i,t}) + \beta_8(OPCYCLE_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

در مدل‌های رگرسیونی بالا:

$Investeffi_{i,t}$: کارایی سرمایه‌گذاری شرکت، $dependbusin_{i,t}$: وابستگی به گروه تجاری، $COMPETPRODMARKET_{i,t}$: رقابت در بازار محصول، $SIZE_{i,t}$: اندازه شرکت، $AGE_{i,t}$: سن شرکت، $LEV_{i,t}$: اهرم مالی شرکت، $GWTH_{i,t}$: فرصت‌های رشد شرکت، $CFO_{i,t}$: جریان نقد عملیاتی و $OPCYCLE_{i,t}$: چرخه عملیاتی است.

۵-۲- نحوه اندازه‌گیری متغیرها

کارایی سرمایه‌گذاری شرکت (متغیر وابسته): کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود

^۱ EViews

که شرکت، تنها در تمام طرح‌های با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری کند (بیدل و هیلاری، ۲۰۰۶؛ مختاری و کاوند، ۱۴۰۳). بنابراین، هرگونه انحراف از سرمایه‌گذاری بهینه نشان‌دهنده یک فرآیند سرمایه‌گذاری ناکارآمد است یا به این معناست که شرکت سرمایه‌گذاری کمتر/بیش از حد دارد. در این پژوهش، مطابق پژوهش روات و چودری (۲۰۲۵) و خالقی‌زاده دهکردی و همکاران (۱۴۰۳)، برای کمی‌سازی کارایی سرمایه‌گذاری از مدل بیدل، هیلاری و وردی (۲۰۰۹) استفاده شده است. بیدل و همکاران (۲۰۰۹) مدلی را برای سنجش این انحراف از سرمایه‌گذاری مورد انتظار پیشنهاد کردند که نشان‌دهنده ناکارآمدی سرمایه‌گذاری است. این مدل فرض می‌کند که فرصت‌های رشد (که با رشد فروش اندازه‌گیری می‌شود) محرک اصلی سرمایه‌گذاری در هر شرکتی است.

$$\text{Invest}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{SaleGrowth}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

$\text{Invest}_{i,t}$: عبارت است کل سرمایه‌گذاری (خالص افزایش در دارایی‌های مشهود و نامشهود که با کل دارایی‌های سال قبل مقیاس‌زدایی شده است) شرکت i در سال t .
 $\text{SaleGrowth}_{i,t-1}$: عبارت است از نرخ تغییرات فروش (تفاضل فروش سال قبل و دو سال قبل که با فروش دو سال قبل مقیاس‌زدایی شده است).

$\varepsilon_{i,t1}$: عبارت است از سرمایه‌گذاری بیش از حد و یا کمتر از حد شرکت i در سال t . لازم به ذکر است که برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری، از مقادیر باقیمانده مدل فوق ($\varepsilon_{i,t1}$) قدر مطلق گرفته شده و سپس در منفی یک (۱-)، ضرب می‌شوند.

وابستگی به گروه تجاری (متغیر مستقل): در این پژوهش مطابق پژوهش روات و چودری (۲۰۲۵)، پریرا و سوزا (۲۰۲۴) و جبارزاده کنگرلویی و همکاران (۱۴۰۰) برای اندازه‌گیری متغیر وابستگی به گروه تجاری از متغیرهای مجازی استفاده شده است، به طوری که متغیر ساختگی برابر با عدد یک اگر شرکت به یک گروه تجاری در سال t وابسته باشد و در غیر این صورت برابر با صفر است.

رقابت در بازار محصول (متغیر میانجی): در این پژوهش مطابق پژوهش رحمانیان کوشکی و سلکی (۱۴۰۰) و پریرا و سوزا (۲۰۲۴) برای اندازه‌گیری متغیر رقابت در بازار محصول از شاخص هرfindال-هریمن استفاده شده است. این شاخص از جمله مهمترین شاخص-

های سنجش تمرکز موجود در یک صنعت و درجه رقابت بازار است. این شاخص از طریق مجذور نسبت فروش شرکت به کل فروش صنعتی که شرکت مربوط به آن است، به دست می-آید. هرچه که نسبت حاصله برای یک شرکت بزرگتر باشد، بیانگر این است که شرکت مزبور دارای قدرت رقابت بزرگتری است. باید توجه داشت که بین درجه رقابت بازار و قدرت رقابت یک شرکت، یک رابطه معکوس برقرار است. بنابراین، هر اندازه شاخص هرفیندال-هیرشمن محاسبه شده بیشتر باشد، نشانگر قدرت رقابت بیشتر شرکت و از جهت دیگر کمتر بودن درجه رقابت بازار است. شاخص هرفیندال-هیرشمن میزان تمرکز صنعت را اندازه گیری می کند. در این شاخص، هر چه شاخص محاسبه شده بیشتر باشد، میزان تمرکز بیشتر بوده و رقابت کمتری در صنعت وجود دارد و برعکس. به عبارت دیگر، هر چه بازار صنعت انحصاری تر باشد، میزان رقابت کمتر است و هر چه بازار در رقابت کامل باشد، رقابت بازار بیشتر خواهد بود.

شاخص هرفیندال-هیرشمن به صورت زیر محاسبه می شود:

$$HHI_{i,t} = \sum_{j=1}^{N_j} \frac{sales_{i,j,t}}{\sum_{j=1}^{N_j} sales_{i,j,t}}$$

که در این رابطه:

$HHI_{i,t}$: شاخص هرفیندال - هیرشمن برای صنعت i در زمان t .

N : تعداد بنگاه های فعال در بازار

$sales_{i,j,t}$: نشان دهنده فروش شرکت i در صنعت j در زمان t .

۱: نشان دهنده نوع صنعت است.

وقتی مربع ضریب تغییرات (با ضریب تغییرات) صفر و N برابر یک باشد، شاخص هرفیندال - هیرشمن برابر یک خواهد شد که بیانگر بازار انحصار کامل است. در مقابل، در صورت وجود تعداد زیادی بنگاه کوچک و هم اندازه، این شاخص صفر خواهد شد که نشان دهنده بازار رقابت کامل است. در شاخص هرفیندال - هیرشمن (برخلاف شاخص تمرکز)، به سهم هر بنگاه در بازار، وزنی معادل مجذور آن داده می شود. بدین ترتیب، مشخص است که بنگاه های بزرگتر، اهمیت بیشتری در ساختن شاخص هرفیندال-هیرشمن و در نتیجه اندازه گیری درجه تمرکز بازار دارد.

متغیرهای کنترل:

مطابق با پژوهش بیدل و همکاران (۲۰۰۹)، روات و چودری (۲۰۲۵) و نیک کار (۱۳۹۸) متغیرهای کنترل پژوهش به شرح زیر می‌باشند:

۱- اندازه شرکت ($SIZE_{i,t}$): اندازه شرکت از طریق لگاریتم مجموع دارایی‌های شرکت i در پایان دوره زمانی t محاسبه می‌شود.

۲- سن شرکت ($AGE_{i,t}$): این متغیر از طریق لگاریتم طبیعی تعداد سال‌های فعالیت شرکت از زمان تاسیس اندازه‌گیری می‌شود.

۳- اهرم مالی ($LEV_{i,t}$): این متغیر از طریق نسبت جمع بدهی‌ها به جمع دارایی‌های شرکت i در پایان دوره مالی t اندازه‌گیری می‌شود.

۴- فرصت‌های رشد ($GWTH_{i,t}$): این متغیر از طریق نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به عنوان معیار فرصت‌های رشد، اندازه‌گیری می‌شود.

۵- جریان نقد عملیاتی ($CFO_{i,t}$): برابر با نسبت جریان‌های نقد حاصل از عملیات به کل دارایی‌های شرکت i .

۶- چرخه عملیاتی ($OPCYCLE_{i,t}$):

از طریق لگاریتم $\{ \text{مطالبات/فروش} \} + \{ \text{موجودی کالا/بهای تمام شده کالای فروش رفته} \} \times ۳۶۰$ محاسبه می‌شود.

۶- یافته‌های پژوهش

۶-۱- آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۲ و ۳ ارائه شده است. مجموع مشاهدات در این پژوهش برابر با ۱۰۴۰ سال شرکت (۱۳۰ شرکت طی ۸ دوره مالی شامل سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲) است. میانگین متغیر وابستگی به گروه تجاری، برابر با ۰/۴۸۴ است، یعنی حدود ۴۸ درصد شرکت‌های قرار گرفته در نمونه عضو گروه تجاری هستند. میانگین اهرم مالی در طول دوره پژوهش برابر با ۰/۵۲ است که نشان می‌دهد شرکت‌های نمونه تمایل بیشتری برای تامین مالی از طریق بدهی‌ها در مقابل حقوق صاحبان سهام دارند. بالا بودن مقدار اهرم مالی از عدد ۱ نشان دهنده حضور سال-شرکت‌هایی با ارزش دفتری منفی در بین مشاهدات است. متوسط نرخ فرصت

رشد شرکت های نمونه در طول دوره پژوهش برابر با ۶/۰۹ درصد است.

جدول ۲: نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	کارایی گذاری سرمایه	وابستگی به گروه تجاری	رقابت در بازار محصول	اندازه شرکت	سبب شرکت	اهرم مالی	فرصت های رشد	بربان نقد عملیاتی	چرخه عملیاتی
میانگین	-۰.۳۰۴	۰.۴۸۴	۱۰۴۲۰۱۲	۱۵.۰۳	۳.۶۷	۰.۵۲	۶.۰۹۸	۰.۴۳۶	۲.۴۷۰
میانه	-۰.۲۸۰	۰.۰۰	۳۲۷۲	۱۴.۷۵	۳۸.۰۶	۰.۵۳۳	۳.۵۴۴	۰.۲۶۴	۲.۵۷۰
حداکثر	-۰.۱۵	۱	۹۸۴۴۶۰۹۹	۲۰.۸۲	۴.۲۴۸	۰.۹۹۵	۲۲۷.۲	۵.۹۹۵	۵.۴۳۵
حداقل	-۱.۰۹۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۱۱.۱۱	۲.۶۳	۰.۰۱۳	-۵۰.۲۳	۰.۰۰۲۲	-۳.۲۸
انحراف معیار	۰.۱۲۳	۰.۵۰۰	۶۳۱۸۰۶۵	۱.۶۷	۰.۳۶۴	۰.۲۱۹	۱۲.۸۹	۰.۵۱۱	۰.۹۵
چولگی	-۱.۴۹	۰.۰۶۱	۹.۹۹	۰.۷۵۷	-۰.۶۸۸	-۰.۰۹۵	۹.۸۱۰	۳.۳۶۲	-۳.۱۹۴
کشیدگی	۶.۳۶	۱.۰۰۳	۱۲۲.۱۱	۳.۹۵۳	۲.۳۸۳	۲.۳۱۳	۱۳۹.۵۶	۲۴.۰۵۲	۱۸.۴۳

منبع: یافته های پژوهشگران

جدول ۳: نتایج آمار توصیفی متغیر وابستگی به گروه تجاری

فراوانی	درصد فراوانی
۶۲	۴۸٪
۶۸	۵۲٪
۱۳۰	۱۰۰٪

منبع: یافته های پژوهشگران

۶-۲- آزمون فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: وابستگی به گروه تجاری بر کارایی سرمایه گذاری شرکت تاثیر دارد. نتایج آزمون فرضیه اول در جدول ۴ ارائه شده است.

جدول ۴: نتایج آزمون فرضیه اول

نام (نماد متغیر)	ضریب (Coeff)	آماره t	سطح معناداری (Prob)
وابستگی به گروه تجاری (BGA)	β_1	-۰.۰۱۴	۰.۰۱۵
اندازه شرکت (SIZ)	β_2	۰.۰۲۱	۰.۹۲
سن شرکت (AGE)	β_3	-۰.۰۰۳	۰.۷۱
اهرم مالی (LEV)	β_4	-۰.۰۴۰	۰.۰۳
فرصت‌های رشد (GWTH)	β_5	۰.۲۷۲	۰.۳۶
جریان نقد عملیاتی (CFO)	β_6	۰.۰۴۱	۰.۵۸
چرخه عملیاتی (OPCYCLE)	β_7	۰.۰۵۵	۰.۸۹
مقدار ثابت	C	۰.۳۰۹	۵۸۲
آماره F	۱.۵۶		
سطح معناداری	۰.۰۴		
آزمون F لیمر	۲.۳۷		
سطح معناداری	۰.۰۰۰		
آزمون درست‌نمایی LOG LIKEHOOD	۷۰۵		
آزمون دوربین واتسون (DW)	۱.۸۲		
R^2 (ضریب تعیین)	۰.۵۱		
$Adj R^2$ (ضریب تعیین تعدیل شده)	۰.۵۰		

منبع: یافته‌های پژوهشگران

مطابق جدول ۴، سطح معنی‌داری آماره F مقید (لیمر) برابر با (۰/۰۰۰) و کمتر از سطح خطای مورد پذیرش است و مدل داده‌های تابلویی-اثرات ثابت^۱ مورد استفاده قرار می‌گیرد. آماره دوربین واتسون در دامنه قابل قبول (۱/۵ و ۲/۵) قرار دارد که نشان می‌دهد همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. سطح معنی‌داری آماره F (۰/۰۰۰) کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد و کل مدل رگرسیونی

^۱ Panal-fixed

معنی دار است. با توجه به پایین بودن سطح احتمال آماره t از ۰/۰۵ می توان نتیجه گرفت که وابستگی به گروه های تجاری بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر منفی و معنی داری دارد. همچنین، متغیر اهرم مالی شرکت تاثیر منفی و معنی داری بر کارایی سرمایه گذاری شرکت دارد. ضریب تعیین مدل معادل ۵۱ درصد و ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۵۱ درصد است. ضریب تعیین نشان دهنده میزان توضیح دهنده متغیر وابسته توسط متغیرهای وارد شده در مدل است. فرضیه دوم پژوهش: رقابت در بازار محصول در رابطه بین وابستگی به گروه تجاری و کارایی سرمایه گذاری شرکت اثر میانجی دارد. نتایج آزمون فرضیه دوم در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵: نتایج آزمون فرضیه دوم

نام (نماد متغیر)	ضریب (Coeff)	آماره t	سطح معناداری (Prob)
وابستگی به گروه تجاری (BGA)	β_1	-۰.۰۱	۰.۰۲۳
رقابت در بازار محصول (PMC)	β_2	۰.۵۱	۰.۰۰۳
اندازه شرکت (SIZ)	β_3	-۰.۰۷۷	۰.۰۷۶
سن شرکت (AGE)	β_4	-۰.۰۳۱	۰.۰۷۶
اهرم مالی (LEV)	β_5	-۰.۰۴۰	۰.۰۰۳
فرصت های رشد (GWTH)	β_6	-۰.۰۳۳	۰.۰۲۸
جریان نقد عملیاتی (CFO)	β_7	۰.۰۴۰	۰.۰۵۹
چرخه عملیاتی (OPCYCLE)	β_8	۰.۰۵۰	۰.۰۹۰
مقدار ثابت	C	۰.۲۹	۰.۰۰۰
F مقید (لیمر)	۲.۳۷۰		
سطح معناداری (Prob.)	۰.۰۰۰		
آماره F	۱.۴۵		
سطح معناداری (Prob.)	۰.۰۲۳		
آزمون درست نمایی LOG LIKEHOOD	۷۰.۵		
آزمون دوربین واتسون (DW)	۱.۸۳		
R^2 (ضریب تعیین)	۰.۵۲		
Adj R^2 (ضریب تعیین تعدیل شده)	۰.۵۱		

منبع: یافته های پژوهشگران

مطابق جدول ۵، سطح معنی داری آماره F مقید (لیمر) برابر با $(0/000)$ و کمتر از سطح خطای مورد پذیرش بوده و مدل داده‌های تابلویی-اثرات ثابت مورد استفاده قرار می‌گیرد. آماره دوربین واتسون در دامنه قابل قبول $(1/5)$ و $(2/5)$ قرار دارد که نشان می‌دهد همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. سطح معنی داری آماره F $(0/000)$ کمتر از $0/05$ بوده و کل مدل رگرسیونی معنی دار است. با توجه به پایین بودن سطح احتمال آماره F از $0/05$ می‌توان نتیجه گرفت که بین وابستگی به گروه‌های تجاری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت رابطه منفی و معنی داری وجود دارد، ولی در نقطه متقابل بین متغیر میانجی رقابت در بازار محصول و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. از این رو، فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان 95% تایید می‌شود. به عبارت دیگر، در شرکت‌هایی که رقابت در بازار محصول بالایی دارند، تاثیر میانجی مثبت و معنی داری بر رابطه وابستگی به گروه‌های تجاری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت دارد. همچنین، متغیر اهرم مالی شرکت تاثیر منفی و معنی داری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت دارد. ضریب تعیین مدل معادل 52% درصد و ضریب تعیین تعدیل شده برابر با 51% درصد است. ضریب تعیین نشان‌دهنده میزان توضیح‌دهندگی متغیر وابسته توسط متغیرهای وارد شده در مدل می‌باشد.

۷- بحث و نتیجه‌گیری

آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که وابستگی به گروه تجاری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر منفی و معنی داری دارد. پژوهش‌های قبلی در مورد گروه‌های تجاری، هم مزایا (از دیدگاه ارزش‌افزایی) و هم معایب (از دیدگاه تخریب ارزش) این شکل از ساختار مالکیت را بررسی کرده‌اند. طبق نظریه خلاء نهادی^۱، گروه‌های تجاری نقش مهمی در پر کردن شکاف‌های ناشی از نهادهای ضعیف بازار در این اقتصادها دارند و از طریق ترتیباتی مانند اشتراک گذاری اطلاعات، انتقال منابع، تنوع‌بخشی ریسک و حمایت مالی از شرکت‌های عضو، ارزش ایجاد می‌کنند. با این حال، ادبیات همچنین جنبه تاریک گروه‌های تجاری را با شواهدی از سلب مالکیت ثروت و ایجاد

^۱. Institutional void theory

تونل توسط افراد داخلی کنترل کننده، برجسته می کند. ادبیات گسترده ای در مورد گروه های تجاری، مکانیسم های متعددی را ارائه می دهد که از طریق آنها گروه های تجاری می توانند کارایی سرمایه گذاری را بهبود بخشند (روات و چودری، ۲۰۲۵).

گوپتا و ماهاکود (۲۰۱۸) به این نتیجه رسیدند که شرکت های وابسته به گروه تجاری از نظر اندازه، اهرم و جریان نقدی با شرکت های مستقل متفاوت بوده و وابستگی گروه به طور مثبت بر سرمایه گذاری شرکت تاثیر داشته است. فو و کیم (۲۰۲۳) مستند کردند که شرکت های وابسته به گروه در تصمیمات سرمایه گذاری خود نسبت به شرکت های مستقل، کارآمدتر هستند و از دیدگاه ارزش افزوده پشتیبانی می کنند، زیرا شرکت های وابسته به گروه در محدود کردن سرمایه گذاری بیش از حد و سرمایه گذاری کمتر از حد، بهتر از شرکت های مستقل هستند. روات و چودری (۲۰۲۵) دریافتند که هم کیفیت سود و هم وابستگی به گروه تجاری با کاهش سرمایه گذاری بیش از حد و کم سرمایه گذاری، کارایی سرمایه گذاری را بهبود داده است. رابطه مثبت بین کیفیت سود و سرمایه گذاری ها برای شرکت های وابسته به گروه نسبت به شرکت های مستقل آشکارتر بوده است. بنابراین، نتیجه آزمون فرضیه اول پژوهش با مبانی نظری پژوهش و نتایج پژوهش های گوپتا و ماهاکود (۲۰۱۸)، فو و کیم (۲۰۲۳) و روات و چودری (۲۰۲۵) همسو نیست.

آزمون فرضیه دوم نشان می دهد که رقابت در بازار محصول در رابطه بین وابستگی به گروه تجاری و کارایی سرمایه گذاری شرکت، به طور مثبت و معنی دار اثر میانجی دارد. ادبیات حسابداری مالی نشان می دهد رقابت در بازار محصول عاملی است که بر کارایی سرمایه گذاری شرکت تاثیر می گذارد. رقابت پذیری معیار مهمی برای ارزیابی میزان موفقیت واحدهای اقتصادی محسوب می شود. علاوه بر این، افزایش رقابت در بازار محصول، باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه های نمایندگی می شود که این مسئله فرصتی بزرگ برای سرمایه گذاران به وجود می آورد که بتوانند میزان عملکرد آتی شرکت را در بین رقبا در بازار محصول، اندازه گیری کنند. بر اساس تئوری نمایندگی، رقابت در بازار محصول با کاهش هزینه های نمایندگی و افزایش کیفیت اطلاعات ارائه شده، می تواند بر توان پیش بینی کنندگی اطلاعات برای سرمایه گذاران تاثیر بگذارد.

یای^۱ (۲۰۱۴) با تحلیل رگرسیون پانلی، نشان داد که سرمایه‌گذاری در صنایع متمرکز، کارآمدتر است. نیک‌کار (۱۳۹۸) ادعا می‌کند که رقابت در بازار محصول با توجه به تاثیری که در ایجاد شفافیت در محیط اطلاعاتی و تصمیم‌گیری شرکت دارد، سبب ایجاد تاثیری مثبت و معنادار بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌شود.

لاکسمانا و یانگ (۲۰۱۵) اظهار می‌کنند که رقابت، مدیران را به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پرریسک تشویق می‌کند. رقابت، مدیریت را در استفاده از جریان نقدی آزاد، منضبط می‌کند. در مجموع، آنها از نقش انضباطی رقابت در بازار محصول در تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت پشتیبانی می‌کنند. یاداو و یاداو^۲ (۲۰۲۵) نشان دادند که افزایش رقابت در بازار محصول، ناکارآمدی سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد را در بین شرکت‌های منتخب هندی کاهش می‌دهد و نشان داد که شرکت‌هایی که با رقابت شدید مواجه می‌باشند، کمتر مستعد سرمایه‌گذاری در سطوح پایین‌تر یا بالاتر از بهینه هستند. اولالر و موکودم-پترسن (۲۰۲۳) دریافتند که رقابت در بازار محصول به طور قابل توجهی بر سرمایه‌گذاری شرکت و ارزش شرکت در کشورهای برزیل، روسیه، هند و چین تاثیر می‌گذارد.

بنابراین، نتیجه آزمون فرضیه دوم پژوهش با مبانی نظری پژوهش و نتایج پژوهش‌های نیک‌کار (۱۳۹۸)، لاکسمانا و یانگ (۲۰۱۵) و یاداو و یاداو (۲۰۲۵) همسو می‌باشد.

بر اساس یافته‌های پژوهش، پیشنهادهای زیر ارائه می‌گردد:

۱- مدیران شرکت‌های گروهی باید بین بهره‌برداری از مزایای وابستگی گروهی و اجتناب از ریسک مرتبط با اتکای بیش از حد به بازارهای سرمایه داخلی، تعادل برقرار کنند. در حالی که گروه‌های تجاری محدودیت‌های مالی را کاهش می‌دهند، کنترل سوءاستفاده احتمالی از منابع یا ایجاد موانع برای جلوگیری از ناکارآمدی‌ها بسیار مهم می‌شود.

۲- نهادهای نظارتی باید سیاست‌های خود در مورد حقوق سهامداران اقلیت و افشای اطلاعات

^۱ Yi

^۲ Yadav & Yadav

اشخاص وابسته را مورد بازنگری قرار دهند تا نظارت بهتری بر ساختارهای گروهی داشته باشند و در نتیجه خطرات ناشی از تخصیص ناکارآمد سرمایه کاهش یابد.

۳- نظارت سرمایه گذاران در صورت وجود اطلاعات حسابداری شفاف، مؤثرتر خواهد بود و امکان ارزیابی دقیق تر ریسک بین شرکت های گروه تجاری و غیر گروهی را فراهم می کند.

۴- سرمایه گذاران در ارزیابی ریسک شرکت ها باید به اثرات اندازه گروه های تجاری توجه نمایند. به طور مشابه، سرمایه گذاران نهادی باید بین شرکت های مستقل و شرکت های وابسته به گروه، تمایز قائل شوند و بر شرکت هایی با کیفیت سود بالا، به ویژه در گروه های تجاری بزرگ، تمرکز کنند تا ریسک های سرمایه گذاری را بهتر مدیریت کرده و بازده را بهینه کنند.

۵- به مدیران شرکت ها پیشنهاد می شود به ماهیت رقابت و تمرکز بازار توجه بیشتری داشته باشند. علاوه بر این، برای تقویت سرمایه گذاری در یک بازار با پتانسیل بالا، سیاست گذاران باید سیاست های صنعتی سنتی را با سیاست های رقابتی و نوآورانه تلفیق کنند تا سازوکارهای بازار را بهبود بخشند و رقابت عادلانه بین شرکت ها را ترویج دهند.

به منظور توسعه پژوهش حاضر، به پژوهشگران آتی پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می گردد:

۱- بررسی شود که چگونه عدم قطعیت سیاست های اقتصادی بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ها تاثیر می گذارد.

۲- تاثیر رقابت در بازار محصول بر سرمایه گذاری شرکت ها در شرایط اقتصادی مختلف (پیش از بحران مالی، شرایط اقتصادی عادی و دوره بحران) مورد بررسی قرار گیرد.

۳- تاثیر تورش های رفتاری مدیران بر کارایی سرمایه گذاری شرکت با تاکید بر نقش تعدیل کننده مکانیسم های حاکمیت شرکتی بررسی شود.

۴- تاثیر ویژگی های مدیرعامل بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت ها با تمرکز بر نقش تعدیل کننده ارتباطات سیاسی مورد مطالعه قرار گیرد.

این پژوهش نیز همانند سایر پژوهش ها با محدودیت هایی به شرح زیر مواجه بوده است.

۱- باید در تعمیم نتایج پژوهش حاضر به سایر شرکت هایی که دارای شرایط غربالگری نبوده اند، با توجه به انتخاب شرکت ها بر مبنای غربالگری احتیاط شود؛ بنابراین به استفاده کنندگان از این پژوهش توصیه می شود تا به محدودیت تعمیم نتایج پژوهش حاضر با توجه به شرکت های

انتخابی توجه کنند.

- ۲- این پژوهش بر اساس اطلاعات شرکت‌های بخش تولید انجام شده است. تحقیقات بیشتر را می‌توان با استفاده از داده‌های شرکت‌های مالی و سرمایه‌گذاری مختلف و مقایسه نتایج انجام داد.
- ۳- برای اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش، از داده‌های شرکت‌ها بوردی و گزارش‌هایی که منتشر کرده‌اند، استفاده شده است و این گزارش‌ها بر مبنای بهای تمام شده تاریخی بوده است. در صورت اصلاح اطلاعات استفاده شده از بابت تورم ممکن است برداشت متفاوت از نتایج فعلی به دست آید.

منابع

- جبارزاده کنگرلویی، سعید، علی حکیم، امیر هادی، کارآمد ثانی، هادی و لطفی، نسیم. (۱۴۰۰). بررسی تأثیر وابستگی تجاری بر عوامل مرتبط با تأمین مالی. *تحلیل بازار سرمایه*، ۱۱(۱)، ۸۵-۱۰۸.
- خالقی زاده دهکردی، مریم، صراف، فاطمه و نجفی مقدم، علی. (۱۴۰۳). نقش معیارهای عملکرد در تبیین کارایی سرمایه گذاری با تأکید بر روش هوش مصنوعی. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۱۳(۵۱)، ۱۶۸-۱۵۱.
- ربیعی، خدیجه و فتوحی فشمی، حسن. (۱۴۰۲). ارائه مدل کارایی سرمایه گذاری بر اساس تورشهای رفتاری مدیران با تأکید بر نقش تمایلات سرمایه گذاری. *دانش سرمایه گذاری*، ۱۲(۴۸)، ۳۸۷-۴۱۴.
- رحمانیان کوشککی، عبدالرسول و سلکی، سجاد. (۱۴۰۰). بررسی تأثیر نقش میانجی رقابت در بازار محصول و ساختار سرمایه بر رابطه بین دوگانگی مدیر عامل و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *توسعه و سرمایه*، ۶(۲)، ۲۰۱-۲۲۶.
- رضایی، غلامرضا، تقی زاده، رضا، مهارلویی، محمدصادق و زراعت گری، رامین. (۱۴۰۱). تأثیر رقابت در بازار محصول بر کارایی سرمایه گذاری در نیروی کار با تأکید بر نقش محدودیت در تأمین مالی. *راهبرد مدیریت مالی*، ۱۰(۳۷)، ۷۷-۹۸.
- سراج، شهرزاد و بهرامی، مصطفی. (۱۴۰۳). بررسی تأثیر خوانایی گزارشگری مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ها. *مطالعات راهبردی مالی و بانکی*، ۲(۲)، ۱۵۰-۱۶۲.
- محتشمیان، سیدحمیدرضا، قدرتی، حسن، عربزاده، میثم و جباری، حسین. (۱۴۰۴). عوامل مؤثر بر کارایی سرمایه گذاری شرکت و اندازه گیری آن. *مدیریت پویا و تحلیل کسب و کار*، ۴(۴)، ۱-۱۸.
- نیک کار، جواد. (۱۳۹۸). تأثیر رقابت بازار محصول بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات حسابداری و حسابرسی*، ۸(۲۹)، ۷۱-۸۸.
- یادگاری، سعید و نعمت اله زاده، مرجان. (۱۴۰۲). تأثیر رقابت در بازار بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری. *رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری*، ۷(۲۵)، ۱۰۷۷-۱۰۹۴.
- Abdoh, H. A. A., & Varela, O. (۲۰۱۸). Product market competition, cash flow and corporate investments. *Managerial Finance*, ۴۴(۲), ۲۰۷-۲۲۱.
- Akdoğan, E., & MacKay, P. (۲۰۱۲). Product markets and corporate investment: Theory and evidence. *Journal of Banking & Finance*, ۳۶(۲), ۴۳۹-۴۵۳.
- Arun Kumar, T. V., & Manikandan, K. S. (۲۰۲۴). Business group affiliation

and competitive repertoire. *Asia Pacific Journal of Management*, ۳۱(۲), ۴۷۷-۵۰۵.

Azar, J., Schmalz, M. C., & Tecu, I. (۲۰۱۸). Anticompetitive effects of common ownership. *The Journal of Finance*, ۷۳(۴), ۱۵۱۳-۱۵۶۵.

Babar, M., & Habib, A. (۲۰۲۱). Product market competition in accounting, finance, and corporate governance: A review of the literature. *International Review of Financial Analysis*, ۷۳, ۱۰۱۶۰۷.

Bae, G. S., Choi, S. U., Dhaliwal, D. S., & Lamoreaux, P. T. (۲۰۱۷). Auditors and client investment efficiency. *The Accounting Review*, ۹۲(۲), ۱۹-۴۰.

Bae, K. H., Kang, J. K., & Kim, J. M. (۲۰۰۲). Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups. *The journal of finance*, ۵۷(۶), ۲۶۹۵-۲۷۴۰.

Baek, J. S., Kang, J. K., & Lee, I. (۲۰۰۶). Business groups and tunneling: Evidence from private securities offerings by Korean chaebols. *The journal of finance*, ۶۱(۵), ۲۴۱۵-۲۴۴۹.

Biddle, G. C., & Hilary, G. (۲۰۰۶). Accounting quality and firm-level capital investment. *The accounting review*, ۸۱(۵), ۹۶۳-۹۸۲.

Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (۲۰۰۹). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of accounting and economics*, ۴۸(۲-۳), ۱۱۲-۱۳۱.

Boutin, X., Cestone, G., Fumagalli, C., Pica, G., & Serrano-Velarde, N. (۲۰۱۳). The deep-pocket effect of internal capital markets. *Journal of Financial Economics*, ۱۰۹(۱), ۱۲۲-۱۴۵.

Buchuk, D., Larrain, B., Muñoz, F., & Urzúa, F. (۲۰۱۴). The internal capital markets of business groups: Evidence from intra-group loans. *Journal of Financial Economics*, ۱۱۱(۲), ۱۹۰-۲۱۲.

Carney, M., Van Essen, M., Estrin, S., & Shapiro, D. (۲۰۱۸). Business groups reconsidered: beyond paragons and parasites. *Academy of Management Perspectives*, ۳۲(۴), ۴۹۳-۵۱۶.

- Chang, S. J., & Hong, J. (۲۰۰۰). Economic performance of group-affiliated companies in Korea: Intragroup resource sharing and internal business transactions. *Academy of Management journal*, ۴۳(۳), ۴۲۹-۴۴۸.
- Chen, C., Kim, J. B., Wei, M., & Zhang, H. (۲۰۱۹). Linguistic information quality in customers' forward-looking disclosures and suppliers' investment decisions. *Contemporary Accounting Research*, ۳۶(۳), ۱۷۵۱-۱۷۸۳.
- Chen, C., Young, D., & Zhuang, Z. (۲۰۱۳). Externalities of mandatory IFRS adoption: Evidence from cross-border spillover effects of financial information on investment efficiency. *The Accounting Review*, ۸۸(۳), ۸۸۱-۹۱۴.
- Chen, F., Hope, O. K., Li, Q., & Wang, X. (۲۰۱۱). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The accounting review*, ۸۶(۴), ۱۲۵۵-۱۲۸۸.
- Chiu, T. T., Kim, J. B., & Wang, Z. (۲۰۱۹). Customers' risk factor disclosures and suppliers' investment efficiency. *Contemporary Accounting Research*, ۳۶(۲), ۷۷۳-۸۰۴.
- Cho, Y. J. (۲۰۱۵). Segment disclosure transparency and internal capital market efficiency: Evidence from SFAS No. ۱۳۱. *Journal of Accounting Research*, ۵۴(۴), ۶۶۹-۷۲۳.
- Frésard, L., & Valta, P. (۲۰۱۶). How does corporate investment respond to increased entry threat?. *The Review of Corporate Finance Studies*, ۵(۱), ۱-۳۵.
- Fu, S., & Kim, J. B. (۲۰۲۳). Business Group Affiliation and Investment Efficiency: International Evidence. Available at SSRN ۴۶۷۰۴۱۰.
- Gopalan, R., & Jayaraman, S. (۲۰۱۲). Private control benefits and earnings controlled firms. *Journal of Accounting –management: Evidence from insider Research*, ۵۰(۱), ۱۱۷-۱۵۷.
- Guariglia, A., & Yang, J. (۲۰۱۶). A balancing act: Managing financial constraints and agency costs to minimize investment inefficiency in the Chinese market. *Journal of corporate finance*, ۳۶, ۱۱۱-۱۳۰.
- Gupta, G., & Mahakud, J. (۲۰۱۸). Business Group Affiliation and Corporate Investment. *Journal of Management Research*, ۱۸(۱), ۵۶-۶۷.

- Hong, H. A., Kim, J. B., & Welker, M. (۲۰۱۷). Divergence of cash flow and voting rights, opacity, and stock price crash risk: International evidence. *Journal of Accounting Research*, ۵۵(۵), ۱۱۶۷-۱۲۱۲.
- Ingram, P., & Simons, T. (۲۰۰۲). The transfer of experience in groups of organizations: Implications for performance and competition. *Management Science*, ۴۸(۱۲), ۱۵۱۷-۱۵۳۳.
- Irvine, P. J., & Pontiff, J. (۲۰۰۹). Idiosyncratic return volatility, cash flows, and product market competition. *The Review of Financial Studies*, ۲۲(۳), ۱۱۴۹-۱۱۷۷.
- Jiang, F., Huang, L., & Zhang, M. (۲۰۰۹). Product market competition, corporate governance and agency costs. *World Econ*, ۳۲(۱۰), ۴۶-۵۹.
- Jiang, F., Kim, K. A., Nofsinger, J. R., & Zhu, B. (۲۰۱۵). Product market competition and corporate investment: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, ۳۵, ۱۹۶-۲۱۰.
- Khanna, T., & Yafeh, Y. (۲۰۰۷). Business groups in emerging markets: Paragons or parasites? *Journal of Economic literature*, ۴۵(۲), ۳۳۱-۳۷۲.
- Kim, J. B., & Yi, C. H. (۲۰۰۶). Ownership structure, business group affiliation, listing status, and earnings management: Evidence from Korea. *Contemporary accounting research*, ۲۲(۲), ۴۲۷-۴۶۴.
- Laksmana, I., & Yang, Y. W. (۲۰۱۵). Product market competition and corporate investment decisions. *Review of Accounting and Finance*, ۱۴(۲), ۱۲۸-۱۴۸.
- Lemma, T. T., Negash, M., Mlilo, M., & Lulseged, A. (۲۰۱۸). Institutional ownership, product market competition, and earnings management: Some evidence from international data. *Journal of Business Research*, ۹۰, ۱۵۱-۱۶۳.
- Lin, J. J., & Yeh, Y. H. (۲۰۲۰). Internal capital markets, ownership structure, and investment efficiency: Evidence from Taiwanese business groups. *Pacific-Basin Finance Journal*, ۶۰, ۱۰۱۲۸۴.
- Mello, A. S., & Wang, M. (۲۰۱۲, August). Globalization, product market competition and corporate investment. In *AFA ۲۰۱۳ San Diego Meetings*

Paper.

Olalere, O. E., & Mukuddem-Petersen, J. (۲۰۲۳). Product market competition, corporate investment, and firm value: Scrutinizing the role of economic policy uncertainty. *Economics*, 11(6), 167, 1-18.

Pattnaik, C., Lu, Q., & Gaur, A. S. (۲۰۱۸). Group affiliation and entry barriers: The dark side of business groups in emerging markets. *Journal of Business Ethics*, 153(4), 1051-1066.

Pereira, T. P., & Sousa, M. (۲۰۲۴). Business group affiliation and product market competition. *Journal of Industrial and Business Economics*, 51(1), 39-72.

Rawat, S., & Chaudhry, N. (۲۰۲۵). Earnings quality, business group affiliation, and investment efficiency. *Research in International Business and Finance*, 75, 102732.

Shaheen, L., Alatyat, Z., Aldabbas, Q., Abu Shihab, R. N., & Abuaddous, M. (۲۰۲۴). The Impact of CEO Characteristics on Investment Efficiency in Jordan: The Moderating Role of Political Connections. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(12), 540.

Stoughton, N. M., Wong, K. P., & Yi, L. (۲۰۱۷). Investment efficiency and product market competition. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(6), 2611-2642.

Yadav, A. S., & Yadav, I. S. (۲۰۲۵). Agency conflicts, product market competition and investment efficiency: new evidence from emerging market. *International Journal of Managerial Finance*, 21(2), 445-473.

Yi, L. (۲۰۱۴). Product market competition and investment Efficiency. *HKU Theses Online (HKUTO)*