

## رقابت در بازار محصول و تأثیر آن بر سه معیار مهم در

## تصمیم‌گیری: هزینه نمایندگی، ساختار سرمایه و هزینه

### سرمایه

سحر سپاسی<sup>۱</sup>، مرتضی کاظم‌پور<sup>۲</sup>، منور شعبانی مازوئی<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۸/۲۰

تاریخ پذیرش: ۹۵/۱۲/۲۲

#### چکیده

رقابت در بازار محصول می‌تواند روی بسیاری از عوامل مطرح در شرکت اثرگذار باشد و با این اثرگذاری نقش بسیار پررنگی را در تصمیم‌گیری مدیران و سرمایه‌گذاران ایفا نماید. از این رو، هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر سه معیار مهم در تصمیم‌گیری یعنی هزینه نمایندگی، ساختار سرمایه و هزینه سرمایه‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای اندازه‌گیری رقابت در بازار محصول از شاخص هرفیندال-هرشمن و هزینه نمایندگی از نسبت گردش دارایی‌ها، ساختار سرمایه از نسبت بدهی به جمع کل دارایی‌ها و هزینه سرمایه از میانگین موزون هزینه سرمایه استفاده شده است. پس از بررسی ۹۰ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ (۵۴۰ سال - شرکت)، نتایج نشان می‌دهند که رقابت در بازار محصول بر هزینه نمایندگی و هزینه سرمایه تأثیر منفی و معناداری می‌گذارد، اما بین رقابت در بازار محصول و ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود ندارد.

**واژه‌های کلیدی:** رقابت در بازار محصول، هزینه نمایندگی، هزینه سرمایه، ساختار سرمایه.

طبقه‌بندی موضوعی: L11

کد DOI مقاله: 10.22051/ijar.2017.7722.1028

<sup>۱</sup> استادیار گروه حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس، نویسنده مسئول، (Sepasi@modares.ac.ir)

<sup>۲</sup> دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه تهران (M.kazempour@ut.ac.ir)

<sup>۳</sup> کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشگاه مازندران، (Monavar\_shabany@yahoo.com)

### مقدمه

محیطی که شرکت‌ها اکنون در آن فعالیت می‌کنند، محیطی رو به رشد و رقابتی است و شرکت‌ها برای ادامه حیات خود مجبور به رقابت با عوامل متعددی در سطح ملی، بین‌المللی و گسترش فعالیت‌های خود به وسیله سرمایه‌گذاری‌های جدید هستند (اعتمادی و منتظری، ۱۳۹۲). به همین دلیل رقابت در بازار محصول می‌تواند روی بسیاری از عوامل مطرح در شرکت، تأثیرگذار باشد. نخسین مورد، تأثیر بازار رقابتی بر هزینه نمایندگی است. تضاد منافع براساس مشکل جریان‌های وجوه نقد آزاد که در سال ۱۹۸۶ توسط جنسن مطرح شد. او بیان نمود که شرکت‌ها وجه نقد را در کنترل خود انباشته و صرف تصمیم‌های سرمایه‌گذاری می‌کنند که ممکن است در راستای منافع سهام‌داران نباشد. جریان وجه نقد آزاد، جریان نقدی است که مازاد بر آنچه برای تأمین مالی تمام پروژه‌ها با خالص ارزش فعلی مثبت باقی می‌ماند که با نرخ هزینه سرمایه مربوطه تنزیل می‌شود. تضاد منافع بین سهام‌داران و مدیران در خصوص سیاست‌های پرداخت سود سهام (مخصوصاً زمانی که سازمان‌ها وجه نقد آزاد قابل توجه‌ای دارند) بیش‌تر است (طالب‌نیا و مهدوی، ۱۳۹۴). سهام‌داران نمی‌توانند مدیران را مجبور به پرداخت این وجوه به عنوان سود سهام نمایند. مدیران با دسترسی به چنین وجوه نقد آزادی، تمایل خواهند داشت تا این وجوه را در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که بازدهی کم‌تر از بازده بازار داشته باشد و منجر به ناکارایی سازمانی می‌شود، اما منافع شخصی برای مدیران در بر خواهد داشت. نکته قابل توجه آن است که شرایط موجود در بازار محصول به مدیران این اجازه را نخواهد داد تا وجوه نقد آزاد را به هر نحوی مصرف نمایند. در نتیجه رقابت در بازار محصول، هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد و به‌طور کلی منجر به رشد می‌شود (جاگاناتان و سرینی و اسان، ۲۰۰۰).

دومین مورد، تأثیر رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمایه است. بر اساس نظریه‌های مختلف ساختار سرمایه، عوامل مختلفی از جمله مالیات، هزینه ورشکستگی، فرصت رشد، خطر و... که به ویژگی‌های شرکت‌ها مربوط می‌شوند بر ساختار سرمایه اثر می‌گذارند؛ اما، براساس پژوهش‌های گذشته در رابطه با ساختار سرمایه، تصمیم‌های مالی شرکت، نه تنها به وسیله عوامل داخلی و تعارضات بین نمایندگان داخل شرکت، بلکه به وسیله فعالیت‌های گروه‌های خارج از مرز شرکت مانند رقبا و مشتریان نیز تحت تأثیر قرار می‌گیرد. هم‌چنین، شیوه تأمین مالی شرکت

بر رفتار شرکت در بازار محصول و انگیزه شرکت برای رقابت و نیز رفتار سایر مشارکت‌کنندگان بازار و در نتیجه بازده‌های رقابتی تأثیر می‌گذارد. به عقیده گانی و همکاران (۲۰۱۱) با این که رابطه تصمیم‌های مالی شرکت و رفتار آن در بازار محصول در انزوا مطالعه شده است، اقتصاددانان مالی و صنعتی به‌طور فزاینده تأکید دارند که ممکن است بین رقابت در بازار محصول و ساختار سرمایه رابطه متقابل وجود داشته باشد (طوروسیان، ۱۳۹۰). آخرین مورد، تأثیر رقابت در بازار بر هزینه سرمایه است. شرکت‌ها برای گرفتن سهم بازار و مشتریان بیش‌تر در بازار محصول با یک‌دیگر رقابت می‌کنند و افزایش درجه رقابت، نااطمینانی در عملکرد شرکت را افزایش می‌دهد که این نااطمینانی منجر به عدم قطعیت عملکرد کل صنایع و یا کل اقتصاد می‌شود. بنابراین، رقابت در بازار محصولات از اجزاء خطر سیستماتیک است که بر هزینه سرمایه، هنگامی تأثیر می‌گذارد که سهام‌داران روی سهام سرمایه‌گذاری می‌کنند. از این رو، هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر سه معیار مهم یعنی هزینه نمایندگی، ساختار سرمایه و هزینه سرمایه است.

### مبانی نظری پژوهش

#### رقابت در بازار محصول و هزینه نمایندگی

در یک بازار رقابتی تعداد شرکت‌های فعال در بازار زیاد است. بنابراین، شرکت‌ها برای حفظ خود در بازار باید تا حدودی از اقدامات یک‌دیگر آگاه باشند. این امر منجر به انجام بخشی از فرایند نظارتی توسط شرکت‌های فعال در بازار می‌شود. در واقع، شرکت‌ها به عنوان یک سازوکار نظارتی برای یک‌دیگر عمل می‌کنند. از آنجائی که بخشی از هزینه نمایندگی شامل هزینه‌های نظارتی است، انتظار می‌رود مالکان شرکت‌های فعال در یک بازار رقابتی، هزینه‌های نظارتی کم‌تر و در نهایت هزینه‌های نمایندگی کم‌تری را متحمل شوند. هم‌چنین، وجود رقابت در بازار، به افزایش شفافیت و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی منجر می‌شود، زیرا اطلاعات مشابه و قابل مقایسه را می‌توان از سایر رقبای فعال در بازار کسب کرد و برای بررسی صحت ادعاها و اطلاعات ارائه شده توسط مدیریت شرکت مورد استفاده قرار داد. برای نمونه، وضعیتی که سود شرکت کاهش پیدا کند و مدیر مدعی باشد که این کاهش به دلیل عملکرد وی نیست، بلکه ناشی از افزایش در بهای تمام شده است. در این شرایط سهام‌داران می‌توانند با مراجعه به اطلاعات ارائه شده توسط رقبای شرکت، صحیح بودن ادعای مدیر را مورد بررسی قرار دهند.

این افزایش شفافیت به کاهش هزینه‌های نمایندگی منجر خواهد شد، زیرا مخاطرات اخلاقی مدیران و فرصت سوءاستفاده از منابع شرکت را کاهش خواهد داد (پورحیدری و همکاران، ۱۳۹۱).

یک دلیل دیگر برای تأثیر بازار رقابتی بر هزینه نمایندگی این است که مدیران شرکت‌های فعال در بازاری رقابتی، موقعیت شغلی خود را بیش از سایرین در معرض خطر می‌بینند، زیرا سهام‌داران و ذی‌نفعان چنین شرکت‌هایی کم‌تر می‌توانند اشتباهات و ناکارایی مدیران را تحمل کنند. بنابراین، مدیران تلاش می‌کنند با کارایی و اثربخشی بیش‌تری فعالیت نمایند که این خود به کاهش هزینه نمایندگی منجر می‌شود. در پژوهش حاضر برای سنجش هزینه نمایندگی از معیار گردش دارایی‌ها استفاده می‌شود و افزایش این نسبت، نشان‌دهنده کاهش در هزینه نمایندگی است. انتظار بر این است که بین رقابت در بازار محصول و نسبت گردش دارایی‌ها رابطه منفی وجود داشته باشد.

#### رقابت در بازار محصول و هزینه سرمایه

تصمیم‌گیری و قضاوت در مناسب‌ترین شیوه سرمایه‌گذاری با هدف بیشینه‌سازی ثروت سهام‌داران از جمله موضوعات بسیار مهم در حوزه مدیریت مالی است. برای دستیابی به هدف پیش‌گفته، افزایش عایدات حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها و کمینه کردن سرمایه، راه‌کارهای مناسبی هستند. پژوهش‌های زیادی نقش انتخاب خطی‌مشی‌ها با هدف کمینه نمودن هزینه سرمایه در کسب بهترین نتایج عملیات را نشان داده است (رضایی و همکاران، ۱۳۸۹). بر همین اساس اطلاع از هزینه سرمایه همواره در تصمیم‌های شرکتی نقش اساسی داشته است. دستیابی به نرخ هزینه مناسب در تعیین ترکیب بهینه ساختار مالی شرکت‌ها و به ویژه در کسب بهترین نتایج حاصل از عملیات به شکل سودآوری و افزایش قیمت سهام از اهمیت خاصی برخوردار است. پژوهشگران اقتصادی استدلال می‌کنند که رقابت شدید در بازار محصولات، باعث ایجاد انگیزه در مدیران برای رفتار کارا می‌شود و شرکت‌ها با رقابت بیش‌تر تمایل بیش‌تری به مدیریت سود دارند (لکسمانا و یانگ، ۲۰۱۴).

شرکت‌ها برای گرفتن سهم بازار و مشتریان بیش‌تر در بازار محصولات با یک‌دیگر رقابت می‌کنند و افزایش درجه رقابت نااطمینانی در عملکرد شرکت را افزایش می‌دهد که این نااطمینانی منجر به عدم قطعیت عملکرد کل صنایع و یا کل اقتصاد می‌شود. بنابراین، رقابت در

بازار محصولات از اجزاء خطر سیستماتیک است که روی هزینه سرمایه، هنگامی که سهام‌داران روی سهام سرمایه‌گذاری می‌کنند، تأثیر می‌گذارد. در چنین شرایطی نقش مفید رقابت در بهبود نوآوری‌های فنی و بازده محصول بر انگیزه‌های مدیریتی تأثیرگذار است. بنابراین، اقتصاد گسترده بر کاهش خطر سیستماتیک و بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران اثر می‌گذارد. علاوه بر آن رقابت شدید به عنوان یک سازوکار راهبردی خارجی عمل می‌کند و انگیزه مدیران را برای بهبود بازدهی محصول برای جلوگیری از از دست دادن سهم بازار و یا خطر ورشکستگی افزایش می‌دهد (چن و همکاران: ۲۰۱۴). بنابراین، افزایش رقابت به هماهنگ نمودن منافع سهام‌داران، مدیران و کاهش هزینه‌های نمایندگی کمک می‌کند که منجر به کاهش هزینه سرمایه می‌شود.

### رقابت در بازار محصول و ساختار سرمایه

ادبیات جدیدی که ساختار سرمایه و بازارهای محصول را به هم مرتبط می‌کند، منجر به ارتباط برخی از عوامل نظریه مالی با نظریه ذی‌نفعان، ساختار بازار و رفتار راهبردی شرکت شده است. بر اساس نظریه ذی‌نفعان ساختار سرمایه، ذی‌نفعان غیرمالی شرکت، مانند مشتریان، کارکنان، عرضه‌کنندگان و رقبا بر بدهی تأثیر می‌گذارند. بنابراین، شرکت باید علاوه بر سهام‌داران و صاحبان اوراق قرضه، چنین ذی‌نفعانی را به عنوان مطالبه‌کنندگان جریان‌های نقدی شرکت در نظر داشته باشد. در بحث مربوط به ساختار بازار، پژوهشگران بحث می‌کنند که سطوح بدهی ممکن است ساختار بازار را تحت تأثیر قرار دهد و این امر منجر به کم و زیاد شدن تمرکز صنعت خواهد شد و ساختار بازار هم می‌تواند بر ساختار سرمایه تأثیرگذار باشد (استیتی و رودریگز، ۲۰۰۶). ادبیات راهبرد رقابتی بیان می‌کند که یک شرکت ممکن است به صورت راهبردی از اهرم مالی استفاده کند تا رفتار رقیب را تحت تأثیر قرار دهد. در این رابطه، سه مدل اصلی شامل مدل مسئولیت محدود، مدل شکار و مدل‌های اثر سرمایه‌گذاری را برای توضیح چگونگی رابطه بین انتخاب‌های بدهی شرکت و رفتار بازار محصول می‌توان مطرح نمود.

بر اساس مدل مسئولیت محدود، شرکت‌ها برای این که به صورت راهبردی بر رقابت بازار محصول اثر بگذارند، از سطوح بدهی استفاده می‌کنند. شرکت‌های انحصاری چندجانبه، در مقایسه با شرکت‌های موجود در بازارهای رقابتی، ممکن است به منظور اثرگذاری بر رقابت، سطوح بدهی راهبردی بالاتری انتخاب کنند. بنابراین، بر اساس این نظریه رابطه مثبتی بین قدرت بازار محصول و نسبت اهرمی وجود دارد.

دومین دیدگاه براساس مدل شکار است. این مدل بیان می‌کند که شرکت‌های بدون بدهی، تمایل دارند با رفتار تهاجمی (افزایش تولید یا کاهش قیمت)، سایر شرکت‌ها را از بازار بیرون نمایند. این مدل دارای چند زیر مجموعه است. نخست، ورشکستگی راهبردی و کیف پول عمیق است. تلسر (۱۹۹۶) بیان نمود که یک شرکت تازه‌وارد به بازار نسبت به شرکتی که مدت‌ها است در بازار فعالیت می‌کند (شرکت متصدی)، ساختار مالی آسیب‌پذیرتری دارد. او در توجیه آسیب‌پذیری شرکت تازه‌وارد به صورت ضمنی به نقایص بازار سرمایه و آسیب‌پذیر بودن شرکت تازه‌وارد از لحاظ مالی اشاره نمود. شرکت متصدی با نفوذ زیادی که در بازار دارد، می‌تواند دست به رفتارهای شکارگری (جنگ قیمتی یا افزایش تولید) بزند و شرکت تازه‌وارد را از نظر مالی از پا درآورد و او را از بازار بیرون کند. در نتیجه، شرکت جدید مجبور به کاهش بدهی می‌شود (ستایش و جهرومی، ۱۳۹۰). دومین مورد، واکنش‌های مالیات‌محور بین بازارهای مالی و بازارهای محصول است. این واکنش‌ها زمانی نمود پیدا می‌کند که تصمیم‌گیری در مورد سطوح بدهی بر مبنای وضعیت بازار محصول اتخاذ شود. در زمان بالا بودن مالیات، شرکت‌ها به دلیل مزایای مالیاتی، بدهی خود را افزایش می‌دهند. از سوی دیگر، در بازار محصول، سطوح بالاتر بدهی ممکن است منجر به آسیب‌پذیری شرکت شود. در نتیجه، رقبا با افزایش تولید خود، تهاجمی‌تر رفتار می‌کنند و شرکت اهرمی‌تر (که به دلیل مزایای مالیاتی، بدهی خود را افزایش داده است) مجبور خواهد شد تا به وسیله کاهش تولید، از میزان شدت رقابت خود در بازار بکاهد. پس مالیات منجر به بدهی بیش‌تر و تولید پایین‌تر خواهد شد (استیتی و رودریگز، ۲۰۰۶)

براساس مدل اثر سرمایه‌گذاری، بدهی باعث کاهش سرمایه‌گذاری می‌شود. یعنی افزایش بدهی نشانه عدم سرمایه‌گذاری در آینده است، زیرا درصد جریان نقدی افزایش خواهد یافت که باید در هر دوره پرداخت شود. در نتیجه باعث کاهش جریان نقدی قابل دسترس برای سرمایه‌گذاری خواهد شد (گانی و همکاران، ۲۰۱۱). با توجه به مطالب پیش‌گفته پیش‌بینی می‌شود که رابطه منفی بین بدهی و رقابت در بازار محصول مشاهده شود.

### پیشینه پژوهش

ستایش و جهرومی (۱۳۹۰) تأثیر رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمایه را مورد آزمون قرار دادند. به همین منظور تعداد ۸۶ شرکت را در بازه زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸ بررسی کردند. یافته‌های

پژوهش نشان می‌دهند که رقابت در بازار محصول و ساختار سرمایه صنایع مختلف متفاوت از یکدیگر است. هم‌چنین در صورت استفاده از شاخص کیوتوبین و هرfindal - هیرشمن به عنوان شاخص اندازه‌گیری رقابت در بازار محصول، رابطه مثبت و معناداری بین رقابت در بازار محصول و ساختار سرمایه شرکت‌ها وجود دارد که این امر نظریه شکار را تأیید می‌کند. طوروسیان (۱۳۹۰) در پژوهش خود تأثیر رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمایه را بررسی نمود. به همین منظور پس از بررسی ۶۷ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ نتایج پژوهش حاکی از آن بودند که بین رقابت در بازار محصول و ساختار سرمایه یک رابطه درجه دو وجود دارد. ستایش و کریمی (۱۳۹۱) در پژوهشی تأثیر برخی از سازوکارهای راهبردی شرکتی را بر ساختار سرمایه مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می‌دهند که تنها استقلال هیأت‌مدیره بر ساختار سرمایه تأثیر معناداری می‌گذارد و بین اندازه و ترکیب هیأت‌مدیره با ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود ندارد. شهیکی‌تاش و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهش خود به بررسی ارتباط رقابتی یا انحصاری بودن بازار و بازده سهام پرداختند. نتایج نشان می‌دهند که بین ساختار انحصاری و رقابتی بازار با بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد و این رابطه به صورت U معکوس است. به عبارتی با افزایش تمرکز تا نقطه بیشینه و بعد از این نقطه به ترتیب بازده افزایش و کاهش می‌یابد. پورحیدری و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهشی تأثیر رقابتی بودن بازار محصول را بر هزینه نمایندگی بررسی نمودند. آن‌ها پس از بررسی ۶۹ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۹ نشان دادند که هرچه قدرت رقابت شرکت بیش تر باشد و از سوی دیگر رقابتی بودن بازار محصول کاهش پیدا کند، هزینه‌های نمایندگی افزایش می‌یابد.

انواری رستمی و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر ساختارهای رقابتی محصول بر سیاست‌های تقسیم سود پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن بودند که قابلیت جانشینی محصولات و اندازه بازار دارای رابطه مثبت و معناداری با تقسیم سود است و بین سایر ابعاد رقابت و تقسیم سود رابطه معناداری وجود ندارد. خدادای و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تأثیر رقابت بازار محصول بر سیاست‌های تقسیم سود پرداختند. نتایج حاکی از آن بودند که با افزایش رقابت بازار محصول، سودهای تقسیمی کاهش می‌یابد. بنابراین، شرکت‌ها در بازارهای متمرکز و با رقابت بالا، سود کم‌تری را پرداخت می‌کنند، زیرا آنها نیاز به ذخیره وجه نقد برای مقابله با تهدیدها و رفتارهای مخرب رقبا دارند.

برزگر و همکاران (۱۳۹۳) رابطه بین رقابت در بازار محصول و مدیریت سود را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها برای سنجش رقابت در بازار محصول از شاخص کیوتوین استفاده کردند و پس از بررسی ۹۹ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰، نتایج حاکی از آن بودند که بین رقابت در بازار محصول و مدیریت سود مبتنی بر فعالیت‌های واقعی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. نمازی، رضایی و ممتازیان (۱۳۹۳) در پژوهشی تأثیر رقابت در بازار محصول را بر کیفیت اطلاعات حسابداری مورد بررسی قرار دادند. آنها از سه معیار هرفیندال - هیرشمن، لرنر و لرنر تعدیل شده برای اندازه‌گیری رقابت در بازار استفاده نمودند و پس از بررسی ۷۳ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۱ نتایج پژوهش نشان داد که بین شاخص‌های رقابت در بازار محصول و کیفیت اطلاعات حسابداری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

شعبانی (۱۳۹۴) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین رقابت در بازار محصول (شاخص هرفیندال - هیرشمن) و هزینه سرمایه پرداخت. پس از بررسی ۸۷ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ نتایج نشان دادند که بین رقابت در بازار محصول و هزینه سرمایه رابطه منفی و معناداری وجود دارد. لونتیس و همکاران (۲۰۱۱) با در نظر گرفتن هزینه حسابداری شرکت‌ها به عنوان هزینه نمایندگی به بررسی رابطه بین رقابتی بودن بازار محصول و هزینه نمایندگی در یونان پرداختند. نتایج حاکی از آن بودند که رقابتی بودن بازار محصول باعث کاهش هزینه حسابداری به عنوان نمادی از هزینه نمایندگی می‌شود. داتا و همکاران (۲۰۱۲) در پژوهشی به بررسی نقش ساختار رقابتی صنایع بر مدیریت سود شرکت‌ها پرداختند. نتایج پژوهش آنان حاکی از رابطه معنادار قوی بین قدرت قیمت‌گذاری بازار محصول شرکت‌ها و درجه مدیریت سود و رقابت پذیری در صنایع است. هی (۲۰۱۲) به بررسی نقش حاکمیتی رقابت در بازار محصول در کاهش مشکلات نمایندگی بین سهام‌داران اقلیت و سهام‌داران کنترل‌کننده در شرکت‌های ژاپنی پرداخت. نتایج بیانگر آن بود که رقابت در بازار محصول موجب محدود نمودن مشکلات نمایندگی بین سهام‌داران کنترل‌کننده و سهام‌داران اقلیت می‌شود. رقابت هم‌چون یک سازوکار حاکمیتی شرکتی اثربخش در سطح صنعت عمل می‌کند که می‌تواند مدیران را به توزیع وجه نقد به سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی مجبور نماید.

چنگ و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهش خود رابطه بین رقابت در بازار محصول و کیفیت سود شرکت‌های آمریکایی را بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد که بین رقابت در بازار محصول



و کیفیت سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. چن و همکاران (۲۰۱۴) در مقاله‌ای به بررسی رابطه بین رقابت در بازار محصول و هزینه سرمایه پرداختند. آنها پس از بررسی ۲۲ صنعت و ۱۱۶۳ شرکت دریافتند که در صنایعی که رقابت بیش تر است، هزینه سرمایه کاهش می‌یابد. دیوید و خوزه (۲۰۱۴) در پژوهشی به بررسی تأثیر افشای ریسک مالی و غیرمالی بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌های اسپانیایی پرداختند. نتایج پژوهش نشان دادند که بین افشای ریسک غیرمالی و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود ندارد، اما بین افشای ریسک مالی و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. جیانگ و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی رابطه بین رقابت در بازار محصول و سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌های تولیدی بورس اوراق بهادار چین را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که بین رقابت در بازار محصول و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

### فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول) بین رقابت در بازار محصول و هزینه نمایندگی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم) بین رقابت در بازار محصول و ساختار سرمایه رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم) بین رقابت در بازار محصول و هزینه سرمایه رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

طرح پژوهش حاضر از نوع شبه تجربی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی است. هم‌چنین، پژوهش حاضر از نوع پژوهش‌های کمی است که از روش علمی ساخت و اثبات تجربی استفاده می‌کند و بر اساس فرضیه‌ها و طرح‌های پژوهش از قبل تعیین شده انجام می‌شود. از این پژوهش‌ها زمانی استفاده می‌شود که معیار اندازه‌گیری داده‌ها کمی است و برای استخراج نتایج از فن‌های آماری استفاده می‌شود (نمازی، ۱۳۸۲). داده‌های مورد نیاز پژوهش از سایت کدال جمع‌آوری شده است. هم‌چنین جامعه آماری پژوهش حاضر تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و تعداد ۹۰ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ (۵۴۰ سال-شرکت) به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شدند. هم‌چنین، برای بررسی فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیونی زیر استفاده می‌شود.

مدل ۱:

$$= \beta + \alpha + \alpha + \varepsilon_{it}$$

مدل ۲:

$$= \beta + \alpha + \alpha + \varepsilon_{it}$$

مدل ۳:

$$= \beta + \alpha + \alpha + \varepsilon_{it}$$

ساختار سرمایه (LEV) برای اندازه گیری آن از نسبت کل بدهی ها به کل دارایی ها استفاده می شود.

هزینه نمایندگی: برای محاسبه هزینه نمایندگی از نسبت گردش دارایی ها استفاده می شود. این نسبت از جمله نسبت های معروف است که بیانگر کارایی مدیریت و چگونگی بهره گیری او از دارایی ها است و اگر نسبت مذکور بالاتر باشد، بیانگر کارایی بیش تر مدیر و در نتیجه هزینه های نمایندگی کم تر است. این نسبت به وسیله تقسیم فروش شرکت بر مجموع دارایی های آن حاصل می شود.

هزینه سرمایه (WACC) برای اندازه گیری هزینه سرمایه از میانگین موزون هزینه سرمایه استفاده می شود. هزینه سرمایه شرکت در کل، میانگین موزون هزینه های اجزای تشکیل دهنده سرمایه است که در آن، ضرایب مورد استفاده برای هر جزء، میزان هر جزء نسبت به کل سرمایه مورد استفاده در شرکت است (ستایش و همکاران، ۱۳۹۲). برای محاسبه میانگین موزون نرخ هزینه سرمایه از رابطه ۱ استفاده می شود:

رابطه ۱

$$= (W_d \times K_d) + (W_p \times K_p) + (W_s \times K_s) + (W_e \times K_e)$$

در رابطه بالا:

میانگین موزون هزینه سرمایه.

 $K_p$  نرخ هزینه سرمایه سهام ممتاز $W_d$  درصد مشارکت بدهی در کل سرمایه

$W_p$  درصد مشارکت سهام ممتاز در کل سرمایه

$W_s$  درصد مشارکت سهام عادی در کل سرمایه

$W_e$  درصد مشارکت سود انباشته در کل سرمایه.

رقابت در بازار محصول (HHI) برای اندازه‌گیری رقابت در بازار محصول همانند پژوهش‌های لی (۲۰۱۰)، چن و همکاران (۲۰۱۲) و چنگ و همکاران (۲۰۱۳) از شاخص هرfindal - هیرشمن استفاده می‌شود. این شاخص به وسیله مجذور نسبت فروش شرکت به کل فروش صنعتی که شرکت مربوط به آن است، به دست می‌آید. هرچه نسبت به دست آمده برای یک شرکت بزرگ‌تر باشد بیانگر این است که آن شرکت دارای قدرت رقابت بزرگ‌تری است. باید توجه داشت که بین درجه رقابت بازار و قدرت رقابت شرکت یک رابطه معکوس وجود دارد. بنابراین هرچه شاخص هرfindal - هیرشمن بیش‌تر باشد، نشان‌دهنده قدرت رقابت بیش‌تر شرکت و از سوی دیگر کم‌تر بودن درجه رقابت بازار است.

هم‌چنین، از اندازه شرکت (Size) مانند پژوهش‌های نظری و همکاران (۱۳۹۱) و کامیابی و همکاران (۱۳۹۳) به عنوان متغیر کنترلی استفاده شده است که برابر با لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی‌های شرکت است.

## یافته‌های پژوهش

### آمار توصیفی

نگاره ۱ نشان‌دهنده آمار توصیفی متغیرهای پژوهش است. مقدار احتمال آماره جارگ‌برا نشان می‌دهد که توزیع متغیرها در دوره پژوهش نرمال بوده است.

نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	نماد	تعداد	میانگین	میانه	انحراف معیار	احتمال آماره جارگ‌برا
شاخص هیرشمن - هرfindal	HHI	۵۲۲	۰/۱۱۰	۰/۱۰۶	۰/۲۰۲	۰/۰۶
هزینه سرمایه	WACC	۵۲۲	۰/۲۷۱	۰/۲۱۸	۱/۳۹۴	۰/۱۲
ساختار سرمایه	LEV	۵۲۲	۰/۶۳۰	۰/۶۴۳	۰/۲۲	۰/۰۷
نسبت گردش دارایی‌ها	ROA	۵۲۲	۰/۳۵۱	۰/۳۱۳	۱/۳۱	۰/۱۵
اندازه شرکت	SIZE	۵۲۲	۱۱/۸۵	۱۱/۸۳	۰/۷۰	۰/۱۶

### آزمون فرضیه اول

نتایج مربوط به آماره  $F$  نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنی‌دار بوده و از آنجائی که مقدار آماره دورین-واتسون در محدوده بحرانی  $1/5$  تا  $2/5$  قرار دارد، در نتیجه مدل فاقد مشکل خودهمبستگی است. مقدار سطح معناداری مربوط به متغیر رقابت بازار محصول برابر با  $0/000$  است که این عدد از سطح خطای  $5$  درصد کم‌تر است و می‌توان بیان نمود که بین رقابت در بازار محصول و هزینه نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد. ضریب رگرسیونی نشان می‌دهد که بین شاخص هرفیندال - هیرشمن و هزینه سرمایه رابطه مثبتی وجود دارد و این امر نشان دهنده رابطه معکوس بین رقابت در بازار محصول و هزینه سرمایه است. بنابراین فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود.

نگاره (۲): مدل رگرسیونی تلفیقی برای آزمون فرضیه اول پژوهش

متغیرها	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره $t$	سطح معناداری
مقدار ثابت	-۱/۹۸۸	-۴/۸۳۳	۰/۰۰۰
شاخص هیرشمن- هرفیندال	۰/۱۱۴	۴/۶۵۲	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۰/۰۷۲	-۲/۲۵۷	۰/۰۲۴
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	احتمال آماره $F$	آماره دورین-واتسون
۰/۲۹	۰/۲۸	۰/۰۰	۲/۴۵

### آزمون فرضیه دوم

مدل رگرسیونی در حالت داده‌های تلفیقی در نگاره ۳ نشان داده شده است. نتایج مربوط به آماره  $F$  نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنی‌دار است. مقدار سطح معناداری مربوط به متغیر رقابت بازار محصول برابر با  $0/574$  است که این عدد از سطح خطای  $5$  درصد بیش‌تر است و می‌توان بیان نمود که بین رقابت در بازار محصول و ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود ندارد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش رد می‌شود.

## نگاره (۳): مدل رگرسیونی تلفیقی برای آزمون فرضیه دوم پژوهش

متغیرها	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۱/۵۲۳	۹/۴۷۷	۰/۰۰۰
شاخص هیرشمن - هرfindal	۰/۰۰۳	۰/۵۶۱	۰/۵۷۴
اندازه شرکت	۱/۵۲۳	۹/۴۷۷	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	احتمال آماره F	آماره دوربین-واتسون
۰/۲۶	۰/۲۵	۰/۰۰	۱/۷

## آزمون فرضیه سوم

مدل رگرسیونی در حالت داده‌های تلفیقی در نگاره ۴ نشان داده شده است. نتایج مربوط به آماره F نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنی دار بوده و از آنجائی که مقدار آماره دوربین-واتسون در محدوده بحرانی ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، در نتیجه مدل فاقد مشکل خودهمبستگی است. مقدار سطح معناداری مربوط به متغیر رقابت بازار محصول برابر با ۰/۰۰۰ است که این عدد از سطح خطای ۵ درصد کم تر است و می‌توان بیان نمود که بین رقابت در بازار محصول و هزینه سرمایه رابطه معناداری وجود دارد و با توجه به ضریب رگرسیونی به دست آمده این رابطه منفی و معنادار است. بنابراین فرضیه سوم پژوهش تأیید می‌شود.

## نگاره (۴): مدل رگرسیونی تلفیقی برای آزمون فرضیه سوم پژوهش

متغیرها	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	-۰/۸۵۶	-۰/۸۳۳	۰/۴۰۴
شاخص هیرشمن - هرfindal	-۰/۵۱۵	-۵/۶۵۱	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۱/۰۷۲	-۵/۲۵۷	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	احتمال آماره F	آماره دوربین-واتسون
۰/۲۸	۰/۲۷	۰/۰۰	۲/۴۰

## نتیجه‌گیری

آدام اسمیت در کتاب اقتصاد ملل بیان می‌کند که رقابت در بازار محصول ترکیبی از سازوکار برتر برای تخصیص کارای منابع و اثر کنترلی بر ایجاد منافع بیش تر و عدم ناکارآمدی مدیریت است. افزایش رقابت در بازار محصول می‌تواند بر بسیاری از عوامل مهم در تصمیم‌گیری مدیران

و ذی‌نفعان شرکت اثرگذار باشد. از این رو در پژوهش حاضر تأثیر آن بر سه عامل مهم تأثیرگذار بر تصمیم‌گیری در شرکت‌ها یعنی هزینه نمایندگی، هزینه سرمایه و ساختار سرمایه مورد بررسی قرار گرفت و براساس مبانی نظری پژوهش انتظار بر آن بود که رقابت در بازار محصول با هر سه متغیر رابطه معکوسی داشته باشد. برای اندازه‌گیری رقابت در بازار محصول از شاخص هرفیندال - هیرشمن، ساختار سرمایه از نسبت بدهی به کل دارایی‌ها، هزینه سرمایه از میانگین موزون هزینه سرمایه استفاده شد. هم‌چنین نسبت گردش دارایی‌ها به عنوان نماینده‌ای برای افزایش و کاهش در هزینه نمایندگی در نظر گرفته شد. پس از جمع‌آوری اطلاعات ۹۰ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ و با استفاده از آزمون‌های آماری مناسب نتایج پژوهش نشان می‌دهند که رقابت در بازار محصول با هزینه سرمایه رابطه معکوس و معناداری دارد و این نتیجه با نتایج پژوهش شعبانی (۱۳۹۴) و چن و همکاران (۲۰۱۴) که بیان نمود رابطه منفی و معناداری بین رقابت در بازار محصول و هزینه سرمایه وجود دارد هم‌سو است و نشان می‌دهد که افزایش رقابت به هماهنگی نمودن منافع سهام‌داران و مدیران و کاهش هزینه‌های نمایندگی که منجر به کاهش هزینه سرمایه می‌شود، کمک می‌کند.

هم‌چنین، نتایج پژوهش نشان می‌دهند که رقابت در بازار محصول با هزینه نمایندگی رابطه معکوس و معناداری دارد. بنابراین، این نتیجه با نتایج پژوهش پورحیدری و همکاران (۱۳۹۱) که نشان دادند بین رقابت در بازار محصول و هزینه نمایندگی رابطه معکوسی وجود دارد، هم‌سو است. دلیل وجود رابطه‌ای معکوس بین رقابت در بازار محصول و هزینه نمایندگی را می‌توان در این موضوع جست‌وجو نمود که در بازار ایران جایگاه مدیران متزلزل است و اکثر آن‌ها برای حفظ شهرت و جایگاه خود تلاش می‌کنند با کارایی و اثربخشی بیش‌تری فعالیت کنند که این امر باعث می‌شود تا هزینه نمایندگی کاهش یابد، اما نتایج حاکی از آن بودند که بین رقابت در بازار محصول و ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود ندارد. بنابراین، با توجه به نتایج پژوهش به مدیران پیشنهاد می‌شود تا با افزایش رقابت، هزینه نمایندگی و هزینه سرمایه شرکت را کاهش دهند تا این کار منجر به ارسال علامت‌های مثبت به بازار سرمایه شود. این علامت‌های مثبت منجر به جذب سرمایه‌گذاران، تصمیم‌گیری هر چه بهتر آن‌ها می‌شود و افزایش ارزش شرکت باشد. به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی موضوعات زیر را مورد بررسی و پژوهش قرار دهند:

۱. اندازه‌گیری رقابت در بازار محصول با استفاده از معیارهای دیگر و انجام مجدد پژوهش حاضر.
۲. انجام پژوهش حاضر به تفکیک صنایع با رقابت زیاد، متوسط و کم.
۳. اندازه‌گیری هزینه نمایندگی از ابعاد مختلف و بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر هر یک از ابعاد.

### منابع

- Anvary Rostami, A; Etemadi, H; Movahedmajd, M. (2013). "Investigation of the Impact of Product Market Competition on Dividend Policies". , 1 (2) , pp. 1-18. [In Persian]
- Barzegar, GH; Talebtabar Ahangar, M; Esabat tabari, E. (2014). "The Relationship between Product Market Competition and Earnings Management". , 6 (4) , pp. 73-88. [In Persian]
- Chen, C. , Li, L. , & Ma, M. L. (2014). "Product market competition and the cost of equity capital: evidence from China". , (ahead-of-print) , 1-35.
- Cheng, P. , Man, P. and h. Yi, C. (2013). " The Impact of Product Market Competition on Earnings Quality". , 53, Pp 137 – 162.
- Datta, S. , M, Iskandar-Datta. , and V. Singh. (2012). "Product Market Power, Industry Structure, and Corporate Earnings Management". , 37 (8) , pp. 3273-3285.
- David, C, S. & Jose, M, T, B. (2014). "Risk disclosure and cost of equity: The Spanish case". , 59 (4) , PP. 105-135.
- Etemadi, H, Montazeri, J. (2013). "Reviewing Influential Factors on Capital Structure of Firms Listed in Tehran Security Exchange with Emphases on Production Market Competition". , 20 (3) , pp 1-26. [In Persian]
- Guney, Y. ; Li, L. and R. , Fairchild, (2011) , "The Relationship between Product Market Competition and Capital Structure in Chinese Listed Firms", , 20, pp. 41-51.
- He, W. , (2012). "Agency problems, product market competition and dividend policies in Japan". . 52 (3) , pp. 873-901.
- Istaitieh, A. and J. M. , Rodriguez, (2006) , "Factor- Product Markets and Firm's Capital Structure: A Literature Review", , 15, pp. 49-75.
- Jagannathan, R. and Srinivasan, S. B. (1999). "Does product market competition reduce agency costs?". , 10 (2) , pp. 387-400.
- Jensen, M. C. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and take overs". , 76 (2) , pp. 323-329.

- Jiang, F. , Kim, K, A. , Nofsinger, J, R. , & Zhu, B. (2015). "Product market competition and corporate investment: Evidence from China", , doi: 10. 1016/j. jcorpfin. 2015. 09. 004
- Kamyabi, Y; Nooshabadi. Z; Haghshenas, H. (2014). "Investigation of cash flow effect & EPS in dividend forecasting". Journal , 3 (9) , pp. 125-133. [In Persian]
- Khodadadi, V; Nikkar, J; Rashidi Baghi, M. (2014). "Product Market Competition on Dividend Policies". , 6 (24) , pp. 21-32. [In Persian]
- Laksmana, I. , & Yang, Y. W. (2014). "Product market competition and earnings management: Evidence from discretionary accruals and real activity manipulation". *Advances in Accounting*, 30 (2) , 263-275.
- Leventis, S. ; Weetman, P. and Caramanis, C. (2011). "Agency costs and product market competition: The case of audit pricing in Greece". *The British Accounting Review*, 43, pp. 112–119
- Li, X. (2010). "The impacts of product market competition on the quantity and quality of voluntary disclosures". *Review of Accounting Studies*, 15, pp. 663–711.
- Namazi, M. (2003). "The role of qualitative research in the humanities". , 1, pp. 63-87. [In Persian]
- Namazi, M; Rezaei, Gh; Momtazian, A. (2014). "Product Market Competition and Accounting Information Quality". , 6 (2) , pp. 131-166. [In Persian]
- Nazari, M; Parsaee, M; Sadat Nasiri, S. (2012). "The relation between information asymmetry and divided policy in Tehran stock exchange". , 1 (2) , pp. 103-113. [In Persian]
- Porhaidari, O; Sarvestani, A; Hoshmand, R. (2012) , "The Effects of Product Market Competition on Agency Costs". , 4 (16) , pp. 13-28. [In Persian]
- Rezaei, F; Ghaderi, H; Mohamadi, T. (2010). "Investigaing the affection of effective accounting variables on cost of capital in companies listed in the Tehran stock Exchange". , 7, pp. 14-29. [In Persian]
- Setayesh, M, H; Ghaffari, M, J; Rostamzade, N. (2013). "Investigating the impact of Information Asymmetry on Cost of Capital". , 2 (8) , pp. 125-146. [In Persian]
- Setayesh, M, H; Kargarfard, M. (2011). "Examining the Effect Of Product Market Competition on Capital Structure". , 1 (1) , pp. 9-28. [In Persian]
- Setayesh, M, H; Karimi, Z. (2012). "The effect of some of the mechanisms of corporate governance on the capital structure in companies listed in the Tehran stock exchange". , 4 (15) , pp. 44-66. [In Persian]
- Shabani, M. (2015). "Examining the Effect Of Product Market Competition on Cost of Equity Capital of Companies Listed in Tehran Stock Exchange". . [In Persian]



- Shahikitash, M,N; Ezazi, M,E; Darikandeh, A; Asghariye Ahari, H. "The relationship between competitive or monopolistic market and stock returns (Case Study: Tehran Stock Exchange)".  
 , 1 (1) , pp 85-100. [In Persian]
- Talebnia,Gh; Mahdavi,M. (2015). "The effect of trade credit and financial depth on cash holdings".  
 ,4 (12) , pp 41-53. [In Persian]
- Telser, L. G. , (1966) , "Cutthroat Competition and the Long Purse",  
 ,. 9, pp. 259- 277.
- Torosian, A. (2011). "Examining the Effect Of Product Market Competition on Capital Structure Companies Listed in Tehran Stock Exchange".  
 . [In Persian]

