

## بررسی اثر شدت رقابت در بازار محصول بر ارزش گذاری بازار از نگاهداشت وجه نقد شرکت ها

حسین فخاری

دانشیار گروه حسابداری دانشگاه مازندران

سید روح الله تقوی \*

عضو هیات علمی دانشگاه شمال آمل

مهدی بشیری جویباری

کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه علوم اقتصادی

### چکیده

نگهداشت وجه نقد با توجه به ماهیت سیال بودن آن می تواند نقش راهبردی در حصول اطمینان از توانایی شرکت ها در شرایط عدم اطمینانی بازار داشته باشد. در این تحقیق، ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت ها در محیطی با افزایش شدت رقابت در بازار محصول بررسی می گردد. بر همین اساس، تعداد ۱۵۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۲ به عنوان نمونه آماری مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده ها نشان می دهد افزایش شدت رقابت در بازار محصول تاثیر مثبتی بر ارزش گذاری بازار سرمایه از نگاهداشت وجه نقد توسط شرکت ها می گذارد. همچنین، نتایج حاصل از بررسی تاثیر رقابت در بازار محصول به تفکیک صنعت بر ارزش نگهداشت وجه نقد حاکی از آن است که در پنج صنعت، میزان ماهیت رقابتی در بازار محصول بر ارزش اضافی خلق شده ناشی از نگهداشت وجه تاثیرگذار است. این یافته ها بیانگر اثر تعدیل کنندگی رقابت بازار محصول بر ارتباط بین نگهداشت وجه نقد و بازده مازاد سهام است.

**واژگان کلیدی:** رقابت در بازار محصول، ارزش گذاری بازار از وجه نقد، بازده غیر عادی سهام.

\* تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۳/۱۱/۲۰ تاریخ پذیرش نهایی: ۱۳۹۴/۱/۲۶

نویسنده عهده دار مکاتبات: seyed.r.taghavi@gmail.com

## ۱. مقدمه

بررسی رفتارهای عملیاتی مدیران با لحاظ میزان شدت رقابت در بازار محصول می تواند به سرمایه‌گذاران در ارزیابی عملکرد آتی شرکت ها کمک کند. پژوهش های زیادی در ادبیات مالی به مطالعه، تاثیر رقابت در بازار محصول بر تصمیمات مهم شرکت ها و به طور خاص بر تصمیمات سرمایه گذاری و تامین مالی و همچنین جریان های نقدی متعاقب آن پرداخته اند. (هاشلتر و همکاران<sup>۱</sup>؛ ۲۰۰۷، ژو<sup>۲</sup>؛ ۲۰۱۲) هو و راینسون<sup>۳</sup> (۲۰۰۶) و هابگ و فیلیپس<sup>۴</sup> (۲۰۱۲) دریافتند که رقابت در بازار محصول بر ریسک و ارزیابی بازار از جریان های نقدی شرکت ها تاثیر معناداری دارد. با این وجود، تحقیقات معدودی در زمینه بررسی تاثیر گذاری نوع رقابت در بازار محصول بر ارزیابی بازار از سیاست های مهمی همچون مدیریت وجه نقد شرکت ها انجام گرفته است. مدیریت بهینه وجه نقد منبعی از انعطاف پذیری مالی شرکت ها در بازار رقابتی محصول تلقی می شود از این جهت که وجه نقد به دلیل سیال بودن ماهیت آن به مدیریت شرکت ها اجازه می دهد تا به سرعت در برابر شرایط عدم اطمینانی بازار مقابله نمایند تا از این طریق منجر به حفظ فرصت های سرمایه گذاری با ارزش برای شرکت ها شوند. (آلیمو<sup>۵</sup>؛ ۲۰۱۴)

فرسارد (۲۰۱۰) نشان داد که شرکت هایی با توازن نقدینگی بالاتر در بازاری با ماهیت رقابتی محصول، دارای توانایی بیشتری در افزایش سهم بازار آتی، رشد فروش بیشتر و عملکرد عملیاتی بهتری هستند. همچنین چی و سو<sup>۶</sup> (۲۰۱۳) نشان دادند از آنجاییکه رفتارهای تهاجمی<sup>۷</sup> رقبا در بازار محصول می تواند منجر به سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت ها گردد، لذا ارزش نهایی وجه نقد ذخیره شده برای شرکت هایی با بازار رقابتی محصول با توجه به فرصت های سرمایه گذاری، افزایش می یابد. با توجه به رابطه فوق، درک این مطلب که افزایش رقابت در بازار محصول چگونه بر ارزش نهایی نگاهداشت وجه نقد شرکت ها تاثیرگذار است، از اهمیت بالایی برخوردار خواهد بود و می تواند به سرمایه گذاران در ارزیابی نگاهداشت وجه نقد با توجه به ماهیت رقابت در بازار محصول کمک نماید. بر این اساس با توجه به اینکه تاکنون در کشور ما تحقیقی در مورد اثر رقابت بر ارزش گذاری بازار از وجه نقد انجام نشده است لذا این پژوهش درصدد است تا به بررسی تاثیر رقابت محصول بر ارزش گذاری بازار از وجه نقد بپردازد بعبارتی دیگر به این سوال که اثر تعدیل کنندگی رقابتی بودن محصول چگونه است را پاسخ دهد. لذا در ادامه پس از بیان مبانی نظری و پیشینه تحقیق، فرضیه ها و روش پژوهش مطرح شده و در نهایت نتایج تجزیه و تحلیل و نتیجه گیری ارائه خواهد شد.

## ۰۲. مبانی نظری و پیشینه تحقیق

وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است که در اتخاذ بسیاری از تصمیمات مالی نقش محوری دارند. نقایص موجود در بازار منجر به ایجاد سطح بهینه ای از نگهداشت وجه نقد می گردد که هزینه ها و مزایای آن را تراز و ارزش شرکت را بیشینه می سازد. (مارتیز سولا و همکاران؛ ۲۰۰۹) شرکت ها به منظور بهره برداری از فرصت های سرمایه گذاری سودآور آتی و مقابله به رویدادهای پیش بینی نشده آتی، به وجه نقد نیاز دارند. علاوه بر این، نگهداشت وجه نقد به معنای کاهش وابستگی شرکت به تامین مالی هزینه بر خارجی است. مدیریت بهینه وجه نقد مستلزم اتخاذ بهترین رویه در خصوص نگهداری وجه نقد است که کسری و مازاد آن با توجه هزینه های تامین مالی، منجر به ایجاد هزینه های اضافی برای شرکت ها می شود. علیرغم این مهم بازار نیز نسبت به این موضوع آگاه بوده و به نگهداشت وجه نقد ارزش تخصیص داده و آن را قیمت گذاری می کند. در راستای ارزش گذاری بازار نسبت به نگهداشت وجه نقد، عوامل دیگری نیز هستند که می توانند موجب تعدیل ارزش گذاری شوند. رقابت در بازار محصول یکی از مهمترین عوامل است.

در ادبیات مالی ارتباط بین رقابت در بازار محصول با ارزش نگهداشت وجه نقد بر مبنای دو فرضیه تصاحب<sup>۸</sup> و تضاد نمایندگی<sup>۹</sup> قابل تفسیر است. بر مبنای فرضیه تصاحب، نگهداشت وجه نقد نقش راهبردی در حصول اطمینان از توانایی شرکتها برای موفقیت در بازار رقابتی محصول دارد. (آلیموو؛ ۲۰۱۴) ذخیره وجه نقد و معادلهای آن به عنوان منابعی از انعطاف پذیری مالی شرکت ها، در بازار رقابتی محصول تلقی می شوند که به دلیل ماهیت سیال بودن آنها به شرکت ها اجازه می دهند تا به سرعت در برابر اقدامات تصاحبگری برخی از رقبا مقابله نمایند تا از این طریق فرصت های با ارزش سرمایه گذاری شرکت ها حفظ شود. (بولتن و شارفستین<sup>۱۰</sup>؛ ۱۹۹۰ و فروت و همکاران<sup>۱۱</sup>؛ ۱۹۹۳) بدین صورت از دیدگاه فرضیه تصاحب، افزایش در فشار رقابتی منجر به بالا رفتن ارزش ذخیره وجه نقد اضافی می گردد که می تواند در جهت کاهش تهدیدات بازار محصول شرکت ها مورد استفاده قرار گیرد. بر مبنای این فرضیه شرکت های رقیب با قدرت مالی بالا، استراتژی تصاحب شرکت ها را با انجام هزینه های اضافی برای متوقف کردن قدرت سرمایه گذاری رقبا بکار می گیرند. (چی و سو<sup>۱۲</sup>؛ ۲۰۱۳) فروت و همکاران (۱۹۹۳) نشان دادند که ریسک تصاحب و مزیت نگهداشت وجه نقد بالا بستگی به ماهیت تعامل رقابتی در صنایع دارد. آنها همچنین پیشنهاد دادند که نگهداشت وجه نقد اضافی زمانی با ارزش است که رقبا دارای درجه بالایی از تعامل در فرصت های سرمایه گذاری باشند و بر روی استراتژی های جایگزین به رقابت بپردازند. هاشلتر و همکاران (۲۰۰۷) نشان دادند که شرکت ها برای فرصت های سرمایه گذاری خود در وابستگی های متقابل با

رقبای خود در صنایع مشابه و ریسک از دست دادن سهم بازار و رفتارهای تهاجمی در بازار رقابتی محصول، تمایلی بیشتر به نگاهداشت وجه نقد دارند. فرسارد (۲۰۱۰) نشان داد که شرکت هایی با توازن نقدینگی بالاتر در ارتباط با رقبا خود در محیطی با رفتارهای تهاجمی رقبا توانایی بالاتری برای افزایش سهم بازار آتی دارند. اسکابن و وان (۲۰۱۳) نشان دادند زمانی که ریسک رفتارهای تهاجمی رقبا و شدت رقابت بالاتر باشد، نگاهداشت وجه نقد اثری مثبت بر ارزش شرکت ها می گذارد. هابریگ و همکاران (۲۰۱۳) دریافتند که افزایش رقابت در بازار محصول منجر به افزایش در ذخیره وجه نقد شرکت ها می گردد.

با توجه به توضیحات فوق، بر مبنای فرضیه تصاحب، نگاهداشت وجه نقد اضافی در بازار رقابتی به شرکت ها در برابر اقدامات تهاجمی رقبا و یا جلوگیری از ورود رقبای جدید کمک می نماید که منجر به حفظ منافع سهامداران می گردد. بنابراین، با افزایش در شدت رقابت، ذخیره وجه نقد عاملی ارزشی برای شرکت ها در مقابل تهدیدات رقبا برای اقدامات تهاجمی قلمداد می گردد. بر این اساس می توان انتظار داشت که ذخیره وجه نقد به عنوان یک مزیت استراتژیک برای شرکت ها در بازار رقابتی محصول است که منجر به افزایش ارزش برای سهامداران می گردد.

از سوی دیگر بر مبنای تئوری نمایندگی، ذخیره وجه احتیاطی شرکت می تواند منجر به مشکلات نمایندگی از طریق علاقه به سرمایه گذاری بیش از حد با ذخیره وجه نقد اضافی می گردد. (جنسن<sup>۱۳</sup>؛ ۱۹۸۶) همچنین دیتمار و مارت اسمیت<sup>۱۴</sup> (۲۰۰۷) نشان دادند که سرمایه گذاران در واقع به ذخیره وجه نقد شرکت ها که بطور بالقوه برای ثبات مدیران بکار می رود، ارزش کاهشی می دهند. اما، فشار رقابتی در بازار محصول به عنوان یک مکانیزم قدرتمندی برای کاهش مشکلات نمایندگی شرکت ها قلمداد می گردد. شدت رقابت در بازار محصول می تواند منجر به نظم بیشتر در مدیران و کاهش ناکارایی توسط آنها گردد. بر این اساس از دیدگاه تئوری نمایندگی انتظار می رود با افزایش در رقابت در بازار محصول ارزش نگاهداشت وجه نقد با کاهش در مشکلات نمایندگی ناشی از نگاهداشت وجه نقد، افزایش یابد. (آلیموو؛ ۲۰۱۴) از منظر نمایندگی، ارتباط بین شدت رقابت و ارزش نگاهداشت وجه نقد بر مبنای نقش استراتژیک و انضباطی رقابت بر کاهش در ضعف و ناکارایی مدیران در استفاده از ذخیره وجه نقد اشاره دارد. نتایج مطالعات تجربی حاکی از آن است که ذخیره وجه نقد بالاتر منجر به ایجاد مشکلات نمایندگی می گردد. دیتمار و مارت اسمیت (۲۰۰۷) و میسولیس و همکاران<sup>۱۵</sup> (۲۰۰۹) نشان دادند که سرمایه گذاران نسبت به نگاهداشت وجه نقد برای شرکت هایی با کیفیت پایین در حاکمیت شرکتی، ارزش بسیار پایینی لحاظ می نمایند. اقتصاددانان استدلال می نمایند که شدت رقابت در بازار محصول به عنوان یک مکانیزم بسیار قوی تر از حاکمیت شرکتی در کاهش مشکلات نمایندگی شرکتهاست. آلچین (۱۹۵۰) و هارت (۱۹۸۳) استدلال کردند که فشار

رقابتی در بازار محصول منجر به الزام شرکت ها در کاهش هزینه ها و کارایی عملیاتی می گردد. بر این اساس بر مبنای نظریه نمایندگی، شدت رقابت در بازار محصول منجر به اجبار مدیران در استفاده بهینه از ذخیره وجه نقد و در نتیجه کاهش هزینه های نمایندگی در ارتباط با نگهداشت وجه نقد می گردد. با وجود این در مجموع هر دو نظریه رابطه مثبتی را بین شدت رقابت در بازار محصول و ارزش نگهداشت وجه نقد را با مکانیزم های متفاوت پیش بینی می نمایند.

فالكندر و وانگ (۲۰۰۶) به ارزیابی تغییرپذیری در ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد ناشی از سیاست های تامین مالی متفاوت پرداختند. آنها با آزمون تغییرات مازاد بازده سهام دریافتند که ارزش نهایی وجه نقد با نگهداشت بیشتر وجه نقد، درجه اهرم بالاتر و دسترسی آسان در بازارهای سرمایه کاهش می یابد. در مقابل، وجه نقد اضافی زمانی برای دارندگان سهام ارزش ایجاد می کند که شرکت دارای اهرم پایین، سطوح پایین نگهداشت وجه نقد و با محدودیت دسترسی به بازارهای سرمایه مواجه است.

فرسارد<sup>۱۶</sup> (۲۰۱۰) به بررسی ارتباط بین قدرت مالی شرکت ها به عنوان اثر واقعی ذخیره وجه نقد و رفتارهای بازار محصول پرداخت. نمونه آماری تحقیق شامل ۱۰۵ صنعت در طی دوره زمانی ۱۹۷۱ الی ۲۰۰۵ است. نتایج تحقیق حاکی از آن است که ذخیره وجه نقد بالاتر شرکت ها منجر به کسب سهم بیشتر بازار از محصول آتی خواهد شد.

چئونگ (۲۰۱۲) به بررسی تاثیر همزمان بازار رقابتی محصول بر تصمیمات سرمایه گذاری و تامین مالی شرکت ها در طی دوره زمانی ۱۹۹۶ الی ۲۰۰۸ پرداخت. نتایج تحقیق وی نشان می دهد که افزایش رقابت در بازار محصول منجر به کاهش در ذخیره وجه نقد و افزایش در تامین مالی خارجی شرکت ها و تحصیل دارایی ها می گردد.

اسکابن و وان<sup>۱۷</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 شرکت های بوری ۱۴ کشور اروپا غربی در طی دوره زمانی ۱۹۹۸ الی ۲۰۰۸ است. نتایج تحقیق آنها حاکی از تاثیر قوی رقابت در بازار محصول بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت هاست.

چی و سو (۲۰۱۳) تاثیر ریسک تصاحب در بازار محصول را بر ارزش نگهداشت وجه نقد شرکتها سنجیدند. نمونه آماری تحقیق آنها شامل ۶۶۶۸ شرکت از پایگاه داده CRSP<sup>۱۸</sup> در طی دوره زمانی ۱۹۹۷ الی ۲۰۰۸ که مشتمل بر ۳۹۰۰۰ مشاهده سال-شرکت می باشد. نتایج تحقیق آنها نشان می دهد که ارزش نهایی ذخیره وجه نقد برای شرکت هایی با ریسک تصاحب بالاتر، به مقدار قابل توجهی افزایش می یابد و این تاثیر برای شرکت هایی با محدودیت مالی و فرصت های سرمایه گذاری بالاتر، بیشتر است.

آلیمو (۲۰۱۴) به بررسی تاثیر ساختار بازار رقابتی محصول بر ارزش نگاهداشت وجه نقد توسط شرکت ها پرداخت. نتایج تحقیق وی نشان می دهد که با افزایش رقابت در بازار محصول، ارزش ذخیره وجه نقد افزایش می یابد و سرمایه گذاران شرکت ها ارزش قابل توجهی به منابع نقد شرکت ها با افزایش رقابت در بازار محصول می دهند.

علیرغم وجود تحقیقات گسترده در زمینه فوق در سایر کشورها در ایران تحقیقی که دقیقا به موضوع فوق پرداخته شود، وجود ندارد. لذا در ادامه به بررسی بخشی از تحقیقات داخلی که تا حدودی به موضوع تحقیق مرتبط هستند، پرداخته می شود.

انواری رستمی و همکاران (۱۳۹۲) نشان دادند که از میان شاخص های سنجش رقابت در بازار محصول، شاخص قابلیت جانشینی محصولات و اندازه بازار رابطه مثبت و معناداری با تقسیم سود دارد و شاخص تمرکز صنعت، موانع ورود به بازار و تعداد شرکت های فعال هیچگونه رابطه معناداری را با تقسیم سود نشان نمی دهد. همچنین فرضیه کلی پژوهش که با استفاده از نمره تجمیعی شاخص های رقابت در بازار محصول آزمون شد، ارتباط مثبت و غیر معنادار از لحاظ آماری با تقسیم سود را نشان داد.

فخاری و روحی (۱۳۹۲) نشان دادند که بین وجه نقد نگهداری شده و سرمایه در گردش با مازاد بازده سهام، با در نظر گرفتن اثرات متقابل وجه نقد و سرمایه در گردش سال جاری با سال قبل و همچنین، اثرات اهرم بر آنها رابطه معناداری وجود دارد.

نمازی و غلامی (۱۳۹۲) به بررسی اثر رقابت در بازار محصول بر سیاست تقسیم سود پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان می دهد شاخص رقابت در بازار محصول رابطه معکوس و معناداری سیاست تقسیم سود نقدی شرکتها دارد و نتایج آنها مطابق با مدل جانشینی و در تضاد با مدل پیامد و فرضیه شکار می باشد.

صفرزاده و رفیعی (۱۳۹۳) به بررسی ارتباط بین رقابت در بازار محصول و راهبری شرکتی پرداختند. نمونه آماری تحقیق آنها شامل ۲۱۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۹۱ می باشد. نتایج تحقیق نشان می دهد که ساختار راهبری شرکتی در صنایع رقابتی (صنایع دارای قدرت اندک در بازار) ضعیف تر هستند.

عظیمی و صباغ (۱۳۹۳) ارتباط ارزشی نگاهداشت وجه نقد را در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران سنجیدند. نتایج تحقیق آنها نشان می دهد که نگاهداشت وجه نقد ارتباط منفی با ارزش شرکت ندارد، اما نگاهداشت وجه نقد اضافی با وجود سطح فعلی وجه نقد، ارتباط منفی با ارزش شرکت پیدا می کند. همچنین سهامداران در خصوص شرکت های اهرمی، توجه بسیار بالایی به نسبت های آبی و جاری می نمایند.

بازنگری ادبیات و مرور تحقیقات گذشته نشان داد که تا کنون موضوعی که دقیقا به بررسی اثر تعدیل کنندگی فضای رقابت بر ارتباط بین متغیرهای فوق بپردازد وجود ندارد. با توجه به این

امر، پژوهش حاضر درصدد است تا به این موضوع که آیا با افزایش رقابت در بازار محصول، ارزش گذاری نگهداشت وجه نقد توسط فعالان بازار تغییر می کند، بپردازد. بر این اساس با توجه به دو بعد مختلف رقابت در بازار، فرضیه های تحقیق به صورت زیر مطرح می شود:

فرضیه ۱: میزان تمرکز صنعت به عنوان معیاری از شدت رقابت در بازار محصول بر ارزش گذاری بازار از نگهداشت وجه نقد شرکت ها اثر معناداری دارد.

فرضیه ۲: قابلیت جانشینی کالاها به عنوان معیاری از شدت رقابت در بازار محصول بر ارزش گذاری بازار از نگهداشت وجه نقد شرکت ها اثر معناداری دارد.

### ۰۳ روش پژوهش

پژوهش حاضر بر حسب هدف، کاربردی و بر اساس روش جمع آوری داده ها از نوع کتابخانه ای و جزو تحقیقات توصیفی-همبستگی مبتنی بر رگرسیون چند متغیره است. همچنین، با توجه به اینکه تحقیق حاضر بر اساس یک سری از اطلاعات واقعی شرکتها انجام می شود، در حوزه پژوهش های اثباتی و تجربی حسابداری قرار می گیرد.

جامعه آماری تحقیق حاضر، کلیه شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲ است که سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.

بر این اساس تعداد ۱۵۹ شرکت در ۱۱ صنعت مورد مطالعه قرار گرفته اند.

#### متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

متغیر وابسته در این پژوهش بیانگر ارزش اضافی خلق شده در نتیجه نگهداشت وجه نقد توسط شرکت هاست که از طریق بازده تعدیل شده سهام محاسبه می شود. بازده تعدیل شده سهام برای شرکت ها از تفاضل دو بازده واقعی و بازده پورتنفوی الگو محاسبه می گردد. برای محاسبه پورتنفوی الگو به تبعیت از الگوی ارائه شده توسط فالكندر و وانگ (۲۰۰۶)، شرکت های نمونه یک بار بر اساس اندازه (از طریق ارزش بازار سهام شرکت ها محاسبه می گردد) و سپس بار دیگر بر اساس نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به سه دسته مساوی تقسیم می شوند. از تقابل این دسته بندی ۹ پورتنفوی تشکیل می شود که بازده هر پورتنفوی بر اساس متوسط بازده شرکت های موجود در پورتنفوی محاسبه می گردد. در نهایت، بازده تعدیل شده سهام هر شرکت بر مبنای تفاوت بازده هر شرکت و میانگین بازده پورتنفویی که شرکت در آن قرار می گیرد (پورتنفوی الگو) و بر اساس رابطه شماره ۱ محاسبه می گردد. (کیسنیک و همکاران؛ ۲۰۱۱)

$$(۱) \quad \Gamma_{i,t} - \frac{1}{N} \sum_{i=1}^{Np} Ri, t = \text{بازده تعدیل شده شرکت ها}$$

در رابطه شماره (۱)  $F_{i,t}$  بازده سهام شرکت  $i$  در سال  $t$  و  $Np$  بیانگر تعداد شرکت های موجود در پورتفوی است.

### متغیر مستقل

متغیر مستقل تحقیق نمایانگر شدت رقابتی بازار محصول است که بر مبنای دو معیار هرفیندال<sup>۱۹</sup> و لرنر تعدیل شده<sup>۲۰</sup> که به ترتیب نشان دهنده میزان تمرکز در صنعت و قابلیت جانشینی محصولات است، محاسبه می گردد.

### تمرکز صنعت

میزان تمرکز صنعت بر اساس تحقیقات چن و همکاران<sup>۲۱</sup> (۲۰۱۲)، چنگ و همکاران<sup>۲۲</sup> (۲۰۱۳) و نمازی و ابراهیمی (۱۳۹۱)، بر مبنای شاخص هرفیندال اندازه گیری می شود. این شاخص نشان دهنده توزیع بازار بین تولیدکنندگان است و میزان رقابت بین شرکت های فعال در یک صنعت را اندازه گیری می کند. برای محاسبه این شاخص، فروش خالص یک شرکت در یک سال به مجموع فروش صنعت در همان سال تقسیم می شود که بر اساس رابطه ۲ بدست می آید:

$$(۲) \quad S_j = X_j / \sum_{j=1}^n X_j$$

$S_j$  نشان دهنده سهم شرکت ها از فروش صنعت و  $X_j$  بیانگر فروش شرکت  $j$  می باشد. مقادیر پایین تر این شاخص بیانگر رقابت شدید در صنعت و مقادیر بالاتر آن نشان دهنده رقابت کمتر بین شرکت های فعال در صنعت می باشد.

### قابلیت جانشینی محصولات<sup>۲۳</sup>

این شاخص میزان توانایی یک شرکت در قیمت گذاری بالاتر از هزینه نهایی را اندازه گیری می کند. هر چه توانایی یک شرکت در قیمت گذاری کمتر باشد، رقابت در بازار محصول بیشتر خواهد بود. برای محاسبه این معیار از شاخص لرنر تعدیل شده<sup>۲۴</sup> مطابق با تحقیقات شارما (۲۰۱۰)، گاسپر و مارسا (۲۰۰۶) و نمازی و ابراهیمی (۱۳۹۱) به شرح فرمول شماره ۳ استفاده شده است:

$$(۳) \quad LI_{IA} = LI_i - \sum_{i=1}^n w_i * LI_i$$

$LI_{IA}$  نشان دهنده شاخص لرنر تعدیل شده بر مبنای صنعت،  $LI_{i,A}$  نشان دهنده نسبت سود عملیاتی شرکت  $A$  به فروش شرکت و  $w_i$  بیانگر نسبت فروش شرکت  $A$  به کل فروش صنعت می باشد.

### مدل پژوهش

مدل سنجش ارزش نهایی نگاهداشت وجه نقد شرکت ها بر اساس مدل فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) به صورت معادله شماره ۴ طراحی شده است. مطابق مدل فالکندر و وانگ (۲۰۰۶)



متغیرهایی همچون سودآوری، میزان دارایی ها، خالص تامین مالی، هزینه مالی و تقسیم سود در بازده سهام تاثیر دارند. ضریب هر متغیر میزان اهمیت متغیر مربوطه از مدیریت وجه نقد را به ازای یک ریال از سرمایه گذاری در ارزش بازار سهام نشان می دهد. متغیر وابسته در این مدل بیانگر ارزش های اضافی خلق شده در نتیجه مدیریت بهینه وجه نقد می باشد. متغیر مازاد بازده سهام شرکت ها نسبت به بازده پرتفوی برای سنجش افزایش ثروت سهامدار و در تعامل با متغیر تغییرات نگهداشت وجه نقد نشان دهنده ارتباط ارزشی نگهداشت وجه نقد می باشد. (فالکندر و وانگ؛ ۲۰۰۶، چی و سو؛ ۲۰۱۳، آلیموو و ۲۰۱۴، عظیمی و صباغ؛ ۱۳۹۳)

$$r_{i,t} - R_{i,t}^B = a + Y_1 \frac{\Delta \text{cash } i,t}{\text{ASSi,t-1}} + Y_2 \text{compet}_{i,t-1} * \frac{\Delta \text{cash } i,t}{\text{ASSi,t-1}} + Y_3 \text{compet}_{i,t-1} \\ L_{i,t} + \epsilon_{i,t} + Y_6 \frac{\Delta I i,t}{\text{ASSi,t-1}} + Y_7 \frac{\Delta D i,t}{\text{ASSi,t-1}} + Y_8 \frac{\text{NF } i,t}{\text{ASSi,t-1}} + Y_9 + Y_4 \frac{\Delta E i,t}{\text{ASSi,t-1}} + Y_5 \frac{\Delta \text{NA } i,t}{\text{ASSi,t-1}} \quad (1)$$

در مدل شماره ۱ هر یک از متغیر به صورت زیر تعریف می شوند:

$r_{i,t} - R_{i,t}^B$ : تفاضل بین بازده سهام شرکت ها و بازده پرتفوی الگو  
 $\text{ASS}_{i,t-1}$ : جمع کل دارایی های شرکت در ابتدای دوره است که تمامی متغیرها بر مبنای آن هم مقیاس می شوند.

$\Delta \text{cash}$ : تغییرات در نگهداشت وجه نقد شرکت ها که بر اساس تفاوت مانده نقد و سرمایه گذاری کوتاه مدت انتهای دوره از ابتدای دوره آن محاسبه می گردد.  
 $\text{Compet}$ : متغیر شدت رقابتی در بازار محصول است که بر مبنای دو شاخص هرفیندال و لرنر محاسبه می گردد.

$\Delta E$ : تغییرات در سود عملیاتی شرکت ها

$\Delta \text{NA}$ : تغییرات در کل دارایی های شرکت نسبت به جمع دارایی ها در ابتدای سال  
 $\Delta I$ : تغییر در هزینه های تامین مالی شرکت که از طریق تفاوت بین هزینه های مالی محاسبه می گردد.

$\Delta D$ : تغییر در سود تقسیمی شرکت ها که بر اساس نسبت تغییرات سود تقسیمی به جمع دارایی ها در ابتدای سال محاسبه می گردد.

$\text{NF}$ : جریان های نقدی ناشی از فعالیت های تامین مالی شرکت ها

$L$ : نسبت اهرمی که بر اساس نسبت بدهی های بلندمدت به کل دارایی محاسبه می گردد.

#### ۴. تجزیه و تحلیل داده ها و یافته های پژوهش

به منظور بررسی و تجزیه و تحلیل اولیه داده ها، برخی از مفاهیم آماره های توصیفی متغیرها محاسبه شده است که در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱ - آماره توصیفی

| متغیر  | علامت اختصاری             | مینیم  | ماکزیمم    | میانگین | انحراف معیار | واریانس |
|--|---------------------------|--------|------------|---------|--------------|---------|
| مازاد بازده سهام شرکت ها                         | $R_{i,t}^P - R_{i,t}$     | ۳/۰۱-  | ۸/۲۱       | ۰/۰۴    | ۱/۵۶         | ۲/۴۵    |
| تغییرات در نگهداشت وجه نقد                       | $\Delta cash$             | ۲۳/۶۷- | ۱۲/۱۵      | ۰/۰۲۸   | ۱/۰۱         | ۱/۰۲۸   |
| شاخص هرفیندال                                    | Compet                    | ۰/۰۰۰۱ | ۰/۵۷       | ۰/۰۶۹   | ۰/۰۹۶        | ۰/۰۰۹   |
| حاصلضرب شاخص هرفیندال در تغییرات نگهداشت وجه نقد | Compet* $\Delta c$<br>ash | ۰/۷۷-  | ۴/۸۴       | ۰/۰۰۸   | ۰/۱۵         | ۰/۰۲۴   |
| تغییرات در سود عملیاتی                           | $\Delta E$                | ۰/۶۵-  | ۳۵/۴       | ۰/۱۹۶   | ۱/۶۵         | ۲/۷۵    |
| تغییرات در دارایی ها                             | $\Delta NE$               | ۰/۹۹-  | ۲۳۲/۵<br>۴ | ۱/۱۴    | ۹/۹۷         | ۹۹/۵۳   |
| تغییرات در هزینه تامین مالی                      | $\Delta I$                | ۰/۴۰-  | ۲۱/۸۹      | ۰/۰۵    | ۰/۶۹         | ۰/۴۷    |
| تغییرات در سود تقسیمی                            | $\Delta D$                | ۳/۲۵-  | ۱۵/۴۴      | ۰/۰۴۹   | ۰/۶۳         | ۰/۳۹    |
| جریان های نقد ناشی از تامین مالی                 | $\Delta NF$               | ۰/۰۹-  | ۱۷۲/۳<br>۵ | ۰/۷۸۲   | ۶/۷۴         | ۴۵/۵    |
| نسبت اهرمی                                       | L                         | ۰/۰۹-  | ۱/۳۷       | ۰/۰۸۸   | ۰/۱۲۲        | ۰/۰۱۵   |
| شاخص لرنر تعدیل شده                              | Compet                    | ۱/۳۴-  | ۰/۹۰       | ۰/۰۰۸   | ۰/۱۹         | ۰/۰۳۷   |
| حاصلضرب شاخص لرنر در تغییرات نگهداشت             | Compet* $\Delta c$<br>ash | ۱/۷۰-  | ۲/۵۶       | ۰/۰۰۶   | ۰/۱۳         | ۰/۰۱    |

در جدول ۱ شاخص های مرکزی و انحرافات از آن تمام مشاهدات نشان داده شده است. اصلی ترین شاخص مرکزی میانگین است که مرکزیت تمام متغیرها را نشان می دهد. این شاخص برای متغیر  $R_{i,t}^B - I_{i,t}$  (تفاضل بازده از بازده پروتفوی) مقدار ۰۴/۰ است که نشان دهنده تمرکز داده ها حول این عدد می باشد.

قبل از تخمین مدل، پایایی متغیرهای مدل مورد بررسی قرار می گیرد. پایایی متغیرهای پژوهش بدان معناست که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال های مختلف ثابت بوده است و در نتیجه استفاده از این متغیرها منجر به رگرسیون کاذب نمی گردد. برای سنجش پایا بودن متغیرهای پژوهش از آزمون ایم، پسران و شین<sup>۴</sup> استفاده می گردد که نتایج آن در جدول ۲ نشان داده شده است.

جدول ۲- آزمون مانایی داده ها

| متغیر  | علامت اختصاری         | آماره t | سطح خطا |
|--|-----------------------|---------|---------|
| مازاد بازده سهام                                 | $R_{i,t} - R_{i,t}^B$ | -۳۶/۱۷۵ | ۰/۰۰۰   |
| تغییرات در نگهداشت وجه نقد                       | $\Delta cash$         | -۴۴/۲۳۵ | ۰/۰۰۰۱  |
| شاخص هرفیندال                                    | Compet                | -۷/۶۷۷  | ۰/۰۰۰   |
| حاصلضرب شاخص هرفیندال در تغییرات نگهداشت وجه نقد | Compet* $\Delta cash$ | -۳۶/۱۶- | ۰/۰۰۰   |
| تغییرات در سود عملیاتی                           | $\Delta E$            | -۳۴/۱۲- | ۰/۰۰۰   |
| تغییرات در دارایی ها                             | $\Delta NE$           | -۹/۰۶-  | ۰/۰۰۰   |
| تغییرات در هزینه تامین مالی                      | $\Delta I$            | -۳۵/۷۵- | ۰/۰۰۰   |
| تغییرات در سود تقسیمی                            | $\Delta D$            | -۳۵/۹۸- | ۰/۰۰۰   |
| جریان های نقد ناشی از تامین مالی                 | $\Delta NF$           | -۳۵/۶۹- | ۰/۰۰۰   |
| نسبت اهرمی                                       | L                     | -۱۹/۶۶- | ۰/۰۰۰   |
| شاخص لرنر تعدیل شده                              | Compet                | -۱۵/۹۶- | ۰/۰۰۰۱  |
| حاصلضرب شاخص لرنر در تغییرات نگهداشت وجه نقد     | Compet* $\Delta cash$ | -۴۱/۱۹- | ۰/۰۰۰   |

نتایج حاصل از آزمون ایم، پسران و شین با توجه سطح خطا آماری برای تمام متغیرها که کمتر از ۵٪ می باشد، نشان دهنده پایا بودن تمامی متغیرهاست.

داده های تحقیق دارای ماهیت ترکیبی از دو بعد زمانی و مقطعی است که می توان آنها را بر مبنای دو رویکرد تلفیقی یا تابلویی تجزیه و تحلیل کرد. برای تعیین نوع ترکیب داده ها جهت

تخمین مدل از آزمون F لیمر استفاده شده است. فرضیه صفر آزمون F لیمر نشان دهنده یکسان بودن عرض از مبدأها و فرضیه یک بیانگر ناهمگونی آنهاست. در صورت تایید فرضیه صفر، داده ها به صورت تلفیقی و بر مبنای رگرسیون معمولی تخمین زده می شوند و در صورت تایید فرضیه یک، نوع داده ها تابلویی است. جهت تخمین داده های تابلویی بر اساس نوع روش اثرات ثابت و تصادفی عرض از مبدأها، از آزمون هاسمن<sup>۲۵</sup> استفاده می گردد. نتایج حاصل از آزمون F لیمر در جدول ۳ برای هر دو شاخص هرفیندال و لرنر بصورت جداگانه برای تخمین مدل نشان داده شده است.

جدول ۳- آزمون F لیمر

| احتمال | d.f.       | آماره | مدل           |
|--------|------------|-------|---------------|
| ۰۷/۰   | (۱۷۴،۱۰۲۱) | ۱۸/۱  | شاخص هرفیندال |
| ۲۳/۰   | (۱۷۴،۱۰۲۱) | ۰۷/۱  | شاخص لرنر     |

در جدول ۱ نتایج حاصل از آزمون F لیمر نشان دهنده بکارگیری روش تلفیقی برای تخمین مدل برای هر دو شاخص هرفیندال و لرنر است.

آزمون هم خطی

یکی از پیش فرض های کلاسیک برای تخمین مدل رگرسیونی، عدم هم خطی میان متغیرهای مستقل تحقیق می باشد. برای بررسی این موضوع از عامل تورم واریانس (VIF) بهره گرفته می شود. به عنوان یک قاعده تجربی اگر مقدار VIF بزرگتر از ۱۰ باشد، هم خطی شدید می باشد. (حیدرپور و همکاران؛ ۱۳۹۲) در جدول شماره ۴ نتایج حاصل از این آزمون نشان دهنده عدم هم خطی میان متغیرهای مستقل تحقیق می باشد.

جدول ۴ - آزمون هم خطی

| متغیر   | عامل تورم واریانس | تلورانس |
|---|-------------------|---------|
| تغییرات در نگاهداشت وجه نقد                       | ۱/۵۶              | ۰/۶۴    |
| شاخص هرفیندال                                     | ۱/۰۵              | ۰/۹۴    |
| حاصلضرب شاخص هرفیندال در تغییرات نگاهداشت وجه نقد | ۱/۰۳              | ۰/۹۶    |
| تغییرات در سود عملیاتی                            | ۳/۰۴۵             | ۰/۳۲    |
| تغییرات در دارایی ها                              | ۹/۳۶              | ۰/۱۰    |
| تغییرات در هزینه تامین مالی                       | ۶/۰۴              | ۰/۱۶    |
| تغییرات در سود تقسیمی                             | ۱/۹۰              | ۰/۵۲    |
| جریان های نقد ناشی از تامین مالی                  | ۲/۰۹              | ۰/۴۷    |
| نسبت اهرمی  | ۱/۰۰۳             | ۰/۹۹    |
| شاخص لرنر تعدیل شده                               | ۱/۰۳              | ۰/۹۷    |

حاصلضرب شاخص لرنر در تغییرات ۱/۰۶  
نگهداشت وجه نقد ۰/۹۳

با توجه به آزمون های پیش فرض برای تخمین مدل رگرسیونی تحقیق، آزمون فرضیه اول بر اساس رویکرد داده های تلفیقی با رگرسیون حداقل مربعات معمولی و بر مبنای شاخص هرفیندال به صورت زیر و در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵ - تخمین مدل بر مبنای شاخص هرفیندال

| متغیر  | علامت اختصاری         | ضریب                | آماره t | سطح خطا |
|--|-----------------------|---------------------|---------|---------|
| تغییرات در نگهداشت وجه نقد                       | $\Delta cash$         | ۰/۱۲                | ۲/۲۹    | ۰/۰۲۲   |
| شاخص هرفیندال                                    | Compet                | ۰/۳۷                | ۰/۸۲    | ۰/۴۰۹   |
| حاصلضرب شاخص هرفیندال در تغییرات نگهداشت وجه نقد | Compet* $\Delta cash$ | ۰/۵۶-               | ۲/۰۴-   | ۰/۰۴۲   |
| تغییرات در سود عملیاتی                           | $\Delta E$            | ۰/۳۹                | ۸/۷۷    | ۰/۰۰۰   |
| تغییرات در دارایی ها                             | $\Delta NE$           | ۰/۹۱-               | ۶/۹۴-   | ۰/۰۰۰   |
| تغییرات در هزینه تامین مالی                      | $\Delta I$            | ۰/۵۷                | ۳/۸۴    | ۰/۰۰۰   |
| تغییرات در سود تقسیمی                            | $\Delta D$            | ۰/۲۴-               | ۲/۶۲-   | ۰/۰۰۹   |
| جریان های نقد ناشی از تامین مالی                 | NF                    | ۰/۰۲۸               | ۳/۱۱    | ۰/۰۰۲   |
| نسبت اهرمی                                       | L                     | ۰/۱۰                | ۰/۳۱۲   | ۰/۷۵۵   |
| مقدار ثابت                                       | c                     | ۰/۰۰۵-              | ۰/۰۸۸-  | ۰/۹۳۰   |
| آماره F  | ۱۲/۰۶۴                | ضریب همبستگی        |         | ۰/۲۸    |
| سطح معناداری آماره F                             | ۰/۰۰۰                 | آماره دوربین واتسون |         | ۱/۶۵    |

در جدول ۵ نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده ها برای آزمون فرضیه اول تحقیق مبنی بر اثرگذاری شاخص هرفیندال به عنوان معیاری از شدت رقابت در بازار محصول بر ارزش گذاری بازار از نگهداشت وجه نقد ارائه شده است. آماره F و سطح معنی داری آن نشان دهنده معنادار بودن مدل تحقیق در سطح کل و مقدار آماره دوربین واتسون نیز حاکی از عدم خودهمبستگی میان متغیرهای تحقیق است. ضریب متغیر تغییرات نگهداشت وجه نقد ( $\Delta cash$ ) برابر با ۱۲/۰ است که نشان دهنده ارزیابی مثبت سرمایه گذاران از تغییرات مثبت در نگهداشت وجه نقد توسط شرکتهاست. عبارتی، سرمایه گذاران افزایش یک ریال در نگهداشت وجه نقد را به میزان ۱۲/۰ ریال ارزیابی می نمایند.

ضریب متغیر حاصلضرب تغییرات نگاهداشت وجه نقد در شدت رقابت ( $\Delta \text{cash} * \text{Com}$ ) برابر با ۵۶/۰- و سطح خطا آماری ۰/۴۲/۰ است که نشان دهنده تاثیر معنادار شدت رقابت بر ارزش گذاری بازار از نگاهداشت وجه شرکت هاست. از طرفی، با توجه به اینکه با افزایش در شاخص هرفیندال، شدت رقابت در بازار محصول کاهش می یابد؛ بر این اساس محتوای ضریب منفی آن با مازاد بازده سهام شرکت ها، حاکی از آن است که با افزایش رقابت در بازار محصول ارزش گذاری بازار از نگاهداشت وجه نقد توسط شرکت ها افزایش می یابد. بعبارتی می توان نتیجه گرفت با افزایش رقابت در بازار محصول، میزان ۵۶/۰ ریال به ارزش نهایی نگاهداشت وجه نقد توسط شرکت ها افزوده می گردد. بر این مبنا، این نتیجه مطابق با فرضیه اول تحقیق ونتایج تحقیقات آلیمو (۲۰۱۳) و اسکابن و وان (۲۰۱۳) است.

تخمین مدل تحقیق برای آزمون فرضیه دوم، بر اساس رویکرد داده های تلفیقی با رگرسیون حداقل مربعات معمولی و بر مبنا شاخص لرنر تعدیل شده در جدول ۶ ارائه شده است.

جدول ۵ - تخمین مدل بر مبنا شاخص هرفیندال

| جدول ۶ - تخمین مدل بر مبنا شاخص لرنر تعدیل شده |   |                     |         |
|--|---|---------------------|---------|
| متغیر  | علامت اختصاری                             | ضریب بتا            | آماره t |
| تغییرات در نگاهداشت وجه نقد                    | $\Delta \text{cash}$                      | ۰/۱۷۵               | ۳/۲۷    |
| شاخص لرنر تعدیل شده                            | Compet                                    | ۰/۱۱                | ۰/۰۵    |
| حاصلضرب شاخص لرنر در تغییرات نگاهداشت وجه نقد  | Compet* $\Delta \text{cash}$ <sub>h</sub> | ۱/۲۵-               | ۳/۷۴-   |
| تغییرات در سود عملیاتی                         | $\Delta E$                                | ۰/۳۸                | ۸/۷۲    |
| تغییرات در دارایی ها                           | $\Delta NE$                               | ۰/۰۹۲-              | ۷/۰۶-   |
| تغییرات در هزینه تامین مالی                    | $\Delta I$                                | ۰/۶۰                | ۴/۰۱    |
| تغییرات در سود تقسیمی                          | $\Delta D$                                | ۰/۲۵-               | ۲/۷۷-   |
| جریان های نقد ناشی از تامین مالی               | NF  | ۰/۰۲۵               | ۲/۷۳    |
| نسبت اهرمی                                     | L   | ۰/۹۷                | ۰/۲۷    |
| مقدار ثابت                                     | c   | ۰/۰۵۳               | ۰/۴۹    |
| آماره F  | ۱۰/۹۰۶                                    | ضریب همبستگی        | ۰/۲۷    |
| سطح معناداری آماره F                           | ۰/۰۰۰                                     | آماره دوربین واتسون | ۱/۶۶    |

در جدول ۶ نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده ها بر اساس شاخص لرنر تعدیل شده به عنوان معیاری از شدت رقابت در بازار محصول بر ارزش گذاری بازار از نگهداشت وجه نقد نمایش داده شده است. ضریب متغیر حاصلضرب تغییرات نگهداشت وجه نقد در شدت رقابت بازار محصول برابر با ۲۵/۱- و سطح خطا آماری آن ۰/۰ است که نشان دهنده تاثیر معنادار شدت رقابت با استفاده از شاخص لرنر تعدیل شده بر ارزش نگهداشت وجه شرکت ها می باشد. همچنین، با توجه به اینکه شاخص لرنر تعدیل شده میزان توانایی یک شرکت در قیمت گذاری بالاتر از هزینه نهایی را اندازه گیری می کند و هر چه توانایی یک شرکت در قیمت گذاری کمتر باشد، رقابت در بازار محصول بیشتر خواهد بود (به عبارتی، با افزایش در شاخص لرنر تعدیل شده شدت رقابت کاهش می یابد). بر این اساس محتوای ضریب منفی حالت تعاملی تغییرات نگهداشت وجه نقد در شدت رقابت با مازاد بازده سهام حاکی از آن است که با افزایش در شدت رقابت در بازار محصول، ارزش گذاری بازار از نگهداشت وجه نقد شرکت ها افزایش می یابد.

#### تخمین مدل به تفکیک صنعت

در جدول ۶ تاثیر میزان رقابت در بازار محصول به تفکیک صنعت بر ارزش نگهداشت وجه نقد توسط شرکت ها ارائه شده است.

جدول ۷- تخمین مدل به تفکیک صنعت

| نوع صنعت            | فراوانی | ضریب بتا | نتیجه  |
|---------------------|---------|----------|--|
| خودرو و قطعات       | ۱۹۵     | ۰,۱۷۳    | با توجه به نوع رقابت در صنعت افزایش در نگهداشت وجه نقد منجر به کاهش ارزش سهامداران می گردد   |
| دستگاههای برقی      | ۳۵      | -۰,۱۳۶   | با توجه به نوع رقابت در صنعت افزایش در نگهداشت وجه نقد منجر به افزایش ارزش سهامداران می گردد |
| سیمان آهک گچ        | ۶۹      | ۰,۱۹۷    | با توجه به نوع رقابت در صنعت افزایش در نگهداشت وجه نقد منجر به کاهش ارزش سهامداران می گردد   |
| شیمیایی             | ۱۲۱     | -۰,۰۸۴   | با توجه به نوع رقابت در صنعت افزایش در نگهداشت وجه نقد منجر به افزایش ارزش سهامداران می گردد |
| غذایی بجز قند و شکر | ۱۱۸     | ۲,۲۷     | با توجه به نوع رقابت در صنعت افزایش در نگهداشت وجه نقد منجر به کاهش ارزش سهامداران می گردد   |

|                      |     |        |   |
|----------------------|-----|--------|---|
| فلزات اساسی          | ۱۳۸ | -۰,۰۲۱ | با توجه به نوع رقابت در صنعت افزایش در نگاهداشت وجه نقد منجر به افزایش ارزش سهامداران می گردد |
| کاشی و سرامیک        | ۷۰  | -۰,۲۲۳ | با توجه به نوع رقابت در صنعت افزایش در نگاهداشت وجه نقد منجر به افزایش ارزش سهامداران می گردد |
| لاستیک و پلاستیک     | ۵۶  | ۰,۱۸۲  | با توجه به نوع رقابت در صنعت افزایش در نگاهداشت وجه نقد منجر به کاهش ارزش سهامداران می گردد   |
| ماشین آلات و تجهیزات | ۹۰  | -۰,۲۴۹ | با توجه به نوع رقابت در صنعت افزایش در نگاهداشت وجه نقد منجر به افزایش ارزش سهامداران می گردد |
| محصولات فلزی         | ۴۹  | ۰,۱۴۳  | با توجه به نوع رقابت در صنعت افزایش در نگاهداشت وجه نقد منجر به کاهش ارزش سهامداران می گردد   |
| مواد دارویی          | ۱۵۶ | ۰,۰۵۲  | با توجه به نوع رقابت در صنعت افزایش در نگاهداشت وجه نقد منجر به کاهش ارزش سهامداران می گردد   |

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل تاثیر رقابت در بازار محصول به تفکیک صنعت بر ارزش نگاهداشت وجه نقد حاکی از آن است که در پنج صنعت دستگاههای برقی، شیمیایی، فلزات اساسی، کاشی و سرامیک و ماشین آلات و تجهیزات، ماهیت رقابتی در بازار محصول تاثیر مثبتی بر ارزش نگاهداشت وجه نقد اضافی توسط شرکت ها دارد.

##### ۵. نتیجه گیری

در این تحقیق، به بررسی این موضوع که آیا با افزایش رقابت در بازار محصول، ارزش گذاری بازار از نگاهداشت وجه نقد توسط شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چه تغییری می یابد، پرداخته شده است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده ها با استفاده از ۱۵۹ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۲ حاکی از آن است که افزایش رقابت در بازار محصول تاثیر مثبتی بر ارزش گذاری بازار از نگاهداشت وجه نقد شرکت ها دارد. بعبارتی با افزایش شدت رقابت در بازار محصول، ارزش گذاری بازار از نگاهداشت وجه نقد توسط شرکت ها مثبت است. این رابطه به این دلیل است که در بازاری با ماهیت شدت رقابتی محصول، شرکت هایی با توازن نقدینگی بالاتر دارای توانایی بیشتری در افزایش سهم بازار آتی، رشد فروش بیشتر و عملکرد عملیاتی بهتری هستند و همچنین ذخیره وجه نقد به عنوان عاملی



ارزشی برای این گونه از شرکت ها در مقابل تهدیدات رقبا که می تواند منجر به سرمایه گذاری کمتر از حد گردد، باشد. بر این اساس، ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد برای شرکت هایی در بازارهای رقابتی محصول با توجه به محیط رقابتی، افزایش می یابد. همچنین، نتایج حاصل از این تحقیق بر مبنای دو فرضیه تصاحب و تضاد نمایندگی قابل تفسیر است. بر مبنای این دو فرضیه، با افزایش در شدت رقابت بازار محصول میزان نگهداشت وجه نقد توسط شرکت ها افزایش و در نتیجه آن ارزش شرکت ها ماکزیمم می گردد. بر مبنای شواهد تجربی، نتیجه این تحقیق منطبق با تحقیقات آلیمو (۲۰۱۳) و اسکابن و وان (۲۰۱۳) است.

با توجه به نتایج حاصل از تحقیق می توان پیشنهادهای زیر را ارائه کرد:

• با توجه به تاثیرگذار بودن رقابت در بازار محصول بر ارزش اضافی خلق شده ناشی از نگهداشت وجه نقد، افشا اطلاعات در خصوص وضعیت شرکت ها در بازار رقابتی محصول می تواند به سرمایه گذاران و سایر استفاده کنندگان از صورت های مالی در اتخاذ تصمیمات بهتر یاری رساند.

• با توجه به اینکه میزان نقدینگی شرکت ها به عنوان عاملی بسیار مهم در ارزش گذاری آنها در بازار سرمایه است، بر این اساس به سرمایه گذاران و اعتباردهندگان پیشنهاد می گردد که در این مهم به مقوله ماهیت رقابتی شرکت ها نیز توجه داشته باشند.

• نتایج تحقیق نشان می دهد که نگهداشت وجه نقد به عنوان یک عامل ارزشی برای شرکت ها در محیط رقابتی است، بر این اساس به استفاده کنندگان از صورت های مالی پیشنهاد می گردد در ارزیابی تداوم فعالیت شرکت ها، با توجه به نوع ماهیت رقابتی در بازار محصول به نگهداشت وجه نقد نیز توجه نمایند.

همچنین، پیشنهادهایی که می توان برای تحقیقات آتی ارائه داد بصورت زیر می باشد:

• ارائه الگویی جامع برای اندازه گیری ماهیت رقابت در بازار محصول و بررسی تاثیر آن بر ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت ها

• لحاظ متغیرهای همچون تورم و محدودیت مالی شرکت ها در بررسی ارزش نگهداشت وجه نقد

• سنجش ماهیت رقابت در شرکت های سرمایه گذاری و بانک ها و ارتباط آن با میزان نقدینگی آنها

یادداشت ها

1. Haushalter et al.
2. Xu
3. Hou and Robinson
4. Hoberg and Phillips
5. Alimov
6. Chi and Su

7. aggressive behaviors
8. predation
9. agency conflicts
10. Bolton and Scharfstein's
11. Froot et al.
12. Chi and Su
13. Jensen
14. Dittmar and Mahrt-Smith
15. Masulis et al.
16. Frezard
17. Schoubben and Van
18. Center for Research in Security Prices
19. herfindahl
20. Lerner index
21. Chen et al.
22. Cheung
23. Product differentiation
24. Im,pesaran and shin
25. hausman

#### کتابنامه

۱. انواری رستمی، علی اصغر. اعتمادی، حسین. موحد مجد، مرضیه. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر ساختارهای رقابتی محصول بر سیاست های تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی، ۱(۲): ۱-۱۸.
۲. صفرزاده، محمدحسین. رفیعی، افسانه. (۱۳۹۳). تبیین ارتباط تبیین رقابت در بازار محصول و راهبری شرکتها. مجله دانش حسابداری، ۵(۱۸): ۴۸-۲۵
۳. عظیمی، مجید. صباغ، منیره. (۱۳۹۳). ارتباط ارزشی نگهداشت وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی ۶(۲۱): ۱۵۲-۱۲۹.
۴. فخاری، حسین. روحی، قاسم. (۱۳۹۲). تاثیر نگهداشت وجه نقد و مدیریت سرمایه در گردش را بر مازاد بازده سهام شرکت ها. مجله دانش حسابداری ۴(۱۴): ۲۷-۴۹.
۵. نمازی، محمد. رضایی، محمدرضا. (۱۳۹۲). بررسی اثر رقابت در بازار محصول بر سیاست تقسیم سود نقدی شرکتها. راهبرد مدیریت مالی، ۱(۳): ۱-۲۴

6. Alimov,A.(2013). Product Market Competition and the Value of Corporate Cash. Research Centre for International Economics. City University of Hong Kong
7. 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.
8. Cheung,A.(2012). Product market competition, Corporate Investment and Financing:Evidence from Cash Flow Shortfall. Curtin University, School of Economics and Finance.
9. Chi,j. Su,x.(2013). Product Market Predation Risk and the Value of Cash Holdings. University of Nevada, Las Vegas
10. Dittmar, A. and J. Mahrt-Smith,( 2007). “Corporate governance and the value of cash holdings”, *Journal of financial economics* 83(3):599-634.
11. Faulkender, M., Wang, R.( 2006). Corporate Financial Policy and the Value of Cash. *Journal of Finance* 61: 1957-1990.
12. Frésard, L.( 2010). “Financial strength and product market behaviors: the real effects of corporate cash holdings”, *Journal of Finance* 65(3): 1097–1122.
13. Froot, K.A., D.S. Scharfstein, and J.C. Stein, (1993). “Risk management: coordinating corporate investment and financing policies”, *Journal of Finance* 48(5): 1629–1658.
14. 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.
15. Hoberg, G., Phillips, G.( 2010). Real and Financial Industry Booms and Busts. *Journal of Finance* 65: 45-86.
16. Hou, K. and D.T. Robinson, (2006). “Industry concentration and average stock returns”, *Journal of Finance* 61(4): 1927–1956.
17. Jensen, M., (1986). “Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers”, *American Economic Review* 76(2): 323–329.
18. Masulis, R., Wang, C., Xie, F.(2009). Agency problems at dual-class companies. *Journal of Finance* 64: 1697–1727.
19. 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
20. Xu, J., (2011). Product market competition and capital structure: Evidence from import penetration. Forthcoming, *Journal of Financial Economics*.