

## بررسی تاثیر رقابت بازار محصول و تضاد نمایندگی بر ارزش نهایی وجه نقد در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

شادی نجفقلی زاده صیام

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی - غیر دولتی نوین، اردبیل، ایران (نویسنده مسئول)  
shadysiam74@gmail.com

عادل شاهولی زاده

مربی گروه حسابداری، واحد اردبیل، دانشگاه آزاد اسلامی، اردبیل، ایران.  
A.shahvalizadeh@gmail.com

داود پناهی

مربی گروه حسابداری، واحد اردبیل، دانشگاه آزاد اسلامی، اردبیل، ایران.  
davoudpanahi@gmail.com

### چکیده

وجه نقد دارایی است که موسسات اقتصادی درصد شایان توجهی از داراییها را به آن اختصاص می دهند. منظور از رقابتی بودن بازار محصول این است که شرکتهای مختلف در تولید و فروش کالا رقابت تنگاتنگی دارند و کالاهای آنها نسبت به دیگری برتری چندانی ندارند؛ در روابط نمایندگی هدف مالکان حداکثر سازی ثروت است و لذا به منظور دستیابی به این هدف بر کار نماینده نظارت می کنند و عملکرد او را مورد ارزیابی قرار می دهند. هدف این تحقیق بررسی تاثیر رقابت بازار محصول و تضاد نمایندگی بر ارزش نهایی وجه نقد در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. جهت آزمون فرضیهها نمونه‌ای متشکل از ۱۱۰ شرکت از بین شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۹-۱۳۹۵ انتخاب گردید. داده‌های مورد نیاز جهت محاسبه‌ی متغیرهای تحقیق، از بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین استخراج شده است. نتایج فرضیه اول نشان داد که رقابت بازار محصول بر ارزش نهایی وجه نقد تاثیر مستقیم و معنی داری دارد. به عبارت دیگر، در صورت افزایش رقابت بازار محصول ارزش نهایی وجه نقد نیز افزایش می یابد. نتایج فرضیه دوم نشان می دهد که تضاد نمایندگی بر ارزش نهایی وجه نقد تاثیر ندارد. به عبارت دیگر رابطه تضاد نمایندگی با ارزش نهایی وجه نقد چیزی مشاهده نشد. در همین راستا به سرمایه گذاران و تدوین کنندگان استانداردها و سیاست گذاران پیشنهاد می شود به منظور بهبود عملکرد مالی در شرکتهای دارای رقابت و تضاد نمایندگی، استانداردها و قوانینی تدوین کنند که ارزش نهایی وجه نقد افزایش یابد.

**واژه‌های کلیدی:** ارزش نهایی وجه نقد، تضاد نمایندگی، رقابت بازار محصول

### مقدمه

ارزش نهایی وجه نقد، به ازای یک ریال درآمد وجه نقد چه میزان هزینه نقدی انجام می دهیم. در بازارهای بدون اصطکاک، ارزش نهایی یک ریال وجه نقد برای سهامداران باید به طور دقیق برابر ارزش اسمی یک ریال باشد (پینکویتز و ویلیامسون<sup>۱</sup>، ۲۰۰۴). به بیان دیگر، این نرخ نشان دهنده‌ی میزان کاهش ارزش نهایی وجه نقد به دلیل افزایش وجه نقد شرکت است.

<sup>1</sup> Pinkowitz, L, Williamson, R

بازار رقابتی به بازاری اطلاق می‌شود که در آن تعداد زیادی خریدار و فروشنده مطلع و آگاه، طوری عمل می‌کنند که هیچ کدام نمی‌توانند بر سطح قیمت تأثیر بگذارند. در بازار رقابت، شرکت‌ها اجباراً باید شیوه‌هایی از تولید را به کار گیرند که از کمترین هزینه و بالاترین میزان کارایی برخوردار باشد تا بدین ترتیب بتوانند به مصرف کننده در تحصیل کالایی با کیفیت بهتر و قیمت پایین‌تر کمک کنند. رقابتی بودن بازار، اثربخشی و ایجاد فرهنگ مؤثر حاکمیتی را تسهیل می‌کند. این امر از طریق افزایش کارایی مدیران، افزایش شفافیت در تصمیم‌گیری، ارتقای سطح پاسخگویی مدیران، کاهش ریسک ناشی از تصمیمات نادرست سرمایه‌گذاری و واقعی شدن قیمت‌های موجود در بازار می‌تواند صورت بگیرد (بینر<sup>۲</sup>، ۲۰۱۱).

در نگاه کلی تئوری که روابط بین مالک و کارگزاران را در تجارت توضیح می‌دهد، تئوری نمایندگی گفته می‌شود، اما به طور خاص در بازار بورس، رابطه بین سهامداران و مدیران شرکت رابطه نمایندگی گفته می‌شود. در این رابطه احتمال تضاد بین سهامداران و مدیران وجود دارد که این تضاد، تئوری نمایندگی نامیده می‌شود. تئوری یا مسئله نمایندگی می‌تواند مشکلاتی که در روابط بین مالکان و مدیران به وجود می‌آید، حل کند.

### مبانی نظری تحقیق

وجه نقد دارایی است که موسسات اقتصادی درصد شایان توجهی از دارایی‌ها را به آن اختصاص می‌دهند و به یکی از مسائل مهم در ادبیات تامین مالی تبدیل شده است. براساس برخی از مطالعات (فالكندر و ونگ<sup>۳</sup>، ۲۰۰۴)، ارزش بازار یک ریال سرمایه‌گذاری در وجه نقد، کمتر از ارزش اسمی یک ریال است؛ یعنی به ازای هر واحد افزایش در وجه نقد، ارزش نهایی به مبلغ کمتری افزایش می‌یابد. این یافته منطبق بر فرضیه جریان نقد آزاد جنسن<sup>۴</sup> است که بر مبنای آن، جریان نقد آزاد اثر معکوسی بر کارایی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری دارد. همچنین (باتز، چانگ و چی<sup>۵</sup>؛ ۲۰۱۱) نشان می‌دهد ارزش نهایی وجه نقد طی زمان تغییر می‌کند و ثابت نمی‌ماند. دلیل اینکه یک ریال وجه نقد می‌تواند ارزش متفاوتی از ارزش اسمی یک ریال داشته باشد، حضور بازارهای ناقص است که ویژگی‌هایی همچون عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع را در بردارند. ارزش نهایی وجه نقد، ارزش یک ریال وجه نقد تحصیل شده است. در بازارهای بدون اصطکاک، ارزش نهایی یک ریال وجه نقد برای سهامداران باید به طور دقیق برابر ارزش اسمی یک ریال باشد (پینکوتیز و ویلیامسون، ۲۰۰۴). دلیل برابری ارزش نهایی و ارزش اسمی در بازارهای یاد شده نبود اصطکاک و کامل بودن و کارایی آنها می‌باشد که علاوه بر برخورداری از اطلاعات متقارن و نداشتن هزینه نمایندگی، هزینه معاملات در آن صفر یا اندک است. در این گونه بازارها منافی که از تحصیل آن یک ریال وجه نقد بدست می‌آید (باتز، چانگ و چی، ۲۰۱۱). از سوی دیگر، نرخ نهایی وجه نقد بیان‌کننده تغییرات ارزش نهایی وجه نقد با سطح نگاهداشت وجه نقد است. به بیان دیگر، این نرخ نشان دهنده میزان کاهش ارزش نهایی وجه نقد به دلیل افزایش وجه نقد شرکت است. از آنجا که وجه نقد نرخ بازده کمی دارد و به طور آشکاری بر بازده بازار و عملکرد مالیاتی شرکت‌ها اثر می‌گذارد؛ نگهداری زیاد آن، می‌تواند به ایجاد هزینه فرصت برای شرکت‌ها منجر شود، از سوی دیگر نگاهداشتن وجه نقد برای شرکت‌هایی که با محدودیت تامین مالی مواجه‌اند، ممکن است سبب از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری آنها شود و بر بازده شرکت تاثیر منفی بگذارد (بولو، باباجانی و محسنی ملکی، ۱۳۹۱). بنابراین عوامل گوناگونی مانند هزینه‌ی معاملاتی، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های فرصت، می‌تواند نگاهداشت وجه نقد اثر گذار باشد. عدم تقارن اطلاعاتی سبب می‌شود، تحصیل

<sup>2</sup> Biner

<sup>3</sup> Falkender & vong

<sup>4</sup> Jensen

<sup>5</sup> Batez, Chang & CHi

وجه نقد برای شرکت‌ها دشوار و هزینه بر شود و در این وضعیت ممکن است مدیر شرکت دارایی نقدی شرکت را تقویت کند و از این طریق هزینه وابستگی به تامین مالی خارجی را کاهش دهد (فخاری و تقوی، ۱۳۸۸). در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی مدیران ترجیح می‌دهند که به جای استفاده از منابع نقد خارجی، از منابع داخلی استفاده کنند. به گفته‌ی دیگر، مدیران برای مقابله با مشکلات ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی، مانند نرخ هزینه سرمایه زیاد و ریسک تامین مالی، به نگهداری و انباشت وجه نقد بپردازد (مهرانی و حصارزاده، ۱۳۸۸). به طور کلی در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی مدیران تمایل دارند از نوعی سیاست سلسله مراتب در تامین مالی پیروی کنند؛ به این معنا که مدیران، منابع داخلی را به منابع خارجی که به اطلاعات حساس‌اند، ترجیح می‌دهند.

اقتصاددانان در توجیه نگهداری وجه نقد در واحد تجاری، دلایل گوناگونی دارند که معروف‌ترین آن، انگیزه نگهداری وجه نقد کینز است. نظریه تقاضای پول کینز که وی آن را نظریه رجحان نقدینگی نیز می‌نامد، این سوال مطرح می‌کند که چرا مردم پول را نگه می‌دارند؟ وی در پاسخ به این سوال، بر خلاف نظریه کلاسیک‌ها که تنها تقاضای پول را در نظر می‌گیرد، بر اساس انگیزه‌ی معاملاتی، احتیاطی و سفته بازی را برای تقاضای پول در نظر می‌گیرد. بر اساس انگیزه‌ی معاملاتی، افراد برای معامله‌های مستمر وجه نقد نگه می‌دارند و بر مبنای انگیزه‌ی احتیاطی، در مقابله با وقایع ناگهانی به نگهداری وجه نقد اقدام می‌کنند و با انگیزه‌ی سود و منفعت (انگیزه‌ی سفته بازی) و بهره‌برداری از فرصت‌هایی که در آینده ممکن است رخ دهد به انباشت وجه نقد می‌پردازند (بولو، ۱۳۹۱). نظریه‌هایی درباره وجه نقد که با توجه به هر یک از این نظریه‌ها عواملی به عنوان تعیین کننده‌ی سطح نگه‌داشت وجه نقد شرکت‌ها مطرح شده است عبارت‌اند از: نظریه موازنه؛ نظریه تئوری نمایندگی؛ نظریه عدم تقارن اطلاعاتی و نظریه سلسله مراتب تامین مالی را می‌توان نام برد.

منظور از رقابتی بودن بازار محصول این است که شرکت‌های 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 می‌کند. شرکتی که توانسته است به واسطه بهینه سازی روش‌های تولیدی، کالاهای با کیفیت‌تری تولید نماید یا کالای با قیمت پایین‌تر عرضه کند، به شرایطی نزدیک به انحصار رسیده است. جنسن، در مقاله خود عنوان می‌کند که وجود یا عدم وجود رقابت در بازار تأثیری بر هزینه نمایندگی نخواهد داشت. زیرا هزینه‌های نمایندگی ناشی از جدایی مدیریت و مالکیت می‌باشد. با این وجود، ادبیات گسترده‌ای اقتصاد پیرامون تأثیر رقابت بر کارایی شرکت‌ها و مدیران وجود دارد. آدام اسمیت، اقتصاددان برجسته کلاسیک نیز، انحصار را بزرگترین دشمن مدیریت کارا و خوب می‌داند. تضاد نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه‌گذاران از تفاوت بین میزان تقاضا برای گزارشگری (توسط سرمایه‌گذاران و میزان افشای اطلاعات مالی توسط مدیران) بوجود می‌آید. با این حال، انگیزه‌های یک مدیر برای افشای اختیاری اطلاعات تحت تأثیر هزینه‌های مالکانه و سیاسی است که از طریق افشا بر شرکت تحمیل خواهد شد (چنگ<sup>۶</sup>، ۲۰۱۳؛ ورکچیا<sup>۷</sup>، ۱۹۸۳) بیان می‌کند هنگامی که مدیر به صورت اختیاری اطلاعات را برای سهامداران افشا می‌کند، ممکن است که رقبا با بدست گرفتن اطلاعات حساس شرکت، موقعیت رقابتی که رقبا با بدست گرفتن اطلاعات حساس شرکت، موقعیت رقابتی واحد تجاری را به خطر بیندازد و باعث افزایش هزینه‌های مالکانه شرکت‌ها شوند.

<sup>6</sup> Chang

<sup>7</sup> Verkechia

رابطه نمایندگی قراردادی است که به موجب آن افراد و گروه‌های مختلف، فرد یا گروهی را به عنوان مباشر یا نماینده خود انتخاب مشخص، قرار می‌دهند (واندا و والاس<sup>۸</sup>). به عبارت، باید توجه داشت که افراد موجود در جامعه به طور ذاتی به دنبال حداکثر کردن منافع خود می‌باشد و مدیر یا نماینده نیز از این قاعده مستثنی نمی‌باشد و علاقه‌مند است در راستای حداکثر نمودن منافع خود قدم بردارد. مشکل اینجاست که در برخی موارد الزاماً افزایش ثروت مدیران یا نمایندگان در راستای افزایش منافع سایر ذینفعان از جمله مالک یا سهامدار نیست. از این رو تضاد منافی بین دو طرف قرارداد رخ می‌دهد و مالکان یا سهامداران جهت کاهش تضاد مزبور همسو نمودن منافع نمایندگان با منافع خود و همچنین رفع شرایطی که مدیر می‌تواند در راستای منافع شخصی خود قدم بردارد، متحمل هزینه‌هایی می‌شوند این هزینه‌ها را هزینه نمایندگی می‌نامند. هرچه هزینه نمایندگی در یک شرکت افزایش یابد نشانگر افزایش شدت تضاد منافع در آن شرکت می‌باشد (رجبی و محمدی، ۱۳۸۷). جهت سنجش هزینه‌های مزبور از معیارهای مختلفی استفاده شده است. سه مورد از مهمترین این معیارها نسبت‌های کارایی، تعداد شرکت‌های تحصیل شده توسط شرکت و تعامل بین جریان‌های نقد آزاد و فرصت‌های رشد می‌باشند. جهت سنجش تضاد نمایندگی، تعداد شرکت‌های تحصیل شده توسط سومین معیار تعامل بین جریان‌های وجه نقد آزاد و فرصت‌های رشد شرکت می‌باشد. این معیار سوم از نظریه جنسن پیرامون جریان‌های نقد آزاد نشأت می‌گیرد. نمایندگی مشکلاتی دارد که می‌توان به موارد زیر اشاره کرد: اولین مشکل نمایندگی وجود تضاد منافع بین سهامدار و مدیر است. دومین مشکل نمایندگی مربوط به ناتوانی سهامدار در ملاحظه اقدام و عملیات مدیر است. سومین مشکل نمایندگی به اصطلاح «اثرات انتخاب نامناسب» می‌باشد این مورد زمانی اتفاق می‌افتد که اشخاص تمایل دارند با دارا بودن اطلاعات خصوصی درباره چیزی که نفع آنها را فراهم می‌سازد با طرفین مقابل قرارداد منعقد نمایند. چهارمین مشکل نمایندگی در اصطلاح مخاطره اخلاقی نام گرفته است این مشکل وقتی به وجود می‌آید که نماینده طبق نفع شخصی خود انگیزه پیدا می‌کند تا از شرایط قرارداد منعقد شده خارج شده زیرا مالک اطلاعاتی لازم در خصوص اجرای قرارداد و انجام عملیات لازم توسط نماینده را ندارد. پنجمین مشکل نمایندگی این است که قرارداد بیمه سهامدار و مدیر در شرایط عدم اطمینان نسبت به حالات طبیعت آینده منعقد می‌گردد یعنی قرارداد به طور معمول در زمان «یک» جهت اجرای عملیاتی تنظیم می‌گردد، اما نتیجه نهایی که ممکن است محصول یا سود باشد دست کم نیاز به گذشت یک دوره مالی دارد. هزینه نمایندگی طبق تعریف جنسن و مک لینگ، رابطه نمایندگی قراردادی است که بر اساس آن صاحب کار یا مالک، نماینده یا عامل را از جانب خود منصوب و اختیار تصمیم‌گیری را به او تفویض می‌کند.

### پیشینه پژوهش

یانگ و ژنگ<sup>۹</sup> (۲۰۱۷) در تحقیقی با عنوان (در یک دیدگاه تجربی به بررسی تاثیر ریسک خرابکارانه بر ارزش حاشیه‌ای وجه-نقد) پرداختند؛ با استفاده از نمونه گیری از شرکت‌های چینی در دوره زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۳؛ نتایج حاصله نشان می‌دهد حکومت خارجی، تاثیر قابل توجهی بر ارزش حاشیه نقدینگی شرکت دارد و خطر ریسک در بازار محصول، ارزش حاشیه‌ای وجه نقد را تا (۰,۲) درصد یوان چین افزایش می‌دهد.

<sup>8</sup> Vanda & Valas

<sup>9</sup> Yang & Zheng

النجار و کلارک<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان (رابطه اندازه هیات مدیره و سطح نگر داشت وجه نقد) از بررسی اطلاعات ۴۳۰ شرکت در طی دوره زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۹ به این نتیجه رسیدند که بین اندازه هیات مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه منفی وجود دارد علاوه بر این نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که وجه نقد کمتری را نگهداری می‌کنند با تضاد نمایندگی کمتری برخوردار هستند.

گان و پارک<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان «توانایی مدیریتی و ارزش حاشیه‌ای وجه نقد» به این نتیجه رسیدند که توانایی مدیریتی به طور قابل ملاحظه‌ای باعث افزایش ارزش حاشیه‌ای وجه نقد شرکت می‌گردد. نتایج همچنین نشان می‌دهد که تأثیر توانایی مدیریتی بر ارزش حاشیه‌ای وجه نقد در شرکت‌های دارای محدودیت مالی بیشتر است. آنها همچنین به این نتیجه رسیدند که اثر مثبت توانایی مدیریتی بر ارزش حاشیه وجه نقد در شرکت‌های با جریان وجه نقد آزاد بالاتر و جبهه‌گیری مدیریت پایین‌تر، بیشتر است.

چچیت و الی‌ولا<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۴) در پژوهشی (اثر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت از دیدگاه نظریه نمایندگی را بررسی) نمودند. نتایج پژوهش نشان داد با افزایش حجم بدهی‌ها در ساختار سرمایه، عملکرد شرکت ضعیف تر شده و به طبع آن، هزینه نمایندگی افزایش پیدا می‌کند.

گوگردچیان، سلطان آبادی و متقرس (۱۳۹۶) تحلیل نظری و تجربی تأثیر توان رقابتی بازار محصول بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران؛ ۸۷ مورد شرکت؛ در دوره زمانی ۱۳۸۲-۱۳۹۱؛ نتایج نشان می‌دهد که از میان شاخص‌های معرفی شده، تمرکز صنعت، قابلیت جانشینی کالا، اندازه‌ی بازار و شاخص Q توین بر بازده سهام شرکت‌های مذکور، تأثیر منفی و معنا داری داشته است؛ ولی موانع ورود بر بازده سهام تأثیر معناداری نداشته است؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت شرکت‌های با توان رقابتی بالا، بازده پایینی کسب کرده اند.

فتحی، محمدزاده، شیری و محمودی (۱۳۹۵) (تأثیر رقابت در بازار محصول و توانایی حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه- گذاری با تأکید بر محدودیت‌های مالی شرکت) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار؛ ۱۳۸ مورد؛ برای دوره زمانی ۱۳۸۷ لغایت ۱۳۹۲ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصله نشان می‌دهد که رقابت در بازار محصول بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معناداری دارد و برای تأثیرگذاری توانایی حاکمیت شرکتی و نقش تعدیلی محدودیت‌های مالی بر روی کارایی سرمایه‌گذاری در این پژوهش چیزی مشاهده نشد.

### فرضیه پژوهش

فرضیه ۱: رقابت بازار محصول بر ارزش‌نهایی وجه نقد تأثیر معنی داری دارد.

فرضیه ۲: تضاد نمایندگی بر ارزش‌نهایی وجه نقد تأثیر معنی داری دارد.

### روش پژوهش

برای جمع‌آوری داده‌ها مورد نیاز جهت ادبیات موضوع و شناسایی متغیرهای پژوهش از روش کتابخانه‌ای و جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز جهت تحلیل همبستگی از روش اسناد کاوی (صورت‌های مالی شرکت‌های مورد تحقیق) استفاده خواهد شد. این

<sup>10</sup> Al-Najjar. B., Clark, E.

<sup>11</sup> Gan & Park

<sup>12</sup> Chechet & Olayiwola

تحقیق از نوع توصیفی- همبستگی و تحلیل رگرسیون بوده و لحاظ هدف کاربردی می‌باشد. و با هدف بکارگیری این نتایج در بازار سرمایه انجام خواهد شد داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها از نرم افزار ره‌آوردنویس و صورت‌های مالی نمونه انتخابی استخراج و برای تحلیل داده‌ها از نرم افزارهای آماری Eviews8 استفاده شده است.

### جامعه و نمونه آماری تحقیق

جامعه آماری تحقیق حاضر از کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ طی دوره زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۵ (دوره ۷ساله) تشکیل می‌گردد. در تحقیق حاضر از نمونه‌گیری آماری که به صورت غربالگری جمع آوری شده است و شرکت‌های مورد بررسی را بر اساس معیارهای زیر انتخاب خواهیم کرد:  
به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.  
طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند.  
طی دوره مورد بررسی فعالیت مستمر داشته و سهام آن بدون وقفه، مورد معامله قرار گرفته باشد.  
به دلیل ماهیت خاص فعالیت جزء بانک‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند.  
کلیه اطلاعات مالی و غیرمالی مورد نیاز، از جمله یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی، در دسترس باشند.  
شرکت‌های مورد نظر باید در سال ۱۳۸۸ و یا بعد از آن در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.  
بعد از اعمال شرایط و محدودیت‌ها، شرکت‌های انتخاب شده، نمونه آماری این تحقیق، پس از حذف شرکت‌های فاقد شرایط ۱۱۰ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شده است. بنابراین ما بر اساس سال- شرکت به مدت ۷سال ۷۷۰ شرکت را مشاهده و جمع‌آوری کرده‌ایم.

جدول (۱): روش انتخاب نمونه

تعداد	گزینش شرکت‌ها برحسب شرایط و ضوابط جامعه آماری تحقیق
۵۶۱	شرکت‌هایی که قبل از سال ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۵ نیز در لیست بورس باشند.
(۱۴۷)	تعداد شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، بانک‌ها و واسطه‌گری‌های مالی و مؤسسات تأمین مالی باشند.
۴۱۴	خالص شرکت‌های باقی‌مانده بعد از حذف معیار فوق
(۱۲۱)	شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه (برای داشتن قابلیت مقایسه بیشتر) نباشد.
۲۹۳	شرکت‌های باقی‌مانده
(۳۴)	شرکت‌هایی که در طی دوره مورد بررسی ۱۳۸۹-۱۳۹۵ تغییر سال مالی داشته باشند.
۲۵۹	شرکت‌های باقی‌مانده
(۱۰۲)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۱۳۸۹-۱۳۹۵ اطلاعات مورد نیاز جهت سنجش متغیرها در دسترس نمی‌باشد.
۱۵۷	شرکت‌های باقی‌مانده
۱۱۰	مجموع شرکت‌های تشکیل‌دهنده حجم نمونه آماری تحقیق

## مدل تحقیق

به منظور ارزیابی ارزش‌نهایی وجه‌نقد از مدل توسعه یافته توسط فالکندر و وانگ<sup>۱۳</sup> (۲۰۰۶) استفاده می‌شود. در این مدل متغیر مجازی سال معرف هر یک از سال‌های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۵ است که به صورت مجزا در مدل برآورد می‌شود. در این پژوهش متغیر وجه‌نقد و تغییرات آن به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. متغیر یاد شده معرف موجودی وجه‌نقد شرکت است که مبلغ آن را می‌توان از ترازنامه یا صورت جریان وجه‌نقد استخراج کرد. به منظور بررسی اثر رقابت بازار محصول بر ارزش‌نهایی وجه‌نقد به مدل ارائه شده توسط فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) رقابت بازار محصول را اضافه می‌کنیم. به پیروی از یانگ و ژانگ<sup>۱۴</sup> (۲۰۱۷) به منظور آزمون فرضیه اول پژوهش از مدل بسط یافته فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) به صورت زیر بهره‌گرفته می‌شود:

رابطه (۱)

$$r_{i-t}-R^B = \beta_0 + \beta_1 \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_2 PMCI_{i,t} + \beta_3 PMCI_{i,t} \times \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta Earnings_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_5 \frac{\Delta NetAssets_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_6 \frac{\Delta R\&D_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \varepsilon_{it}$$

در مدل فوق ضریب  $\beta_1$  نشان دهنده ارزش‌نهایی وجه‌نقد می‌باشد و ضریب  $\beta_3$  نشان دهنده اثر رقابت بازار محصول بر ارزش‌نهایی وجه‌نقد می‌باشد. در صورت معنادار بودن ضریب  $\beta_3$  فرضیه پژوهش تأیید خواهد شد. به منظور ارزیابی ارزش‌نهایی وجه‌نقد از مدل توسعه یافته توسط فولکندر و وانگ<sup>۱۵</sup> (۲۰۰۶) استفاده می‌شود. به منظور بررسی اثر تضاد نمایندگی بر ارزش‌نهایی وجه‌نقد به مدل ارائه شده توسط فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) تضاد نمایندگی را اضافه می‌کنیم. به پیروی از یانگ و ژانگ<sup>۱۶</sup> (۲۰۱۷) به منظور آزمون فرضیه دوم پژوهش از مدل بسط یافته فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) به صورت زیر بهره‌گرفته می‌شود:

رابطه (۲)

$$r_{i-t}-R^B = \beta_0 + \beta_1 \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_2 Conflict_{i,t} + \beta_3 Conflict_{i,t} \times \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta Earnings_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_5 \frac{\Delta NetAssets_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_6 \frac{\Delta R\&D_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \varepsilon_{it}$$

در مدل فوق ضریب  $\beta_1$  نشان دهنده ارزش‌نهایی وجه‌نقد می‌باشد و ضریب  $\beta_3$  نشان دهنده اثر تضاد نمایندگی بر ارزش‌نهایی وجه‌نقد می‌باشد. در صورت معنادار بودن ضریب  $\beta_3$  فرضیه پژوهش تأیید خواهد شد.

## تعریف متغیرهای تحقیق

$r_{i-t}-R^B$ : نشان دهنده ارزش‌نهایی وجه‌نقد می‌باشد.

<sup>13</sup> Falkender and Wang

<sup>14</sup> Yang and Zhang

<sup>15</sup> Falkender and Wang

<sup>16</sup> Yang and Zhang

نشان دهنده تغییر در وجوه نقد سال جاری و سال قبل می باشد که براساس ارزش بازار ابتدای دوره حقوق صاحبان سهام  $(M_{i,t-1})$  همگن شده اند.

$PMC$ : نشان دهنده رقابت بازار محصول می باشد. رقابت بازار محصول توان بازار شرکت ها تعریف می شود. توان بازار به معنای کنترل یک شرکت بر قیمت یا سطح تولید محصولش است (جرجرزاده، ۱۳۹۲). در این پژوهش به منظور اندازه گیری رقابت بازار محصول، شاخص لرنر، استفاده می شود:

### ۱. شاخص لرنر (LI):

شاخص لرنر برابر است با قیمت محصولات شرکت منهای هزینه های نهایی تولید. این شاخص به صورت مستقیم نشان دهنده ویژگی قدرت بازار، یعنی توانایی شرکت برای منظور کردن قیمتی بیشتر از هزینه نهایی است (نمازی و ابراهیمی، ۱۳۹۱). چالش پیش روی استفاده از شاخص لرنر در پژوهش های تجربی این است که هزینه های نهایی قابل مشاهده نیستند. بنابراین، معمولاً پژوهشگران شاخص لرنر را به وسیله حاشیه قیمت-هزینه تخمین می زنند (بوث و ژو<sup>۱۷</sup>، ۲۰۰۹). به پیروی از گاسپار و ماسا<sup>۱۸</sup> (۲۰۰۶)، کال و لون<sup>۱۹</sup> (۲۰۱۱) و بوث و ژو<sup>۲۰</sup> (۲۰۰۹)، شاخص لرنر بر حسب سود عملیاتی تقسیم بر فروش تعریف می شود. این شاخص با استفاده از معادله زیر به صورت تقریبی نیز برآورد می شود (شارما<sup>۲۱</sup>، ۲۰۱۰).

$$LI = (Sale - Cogs - SG\&A) / Sale$$

در معادله بالا LI نشان دهنده شاخص لرنر، Sale نشان دهنده فروش، Cogs نشان دهنده بهای تمام شده کالای فروش رفته و SG&A نشان دهنده هزینه های عمومی، اداری و فروش است.

**Conflict**: نشان دهنده تضاد نمایندگی می باشد. در این پژوهش به منظور اندازه گیری هزینه های نمایندگی از معیار تعامل فرصت رشد و جریان وجوه نقد آزاد استفاده می شود جریان وجوه نقد آزاد و فرصت های رشد به صورت زیر محاسبه می شود:

$$FCF_{it} = \frac{NIBD_{it} - TAX_{it} - INT_{it} - OSDIV_{it} - PSDIV_{it}}{TA_{it-1}}$$

$FCF_{it}$  = جریان وجوه نقد آزاد شرکت  $i$  در سال  $t$

$NIBD_{it}$  = سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت  $i$  در سال  $t$

$TAX_{it}$  = مالیات بر درآمد شرکت  $i$  در سال  $t$

$INT_{it}$  = هزینه بهره بدهی های بلندمدت و کوتاه مدت شرکت  $i$  در سال  $t$

$OSDIV_{it}$  = کل سود سهام پرداختی به سهامداران عادی شرکت  $i$  در سال  $t$

$PSDIV_{it}$  = سود سهام پرداختی به سهامداران ممتاز شرکت  $i$  در سال  $t$

$TA_{it-1}$  = ارزش دفتری کل دارایی های شرکت  $i$  در سال  $t-1$ .

<sup>17</sup> Booth and Zhou

<sup>18</sup> Gasper and Massa

<sup>19</sup> Cal and Loon

<sup>20</sup> Booth and Zhou

<sup>21</sup> Sharma



$$Growth_{it} = \frac{Market\ Value_{it}}{Book\ Value_{it}}$$

$Growth_{it}$  = فرصت‌های رشد شرکت  $i$  در سال  $t$   
 $Market\ Value_{it}$  = ارزش بازار سهام شرکت در سال  $t$   
 $Book\ Value_{it}$  = ارزش دفتری سهام شرکت در سال  $t$

### متغیر کنترلی

نشان دهنده تغییر در سود (زیان) خالص سال جاری و سال قبل می‌باشد که براساس ارزش بازار ابتدای دوره  $\frac{\Delta Earnings_{i,t}}{M_{i,t-1}}$ :

حقوق صاحبان سهام  $(M_{i,t-1})$  همگن شده‌اند.

$Leverage_{i,t}$ : نشان دهنده اهرم مالی است که از طریق تقسیم کل بدهی بر مجموع ارزش دفتری بدهی و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بدست می‌آید.

نشان دهنده تغییر در هزینه‌های تحقیق و توسعه سال جاری و سال قبل می‌باشد که براساس ارزش بازار ابتدای دوره  $\frac{\Delta R\&D_{i,t}}{M_{i,t-1}}$ :

حقوق صاحبان سهام  $(M_{i,t-1})$  همگن شده‌اند.

### یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

نتایج نشان می‌دهد که میانگین ارزش نهایی وجه نقد (۳,۰۵) می‌باشد که با توجه به انحراف معیار (۵۶,۲۶) از نوسان بالایی برخوردار است. همچنین میانگین تغییرات وجه نقد نسبت به سال قبل (۲,۰۱۶) می‌باشد که با توجه به انحراف معیار (۴۵,۱۱) نوسان تغییرات وجه نقد بالا می‌باشد. میانگین اهرم مالی (۰,۶۴) می‌باشد که نشان دهنده این است که شرکت مورد بررسی (۰,۶۴) درصد منابع مالی شرکت از طریق بدهی تامین مالی شده است.

جدول (۲): آمار توصیفی

متغیرها	تعداد مشاهدات	میانگین	میان	کشیدگی	چولگی	انحراف معیار	مینیم	ماکزیم
ارزش نهایی وجه نقد	۷۷۰	۳,۰۵۰۷۶	۰,۰۰۴۴۷	۵۶,۶۷۵۷۱	۶,۷۲۴۵۹۸	۵۶,۲۶۹۴۷	۶۵,۰۰۰۰۰	۶۷,۸۳۳۱۷
تغییر در وجه نقد	۷۷۰	۲,۰۱۶	۰,۰۱	۲۳	۴,۵۹	۴۵,۱۱	-۲,۰۳۸	۴۱,۰۵۰
رقابت بازار محصول	۷۷۰	۵,۰۴۰۰۵۲	۱,۲۵۳۳	۴۲,۳۱۱۲۹	۵,۸۳۸۱۷۹۴	۹۵,۷۹۴۲۲	-۲,۱۵۴۵۴	۹۶,۱۵۴۴۴
تضاد نمایندگی	۷۷۰	۲,۶۷۵۷۴	۱,۱۹۳۳۱	۸۵,۹۳۱۴۸	۲,۳۱۰۰۴۶۱	۱۹۴,۰۶۹۴	-۲,۴۸۹۳۹	۲۴,۵۶۶۲۴
تغییر در سود و زیان	۷۷۰	۶,۰۴۸۳۵۱	۵,۹۸۷۰۹۳	۳,۹۳۳۸۱۷	۰,۵۲۶۱۷۰	۰,۶۱۷۳۳۹	۴,۲۵۷۰۷۸	۸,۱۳۸۷۷
اهرم مالی	۷۷۰	۰,۶۴۰۶۲۶	۰,۶۳۳۷۸۱	۱۸,۰۶۸۵۲	۲,۵۵۰۷۴۶	۰,۲۹۴۴۹۷	۰,۰۸۹۱۱۰	۳,۶۰۴۰۱
هزینه تحقیق و توسعه	۷۷۰	۰,۰۹۶۵۴۰	۰,۸۶۱۸۰	۶,۶۸۱۱۸۹	-۰,۳۱۰۱۴۶	۰,۱۴۸۸۸۹	-۰,۷۹۷۳۱۰	۰,۶۲۱۶۰۹

## آزمون F لیمر

اولین آزمون تشخیص در داده‌های مقطع عرضی، سری زمانی، آزمون F لیمر است. در روش پنل دیتا برای اینکه تعیین کنیم که تخمین مدل از روش داده‌های تلفیقی<sup>۲۲</sup> یا داده‌های تابلویی<sup>۲۳</sup> صورت بگیرد، از آزمون F لیمر استفاده شده است. تفاوت روش رگرسیون Pooled برای همه‌ی شرکت‌ها دارای یک عرض از مبدا است اما در روش Panel به ازای هر مقطع که در اینجا شرکت است می‌تواند یک عرض از مبدا به ما بدهد. فرض آماری آزمون F به شرح زیر است: فرضیه  $H_0$ : عرض از مبدا یکسان است؛ یعنی  $H_0$  قبول و  $H_1$  رد شود آنگاه الگویی Pool data استفاده می‌شود. فرضیه  $H_1$ : عرض از مبدا یکسان نیست یعنی  $H_0$  رد و  $H_1$  قبول شود آنگاه از الگوی Panel data و آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

جدول (۳): آزمون F لیمر

معادله مربوط به	مقداره آماره	سطح معنی داری	نتایج آزمون
مدل تحقیق فرضیه دوم	۰,۹۴۳۲۷	۰,۴۶۳۱	تلفیقی

منبع: یافته‌های تحقیق

جدول ۴: آزمون F لیمر

معادله مربوط به	مقداره آماره	سطح معنی داری	نتایج آزمون
مدل تحقیق فرضیه اول	۰,۶۸۱۸۲۱	۰,۶۶۴۴	تلفیقی

منبع: یافته‌های تحقیق

از آنجایی که سطح معناداری برای فرضیه‌های تحقیق با Prob نمایش داده می‌شود از ۰,۰۵ بزرگتر است بنابراین فرضیه صفر تایید می‌شود یعنی امکان وجود داده‌های تلفیقی به نفع داده‌های تابلویی تایید می‌شود. به همین دلیل دیگر نیازی به انجام آزمون هاسمن وجود ندارد.

## نتایج برآورد مدل تحقیق و تحلیل فرضیات

برای برآورد مدل تحقیق از روش حداقل مربعات معمولی (OLS) استفاده شده است.

<sup>22</sup> Pooled

<sup>23</sup> Panel

جدول (۵): برآورد مدل تحقیق فرضیه اول به روش داده‌های تلفیقی

متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
عرض از مبدا	-۹۲۶۲۱,۸۳	-۰,۱۷۴	۰,۸۶۱۷
ارزش نهایی وجه نقد	۰,۲۵	۱,۹۵	*۰,۰۰۰۰
رقابت بازار محصول	۰,۱۴	۰,۰۲۵	*۰,۰۰۰۰
تغییر سود و زیان	۰,۱۱	۴,۳۳	*۰,۰۰۰۰
اهرم مالی	۰,۰۵	۲,۸۲۰	*۰,۰۰۰۹
هزینه تحقیق و توسعه	۰,۰۶	۲,۶۰۹	*۰,۰۰۰۸
آماره F (لیمر)		۱۵۰,۲۶ (۰,۰۰۰۰)	
ضریب تعیین		۰,۵۳۴۶	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰,۵۳۱۰	
آماره دوربین واتسون		۲,۱۷	

\* معناداری در سطح خطای ۵ درصد

جدول (۶): برآورد مدل پژوهش فرضیه دوم به روش داده‌های تلفیقی

متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
عرض از مبدا	-۱۷۴۱۶۳,۲	-۰,۲۴۹۲	۰,۸۰۳۲
ارزش نهایی وجه نقد	۰,۱۴	۵,۰۵۴	*۰,۰۰۰۰
تضاد نمایندگی	-۰,۰۰۰۵۴۵	-۰,۰۶۹۶۹۶	۰,۹۴۴۵
تغییر سود و زیان	۰,۱۴	۴,۲۸۸۵۶۸	*۰,۰۰۳۰
اهرم مالی	۰,۰۸	۲,۷۸۷۲	*۰,۰۰۵۵
هزینه تحقیق و توسعه	-۰,۰۷۵	-۰,۱۱۳۷۶	۰,۰۰۹۵
آماره F (لیمر)		۱۳۹,۲۶ (۰,۰۰۰۰)	
ضریب تعیین		۰,۵۱۵۶۷۰	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰,۵۱۱۹۶۷	
آماره دوربین واتسون		۲,۲۲	

\* معناداری در سطح خطای ۵ درصد

## خلاصه نتایج یافته‌های تحقیق و مطابقت با تحقیقات پیشین

### فرضیه اول

تخمین تاثیر ارزش نهایی وجه نقد بر رقابت بازار محصول

در این مطالعه برای آزمون همبسته نبودن باقیمانده مقادیر از آزمون دوربین واتسون استفاده می‌شود. با توجه به نتایج برآورد مقدار آماره دوربین واتسون مابین ۲,۵۱ و ۲,۵۱ بوده، مقدار آماره دوربین واتسون برابر (۲,۱۷) می‌باشد؛ می‌توان نتیجه گرفت باقیمانده‌ها مستقل از هم می‌باشند. ضریب تعیین مدل (۰,۵۳) معرف قدرت توضیح کنندگی مدل برآورد شده می‌باشد؛ ضریب تعیین نشان می‌دهد که چند درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیر مستقل تبیین می‌شود، به عبارت دیگر ضریب تعیین نشان دهنده این است که چه مقدار از تغییرات متغیر وابسته تحت تاثیر متغیر مستقل مربوطه بوده و مابقی متغیر وابسته مربوط به سایر عوامل می‌باشد. تفاوت ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده این است که مناسب بودن متغیرها برای مدل توسط ضریب جینی با وجود مقدار بالا قابل تشخیص نیست در صورتی که می‌توان به مقدار برآورد شده ضریب تعیین تعدیل شده اعتماد کرد. آزمون معنادار بودن اثرات فردی  $F$  لیمر برای انتخاب یکی از روش‌های تلفیقی با تابلویی می‌باشد. این آزمون، مقایسه‌ی بین مجموع مربعات جملات خطا (RSS) در روش داده‌های تابلویی و تلفیقی می‌باشد. از آنجا که در روش داده‌های تلفیقی پارامترهای محدود کننده‌ی بیشتری (از قبیل آن که ضرایب عرض از مبدأ در طول زمان و در بین داده‌های مقطعی ثابت در نظر گرفته می‌شود) وجود دارد، لذا انتظار بر این است که روش داده‌های تلفیقی نسبت به روش داده‌های تابلویی، RSS بیشتری داشته باشد. بنابراین اگر RSS روش حداقل مربعات معمولی (OLS)، با اضافه شدن محدودیت‌ها به طور معناداری افزایش پیدا نکند بهتر است که از این روش استفاده شود. در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه به جدول ۶ از آنجایی که احتمال آماره  $t$  برای ضریب متغیر ارزش نهایی وجه نقد (۰,۰۰۰۰) کوچکتر از ۰,۰۵ می‌باشد و احتمال آماره  $t$  برای ضریب متغیر رقابت بازار محصول (۰,۰۰۰۰) کوچکتر از ۰,۰۵ می‌باشد در نتیجه وجود تاثیر معنادار متغیر ارزش نهایی وجه نقد بر رقابت بازار محصول در سطح اطمینان ۰,۹۵ رد نمی‌گردد. مثبت بودن ضریب ارزش نهایی وجه نقد (۰,۲۵) نشان دهند میزان تاثیر مثبت این متغیر بر رقابت بازار محصول می‌باشد همچنین مثبت بودن ضریب رقابت بازار محصول (۰,۱۴) نشان دهنده رابطه مثبت بین ارزش نهایی وجه نقد و رقابت بازار محصول می‌باشد. در بررسی متغیرهای کنترلی تغییر سود و زیان، اهرم مالی، هزینه تحقیق و توسعه به ترتیب برابر (۰,۰۰۰۰)، (۰,۰۰۰۹)، (۰,۰۰۰۸)؛ تاثیر هر سه متغیر کنترلی بر رقابت بازار محصول در سطح اطمینان ۰,۹۵ می‌باشد، مثبت بودن ضرایب تغییر سود و زیان، اهرم مالی، هزینه تحقیق و توسعه، (۰,۱۱)، (۰,۰۵)، (۰,۰۶)؛ نشان دهنده میزان تاثیر این متغیرها بر رقابت بازار محصول می‌باشد.

### تحلیل نتایج فرضیه دوم

#### فرضیه دوم

تخمین تاثیر تضاد نمایندگی بر ارزش نهایی وجه نقد

در این مطالعه برای آزمون همبسته نبودن باقیمانده مقادیر از آزمون دوربین واتسون استفاده می‌شود با توجه به نتایج برآورد مقدار آماره دوربین واتسون مابین ۲,۵۱ و ۲,۵۱ بوده، مقدار آماره دوربین واتسون برابر (۲,۲۲) می‌باشد؛ می‌توان نتیجه گرفت باقیمانده‌ها مستقل از هم می‌باشند. ضریب تعیین مدل (۰,۵۱) معرف قدرت توضیح کنندگی مدل برآورد شده می‌باشد؛ ضریب تعیین نشان می‌دهد که چند درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیر مستقل تبیین می‌شود به عبارت دیگر ضریب تعیین نشان دهنده این است که چه مقدار از تغییرات متغیر وابسته تحت تاثیر متغیر مستقل مربوطه بوده و مابقی متغیر وابسته مربوط

به سایر عوامل می‌باشد. تفاوت ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده این است که مناسب بودن متغیرها برای مدل توسط ضریب جینی با وجود مقدار بالا قابل تشخیص نیست در صورتی که می‌توان به مقدار برآورد شده ضریب تعیین تعدیل شده اعتماد کرد. آزمون معنادار بودن اثرات فردی  $F$  لیمر برای انتخاب یکی از روش‌های تلفیقی با تابلویی می‌باشد. این آزمون، مقایسه‌ی بین مجموع مربعات جملات خطا (RSS) در روش داده‌های تابلویی و تلفیقی می‌باشد. از آنجا که در روش داده‌های تلفیقی پارامترهای محدود کننده‌ی بیشتری (از قبیل آن که ضرایب عرض از مبدأ در طول زمان و در بین داده‌های مقطعی ثابت در نظر گرفته می‌شود) وجود دارد، لذا انتظار بر این است که روش داده‌های تلفیقی نسبت به روش داده‌های تابلویی، RSS بیشتری داشته باشد. بنابراین اگر RSS روش حداقل مربعات معمولی (OLS)، با اضافه شدن محدودیت‌ها به طور معناداری افزایش پیدا نکند بهتر است که از این روش استفاده شود. در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه به جدول ۷ از آنجایی که احتمال آماره  $t$  برای ضریب متغیر ارزش نهایی وجه نقد (۰,۰۰۰۰) کوچکتر از ۰,۰۵ می‌باشد و احتمال آماره  $t$  برای ضریب متغیر تضاد نمایندگی (۰,۹۴۴۵) بزرگتر از ۰,۰۵ می‌باشد، در نتیجه عدم وجود تاثیر معنادار متغیر ارزش نهایی وجه نقد بر تضاد نمایندگی در سطح اطمینان ۰,۹۵ بوده و فرضیه دوم رد می‌گردد. به عبارت دیگر از تاثیر تضاد نمایندگی بر ارزش نهایی وجه نقد چیزی مشاهده نشد.

### پیشنهاد‌های مبتنی بر فرضیه

یافته‌های فرضیه اول تحقیق نشان می‌دهد که بین رقابت بازار محصول و ارزش نهایی وجه نقد رابطه مستقیم وجود دارد. در همین راستا، به مشارکت کنندگان در بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود که به منظور ارزیابی عملکرد آتی شرکت به رقابت محصول در بازار توجه ویژه‌ای داشته باشند. علاوه بر این به تدوین کنندگان استانداردها و سیاست‌گذاران پیشنهاد می‌شود که منظور بهبود عملکرد مالی در شرکت‌های دارای رقابت بالا استانداردها و قوانینی تدوین کنند که عملکرد مالی شرکت را بهبود بخشند.

به منظور انجام تحقیقات آتی در ارتباط با این تحقیق، موضوعات زیر پیشنهاد می‌شود:

- الف- بررسی تاثیر رقابت بازار محصول و تضاد نمایندگی بر ارزش نهایی وجه نقد به تفکیک صنایع مختلف انجام گیرد.
- ب- بررسی تاثیر رقابت بازار محصول و تضاد نمایندگی بر ارزش نهایی وجه نقد و کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت سود
- ج- بررسی تاثیر رقابت بازار محصول و ارزش نهایی وجه نقد بر عملکرد مالی شرکت در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت.

### محدودیت‌های تحقیق

همواره گام نهادن در راه رسیدن به هدف، با محدودیت‌هایی همراه است که باعث می‌شود رسیدن به مورد نظر با کندی همراه شود. این تحقیق نیز به عنوان فرآیندی در جهت نیل به هدف حل مسئله، از این قاعده مستثنی نیست. لذا در این قسمت با ارائه محدودیت‌های تحقیق، سعی بر آن است که به خواننده این پیام داده شود تا بتواند در تعمیم نتایج با آگاهی بیشتری عمل کند و در مورد فرآیند تحقیق قضاوت عادلانه‌ای داشته باشد. در این راستا محدودیت تحقیق حاضر به شرح زیر قابل ذکر است: تحقیق حاضر با استفاده از داده‌های شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است و شرکت‌های سرمایه‌گذاری، لیزینگ، و بیمه به علت ماهیت خاص فعالیت آنها از جامعه آماری کنار گذاشته شده‌اند نتایج بدست آمده قابلیت تعمیم به تمامی شرکت‌ها را ندارد.

نتایج این پژوهش با نتایج مطالعات یانگ و ژنگ در سال (۲۰۱۷)، سی مو تین (۲۰۱۰)، پالازو (۲۰۱۱)، فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) مطابقت دارد. یانگ و ژنگ بر رقابت بازار محصول بر ارزش حاشیه ای وجه نقد تمرکز کردند و به این نتیجه رسیدند که رقابت بازار محصول تاثیر مثبتی بر ارزش حاشیه ای وجه نقد دارد. غیوری مقدم و همکاران (۱۳۹۳) در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که رقابت بازار محصول بر کیفیت سود تاثیر مثبت و معناداری دارد که این نتیجه نشان می دهد که تحقیق ما دقیق و مطلوب می باشد. همچنین نتایج مطالعات گذشته نشان می دهد که تضاد نمایندگی در مقایسه با تئوری موازنه برای تفسیر ارزش نهایی وجه نقد تاثیر کمتری دارد. در تحقیقات رحیمیان و همکاران (۱۳۹۵) به این نتیجه رسیدند که بالا بودن نسبت اهرم مالی می تواند منجر به کاهش جریان های نقد آزاد (یکی از موارد تشدیدکننده مسئله نمایندگی) شود. در تحقیق نوروش و یزدانی (۱۳۸۹) نشان دادند که ساختارهای سرمایه تاثیر معکوسی بر هزینه نمایندگی دارد. و استدلال کردند که اهرم مالی حاوی هشدارهایی برای فرصت های سرمایه گذاری از جمله تضادهای نمایندگی می شود.

## منابع

- ✓ بولو، قاسم، باباجانی، جعفر، محسنی ملکی، بهرام، (۱۳۹۱)، رابطه بین وجه نقد بیشتر و کمتر از حد بهینه، با عملکرد آینده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، سال سوم، شماره ۱۱، صص ۷-۲۹.
- ✓ فخاری، حسن. و تقوی، سید روح الله. (۱۳۸۳)، کیفیت وجه نقد و سرمایه های نقدی شرکت؛ فصلنامه حسابداری و حسابرسی ایران؛ سال ۱۶، شماره ۵۷، صص ۶۹-۱۴.
- ✓ فخاری، حسین، تقوی، سیدروح الله، بشیری جویباری، مهدی، (۱۳۹۴)، بررسی اثر شدت رقابت بازار محصول بر ارزش گذاری بازار از نگاهداشت وجه نقد شرکت ها، دانش حسابداری مالی، دوره ۲، شماره ۱، صص ۴۷-۶۶.
- ✓ فتحی، مهتری، محمدزاده سالطه، شیری، حسن، محمودی، محمود، (۱۳۹۵)، تاثیر رقابت در بازار محصول و توانایی حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه گذاری با تاکید بر محدودیت های مالی شرکت، چهارمین کنفرانس ملی مدیریت، اقتصاد و حسابداری. مهرانی، کاوه، حصارزاده، رضا، (۱۳۸۸)، کیفیت حسابداری و سطح نگهداشت وجه نقد، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال دوم، شماره ۵، صص ۱۰۵-۱۲۷.
- ✓ گجراتی، دامور، (۱۳۸۷)، کتاب اقتصاد ریاضی و اقتصاد سنجی؛ ترجمه دکتر ابریشمی، حمید؛ تهران، نشر دانشگاه تهران؛ چاپ بیستم.
- ✓ نمازی، محمد، ابراهیمی، شهلا، (۱۳۹۱)، بررسی ارتباط رقابت بازار محصول و بازده سهام، فصلنامه پژوهش های تجربی حسابداری مالی، دوره ۲، شماره ۱، صص ۹-۲۷.
- ✓ Al-Najjar. B., Clark, E. (2017). Corporate governance and cash holdings in MENA: Evidence from internal and external governance practices. *Research in International Business and Finance*, 39:1-12.
- ✓ Bates, T., Chang, C. & Chi, J. (2011). Why has the value of cash increased over time? Working paper, SSRN: <http://ssrn.com>.
- ✓ Beiner, S. (2008). Product Market Competition, Managerial Incentives, and Firm Valuation. working paper, Lucerne University of Applied Sciences.
- ✓ Booth, L., & Zhou, J. (2009). Market power and dividend policy: A riskbased perspective. Retrieved from SSRN [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=129694](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=129694).
- ✓ Chechet, I. L. and Olayiwola A. J. (2014). "Capital structure and profitability of Nigerian Quoted Firm: The Agency Costs Theory Perspective" 3(1): 139-158.

- ✓ Chi, J. D. , & Su, X. H. (2016). Product Market Predatory Threats and the Value of Cash Holdings. *Financial Management*, 3, 705-735. <https://doi.org/10.1111/fima.12119>
- ✓ Faulkender, M. , & Wang, R. (2006). Corporate Financial Policy and the Value of Cash. *The Journal of Finance*, 61, 1957-1990. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00894x>.
- ✓ Guney, Y. , Ozkan, A. & Ozkan, N. (2009). International evidence on the non - linear impact of leverage on corporate cash holding. *Journal of multinational financial management*, 17(1): 45-60.
- ✓ Gan, H. , Park, M. S. , (2017), CEO managerial ability and the marginal value of cash, *Advances in Accounting* (2017), <http://dx.doi.org/10.1016/j.adiac.2017.07.007> .
- ✓ Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, *Corporate Finance and Takeovers*. *American Economic Review*, Vol 76, No 4, Pp 323-329.
- ✓ Jensen, M. C. and Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305–360 Kaplan, S. and Weisbach, M. (1992). The success of acquisitions: Evidence from divestitures. *Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 107-138.
- ✓ Kusnadi, Y., Yang, Z. & Zhou, Y. (2015). Institutional development, state ownership, and corporate cash holdings: Evidence from China. *Journal of Business Research*, 68(2): 351–359.
- ✓ Kusnadi, Y. (2003). Corporate cash holdings and corporate governance mechanisms. Hong Kong University of Science and Technology, SSRN, Working Paper .
- ✓ Martínez-Sola, C, García-Teruel, P. J, Martínez-Solano, P, (2008), "Corporate cash holding and firm value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 48, pp. 224-245.
- ✓ Mikkelsen, W. Partch, M, (2003), "Do persistent large cash reserves hinder performance?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 275–294.
- ✓ Pinkowitz, L, Williamson, R, (2001). Bank power and cash holdings, evidence from Japan", *Review of Financial Studies* 14, 1059–1082.
- ✓ Sharma, V. (2010). Stock returns and product market competition: Beyond industry concentration. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 37, 283-299.
- ✓ Yang, X. B. , & Zheng, J. G. (2017). The Impact of Predation Risk on the Marginal Value of Cash Holdings: An Empirical Perspective. *Journal of Financial Risk Management* , 6, 150-162. <https://doi.org/10.4236/jfrm.2017.62012>.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی