

بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ارزش شرکت در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

زهرا خیاط بهبهان^۱

حمزه فرخایی^۲

چکیده

هدف این پژوهش، بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ارزش شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور سه (۳) فرضیه برای بررسی این موضوع تدوین و داده‌های مربوط به ۱۰۴ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. الگوی رگرسیون پژوهش با استفاده از روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت، بررسی و آزمون شد. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که قدرت مدیرعامل تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که رقابت در بازار محصول تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد. علاوه بر این نتایج پژوهش نشان می‌دهد که رقابت در بازار محصول تأثیر مثبت و معناداری بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ارزش شرکت دارد.

واژه‌های کلیدی: ارزش شرکت، رقابت در بازار محصول، قدرت مدیرعامل، بورس اوراق بهادار تهران.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
رتال جامع علوم انسانی

۱. دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، بوشهر، ایران - (نویسنده مسئول) - khaiat.zahra@gmail.com

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت دولتی، دانشگاه آزاد اسلامی، دیلم، ایران

مقدمه

محور قرارگرفتن مفهوم "ارزش و ارزش آفرینی" به بنگاه‌های اقتصادی کمک خواهد کرد تا در شرایط جدید اقتصادی بتوانند استراتژی‌های مناسب را برای حفظ مزیت رقابتی و توسعه پایداری اتخاذ کنند. مفهوم ارزش آفرینی در قالب "مدیریت مبتنی بر ارزش" اولین بار توسط ریمن^۱ (۱۹۸۹) مطرح گردید. از نظر کاپلان^۲ (۱۹۹۴) مدیریت مبتنی بر ارزش بر تصمیم‌گیری بهتر در تمام سطوح شرکت تأکید دارد و با ایجاد انگیزه در مدیران آن‌ها را به سمت افزایش ارزش شرکت سوق می‌دهد (استنسیس، تدرآواک و کاپیک^۳، ۲۰۱۱). در این رویکرد اهداف شرکت با عامل‌های ایجاد ارزش پیوند خورده و در نهایت با سنجش عملکرد سازمان، میزان دستیابی به اهداف تعیین می‌گردد (سیل^۴، ۲۰۱۰). یکی از اهدافی که در هر جامعه دنبال می‌شود توسعه روزافزون اقتصادی است که نیازمند تأمین و تخصیص بهینه منابع می‌باشد، چراکه شرکت‌های بازرگانی برای تأمین مالی خود در راستای اهداف توسعه نیازمند حجم بالایی از سرمایه هستند، این در حالی است که تأمین سطح بالایی از سرمایه، در زمانی محدود برای آن‌ها امکان‌پذیر نیست (صامتی و مرادیان تهرانی، ۱۳۸۵) تخصیص بهینه منابع مالی یکی از مهم‌ترین اقدام‌ها در حوزه سرمایه‌گذاری است که به جرأت می‌توان گفت نتیجه نهایی همه تلاش‌های مدیریت سرمایه‌گذاری، در این مرحله نمود پیدا می‌کند. سرمایه‌گذاران چه در سطح خرد و چه در سطح نهادی همیشه به دنبال آن هستند که منابع مالی محدود خود را، با رعایت اصول مدیریت سرمایه‌گذاری به صورت بهینه به گزینه‌های مختلف تخصیص دهند (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳). تجهیز و تخصیص بهینه منابع در سطح اقتصاد ملی نیز بدون کمک بازارهای مالی، به ویژه بازار سرمایه گسترده و کارآمد به سهولت امکان‌پذیر نیست (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳).

اهمیت شرکت‌های بزرگ امروزی در ساختار اقتصاد کشورها بر کسی پوشیده نیست. این شرکت‌ها به عنوان پایه‌های اصلی اقتصاد کشورها، حجم زیادی از منابع اقتصادی (نظیر نیروی کار، سرمایه و...) را به مصرف می‌رسانند و در مقابل با توجه به حجم بالای تولید و فروش، نقشی بسیار مهم در توسعه و پیشرفت اقتصاد کشورها به عهده دارند. به همین دلیل، بحث درباره شرکت‌های بزرگ و موارد مربوط به آن از قبیل نظریه شرکتی، عملکرد شرکت‌ها، تفکیک مالکیت و کنترل شرکت‌ها و نظایر آن مورد توجه نظریه‌پردازان و پژوهشگران علم اقتصادی و کلیه شاخص‌های علوم کاربردی قرار گرفته و پژوهش‌های فراوانی در این راستا انجام شده است. به ویژه در چند دهه اخیر اغلب نظریه‌های دوران کلاسیک شرکتی مورد ارزیابی قرار گرفته و نظریه‌های نوینی همچون نظریه

1. Rayman
2. Kaplan
3. Stansis, Tedrawak and Kapik
4. Seel

نمایندگی ارائه شده است (صادقی شریف و کفاش پنجه‌شاهی، ۱۳۸۸). عوامل بسیاری بر ارزش شرکت تأثیرگذار است و تاکنون پژوهش‌هایی برای مشخص کردن روابط متغیرهای مختلف مالی و حسابداری با ارزش آن‌ها انجام شده است اما به رقابت در بازار محصول به عنوان یک متغیر تعدیلگر بر رابطه بین قدرت مدیرعامل به عنوان چند عوامل تأثیرگذار بر ارزش شرکت به‌ویژه برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که جامعه آماری این پژوهش را تشکیل خواهد داد، کمتر توجه شده است. توجه به رقابت در بازار محصول، قدرت مدیرعامل و ارزش شرکت می‌تواند راهنمای مناسبی برای سرمایه‌گذاران باشد و در نظر نگرفتن آن ممکن است سرمایه‌گذاران را در تصمیم‌های سرمایه‌گذاران بلندمدت خود دچار اشتباه کند؛ بنابراین با توجه به اهمیت سرمایه‌گذاری و بازار سهام در سطح اقتصاد ملی، تأثیر رقابت در بازار محصول بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ارزش شرکت بررسی می‌شود. این ویژگی‌ها با توجه به تأثیری که بر شفافیت محیط گزارشگری مالی، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و کیفیت افشای شرکت دارند، موجب تغییر در ارزش شرکت می‌شوند.

مبانی نظری پژوهش

قدرت مدیرعامل و ارزش شرکت

قدرت مدیرعامل و نتایج شرکت در طول زمان مورد بحث قرار گرفته‌اند. در برخی شرکت‌ها، مدیرعامل شرکت قدرتش بر تصمیم‌های مهم شرکت غلبه کرده است که تا حد زیادی بر شرکت‌ها در آینده تأثیر می‌گذارد. به‌ویژه در شرکت‌های بزرگ با توزیع پیچیده قدرت، بین اعضا رایج است. در همین حال در سایر شرکت‌ها، چنین تصمیم‌هایی بر اساس توزیع قدرت در بین مدیران ارشد از طریق رأی‌گیری گرفته می‌شوند؛ بنابراین " کدام فرآیند تصمیم‌گیری برای شرکت بهتر است؟" به عبارت دیگر " آیا دادن قدرت کامل تصمیم‌گیری به مدیرعامل برای تمامی تصمیم‌گیری‌های مهم شرکت خوب است؟" برای پیدا کردن جواب، دانستن نقش مدیرعامل در شرکت مهم است. مدیر ارشد اجرایی بالاترین مقام اجرایی یک شرکت است که مسئول آن شرکت است. مدیرعامل به‌وسیله اعضای هیئت‌مدیره برای توسعه استراتژی‌های سطح بالا، تصمیم‌گیری‌ها، ایجاد انگیزه در کارکنان و مدیریت کردن عملیات روزمره شرکت، استخدام می‌شود. نمونه‌های بی‌شمار زندگی واقعی نشان می‌دهد که مدیران اجرایی با دیکتاتوری یک شرکت را کارآمدتر می‌کند و سرانجام منجر به موفقیت شرکت می‌شود. مشهورترین نمونه‌ها عبارتند از استیو جابز^۱ (مدیرعامل اپل^آ)، جک ما^۲ (مدیرعامل علی بابا^آ) و الون موسک^۱

1. Steve Jobs
2. Apple Inc
3. Jack Ma
4. Alibaba Group Holding Limited

(مدیرعامل تسلا^۲). به هر حال، مدیران عامل لزوماً صاحبان یک شرکت نیستند، هرچند نسبت به دیگر کارکنان قدرت بیشتری به آن‌ها داده می‌شود. برطبق نظریه‌های نمایندگی، یک مدیرعامل قوی به تثبیت بیشتر و احتمال بیشتر برای انجام اقداماتی که برای شرکت مضر هستند تمایل دارند (شیخ^۳، ۲۰۱۸).

لیو و جیرآپرون^۴ (۲۰۱۰) یافته‌های مختلفی برای اثبات رابطه منفی بین قدرت بیشتر مدیرعامل و عملکرد شرکت دارند. آن‌ها دریافتند که اختلاف بین مدیرعامل و بدهکاران وجود دارد. در شرکت‌هایی که مدیران ارشد بیشتری دارند، هزینه بدهی به‌طور قابل توجهی بالاتر از حد متوسط است. علاوه بر این، احتمال دارد که این مدیران اجرایی اقداماتی را برای پنهان کردن برخی از اطلاعات لازم از شرکت‌های بدهکار انجام دهند. عدم تقارن اطلاعاتی، شفافیت را کاهش می‌دهد و در نهایت صدمه به شرکت می‌زند (شیخ^۳، ۲۰۱۸). با این حال، برخی محققان نیز مدعی هستند که مدیران اجرایی قدرتمند در بلندمدت به شرکت سود خواهند رساند. به‌علاوه حقایق تجربی نیز نشان می‌دهند که شرکت‌های کوچک از مدیران اجرایی قوی‌تر بهره‌مند هستند (شیخ^۳، ۲۰۱۸). علاوه بر این، براساس مقاله پرادیت و پورنیت^۵ (۲۰۱۵)، مدیرعامل قوی‌تر یک محیط اطلاعاتی مبهم‌تر را تجربه می‌کند که منجر به اقداماتی برای افشای اطلاعات کمتری خواهد شد؛ و عدم تقارن اطلاعات حاصل، قیمت سهام را در شکل‌گیری پایین‌تر خواهد کرد. بنابراین می‌توان استدلال نمود که بدین معنی است که مدیران قدرتمند دارای استقلال بیشتر و داری نقش نظارتی بیشتر بر هیئت‌مدیره هستند که این امر موجب کاهش تضییع حقوق ذی‌نفعان و کاهش هزینه نمایندگی می‌شود و در نتیجه کاهش هزینه نمایندگی موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش عدم شفافیت اطلاعات مالی و در نتیجه افزایش ارزش شرکت می‌شود.

رقابت در بازار محصول و ارزش شرکت

شلیفر و ویشنی^۶ (۱۹۷۷) ادعا می‌کنند که، رقابت در بازار محصول، به احتمال بسیار زیاد قوی‌ترین نیرویی است که اقتصاد را در جهان به سمت کارایی هدایت می‌کند. رقابت یکی از محوری‌ترین و مهم‌ترین مفاهیم اقتصادی است. در جهان امروز، پدیده «رقابت» به‌عنوان یک پدیده ذاتی در فعالیت‌های مالی و بازرگانی به ظهور رسیده است و در عرصه فعالیت‌های اقتصادی یکی از عوامل مهم و تعیین‌کننده در سرنوشت سازمان‌ها و مؤسسات تجاری است. هم‌چنین بگسو

1. Elon Musk
2. Tesla Motors
3. Sheikh
4. Liu and Jirapron
5. Pradit and Pornsit
6. Shleifer and Vishny

و بتبگنیس^۱ (۲۰۰۷) ادعا می‌کند که رقابت بازار محصول معیار کلیدی برای ارزیابی درجه موفقیت کشورها، صنایع و بنگاه‌ها در میدان‌های رقابتی سیاسی، اقتصادی و تجاری به حساب می‌آید؛ بدین معنی که هر کشور، صنعت یا بنگاهی که از توان رقابتی بالایی در بازارهای رقابتی برخوردار باشد، می‌توان گفت که از رقابت‌پذیری بالاتری برخوردار می‌باشد. بنابراین، شرکت‌ها متناسب با میزان رقابتی که در صنعت مورد فعالیتشان وجود دارد، ویژگی‌های رفتاری از خود نشان می‌دهند. بدین صورت که رقابت باعث به وجود آمدن راهبری شرکتی قوی و کاهش مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران می‌شود. از طرفی زیاد بودن میزان رقابت در بازار محصول، باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های کنترلی می‌شود. پژوهشگران در ادبیات اقتصادی استدلال می‌کنند که رقابت شدید در بازار محصولات، باعث ایجاد انگیزه در مدیران برای رفتار کارا می‌شود (آلن و گیل^۲، ۲۰۰۰). یکی از دلایل اصلی این استدلال این است که نیروهای انضباط و نظم‌دهنده رقابت به سرعت در حال حذف مدیران ناکارآمد از بازار هستند. این ایده قدیمی به وسیله آدم اسمیت^۳ در کتاب "ثروت ملت‌ها" بیان شده است. وی بیان می‌کند که "انحصار... دشمنی بزرگ برای مدیریت خوب است. این امکان وجود دارد که مدیریت با استفاده از ضعف کنترل داخلی، سود را مدیریت کرده و از منافع سهامداران به نفع خود استفاده کند و ارزش شرکت را کاهش دهد. در نتیجه، سبب کاهش ارزش شرکت می‌شود؛ و از سوی دیگر، نقش نظارتی رقابت در بازار محصول سبب افزایش کیفیت راهبری شرکتی می‌شود که در نهایت افزایش کیفیت سود و کیفیت گزارشگری مالی را به دنبال دارد. افزایش کیفیت سود و کیفیت گزارشگری مالی سبب شفافیت بیشتر محیط اطلاعاتی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در ارتباط با سهام شرکت در بازار می‌شود؛ و در نهایت موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود (شیخ، ۲۰۱۸).

پیشینه تحقیق

معطوفی و دهقانی (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول و تمکین مالیاتی پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که رقابت در بازار محصول تأثیر منفی و معناداری بر تمکین مالیاتی دارد.

توانگر حمزه‌کلایی و اسکافی اصل (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر رابطه بین ویژگی‌های کمیته حسابرسی و کیفیت کنترل داخلی پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که از بین ویژگی‌های کمیته حسابرسی؛ تخصص مالی اعضا و اندازه کمیته حسابرسی با کیفیت کنترل داخلی رابطه معنادار دارد. همچنین نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که قدرت

1. Bessho and Bethbignis
2. Ellen and Gil
3. Adam Smith

مدیرعامل تنها تأثیر تعدیل‌کننده‌ای بر ارتباط بین اندازه کمیته حسابرسی و کیفیت کنترل داخلی دارد.

فروغی و مودنی (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر اعتماد بیش‌ازحد مدیریتی بر ارزش شرکت پرداختند. آن‌ها برای اندازه‌گیری اعتماد بیش‌ازحد مدیریتی از دو معیار شامل مخارج سرمایه‌ای و سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و همچنین برای اندازه‌گیری ارزش شرکت از نوسان‌پذیری بازده سهام استفاده کردند. نتایج پژوهش آن‌ها از آن بود که اعتماد بیش‌ازحد مدیریتی با استفاده از معیار سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد تأثیر مثبت و معناداری دارد ولی با استفاده از معیار مخارج سرمایه‌ای تأثیر معناداری بر نوسان‌پذیری بازده سهام ندارد.

کردستانی و جهانگیری‌لیواری (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی تأثیر اجتناب مالیاتی بر رابطه بین قدرت بازار محصول و آگاهی‌دهندگی قیمت سهام پرداختند. نتایج آن‌ها نشان داد قدرت بازار محصول باعث کاهش بازدهی و افزایش آگاهی‌دهندگی قیمت سهام می‌شود همچنین نشان دادند که معیارهای مختلف اجتناب مالیاتی بر شدت تأثیر قدرت بازار محصول بر آگاهی‌دهندگی قیمت سهام تأثیری ندارند، ولی به لحاظ نرخ دفتری بلندمدت، تأثیر قدرت بازار محصول بر بازدهی سهام منفی‌تر می‌شود.

پیشینه خارجی

شیخ (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ارزش شرکت پرداخت. نتایج پژوهش وی نشان داد که قدرت مدیرعامل تأثیر مثبت و معنادار بر ارزش شرکت دارد. همچنین نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که رقابت در بازار محصول تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد. علاوه بر این نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که رقابت در بازار محصول تأثیر مثبت و معناداری بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ارزش شرکت دارد.

چی چور چنو و همکاران^۱ (۲۰۱۷) به بررسی رابطه قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه در شرکت‌های دولتی در چین بین سال‌های ۲۰۰۱-۲۰۱۲ پرداخت. نتایج او نشان داد که مشخصه قدرت مدیرعامل تأثیر مهمی در تعیین ساختار سرمایه دارد که این امر منجر به بی‌اثربودن سازوکارهای نظارتی حاکمیت شرکتی می‌شود.

اوین^۲ (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی رابطه بین قدرت مدیرعامل و عملکرد شرکت پرداخت. نتایج وی حاکی از آن بود که قدرت مدیرعامل تأثیر منفی و معناداری بر عملکرد شرکت دارد.

موتاकिन و همکاران^۱ (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر مسئولیت پذیری اجتماعی پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از آن بود که قدرت مدیرعامل تأثیر منفی و معناداری بر سطح افشای مسئولیت پذیری اجتماعی دارد.

لی و همکاران^۲ (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل و مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر ارزش شرکت پرداختند. نتایج آن‌ها حاکی از آن بود که مسئولیت‌پذیری اجتماعی تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد، همچنین نتایج پژوهش حاکی از آن بود که قدرت مدیرعامل تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد. علاوه بر این نتایج پژوهش حاکی از آن بود که قدرت مدیر عامل تأثیر مثبت و معناداری بر مسئولیت‌پذیری اجتماعی دارد.

چنگ هو و همکاران^۳ (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر رابطه بین کیفیت افشا و ارزش شرکت پرداختند. نتایج آن‌ها حاکی از این بود که رقابت در بازار محصول و کیفیت افشا تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارند، نتایج آنان همچنین نشان داد که رقابت در بازار محصول تأثیر مثبت و معناداری بر رابطه بین کیفیت افشا و ارزش شرکت دارد. علاوه بر این آن‌ها نشان دادند که رقابت در بازار و کیفیت افشا به‌عنوان دو مقوله مکمل بر ارزش شرکت تأثیرگذار می‌باشند.

پوپووا و همکاران^۴ (۲۰۱۳) با انتخاب شرکت‌های انگلیسی در بازه زمانی ۲۰۰۶-۲۰۱۰ به بررسی اثر افشا بر ارزش شرکت پرداختند. آن‌ها با بررسی این شرکت‌ها بیان می‌دارند که بهبود افشا با ارزش شرکت ارتباط دارد و باعث افزایش ارزش شرکت می‌گردد.

فرضیه‌های پژوهش

باتوجه به مبانی نظری مطرح‌شده فرضیه‌های پژوهش به‌صورت زیر بیان می‌شود؛

فرضیه اول: قدرت مدیرعامل تأثیر معناداری بر ارزش شرکت دارد.

فرضیه دوم: رقابت در بازار محصول تأثیر معناداری بر ارزش شرکت دارد.

فرضیه سوم: رقابت در بازار محصول تأثیر معناداری بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ارزش شرکت دارد.

-
1. Mutakin et al
 2. Lee et al
 3. Cheng Ho et al
 4. Popova

روش پژوهش

تجزیه و تحلیل اطلاعات

در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی مانند انحراف معیار انجام شده است. همچنین، برای آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون داده‌های ترکیبی با رویکرد تلفیقی استفاده شده است. برای انتخاب از بین روش‌های الگوهای رگرسیونی ترکیبی و الگوی داده‌های ترکیبی آزمون F لیمر^۱ استفاده می‌شود. اگر در آزمون F لیمر روش داده‌های تلفیقی انتخاب شود، کار تمام است اما اگر روش داده‌های تابلویی انتخاب شود لازم است تا آزمون هاسمن^۲ نیز انجام شود. آزمون هاسمن برای تعیین استفاده از الگوی اثرات ثابت در مقابل الگوی اثرات تصادفی استفاده می‌شود (افلاطونی، ۱۳۹۲).

به دلیل این که نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند در فرآیند تصمیم‌گیری استفاده شود، این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است. همچنین، این پژوهش از لحاظ ماهیت، توصیفی-همبستگی است، زیرا در این نوع پژوهش‌ها پژوهشگر به دنبال ارزیابی ارتباط بین دو یا چند متغیر است. در این پژوهش به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها و استخراج نتایج پژوهش از نرم افزار Excel 2010 و Stata 14 استفاده شده است. همچنین، سطح اطمینان مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌ها و بررسی فروض کلاسیک رگرسیون ۹۵ درصد است. برای برآورد پارامترهای مدل‌های رگرسیون، آزمون فروض کلاسیک از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. از جمله مهم‌ترین این فروض، فرض‌های مربوط به خودهمبستگی و عدم ناهمسانی واریانس بین باقیمانده‌های مدل است. به منظور تشخیص وجود خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها، از آزمون آماره وولدریج^۳ استفاده شد. مقدار این آماره برای مدل‌های پژوهش، نشان‌دهنده نبود همبستگی سریالی بین باقیمانده‌هاست. در خصوص بررسی هم‌خطی نیز قابل ذکر است که با اینکه استفاده از داده‌های ترکیبی خود یکی از روش‌های جلوگیری از بروز هم‌خطی است، اما برای بررسی وجود احتمالی هم‌خطی از روش تورم واریانس (vif) استفاده شد.

جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۹۶-۱۳۹۰ است. در این پژوهش به منظور نمونه‌گیری از روش نمونه‌گیری هدفمند (حذف

-
1. F-Limer test
 2. Hausman test
 3. Wooldridge test

نظاممند) استفاده شده است. به این منظور کلیه شرکت‌های جامعه آماری که دارای شرایط زیر بودند به‌عنوان نمونه انتخاب و بقیه حذف شد.

۱. به‌منظور قابل مقایسه‌بودن اطلاعات، پایان سال مالی آن‌ها آخر اسفند باشد.

۲. به‌منظور همگن‌بودن اطلاعات، فعالیت آن‌ها تولیدی باشد.

۳. معاملات سهام آن‌ها طی دوره پژوهش بیش از سه ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد.

۴. اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش در دسترس باشد.

با اعمال شرایط مذکور از بین شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران، تعداد ۱۰۴ شرکت به‌عنوان نمونه آماری این پژوهش انتخاب شد.

متغیرهای پژوهش

متغیرهای این پژوهش مشتمل بر سه دسته متغیر مستقل، متغیر وابسته و متغیر کنترلی به شرح زیر است:

متغیرهای مستقل

قدرت مدیرعامل

برای اندازه‌گیری قدرت مدیرعامل مطابق پژوهش لیسیک و همکاران^۱ (۲۰۱۶) از ۶ معیار که به شرح زیر بیان می‌شوند استفاده خواهد شد.

معیار اول: (Recomp_D)

حقوق و مزایای مدیرعامل: تقسیم پاداش نقدی مصوب در جلسه مجمع عمومی بر کل حقوق و دستمزد پرداختی سال مالی شرکت. (Recomp_D) یک متغیر ساختگی بوده که در صورتی پاداش نقدی مصوب شرکت تقسیم بر نسبت به مجموع حقوق و مزایای پرداختی بیشتر از میانه همان دوره شرکت‌های صنعت مربوطه عضو نمونه باشد، بیانگر قدرت مدیریت بوده عدد یک و در غیراین‌صورت عدد صفر را اختیار می‌نماید (در ایران با توجه به این اطلاعات مربوط به حقوق و مزایای مدیران و پاداش اعضای هیئت‌مدیره و مدیرعامل به تفکیک برای هر یک بیان نمی‌شود لذا در این پژوهش از مجموع پاداش هیئت‌مدیره و مدیرعامل استفاده شده است).

معیار دوم: دوگانگی وظیفه مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره و یا نائبرئیس هیئت‌مدیره (Duality)

دوگانگی وظیفه مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره: متغیر مجازی اگر مدیرعامل رئیس یا نائبرئیس هیئت‌مدیره نیز باشد برابر ۱ و در غیراین‌صورت ۰ می‌باشد.

معيار سوم (CEO_Holding_D)

مدیران اجرایی با مالکیت سهام بیشتر به احتمال زیاد به کاهش نفوذ هیئت‌مدیره و افزایش اختیار عمل بیشتر در تصمیم‌گیری می‌شود. بنابراین مدیران اجرایی با مالکیت سهام بیشتر قوی-ترند (فینکلشتاین^۱، ۱۹۹۲). (CEO_Holding_D) یک متغیر ساختگی بوده که در صورتی مجموع سهام در اختیار مدیرعامل شرکت I بیشتر از میانه مجموع سهام در اختیار مدیرعامل همان دوره شرکت‌های صنعت مربوطه عضو نمونه باشد، بیانگر قدرت مدیریت بوده عدد یک و در غیراین-صورت عدد صفر را اختیار می‌نماید.

معيار چهارم (CEO_Tenure_D) تصدی مدیرعامل

به‌عنوان تعداد سال‌های مدیرعامل در اداره شرکت بوده تعریف می‌شود. تصدی مدیرعامل نفوذ مدیرعامل را افزایش می‌دهد و در نتیجه قدرت مدیرعامل را افزایش می‌دهد (رایان و ویگینز^۲، ۲۰۰۴). بدین ترتیب (CEO_Holding_D) یک متغیر ساختگی بوده که در صورتی که تصدی مدیرعامل شرکت I بیشتر از میانه مجموع تصدی مدیرعامل‌های همان دوره شرکت‌های صنعت مربوطه عضو نمونه باشد، بیانگر قدرت مدیریت بوده عدد یک و در غیراین‌صورت عدد صفر را اختیار می‌نماید.

معيار پنجم: تعداد سمت‌های مدیران اجرایی (NumExec_D)

تعداد سمت‌های مدیران اجرایی قبل از مدیرعامل شرکت شدن را تعریف می‌کند. موقعیت اجرایی مختلف توسط مدیرعامل در شرکت موجب افزایش تخصص مدیرعامل و افزایش دانش مدیرعامل می‌شود که در نتیجه موجب بهبود قدرت مدیرعامل می‌شود. که این متغیر برابر است با بالاتر از موقعیت‌های اجرایی صنعت باشد. در این پژوهش سمت‌های اجرایی از قبیل مدیرکل، وزیرکشور، ریاست‌جمهوری، CFO^۳ (مدیر ارشد مالی)، COO^۴ (مدیر ارشد عملیاتی)، معاون رئیس‌جمهور، نایب‌رئیس با وظایف دولت و... بدین ترتیب (NumExec_D) یک متغیر ساختگی بوده که در صورتی که تعداد سمت‌های مدیرعامل شرکت I بیشتر از میانه مجموع تعداد سمت‌های مدیرعامل‌های همان دوره شرکت‌های صنعت مربوطه عضو نمونه باشد، بیانگر قدرت مدیریت بوده عدد یک و در غیراین‌صورت عدد صفر را اختیار می‌نماید.

معيار ششم: تصدی سمت‌های مدیران اجرایی (NumYear_D)

NumYear_D: به‌عنوان تعداد سال مدیرعامل آن شرکت داری سمت (رئیس‌جمهور، CFO، COO، معاون رئیس‌جمهور، نایب‌رئیس با وظایف دولت، و یا مدیرکل) بوده. مدیران اجرایی با

1. Finkelstein
2. Ryan and Wiggins
3. Chief Financial Officer
4. Chief Operating Officer

سابقه طولانی در شرکت ارائه مدیرعامل شرکت با دانش بیشتری از شرکت، در نتیجه بهبود قدرت مدیرعامل شرکت. بدین ترتیب (NumYear _D) یک متغیر ساختگی بوده که در صورتی که تصدی تعداد سمت‌های مدیرعامل شرکت I بیشتر از میانه مجموع تصدی تعداد سمت‌های مدیرعامل‌های همان دوره شرکت‌های صنعت مربوطه عضو نمونه باشد، بیانگر قدرت مدیریت بوده عدد یک و در غیراین صورت عدد صفر را اختیار می‌نماید. در پایان شاخص قدرت مدیرعامل شرکت (CEO power)^۱ مجموع هریک از متغیرهای شاخص ذکر شده در بالا بر شش (۶) تقسیم شده و در نتیجه برابر است با مقداری بین ۰ تا ۱ است.

رقابت در بازار محصول

در این پژوهش از شاخص هرفیندال - هیرشمن^۲، به عنوان معیار اندازه‌گیری رقابت در بازار محصول استفاده شده است. نحوه محاسبه این شاخص مورد استفاده در خصوص اندازه‌گیری رقابت در بازار محصول به شرح زیر است.

شاخص هرفیندال - هیرشمن

رقابت در بازار محصول بر اساس شاخص هرفیندال - هیرشمن اندازه‌گیری شده است که در تحقیقات شیخ (۲۰۱۸) و گیروود و مولر^۳ (۲۰۰۸) مورد استفاده قرار گرفته است. لازم به ذکر است که شاخص مذکور میزان رقابت‌پذیری را در صنایع مختلف محاسبه کرده و به صورت زیر تعریف می‌شود:

$$\text{Herfindahl - Hirschman Index (HHI)} = \sum_{i=1}^n \left(\frac{S_i}{S}\right)^2$$

S_i : درآمد فروش شرکت i

S : مجموع درآمد فروش شرکت‌های موجود در صنعتی که شرکت i در آن فعالیت می‌کند

n : تعداد شرکت‌های موجود در صنعت

شاخص هرفیندال - هیرشمن میزان تمرکز صنعت را اندازه‌گیری می‌کند. هرچه این شاخص بزرگ‌تر باشد، میزان تمرکز بیشتر بوده و رقابت کمتری در صنعت وجود دارد و بالعکس.

1. Chief Executive Officer Power
2. Herfindahl-Hirschman Index
3. Guiraud and Mueller

متغیر وابسته پژوهش

ارزش شرکت (FIRM VALUE)

متغیر وابسته این پژوهش ارزش شرکت می‌باشد که برای اندازه‌گیری آن از شاخص Q توییناستفاده شده است. که شاخص Q تویین به صورت زیر محاسبه می‌شود (نمازی و نمازی، ۱۳۹۵):

ارزش دفتری بدهی جاری در پایان سال ۴ ارزش دفتری بدهی بلندمدت در پایان سال ۴ ارزش سهام عادی در پایان سال
 ارزش دفتری کل دارایی‌ها در پایان سال

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (SIZE): برابر با لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت است (شیخ، ۲۰۱۸).

اهرم مالی (LEV): برابر است با نسبت مجموع بدهی‌ها به کل دارایی‌ها (شیخ، ۲۰۱۸).

بازده دارایی‌ها (ROA): برابر است با سودخالص تقسیم بر جمع دارایی‌های شرکت (شیخ، ۲۰۱۸).

جریان نقد عملیاتی (CFO): برابر است با جریان نقد عملیاتی تقسیم بر جمع دارایی‌های شرکت (شیخ، ۲۰۱۸).

الگوی پژوهش

باتوجه به چارچوب نظری و پیشینه تحقیق، مدل تحقیق از نوع رگرسیون چندمتغیره است. بنابراین، الگوهای زیر برای انجام آزمون فرضیه‌ها انتخاب شده است.

الگوی (۱) پژوهش برای آزمون فرضیه‌های اول پژوهش

$$FIRMVALUE_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CEO\ power_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 CFO + \varepsilon_{i,t}$$

الگوی (۲) پژوهش برای آزمون فرضیه دوم پژوهش

$$FIRMVALUE_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 HHI_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 CFO + \varepsilon_{i,t}$$

الگوی (۳) پژوهش برای آزمون فرضیه سوم پژوهش

$$FIRMVALUE = \alpha_0 + \beta_1 CEO\ power_{i,t} + \beta_2 HHI_{i,t} + \beta_3 HHI * CEO\ power_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t}$$

متغیرهای الگو در جدول (۱) تعریف شدند.

جدول ۱: تعریف متغیرهای الگو

متغیر مورد بررسی	نماد
قدرت مدیرعامل	CEO POWER
رقابت در بازار محصول	HHI
ارزش شرکت	FIRMVALUE
بازده دارایی‌ها	ROA
اهرم مالی	LEV
جریان نقد عملیاتی	CFO
اندازه شرکت	SIZE

نتایج پژوهش

آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول (۲) نشان داده شده است.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
FIRMVALUE	۱/۸۳۲	۰/۹۴۲	۰/۶۲۰	۷/۶۵۵
CEO POWER	۰/۳۵۱	۰/۲۰۷	۰	۱
HHI	۰/۱۸۸	۰/۲۶۷	۰/۰۰۰۲	۱
ROA	۰/۰۹۷	۰/۱۶۱	-۰/۵۴۱	۰/۶۲۷
SIZE	۱۴/۳۵۹	۱/۴۷۶	۱۱/۰۳۷۱	۱۹/۲۴۹
LEV	۰/۵۹۹	۰/۲۰۵	۰/۷۹۰	۰/۹۸۶
CFO	۰/۱۱۶	۰/۱۴۱	-۰/۴۶۰	۰/۸۷۲

* منبع: یافته‌های پژوهش

جدول (۲) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا است. این پارامترها عمدتاً شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی، نظیر بیشینه، کمینه، میانگین و میانه و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی نظیر انحراف معیار است. مهم‌ترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال میانگین متغیر ارزش شرکت (SIZE) برابر است با ۱۴/۳۵۹ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های

مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همان‌گونه که در جدول (۲) مشاهده می‌شود. به‌طور کلی، پارامترهای پراکندگی معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها با یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است از جمله مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر اندازه شرکت (SIZE) برابر ۱/۴۷۶ و برای متغیر جریان نقد عملیاتی (CFO) برابر با ۰/۱۴۱ است که نشان می‌دهد در بین متغیرهای پژوهش، SIZE و CFO به ترتیب دارای بیشترین و کمترین میزان پراکندگی هستند. همچنین، لازم به توضیح است به‌منظور اجتناب از تأثیر داده‌های پرت بر نتایج تحقیق، کلیه داده‌های پرت متغیرها در سطح یک درصد حذف شده‌اند.

آمار استنباطی

قبل از برآورد مدل‌ها، ابتدا باید با اجرای آزمون‌های چاو^۱، برش-پاگان^۲ و هاسمن، الگوی مناسب برآورد هر مدل مشخص شود؛ نتایج این آزمون در جدول (۳) مشاهده می‌شود. در خصوص مدل پژوهش معنادار بودن آزمون‌های چاو و برش-پاگان و هاسمن نشان می‌دهد مدل‌های یادشده با استفاده از الگوی اثرات ثابت برآورد شده‌اند.

جدول (۳): نتایج آزمون‌های انتخاب الگوی مناسب برآورد مدل‌ها

آزمون هاسمن		برش پاگان		آزمون چاو		الگوی مورد بررسی
معناداری	آماره	معناداری	آماره	معناداری	آماره	
۰/۰۰۲۱	۱۸/۷۷	۰/۰۰۰	۴۴/۴۴	۰/۰۰۰	۵/۵۵	الگوی شماره (۱)
۰/۰۳۹۷	۱۱/۶۷	۰/۰۰۰	۳۸/۲۶	۰/۰۰۰	۹/۸۰	الگوی شماره (۲)
۰/۰۰۰	۴۸/۳۳	۰/۰۰۰	۱۲۸/۰۳	۰/۰۰۰	۵/۴۳	الگوی شماره (۳)

* منبع: یافته‌های پژوهش

1. Chow test
2. Breusch Pagan test

با این حال، در برآورد الگوهای (۱ تا ۳) پژوهش معنادار بودن آماره‌های چاو و برش- پاگان و هاسمن بیان‌کننده این است که مدل‌های یادشده با به‌کارگیری الگوی اثرات ثابت برآورد شده است؛ بنابراین، به تخمین الگوی پژوهش باتوجه به روش ارجح پرداخته شد. در ادامه نتایج تخمین الگوی پژوهش در نگاره (۴ تا ۶) از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت نشان داده شده است.

جدول (۴): نتایج حاصل از برآورد مدل (۱) پژوهش برای آزمون فرضیه

اول (FIRMVALUE)

متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا	Vif آماره
α_0	۳/۹۱۳	۱۰/۹۷	۰/۰۰۰	
CEO POWER	۰/۴۹۶	۲/۸۹	۰/۰۰۴	۱/۰۲
ROA	۱/۱۴۸	۳/۴۶	۰/۰۰۱	۲/۰۵
SIZE	-۰/۱۵۳	-۵/۹۶	۰/۰۰۰	۱/۰۸
LEV	۰/۴۱۳	-۱/۸۲	۰/۰۷۰	۱/۶۹
CFO	۰/۶۵۷	۲/۲۴	۰/۰۲۵	۱/۳۷
ضریب تعیین	۰/۱۳۵			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۲۷			
آماره F	۲۲/۵۲			
احتمال آماره F	۰/۰۰۰			
آماره وولدریچ	۱/۲۶۳			
احتمال آماره وولدریچ	۰/۳۰۴			

*منبع: یافته‌های پژوهش

باتوجه به نتایج قابل‌مشاهده در جدول (۴) و باتوجه به آماره F به دست آمده (۲۲/۵۲) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا کرد که در مجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل‌شده به دست آمده برای الگو که برابر ۱۲ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش بیش از ۲۲ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، باتوجه به معنادار نبودن آماره وولدریچ

(۰/۳۰۴) به این معناست که باقیمانده مدل پژوهش باهم خودهمبستگی سریالی ندارند. همچنین مقادیر تورم واریانس (آماره vif) بیان می‌کند متغیرهای مستقل، مشکل هم‌خطی ندارند. جدول (۵): نتایج حاصل از برآورد مدل (۲) پژوهش برای آزمون فرضیه

دوم (FIRMVALUE)

متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا	Vif آماره
α_0	۳/۸۶۶	۱۰/۹۷	۰/۰۰۰	
HHI	-۰/۶۹۴	-۵/۱۷	۰/۰۰۰	۱/۰۲
ROA	۱/۲۲۰	۳/۷۳	۰/۰۰۰	۲/۰۵
SIZE	-۰/۱۲۹	-۵/۰۸	۰/۰۰۰	۱/۰۸
LEV	-۰/۴۰۴	-۱/۸۰	۰/۰۷۲	۱/۶۹
CFO	۰/۶۵۳	۲/۲۶	۰/۰۲۴	۱/۳۷
ضریب تعیین	۰/۱۵۷			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۵۰			
آماره F	۲۶/۷۴			
احتمال آماره F	۰/۰۰۰			
آماره وولدریچ	۰/۵۲۵			
احتمال آماره وولدریچ	۰/۴۹۵			

*منبع: یافته‌های پژوهش

باتوجه به نتایج قابل مشاهده در جدول (۵) و باتوجه به آماره F به دست آمده (۲۶/۷۴) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا کرد که در مجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، باتوجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای الگو که برابر ۱۵ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش بیش از ۱۵ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، باتوجه به معنادار نبودن آماره وولدریچ (۰/۴۹۵) به این معناست که باقیمانده مدل پژوهش با هم خودهمبستگی سریالی ندارند. همچنین مقادیر تورم واریانس (آماره vif) بیان می‌کند متغیرهای مستقل، مشکل هم‌خطی ندارند.

جدول (۶): نتایج حاصل از برآورد مدل (۳) پژوهشبرای آزمون فرضیه

سوم (FIRMVALUE)

متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا	Vif آماره
α_0	۳/۶۹۳	۱۰/۳۸	۰/۰۰۰	
CEO POWER	۰/۵۵۳	۲/۹۸	۰/۰۰۳	۱/۲۴
HHI	-۰/۳۶۱	-۱/۹۹	۰/۰۴۷	۱/۹۰
HHI *CEO POWER	-۱/۱۰۵	-۲/۳۷	۰/۰۱۸	۲/۰۱
ROA	۱/۱۸۵	۳/۶۴	۰/۰۰۰	۲/۰۵
SIZE	-۰/۱۲۸	-۴/۹۹	۰/۰۰۰	۱/۱۱
LEV	-۰/۴۵۷	-۲/۰۴	۰/۰۴۱	۱/۷۰
CFO	۰/۶۷۰	۲/۳۲	۰/۰۲۰	۱/۳۷
ضریب تعیین	۰/۱۶۹			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۶۱			
آماره F	۲۰/۸۳			
احتمال آماره F	۰/۰۰۰			
آماره وولدریج	۱/۰۶۱			
احتمال آماره وولدریج	۰/۳۴۲			

*منبع: یافته‌های پژوهش

باتوجه به نتایج قابل مشاهده در جدول (۶) و باتوجه به آماره F به دست آمده (۲۰/۸۳) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می توان ادعا کرد که در مجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، باتوجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای الگو که برابر ۱۶ درصد است، می توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش بیش از ۱۶ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می دهند. افزون بر این، باتوجه به معنادار نبودن آماره وولدریج (۰/۳۴۲) به این معناست که باقیمانده مدل پژوهش باهم خودهمبستگی سریالی ندارند. همچنین مقادیر تورم واریانس (آماره Vif) بیان می کند متغیرهای مستقل، مشکل هم خطی ندارند.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

آزمون فرضیه اول

فرضیه اول: به بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر ارزش شرکت می‌پردازد. باتوجه به نتایج به دست آمده در جدول (۴) از برآورد الگوی (۱)، ضریب قدرت مدیرعامل برابر است با $0/496$ است و با توجه به P-Value آن که برابر است با $0/000$ که کمتر از سطح خطای $0/05$ است؛ بنابراین، ضریب مثبت قدرت مدیرعامل نشان‌دهنده آن است که افزایش قدرت مدیرعامل موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان $0/95$ مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتیجه آزمون این فرضیه منطبق با مبانی نظری و با پژوهش اوین (۲۰۱۶)، لی و همکاران (۲۰۱۶) و شیخ (۲۰۱۸) مطابقت دارد.

آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم: به بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر ارزش شرکت می‌پردازد. در این پژوهش برای اندازه‌گیری رقابت در بازار محصول از شاخص هرفیندال- هیرشمن (معیار معکوس) استفاده شده است. بنابراین باتوجه به نتایج به دست آمده در جدول (۵) از برآورد الگوی (۲)، ضریب شاخص هرفیندال- هیرشمن برابر است با $0/694$ - و باتوجه به P-Value آن که برابر است با $0/000$ که کمتر از سطح خطای $0/05$ است؛ بنابراین، ضریب منفی شاخص هرفیندال- هیرشمن نشان‌دهنده آن است که کاهش شاخص هرفیندال- هیرشمن رقابت در بازار محصول را افزایش داده و در نتیجه افزایش رقابت در بازار محصول ارزش شرکت افزایش می‌یابد. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان $0/95$ مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتیجه آزمون این فرضیه منطبق با مبانی نظری و با پژوهش شیخ (۲۰۱۸) مطابقت دارد.

آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم: به بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ارزش شرکت می‌پردازد. در این پژوهش برای اندازه‌گیری رقابت در بازار محصول از شاخص هرفیندال- هیرشمن (معیار معکوس) استفاده شده است. بنابراین باتوجه به نتایج به دست آمده در جدول (۶) از برآورد الگوی (۳)، ضریب شاخص هرفیندال- هیرشمن بر رابطه بین قدرت مدیرعامل برابر با $0/105$ - است و با توجه به P-Value آن که برابر است با $0/000$ که کمتر از سطح خطای $0/05$ است؛ بنابراین، ضریب منفی شاخص هرفیندال- هیرشمن نشان‌دهنده آن است که کاهش شاخص هرفیندال- هیرشمن رقابت در بازار محصول را افزایش داده و در نتیجه افزایش رقابت در بازار محصول قدرت مدیرعامل افزایش و در نهایت موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان $0/95$ مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتیجه آزمون این فرضیه منطبق با مبانی نظری و با پژوهش شیخ (۲۰۱۸) مطابقت دارد.

نتیجه‌گیری

هدف این پژوهش بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور سه (۳) فرضیه برای بررسی این موضوع تدوین و داده‌های موجود مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج پژوهش حاکی از آن است که قدرت مدیرعامل تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد. بدین معنی است که مدیران قدرتمند دارای استقلال بیشتر و داری نقش نظارتی بیشتر بر هیئت مدیره هستند که این امر موجب کاهش تضییع حقوق ذی‌نفعان و کاهش هزینه نمایندگی شود و در نتیجه کاهش هزینه نمایندگی موجب کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی و کاهش عدم‌شفافیت اطلاعات مالی و در نتیجه افزایش ارزش شرکت می‌شوند. همچنین مدیرعامل قوی‌تر یک محیط اطلاعاتی شفاف‌تر را تجربه می‌کند که منجر به اقداماتی برای افشای اطلاعات بیشتر خواهد شد؛ و عدم‌تقارن اطلاعات حاصل، قیمت سهام را در شکل‌گیری بالاتر خواهد کرد که این امر موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود. همچنین نتایج پژوهش حاکی از آن است که رقابت در بازار محصول تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد. علاوه بر این نتایج پژوهش حاکی از آن است که رقابت در بازار محصول تأثیر مثبت و معناداری بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ارزش شرکت دارد. بدین معنی است که رقابت در بازار محصول به عنوان یک مکانیزم خارجی راهبری شرکتی مستحکم با نظم‌بخشیدن به سرمایه‌گذاری، جلوگیری از مدیریت سود و بهبود محیط اطلاعاتی از تصمیمات نامطلوب مدیریتی جلوگیری می‌کند. همچنین شواهد نشان می‌دهد که رقابت در بازار محصول به عنوان مکانیزم خارجی راهبری شرکتی با پل‌زدن شکاف اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران منجر به کاهش مشکلات نمایندگی و کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران می‌شود. از آنجاکه رقابت در بازار محصول موجب کاهش رفتارهای فرصت-طلبانه مدیریتی به سمت حداکثرکردن قیمت سهام در کوتاه‌مدت، مانند مدیریت سود و یا سرمایه‌گذاری بیش‌از حد می‌شود این فرضیه وجود خواهد داشت که رقابت در بازار محصول تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد.

در ارتباط با موضوع پژوهش پیشنهادهای زیر ارائه می‌شود.

- با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار میان قدرت مدیرعامل، رقابت در بازار محصول و ارزش شرکت پیشنهاد می‌شود که کلیه استفاده‌کنندگان در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود همواره باید این نکته را مدنظر قرار دهند که به موازات ریسک نقدینگی به هر دلیلی منجر به کاهش ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود. به عبارتی دیگر سرمایه‌گذاران ریسک-گریز هیچ‌گاه شرکت‌هایی را که در آن‌ها رقابت بازار محصول (انحصاری بودن بازار محصولات

شرکت) در سطح حداقل (ضعیف) می‌باشد به‌عنوان شرکت‌های مطلوب جهت سرمایه‌گذاری در نظر نمی‌گیرند.

با انجام هر پژوهش، راه به‌سوی مسیری جدید باز می‌شود و ادامه راه مستلزم انجام پژوهش‌های دیگری است؛ بنابراین، انجام پژوهش‌هایی به شرح زیر پیشنهاد می‌شود:

۱. بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر رابطه بین توانایی مدیریت و ارزش شرکت.
۲. بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیرعامل بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت.
۳. بررسی عوامل راهبری شرکتی و ساختار مالکیت بر رابطه بین اجتناب از مالیات، ساختار سرمایه و ارزش شرکت.
۴. الگوهای این پژوهش برای تمامی صنایع عضو نمونه آماری به‌صورت یک‌جا برآورد شده‌اند. از این‌رو، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی هریک از الگوهای این پژوهش را برای صنایع مختلف (سیمان و آهک، شیمیایی، فلزات اساسی و...) به تفکیک برآورد شود.



منابع

- افلاطونی، عباس. (۱۳۹۲). تجزیه و تحلیل آماری با Eviews در تحقیقات حسابداری مالی. مدیریت مالی و علوم اقتصادی. چاپ اول. تهران: انتشارات ترمه.
- ایزدینیا، ناصر و مباشری، مهدی. (۱۳۹۳). تعیین همبستگی منابع سرمایه فکری و سنجش تأثیر آن ها بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه حسابداری مالی، ۶(۲۴): ۲۲-۴۰.
- توانگر حمزه کلایی و اسکافی اصل، مهدی. (۱۳۹۷). ارتباط بین قدرت مدیرعامل، ویژگی های کمیته حسابرسی و کیفیت کنترل داخلی. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. ۱۰(۳۸): ۱۸۷-۲۰۷.
- راعی، رضا و تلنگی، احمد. (۱۳۸۳). "مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته"، سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه ها (سمت).
- ستایش، محمدحسین و کارگرفرد جهرمی، محدثه. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمایه، فصلنامه پژوهش های تجربی حسابداری مالی، ۱(۱): ۳۱-۹.
- صادقی شریف، سیدجلال و کفاش پنجه شاهی، محمد. (۱۳۸۸). تأثیر ترکیب سهامداران بر بازدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۶(۲): ۵۱-۶۶.
- صامتی، مجید و مرادیان تهرانی، مهناز. (۱۳۸۶). "بررسی ارتباط میان ارزش شرکت با نرخ تورم با استفاده از شاخص کیوتوبین در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بررسی های اقتصادی، ۴(۳): ۶۰-۴۵.
- فروغی، داریوش و مدنی، نرگس. (۱۳۹۶). تأثیر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر ارزش شرکت، دانش حسابداری مالی، دوره ۴، شماره ۱۵، صص ۶۵-۸۳.
- کردستانی، غلامرضا و جهانگیری لیواری، بهنام. (۱۳۹۵). تأثیر اجتناب مالیاتی بر رابطه قدرت بازار محصول با بازدهی و آگاهی دهندگی قیمت سهام، پژوهش های حسابداری مالی ۸(۱): ۱۹-۳۸.
- معطوفی، علیرضا و دهقانیان، فائزه. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر تمکین مالیاتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. حسابداری مدیریت، ۱۱(۳۷): ۱۰۷-۱۱۹.

- نمازی، محمد و نمازی، نویدرضا. (۱۳۹۵). رتبه‌بندی شرکت‌ها بر اساس سنج‌های ارزیابی عملکرد با استفاده از تکنیک چندشاخصه TOPSIS و مقایسه معیارهای ارزیابی (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران). پژوهش‌های حسابداری مالی ۸(۲): ۳۹-۶۴.
- Aggarwal, R. and Zhao, X. (2006). The leverage-value relationship puzzle: An industry effects resolution, *Journal of Economics and Business*, Vol. 59, pp. 286-297.
 - Allen, F., and Gale, D. (2000). Corporate Governance and Competition," published in *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*, edited by X. Vives, Cambridge University Press, 23-94.
 - Bebchuk, L., Y. Grinstein, and U. Peyer. (2011). Lucky CEOs and lucky directors. *Journal of Finance*. 2363-2401.
 - Chur Chao, C., HU, M., Munir, Q & LI, T. (2017). The impact of CEO power on corporate capital structure: New evidence from dynamic panel threshold analysis. 51(2): 107-120.
 - Finkelstein, S., and D.C. Hambrick. (1996). Strategic leadership: Top executives and their effects on organizations. South-Western Pub
 - Freedman, J. (2003). Tax and corporate responsibility. *Tax Journal* 695 (2): 1-4.
 - Freise, A., S. Link. and S. Mayer. (2008). Taxation and corporate governance – The state of the art. In: Schön, W. (Ed.). *Tax and Corporate Governance*. Springer-Verlag, Berlin Heidelberg.
 - Giroud, X., and H. Mueller. (2008). "Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices." ECGI -Finance Working Paper No. 219/2008.
 - He, W. (2012). Agency Problems, Product Market Competition and Dividend Policies in Japan. *Accounting & Finance*, 52(3): 873-901.
 - Holmstrom, B. (1982). Moral Hazard in Teams. *Bell Journal of Economics*, 13(2): 324-340.
 - Jensen, M. C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economics Review*, 76: 323-339.
 - Jensen, M., and W. Meckling. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3(4): 305-360.
 - Knack, S., and P. Keefer. (1997). Does Social Capital Have an Economic Payoff? A Cross-country Investigation. *Quarterly Journal of Economics*. 112.1251-88.
 - Lehn, K., Poulsen, A. (1989). Free cash flow and stockholders gains in going private transaction, *Journal of Practice and Theory*, 22: (1), 77-101.
 - Li, F., Li, T., AND D. Minor. (2016). CEO power, corporate social responsibility, and firm value: a test of agency theory. *International Journal of Managerial Finance* 12(5): 1-34.

- Liu, Y., and P. Jiraporn, 2010, "The impact of CEO power on bond ratings and yields", *Journal of Empirical Finance* 17, 744-762.
- Lucian, A., M. C. Bebchuck, and U. Peyer. (2011). CEO Pay Slice. *Journal of Financial Economics*. 199-221
- Luke, T. (2011). The cost of Entrenchment: Why COEs are rarely fired. Wharton University of Pennsylvania
<http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/the-cost-of-entrenchment-why-ceos-are-rarely-fired/>.
- Mersland. R. D. Pascal. and L.A. Beisland. (2016). The influence of CEO power on agency costs in non-profit organisations: evidence from the global microfinance industry.
<https://dipot.ulb.ac.be/dspace/bitstream/2013/240515/3/wp16045.pdf>
- Muttakin, M. K. Arifur and D. G. Mihret. (2016). The Effect of Board Capital and CEO Power on Corporate Social Responsibility Disclosures. DOI 10.1007/s10551-016-3105-y.
- Muttakin, M. Khan. Arifur and D. G. Mihret. (2016). The Effect of Board Capital and CEO Power on Corporate Social Responsibility Disclosures. DOI 10.1007/s10551-016-3105-y.
- Nandini, R. and K. Deepak. (1996). CEO Characteristic: Does Industry Matter?. *The Academy of Management Journal* 39(1): 197-255.
- Popova, T., Georgkopoulos, G., Sotiropoulos, I., and asilriou.,V. (2013), Mandatory Disclosure and its Impact on the Company, *International Business Research*, 6(5): pp 1-16.
- Pradit, W. and P. Jiraporn. (2015). The Effect of CEO Power on Informativeness of Stock Prices: An Empirical Note. *Social Science Research Network*.
- Qin, Y. (2016). Relationship between CEO Power and Corporate Performance Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2767331> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2767331>.
- Rajan R. G. and Zingales L. ,(1995), What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, Vol. 50, Issue. 5, PP. 1421-1460.
- Renee, B., A. H. Almeida and D. Ferreira. (2005). Powerful CEOs and their impact on Corporate Performance. *The Review of Financial Studies* 18(4): 1403-1432.
- Sah, R.K., and J. Stiglitz. (1917). The Quality of Managers in Centralized versus Decentralized Organizations. *Quarterly Journal of Economics* 106: 289-295
- Sah, R. K., and J. Stiglitz. (1986). The Architecture of Economic System: Hierarchies and Polyarchies. *American Economic Review* 106: 289-295

- Scharfstein, D. (1988). "Product-Market Competition and Managerial Slack." The Rand Journal of Economics, 19 (1): 147-155.
- Sheikh, J. (2018). CEO power, product market competition and firm value. Research in International Business and Finance. (46).373-386.
- Shleifer, A. (1985). A Theory of Yardstick Competition. The RAND Journal of Economics, 16(2): 319-327.
- Shleifer, A., Vishny, R., (1997). A survey on corporate finance. Journal of Finance 52, 737-783.
- Stancic, P., Todorovic, M. & Cupic, M. (2012). Value-based management and corporate governance: a study of Serbian corporations. Economic Annals, 57: (193), 93-112.
- Sydney, F., and D. Aveni. (1994). CEO Duality as a Double-Edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command. Academy of management. 1079-1108.

