

## بررسی تأثیر نقش تعدیل کننده شدت رقابت بازار بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

عارفه شریف منش<sup>۱</sup>

امید فرهاد توسکی<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۵/۱۷ تاریخ چاپ: ۱۳۹۹/۰۵/۲۲

### چکیده

رقابتی بودن بازار محصول بدین معناست که شرکت های مختلف در تولید و فروش کالا رقابت تنگاتنگی دارند و کالا های آنها نسبت به دیگری برتری چندانی ندارد. ساختار سرمایه ترکیبی از بدهی ها و حقوق صاحبان سهام است که شرکت ها با آن تامین مالی دارایی های خود را انجام می دهند. هدف اصلی شناسایی تأثیر نقش تعدیل کننده شدت رقابت بازار بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد ۱۰۴ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین بازه ی زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ است. اگر بخواهیم این روش را از نظر روش تحقیق بر مبنای هدف تقسیم بندی کنیم، این تحقیق از نوع کار بردی می باشد و اگر بخواهیم از نظر روش تحقیق بر مبنای ماهیت دسته بندی کنیم تحقیق حاضر از نوع توصیفی-همبستگی می باشد. براساس یافته های پژوهش حاضر با توجه به اینکه یکی از راهکارهای کاهش دغدغه سرمایه گذاران جهت تامین مالی و سرمایه گذاری در شرکت های با توان رقابتی بالا اطلاع رسانی دقیق در باب وضعیت مالی و نتایج عملیاتی آنها می باشد در نتیجه به هر میزان سطح رقابت بالا رود متعاقب آن کیفیت افشای اطلاعات مالی شرکت ها افزایش خواهد یافت. بر این اساس پیشنهاد می شود که در که سازمان بورس اوراق بهادار تهران شرکت ها را موظف سازد تا اطلاعات بیشتری را در مورد وضعیت بازار محصولاتشان افشا نمایند. از انجایی که تصمیمات راهبردی شرکت ها در جهت افزایش بازده سهامداران میزان تولید و سهم بازار منجر به افزایش یا کاهش ثروت سهامداران می شود از این رو به سرمایه گذاران توصیه می شود که در تصمیم گیری خود فقط به سود اوری شرکت ها اکتفا ننموده و به جایگاه شرکت در صنعت مربوطه، سهم بازار و توان رقابتی شرکت در بازار محصول، ساختار سرمایه و روند ایجاد بدهی شرکت و رقبا توجه نمایند.

### واژه های کلیدی

شدت رقابت بازار، ساختار سرمایه، عملکرد شرکت ها

۱- کارشناس ارشد حسابداری، واحد خرم آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، خرم آباد، ایران (a.sharifmanesh1992@gmail.com)

۲- دکترای حسابداری، استادیار، واحد خرم آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، خرم آباد، ایران (farhad-omid58@yahoo.com)

## مقدمه

با جدا شدن مالکیت از مدیریت و ایجاد تضاد منافع، ارزیابی عملکرد از مهم‌ترین موضوعات مالی شرکت‌ها محسوب می‌شود، به همین دلیل عواملی که بر عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارند از اهمیت خاصی برخوردارند. از جمله عواملی که بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر بسزایی دارد، ساختار سرمایه می‌باشد که توسط تحقیقات پیشین داخلی و خارجی به اثبات رسیده است. محیطی که شرکت اکنون در آن فعالیت می‌کنند در حال رشد و بسیار رقابتی است و شرکت‌ها برای ادامه حیات مجبور به رقابت با عوامل متعددی در سطح ملی و بین‌المللی و بسط فعالیت‌های خود از طریق سرمایه‌گذاری‌های جدید می‌باشند. شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری احتیاج به منابع مالی دارند اما منابع مالی استفاده از آنها باید به خوبی تعیین شود تا شرکت بتواند سودآور بوده و ارزش آن حداکثر شود و این وظیفه مدیر مالی است که منابع تامین مالی و نحوه استفاده از آنها را تعیین کند. تامین مالی می‌تواند از طریق استفاده از بدهی و ایجاد اهرم یا با بهره‌گرفتن از آورده‌های سهامداران باشد (فکوری محسن، ۱۳۹۳).

بر اساس ادبیات موجود رقابت در بازار محصول به عنوان یک ساز و کار حاکمیتی برون سازمانی و یک عامل مهم و حیاتی در اتخاذ تصمیمات افزایش اطلاعات توسط شرکت‌ها مطرح شده است. رقابتی بودن بازار محصول بدین معناست که شرکت‌های مختلف در تولید و فروش کالا رقابت تنگاتنگی دارند و کالاهای آنها نسبت به دیگری برتری چندانی ندارد، چرا که اگر غیر از این باشد، بازار به سمت انحصار یا انحصار چند جانبه تمایل پیدا می‌کند.

ساختار سرمایه ترکیبی از بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام است که شرکت‌ها با آن تأمین مالی دارایی‌های خود را انجام می‌دهند. شرکت‌ها از دو منبع بدهی و حقوق صاحبان سهام در ترکیب ساختار سرمایه خود استفاده می‌کنند. انتخاب بین بدهی و یا حقوق صاحبان سهام به عنوان یک منبع تأمین مالی جدید تحت تأثیر عوامل داخلی و خارجی است که بر ساختار سرمایه شرکت تأثیر می‌گذارند. برای تعیین ساختار سرمایه شرکت‌ها ابتدا می‌بایستی با توجه به نیازهای مالی جهت انجام سرمایه‌گذاری میزان نیاز مالی جدید را مشخص کرد و سپس اقدام به نوع منبع نمود. هدف از تعیین ساختار سرمایه، مشخص کردن ترکیب منابع مالی به منظور حداکثر کردن ثروت سهامداران یا همان مالکان واقعی شرکت است.

این اعتقاد وجود دارد که عملکرد تنها در یک فضای تصمیم‌گیری معنی پیدا می‌کند یعنی تصمیم‌گیرندگان داخلی و خارجی شرکت باید در مورد عملکرد به توافقی برسند. ارزیابی عملکرد یعنی ارزیابی اینکه شرکت تا چه حدی به اهداف تعیین شده در برنامه‌های خود دست یافته است. نتیجه حاصل شده از ارزیابی عملکرد خود هدف نیست بلکه هدفی برای پیش‌بینی برنامه‌های آتی و بهبود نقاط قوت و برطرف کردن نقاط ضعف می‌باشد. اندازه‌گیری عملکرد پایه و اساس بسیاری از تصمیمات از قبیل پاداش مدیران، قیمت سهام، ریسک سهام، تصمیم‌گیری مربوط به سرمایه‌گذاری و سایر موارد دیگر است. یکی دیگر از اصلی‌ترین و مهم‌ترین وظایف مدیران تصمیم‌گیری است. آنها باید برای برنامه‌ریزی، سازماندهی و اجراء، تصمیم‌گیری کنند. این تصمیم‌گیری‌ها باید بر اساس نتایج ارزیابی انجام شده با معیارهای شاخص عملکرد متناسب با فرآیندهای کاری سازمان باشد. از آنجایی که ترکیب بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام ساختار سرمایه را تشکیل می‌دهد اهمیت تصمیم‌گیری‌های مدیریت در ارتباط با تامین مالی افزایش یافته است. با توجه به اینکه هدف مدیریت مالی افزایش ثروت سهامداران است هدف از تعیین ساختار سرمایه تعیین ترکیب منابع مالی به منظور حداکثر کردن ثروت سهامداران یا حداقل کردن هزینه تامین مالی می‌باشد. ساختار سرمایه به دلیل صرفه‌های مالیاتی ناشی از هزینه‌های

بهره و نظریه نمایندگی برای شرکت ها اهمیت دارد. چرا که هر قدر در ساختار سرمایه بدهی بیشتر باشد بدهی مالیاتی کمتر و جریان نقدی بعد از مالیات بیشتر می شود (سجادی و همکاران، ۱۳۹۰)

چوخاریا و همکاران (۲۰۱۶)<sup>۱</sup> دو نوع اصلی هزینه های نمایندگی را شناسایی نموده اند. اولین نوع از تضاد منافع بین مدیریت و سهامداران به وسیله سوء مدیریت منابع توسط مدیر به منظور افزایش رفاه خود شناخته می شود. این نوع تضاد هزینه های زیادی را به همراه دارد. از این رو استفاده بیشتر از بدهی تضمین شده هزینه های نمایندگی را کاهش داده و افزایش عملکرد را به همراه خواهد داشت. دومین نوع از هزینه های نمایندگی از تضاد منافع بین سهامداران و اعتبار دهندگان ناشی می شود. از آنجایی که قرارداد بدهی این فرصت را برای سهامداران به وجود آورده است که سود بیشتری در ارتباط با به موفقیت رسیدن پروژه های سرمایه گذاری تصاحب کنند و در صورت عدم موفقیت اعتبار دهندگان حتی اصل طلب خود را وصول نمایند از این رو از اعتبار دهندگان انتظار می رود هزینه تامین مالی بالاتری را به شرکت تحمیل نمایند. این موضوع منجر به آن می شود که ساختار سرمایه تأثیر منفی بر روی عملکرد شرکت داشته باشد. مخصوصاً زمانی که شرکت در ساختار سرمایه خود به طور زیادی از بدهی استفاده کرده باشد. هزینه های نمایندگی بدهی ناشی از تضاد منافع بین شرکت و سهامداران در مطالعات براندر و لوئیس (۱۹۸۶)<sup>۲</sup> مورد بررسی قرار گرفت آنها دریافتند که سطح بالای اهرم مالی می تواند برای عملکرد شرکت زیانبار باشد.

مبانی مربوط به رابطه بین ساختار سرمایه و رقابت در بازار محصول را می توان در دو دیدگاه بیان نمود. دیدگاه اول مربوط به اثر مسئولیت محدود بدهی و دیدگاه دوم مربوط به مدل شکارگری می باشد. در دیدگاه اول شرکت هایی که سرمایه بالا و بازار محصول متغیری دارند سعی می نمایند که با افزایش بدهی سهم بازار خود را افزایش دهند. براندر و لوئیس (۱۹۸۶)<sup>۲</sup> بیان کردند که وجود بدهی در ساختار سرمایه به شرکت ها اجازه می دهد تا به طور تهاجمی در بازار محصول به دلیل مسئولیت محدود بدهی رقابت کنند

تأثیر استراتژیک این رفتار می تواند با مشکلات هزینه نمایندگی زیاد جبران شود. با این وجود ونزرنید (۲۰۰۳)<sup>۳</sup> تأثیر مزیت این نوع رفتار استراتژیک بر روی ماهیت رقابت و ویژگی های محصول را بیان کرد. این موضوع بیان می دارد که اثر مسئولیت محدود بدهی می تواند افزایش سودآوری شرکت های با اهرم مالی بالا را با شکست مواجه نماید. دیدگاه دوم مربوط به مدل شکارگری است. در این دیدگاه شرکت های بدون بدهی تمایل دارند تا با رفتار تهاجمی که با افزایش تولید یا کاهش قیمت همراه است سایر شرکت ها را از بازار بیرون کنند و سهم بازار خود را افزایش دهند. به عبارت دیگر در این دیدگاه افزایش بهره گیری از بدهی در ساختار سرمایه منجر به افزایش احتمال بحران مالی و ورشکستگی خواهد شد. مطابق با این دیدگاه مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸)<sup>۴</sup> بیان نمودند که شرکت های با اهرم مالی بالا از وضعیت نا مطلوبی در بازارهای رقابتی محصول برخوردارند. بدین ترتیب شرکت های با اهرم پایین با سودآوری زیاد و منابع مالی عمده مزیت رقابتی بیشتری دارند. در این حالت شرکت ها با سیاست جسورانه تولید و کاهش قیمت می توانند عرصه فعالیت رقبا را محدود کرده و آنها را با بحران مالی مواجه سازند. از این رو می توان گفت که شرکت ها طبق این مدل تمایل به استفاده از سطوح کم بدهی داشته باشند. همچنین بی و ویجواردانا (۲۰۱۲)<sup>۵</sup> بیان کردند که سود دوره جاری علایمی را برای دورنمای آتی در

<sup>1</sup> (Chhaochharia et al, 2016)

<sup>2</sup> ( Brander and Lewis, 1986)

<sup>3</sup> Vnzrnryd, (۲۰۰۳)

<sup>4</sup> Modigliani and Miller. 1958

<sup>5</sup> Bei and Wijewardana. 2012

بازار محصول مخابره می نماید. از این رو شرکت های تازه وارد نسبت به شرکت هایی که مدت زیادی در بازار فعالیت می کنند ساختار سرمایه آسیب پذیرتری دارند لذا این شرکت ها تحت رفتارهای شکارگونه شرکت های قدیمی قرار گرفته و علاوه بر کاهش سود مجبورند تا بدهی های خود را کاهش دهند و علایم نادرستی را درباره چشم انداز آتی ارسال کنند. در نتیجه حساسیت شرکت های با اهرم مالی بالا به لحاظ تحت فشار قرار گرفتن از جنبه مالی نسبت به شرکت های با اهرم مالی کم نسبت به علایم بازار محصول نسبتا بالاتر است. مجومدار و چوبیر (۱۹۹۹)<sup>۶</sup> بیان نمود که افزایش در اهرم منجر به افزایش ارزش بازار رقبا می شود. قیمت های بازار به واسطه افزایش در اهرم در شرکت های با اهرم بالا افزایش خواهد یافت. شرکت های با اهرم بالا قیمت های بالاتری را نسبت به رقبای با اهرم کم به همراه دارند. برعکس این قضیه نیز درست است زمانی که بدهی در ساختار سرمایه رقبا کم باشد و بازارها متمرکز (غیررقابتی) باشند قیمت ها نزول خواهند یافت چون شرکت های با اهرم بالا بازار را ترک خواهند نمود. یافته ها نشان می دهد که شرکت های با اهرم بالا برای شکارگری در بازار محصول غیررقابتی نسبت به رقبای با اهرم کم بسیار آسیب پذیر هستند. بحث در مورد رابطه اهرم و کارایی با کار پیشگام مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) آغاز شد. آنها استدلال کردند که ارزش بنگاه اقتصادی با ساختار کامل در بازار سرمایه بی ارتباط است. بعداً، جنسن و مکلینگ (۱۹۷۶)<sup>۷</sup> اظهار کردند که اهرم در فرضیه نمایندگی مشهور خود در مورد ساختار سرمایه بر عملکرد بنگاه تأثیر می گذارد. آنها استدلال کردند که نسبت بدهی بالا، هزینه نمایندگی بنگاه ها را به دلیل تهدید انحلال و خطر کاهش امتیازات مدیران بنگاه کاهش می دهد. راس (۱۹۷۷)<sup>۸</sup> تجزیه و تحلیل را گسترش داده و پیشنهاد کرد که نسبت بدهی بالا بنگاه اقتصادی علامت مثبتی به بازار می دهد که بنگاه گردش مالی مثبت برای تأمین برنامه عملیاتی آینده داشته باشد. تأمین مالی دارایی از طریق بدهی برای سرمایه گذاری سود بیشتری از تأمین اعتبار سهام در نظر گرفته می شود زیرا سود پرداخت شده به بدهی کسر مالیات است. در توسعه دیگری لوباتکین (۱۹۹۴)<sup>۹</sup> اظهار داشت که بدهی می تواند عملکرد شرکت را افزایش دهد زیرا بخشی از هزینه بدهی (بهره) کسر مالیات است. ابات و همکاران (۲۰۱۶)<sup>۱۰</sup> اظهار داشت که نتایج غیرقابل انکار ممکن است اتفاق بیفتد زیرا رابطه اهرم و عملکرد نیز به رقابت در بازار محصول وابسته است وی نمونه ای از ۱۷۶ بنگاه تولیدی ایالات متحده را انتخاب کرد و از شاخص هرفیندال (HHI) برای اندازه گیری محصول استفاده کرد مدت زمان تحریک بین رقابت بازار محصول و اهرم منفی و معنادار بود که نشان می دهد رقابت منفی رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت را تعدیل می کند.

با توجه به مطالب ارائه شده محقق به دنبال این پرسش است که آیا بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد؟ و همچنین با دخالت متغیر تعدیلگر (شدت رقابت بازار محصول)، آیا شدت رقابت بازار محصول بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت تأثیر معناداری دارد؟ که پس آزمون نتایج مشخص خواهد شد. هدف تحقیق حاضر بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با در نظر گرفتن شاخص رقابت در بازار محصول می باشد. بدین منظور از شاخص های هرفیندال-هیرشمن استفاده می شود. در راستای هدف پژوهش دو فرضیه تدوین گردیده و در خصوص داده های شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی و تجزیه و

6. Majumdar and Chhibber.1999

7. Jnson and mkling.1976

8. Ras.1977

9. Lobatekin.1994

10 Lobatekin.1994

تحلیل قرار می گیرد. متغیرهای این تحقیق شامل متغیر وابسته: عملکرد شرکت (بازده دارایی ها، بازده حقوق صاحبان سهام، شاخص کیوتوین)، متغیر مستقل: ساختار سرمایه (اهرم مالی، بدهی بلند مدت، بدهی کوتاه مدت)، متغیر تعدیل کننده: شدت رقابت بازار محصول (شاخص رقابت هرفیندال-هیرشمن) و متغیر کنترلی: اندازه شرکت، نقدینگی، رشد فروش، عمر شرکت، ریسک می باشد. با توجه مطالب ارائه شده محقق به دنبال پاسخگویی به این پرسش است که آیا نقش تعدیل کننده شدت رقابت بازار بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر گذار است؟

## پیشینه پژوهش

### پیشینه نظری

منظور از پیشینه پژوهش، تئوری ها، نظریه ها و مدل های علمی است که پژوهشگر به عنوان سنگ بنای پژوهش خود انتخاب می نماید تا بدین ترتیب نتایج پژوهش خود را در راستای از مود نظریه یا مدل مورد نظر تبیین نماید.

### ساختار سرمایه و عملکرد شرکت

هدف اصلی موسسات بازرگانی حداکثر نمودن ثروت سهامداران است. از آنجایی که افزایش ثروت سهامداران از دو راه سود سهام پرداخت شده هرسهم و تغییرات قیمت هر سهم امکان پذیر است، لذا ساختار مالی مطلوب اهمیت خود را در افزایش ثروت نشان می دهد. ساختار سرمایه یک شرکت ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام است. وظیفه هر مدیر مالی بهینه سازی ساختار دارایی ها، بدهی ها و حقوق صاحبان سهام به منظور حداکثرسازی ثروت سهامداران است. در این زمینه مدیر مالی سه تصمیم اتخاذ می نماید:

- ۱- تجزیه و تحلیل و برنامه ریزی مالی، شامل ایجاد تناسب در ساختار دارایی ها، بدهی ها و حقوق صاحبان سهام، بهبود عملکرد واحد اقتصادی و برنامه ریزی برای آینده است.
- ۲- تصمیمات سرمایه گذاری، شامل تعیین ساختار و ترکیب دارایی ها به نحو مطلوب و تحصیل بیشترین بازده است. به عبارتی سرمایه گذاری در پروژه های دارای خالص ارزش فعلی مثبت صورت می گیرد.
- ۳- تصمیمات تأمین مالی، شامل تصمیمات مربوط به ساختار مالی و ساختار سرمایه و همچنین تعیین و انتخاب بهترین شیوه تأمین مالی و ترکیب آن است.

محیط فعالیت شرکت ها به سرعت در حال رشد و بسیار رقابتی است و شرکت ها برای ادامه حیات، مجبور به رقابت با عوامل متعددی در سطح ملی و بین المللی و گسترش فعالیت های خود از طریق سرمایه گذاری های جدید می باشند. شرکت ها برای سرمایه گذاری احتیاج به منابع مالی دارند، اما منابع مالی و نحوه استفاده از آن ها باید به خوبی تعیین شود تا شرکت بتواند سودآور باشد و این وظیفه مدیر مالی است که منابع تأمین مالی و نحوه استفاده از آن ها را تعیین کند. بطور کلی منابع تأمین مالی شرکت ها بر اساس سیاست های تأمین مالی آن ها، به دو بخش تأمین مالی داخلی و خارجی شرکت تقسیم می شود. در تأمین مالی داخلی، شرکت از محل سود کسب شده اقدام به تأمین مالی می کند، یعنی به جای تقسیم سود بین سهامداران، سود را در فعالیت های عمدتاً عملیاتی شرکت برای کسب بازدهی بیشتر به کار می گیرد. مدیر باید بررسی کند که باید از کدام روش استفاده شود تا علاوه بر ساختار مطلوب سرمایه، ریسک را به سطح مورد قبول برای سرمایه گذاران کاهش داده و شرکت بتواند عملکرد بالایی از خود نشان دهد. به طور کلی دارایی و سرمایه مورد نیاز شرکت معمولاً از دو راه تأمین می گردد، ۱- وام از موسسات مالی و بانک ها ۲- حقوق صاحبان سهام (آورده نقدی سهامداران) که گرانترین نوع تأمین مالی به

شمار می‌آید. نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام یکی از مقیاس‌های اندازه‌گیری اهرم مالی شرکت می‌باشد. این نسبت نشان می‌دهد که شرکت برای تأمین مالی دارایی‌ها چه درصدی را از حقوق صاحبان سهام و چه درصدی را از بدهی، تحصیل وام و استقراض از موسسات مالی و بانک‌ها تأمین نموده است. با افزایش این نسبت حقوق صاحبان سهام کاهش می‌یابد و افزایش این نسبت نشان دهنده میل و گرایش شرکت به تأمین مالی از طریق موسسات مالی و بانک‌ها است. نسبت بالای بدهی به حقوق صاحبان سهام می‌تواند منجر به پرداخت هزینه بهره مازاد شود و معمولاً به این معنا می‌باشد که شرکت بیشتر از بدهی در تأمین مالی استفاده نموده است. اهرم حاوی هشدار حاکمی از اطلاعات مدیریت درباره فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. تئوری‌های ساختار سرمایه بیان می‌کنند که مدیران شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد مناسب باید اهرم کمتری انتخاب نمایند، زیرا اگر آن‌ها میزان بدهی خارجی خود را افزایش دهند، قادر نخواهند بود از مزایای فرصت‌های سرمایه‌گذاری استفاده نمایند. یکی از مهمترین اهدافی که مدیران مالی برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران باید در نظر بگیرند تعیین بهترین ترکیب منابع شرکت یا همان ساختار سرمایه می‌باشد. از نظر مدیریت مالی تعیین رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش کل شرکت اهمیت زیادی دارد زیرا می‌توان با استفاده از ساختار سرمایه بر ارزش کل شرکت تأثیر گذاشت. بعد از آگاهی شرکت از میزان سرمایه مورد نیاز، مسأله قابل طرح این خواهد بود که برای تأمین سرمایه باید از کدام منابع استفاده کرد؟ به عبارتی چه تعداد اوراق قرضه منتشر کرد و چه مقدار از آن را از محل انتشار سهام عادی تأمین نمود؟ فرایندی که منجر به تصمیم‌گیری نهایی می‌گردد، روش تعیین ساختار سرمایه نامیده می‌شود. روش تعیین ساختار سرمایه باید با توجه به خصوصیات اصلی هر یک از انواع اوراق بهادار که تحت تأثیر عوامل داخلی مرتبط با شرکت و یا سایر عوامل خارجی قرار دارد، صورت پذیرد. از آنجایی که یکی از روش‌های مورد استفاده برای کنترل فعالیت‌های مدیریت، تجزیه و تحلیل روش‌های ارزیابی عملکرد می‌باشد لذا مدیران باید در مقابل طیف وسیعی از ذینفعان پاسخگو باشند که بخش عمده آن‌ها را سهامداران تشکیل می‌دهد. در این راستا سهامداران نیز افرادی ریسک‌گریزند، بنابراین مدیران تلاش دارند تا ریسک واحد تجاری را با استفاده از رویه‌ها و فنون حسابداری کاهش داده تا هم بتوانند عملکرد خود را مثبت نشان دهند و هم بتوانند علاقمندان به سرمایه‌گذاری در شرکت را افزایش دهند. استدلال ارتباط ساختار سرمایه و عملکرد شرکت تا حدود زیادی تحت الشعاع استدلال‌های مربوط به خلق ارزش بدهی می‌باشد. اما می‌توان در مجموع این ارتباط را این گونه خلاصه نمود: تأثیرخالص اهرم مالی بر عملکرد شرکت نتیجه‌ای از اثرات گوناگون می‌باشد. اگر در ماندگی مالی (که غالباً نسبت بدهی‌ها نشانگر آن است)، پرهزینه‌تر و با اهمیت‌تر از نقش انضباطی بدهی باشد، شرکت‌هایی که بدهی‌های بیشتری دارند، مشکلات عملکردی بیشتری خواهند داشت. در مقابل اگر در ماندگی مالی شرکت را مجبور سازد که کارایی و بهره‌وری عملیات خود را به سطحی بالاتر از هزینه‌های در ماندگی مالی گسترش دهد، آنگاه شرکت‌هایی که بدهی‌های بیشتری دارند، عملکرد بهتری خواهند داشت (فکوری محسن، ۱۳۹۳)

### شدت رقابت بازار، ساختار سرمایه و عملکرد شرکت

مبانی مربوط به رابطه بین ساختار سرمایه و رقابت در بازار محصول را می‌توان در دو دیدگاه بیان نمود. دیدگاه اول مربوط به اثر مسئولیت محدود بدهی و دیدگاه دوم مربوط به مدل شکارگری می‌باشد. در دیدگاه اول شرکت‌هایی که سرمایه بالا و بازار محصول متغیری دارند سعی می‌نمایند که با افزایش بدهی، سهم بازار خود را افزایش دهند. نیکل و همکاران (۲۰۱۴)<sup>۱۱</sup>

<sup>۱۱</sup> Nickell&total. ۲۰۱۴

بیان کردند که وجود بدهی در ساختار سرمایه به شرکت ها اجازه می دهد تا به طور تهاجمی در بازار محصول به دلیل مسئولیت محدود بدهی رقابت کنند. تاثیر استراتژیک این رفتار می تواند با مشکلات هزینه نمایندگی زیاد جبران شود. با این وجود، گرین و همکاران (۲۰۱۷)<sup>۱۲</sup> تاثیر مزیت این نوع رفتار استراتژیک بر روی ماهیت رقابت و ویژگی های محصول را بیان کرد. این موضوع بیان می دارد که اثر مسئولیت محدود بدهی می تواند افزایش سودآوری شرکت های با اهرم مالی بالا را با شکست مواجه نماید. دیدگاه دوم مربوط به مدل شکارگری است. در این دیدگاه شرکت های بدون بدهی تمایل دارند تا با رفتار تهاجمی که با افزایش تولید یا کاهش قیمت همراه است سایر شرکت ها را از بازار بیرون کنند و سهم بازار خود را افزایش دهند. به عبارت دیگر در این دیدگاه افزایش بهره گیری از بدهی در ساختار سرمایه منجر به افزایش احتمال بحران مالی و ورشکستگی خواهد شد. مطابق با این دیدگاه تانگ و همکاران (۲۰۱۸)<sup>۱۳</sup> بیان نمودند که شرکت های با اهرم مالی بالا از وضعیت نامطلوبی در بازار های رقابتی محصول برخوردارند. بدین ترتیب شرکت های با اهرم پایین با سودآوری زیاد و منابع مالی عمده مزیت رقابتی بیشتری دارند. در این حالت شرکت ها با سیاست جسورانه تولید و کاهش قیمت می توانند عرصه فعالیت رقبای را محدود کرده و آنها را با بحران مالی مواجه سازند. از این رو می توان گفت که شرکت ها طبق این مدل تمایل به استفاده از سطوح کم بدهی داشته باشند. همچنین بولتون و همکاران بیان کردند که سود دوره جاری علایمی را برای دورنمای آتی در بازار محصول مخابره می نماید. از این رو شرکت های تازه وارد نسبت به شرکت هایی که مدت زیادی در بازار فعالیت می کنند ساختار سرمایه آسیب پذیرتری دارند لذا این شرکت ها تحت رفتارهای شکارگونه شرکت های قدیمی قرار گرفته و علاوه بر کاهش سود مجبورند تا بدهی های خود را کاهش دهند و علایم نادرستی را درباره چشم انداز آتی ارسال کنند. در نتیجه حساسیت شرکت های با اهرم مالی بالا به لحاظ تحت فشار قرار گرفتن از جنبه مالی نسبت به شرکت های با اهرم مالی کم نسبت به علایم بازار محصول نسبتا بالاتر است. افزایش در اهرم منجر به افزایش ارزش بازار رقبای می شود. قیمت های بازار به واسطه افزایش در اهرم در شرکت های با اهرم بالا افزایش خواهد یافت. شرکت های با اهرم بالا قیمت های بالاتری را نسبت به رقبای با اهرم کم به همراه دارند. برعکس این قضیه نیز درست است زمانی که بدهی در ساختار سرمایه رقبای کم باشد و بازارها متمرکز (غیررقابتی) باشند قیمت ها نزول خواهند یافت چون شرکت های با اهرم بالا، بازار را ترک خواهند نمود. یافته ها نشان داده اند که شرکت های با اهرم بالا برای شکارگری در بازار محصول غیررقابتی نسبت به رقبای با اهرم کم بسیار آسیب پذیر هستند در نتیجه بررسی شواهد تجربی و تئوریک در این بخش تقابل بین ساختار سرمایه، رقابت و عملکرد شرکت را نشان می دهد (فکوری محسن، ۱۳۹۳)

### پیشینه تجربی

یاوری کاظم (۱۳۹۶) توسعه بخش بانکی، ساختار سرمایه و عملکرد بنگاه های غیرمالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. نتایج حاصل از مطالعه نشان می دهد ساختار سرمایه در عملکرد بنگاه ها اثر مثبت و توسعه بخش بانکی اثر منفی بر ساختار سرمایه و در نتیجه بر عملکرد بنگاه ها در ایران دارد. علاوه بر این نتایج مطالعه نشان می دهد متغیرهای سودآوری مالیات و فرصت های رشد از جمله متغیرهای اثرگذار در ساختار سرمایه و متغیرهای اندازه، سودآوری، فرصت های رشد و درجه مشهود بودن دارایی ها از جمله متغیرهای اثرگذار در عملکرد بنگاه ها است.

<sup>12</sup> Greenne, W.H.2017

<sup>13</sup> Tong, & total.2018

ربيعی ريحانه (۱۳۹۵) تئوری نمايندگی، ساختار سرمايه و عملکرد شرکت در شرکت‌های پذيرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. در اين پژوهش ۱۵۸ شرکت پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله سال‌های ۱۳۸۵-۱۳۹۲ بررسی شده است. نتايج حاصل از اين پژوهش که با استفاده از رگرسیون داده‌های تلفیقی به دست آمد، رابطه معکوسی بين نسبت بدهی و عملکرد شرکت نشان داد يعنی استفاده بیشتر از اهرم مالی، سودآوری شرکت را تضعيف می کند، گرچه توقع بر آن است که نظارت قوی مؤثر بانک در سيستم بانکی بدون ربا موجب بهبود عملکرد شرکت‌های تسهیلات گیرنده از بانک باشد ولی متأسفانه نتايج چنین انتظاری را برآورده نمی کند.

فکوری محسن (۱۳۹۳) بررسی رابطه بين معيارهای اهرم مالی (ساختار سرمايه) و معيارهای ارزیابی عملکرد. در اين تحقيق از رویکرد قیاسی استقرایی و برای تجزیه و تحليل آماری نیز از نرم افزار آماری (SPSS) استفاده شده است. در اين تحقيق تعداد ۷۱ شرکت (۳۵۵ سال شرکت) برای آزمون فرضیه‌های تحقيق بين سال‌های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۱ انتخاب شده است. نتايج تحقيق نشان داد که بين متغیرهای نسبت کل بدهی به کل حقوق صاحبان سهام، نسبت کل بدهی بلندمدت به کل دارایی و نسبت کل بدهی به کل سرمايه با معيار ارزیابی عملکرد بازده دارایی‌ها رابطه معنادار وجود داشته ولی ارتباط هیچ یک از متغیرهای مستقل با متغیر کیوتوبين معنادار نیست.

سجادی وهمکاران (۱۳۹۰) در پژوهشی تأثیر انتخاب ساختار سرمايه بر روی عملکرد شرکت‌های پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، از طریق تجزیه و تحليل داده‌های ۷۶ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۸۳ را بررسی کرده اند. نتايج پژوهش نشان می دهد که بين نسبت بدهی‌های کوتاه مدت به کل دارایی‌ها و نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها با نرخ بازده دارایی‌ها رابطه منفی و معنی داری وجود دارد اما بين ساختار سرمايه (نسبت بدهی‌های کوتاه مدت به کل دارایی‌ها، نسبت بدهی‌های کوتاه مدت به کل دارایی‌ها و نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها) و عملکرد شرکت (بازده حقوق صاحبان سهام و حاشیه سود ناخالص) رابطه معنی داری وجود ندارد. به بيان ديگر در شرایط عادی انتخاب ساختار سرمايه تأثیر اندکی یا هیچ تأثیری بر روی عملکرد شرکت‌های پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ندارد.

کارگرفرد محدثه (۱۳۹۰) بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمايه. نمونه ی آماری پژوهش، شامل ۸۶ شرکت در دوره ی زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸ است. یافته‌های پژوهش نشان می دهد که رقابت در بازار محصول و ساختار سرمايه صنایع مختلف متفاوت از هم است. افزون بر این در حالت استفاده از شاخص Q توئين و هرفیندال-هیرشمن به عنوان شاخص اندازه گیری رقابت در بازار محصول رابطه ی مثبت و معناداری بين رقابت در بازار محصول و ساختار سرمايه ی شرکت‌ها وجود دارد؛ اما در حالت استفاده از شاخص نسبت تمرکز ۴ بنگاه، شواهدی دال بر وجود رابطه ی معنادار بين رقابت در بازار محصول و ساختار سرمايه يافت نشد.

نيکبخت و پیکانی (۱۳۸۹) در تحقيق خود به بررسی رابطه بين ساختار سرمايه و معيارهای حسابداری ارزیابی عملکرد (ROA و ROE) شرکت‌های پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه آماری شامل ۵۷ شرکت از بين شرکت‌های پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره ۶ ساله (۱۳۸۱-۱۳۸۶) انتخاب شد. فرضیه ها با استفاده از رگرسیون چندگانه و آماره t و F تحليل شدند. نتايج حاصل از آزمون فرضیه ها حاکی از آن است که بين نسبت‌های ساختار سرمايه و معيارهای حسابداری ارزیابی عملکرد (ROA ROE) رابطه معناداری وجود دارد.

نوید احمد و طلعت افزا (۲۰۱۹) بررسی نقش تعديل کننده شدت رقابت بازار بر رابطه بين ساختار سرمايه و عملکرد شرکت. یافته های تحقيق نشان داد که رقابت در بازار محصول رابطه منفی و معناداری را با ساختار سرمايه دارد آن را به عنوان



جایگزین تامین مالی بدهی برای تراز کردن منافع مدیران و سهامداران شرکت بکار می برد. یافته های تحقیق شواهدی را برای سیاست گذاران و تنظیم کننده های سیاست ارائه می دهد که این نمونه ها می تواند به عنوان شجاعت در اوج خود تلاش کند و به این ترتیب مالی را فراهم کند و به این ترتیب از شرکت در بازار محصول استفاده کند.

ابات و همکاران (۲۰۱۶) اظهار داشت که نتایج غیرقابل انکار ممکن است اتفاق بیفتد زیرا رابطه اهرم و عملکرد نیز به رقابت در بازار محصول وابسته است و نمونه ای از ۱۷۶ بنگاه تولیدی ایالات متحده را انتخاب کرد و از شاخص هرفیندال (HHI) برای اندازه گیری محصول استفاده کرد مدت زمان تحریک بین رقابت بازار محصول و اهرم منفی و معنادار بود که نشان می دهد رقابت منفی رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت را تعدیل می کند.

فازو (۲۰۱۳) نیز با استفاده از داده های ترکیبی (پانلی) ۲۵۷ شرکت آفریقای جنوبی طی دوره زمانی ۲۰۰۹-۱۹۹۸ به بررسی رابطه بین عملکرد شرکت و ساختار سرمایه با توجه شاخص های رقابت در بازار محصول پرداخت. وی علاوه بر شاخص هرفیندال - هیرشمن از شاخص جدیدی به نام شاخص بون برای بررسی این رابطه استفاده نمود. وی دریافت که ساختار سرمایه تاثیر مثبت و معناداری بر روی عملکرد شرکت دارد و این تاثیر غیر خطی است.

نواز و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت در بخش نساجی پاکستان پرداختند. آنان در نهایت ارتباطی قابل توجه و مثبت بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت یافتند.

بینر (۲۰۱۱) در ارتباط با ۲۰۰ شرکت سوئیسی رابطه منفی بین رقابت بازار محصول براساس شاخص هرفیندال-هیرشمن و عملکرد شرکت را نشان دادند. به عبارت دیگر کاهش تمرکز در صنعت منجر به افزایش در عملکرد شرکت می گردد.

لی و همکاران (۲۰۰۹) بررسی ساختار سرمایه را انجام دادند. در قسمتی از این تحقیق از ROA (بازده دارایی) و ROS (بازده فروش) بعنوان معیار عملکرد استفاده کردند و به این نتیجه رسیدند که بین عملکرد و اهرم مالی و نسبت بدهی های کوتاه مدت رابطه منفی و مستقیم وجود دارد. بنابراین شرکت های چینی کمتر از بدهی کوتاه مدت استفاده می کنند.

کمپلو (۲۰۰۶) تاثیر ساختار سرمایه را در ارتباط با رشد فروش شرکت ها در بازار محصول بررسی نمود. وی دریافت که ساختار سرمایه تاثیر منفی در ارتباط با رشد فروش شرکت هایی دارد که نسبتاً در صنایع دارای اهرم کم در طول رکود قرار دارند. یافته های وی نشان داد که تاثیرات اهرم به طور با اهمیتی بستگی به مشکلات شدید نمایندگی در بازارهای محصول دارد.

## فرضیه های پژوهش

**فرضیه اول:** بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه دوم:** شدت رقابت بازار محصول بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت تأثیر معناداری دارد.

## روش شناسی پژوهش

### روش و نوع پژوهش

این تحقیق از نوع تحقیقات کاربردی است، هدف تحقیق کاربردی توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. هدف این تحقیق شناخت همبستگی و رابطه بین چند متغیر کمی است لذا روش تحقیق حاضر به طور پیمایشی و از نوع همبستگی است و همچنین از نوع علی مقایسه ای (اکتشافی) می باشد. این نوع تحقیق پس رویدادی نیز می نامیم. ما در این تحقیق ما به مواردی اشاره داریم که علت آنها از قبل روی داده و در حال حاضر اثری که بر متغیر گذارده شده مورد بررسی قرار می گیرد. تحقیقات همبستگی شامل کلیه تحقیقاتی است که در آنها رابطه متغیر های مختلف با استفاده از ضریب همبستگی

کشف و تعیین شود بنابراین ضریب همبستگی شاخص دقیقی است که با محاسبه می توانیم نشان داد که یک متغیر تا چه اندازه با دیگر متغیرها ارتباط دارد

ابزار گردآوری اطلاعات تحقیق، اسناد کاوی، بانک های اطلاعاتی و مشاهده می باشد که داده های مورد نیاز در صورت های مالی حسابرسی شده و یادداشت های همراه آنها می باشد که نرم افزار های ره آورد نوین و تدبیر پرداز و همچنین آرشیو سایت بورس اوراق بهادار استخراج می شود و برای مسؤلیت اجتماعی از پرسشنامه استفاده خواهد شد. داده های جمع آوری شده با استفاده از نرم افزار (Excel) پس از اصلاحات و طبقه بندی لازم بر اساس متغیرهای مورد بررسی وارد نرم افزارهای Eviews8 و تجزیه و تحلیل های نهایی انجام خواهد شد و در نهایت به تایید یا رد فرضیات تحقیق با استفاده از نتایج حاصله از نرم افزارهای مربوطه خواهیم پرداخت. جامعه آماری شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ می باشد.

### جامعه و نمونه آماری

در پژوهش حاضر برای تبیین نمونه آماری، از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است بدین منظور ان دسته از شرکت های جامعه آماری که شرایط زیر را دارا باشند به عنوان نمونه آماری انتخاب و مابقی حذف می شوند.

- ۱- شرکت ها باید در بازه زمانی ۹۳-۹۷ در بورس اوراق بهادار فعالیت داشته باشند.
  - ۲- شرکت هایی که عضو بخش مالی و خدماتی و بیمه و بانک ها و هولدینگ و. نباشند.
  - ۳- شرکت هایی که غیر مالی بوده و در بازه ۹۳-۹۷ از بورس حذف شده اند.
  - ۴- شرکت ها نباید در بازه زمانی ۹۳-۹۷ تغییر سال مالی داده باشند.
  - ۵- اطلاعات و داده های آنها در دسترس باشند.
- با توجه به شرایط و محدودیت های فوق، از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در مجموع ۱۰۴ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شده است.

### اندازه گیری متغیر های پژوهش

متغیر وابسته - عملکرد شرکت (PER): بازده دارایی ها، بازده حقوق صاحبان سهام و شاخص کیوتوبین  
متغیر مستقل - ساختار سرمایه (CS): ساختار سرمایه ترکیبی از بدهی ها و حقوق صاحبان سهام است که شرکت ها با آن تامین مالی دارایی های خود را انجام می دهند. برای محاسبه ساختار سرمایه معیارهای مختلفی وجود دارد. در این پژوهش از معیارهای زیر استفاده می شود:

- معیار اهرم مالی (LEV): برای اندازه گیری این معیار از تقسیم کل بدهی ها بر کل دارایی ها استفاده می شود.  
معیار بدهی بلند مدت (LDR): این معیار توسط بدهی بلند مدت تقسیم بر کل دارایی ها اندازه گیری می شود.  
معیار بدهی کوتاه مدت (SDR): توسط بدهی کوتاه مدت تقسیم بر کل دارایی ها اندازه گیری می شود.  
متغیر تعدیل گر - شدت رقابت بازار (HHI): رقابتی بودن بازار محصول بدین معناست که شرکت های مختلف در تولید و فروش کالا رقابت تنگاتنگی دارند و کالاهای آنها نسبت به دیگری برتری چندانی ندارند، چرا که اگر غیر از این باشد، بازار به سمت انحصار یا انحصار چند جانبه تمایل پیدا می کند؛ که از طریق شاخص هرfindال - هیرشمن (HHI) اندازه گیری می شود.

متغیر کنترلی: براساس پژوهش های پیشین، جهت کنترل تأثیر برخی از متغیرها بر رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته، از متغیرهای کنترلی زیر استفاده شده است.

اندازه شرکت (Size): ارزش ریالی سهام منتشر شده یک شرکت در بازار بورس، اندازه شرکت گفته می شود.

نقدینگی (Liquidity): با نسبت های نقدینگی می توان بررسی کرد که آیا یک شرکت میتواند به تعهدات مالی کوتاه مدت خود پاسخ دهد یا خیر، نسبت های نقدینگی، توانایی واحد تجاری را در انجام تعهدات کوتاه مدت، اندازه گیری می کند؛ که از تغییر دارایی های جاری بر بدهی های جاری اندازه گیری می شود.

رشد فروش (Growth): تغییرات در فروش خالص که توسط درآمد فروش شرکت منهای درآمد فروش شرکت در سال قبل تقسیم بر درآمد فروش شرکت در سال قبل اندازه گیری می شود.

عمر شرکت (Age): از زمان تاسیس شرکت تاکنون را سن یا عمر، آن شرکت تلقی می کنند.

ریسک (Risk): در ادبیات مالی ریسک را می توان به صورت رویدادهای غیر منتظره که معمولاً به صورت تغییر در ارزش دارایی ها یا بدهی ها می باشد تعریف کرد.

### مدل های آماری پژوهش

به منظور بررسی رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش از مدل رگرسیون چند متغیر استفاده شده است.

$$PER_{it} = \beta_0 + \beta_1 CS_{it} + \beta_j \sum_{j=1}^5 controls_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$PER_{it} = \beta_0 + \beta_1 CS_{it} + \beta_2 INT_{it} + \beta_3 CS_{it} \times INT_{it} + \beta_j \sum_{j=1}^5 controls_{it} + \varepsilon_{it}$$

### یافته های پژوهش

#### تحلیل توصیفی

در این بخش، شاخص های مرکزی همچون میانگین و شاخص پراکندگی انحراف معیار برای هر یک از متغیرهای تحقیق ارائه می گردد. در این ارتباط میانگین، اصلی ترین شاخص مرکزی بوده و متوسط داده ها را نشان می دهد، به طوری که اگر داده ها بر روی یک محور به صورت منظم ردیف شوند، مقدار میانگین دقیقاً نقطه تعادل یا مرکز ثقل توزیع قرار می گیرد. انحراف معیار از پارامترهای پراکندگی بوده و میزان پراکندگی داده ها را نشان می دهد (مومنی و قیومی، ۱۳۹۰). برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها، شامل میانگین، میانه، حداقل مشاهدات، حداکثر مشاهدات و انحراف معیار ارائه شده است. باتوجه به شاخص های ارائه شده در جدول (۱) مشاهده می شود که متوسط بازده دارایی ها برابر با ۰,۱۶۵ و متوسط بازده حقوق صاحبان سهام برابر با ۰,۲۴۲ بوده است. همچنین شاخص کیوتوبین به طور میانگین برابر با ۰,۷۳۸ و اهرم مالی به طور متوسط برابر با ۰,۶۱۵ بدست آمده است. نسبت بدهی بلند مدت به طور متوسط برابر با ۰,۶۲ و نسبت بدهی کوتاه مدت برابر با ۰,۰۶۹ و شدت رقابت بازار محصول برابر با ۰,۱۸۰ و اندازه شرکت برابر با ۶,۱۵۷ و نقدینگی برابر با ۱,۷۳۷ و رشد فروش برابر با ۰,۰۱۸۶ و عمر شرکت برابر با ۳۸,۹۰۳ و ریسک برابر با ۰,۲۴۳ بوده است.

## جدول ۱ - آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۶۵	۰/۱۰۳	۲۲/۹۸۶	-۱/۱۹۶
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۰/۲۴۲	۰/۲۸۸	۴/۸۷۰	-۵۳/۴۲۶
شاخص کیو توپین	Q	۰/۷۳۸	۰/۴۳۵	۷۲/۲۹۱	-۴/۶۳۲
اهرم مالی	LEV	۰/۱۶۵	۰/۶۲۶	۲/۲۲۴	۰/۰۱۲
نسبت بدهیهای بلند مدت	LDR	۰/۰۶۹	۰/۰۱۵	۰/۸۵۶	۰/۰۰۰
نسبت بدهیهای کوتاه مدت	SDR	۰/۰۶۹	۰/۰۱۳	۰/۸۹۵	۰/۰۰۰
شدت رقابت بازار محصول	INT	۰/۱۸۰	۰/۰۸۳	۲/۴۸۵	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۰/۱۵۷	۶/۱۴۶	۸/۲۸۰	۴/۵۵۶
نقدینگی	liquidity	۱/۷۳۷	۱/۲۹۰	۴۳/۶۸۸	۰/۳۴۱
رشد فروش	growth	۰/۰۱۸	-۰/۰۱۱	۵۵/۶۸۶	-۵۴/۲۱۷
عمر شرکت	AGE	۳۸/۹۰۳	۳۶/۰۰۰	۶۴/۰۰۰	۱۴/۰۰۰
ریسک شرکت	RISK	۰/۲۴۳	۰/۰۶۹	۶/۲۳۳	۰/۰۰۲

## مانایی متغیرهای پژوهش

یک متغیر، زمانی ماناست که میانگین، واریانس و کواریانس آن در طول زمان ثابت بماند. به طور کلی اگر مبدا زمانی یک متغیر، تغییر کند و میانگین و واریانس و کواریانس تغییری نکند، در غیر این صورت، متغیر نامانا خواهد بود. به منظور بررسی مانایی متغیرهای تحقیق از آماره فیلیپس پرون استفاده شده است.

## جدول ۲- نتایج آزمون مانایی و نرمالیتی متغیرهای تحقیق

نتایج	آزمون فیلیپس پرون		نماد	نام متغیر
	احتمال	آماره		
مانا	0/0000	-22/701	ROA	بازده دارایی‌ها
مانا	0/0000	-22/865	ROE	بازده حقوق صاحبان سهام
مانا	0/0000	-20/327	Q	شاخص کیو توپین
مانا	0/0000	-11/552	LEV	اهرم مالی
مانا	0/0000	-18/502	LDR	نسبت بدهی بلند مدت
مانا	0/0000	-22/740	SDR	نسبت بدهی کوتاه مدت

مانا	0/0000	-20/848	<i>INT</i>	شدت رقابت بازار محصول
مانا	0/0000	-8/963	<i>SIZE</i>	اندازه شرکت
مانا	0/0000	-6/815	<i>Liquidity</i>	نقدینگی
مانا	0/0001	-88/074	<i>Growth</i>	رشد فروش
مانا	0/0000	-20/983	<i>Age</i>	عمر شرکت
مانا	0/0000	-22/833	<i>Risk</i>	ریسک

### هم خطی بین متغیرهای تحقیق

#### آزمون هم خطی (VIF)

هم خطی وضعیتی است که نشان می‌دهد یک متغیر مستقل تابعی خطی از سایر متغیرهای مستقل است. اگر هم خطی در یک معادله رگرسیون بالا باشد، بدین معنی است که بین متغیرهای مستقل همبستگی بالایی وجود دارد و ممکن است با وجود بالا بود  $R^2$ ، مدل دارای اعتبار بالایی نباشد؛ به عبارت دیگر با وجود آن که مدل خوب به نظر می‌رسد ولی دارای متغیرهای مستقل معنی داری نمی‌باشد. (دکتر ریخته گران، ۱۳۹۳)

جدول ۳ - نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی مدل پژوهش		
متغیر	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
اهرم مالی	0/0007	1/532
نسبت بدهی بلند مدت	1/552	1/033
نسبت بدهی کوتاه مدت	0/0002	1/973
شدت رقابت بازار محصول	0/0006	1/150
اندازه شرکت	0/0001	1/366
نقدینگی	4/763	1/189
رشد فروش	4/253	2/011
عمر شرکت	3/021	1/073
ریسک	4/765	1/994

### تحلیل چند متغیره

**فرضیه اول:** بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به سطوح معناداری بدست آمده از آزمون معناداری ضرایب رگرسیونی تحقیق مشاهده می‌شود که سطح معناداری اثر ساختار سرمایه (اهرم مالی، نسبت بدهی بلند مدت، نسبت بدهی کوتاه مدت) بر روی عملکرد شرکت (بازده دارایی‌ها) کوچکتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده است

از این رو می توان نتیجه گرفت که بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد. با استناد به ضریب تأثیر این متغیرها در مدل تحقیق که در جهت منفی بدست آمده شواهد حاکی از رابطه ی معکوس و معنادار بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت می باشد یعنی افزایش (کاهش) ساختار سرمایه باعث کاهش (افزایش) عملکرد شرکت می شود. از این رو فرضیه تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ مورد تایید قرار گرفته است.

جدول ۴- نتیجه فرضیه اول با متغیر وابسته بازده دارایی ها					
متغیر های تحقیق	ضریب	آماره t	معناداری	نتیجه	نوع رابطه
اهرم مالی	-0/0969	-5/987	0/000	تایید	معکوس
نسبت بدهی بلند مدت	-0/0004	-2/303	0/021	تایید	معکوس
نسبت بدهی کوتاه مدت	-0/113	-11/148	0/000	تایید	معکوس
اندازه شرکت	0/052	8/310	0/000		
نقدینگی	0/004	7/675	0/000		
رشد فروش	0/0006	0/547	0/584		
عمر شرکت	-0/0۰06	-2/582	0/010		
ریسک	0/093	21/627	0/000		
مقدار ثابت	-0/237	-5/903	0/000	-	
ضریب تعیین تعدیل شده	0/692	-	-	-	-
دوربین واتسون	1/646	-	-	عدم خود همبستگی بین متغیرها	
آزمون فیشر	9124/402	0/0۰۰		مدل مناسب است	

در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال معناداری آزمون تحلیل واریانس (F فیشر) از ۰/۰۵ کوچک تر می باشد با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تایید می شود. ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۶۹۲ بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً ۶۹٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل قابل تبیین است؛ به عبارت دیگر چه مقدار از تغییرات متغیر وابسته تحت تأثیر متغیر مستقل مربوطه بوده و مابقی تغییرات متغیر وابسته مربوط به سایر عوامل می باشد؛ و همچنین آماره دوربین واتسون ۱/۶۴۶ می باشد که این مقدار بین ۱/۵ تا ۲/۵ است که نشان دهنده عدم خود همبستگی بین متغیرها می باشد.

**فرضیه دوم:** شدت رقابت بازار محصول بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت تأثیر معناداری دارد.

باتوجه به سطوح معناداری بدست آمده از آزمون معناداری ضرایب رگرسیونی تحقیق مشاهده می شود که سطح معناداری اثر تعاملی شدت رقابت بازار محصول بر رابطه بین ساختار سرمایه (اهرم مالی\* شدت رقابت بازار محصول، نسبت بدهی بلند مدت\* شدت رقابت بازار محصول، نسبت بدهی کوتاه مدت\* شدت رقابت بازار محصول) بر عملکرد شرکت (بازده دارایی ها) کوچکتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده است از این رو می توان نتیجه گرفت که شدت رقابت بازار محصول بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت تأثیر معناداری دارد. با استناد به ضریب تأثیر متغیر اثر تعاملی نسبت بدهی کوتاه مدت و شدت رقابت بازار محصول در مدل تحقیق که در جهت منفی بدست آمده شواهد حاکی از رابطه ی معکوس و معنادار بین متغیر اثر تعاملی نسبت بدهی کوتاه مدت، شدت رقابت بازار محصول و بازده دارایی ها می باشد یعنی افزایش (کاهش) اثر تعاملی نسبت بدهی کوتاه مدت، شدت رقابت بازار محصول باعث کاهش (افزایش) بازده دارایی ها می شود. با استناد به ضریب تأثیر متغیرهای اثر تعاملی اهرم مالی و شدت رقابت بازار محصول، نسبت بدهی بلند مدت و شدت رقابت بازار محصول در مدل تحقیق که در جهت مثبت بدست آمده شواهد حاکی از رابطه ی مستقیم و معنادار بین اثر تعاملی اهرم مالی و شدت رقابت بازار محصول، نسبت بدهی بلند مدت و شدت رقابت بازار محصول و بازده دارایی ها می باشد یعنی افزایش (کاهش) اثر تعاملی اهرم مالی و شدت رقابت بازار محصول، نسبت بدهی بلند مدت و شدت رقابت بازار محصول باعث افزایش (کاهش) بازده دارایی ها می شود. از این رو فرضیه تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ مورد تایید قرار گرفته است.

**جدول ۵ - نتیجه فرضیه دوم با متغیر وابسته بازده دارایی ها**

متغیر های تحقیق	ضریب	آماره t	معناداری	نتیجه	نوع رابطه
اهرم مالی* شدت رقابت	0/053	۳/۴۵۴	0/۰۰۱	تایید	مستقیم
نسبت بدهی بلند مدت* شدت رقابت	0/0003	۵/330	0/۰۰۰	تایید	مستقیم
نسبت بدهی کوتاه مدت* شدت رقابت	-0/261	-7/618	0/000	تایید	معکوس
اندازه شرکت	0/040	6/033	0/000		
نقدینگی	0/005	8/532	0/000		
رشد فروش	0/0005	0/576	0/564		
عمر شرکت	-0/0008	-3/075	0/002		
ریسک	0/068	14/966	0/000		
مقدار ثابت				-	
ضریب تعیین تعدیل شده	0/597	-			-
دوربین واتسون	1/657	-		عدم خود همبستگی بین متغیرها	
آزمون فیشر	15228/06	0/000		مدل مناسب است	

در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال معناداری آزمون تحلیل واریانس (F فیشر) از ۰/۰۵ کوچکتر می باشد با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تایید می شود. ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۵۹۷ بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً ۶۰٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل قابل تبیین است؛ و همچنین آماره دوربین واتسون ۱/۶۵۷ می باشد که این مقدار بین ۱/۵ تا ۲/۵ است که نشان دهنده عدم خود همبستگی بین متغیرها می باشد.

### بحث و نتیجه گیری

در پژوهش حاضر به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با در نظر گرفتن شاخص رقابت در بازار محصول پرداخته شد. بدین منظور از شاخص های هرفیندال - هیرشمن به عنوان معیارهای رقابت استفاده گردید. در راستای هدف پژوهش دو فرضیه تدوین شد و ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج بررسی آزمون فرضیه اول نشان داد که سطح معنی داری آزمون  $t$  برای متغیرهای ساختار سرمایه از ۰/۰۵ کوچکتر است و این نشان میدهد که متغیر وابسته (عملکرد شرکت) تحت تأثیر آن قرار گرفته است در نتیجه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد و فرضیه تایید شد. در فرضیه دوم به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت با در نظر گرفتن شاخص رقابت در بازار محصول پرداخته شد. بدین منظور از حاصل ضرب ساختار سرمایه در هریک از شاخص های رقابت (هرفیندال - هیرشمن) متغیری تحت عنوان تعامل بین ساختار سرمایه و رقابت در بازار محصول محاسبه گردید. نتایج بررسی آزمون فرضیه دوم نشان داد که سطح معنی داری آزمون  $t$  برای متغیرهای اثر تعاملی شدت رقابت بازار محصول بر ساختار سرمایه از ۰/۰۵ کوچکتر است و این نشان میدهد که متغیر وابسته (عملکرد شرکت) تحت تأثیر آن قرار گرفته است در نتیجه شدت رقابت بازار محصول بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت تأثیر معناداری دارد و فرضیه تایید شد. بر اساس یافته های پژوهش حاضر با توجه به اینکه یکی از راهکارهای کاهش دغدغه سرمایه گذاران جهت تامین مالی و سرمایه گذاری در شرکت های با توان رقابتی بالا اطلاع رسانی دقیق در باب وضعیت مالی و نتایج عملیاتی آنها می باشد در نتیجه به هر میزان سطح رقابت بالا رود متعاقب آن کیفیت افشای اطلاعات مالی شرکت ها افزایش خواهد یافت. براین اساس پیشنهاد می شود که سازمان بورس اوراق بهادار تهران شرکت ها را موظف سازد تا اطلاعات بیشتری را در مورد وضعیت بازار محصولاتشان افشا نمایند. از آنجایی که تصمیمات راهبردی شرکتها در جهت افزایش بازده سهامداران میزان تولید و سهم بازار منجر به افزایش یا کاهش ثروت سهامداران می شود از این رو به سرمایه گذاران توصیه می شود که در تصمیم گیری خود فقط به سودآوری شرکت ها اکتفا ننموده و به جایگاه شرکت در صنعت مربوطه سهم بازار و توان رقابتی شرکت در بازار محصول، ساختار سرمایه و روند ایجاد بدهی شرکت و رقبا توجه نمایند.

### پیشنهاد های پژوهش

#### پیشنهاد های مبتنی بر یافته های فرضیه های پژوهش

۱- با توجه به نتایج حاصل از فرضیه اول که نشان داد بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد. نمایش عملکرد مناسب از مهمترین وظایف مدیران است که از ابزار های عملکرد بهتر ساختار سرمایه مناسب است. به همین دلیل مدیر مالی باید نسبت به درک مسائل مالی و بررسی عملکرد شرکت دیدگاه وسیعی داشته باشد تا برای اهداف واحد تجاری نحوه سرمایه گذاری، تامین مالی و تصمیمات مرتبط با تقسیم سود و ... تصمیم گیری مطلوب و مناسبی را انجام دهد. بدون تردید شناسایی راه های مختلف تامین مالی و بهره گیری از ابزارهای مناسب مالی مدیریت را در اتخاذ تصمیمات



صحیح تر و کسب منافع بیشتر برای شرکتها یاری خواهد نمود و استفاده بهینه از منابع مالی به عنوان موضوع اصلی بحث ساختار سرمایه در حقیقت به مدیران این فرصت را می دهد تا ارزش کل شرکت و ثروت صاحبان سرمایه را افزایش دهند. در نتیجه به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود که در انتخاب سبد سهام خود به عملکرد مدیران در مدیریت شرکت و نحوه تامین مالی و پرداخت سود آنها توجه لازم داشته باشند.

۲- با توجه به نتایج حاصل از فرضیه دوم که نشان داد شدت رقابت بازار محصول بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت تأثیر معناداری دارد. به شرکتها توصیه می شود تصمیماتی را که بر عملکرد شرکت تأثیر دارد با توجه به میزان رقابتی که با آن روبرو هستند اتخاذ کنند. با توجه به نتایج به دست آمده، به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود که به منظور تبیین میزان سودآوری شرکتها در بورس اوراق بهادار تهران، به مزیت های کلیدی شرکت از قبیل وضعیت رقابت در بازار محصولات شرکت توجه داشته باشند. همچنین به مدیران بازاریابی و مدیران مالی پیشنهاد می شود که برای برنامه ریزی و تعیین اهداف شرکت، حوزه امور مالی و حوزه برنامه ریزی استراتژیک را به یکدیگر نزدیک کرده و تعاملی بین آنها برقرار کنند.

### منابع فارسی

۱. سجادی وهمکاران (۱۳۹۰) تأثیر انتخاب ساختار سرمایه بر روی عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی. سال سوم. شماره ۹: ۳۸-۱۹
۲. فکور محسن (۱۳۹۳) بررسی رابطه بین معیارهای اهرم مالی (ساختار سرمایه) و معیارهای ارزیابی عملکرد. فصلنامه پژوهش حسابداری و حسابرسی. دوره ۴، شماره ۴ - شماره پیاپی ۱۵، زمستان ۱۳۹۳
۳. کارگرفرد محدثه (۱۳۹۰) بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمایه. دانش حسابداری مالی. دوره ۰۱، شماره ۱، پاییز ۱۳۹۰، صفحه ۱۰-۳۲
۴. نیکبخت و پیکانی (۱۳۸۹) بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و معیارهای ارزیابی عملکرد (ROA و ROE) شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه پژوهش های مدیریت. سال سوم شماره ۹: ۷۶-۵۷.
۵. یآوری کاظم (۱۳۹۶) بررسی تأثیر توسعه بخش بانکی، ساختار سرمایه و عملکرد بنگاه های غیرمالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. سامانه مدیریت نشریات علمی. دوره ۵، شماره ۲ - شماره پیاپی ۱۷، تابستان ۱۳۹۶، صفحه ۱-۲۰

6. Abbott et al (۲۰۱۶) The impact of the relationship between leverage and firm performance with the role of competition in the product market.
7. Bei an Wjjewaraaaa ( ) ) "Debt oolicy an eerformance of SMEs eii dence from hh anaian an South ff rican firms", Jorrnal of Ris Finacce, ool. ^No. ۴, pp. ۳۷۹-۶۶۴.
8. Braneer an Lewis ( ) ) "Leverae an ieeestment in diversffie firms", Jorrnal of Financial Economics, Vol. ۷۹No. ۲, pp. ۳۳۷-۳۱۷.
9. Chhaochharia et al (2016), Comparing Financial Systems, MIT press, Cambridge and London.
10. Greenne&total (۲۰۱۷), Econometric Analysis: New York University, Pearson Education, Harlow. Vol. 103 No. 3, pp. 525-55
11. Herfindal, Orris C (1959) explores the impact of capital structure on firm sales growth in the product market.
12. Jsson an mkii ( ) ) "Procct mareet comeetition an agency costs", Jorrnal of Industrial Economics, Vol. ۵۵No. ۲, pp. ۳۲۳-۹۸۹.

13. Lobatekin ()))) ) “Dieersification strategyy an R& Intensity in Multirr occct Firms”, The Academy of Management Journal, Vol. ۳۲No. ۲, pp. ۳۳۲-۳۰۰.
14. Moii giiaii an Mlller ()))) ) “Capital strcctrr e an firm eerformance: a new arrr oac to testing agency theory an an appiicatio to the banki iuuustry”, Jorr nal of Bankigg and Finance, Vol. ۳۰No. ۴, pp. -۱۰۶۵
15. Majumdar an Ciii eer. ()))) ) “A theory of preaaion base on aeency rr oll ems fiaancial contractin””, mmerican Economic Reii e,, Vol. ۸۰No. ۱, pp. .۰۰۶-۹۳
16. Nickell&total (2014) examines the relationship between firm performance and capital structure with regard to competition indices in the product market.
17. Tong, & total. (2018) Investigate the capital structure of our company and our company.
18. Ras (1977) Investigating the Relationship between Product Market Competition Based on the Herfindahl-Hirschman Index and Company Performance.
19. nn znry ()))) ) “Fiaancial leeraee, firm rr owth an fiaancial strentt h i the iisted comaaies in Sri Lanka”, Proceii a-Social and Behavioral Sciences, Vol. ۴۰, pp. -۷۰۹ ۷۱۵.



# The effect of moderating role of market competition intensity on the relationship between capital structure and performance of listed companies in Tehran Stock Exchange

Arefeh sharifmanesh<sup>1</sup>  
Omid farhad tuski<sup>2</sup>

Date of Receipt: 2020/08/07 Date of Issue: 2020/08/12

## Abstract

The competitiveness of the product market means that different companies compete closely in the production and sale of goods and their goods are not much superior to each other. Capital structure is a combination of debt and equity that companies use to finance their assets. The main purpose is to identify the effect of the moderating role of market competition on the relationship between capital structure and performance of 104 companies listed on the Tehran Stock Exchange between 1393 and 1397. If we want to classify this method in terms of research method based on purpose, this research is of practical type and if we want to classify it in terms of research method based on nature, the present study is descriptive-correlational. Based on the findings of the present study, considering that one of the ways to reduce investors' concerns for financing and investing in companies with high competitiveness is accurate information about their financial situation and operational results, resulting in a high level of competition. Accordingly, the quality of disclosure of companies' financial information will increase. Therefore, it is suggested that the Tehran Stock Exchange Organization oblige companies to disclose more information about the market situation of their products. Since the strategic decisions of companies to increase the return of shareholders, the amount of production and market share lead to an increase or decrease in the wealth of shareholders, so investors are advised not to limit themselves to the profitability of companies and Pay attention to the company's position in the relevant industry, market share and competitiveness of the company in the product market, capital structure and the process of creating debt of the company and competitors.

## Keywords

Intensity of market competition, capital structure, performance of companies

1- MSC of Accounting, Khorramabad Branch, Islamic Azad University, Khorramabad, Iran .  
(a.sharifmanesh1992@gmail.com)

2- Ph.D. of Accounting, Khorramabad Branch, Islamic Azad University, Khorramabad, Iran.  
(farhad-omid58@yahoo.com)