

## بررسی تطبیقی تاثیر وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری با شرکت‌های رقیب بر ارزش بازار سهام شرکت‌های دارای محدودیت مالی نسبت به دیگر شرکت‌ها

\*فاطمه ژولانژاد<sup>۱</sup>، وحید بخردی‌نسب<sup>۲</sup>

۱. دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، واحد نجف‌آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، نجف‌آباد، ایران

۲. دکتری حسابداری، گروه حسابداری، واحد نجف‌آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، نجف‌آباد، ایران

(دریافت: ۱۳۹۹/۵/۲۸ پذیرش: ۱۳۹۹/۷/۱)

### Comparative Study of the Effect of the Interdependence of Investment Opportunities with Competing Companies on the Stock Market Value of Companies with Financial Constraints Compared to other Companies

\*Fatemeh Zholanezhad<sup>1</sup>, Vahid BekhradiNasab<sup>2</sup>

1.Ph.D Student. of Accounting, Najaf Abad branch, University of Islamic Azad, Najaf Abad, Iran

2.Ph.D. of Accounting, Najaf Abad branch, University of Islamic Azad, Najaf Abad, Iran

(Received: 18/Aug/2020 Accepted: 23/Sep/2020)

#### چکیده:

#### Abstract:

purpose of this study is to examine the effect of the interdependence of investment opportunities with competing companies on the stock market value of unconstrained and financial constraint. The study population includes all companies listed in Tehran Stock Exchange during the years 2012-2016. The sample was selected using 113 companies. The financial constraints are seasonally adjusted to follow BekhradiNasab (2014) and BekhradiNasab (2020) based on five net leverage indicators, free cash flows, operating flows, size and age (SA), Dividend and an indicator A constraint score of five of the five preceding criteria was identified from the 6032 observations. The research methodology is based on panel data for testing the first and second hypotheses and the cross-sectional data for testing the third hypothesis. Research evidence suggests that competition in the product market has affected key corporate decisions, and the interdependence of investment opportunities with competing companies as a driving force among managers leads to To raise the value of cash holdings. But when the companies in the market face the threats and aggressive behaviors of competing companies, the value of cash holdings has declined, but among firms with financial constraints, the interdependence of the investment opportunities of the company with Competitive companies lead to devaluation of cash holdings.

**Keywords:** Investment Opportunities Reciprocating Interdependence, Product Market, Cash Holdings, Financial Constraint, Threats and Aggressive Behavior of Market.

**JEL:** G32, G34, L7.

هدف از مطالعه حاضر بررسی تطبیقی تاثیر وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری با شرکت‌های رقیب بر ارزش بازار سهام شرکت‌های محدود مالی و نامحدود است. جامعه‌اماری مطالعه حاضر شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۵-۱۳۹۱ می‌باشد. حجم نمونه با استفاده از حذف سامانمند بالغ بر ۱۱۳ شرکت انتخاب شد. شرکت‌های دارای محدودیت از قرار ۶۰۳۲ سال-شرکت شناسایی شد. شناسایی محدودیت‌های مالی شرکت‌ها به صورت فصلی به پیروی از پژوهش بخردی‌نسب (۱۳۹۳) و بخردی‌نسب (۱۳۹۹) بر اساس پنج شاخص اهرم خالص، جریان‌تقدی‌آزاد، جریان‌تقدی‌عملیاتی، اندازه و عمر شرکت، سودتقسیمی و یک شاخص تجمعی تحت عنوان امتیاز محدودیت که بر گرفته از پنج معیار پیش گفته است، انجام شد. روش اجرای پژوهش مبتنی بر داده‌های تابلویی برای آزمون فرضیه اول و دوم و داده‌های مقطعی برای آزمون فرضیه سوم است. شواهد پژوهش حاکی از آن است که رقابت در بازار محصولات، تصمیم‌های مهم بنیادی شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار داده است و وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب به عنوان عامل محرکی در بین مدیران، منجر به بالا بردن ارزش نگهداشت وجه نقد خواهد شد. ولی هنگامی که شرکت‌ها در بازار با تهدیدات و رفتارهای تهاجمی شرکت‌های رقیب مواجه شوند، ارزش نگهداشت وجه نقد کاهش یافته ولی در بین شرکت‌هایی که دارای محدودیت‌های مالی هستند، وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب، منجر به کاهش ارزش نگهداشت وجه نقد می‌شود.

**واژه‌های کلیدی:** وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رقابت در بازار محصولات، ارزش سطح نگهداشت وجه نقد، محدودیت‌های مالی، تهدیدات و رفتارهای تهاجمی بازار محصولات.

**طبقه‌بندی JEL:** G32, G34, L7.

\* نویسنده مسئول: فاطمه ژولانژاد

E-mail: jolanejad1022@gmail.com

\*Corresponding Author: Fatemeh Zholanezhad

## ۱- مقدمه

رقابت<sup>۱</sup> 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 تعیین کننده در سرنوشت سازمان‌ها و مؤسسات تجاری است (صدر، ۱۳۷۸). جریان آزاد و کامل اطلاعات، محوری برای اقتصاد مدرن می‌باشد. در دسترس بودن اطلاعات کامل درباره بازار همچنین از شرایط اولیه بازار رقابت کامل طبق نظریه آدام اسمیت<sup>۲</sup> می‌باشد. به عقیده نئوکلاسیک‌ها اگر در بازاری، فروشندگان بسیار با خریداران متعددی معامله کنند و هرکس از قیمت‌هایی که دیگران بر اساس آن خرید و فروش می‌کنند، به‌خوبی آگاه باشند می‌توان گفت رقابت وجود دارد (قربانی و همکاران، ۱۳۹۲). از طرفی امروزه سازمان‌ها در حال گذار از عصر صنعتی به عصر اطلاعات بوده و اطلاعات به‌عنوان یک منبع استراتژیک برای هر سازمانی درآمده است. داشتن و یا دستیابی به اطلاعات کامل، مربوط و به‌هنگام می‌تواند به‌عنوان یک مزیت رقابتی هر بنگاه اقتصادی قرار گیرد. داشتن اطلاعات مفید برای هر سازمانی ضروری است، به‌طوری که امروزه انواع سیستم‌های مدیریت اطلاعات همچون سیستم‌های اطلاعات مدیریت<sup>۳</sup> با بکارگیری فن‌آوری اطلاعات، سازمان را در کسب مزیت‌های رقابتی کمک نموده، یا ضعف‌های رقابتی آن را کاهش داده و دستیابی به سایر اهداف استراتژیک سازمان را تسهیل می‌کند. مسئله اصلی مطالعه حاضر پیرامون بررسی اثر وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری با شرکت‌های رقیب و ارزش نگهداشت وجه نقد در بازار محصولات است. همچنین نقش تعدیل‌گر تهدیدات رقیب و رفتارهای تهاجمی در بازار بر ارتباط بین وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری با شرکت‌های رقیب و ارزش بازار سهام در شرکت‌هایی با محدودیت مالی نسبت به کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است. به-عبارتی پژوهش حاضر درصدد است تا به بررسی این موضوع بپردازد که آیا با افزایش رقابت و تهدیدات و رفتارهای تهاجمی در بازار محصولات، ارزش‌گذاری نگهداشت وجه نقد توسط فعالان بازار تغییر می‌کند و این تغییرات چه نقشی در وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری ایفا می‌کند. ادامه پژوهش در چند بخش ساماندهی شده است. نخست به بررسی مبانی

نظری پژوهش و پیشینه در قالب ادبیات موضوع و توسعه فرضیه‌ها و پیشینه پژوهش پرداخته شده است. سپس در بخش بعدی به روش پژوهش پرداخته شده که در این بخش الگوی پژوهش، متغیرها، روش اجرا، جامعه و نمونه آماری و همچنین شرکت‌های دارای محدودیت مالی شناسایی شده است. در بخش تجزیه و تحلیل داده‌ها به بررسی تطبیقی نتایج برآزش وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و ارزش بازار کلیه شرکت‌ها در مقابل نتایج تخمین وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و ارزش بازار شرکت‌های دارای محدودیت مالی در قالب یافته‌های پژوهش پرداخته شده است. در پایان به بحث و نتیجه‌گیری پرداخته شده است.

## ۲- ادبیات موضوع و توسعه فرضیه‌ها

یکی از مسائل مهم امروزی در تجزیه و تحلیل اطلاعات مالی شرکت‌ها بحث فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت است. فرصت سرمایه‌گذاری در تصمیم‌گیری نسبت به سرمایه‌گذاری در دیگر شرکت‌ها یک عامل بسیار مهم و حیاتی است. فرصت سرمایه‌گذاری نشان دهنده استعداد بالقوه شرکت در سرمایه‌گذاری و در طی مراحل مختلف چرخه عمر متفاوت است و شرکتی که از انعطاف‌پذیری بالایی برای استفاده از این فرصت‌ها برخوردار باشد، چشم‌انداز روشنی از آینده آن متصور است. همچنین همه شرکت‌ها به نوعی دارای ثروتی هستند، که ناشی از ارائه خدمات آنان در بازار کار است و در بیشتر مواقع تصمیم‌گیری‌هایی را درباره سرمایه‌گذاری خود انجام می‌دهند و به دنبال حداکثر کردن بازده پس‌انداز خود از مسیر سرمایه‌گذاری می‌باشند (چی و سو، ۲۰۱۳). بنابراین هر گونه اطلاعاتی که با استفاده از آن بتوان میزان رشد شرکت را پیش-بینی نمود، مورد توجه سهامداران قرار می‌گیرد. همچنین سرمایه‌گذاران نیز به دنبال حداکثر کردن ثروت خود هستند. این اقدام جز با فرصت‌های سرمایه‌گذاری ایجاد شده توسط شرکت میسر نخواهد شد. چرا که حداکثر کردن ثروت مگر با شناسایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت تحقق نمی‌یابد. در واقع شناسایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری که موجب رشد و حداکثر شدن ثروت شرکت خواهد شد، با استفاده از دانش مالی تحقق می‌یابد. تحلیلگران مالی با توجه به دانشی که دارند، با تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی شرکت، وضعیت آن را مورد بررسی قرار می‌دهند. غافل از آنکه شرکت‌های رقیب درصدد پیشی گرفتن از استراتژی‌های شرکت می‌باشند.

1. Competition
2. Adam Smith
3. Management Information System

یک از انگیزه‌های فوق بسته به موقعیت شرکت‌ها و شرایط حاکم بر بازار سرمایه و بازار محصول، آن‌ها را به نگهداری مبالغ بیشتر یا کمتر وجه نقد بر می‌انگیزد (وکیلی فرد و سروش-یار، ۱۳۹۱). توجه هم‌زمان به موارد مذکور ایجاد نوعی تعادل و تعیین سطح بهینه نگهداشت وجه نقد را ضروری می‌سازد. نگهداری بیشتر و یا کمتر از سطح بهینه وجه نقد تأثیری منفی بر واکنش بازار سرمایه خواهد داشت.

### ارتباط وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و ارزش نگهداشت وجه نقد

مادامی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری برای شرکت‌ها سودآور است، ارزش نگهداشت وجه نقد برای شرکت افزایش می‌یابد. ولی هنگامی که شرکت‌های رقیب، فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت را در خطر می‌اندازند، ارزش نگهداشت وجه نقد دچار نوسان خواهد شد. چی و سو (۲۰۱۳) بیان می‌دارند، هنگامی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت به واسطه حضور شرکت‌های رقیب در بازار محصولات در خطر باشد، ارزش نگهداشت وجه نقد کاهش می‌یابد و مدیران به دلیل رفتارهای تهاجمی رقیب آن را بین صاحبان سهام تقسیم می‌نمایند. این در حالی است که شرکت به دلیل وجود محدودیت‌های مالی به نقدینگی و نگهداشت آن در شرکت نیاز داشته ولی رفتار رقیب اجاب می‌نماید تا وجه نقد تقسیم شود. ساده انگاشتن این تغییرات به منزله عقب ماندگی و عدم موفقیت در صحنه رقابت امروزی می‌باشد و بیش از حد گمراه کننده و تضعیف کننده است. آنچه باعث موفقیت می‌گردد، استفاده بهینه از فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود، با در نظر گرفتن رفتار رقیب است که جهت این امر می‌بایست عوامل موثر بر رفتار رقیب نظیر افزایش تهدیدات و رفتارهای تهاجمی بازار رقیب شناسایی شود. لذا انتظار می‌رود که با افزایش وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و سطح نگهداشت وجه نقد، ارزش بازار سهام افزایش یابد. بر این اساس فرضیه اول پژوهش به شرح زیر تبیین شد.

**فرضیه اول:** وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و نگهداشت وجه نقد، ارزش بازار سهام شرکت را افزایش می‌دهد.

**وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و ارزش نگهداشت با افزایش**

سازمان‌ها در معنای وسیع، از شالوده‌های اصلی اجتماع کنونی‌اند و مدیریت مهم‌ترین عامل در حیات، رشد، بالندگی و یا مرگ سازمان‌ها است. مدیریت، روند حرکت از وضع موجود به سوی وضعیت مطلوب را هدایت می‌کند و در هر لحظه، برای ایجاد آینده‌ای بهتر در تکاپو است. چگونگی به‌کارگرفتن منابع شرکت و به‌ویژه وجوه داخلی، تصمیمی مهم در تضاد بین سهام‌داران و مدیران است. مدیران با انتخاب ترکیب مناسبی از دارایی‌ها و بدهی‌ها سعی دارند تا با هدف فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت دست یابند. تصمیم‌گیری مدیران مبنی بر توزیع وجه نقد بین سهام‌داران یا عدم توزیع وجه نقد و نگهداری وجه نقد را بر اساس منافع و مخارج، تصمیم‌های نگهداشت وجه نقد گویند. نگهداشت وجه نقد با توجه به ماهیت سیال بودن آن می‌تواند نقشی راهبردی در حصول اطمینان از توانایی شرکت‌ها در شرایط عدم اطمینانی بازار داشته باشد. همچنین بررسی رفتارهای مدیران با لحاظ میزان شدت رقابت در بازار محصول می‌تواند به سرمایه‌گذاران در ارزیابی عملکرد آتی شرکت‌ها کمک کند. شرکت‌های دارای محصولاتی با بازار رقابتی در صورت داشتن توازن نقدینگی بالاتر، توانایی بیشتری در افزایش سهم بازار، رشد فروش و ایجاد عملکرد بهتر دارند. از این‌رو بازار ارزش بیشتری برای نگهداشت وجه نقد لحاظ می‌کند. همچنین بسیاری از شرکت‌ها با مشکلات متعددی در حوزه‌های تأمین مالی، نگهداری، تخصیص و کنترل وجوه نقد مواجه بوده و به دلیل کمبود یا عدم دسترسی به موقع و یا محدودیت‌های مالی، هزینه‌های زیادی را متحمل می‌شوند. از این رو وجه نقد به عنوان یک دارایی جاری جایگاه حساسی در ترازنامه شرکت‌ها داشته که نیازمند مدیریت کارا می‌باشد. وجه نقد به عنوان یکی از مهم‌ترین اجزای سرمایه در گردش به دلیل دارا بودن ویژگی‌هایی منحصر به فرد همواره مورد توجه مدیران قرار داشته است. به‌طور کلی انگیزه‌های نگهداشت وجه نقد را می‌توان به سه گروه تقسیم نمود: ۱) انگیزه هزینه معاملات، ۲) انگیزه احتیاطی و ۳) انگیزه سفته‌بازی. انگیزه هزینه معاملات با هزینه تبدیل سایر دارایی‌ها به نقد و یا هزینه تأمین مالی از محل منابع خارجی مرتبط است. انگیزه احتیاطی به نگهداری مقداری دارایی نقدی به‌منظور مواجهه با نوسانات غیرمنتظره در وجه نقد اشاره دارد و در نهایت نگهداری میزانی وجه نقد به منظور استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور در راستای انگیزه سفته‌بازی صورت می‌گیرد (شاه، ۲۰۱۱). هر

### تهدیدات و رفتارهای تهاجمی بازار رقبا

بازار رقابت محصولات، مدیریت را به بهبود عملکرد مالی و اتخاذ بهترین تصمیم‌های آتی وادار می‌کند (چو و همکاران<sup>۱</sup>)، (۲۰۱۱). زیرا رقابت به‌عنوان یک پدیده ذاتی یک عامل مهم و تعیین کننده در سرنوشت سازمان است (صدر، ۱۳۷۸). پس درک این مطلب که افزایش رقابت در بازار محصولات چگونه بر ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها تاثیرگذار است، از اهمیت بالایی برخوردار خواهد بود و می‌تواند به سرمایه‌گذاران در ارزیابی نگهداشت وجه نقد با توجه به ماهیت رقابت در بازار محصولات کمک نماید. پژوهش‌های متعددی استدلال کرده‌اند که رقابت در بازار محصول، نیرویی قدرتمند برای غلبه بر مشکلات نمایندگی بین سهامداران و مدیران است (آلچن<sup>۲</sup>، ۱۹۵۰؛ هارت<sup>۳</sup>، ۱۹۸۳؛ اشمیت<sup>۴</sup>، ۱۹۹۷). از این رو رقبای شرکت در بازار تمایل دارند شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری هستند را با استفاده از رفتارهای تهاجمی از بازار بیرون نمایند. راهبردهای اتخاذی رقبا در قالب تهدیدات و رفتارهای تهاجمی بازار رقبا، سیاست افزایش تولید و کاهش قیمت است (قربانی و همکاران، ۱۳۹۲). البته شلیفر و ویشنی<sup>۵</sup> (۱۹۹۷) معتقدند که رقابت در بازار محصول، به احتمال بسیار زیاد قوی‌ترین نیرویی است که اقتصاد را در جهان به سمت کارایی هدایت می‌کند. پس شرکت‌ها هم باید در اقدامی مشابه سیاست‌های تهاجمی اتخاذ نموده و جهت حل مشکلات رفتارهای تهاجمی بازار رقبا نیازمند راهکارهای مناسب جهت استفاده بهتر از فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌باشند. عدم بکارگیری راهکارهای مناسب جهت استفاده بهتر از فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرایطی که تهدیدات و رفتارهای تهاجمی رقبا در بازار رخنه کرده است، منجر به محدودیت در تامین مالی خواهد شد. زیرا شرکت‌هایی که خوب مدیریت می‌شوند، بازار را از شرکت‌هایی که مدیریت ضعیف دارند می‌گیرند (چو و همکاران، ۲۰۱۱). لذا انتظار می‌رود که تأثیر وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب بر ارزش بازار سهام با افزایش تهدیدات و رفتارهای تهاجمی بازار رقبا، کاهش یابد. بر این اساس فرضیه دوم پژوهش به شرح زیر تبیین شد.

**فرضیه دوم:** تأثیر وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب بر ارزش بازار سهام شرکت با

افزایش تهدیدات و رفتارهای تهاجمی بازار رقبا، کاهش می‌یابد.

### وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و سطح نگهداشت وجه نقد و محدودیت تأمین مالی

با توجه به محدودیت منابع، علاوه بر مسئله فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت، در نظر گرفتن محدودیت تأمین مالی و کاهش ارزش نگهداشت وجه نقد از جمله مسائل بسیار با اهمیت می‌باشد. از طرفی طی دهه‌های گذشته، تغییرات زیادی در سیاست‌های نگهداری وجه نقد شرکت‌ها به وجود آمده است. برخی پژوهشگران نظیر فریرا و ویلی<sup>۶</sup> (۲۰۰۴) با طرح مسائلی، همچون کاهش احتمال آشفتنگی و فشارهای مالی که ممکن است به دنبال سیاست‌های حداکثرنمایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت و یا احتمال وجود محدودیت‌های تأمین مالی به وجود آید، معتقدند که نگهداری وجه نقد در شرکت‌ها باید افزایش یابد. چی و سو<sup>۷</sup> (۲۰۱۳) بیان می‌کنند، از آنجایی که رفتارهای تهاجمی رقبا در بازار محصول می‌تواند منجر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد شرکت‌ها گردد، لذا ارزش نهایی وجه نقد ذخیره شده برای شرکت‌هایی با بازار رقابتی محصول با توجه به فرصت‌های سرمایه‌گذاری، افزایش می‌یابد. نظریه دارایی‌های بلند مدت بیان می‌کند که تهدید تهاجمی شرکت را مجبور به افزایش انعطاف‌پذیری مالی می‌کند. به عنوان مثال، پژوهش بولتون و اسپچرفستش<sup>۷</sup> (۱۹۹۰) نشان می‌دهد که شرکت با محدودیت‌های مالی، که درصدد رفع مشکلات سازمان خود می‌باشد، باید برای کاهش این تهدید تهاجمی، به کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری خود در راستای عملکرد شرکت بپردازد. بولتون و اسپچرفستش (۱۹۹۰) استدلال می‌کنند یکی از راه‌های کاهش این حساسیت، جمع‌آوری وجوه نقد داخلی است. همچنین در شرایط وجود محدودیت در تأمین مالی، شرکت ناچار به نگهداری وجوه نقد بیشتر شده تا بتواند در مواقع عدم دسترسی به منابع خارجی از وجوه نقد موجود در شرکت استفاده نماید (چی و سو، ۲۰۱۳). از این رو به نظر می‌رسد بازار این اقدام شرکت را منطقی تشخیص داده و واکنش منفی کمتری به نگهداری مقادیر زیاد وجه نقد نشان دهد (وکیلی فرد و سروش‌یار، ۱۳۹۱).

در بازار محصولات، محدودیت مالی یک شرکت ممکن است ناشی از تهدیدات رقابتی از سوی رقبای قوی که دارای استراتژی‌های تهاجمی هستند (مانند قیمت فوق العاده کم یا

1. Cho et al.
2. Alchian
3. Hart
4. Schmidt
5. Shleifer & Vishny

6. Ferreira & Vilela  
7. Bolton & Scharfstein

تنگ و لی<sup>۷</sup> (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی تاثیر مستقیم و حاکمیتی کیفیت افشای اطلاعات مالی بر رقابت بازار محصولات پرداخته اند. براساس نمونه‌ای از شرکت‌های بورسی شتن چین به شواهدی دست یافتند که بر این اساس رقابت بازار محصول در قالب دو اثر مستقیم و حاکمیتی کیفیت افشای اطلاعات مالی را تحت تاثیر قرار می‌دهد. در حالت مستقیم، کیفیت افشای اطلاعات در سطوح رقابت بسیار بالا و بسیار پایین به عالی‌ترین حد خود رسیده و سطح متوسطی از رقابت کاهش کیفیت افشا را به دنبال خواهد داشت. اثر حاکمیتی رقابت نیز به تأثیر آن بر افزایش نقش هیئت‌مدیره در ارتقای سطح افشای اطلاعات اشاره دارد.

لین و وی<sup>۸</sup> (۲۰۱۴) در تحقیقی به این نتیجه رسیدند که تمایل شرکت‌ها برای افشای داوطلبانه اطلاعات با افزایش رقابت در بازار محصول، کاهش می‌یابد. همچنین، نتایج آنها نشان داد، این رابطه منفی رقابت با کیفیت افشا برای شرکت‌هایی با انگیزه‌های قوی در بازار سرمایه شدت خواهد یافت. به عبارت دیگر، رقابت بازار محصول و انگیزه‌های بازار سرمایه نقش جالب توجهی در شکل‌گیری محیط اطلاعاتی شرکت‌ها ایفا می‌کنند.

چی و سو<sup>۹</sup> (۲۰۱۳) تاثیر رقابت بازار محصولات و ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت را مورد مطالعه قرار دادند. دوره زمانی تحقیق ۱۹۹۷ الی ۲۰۰۸ می‌باشد. نتایج تحقیق آنها نشان می‌دهد که ارزش نهایی ذخیره وجه نقد برای شرکت‌هایی با ریسک تصاحب بالاتر، به مقدار قابل توجهی افزایش می‌یابد و این تاثیر برای شرکت‌هایی با محدودیت مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالاتر، بیشتر است.

آلیموو<sup>۹</sup> (۲۰۱۳) به بررسی تأثیر ساختار بازار رقابتی محصول بر ارزش نگهداشت وجه نقد توسط شرکت‌ها پرداخت. نتایج تحقیق وی نشان می‌دهد که با افزایش رقابت در بازار محصول، ارزش ذخیره وجه نقد افزایش می‌یابد و سرمایه‌گذاران شرکت‌ها ارزش قابل توجهی به منابع نقد شرکت‌ها با افزایش رقابت در بازار محصول می‌دهند.

اسکابن و وان<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۳) به بررسی اثر رقابت در بازار محصول بر ارتباط بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت پرداختند. نمونه مورد بررسی آن‌ها مشتمل بر شرکت‌های

اشباع بازار از طریق تبلیغات) باشد (تلسر<sup>۱</sup>، ۱۹۶۶، بولتون و اسپارفستش، ۱۹۹۰). تحت این استراتژی، محدودیت‌های مالی شرکت ممکن است باعث کاهش جریان نقدی و کاهش توانایی در جهت تصرف فرصت‌های سرمایه‌گذاری باشد. این موضوع در بلندمدت، باعث کاهش سهم بازار و یا حتی از دست دادن بازار شود (چی و سو، ۲۰۱۳). مک‌کی و فیلیپس<sup>۲</sup> (۲۰۰۵)، هوشنار و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۷) و ژو<sup>۴</sup> (۲۰۱۱) دریافته‌اند که ماهیت رقابت در بازار محصول گزینه‌های تامین مالی و سرمایه‌گذاری و همچنین جریان‌های نقدی شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار داده است. همچنین مطالعات اخیر از جمله پژوهش هو و رابینسون<sup>۵</sup> (۲۰۰۶) نشان دادند که رقابت تاثیر با اهمیتی بر ارزیابی ریسک و ارزش بازار این جریان‌های نقدی دارد (چی و سو، ۲۰۱۳). اما تاکنون در ایران پژوهشگران پیامدها و اثرات رقابت را در قیمت‌گذاری سیاست‌های مهم شرکت‌ها از جمله مدیریت وجه نقد نادیده گرفته‌اند. همچنین محدودیت‌های مالی ممکن است باعث کاهش جریان‌های نقدی و کاهش توانایی در جهت تصرف فرصت‌های سرمایه‌گذاری گردد که چی و سو (۲۰۱۳) در این خصوص معتقدند این موضوع در بلندمدت، باعث کاهش سهم بازار و یا حتی از دست دادن بازار شود. لذا انتظار می‌رود که تأثیر وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب بر ارزش نگهداشت وجه نقد با افزایش محدودیت مالی، کاهش یابد. بر این اساس فرضیه سوم پژوهش به شرح زیر تبیین شد.

**فرضیه سوم:** تأثیر وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و نگهداشت وجه نقد بر ارزش بازار شرکت با افزایش محدودیت مالی، کاهش می‌یابد.

### ۳- پیشینه پژوهش

بخردی‌نسب و شفیع<sup>۶</sup> (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی تأثیر اقلام تعهدی بر محدودیت مالی پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش نشان داد که شرکت‌های محدود مالی که از فروصت‌های سرمایه‌گذاری خوبی برخوردارند، استفاده اقلام تعهدی اختیاری در آنها توسط مدیریت، در مقایسه با شرکت‌هایی که از فرصت‌های سرمایه‌گذاری خوبی برخوردار نیستند، بالاتر است.

1. Telser
2. MacKay & Phillips.
3. Haushalter et al.
4. Xu.
5. Hou & Robinson.
6. Bekharadi Nasab & Shafii

7. Teng & Li

8. Lin & Wei

9. Alimov

10. Schoubben & Van Hulle.

اساس مدل سه عاملی فاما و فرنچ با در نظر گرفتن روند حرکت قیمت سهام پرداخته‌اند. شواهد پژوهش حاکی از آن است که ارقام تعهدی اختیاری بر محدودیت مالی تأثیر معکوس ولی ارقام تعهدی غیر اختیاری بر محدودیت مالی بدون تأثیر است. از دیگر نتایج پژوهش، نقش منفی بکارگیری ارقام تعهدی در شرایط بحرانی بر بازده اضافی سهام با در نظر گرفتن روند حرکت قیمت سهام بر اساس مدل سه عاملی فاما و فرنچ است. در واقع شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران که دارای محدودیت‌های مالی هستند، نمی‌توانند از ارقام تعهدی غیر اختیاری جهت نشان دادن جنبه‌های مثبت فعالیت خود استفاده کنند و در استفاده از این مورد محدود می‌شوند. ولی شرکت‌هایی که از ارقام تعهدی اختیاری در راستای علامت‌دهی جنبه‌های مثبت فعالیت خود به بازار استفاده می‌کنند، افت قیمت سهام ناشی از بحران مالی را جبران و در بازه زمانی کوتاه‌مدت بازده سهام خود را در مدت کوتاهی افزایش می‌دهند.

بخردی نسب و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی نقش رقابت و راهبری شرکتی بر سرعت تعدیل اهرم مالی در بازار سرمایه پرداختند. در این پژوهش نخست شرکت‌ها بر اساس شاخص هرفیندال-هیرشمن به دو گروه کلی (شرکت‌هایی با رقابت زیاد و کم) و سپس هر یک از این دو گروه بر اساس شاخص راهبری شرکتی، به دو گروه فرعی (راهبری شرکتی قوی و ضعیف) تقسیم شدند. پس از آن، سرعت تعدیل اهرم مالی در هر چهار پرتفوی برآزش و نتایج تخمین با یکدیگر مقایسه شد. نتایج حاکی از آن است که شرکت‌های مورد بررسی در هر چهار پرتفوی با سرعت‌های مختلفی به سمت اهرم‌های هدفشان حرکت می‌کنند. ولی هزینه‌های این تعدیل به مدیران اجازه نداده تا در شرایطی که بازار رقابتی است، نسبت اهرم مالی شرکت را تغییر دهند. تأخیر در سرعت تعدیل اهرم مالی و تأخیر در تغییر به موقع اهرم مالی به مدیریت ضربه وارد کرده است. در واقع، رقابت در بازار باعث تشدید مشکل ضعف مدیریتی شرکت‌ها شده است.

ژولانژاد و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی به ارزیابی ارتباط گزارشگری مالی با کیفیت بر محدودیت‌های اعمال شده در سیاست تقسیم سود بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری با استفاده از الگوی تحلیل پوششی داده‌ها پرداختند. در این پژوهش، جهت سنجش تصمیم‌های سرمایه‌گذاری از مدل الگوی تحلیل پوششی داده‌ها استفاده شده است. نتایج این پژوهش نشان دادید که وجوه نقد بر گزارشگری مالی تاثیرگذار است و کیفیت گزارشگری مالی نیز بر سیاست‌های تقسیم سود

بورسی ۱۴ کشور اروپا غربی است. نتایج تحقیق آنها حاکی از تاثیر قوی رقابت در بازار محصول بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت هاست.

چئونگ<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) به بررسی تأثیر همزمان بازار رقابتی محصول بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و تامین مالی شرکت‌ها طی دوره زمانی ۱۹۹۶ الی ۲۰۰۸ پرداخت. نتایج تحقیق وی نشان می‌دهد که افزایش رقابت در بازار محصول منجر به کاهش در ذخیره وجه نقد و افزایش در تامین مالی خارجی شرکت‌ها و تحصیل دارایی‌ها می‌گردد.

فیلیپاتوس<sup>۲</sup> (۲۰۰۲) به بررسی مدل اقتصادی رابطه بین رقابت در بازار محصول و میزان سودآوری صنایع تولیدی فلزات مختلف در آمریکا پرداخت. وی دریافت که رابطه معناداری بین رقابت در بازار محصول و سودآوری شرکت‌ها وجود دارد. همچنین، نتایج پژوهش، حاکی از این بود که رقابت در بازار محصول در صنایع مختلف، متفاوت است.

برندر و لوپس<sup>۳</sup> (۱۹۸۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر رقابت بازار محصول بر تصمیم‌های مالی شرکت‌ها پرداخته و دریافتند که بین رقابت بازار محصول و تصمیمات مالی شرکت‌ها ارتباط معناداری وجود دارد. با فرض وجود انحصار چندجانبه در بازار که در آن تصمیمات مالی و تولیدی در پی هم گرفته می‌شوند، آن‌ها نشان دادند که مسئولیت محدود شرکت ممکن است منجر به این شود که شرکت مقروض دست به اجرای سیاست جسورانه تولید برای کسب بازده بیشتر بزند و از آنجایی که شرکت‌ها تمایل دارند که با استفاده از ساختار مالی‌شان، بازار تولید را تحت تأثیر قرار دهند، این موضوع می‌تواند شاخص جدیدی برای تعیین نسبت بدهی سرمایه ارائه کند.

بخردی نسب (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی تاثیر ارقام تعهدی بر محدودیت مالی پرداخته است. شواهد مطالعه حاضر حاکی از آن است که علامت‌دهی ارقام تعهدی اختیاری به بازار توسط مدیران، منجر به کاهش محدودیت‌های مالی شرکت‌ها خواهد شد. به عبارتی استفاده مدیران از ارقام تعهدی اختیاری، منجر به کاهش محدودیت‌های مالی در بازار بورس تهران خواهد شد. ولی در مقابل استفاده مدیران از ارقام تعهدی غیراختیاری، منجر به کاهش محدودیت‌های مالی در بازار نشده و علامت‌دهی ارقام تعهدی غیراختیاری به بازار توسط مدیران، منجر به کاهش محدودیت‌های مالی شرکت‌ها نخواهد شد.

بخردی نسب و ژولانژاد (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی تأثیر ارقام تعهدی بر محدودیت مالی در شرایط بحرانی بر

1. Cheung  
2. Philipatos  
3. Brander & Lewis.

و معناداری بین رقابت در بازار محصول و ساختار سرمایه شرکت‌ها وجود دارد. اما در حالت استفاده از شاخص نسبت تمرکز ۴ بنگاه، شواهدی دال بر رابطه معنادار بین رقابت در بازار محصول و ساختار سرمایه شرکت‌ها یافت نشد. از دیگر نتایج این پژوهش وجود رابطه غیر خطی و از نوع درجه سه، بین شاخص Q توبین و ساختار سرمایه است.

بخشی و لطفی (۱۳۸۲) طی یک مطالعه موردی با اندازه-گیری نسبت تمرکز بازار در صنعت سیمان ایران طی دو سال ۱۳۸۱ و ۱۳۷۴ و با استفاده از دو شاخص نسبت تمرکز و شاخص هرفیندال-هیرشمن نشان داد که تمرکز بالایی در صنعت سیمان ایران وجود دارد و علی‌رغم افزایش تعداد کارخانجات تولید سیمان و افزایش ظرفیت تولید سیمان کشور در طول مدت مورد بررسی، تمرکز در صنعت سیمان همچنان به نفع شرکت‌های بزرگ تداوم داشته است.

خدادادکاشی (۱۳۷۹) طی پژوهشی به اندازه‌گیری انحصار، رقابت و تمرکز در بازارهای صنعتی ایران طی سالهای ۱۳۶۷ الی ۱۳۷۳ پرداخته است. در این پژوهش رقابت و انحصار در بازارهای صنعتی ایران از محرک تمرکز مورد بررسی قرار گرفته‌اند. یافته‌های این پژوهش دلالت بر آن دارد که بازارهای صنعتی ایران به شدت متمرکز می‌باشند و سهم بالایی از ارزش ایجاد شده در بخش صنعت متعلق به بازارهای انحصاری است و به علاوه تعداد محدودی از کارخانه‌های صنعتی ایران بر درصد قابل توجهی از بازارهای صنعتی مسلط می‌باشند. همچنین محاسبه شاخص تمرکز برحسب متغیرهای مختلف دلالت بر آن دارد که در بخش صنعت ایران و به ویژه در صنایع متمرکز، بنگاههای بزرگ گرایش به کاربرد فن آوری سرمایه‌بر دارند.

#### ۴- روش پژوهش

در این بخش به بررسی الگوی پژوهش، متغیرها، روش اجرا و جامعه و نمونه آماری پرداخته شده است.

#### ۵- الگوی پژوهش

الگوی تحقق فرضیه‌های پژوهش به پیروی از پژوهش آلیموو (۲۰۱۳) و چی و سو (۲۰۱۳) و بر اساس مدل فالکندر و وانگ<sup>۱</sup> (۲۰۰۶) و پژوهش‌های بخردی‌نسب (۱۳۹۳) و بخردی‌نسب (۱۳۹۹) تصریح و به شرح رابطه (۱) تبیین شده است.

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تاثیرگذار است.

بخردی‌نسب (۱۳۹۳) در پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد خود به بررسی تاثیر اقلام تعهدی بر محدودیت مالی پرداخته است. این پژوهش شامل شش متغیر وابسته بوده که در هر بار فرضیه‌ها، متغیر مستقل بر یکی از این متغیرهای وابسته برآزش شد. نتیجه این پژوهش نشان داد که اقلام تعهدی اختیاری بر محدودیت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است. ولی اقلام تعهدی غیر اختیاری بر محدودیت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار نیست.

عظیمی و صباغ (۱۳۹۳) ارتباط سطح نگهداشت وجه نقد با ارزش شرکت را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق آنها نشان می‌دهد که نگهداشت وجه نقد ارتباط منفی با ارزش شرکت ندارد، اما نگهداشت وجه نقد اضافی با وجود سطح فعلی وجه نقد، ارتباط منفی با ارزش شرکت پیدا می‌کند. همچنین سهامداران در خصوص شرکت‌های اهرمی، توجه بسیار بالایی به نسبت‌های آنی و جاری می‌نمایند.

نمازی و رضایی (۱۳۹۲) به مطالعه ارتباط بین رقابت در بازار محصول و بازده سهام در ۷۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنها برای دستیابی به این هدف، شاخص هرفیندال-هیرشمن، شاخص لرنر و لرنر تعدیل شده را به عنوان معیارهای رقابت در نظر گرفتند که نتایج حاکی از آن است که بین شاخص هرفیندال-هیرشمن و بازده سهام رابطه‌ای منفی وجود دارد اما این رابطه معنادار نیست. افزون بر این بین شاخص لرنر و لرنر تعدیل شده با بازده سهام رابطه‌ای منفی معناداری وجود دارد. به طور کلی شواهد آن‌ها نشان می‌دهد که ساختار رقابتی بازار در بهبود بازده سهام شرکت‌ها نقش بسزایی ایفا می‌کند.

ستایش و کارگرفرد (۱۳۹۰) طی پژوهشی با عنوان بررسی تاثیر رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تاثیر شاخص‌های Q توبین و تمرکز (هرفیندال هیرشمن و نسبت تمرکز ۴ بنگاه)، به عنوان شاخص اندازه‌گیری رقابت در بازار محصول، بر نسبت بدهی ۸۶ شرکت مورد بررسی قرار دادند. نتیجه پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که رقابت در بازار محصول و ساختار سرمایه صنایع مختلف متفاوت از هم می‌باشد. همچنین در حالت استفاده از شاخص Q توبین و هرفیندال هیرشمن، رابطه مثبت

رابطه (۱)

$$\begin{aligned}
 Firm\ Value_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 Cash\ Holdings_{it} \\
 & + \alpha_2 IndBeta_{it} \\
 & + \alpha_3 IndBeta_{it} \\
 & * Cash\ Holdings_{it} \\
 & + \alpha_4 Invasion_{it} \\
 & + \alpha_5 IndBeta_{it} * Invasion_{it} \\
 & + \alpha_6 Operating\ Earning_{it} \\
 & + \alpha_7 NonCash\ Assets_{it} \\
 & + \alpha_8 Financial\ Costs_{it} \\
 & + \alpha_9 Dividend\ Policy_{it} \\
 & + \alpha_{10} Leverage_{it} \\
 & + \alpha_{11} Financial_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

که در این رابطه :

Firm Value : ارزش شرکت

Cash Holdings : نگهداشت وجه نقد

IndBeta : وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری

Invasion : رفتار تهاجمی بازار محصولات و تهدیدات رقبا

Operating Earning : سود عملیاتی

NonCash Assets : دارایی‌های غیرنقد

Financial Costs : هزینه‌های مالی

Dividend Policy : سیاست تقسیم سود

Leverage : اهرم مالی

Financial : تامین مالی

ε : خطای مدل

جمع دارایی‌های غیرنقد شرکت، هزینه‌های مالی شرکت، سود تقسیمی شرکت، نسبت اهرمی و خالص تامین مالی از طریق بدهی و حقوق صاحبان سهام به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده‌اند. در ادامه نحوه سنجش هر کدام تشریح می‌گردد.

### متغیر مستقل

#### نگهداشت وجه نقد (Cash Holdings) : در چند دهه

اخیر مسأله مدیریت دارایی‌های جاری شرکت‌ها یکی از مهم‌ترین مباحث مطرح در ادبیات مالی است. وجود منابع مالی جهت انجام سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت و اداره امور شرکت‌ها و همچنین برای پاسخ‌گویی به نیازهای روزمره شرکت‌ها، بخش عمده‌ای از نگرانی‌های مدیران شرکت‌ها را تشکیل می‌دهد. در این پژوهش مشابه پژوهش ازکان و ازکان<sup>۱</sup> (۲۰۰۴) و پژوهش چی و سو (۲۰۱۳) از تغییرات نگهداشت وجه نقد شرکت که از مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت که براساس ارزش دفتری کل دارایی‌های ابتدای دوره تعدیل شده و همگن شده، به عنوان متغیر مستقل استفاده شده است.

### متغیرهای تعدیل‌گر

#### وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با

شرکت‌های رقیب (IndBeta) : وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب بر اساس شاخص‌های هرفیندال، هیرشمن، لرنر و نسبت کیوتوبین حاصل شده است. نتیجه این چهار شاخص بر اساس چارک-بندی برای کلیه شرکت‌ها مرتب‌سازی شده و شرکت‌هایی که در چارک بالایی قرار داشته و سهم بیشتری از رقابت را برخوردار بوده‌اند به عنوان شرکت‌هایی شناسایی شده‌اند که وابستگی متقابل با شرکت‌های رقیب از نظر فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارند. نحوه سنجش این چهار شاخص در ادامه بیان شده است.

#### ۱- شاخص هرفیندال-هیرشمن (HHI) : شاخص

هرفیندال و هیرشمن از حاصل جمع توان دوم سهم بازار کلیه بنگاه‌های فعال در صنعت به شرح رابطه (۲) محاسبه شده است.

رابطه (۲)

$$HHI = \sum_{i=1}^K S_i^2$$

### ۶- متغیرهای پژوهش

#### متغیر وابسته

#### ارزش شرکت (Firm Value) : متغیر وابسته الگوی

پژوهش ارزش شرکت می‌باشد. ارزش شرکت به پیروی از پژوهش چی و سو (۲۰۱۳) با استفاده از ارزش بازار حقوق صاحبان سهام سنجیده شده است. ارزش بازار حقوق صاحبان سهام از تعداد سهام ضربدر ارزش بازار هر سهم بدست می‌آید که جهت همگن‌سازی با سایر متغیرها از درصد تغییرات این متغیر برای شرکت  $i$  در سال  $t$  نسبت به سال  $t-1$  در مدل استفاده شده است.

#### متغیرهای توضیحی

در این مطالعه تغییرات نگهداشت وجه نقد شرکت به‌عنوان متغیر مستقل، وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و رفتار تهاجمی بازار محصولات و تهدیدات رقبا به عنوان متغیرهای تعدیلگر بر ارتباط بین ارزش شرکت و نگهداشت وجه نقد و متغیرهای سود عملیاتی شرکت،



این است که هزینه‌های نهایی قابل مشاهده نیستند. بنابراین، معمولاً پژوهشگران شاخص لرنر را به وسیله حاشیه قیمت-هزینه تخمین می‌زنند (بوث و ژو<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹). به پیروی از گاسپر و ماسا<sup>۳</sup> (۲۰۰۶)، کال و لون<sup>۴</sup> (۲۰۱۱) و بوث و ژو<sup>۵</sup> (۲۰۰۹)، شاخص لرنر بر حسب سود عملیاتی تقسیم بر فروش تعریف می‌شود. این شاخص به پیروی از شارما<sup>۶</sup> (۲۰۱۰) با استفاده از رابطه (۵) محاسبه شده است.

$$LI_{it} = \frac{(Sale_{it} - Cost_{it} - SG\&A_{it})}{Sale_{it}}$$

که در این رابطه :

LI : شاخص لرنر

Sale : فروش خالص

Cost : بهای تمام شده کالای فروش رفته

SG&A : هزینه‌های عمومی، اداری

**۴- شاخص لرنر تعدیل شده :** شاخص لرنر تعدیل شده معیار عوامل مختص شرکت نظیر تأثیر قدرت قیمت‌گذاری بازار محصول را از عوامل سطح صنعت تفکیک می‌کند. در این پژوهش مشابه پژوهش‌های شارما (۲۰۱۰)، پیرس<sup>۶</sup> (۲۰۱۰)، گاسپر و ماسا (۲۰۰۶) و نمازی و ابراهیمی (۱۳۹۱) از شاخص تعدیل شده شاخص لرنر به شرح رابطه (۶) استفاده شده است.

$$LI_{IA} = LI_i - \sum_{i=1}^N \omega_i LI_i$$

که در این رابطه :

LI<sub>IA</sub> : شاخص لرنر تعدیل شده بر مبنای صنعت

LI<sub>i</sub> : شاخص لرنر شرکت i

ω<sub>i</sub> : نسبت فروش شرکت i به کل فروش صنعت

میزان این شاخص‌ها نیز برای کلیه شرکت‌های رقیب در سطح هر سال مشخص می‌گردد. شرکت‌هایی که در صنعت با رقابت کمتری قرار دارند، در بازار قدرت بیشتری دارند. زیرا انتظار می‌رود که با بالا بردن قیمت‌ها سود بیشتری کسب کنند. بنابراین، شاخص رقابت بالاتر دلالت بر وجود رقابت کمتر در صنعت دارد. به عبارتی هر چه میزان شاخص رقابت بیشتر باشد رقابت در بازار کمتر است. در نتیجه، شرکت‌هایی با میزان شاخص بالا دارای رقابت کمتری در صنعت هستند.

K : تعداد بنگاه‌های فعال در بازار

S<sub>i</sub> : سهم بازار شرکت i که به شرح رابطه (۳) محاسبه شده است.

رابطه (۳)

$$S_i = \frac{X_j}{\sum_{i=1}^n X_j}$$

X<sub>j</sub> : فروش شرکت j

i : نوع صنعت

شاخص هرفیندال-هیرشمن، میزان تمرکز صنعت را اندازه‌گیری می‌کند. وجود تعداد زیادی بنگاه با سهم مساوی در بازار، این شاخص را به صفر نزدیک می‌کند و عدد ۱ بیانگر وجود انحصار کامل است (بخشی، ۱۳۸۲).

**۲- شاخص Q توبین :** توبین<sup>۱</sup> (۱۹۶۹) به منظور ارزیابی سودآوری پروژه‌های سرمایه‌گذاری، با ارائه شاخصی به نام Q توبین، پایه‌گذار معیار جدیدی در ارزیابی عملکرد شرکت‌ها گردید. استدلال توبین (۱۹۶۹) از این شاخص بدین صورت است که افزایش در ارزش بازار سهام بیانگر این است که شرکت در رقابت با سایر رقبای موفق بوده و باعث افزایش ارزش سهام آن گردیده است. شاخص Q توبین به شرح رابطه (۴) محاسبه شده است.

رابطه (۴)

$$TQ_{it} = \frac{BS_{it} + BD_{it}}{BA_{it}}$$

که در این رابطه :

TQ : شاخص Q توبین

BS : کل سهام به ارزش بازار

BD : کل بدهی به ارزش دفتری

BA : کل دارایی‌ها به ارزش دفتری

در بازارهای با رقابت کامل، نسبت Q توبین تمامی شرکت‌ها برابر با یک خواهد بود. انتظار بر این است که شرکت‌های دارای نسبت Q توبین بیشتر از یک، از مزیت رقابتی آن‌ها کاسته شود. یعنی، هر چه این شاخص بیشتر باشد، بیانگر تمرکز بیشتر و رقابت کمتر در صنعت است و برعکس.

**۳- شاخص لرنر:** شاخص لرنر برابر است با قیمت محصولات شرکت منهای هزینه‌های نهایی تولید. این شاخص به صورت مستقیم نشان‌دهنده ویژگی قدرت بازار، یعنی توانایی شرکت برای منظور کردن قیمتی بیشتر از هزینه نهایی است. چالش پیش‌روی استفاده از شاخص لرنر در پژوهش‌های تجربی

2. Booth & Zhou  
3. Gaspar & Massa  
4. Kale & Loon  
5. Sharma  
6. Peress

1. Tobin

بر این اساس شرکت‌های نمونه مبتنی بر این چهار شاخص چارک‌بندی شد و شرکتی که در هر سال از نظر این چهار شاخص در سطح بالایی از رقابت بود (چارک چهارم)، عدد یک اختصاص داده شده و به دیگر شرکت‌ها عدد صفر تعلق گرفته است.

### رفتار تهاجمی بازار محصولات و تهدیدات رقبا (Invasion): رفتار تهاجمی بازار محصولات و تهدیدات رقبا

یک متغیر مجازی می‌باشد. چنانچه بازده ماهانه سهام شرکت-های رقیب نسبت به بازده سهام در دیگر ماه‌های شرکت تفاوت فاحشی داشته باشد، ناشی از اتخاذ استراتژی‌های تهاجمی که نشان‌دهنده تهدیدی برای بازار می‌باشد. از این‌رو رفتار تهاجمی بازار محصولات و تهدیدات رقبا بر اساس بازده فوق‌العاده کم و اشباع بازار از طریق تبلیغات رقبا (شدت تبلیغات) سنجیده شده است. به بیان دیگر برای هر شرکت نمونه در صنعت، بازده ماهانه سهام شرکت‌های رقیب در نظر گرفته شده و چنانچه سهام دیگر شرکت‌ها یا شرکت‌های رقیب برای هر شرکت در صنعت تفاوت فاحشی داشته باشد، به عنوان وجود رفتار تهاجمی برای آن شرکت در صنعت مورد نظر شناسایی شده است. ملاک تفاوت فاحش وجود اختلاف دو برابری کمتر یا بیشتر بازده شرکت نسبت به میانه بازده ماهانه سهام شرکت-های رقیب می‌باشد. در نهایت چنانچه این تفاوت فاحش بیش از شش مرتبه در دوازده ماه سال تکرار شود و شرکت بیشتر اوقات سال را با تهدیدات رقبا مواجه شده باشند، عدد یک به آن شرکت اختصاص داده شده و در غیر این صورت عدد صفر تعلق می‌گیرد.

### متغیرهای کنترلی

**سود عملیاتی (Operating Earning):** سود عملیاتی از کسر سایر هزینه‌های عملیاتی از سود ناخالص بدست می‌آید که در مطالعه حاضر جهت همگن‌سازی تغییرات سود عملیاتی بر اساس ارزش دفتری دارایی‌های ابتدای دوره تعدیل شده است.

**دارایی‌های غیر نقد (NonCash Assets):** دارایی‌های غیرنقدی عبارت است از جمع دارایی‌ها به استثنای وجوه نقد و بانک که در مطالعه حاضر جهت همگن‌سازی تغییرات دارایی‌های غیرنقد بر اساس ارزش دفتری کل دارایی‌های ابتدای دوره تعدیل شده است.

**هزینه‌های مالی (Financial Costs):** هزینه‌های مالی عبارت است از بهره‌های پرداختی و هزینه‌های بانکی بابت تامین مالی که در مطالعه حاضر جهت همگن‌سازی تغییرات هزینه‌های مالی بر اساس ارزش دفتری کل دارایی‌های ابتدای

دوره تعدیل شده است.

**سیاست تقسیم سود (Dividend Policy):** سیاست تقسیم سود عبارت است از میزان سود تقسیمی شرکت که در مطالعه حاضر جهت همگن‌سازی تغییرات سود تقسیمی بر اساس ارزش دفتری دارایی‌های ابتدای دوره تعدیل شده است.

**اهرم مالی (Leverage):** اهرم مالی بر اساس نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی محاسبه شده است.

**تامین مالی (Financial):** تامین مالی از طریق خالص تامین مالی بدهی و حقوق صاحبان سهام بدست آمده که در مطالعه حاضر جهت همگن‌سازی خالص تامین مالی بر اساس ارزش دفتری کل دارایی‌های ابتدای دوره تعدیل شده است.

### ۷- روش اجرای پژوهش

جهت اجرای پژوهش از نرم افزار اقتصادسنجی ایویوز<sup>۱</sup> نسخه ۱۰ استفاده شده است. به منظور آزمون فرضیه اول، مدل پژوهش برازش شده و ضریب  $\alpha_3$  تفسیر می‌گردد. انتظار می‌رود این ضریب مثبت و معنادار باشد. به منظور آزمون فرضیه دوم انتظار می‌رود ضریب  $\alpha_4$  منفی و معنادار باشد. همچنین به منظور آزمون فرضیه سوم نخست شرکت‌ها بر اساس شرکت-های دارای محدودیت تامین مالی و فاقد محدودیت تامین مالی تفکیک و تقسیم شده و مدل پژوهش برای شرکت‌های دارای محدودیت تامین مالی برازش شده و ضریب  $\alpha_3$  تفسیر می‌گردد. انتظار می‌رود ضریب  $\alpha_3$  برای شرکت‌های دارای محدودیت تامین مالی مثبت و معنادار باشد. لازم به ذکر است که از مکانیسم‌های شش‌گانه محدودیت‌های مالی به پیروی از پژوهش‌های بخردی نسب (۱۳۹۳) و بخردی نسب (۱۳۹۹) به عنوان شاخصی جهت طبقه‌بندی شرکت‌های دارای محدودیت مالی و شرکت‌های فاقد محدودیت مالی استفاده شده است. به عبارتی در پژوهش حاضر، محدودیت‌های تامین مالی منجر شده تا نمونه آماری به دو دسته تقسیم شود. این پژوهش با استفاده از معیارهای تفکیک شده در پژوهش‌های بخردی نسب (۱۳۹۳) و بخردی نسب (۱۳۹۹) که شامل شش معیار اهرم خالص، جریان‌ات نقدی آزاد و عملیاتی و بطور خاص اندازه شرکت و عمر شرکت و سود تقسیمی که معیارهای سودمند و مفید برای تشخیص محدودیت‌های مالی می‌باشند، شرکت‌های دارای محدودیت مالی را شناسایی نموده است. نحوه سنجش این معیارها و تصمیم‌گیری در خصوص محدودیت مالی در

ادامه بیان شده است.

۱- شاخص  $SA$ : اولین معیار برای سنجش محدودیت در تامین مالی طبق شاخص  $SA$  می‌باشد.  $S$  مختصر لاتین واژه  $Size$  می‌باشد و در اصطلاحات مالی به معنی سایز و اندازه شرکت است، در مطالعات متعدد نمایانگر جنبه‌های مختلفی از شرکت است. از این رو شرکت‌هایی که از لحاظ اندازه در سطح وسیعی قرار دارند و ارزش دفتری داری‌ها یا فروش (معرف اندازه شرکت) بالایی دارند، پیش بینی می‌شود که فاقد محدودیت‌های مالی باشند.  $A$  مختصر لاتین  $Age$  می‌باشد و در اصطلاحات مالی به معنای سن و عمر شرکت می‌باشد. منطبق بر رابطه (۷) شاخص  $SA$  عبارت است از لگاریتم طبیعی ارزش دفتری داری‌ها و همچنین تعداد سال‌های فعالیت شرکت در بورس اوراق بهادار تهران که بر اساس دو متغیر اندازه شرکت و سن شرکت به شرح رابطه (۷) محاسبه می‌شود.

رابطه (۷)

$$SA_{it} = -0.737 * Size_{it} + 0.043 * Size_{it}^2 - 0.040 * Age_{it}$$

که در رابطه فوق:

$SIZE$ : اندازه شرکت  $i$  در دوره  $t$  که عبارت است از لگاریتم طبیعی جمع داری‌های شرکت.

$Age$ : سن شرکت  $i$  در دوره  $t$  که عبارت است از تعداد سال‌های فعالیت شرکت در بورس تهران.

در این پژوهش با استفاده از رابطه (۱) شرکت‌هایی که شاخص  $SA$  آن‌ها کمتر از ۳۰ درصد باشد به عنوان شرکت‌های فاقد محدودیت در تامین مالی و شرکت‌هایی که شاخص  $SA$  آن‌ها بالاتر از ۳۰ درصد است، به عنوان شرکت‌های دارای محدودیت در تامین مالی در نظر گرفته می‌شوند و به آن‌ها امتیاز یک داده شده است.

۲- شاخص **اهرم خالص**: دومین معیار در این پژوهش جهت سنجش محدودیت در تامین مالی، شاخص **اهرم خالص** است. شاخص **اهرم خالص** که توسط کیلان و زینگلز<sup>۱</sup> (۱۹۹۷) و هدلوک و پیرس<sup>۲</sup> (۲۰۱۰) مورد استفاده قرار گرفته شده به شرح رابطه (۸) می‌باشد.

رابطه (۸)

$$LEV_{it} = \frac{Debet Total_{it}}{Equity Total_{it}}$$

که در رابطه فوق:

$LEV$ : اهرم خالص  $i$  در دوره  $t$

$Total Debet$ : جمع خالص بدهی‌های شرکت  $i$  در دوره  $t$

$Equity Total_{it}$ : جمع حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در دوره  $t$

طبق رابطه (۳) شرکت‌های دارای خالص بدهی منفی فاقد محدودیت در تامین مالی و موارد دارای خالص بدهی مثبت دارای محدودیت در تامین مالی می‌باشند و به آن‌ها امتیاز یک داده شده است.

۳- شاخص **جریان نقد آزاد**: جهت محاسبه جریانات نقد آزاد هر شرکت وجه نقد حاصل از عملیات شرکت منهای میانگین هزینه سرمایه شرکت در سه سال گذشته می‌شود و سپس نتایج بر اساس جمع بدهی‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت درجه‌بندی می‌شوند. جریانات نقد آزاد منفی در عمل نشان‌دهنده این موضوع است که جریانات نقد داخلی شرکت برای پشتیبانی از سرمایه‌گذاری کافی نیست. جریانات نقد آزاد توسط دیجو و همکاران (۱۹۹۶) و هدلوک و پیرس (۲۰۱۰) به شرح رابطه (۹) سنجیده شده است:

رابطه (۹)

$$Free Cash Flows_{it} = \frac{CF_{it} - Mean Investment_{it-1}}{Debet Total_{it}}$$

که در رابطه فوق:

$CF$ : جریانات نقدی شرکت  $i$  در دوره  $t$

$Mean Investment$ : میانگین سرمایه‌گذاری شرکت  $i$  در دوره  $t-1$

$Debet Total$ : جمع خالص بدهی‌های شرکت  $i$  در دوره  $t$  در این حالت نیز شرکت‌های دارای جریانات نقد آزاد بیش از ۳۰ درصد به عنوان شرکت‌های فاقد محدودیت در تامین مالی و شرکت‌های دارای جریانات نقد آزاد کمتر از ۳۰ درصد به عنوان شرکت‌های دارای محدودیت در تامین مالی در نظر گرفته شده است و به آن‌ها امتیاز یک داده می‌شود.

۴- شاخص **جریان نقد عملیاتی**: بارث و همکاران<sup>۳</sup> (۱۹۹۹) از معیار جریان‌های نقد عملیاتی جهت سنجش محدودیت استفاده کردند. جریانات نقد عملیاتی در این حالت برابر با سود قبل از اقلام غیر مترقبه بعلاوه استهلاک است که بر اساس جمع ارزش اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات درجه‌بندی شده و به شرح رابطه (۱۰) می‌باشد.

3. Barth et al.

1. Kaplan & Zingales

2. Hadlock & Pierce

رابطه (۱۰)

$$\text{Operational Cash Flow}_{it} = \text{Earnings}_{it} + \text{Amortization}_{it}$$

که در رابطه فوق:

Ernings: سود قبل از اقلام غیر مترقبه شرکت  $i$  در دوره  $t$   
Amortization: استهلاک ارزش اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت  $i$  در دوره  $t$

برای جریانات نقد عملیاتی، شرکت‌هایی که شاخص آن‌ها بزرگتر از ۳۰ درصد باشد به عنوان شرکت‌های فاقد محدودیت در تامین مالی و آن‌هایی که کمتر از ۳۰ درصد باشند، به عنوان شرکت‌های دارای محدودیت در تامین در نظر گرفته شده‌اند و به آن‌ها امتیاز یک داده شده است.

**۵- شاخص پرداخت سود:** شاخص پرداخت سود، سود تقسیمی هر سهم در سال  $t$ ، بر سود هر سهم تقسیم می‌کند، یا سود تقسیمی را بر درآمد خالص یا سود خالص تقسیم می‌نماید. این نسبت نشان می‌دهد که تا چه اندازه می‌توان سود سهام را از محل سود پرداخت نمود. برای نسبت پرداخت سود، شرکت‌هایی که بالاتر از ۳۰ درصد سود تقسیم کرده‌اند دارای عدم محدودیت در تامین مالی و شرکت‌هایی که نسبت پرداخت سود آن‌ها کمتر از ۳۰ درصد است، دارای محدودیت در تامین مالی در نظر گرفته شده است و به آن‌ها امتیاز یک داده شده است. نحوه سنجش این متغیر به شرح رابطه (۱۱) می‌باشد.

رابطه (۱۱)

$$\text{Profit payment Rate}_{it} = \frac{\text{Dividend}_{it}}{\text{Net profit}_{it}}$$

که در رابطه فوق:

Dividend: سود تقسیمی شرکت  $i$  در دوره  $t$ Net profit: سود خالص شرکت  $i$  در دوره  $t$ 

**۶- شاخص امتیاز محدودیت:** ششمین معیار در نظر گرفته شده برای پژوهش حاضر شاخص تجمعی محدودیت تامین مالی است که در برگزیده سه معیار شرکتی و دو معیار دیگر است که عبارت از نسبت پرداخت سود (آلمیدا و همکاران، ۲۰۰۴؛ کامپلو و گراهام، ۲۰۱۳)، و جریانات نقد عملیاتی (فازاری و همکاران، ۱۹۸۸؛ هدلوک و پیرس، ۲۰۱۰) است. در نهایت امتیاز محدودیت با جمع زدن امتیازات برای هر شرکت در هر سال با استفاده از پنج معیار، معیار ششم محاسبه خواهد شد. برای تعیین معیار ششم، شرکت‌هایی که در هر سال امتیاز

آن‌ها حداقل برابر ۳ باشد، به عنوان شرکت‌های دارای محدودیت در تامین مالی در نظر گرفته می‌شوند و عدد یک به آن‌ها اختصاص داده می‌شود و شرکت‌هایی که امتیاز آن‌ها کمتر یا مساوی دو باشد به عنوان شرکت‌های فاقد محدودیت در تامین در نظر گرفته می‌شوند و عدد صفر تعلق می‌گیرند.

## ۸- جامعه آماری و حجم نمونه

جامعه آماری مورد نظر در این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۵ می‌باشد. همچنین معیار انتخاب نمونه بر اساس روش حذف نظام‌مند می‌باشد. به عبارتی شرکت‌های مورد بررسی بر اساس معیارهای زیر انتخاب می‌شوند.

۱. بدلیل همگنی بین دوره زمانی مورد بررسی سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد و در دوره زمانی مورد بررسی، تغییری در آن ایجاد نشده باشد.

۲. بدلیل انتخاب بازه زمانی از سال ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ شرکت‌های نمونه باید تا پایان اسفند ماه ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.

۳. به دلیل ماهیت متفاوت، جزء مؤسسه‌های مالی، سرمایه‌گذاری و بانک‌ها نباشد.

۴. اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۵ به طور کامل ارائه شده باشد.

با توجه به بررسی‌های انجام شده، تعداد ۱۱۳ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۵ حائز شرایط فوق بوده و مورد بررسی قرار گرفته است.

## شناسایی شرکت‌های دارای محدودیت مالی

نحوه گردآوری اطلاعات بدین گونه است که بعد از جمع‌آوری اطلاعات شرکت‌های مورد نظر، تعداد ۱۱۳ شرکت دارای اطلاعات فیلتر شده بر اساس شرایط حذف نظام‌مند انتخاب شدند. با در نظر گرفتن اینکه هدف سوم پژوهش که بررسی تاثیر وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر ارزش نگهداشت وجه نقد در سطح شرکت‌های دارای محدودیت مالی می‌باشد، شرکت‌های دارای محدودیت مالی باید شناسایی شوند. جهت شناسایی شرکت‌ها و بالا بودن حساسیت بحران‌های مالی طی فصول مختلف سال از داده‌های فصلی استفاده شده است. با توجه به اینکه جامعه آماری در ۵ سال مورد بررسی قرار گرفت و هر سال دارای ۴ فصل می‌باشد، لذا می‌توان گفت که هر شرکت دارای ۲۰ نمونه و در کل، تمامی شرکت‌های دارای محدودیت و فاقد محدودیت جمعاً ۲۲۶۰ نمونه در اختیار برای بررسی قرار می‌دهند. تعداد محدودیت‌های مورد بررسی ۶

جدول ۱. تعداد شرکت‌های نمونه

سال فصل	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵
بهار	۱۱۳ شرکت	۱۱۳ شرکت	۱۱۳ شرکت	۱۱۳ شرکت	۱۱۳ شرکت
تابستان	۱۱۳ شرکت	۱۱۳ شرکت	۱۱۳ شرکت	۱۱۳ شرکت	۱۱۳ شرکت
پاییز	۱۱۳ شرکت	۱۱۳ شرکت	۱۱۳ شرکت	۱۱۳ شرکت	۱۱۳ شرکت
زمستان	۱۱۳ شرکت	۱۱۳ شرکت	۱۱۳ شرکت	۱۱۳ شرکت	۱۱۳ شرکت
جمع کل شرکت‌های نمونه $20 \times 113 = 2260$					

ماخذ: بورس اوراق بهادار تهران

عدد بوده که هر کدام از محدودیت‌ها ۲۲۶۰ نمونه برای بررسی و در کل ۱۳۵۶۰ نمونه دارای محدودیت و فاقد محدودیت برای بررسی استخراج شد. با در نظر گرفتن اینکه هدف سوم شرکت‌های دارای محدودیت حذف و در نهایت تعداد ۶۰۳۲ شرکت-سال جهت بررسی فرضیه سوم پژوهش در تجزیه و تحلیل مورد استفاده قرار گرفتند. لازم به ذکر است که هر شرکت ۶۰٪\*۲۰ نمونه در اختیار قرار داده که با بررسی‌ها، بعضی از این نمونه‌ها فاقد محدودیت بوده و مابقی به عنوان محدودیت در نظر گرفته شده‌اند. اجرای توضیحات ارائه شده در خصوص شناسایی شرکت‌های دارای محدودیت مالی به شرح نگاره‌های (۱) تا (۳) می‌باشد.

جدول ۲. تعداد شرکت‌های نمونه دارای محدودیت مالی و فاقد محدودیت مالی

شاخص امتیاز محدودیت	شاخص سود تقسیمی	شاخص جریان - نقد عملیاتی	شاخص جریان نقد آزاد	شاخص اهرم - مالی	شاخص SA	معیار محدودیت
۲۲۶۰ شرکت	۲۲۶۰ شرکت	۲۲۶۰ شرکت	۲۲۶۰ شرکت	۲۲۶۰ شرکت	۲۲۶۰ شرکت	شرکت‌های نمونه
جمع نمونه دارای محدودیت و فاقد محدودیت $6 \times 2260 = 13560$						

ماخذ: بورس اوراق بهادار تهران

جدول ۳. تعداد شرکت‌های نمونه به تمایز دارای محدودیت از فاقد محدودیت

شاخص امتیاز محدودیت	شاخص تقسیم سود	شاخص جریان نقد عملیاتی	شاخص جریان نقدی آزاد	شاخص اهرم مالی	شاخص SA	کل شرکت‌ها (۱۳۵۶۰)
٪۴۴	٪۳۲	٪۸۱	٪۶۸	٪۴۲	۰	درصد شرکت‌های دارای محدودیت
۹۹۴	۷۲۳	۱۸۳۰	۱۵۳۶	۹۴۹	۰	تعداد شرکت‌های دارای محدودیت
٪۵۶	٪۶۸	٪۱۹	٪۳۲	٪۵۹	٪۱۰۰	درصد شرکت‌های فاقد محدودیت
۱۲۶۶	۱۵۳۷	۴۳۰	۷۲۴	۱۳۱۱	۲۲۶۰	تعداد شرکت‌های فاقد محدودیت

ماخذ: بورس اوراق بهادار تهران

تشخیص داده شد، باید نوع اثرات آن مشخص گردد. نوع داده-ها با استفاده از آزمون F لیمر و اثرات آن با استفاده از آزمون هاسمن هاسمن مورد بررسی قرار گرفته و در نگاره (۴) ارائه شده است.

نتایج مندرج در نگاره (۴) در ارتباط با نوع تخمین داده‌ها نشان می‌دهد که نتایج آزمون F لیمر برای مدل وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و ارزش بازار کلیه شرکت‌ها کمتر از سطح ۰/۰۵ می‌باشد که بر مبنای این نتایج فرض صفر آزمون مبنی بر تلفیقی بودن داده‌ها رد شده و داده‌ها به صورت تابلویی تخمین زده می‌شود. با توجه

با توجه به مشخص شدن شرکت‌های دارای محدودیت مالی از قرار ۶۰۳۲ مشاهده، در ادامه به یافته‌های پژوهش پرداخته شده است.

## ۹- یافته‌های پژوهش

جهت تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش، ابتدا نیاز است قبل از پردازش مدل پژوهش و فروض کلاسیک، نوع داده‌ها انتخاب شود. پس نخست لازم است آزمون‌های آماری لازم برای تبیین نوع داده‌ها انجام گیرد تا مشخص گردد که داده‌ها به صورت تابلویی است یا تلفیقی و در صورتی که نوع داده‌ها تابلویی

مدل دوم به صورت مقطعی برای ۶۰۳۲ مشاهده دارای محدودیت مالی مورد برازش قرار گرفت. مقدار F رگرسیون که نشان از توان توضیح دهندگی مدل است، برای هر دو مدل، احتمال آماره کمتر از ۰/۰۱ است که می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۹ درصد مدل معنادار بوده و دارای اعتبار است. براساس همین نتایج ملاحظه مقدار آماره دوربین واتسون نیز برای دو نمونه به ترتیب برابر با ۱/۸۸ و ۱/۸۴ بوده و حاکی از آن است که بین اجزاء اخلال خودهمبستگی وجود ندارد. زیرا این مقدار در فاصله ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برای هر دو تخمین برابر با ۰/۹۱ است که نشان می‌دهد ۹۱ درصد تغییرات متغیر وابسته از طریق متغیرهای توضیحی در مدل رگرسیون توضیح داده می‌شود. آزمون‌های پسا تخمین جهت داده‌های ترکیبی عبارتند از واریانس ناهمسانی و عدم خود همبستگی که از آزمون‌های حداکثر درست‌نمایی و ولد ریج جهت بررسی این دو فرض استفاده شده است. نتایج این دو آزمون پس از برازش هر مدل ارائه شده است. آماره احتمال محاسبه شده برای آزمون ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی به ترتیب حاکی از وجود ناهمسانی و عدم وجود خودهمبستگی می‌باشد که برای رفع ناهمسانی از الگوی رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته جهت برازش مدل استفاده شده است. ولی برای شرکت‌های دارای محدودیت مالی با توجه به برازش مقطعی داده‌ها برای این مشاهدات از آزمون‌های بروش پاگان و بروش پاگان گافری استفاده شده است که نتایج برای این شرکت‌ها نشان‌دهنده عدم وجود ناهمسانی و خودهمبستگی می‌باشد.

به آزمون F لیمر، لازم است آزمون هاسمن برای تعیین نوع داده‌های تابلویی انجام گیرد. همان طور که در نگاره (۴) مشاهده می‌شود نتیجه آزمون هاسمن برای کلیه مشاهدات نشان می‌دهد که مقدار احتمال مربوط به این آماره کمتر از سطح ۰/۰۵ است. بنابراین مدل پژوهش برای کلیه مشاهدات بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات ثابت تخمین زده می‌شود.

#### جدول ۴. نتایج انتخاب نوع داده‌ها و اثرات

سطح آزمون برای شرکت‌ها		آزمون F لیمر		آزمون هاسمن
سطح	آماره	سطح	آماره	آماره
معناداری	آزمون	معناداری	آزمون	آزمون
کلیه مشاهدات	۰/۰۰۰۰	۲۵۷/۵۱	۰/۰۰۰۰	۳/۳۱
مشاهدات دارای محدودیت مالی	به دلیل نامتوازن بودن مشاهدات از رویکرد تلفیقی جهت برازش مدل استفاده شده است.			

#### ماخذ: یافته‌های تحقیق

ولی بررسی مدل برای وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و ارزش بازار شرکت‌های دارای محدودیت مالی، به دلیل آنکه برخی شرکت‌ها در بعضی از سال‌ها دارای محدودیت مالی و در برخی سال‌های دیگر فاقد محدودیت مالی بوده، از این‌رو از رویکرد تلفیقی جهت برازش مشاهدات دارای محدودیت استفاده شده است. در ادامه با در نظر گرفتن نتایج پیش آزمون‌های آماری به تخمین مدل پژوهش پرداخته شده که نتایج آن در نگاره (۵) و (۶) نشان داده شده است.

بر اساس نتایج آزمون F لیمر، برازش مدل اول پژوهش بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات ثابت برآورد شد. ولی

#### جدول ۵. نتایج تخمین وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و ارزش بازار کلیه شرکت‌ها

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
نگهداشت وجه نقد	۰/۱۱۴۴	۰/۰۶۲۵	۱/۸۲۹۲	۰/۰۰۸۹
وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری	۰/۰۴۴۹	۰/۰۲۵۲	۱/۷۷۶۶	۰/۰۰۶۶
وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش نگهداشت وجه نقد	۰/۰۲۳۶	۰/۰۱۲۸	۱/۷۵۳۱	۰/۰۴۳۶
رفتار تهاجمی بازار محصولات و تهدیدات رقبا	-۰/۰۱۲۸	۰/۰۰۶۸	-۱/۸۶۹۳	۰/۰۳۹۰
وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رفتار تهاجمی بازار محصولات و تهدیدات رقبا	-۰/۰۶۵۱۲	-۰/۳۳۸۷	-۱/۹۲۳۶	۰/۰۰۲۳
سود عملیاتی	۰/۰۰۷۴	۰/۰۰۳۷	۱/۹۸۶۱	۰/۰۳۱۴
دارایی‌های غیرنقد	۰/۳۴۱۵	۰/۱۷۶۱	۱/۹۴۸۳	۰/۰۰۰۰
هزینه‌های مالی	-۰/۴۱۵۴	-۰/۲۱۰۷	-۱/۹۷۱۱	۰/۰۰۰۰
سیاست تقسیم سود	۰/۵۸۳۱	۰/۲۸۹۰۷	۲/۰۱۷۱۲	۰/۰۰۳۰
تامین مالی	۰/۰۴۱۵	۰/۰۲۱۶	۱/۹۱۳۹	۰/۰۰۱۵
اهرم مالی	-۰/۲۱۴۵	-۰/۱۰۷۶	-۱/۹۹۳۲	۰/۰۲۳۱
عرض از مبدأ	-۱/۹۸۲۰	۱/۰۲۰۷	-۱/۹۴۱۸	۰/۰۰۰۰

آماره F	-	-	۶۳/۲۱	-/۰۰۰۰
آزمون دوربین واتسون	-	-	۱/۸۸	-
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۹۱	-	-	-
آزمون ولدریج	-	-	۰/۷۳	۰/۶۵۲۸
آزمون ضریب لاگرانژ	-	-	۱۴/۳۲	۰/۰۰۰۰

#### ماخذ: یافته‌های تحقیق

#### جدول ۶. نتایج تخمین وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و ارزش بازار شرکت‌های دارای محدودیت مالی

نام متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
نگهداشت وجه نقد	-۰/۰۴۲۴	۰/۰۲۲۹	-۱/۸۲۴۵	۰/۰۰۸۸
وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری	۰/۰۷۱۰	۰/۰۳۹۶	۱/۷۹۰۷	/۰۰۵۰
وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش نگهداشت وجه نقد	-۰/۰۰۳۰	۰/۰۰۱۵	-۱/۹۱۳۵	۰/۰۰۹۶
رفتار تهاجمی بازار محصولات و تهدیدات رقبا	-۰/۰۰۳۹	۰/۰۰۲۱	-۱/۸۴۵۶	۰/۰۴۳۶
وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رفتار تهاجمی بازار محصولات و تهدیدات رقبا	-۰/۰۲۳۵	۰/۰۱۲۸	-۱/۸۲۴۹	۰/۰۰۰۰
سود عملیاتی	۰/۳۳۲۸	۰/۱۷۷۱	۱/۸۷۸۲	۰/۰۰۰۰
دارایی‌های غیرنقد	۰/۴۱۷۸	-/۲۳۰۱	۱/۸۱۵۴	۰/۰۰۰۲
هزینه‌های مالی	-/۰۵۹۵۰	۰/۲۹۷۱	-۲/۰۰۳۶۲	۰/۰۰۰۰
سیاست تقسیم سود	۰/۰۵۸۳	۰/۰۳۲۳	۱/۸۰۱۸	۰/۰۶۲۹
تامین مالی	۱/۶۶۵۵	۰/۹۷۵۱	۱/۷۰۸۰	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی	-۰/۰۲۳۶	۰/۰۱۲۹	-۱/۷۵۱۹	۰/۰۰۲۵
عرض از مبدأ	-/۰۲۷۶۱	۰/۱۴۳۶	-۱/۹۳۳۶	/۰۰۰۱
آماره F	-	-	۶۳/۲۱	۰/۰۰۰۰
آزمون دوربین واتسون	-	-	۱/۸۴	-
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۹۱	-	-	-
آزمون بروش‌پاگان	-	-	۰/۳۲	۰/۱۸۴۱
آزمون بروش‌پاگان گادفری	-	-	۰/۶۶	۰/۱۷۱۸

#### ماخذ: یافته‌های تحقیق

#### ۱۰- نتیجه فرضیه‌ها

شرکت را تحت تاثیر قرار می‌دهد. در آزمون فرضیه اول انتظار می‌رفت که ضریب  $\alpha_3$  مثبت و معنادار باشد و شواهد با توجه به نگاره (۵) نشان می‌دهد، ضریب برآورد شده وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نگهداشت وجه نقد  $۰/۰۲۳۶$  می‌باشد. این ضریب نشان می‌دهد برای شرکت‌هایی با وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر، وجه نگهداشت منجر به بازده بالاتر سهام بیشتر برای آن شرکت‌ها و در نتیجه افزایش ارزش بازار سهام شرکت می‌شود. به عبارتی پیش‌بینی پژوهش‌گران، با نتایج آزمون فرضیه، گواه بر معناداری وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نگهداشت وجه نقد با ارزش بازار سهام شرکت از نوع مثبت است. به گونه‌ای که با افزایش وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و نگهداشت وجه نقد، ارزش بازار سهام شرکت افزایش می‌یابد و با کاهش وابستگی متقابل فرصت‌های

فرضیه اول پژوهش به دنبال پاسخ به این سوال است که آیا وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و نگهداشت وجه نقد، ارزش بازار سهام شرکت را افزایش می‌دهد یا خیر. جهت بررسی فرضیه اول پژوهش هدف نبود معناداری ضریب متغیر  $\alpha_3$  در مدل پژوهش بوده و به عنوان فرضیه صفر انتخاب و معناداری آن (عکس فرضیه صفر) به عنوان فرضیه مقابل در نظر گرفته شد. همان طور که در نگاره (۵) مشاهده می‌شود، سطح معناداری محاسبه‌شده برای وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سطح نگهداشت وجه نقد برابر با  $۰/۰۴۲۶$  می‌باشد در نتیجه فرضیه صفر رد شده و با اطمینان  $۰/۰۹۵$  درصد می‌توان اذعان نمود که وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و سطح نگهداشت وجه نقد، ارزش بازار سهام

نخست شرکت‌ها بر اساس شرکت‌های دارای محدودیت تامین مالی و فاقد محدودیت تامین مالی تفکیک و تقسیم شده و مدل پژوهش برای شرکت‌های دارای محدودیت تامین مالی برآزش شد. سوال این فرض این‌گونه است که آیا وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و ارزش نگهداشت وجه نقد، در صورت وجود محدودیت مالی، منجر به کاهش ارزش بازار سهام می‌شود یا خیر. شواهد در فرضیه اول برای کلیه شرکت‌ها نشان داد که وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و ارزش نگهداشت وجه نقد، ارزش بازار سهام را افزایش می‌دهد. ولی هنگامی که در شرکت‌های دارای محدودیت تامین مالی بررسی شد، نتایج مطابق با انتظارات بوده و وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و ارزش نگهداشت وجه نقد، با افزایش محدودیت تامین مالی، ارزش بازار سهام کاهش می‌یابد و با کاهش محدودیت‌های مالی، ارزش بازار سهام افزایش می‌یابد. مطابق با نگاره (۶) سطح معناداری محاسبه شده برای وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های دارای محدودیت مالی برابر با  $0/0096$  می‌باشد. ولی ضریب برآورد شده وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های دارای محدودیت مالی  $-0/0030$  می‌باشد. به عبارتی نتایج مطابق با فرضیه بوده و با اطمینان  $0/095$  درصد می‌توان اذعان نمود که وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و ارزش نگهداشت وجه نقد با افزایش محدودیت تامین مالی، ارزش بازار سهام را کاهش می‌دهد.

#### ۱۱- بحث و نتیجه‌گیری

هدف از مطالعه حاضر بررسی واکنش ارزش سهام شرکت‌ها نسبت به وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و ارزش نگهداشت وجه نقد است. جهت دستیابی به این هدف سه فرضیه تبیین شد. در فرضیه اول پژوهش‌گران به دنبال پاسخ به این سوال که آیا وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب، ارزش نگهداشت وجه نقد را افزایش می‌دهد یا خیر. در بررسی این فرضیه الگوی پژوهش برای تمام مشاهدات مورد برآزش قرار گرفته شد و نتایج نشان داد که وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و ارزش نگهداشت وجه نقد، ارزش بازار سهام را افزایش می‌دهد. با توجه به شواهد پژوهش حاکی از فرضیه اول می‌توان اینگونه

سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و نگهداشت وجه نقد، ارزش بازار سهام شرکت کاهش می‌یابد. در نتیجه با اطمینان ۹۵ درصد فرضیه اول پژوهش تایید و می‌توان اذعان نمود که وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و نگهداشت وجه نقد، ارزش بازار سهام شرکت را افزایش می‌دهد.

فرضیه دوم پژوهش به دنبال پاسخ به این سوال است که آیا وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب با افزایش تهدیدات و رفتارهای تهاجمی بازار رقیب، ارزش بازار سهام شرکت را کاهش می‌دهد یا خیر. جهت بررسی فرضیه دوم پژوهش هدف نبود معناداری ضریب متغیر  $\alpha_5$  در مدل پژوهش بوده و به عنوان فرضیه صفر انتخاب و معناداری آن (عکس فرضیه صفر) به عنوان فرضیه مقابل در نظر گرفته شد. همان طور که در نگاره (۵) مشاهده می‌شود، سطح معناداری محاسبه شده برای وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رفتارهای تهاجمی بازار رقیب برابر  $0/023$  می‌باشد. در نتیجه فرضیه صفر رد شده و با اطمینان  $0/095$  درصد می‌توان اذعان نمود که وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و رفتارهای تهاجمی بازار رقیب، ارزش بازار سهام شرکت را تحت تاثیر قرار می‌دهد. در آزمون فرضیه دوم انتظار می‌رفت که ضریب  $\alpha_5$  منفی و معناداری باشد و شواهد با توجه به نگاره (۵) نشان می‌دهد، ضریب برآورد شده وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رفتارهای تهاجمی بازار رقیب  $-0/612$  می‌باشد. به عبارتی پیش‌بینی پژوهش‌گران، با نتایج آزمون فرضیه، گواه بر معناداری وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رفتارهای تهاجمی بازار رقیب از نوع منفی با ارزش بازار سهام شرکت بوده است. به گونه‌ای که با افزایش وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و رفتارهای تهاجمی بازار رقیب، ارزش بازار سهام شرکت کاهش می‌یابد و با کاهش وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و رفتارهای تهاجمی بازار رقیب، ارزش بازار سهام شرکت افزایش می‌یابد. در نتیجه با اطمینان ۹۵ درصد فرضیه دوم پژوهش تایید و می‌توان اذعان نمود که وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب بر ارزش بازار سهام شرکت با افزایش تهدیدات و رفتارهای تهاجمی بازار رقیب، کاهش می‌یابد.

در آزمون فرضیه سوم پژوهش، مقرر گردید که وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری با نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های دارای محدودیت مالی برآورد و با کلیه مشاهدات مقایسه گردد. بر همین اساس به منظور آزمون فرضیه سوم



تحت سلطه رقیب است، فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و ارزش نگهداشت وجه نقد، ارزش بازار سهام کاهش می‌یابد. در واقع چنانچه شرایط آرمانی در خصوص بازار رقابت کامل برقرار باشد، هیچ‌بنگاهی نمی‌تواند با استفاده از کم و زیاد کردن عوامل موثر بر بازار یا به عبارتی با تهدیدات و رفتارهای تهاجمی در بازار محصولات، بر وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر بگذارد. اما چنانچه بازار از حالت رقابت کامل خارج شود، همانند آنچه در واقعیت افراد در بازارهای جهانی با آن روبرو می‌شوند، شرایط رقابتی باعث رفتارهای متفاوتی از سوی عوامل موجود در بازار خواهد گردید و شرکت‌ها جهت رسیدن به منافع خود گاه‌ا‌گاماً متمایل به اجتناب از افشای برخی اطلاعات یا ترغیب در افشای بیشتر و شفاف‌تر اطلاعات می‌شوند که این ضربه مهلکی بر وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری وارد می‌کند و ارزش بازار سهام را کاهش می‌دهد. فرضیه دوم پژوهش تأیید و با پژوهش آلیموو (۲۰۱۳) و پژوهش چی و سو (۲۰۱۳) همخوانی دارد. مطابق با یافته‌های آزمون فرضیه دوم شواهد نشان داد که رفتارهای تهاجمی بازار رقیب، ارزش بازار سهام شرکت را بشدت تنزل می‌دهد. بر این اساس به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که از استراتژی‌ها و راهبردهایی استفاده کنند که رفتارهای تهاجمی در بازار بر سیاست شرکت بی‌تأثیر باقی بماند. بر این اساس در مواقعی که شرکت‌ها دچار رفتارهای تهاجمی بازار رقیب هستند، استراتژی‌های متمایزسازی محصولات به آن‌ها پیشنهاد می‌شود.

در فرضیه سوم پژوهش گران به دنبال پاسخ به این سوال که آیا وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و ارزش نگهداشت وجه نقد، با افزایش محدودیت تأمین مالی، ارزش بازار سهام را کاهش می‌دهد یا خیر. در بررسی این فرض الگوی پژوهش برای شرکت‌های دارای محدودیت مالی به صورت مقطعی برآزش و با کلیه مشاهدات مقایسه شد. منطبق بر تصور پژوهش‌گران نتایج مطابق با انتظارات محققین بوده و وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و نگهداشت وجه نقد، ارزش بازار سهام شرکت‌های دارای محدودیت تأمین مالی را کاهش می‌دهد و با کاهش محدودیت‌های مالی، ارزش بازار سهام افزایش می‌یابد. در نتیجه فرضیه سوم پژوهش تأیید شد. نتیجه آزمون فرضیه سوم با پژوهش آلیموو (۲۰۱۳) و پژوهش چی و سو (۲۰۱۳) همخوانی دارد. مطابق با یافته‌های آزمون فرضیه سوم به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که با کاهش

نتیجه گرفت که، رقابت در بازار محصولات، تصمیم‌های مهم و بنیادین شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار داده است و وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب به عنوان عامل محرکی در بین مدیران، منجر به بالا بردن ارزش بازار سهام شرکت خواهد شد. به عبارتی با توجه به اینکه تعداد زیادی خریدار و فروشنده مستقل برای به دست آوردن و یا فروش کالاهای مشابه تلاش می‌کنند، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، این شرایط را مهیا می‌سازد تا افراد آزادانه به معامله پرداخته و آزادانه و بی‌قید و شرط به بازار وارد یا از آن خارج شوند. در نتیجه فرضیه اول پژوهش تأیید و نتیجه آزمون فرضیه اول با پژوهش آلیموو (۲۰۱۳) و پژوهش چی و سو (۲۰۱۳) همخوانی دارد. مطابق با یافته‌های آزمون فرضیه اول که بر ایجاد و خلق ارزش بازار سهام ناشی از نگهداشت وجه نقد بواسطه وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب تأکید دارد، پیشنهاد می‌شود که افشاء اطلاعات در خصوص وضعیت شرکت‌ها در بازار رقابتی محصولات می‌تواند به سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه و سایر استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی در اتخاذ تصمیم‌های بهتر یاری رساند. همچنین نظر به اینکه شواهد نشان داد که نگهداشت وجه نقد به عنوان یک عامل ارزشی برای سهام شرکت‌ها و ارزش‌گذاری آن‌ها در بازار سرمایه و در محیط‌های کاملاً رقابتی می‌باشد، به استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی پیشنهاد می‌شود که در این مهم به مقوله ماهیت رقابتی شرکت‌ها توجه کامل داشته باشند و در ارزیابی تداوم فعالیت شرکت‌ها، با توجه به ماهیت رقابتی در بازار محصولات به نگهداشت وجه نقد توجه نمایند.

در فرضیه دوم پژوهش گران به دنبال پاسخ به این سوال که آیا وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و ارزش نگهداشت وجه نقد، با افزایش تهدیدات و رفتارهای تهاجمی بازار رقیب، ارزش بازار سهام شرکت را کاهش می‌دهد یا خیر. در بررسی این فرض الگوی پژوهش برای تمام مشاهدات مورد برآزش قرار گرفته شد و نتایج نشان داد که وابستگی متقابل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با شرکت‌های رقیب و ارزش نگهداشت وجه نقد، با افزایش تهدیدات و رفتارهای تهاجمی بازار رقیب، ارزش بازار سهام را کاهش می‌دهد. دال بر تأیید فرضیه دوم می‌توان گفت رفتارهای تهاجمی رقیب در بازار محصولات، نمایانگر تمامی تلاش رقیب در راستای انحصاری کردن بازار برای خود بوده تا از بازار پاداش بیشتری برخوردار شوند. در نتیجه هنگامی که بازار

یابند. زیرا وجود محدودیت مالی در شرکت، ارمغانی بجز کاهش ارزش بازار سهام برای شرکت ندارد.

وام‌های بانکی (کاهش نسبت بدهی به نسبت حقوق صاحبان سهام)، عدم تقسیم سود نابهنگام بدون در نظر گرفتن شرایط مالی شرکت، ایجاد نقدینگی همیشگی و دائمی در شرکت (سطح نگهداشت بهینه وجه نقد) از شر بحران‌های مالی رهایی

## منابع

- ستایش، محمدحسین. کارگرفرد چهرمی، محدثه. (۱۳۹۰). "بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمایه". فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، شماره ۱، ۳۱-۹.
- صدر، مرادعلی. (۱۳۷۸). "تأثیر رقابت در افزایش کارایی نظام بانکی کشور"، *مجله بانک و اقتصاد*، شماره ۷، ۲۳-۱۴.
- عظیمی، مجید؛ صباغ، منیره. (۱۳۹۳). "ارتباط ارزشی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی*. ۶(۲۱): ۱۲۹-۱۵۲.
- قربانی، سعید، موحد مجد، مرضیه. منفرد مهارلوئی، محمد. (۱۳۹۲). "رقابت در بازار محصول، ترکیب هیئت‌مدیره و کیفیت افشای اطلاعات: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران". *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، شماره ۱۹، ۱۰۵.
- نمازی، محمد، ابراهیمی، شهلا. (۱۳۹۱). "بررسی ارتباط بین ساختار رقابتی بازار محصول و بازده سهام". *فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی*. (۲) ۱: (۹-۲۷)
- نمازی، محمد؛ رضایی، محمدرضا. (۱۳۹۲). "بررسی اثر رقابت در بازار محصول بر سیاست تقسیم سود نقدی شرکت‌ها". *راهبرد مدیریت مالی*. ۱۱(۳): ۲۴-۱.
- وکیلی فرد، حمیدرضا، سروش یار، افسانه. (۱۳۹۱). "ارزیابی تاثیر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد بر عملکرد و بازده آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *فصلنامه حسابداری مالی*. ۴ (۱۵): ۱۱۷-۱۳۳.
- بخردی نسب، وحید. (۱۳۹۳). "تأثیر ارقام تعهدی بر محدودیت مالی". پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه علوم و تحقیقات، واحد سیرجان، دانشکده ادبیات و علوم انسانی.
- بخردی نسب، وحید. (۱۳۹۹). "تأثیر ارقام تعهدی بر محدودیت مالی". *فصلنامه پژوهش حسابداری و حسابرسی*، مقالات آماده انتشار.
- بخردی نسب، وحید؛ ژولانزاد، فاطمه. (۱۳۹۸). "تأثیر ارقام تعهدی بر محدودیت مالی در شرایط بحرانی بر اساس مدل سه عاملی فاما و فرنچ با در نظر گرفتن روند حرکت قیمت سهام". *مجله توسعه و سرمایه*، ۱(۵)، ۴۵-۱.
- بخردی نسب، وحید؛ ژولانزاد، فاطمه؛ عرب صالحی، مهدی. (۱۳۹۷). "بررسی نقش رقابت و راهبری شرکتی بر سرعت تعدیل اهرم مالی در بازار سرمایه". *فصلنامه پژوهش‌های اقتصاد صنعتی ایران*، ۱(۳)، ۱۱۳-۱۳۲.
- بخشی، لطفعلی. (۱۳۸۲). "اندازه‌گیری تمرکز در صنعت سیمان ایران". *فصلنامه پژوهش‌نامه بازرگانی*. شماره ۲۶، صص ۷۵-۹۶.
- خدادادکاشی، فرهاد. (۱۳۷۹). "انحصار، رقابت و تمرکز در بازارهای صنعتی ایران (۷۳-۱۳۶۷)". *فصلنامه پژوهش‌نامه بازرگانی*، شماره ۱۵، ۸۳-۱۱۶.
- ژولانزاد، فاطمه؛ وحید، بخردی نسب؛ بخشی، محمد؛ محمدحسینی‌نژاد، سحر. (۱۳۹۶). "ارزیابی ارتباط گزارشگری مالی با کیفیت بر محدودیت‌های اعمال شده در سیاست تقسیم سود بر تصمیمات سرمایه‌گذاری با استفاده از الگوی تحلیل پوششی داده‌ها (DEA)", *فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری*. ۳ (۱).
- Alchian, A. (1950), "Uncertainty, Evolution, and Economic Theory", *Journal of Political Economy*, Vol, 58, pp, 211-221.
- Alimov, A. (2013). "Product Market Competition and the Value of Corporate Cash". *Research Centre for International Economics*. City University of Hong Kong
- Almeida, H., M. Campello, and M. Weisbach. (2004). "The cash flow sensitivity of cash". *Journal of Finance* 59 (4): 1777-1804.
- Bekharadi Nasab. Vahid, Shafii. Hossein (2015). "The Effects of Accruals on Financial Constraints in Tehran Stock Exchange". *European Online Journal of Natural and Social Sciences*. 2015, Vol.4, No.1 Special Issue on New Dimensions in Economics, Accounting and Management. ISSN 1805-3602.

- Bolton, P. and D.S. Scharfstein, (1990). "A theory of predation based on agency problems in financial contracting", *American Economic Review* 80(1) : 93-106.
- 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).
- Brander, J. A., and T. R., Lewis, (1986). "Oligopoly and Financial Structure: The Limited Liability Effect". *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 956-970.
- Campello, M., and J. Graham. (2013). "Do stock prices influence corporate decisions? Evidence from the technology bubble". *Journal of Financial Economics* 107 (1): 89-110.
- Cheung, A. (2012). "Product market competition, Corporate Investment and Financing: Evidence from Cash Flow Shortfall". *Curtin University, School of Economics and Finance*.
- Chi, J. Su, X. (2013). "Product Market Predation Risk and the Value of Cash Holdings". *University of Nevada, Las Vegas*
- Cho, S.Y and Hoa HT (2011). "The Influence of Product Market Competition on the Timing and Quality of Corporate Financial Disclosure". Available at SSRN: <http://centerforpbefr.rutgers.edu/2011PBFEAM/Download/AS/AS-06/2011PBFEAM-062.pdf>
- Dechow, P., W. Ge, C. Larson, and R. Sloan. (1996). "Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC". *Contemporary Accounting Research* 13 (1): 1-36.
- Faulkender, M., R. Wang, (2006). "Corporate financial policy and the value of cash". *Journal of Finance* 61, 1957-1990.
- Fazzari, S., G. Hubbard, B. Petersen, A. Blinder, and J. Poterba. (1988). "Financing constraints and corporate investment". *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 141-206.
- Ferreira, M. A., and A. Vilela, (2004). "Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries". *European Financial Management*, Vol. 10, No. 2, 295-319.
- Gaspar, J. M., & Massa, M. (2006). "Idiosyncratic volatility and product market competition". *Journal of Business*, 79, 3125-3152
- Hadlock, C., and J. Pierce. (2010). "New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ Index". *Review of Financial Studies* 23 (5): 1909-1940.
- Hart, O. (1983). "The market as an incentive mechanism". *Bell Journal of Economics*, Vol 14, PP 366-382.
- Haushalter, D., Klasa, S., Maxwell, W. (2007). "The influence of product market dynamics on a firm's cash holding and hedging behavior". *Journal of Financial Economics* 84: 797-825.
- Hou, K. and D.T. Robinson, (2006). "Industry concentration and average stock returns". *Journal of Finance* 61(4): 1927-1956.
- Kale, J. R., & Loon, Y. C. (2011). "Product market power and stock market liquidity". *Journal of Financial Markets*, 14, 376-410
- Kaplan, S., and L. Zingales. (1997). "Do financing constraints explain why investment is correlated with cash flow?". *The Quarterly Journal of Economics*, 112 (1): 169-215.
- Lin, C., & Wei, L., (2014). "Product Market Competition and Firms' Voluntary Disclosure Behavior: Evidence from a Quasi-natural Experiment". *Working Paper*.
- MacKay, P; Phillips, G., (2005). "How does industry affect firm financial structure?". *Review of Financial Studies*, Vol 18, PP 1433-1466.
- Ozkan, A., Ozkan, N. (2004). "Corporate cash holdings: an empirical investigation of UK companies". *Journal of Banking and Finance*, 28 (9): 2103-2134.
- Peress, J. (2010). "Product market competition, insider trading, and stock market efficiency". *The Journal of Finance*, 65, 1-43.
- Philipatos, G. (2002). "The link between capital structure and product market competition". *theory and Evidence*".
- Schmidt, K. (1997) "Managerial incentives and

- product market competition". *Review of Economic Studies* 64: 191-213.
- Schoubben, F., Van Hulle, C. (2013). "Does Competitive Discipline Influence the Value of Cash Holdings? Evidence from Western European Companies". *International Research Journal of Finance and Economics* (111): 8-21
- Shah A. (2011). "The corporate cash holdings: determinants and implications". *African Journal Of Business Management*. 5(34), pp, 1239-12950.
- Sharma, V. (2010). Stock returns and product market competition: Beyond industry concentration. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 37, 283-299.
- Shleifer Andrei and Robert W Vishny. (1997). "A Survey of Corporate Governance". *Journal of Finance*, vol 52, 737-783
- Telser, L., (1966). "Cutthroat competition and the long purse". *Journal of Law and Economics*, Vol 9, PP 259-277.
- Teng, W., & Li, Ch. (2015). "Product Market Competition, Board Structure, and Disclosure Quality". *Frontiers of Business Research in China*, Vol. 5, No. 2, pp. 291-316.
- Tobin, J. (1969). "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory". *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), PP. 15-29.
- Xu, J., (2011). "Product market competition and capital structure: Evidence from import penetration, Forthcoming". *Journal of Financial Economics*.

