Archive of SID

مطالعات حسابداری و حسابرسی، پاییز ۱۳۹۸، شماره ۳۱، از صفحه ۴۱ تا ۵۸

بررسی ارتباط بین رقابت در بازار محصول با ارزش مانده نقد با تاکید بر نقش حاکمیت شرکتی

دکتر محمد اسماعیل فدائی نژاد©

دانشیار حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی

فائزه سخائی[۲]

کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی پرندک

(تاریخ دریافت: ۲۴ آبان ۱۳۹۶؛ تاریخ پذیرش: ۲۱ بهمن ۱۳۹۶)

هدف اساسی تحقیق حاضر، بررسی ارتباط بین رقابت در بازار محصول با ارزش مانده نقد با تاکید بر نقش حاکمیت شرکتی می باشد. در این تحقیق، مطابق با هدف مذکور، ۳ فرضیه مطرح شد که و مورد تجزیه و تحقیق آماری قرار گرفتند. نمونه آماری تحقیق ۱۷ شرکت فعال در صنعت خودروسازی پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران می باشند که داده های آنها برای یک دوره ۵ ساله مورد تجزیه و تحلیل آماری قرار گرفت. فرضیات تحقیق از طریق مدل های رگرسیونی چندگانه بررسی شدند که مطابق با یافته ها، رقابت در بازار محصول، نقشی در نحوه واکنش بازار سرمایه به تغییرات مانده نقد نداشته است. این در حالی است که دخالت سهامداران عمده باعث شده است که رقابت در بازار محصول، واکنش بازار سرمایه به تغییرات مانده نقد را تحریک نماید. این یافته در خصوص سهامداران نهادی نیز مصداق دارد و به طور بالقوه منعکس کننده نقش نظارتی این قبیل سهامداران می باشد.

واژه‌های کلیدی: مانده وجه نقد، ارزش مانده نقد، تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، رقابت در بازار محصول.

© (نویسندهٔ مسئول)

[1] m-fadaei@sbu.ac.ir

[2] f.sakhaei20@gmail.com

www.SID.ir

Archive of SID

مقدمه

ساختار راهبری یک شرکت از ابعاد گوناگون قابل توجه است ودر وهله اول برحسب همسویی منافع نمایندگان و مالکان تعریف می‌شود. براین اساس، چنانچه منافع مدیران و مالکان همسان و یا به هم نزدیک باشد، بسیاری از تعارضات نمایندگی حل شده و این امر بطور بالقوه بر جوانب مختلف شرکت‌های سهامی و بازار سرمایه تاثیر می‌گذارد[۱۰] ازجمله مواردی که ممکن است، تحت تاثیر ساختار راهبری قرار بگیرد؛ کارآیی و بهره‌وری شرکت است که این امر می تواند منافع سایر گروه ها را در شرکت تبیین نماید. از این جهت، تاثیر ساختارهای راهبری بر وضعیت و کارآیی مالی، یکی از موضوعاتی است که بطور فزاینده‌ای مورد توجه پژوهشگران قرار دارد و زمینه تحقیقات زیادی در سالهای اخیر بوده است. در این راستا، تاکنون تحقیقات زیادی در خصوص تاثیر مکانیسم های حاکمیت شرکتی بر جنبه های مختلف واحدهای تجاری انجام شده است. این تحقیقات بیشتر بر تاثیر این مکانیسم ها بر معیارهای عملکردی تمرکز نموده اند. در تحقیق حاضر، تاثیر حاکمیت شرکتی بر دسترسی شرکتها به منابع مالی و موفقیت آنها در استفاده بهینه از این منابع در راستای رشد شرکت مورد توجه قرار گرفته است. در این رابطه به نوسانات جریان نقدی بعنوان یک منبع مالی بالفعل برای شرکتها توجه شده است. همچنین، رقابت در بازار محصول، عاملی است که به عنوان یک مکانیسم حاکمیتی خارج از شرکت، مورد توجه بسیاری از محققان بوده است. فشارهای رقابتی در بازار محصول شرکتها را واردارب‌ه حداقل نمودن بهای تمام شده و ارتقای بهره وری می نماید و چنانچه شرکتی نتواند فعالیت های عملیاتی خود را بر این اساس تعدیل نماید از بازار رقابت حذف می گردد. بنابراین میتوان استدلال می شود که نگهداری ذخایر نقد در شرکت ها، هدفمند و مبتنی بر مقاصد مدیریت می باشد و عامل رقابت در بازار محصول می تواند جانشین مناسب و قدرتمندی برای مکانیزم هایی حاکمیت شرکتی در مواجه با مسائل نمایندگی وجوه نقد باشد.[۱۱]

بنابراین، هدف اساسی تحقیق حاضر، بررسی ارتباط بین رقابت در بازار محصول با ارزش مانده نقد با تاکید بر نقش حاکمیت شرکتی باشد. این تحقیق به صورت موردی و در میان شرکت های فعال در صنعت خوردوسازی پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران انجام شده است.

پیشینه تحقیقات

اوپلروهمکاران (۱۹۹۹) عوامل موثر بر مانده وجه نقد شرکتها رادرایالات متحده برای دوره ای ازسال۱۹۷۱ تا ۱۹۹۴بررسی نموده و دریافتند که شرکتهای با فرصتهای رشد بالاتر و جریان های نقدی باریسک بالاتر، به نسبت وجه نقد بیشتری نسبت به کل داراییهای غیر نقدی نگهداری می نمایند. [۱۲]

ازکان(۲۰۰۴) نمونه ای ازشرکتهای انگلیسی در طول دوره ای از سال ۱۹۸۴ تا ۱۹۹۹را بررسی نموده ونشان داد که به طور خاص میزان مالکیت مدیریت در شرکتها با میزان وجه نقد شرکت رابطه با اهمیتی داشته و درکل فرصتهای رشد، جریانات نقدی، داراییهای سیال، اهرم مالی و بدهی بانکی عوامل مهمی درتعیین میزان موجودی نقد شرکت به شمار می روند. [۱۳]

www.SID.ir

Archive of SID

سان و همکاران(۲۰۱۲) در تحقیقی با عنوان رابطه بین کیفیت سود و نگهداشت وجه نقد شرکتی، نشان دادند که کیفیت پایین سود بر ارزش وجه نقد نگهداری شده، تاثیر منفی دارد. این در حالی است که کیفیت سود بالاتر، تمایل مدیران واحدهای انتفاعی را برای نگهداشت وجه نقد، افزایش می دهد. نتایج این تحقیق نشان داد که کیفیت پایین سود، تاثیرات مثبت افزایش ذخایر نقدی بر ارزش بازار شرکت را خنثی نموده و یا از شدت آن می کاهد. [۱۴]

لنجار[2](۲۰۱۲) به بررسی تعیین کننده های مالی نگهداشت وجه نقد در کشورهای در حال توسعه و مقایسه آن با کشورهای توسعه یافته پرداخت. در این تحقیق تاثیر ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود بر نگهداشت وجه نقد در برزیل، روسیه، هند و چین بررسی شده و این اثرات با کشورهای آمریکا و انگلیس مقایسه شد. نتایج نشان داد که عوامل ساختار سرمایه، سیاست تقسیم سود و اندازه شرکت بر نگهداشت وجه نقد تاثیرگذار است و این یافته ها در کشورهای در حال توسعه و کشورهای توسعه یافته مشابه می باشد. [۷]

همچنین، مطابق با یافته‌ها، در کشورهای دارای محافظت پایین از سهامداران، شرکتها وجوه نقد بیشتری نگهداری می کنند .

گیرود و مولر[3](۲۰۱۱) در تحقیقی به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی و رقابت در بازار محصول بر عملکرد شرکتها پرداختند. نتایج نشان داد که حاکمیت شرکتی ضعیف در صنایع غیررقابتی، منجر به بازده سرمایه کمتر، بهره وری کمتر و ارزش بازار پایین تر می شود. همچنین نتایج حاکی از این است که حاکمیت شرکتی ضعیف، بطور بالقوه باعث کاهش بازدهی نیروی کار و افزایش هزینه های محصول می شود. اما این تاثیر در صنایع رقابتی و در شرکتهایی که توانایی رقابت در بازار محصول را دارند؛ کمتر است. [۹]

در این راستا، آلیمو(۲۰۱۰) رابطه بین رقابت را بر سیاستهای نگهداری وجه نقد و تاثیر مکانیسم های حاکمیت شرکتی بر رابطه مذکور با استفاده از داده های شرکت‌های سهامی در طول سالهای ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۵ بررسی نمود. او دریافت که شدت رقابت در بازار محصول تاثیرات معناداری بر وجه نقد نگهداری شده دارد. همچنین، نتایج نشان داد که در شرکتهای فعال در محیط‌های رقابتی، بین حاکمیت شرکتی با سطح نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری وجود دارد.[۵]

از طرف دیگر، یافته های آلیمو(۲۰۱۴) حاکی از این بود که شدت رقابت در بازار محصول تاثیرات معناداری بر وجه نقد نگهداری شده دارد. [۶]

رسائیان و همکاران(۱۳۸۹) تحقیق در مورد رابطه مکانیزم های نظارتی حاکمیت شرکتی و سطح نگهداشت وجه نقد شرکتها انجام دادند. هدف اصلی تحقیق آنها بررسی رابطهٔ برخی از مکانیزم های حاکمیت شرکتی شامل درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و درصد سرمایه گذاران نهادی به عنوان متغیرهای مستقل و سطح نگهداشت وجه نقد به عنوان متغیر وابسته، دربورس اوراق بهادارتهران است.آنها

[1] Sun.Q.et al
[2] Al-Najjar,B
[3] Giroud.X and Mueller.H

www.SID.ir

Archive of SID

۱۲۹ شرکت را در یک دوره ۱۰ سال از ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۷ بررسی نمودند. نتایج پژوهش بیانگرآن است که بین درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد دربورس اوراق بهادار تهران،رابطه منفی ومعنی داری وجود دارد، اما بین درصد سرمایه گذاران نهادی و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه معنی داری وجود ندارد. [۱]

فروغی و همکاران(۱۳۹۰) در تحقیقی به بررسی رابطه کیفیت سود (متغیر مستقل) و میزان نگهداری وجه نقد (متغیر وابسته) در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان داده است که بین کیفیت سود و میزان نگهداری وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه منفی و معنادار وجود دارد. به طور کلی، نتایج پژوهش نشان داده است که تقریباً ۸۵ درصد از تغییرات در میزان نگهداری وجه نقد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، با تغییرات متغیرهای مورد استفاده در مدل پژوهش، توضیح داده میشود. [۲]

نمازی و ابراهیمی(۱۳۹۱) ارتباط بین رقابت بازار محصول و بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را بررسی نمودند. آنها برای اندازه گیری رقابت بازار محصول از شاخصهای هرفیندال، لرنر و لرنر تعدیل شده استفاده کردند. نتایج نشان داد که بین شاخص هرفیندال با بازده سهام شرکتهای نمونه آماری رابطه معکوس برقرار است ولی این رابطه معنادار نیست. همچنین، بین شاخص هرفیندال، لرنر و لرنر تعدیل شده با بازده سهام رابطه معکوس و معنادار وجود دارد. این یافته ها بدان معناست که هرچقدر رقابت در بین صنایع بیشتر باشد؛ بازده سهام نیز بیشتر خواهد بود. [۴]

فخاری و همکاران(۱۳۹۴) در تحقیقی به بررسی اثر شدت رقابت در بازار محصول بر ارزش گذاری بازار از نگهداشت وجه نقد ۱۸۵ شرکت از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداختند و نتایج نشان داد افزایش شدت رقابت در بازار محصول تاثیر مثبتی بر ارزش گذاری بازارسرمایه از نگهداشت وجه نقد توسط شرکت ها می گذارد. [۳]

مبانی نظری پژوهش

شرکت‌ها میزان بهینه وجه نقد خود را با برقراری یک تعادل میان منافع و هزینه‌های نگهداری وجه نقدتعیین می‌کنند. در حقیقت، شرکت‌ها سطح بهینه وجه نقدخودرا با تعیین میزان اهمیت هزینه‌های نهایی ومنافع نهایی ناشی از نگهداری وجه نقد تنظیم می‌کنند. نکته مهم این است که سطح مطلوبی از وجه نقد برای شرکت‌ها وجود داردکه درآن مدیریت با رویکردی فعالانه، براساس تحلیل هزینه –منفعت نسبت به نگهداری وجه نقد تصمیم گیری می‌کند(جانی و همکاران[1]،۲۰۰۴). [۱۰] چگونگی به کارگرفتن وجوه داخلی، تصمیمی مهم درتضاد بین سهامداران ومدیران است. بر اساس مباحث فوق، در تحقیق حاضر به نقش حاکمیت شرکتی و رقابت در بازار محصول به عنوان عوامل موثر بر راهبردهای مدیریت وجوه نقد در شرکت‌ها و واکنش بازار سرمایه به این راهبردها توجه می‌شود.

[1] Jani، E.، Hoesli، M.، Bender، A.، w.d

www.SID.ir

Archive of SID

فرضیات تحقیق

فرضیه اول

بین رقابت در بازار محصول با ارزش مانده نقد، ارتباط معنادار وجود دارد.

فرضیه دوم

میزان مالکیت نهادی با تعامل بین رقابت در بازار محصول با ارزش مانده نقد، ارتباط معنادار دارد.

فرضیه سوم

میزان تمرکز مالکیت با تعامل بین رقابت در بازار محصول با ارزش مانده نقد، ارتباط معنادار دارد.

روش تحقیق

روش تحقیق توصیفی و از نوع همبستگی است. توصیفی به این دلیل که هدف آن توصیف کردن شرایط یا پدیده های مورد بررسی است و برای شناخت بیشتر شرایط موجود می باشد و همبستگی به دلیل اینکه در این تحقیق رابطه بین متغیرها موردنظر است . تحقیق حاضر به بررسی روابط بین متغیرها پرداخته و در پی اثبات وجود این رابطه در شرایط کنونی براساس داده های تاریخی می باشد. بنابراین میتوان آنرا ازنوع پس رویدادی طبقه بندی نمود. در این گونه تحقیقات، محقق به بررسی علت و معلول (متغیر وابسته و متغیر مستقل) پس از وقوع می پردازد. در این تحقیقات بین متغیرها یک رابطه آماری وجود دارد که هدف بررسی این رابطه می باشد . همچنین متغیرها قابل دستکاری نیستند. این تحقیق بلحاظ هدف، کاربردی است و در آن رفتار مدیریت منابع نقدی واحدهای انتفاعی مبتنی بر رقابت در بازار محصول و با لحاظ مکانیسم های حاکمیت شرکتی، مورد توجه قرار گرفته است. همچنین، تحقیق حاضر، بلحاظ گردآوری اطلاعات توصیفی است و در آن اطلاعات مالی شرکتهای نمونه آماری، به روش کتابخانه ای جمع آوری می شود.

جامعه آماری

جامعه آماری تحقیق را کلیه شرکتهای فعال در صنعت خودروسازی پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می دهد. دلیل انتخاب جامعه آماری مذکور این است که سازمان بورس اوراق بهادار تهران اطلاعات نسبتاً جامعی درخصوص وضعیت شرکتها و روند عملکردهای مالی و اقتصادی آنها دارد و می توان گفت تنها منبع اطلاعاتی است که با استفاده از آن می توان به منابع اطلاعاتی مالی شرکتها دسترسی یافته و مدلهای تحقیق را مورد آزمون قرار داد.

روش نمونه گیری

اغلب در تحقیقاتی که بر پایه اطلاعات حسابداری و بازار سرمایه است؛ نمونه گیری به روش سیستماتیک انجام شود. در این روش ابتدا شرایطی جهت انتخاب نمونه تعریف می شود و نمودهای فاقد شرایط مذکور از نمونه حذف می گردند. این شرایط با توجه به مدل آزمون فرضیات و متغیرهای تحقیق تعیین می شود.دلیل استفاده از این روش و تعریف چنین شرایطی همگون نمودن نمونه آماری مورد مطالعه با کل جامعه و امکان تعمیم نتایج حاصل از آزمونها به جامعه آماری می باشد.

www.SID.ir

Archive of SID

باتوجه به متغیرهای تحقیق می توان ضوابط ذیل را جهت اعمال در نمونه گیری حذفی سیستماتیک تعریف نمود.

۱. پایان سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند باشد.
۲. در طول سالهای ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ در بازار بورس به صورت فعال و مداوم حضور داشته باشد.
۳. شرکت در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداشته باشد.
۴. نماد معاملاتی شرکت فعال و بیش از ۴ ماه در سال توقف نماد معاملاتی نداشته باشد.
۵. اطلاعات مالی شرکت در دوره مورد مطالعه در دسترس باشد.
۶. در هیچ یک از سالهای تحقیق، حقوق صاحبان سهام آنها منفی نباشد.

حجم نمونه آماری

حجم نمونه آماری درنتیجه اعمال شرایط و ملاحظات در نمونه گیری حذفی سیستماتیک ۱۷ شرکت از جامعه آماری جهت انجام آزمونها انتخاب شدند. دوره تحقیق ۵ سال متوالی می باشد بنابراین حجم نهایی نمونه ۸۵ سال-شرکت (۱۷*۵) می باشد.

دوره زمانی تحقیق

محدوده زمانی تحقیق شامل ۵ سال متوالی از سال ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ می باشد که بررسی فرضیات تحقیق با استفاده از داده های واقعی این سالها انجام می پذیرد. با توجه به اینکه برای محاسبه برخی از متغیرهای تحقیق داده های دوره t-1 موردنیاز می باشد، اطلاعات سال ۱۳۸۷ نیز گردآوری و در محاسبات لحاظ شده است.

روش‌های آماری آزمون فرضیه ها

در این تحقیق از رگرسیون چند متغیره با به کارگیری داده‌های ترکیبی استفاده می گردد. برای تجزیه و تحلیل داده‌های تحقیق و آزمون فرضیات تحقیق از روش‌های آماری به دو شکل توصیفی و استنباطی استفاده شده و سپس برای برآورد پارامترها و بررسی آزمون فرضیات تحقیق، فروض کلاسیک رگرسیون مورد بررسی قرار گرفته است. همچنین از نرم افزارهای EViews و SPSSبرای تحلیل توصیفی داده‌ها و آزمون فرضیات و استخراج مدل رگرسیون استفاده شده است.

مدل آزمون فرضیات

مدل تحقیق حاضر از تحقیق آلیمو[1](۲۰۱۴) اقتباس شده است که یک مدل رگرسیونی
برای اندازه گیری ارزش مانده نقد می باشد که با اضافه نمودن متغیرهای مستقل، توسعه و تکمیل شده است.
مدل اولیه توسط فالکندر و وانگ(۲۰۰۶) طراحی و ارائه شده است.

[1] Alimo

www.SID.ir

Archive of SID

$$r_{i,t}\text{-}R_t^B = \beta_0 + \beta_1\frac{\Delta Cashi,t}{MVit-1} + \beta_2\frac{\Delta Cashi,t}{MVit-1}*HHI + \beta_3\frac{\Delta Cashi,t}{MVit-1}*OI + \beta_4\frac{\Delta Cashi,t}{MVit-1}*CO + \beta_5\frac{\Delta Cashi,t}{MVit-1}*HHI*OI + \beta_6\frac{\Delta Cashi,t}{MVit-1}*HHI*CO + \beta_7\frac{\Delta Ei,t}{MVit-1} + \beta_8\frac{\Delta NAi,t}{MVit-1} + \beta 9\frac{\Delta Ii,t}{MVit-1} + \beta 10\frac{\Delta Di,t}{MVit-1} + \beta 11\frac{Cashi,t-1}{MVit-1} + \beta 12\frac{NFi,t}{MVit-1} + \beta 13Lit + \beta 14\frac{\Delta Cashi,t-1}{MVit-1} * \frac{Cashi,t}{MVit-1} + \beta 15Lit\frac{\Delta Cashi,t}{MVit-1} + e_{it}$$

متغیرهای تحقیق

تعریف متغیرها

$r_{i,t} - R_t^B$: بازده غیرعادی سهام شرکت(اختلاف بین بازده سالانه سهام شرکت با بازده شاخص کل بازار سرمایه)

Cash: مانده وجوه نقد و موجودی بانکها

HHI: شاخص رقابت در بازار محصول(هرفیندال) می باشد که به صورت زیر محاسبه می شود.

$$HHI=\sum_{i=1}^{Nj}\left(\frac{Sale_{i,j}}{\sum_{i=1}^{Nj} Sales_{i,j}}\right)^2$$

IO: میزان مالکیت نهادی در شرکت

CO: درصد مالکیت بزرگترین سهامدار شرکت به عنوان معیار تمرکز مالکیت

E: سود خالص شرکت قبل از اقلام غیرمترقبه(بعنوان متغیر کنترل)

NA: کل دارایی ها منهای مانده وجه نقد(بعنوان متغیر کنترل)

NF : خالص تامین مالی که از طریق میزان افزایش در بدهی ها بعلاوه میزان افزایش در حقوق صاحبان سهام محاسبه می شود(بعنوان متغیر کنترل)

I: هزینه های مالی(بعنوان متغیر کنترل)

D: میزان سود تقسیمی که از ضرب تعداد سهام در سود تقسیمی هر سهم محاسبه می شود(بعنوان متغیر کنترل).

L: اهرم مالی شرکت که نسبت کل بدهی ها به کل دارایی هااست(بعنوان متغیر کنترل).

در الگوی رگرسیونی فوق، عبارت Δ به معنی تغییرات اقلام موردنظر در دوره t نسبت به دوره t-1 می باشد. مطابق با فالکندر و وانگ(۲۰۰۶)،کلیه متغیرهای موجود در مدل فوق غیر از اهرم مالی، با تقسیم بر ارزش بازار ابتدای دوره (M t-1) هم مقیاس می شوند(فالکندر و وانگ،۲۰۰۶). [۸]

تحلیل و توصیف داده ها

در نقطه شروع تجزیه و تحلیل داده هایی که بر اساس مبانی کمی اندازه گیری می شوند؛ به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات، ابتدا لازم است آمار توصیفی داده های تحت بررسی محاسبه شود.تعداد مشاهدات تحقیق حاضر۸۵ سال-شرکت است. این مشاهدات ناشی از ترکیب داده های ۱۷ شرکت خودروسازی پذیرفته شده در بورس، بعنوان نمونه آماری در طول ۵ سال، بعنوان دوره آزمون می باشد.آمار توصیفی مربوط به متغیرهای بکار رفته در مدل آزمون فرضیات در جدول زیر ارائه شده است.

www.SID.ir

Archive of SID

نتایج جدول زیر نشان می دهد که میانگین بدست آمده برای متغیر بازده غیرعادی سهام، مثبت است که نشان می دهد،شرکتهای نمونه آماری در طول دوره تحقیق، بازدهی بیشتری را نسبت به بازار سرمایه کسب نموده اند. نزدیک به ۵۷ درصد از سهام شرکتهای نمونه آماری متعلق به سهامداران عمده بوده است و این در حالی است که سطح مالکیت سهامداران نهادی، بیش از ۵۸ درصد می باشد.

مطابق با یافته ها تغییر در مانده نقد، دارای میانگین مثبت می باشد. این یافته حاکی از آن است که مانده نقد شرکتهای نمونه آماری در طول دوره تحقیق، رشد داشته است. این در حالی است که میانگین بدست آمده برای تغییر در سود تقسیمی، منفی می باشد و نشان می دهد که شرکتهای نمونه آماری در طول دوره تحقیق، سود تقسیمی خود را کاهش داده داده اند. همچنین، تغییر در سود خالص، تغییر در هزینه مالی و تغییر در دارایی های غیرنقدی، مثبت می باشد که حاکی از روند رو به افزایش این متغیرها در شرکتهای نمونه آماری در طول دوره تحقیق، می باشد. میانگین بدست آمده برای متغیر اهرم مالی حاکی از این است که در حدود ۶۷ درصد از دارایی های شرکتهای نمونه آماری در طول دوره تحقیق، از طریق بدهی تامین شده اند.

جدول توزیع اندازه های آماری متغیرهای مدل تحقیق

معادل فارسی متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	تعداد مشاهدات
بازده غیرعادی سهام	AR	0.014389	-0.387300	6.374810	-1.238200	1.266005	2.768372	11.84197	85
تمرکز مالکیت	CO	0.569400	0.510000	0.986700	0.289300	0.158764	0.595416	2.929760	85
مالکیت نهادی	OI	0.582639	0.706500	0.908600	0.000000	0.317440	-0.890206	2.266812	85
توانایی رقابت	HHI	0.001543	9.80E-07	0.101187	5.00E-09	0.011032	8.827037	80.17166	85
تغییر در مانده نقد	ΔCASH	0.037328	0.010860	0.925224	-0.655485	0.199800	1.019965	9.134940	85
مانده نقد دوره قبل	CASH t-1	0.200232	0.134645	1.219786	0.001784	0.242773	2.405936	9.052230	85
تغییر در سود تقسیمی	ΔD	-0.061560	-0.016292	0.706120	-0.881375	0.240400	-0.302912	6.638716	85
تغییر درسود خالص	ΔE	1.151304	-0.018079	210.0654	-105.8632	25.64336	5.604931	56.72159	85
تغییر درهزینه مالی	ΔI	0.885032	0.026400	144.8118	-73.04030	17.67578	5.588952	56.64135	85
تغییردر خالص تامین مالی	ΔNF	0.304371	0.300656	5.118959	-4.474317	1.226758	0.003092	7.651723	85
اهرم مالی	L	0.675358	0.715941	0.938398	0.108763	0.183725	-0.975940	3.921909	85
تغییر در دارایی غیرنقدی	ΔNA	0.266942	0.276947	5.043768	-4.180579	1.201281	0.064092	7.383225	85

www.SID.ir

Archive of SID

یافته های پژوهش - آمار استنباطی

تصمیم گیری در خصوص فرضیه اول

فرضیه اول: بین رقابت در بازار محصول با ارزش مانده نقد، ارتباط وجود دارد.

با توجه به ادعای مطرح شده در فرضیه اول و مدل آزمون فرضیات، می توان فرضهای آماری زیر را مطرح نمود.

: β2=0 ·H

H1: β2≠0

جدول نتیجه آزمون چاو فرضیه اول

فرضیه صفر	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون چاو
استفاده از مدل ترکیبی	1.021485	0.4386	پذیرفتن فرض صفر

با توجه به یافته های ارائه شده در جدول از آزمون چاوکه ضریب اطمینان آن 0.4386 میباشد بنابراین فرض H0 پذیرفته میشود یعنی مدل فرضیه اول ، ترکیبی است.

همچنین باتوجه به اینکه ضریب اطمینان این فرضیه با سطح معناداری ۰/۶۱۸۱می باشد که بالاتر از سطح خطای آزمون(۰/۰۵) است که نشان می دهد بین متغیرهای مذکور، ارتباط معنادار به لحاظ آماری وجود ندارد. به عبارت دیگر،رقابت در بازار محصول، نقشی در نحوه واکنش بازار سرمایه به تغییرات مانده نقد نداشته است. این یافته با ادعای مطرح شده در فرضیه اول تحقیق مغایر می باشد، در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود که خلاصه نتایج آماری در جدول به شرح ذیل میباشد.

جدول نتیجه آزمون فرضیه اول

$$ri,t\text{-}RtB = \beta0 + \beta1\frac{\Delta Cashi,t}{MVit-1} + \beta2\frac{\Delta Cashi,t}{MVit-1}*HHI + \beta7\frac{\Delta Ei,t}{MVit-1} + \beta8\frac{\Delta NAi,t}{MVit-1} + \beta9\frac{\Delta Ii,t}{MVit-1} + \beta10\frac{\Delta Di,t}{MVit-1} + \beta11\frac{Cashi,t-1}{MVit-1} + \beta12\frac{\Delta NFi,t}{MVit-1} + \beta13Lit + \beta14\frac{\Delta Cashi,t-1}{MVit-1} * \frac{Cashi,t}{MVit-1} + \beta15Lit * \frac{\Delta Cashi,t}{MVit-1} + eit$$

متغییر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
C	-0.331536	0.400523	-0.827760	0.4105
ΔCASH	0.498506	2.434686	0.204752	0.8383
HHI*ΔCASH	283.0188	565.3022	0.500650	0.6181
ΔE	0.440954	0.187394	2.353081	0.0213
ΔNA	0.186812	0.092867	2.011614	0.0479

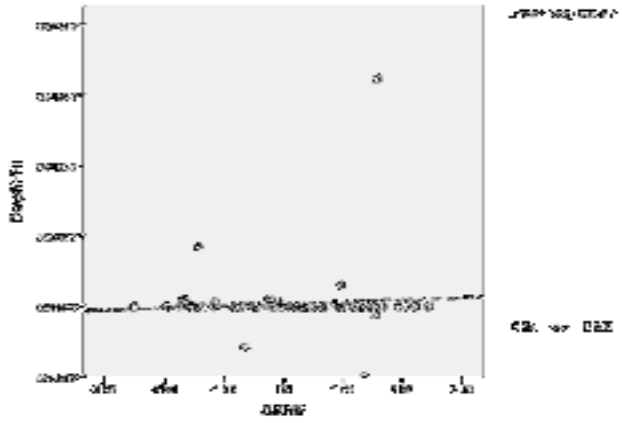
www.SID.ir

Archive of SID

$$ri,t\text{-}RtB = \beta0 + \beta1\frac{\Delta Cashi,t}{MVit-1} + \beta2\frac{\Delta Cashi,t}{MVit-1}*HHI + \beta7\frac{\Delta Ei,t}{MVit-1} + \beta8\frac{\Delta NAi,t}{MVit-1} + \beta9\frac{\Delta Ii,t}{MVit-1} + \beta10\frac{\Delta Di,t}{MVit-1} + \beta11\frac{Cashi,t-1}{MVit-1} + \beta12\frac{\Delta NFi,t}{MVit-1} + \beta13Lit + \beta14\frac{\Delta Cashi,t-1}{MVit-1} * \frac{Cashi,t}{MVit-1} + \beta15Lit * \frac{\Delta Cashi,t}{MVit-1} + eit$$

متغییر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
ΔI	-0.636809	0.271847	-2.342522	0.0218
ΔD	0.881426	0.444654	1.982276	0.0512
CASH t-1	1.962741	0.540241	3.633082	0.0005
ΔNF	0.181241	0.085862	2.012414	0.0425
L	0.020129	0.591632	0.034022	0.9730
1 * -ΔCASH t CASH t	-2.908015	1.149122	-2.530641	0.0135
ΔCASH * L	-0.276155	3.373636	-0.081857	0.9350
ضریب تعیین	0.298570	آماره F		3.857406
ضریب تعیین تعدیل شده	0.241080	سطح معنا داری آماره F		0.000610
		آزمون دوربین واتسون		2.406086

نمودار تراکنش و رگرسیون فرضیه اول: ارتباط بین رقابت در بازاربا ارزش وجه نقد بر بازده غیر عادی سهام



www.SID.ir

Archive of SID

تصمیم گیری در خصوص فرضیه دوم

فرضیه دوم: میزان مالکیت نهادی با تعامل بین رقابت در بازار محصول با ارزش مانده نقد، ارتباط معنی دار، دارد.

با توجه به ادعای مطرح شده در فرضیه دوم و مدل آزمون فرضیات، می توان فرضهای آماری زیر را مطرح نمود.

: β5=0 ·H

H1: β5≠0

جدول نتیجه آزمون چاو فرضیه دوم

فرضیه صفر	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون چاو
استفاده از مدل ترکیبی	0.735536	0.7213	پذیرفتن فرض صفر

با توجه به یافته های ارائه شده در جدول ۴-۸ ، باتوجه به نتیجه به دست آمده از آزمون چاو که ضریب اطمینان آن0.7213 می باشد بنابراین فرض H0 پذیرفته میشود یعنی مدل فرضیه دوم ، ترکیبی است.

همچنین با توجه به اینکه ضریب اطمینان این فرضیه با سطح معناداری ۰/۰۱۶۴ و پایین تر از سطح خطای آزمون(۰/۰۵) است که نشان می دهد بین متغیرهای مذکور، ارتباط مستقیم و معنادار به لحاظ آماری وجود دارد. به عبارت دیگر، دخالت سهامداران نهادی باعث شده است که رقابت در بازار محصول، واکنش بازار سرمایه به تغییرات مانده نقد را تحریک نماید. این یافته با ادعای مطرح شده در فرضیه دوم تحقیق مطابق می باشد، در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می شود که خلاصه نتایج آن طبق جدول به شرح ذیل می باشد:

جدول نتیجه آزمون فرضیه دوم

$$i,t\text{-RtB} = \beta0 + \beta1\frac{\Delta Cashi,t}{MVit-1} + \beta2\frac{\Delta Cashi,t}{MVit-1}*HHI + \beta3\frac{\Delta Cashi,t}{MVit-1}*IO + \beta5\frac{\Delta Cashi,t}{MVit-1}*HHI*IO + \beta7\frac{\Delta Ei,t}{MVit-1} + \beta8\frac{\Delta NAi,t}{MVit-1} + \beta9\frac{\Delta Ii,t}{MVit-1} + \beta10\frac{\Delta Di,t}{MVit-1} + \beta11\frac{Cashi,t-1}{MVit-1} + \beta12\frac{\Delta NAi,t}{MVit-1}\beta13Lit + \beta14\frac{\Delta Cashi,t-1}{MVit-1} * \frac{Cashi,t}{MVit-1} + \beta15Lit * \frac{\Delta Cashi,t}{MVit-1} + eit$$

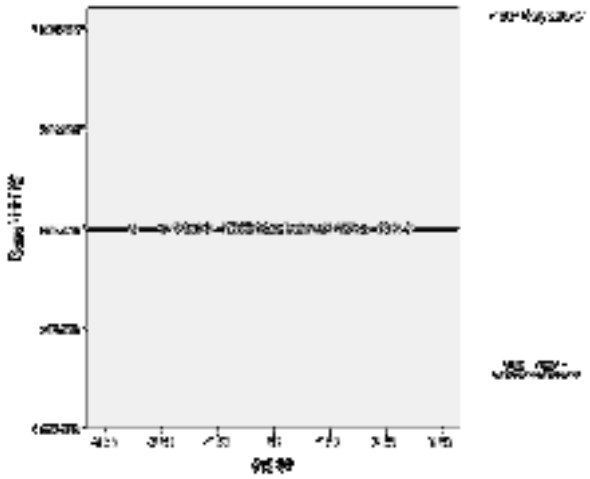
متغییر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
C	-0.273164	0.395473	-0.690728	0.4920
ΔCASH	2.427417	2.763236	0.878469	0.3826
HHI*ΔCASH	37194.80	23142.20	1.607228	0.1124
IO* ΔCASH	-2.652745	1.720940	-2.541451	0.0276
IO*HHI*ΔCASH	52845.91	33255.21	2.589102	0.0164

www.SID.ir

Archive of SID

0.0414	2.077066	0.183479	0.381098	ΔE
0.0476	2.015324	0.090366	0.182116	ΔNA
0.0425	-2.065696	0.266175	-0.549837	ΔI
0.0585	1.922359	0.432249	0.830939	ΔD
0.0004	3.700066	0.535751	1.982314	CASH t-1
0.0376	2.014384	0.085366	0.173416	ΔNF
0.8287	-0.217146	0.584900	-0.127009	L
0.0085	-2.705884	1.143404	-3.093918	ΔCASH t-1 * CASH t
0.8605	-0.176390	3.357238	-0.592183	ΔCASH * L
4.065402	آماره F		0.338143	ضریب تعیین
0.000552	سطح معنا داری آماره F		0.307833	ضریب تعیین تعدیل شده
2.271034	آزمون دوربین واتسون			

نمودار تراکنش و رگرسیون فرضیه دوم: میزان مالکیت نهادی با تعامل بین رقابت در بازار محصول با ارزش مانده نقد ارتباط معنا دار دارد.



تصمیم گیری در خصوص فرضیه سوم

فرضیه سوم: میزان تمرکز مالکیت با تعامل بین رقابت در بازار محصول با ارزش مانده نقد، ارتباط معنی دار،دارد.

با توجه به ادعای مطرح شده در فرضیه سوم و مدل آزمون فرضیات، می توان فرضهای آماری زیر را مطرح نمود.

$H_0 : \beta_6 = 0$

www.SID.ir

Archive of SID

H1: β6≠0

جدول نتیجه آزمون چاو فرضیه سوم

فرضیه صفر	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون چاو
استفاده از مدل ترکیبی	0.604388	0.8408	پذیرفتن فرض صفر

با توجه به یافته های ارائه شده در جدول بالا از آزمون چاو که ضریب اطمینان آن 0.8408 می‌باشد بنابراین فرض H0 پذیرفته میشود یعنی مدل فرضیه سوم ، ترکیبی است.

همچنین با توجه به اینکه ضریب اطمینان این فرضیه باسطح معناداری ۰/۰۰۱۶ وپایین تر از سطح خطای آزمون(۰/۰۵) است که نشان می دهد بین متغیرهای مذکور، ارتباط مستقیم و معنادار به لحاظ آماری وجود دارد. به عبارت دیگر، دخالت سهامداران عمده باعث شده است که رقابت در بازار محصول، واکنش بازار سرمایه به تغییرات مانده نقد را تحریک نماید. این یافته با ادعای مطرح شده در فرضیه سوم تحقیق مطابق می باشد، در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می شود که نتایج آماری آن در جدول ارایه می‌گردد.

جدول نتیجه آزمون فرضیه سوم

$$ri,t\text{-}RtB = \beta0 + \beta1\frac{\Delta Cashi,t}{MVit-1} + \beta2\frac{\Delta Cashi,t}{MVit-1}*HHI + \beta4\frac{\Delta Cashi,t}{MVit-1}*CO + \beta6\frac{\Delta Cashi,t}{MVit-1}*HHI*CO + \beta7\frac{\Delta Ei,t}{MVit-1} + \beta8\frac{\Delta NAi,t}{MVit-1} + \beta9\frac{\Delta Ii,t}{MVit-1} + \beta10\frac{\Delta Di,t}{MVit-1} + \beta11\frac{Cashi,t-1}{MVit-1} + \beta12\frac{\Delta NFi,t}{MVit-1} + \beta13Lit + \beta14\frac{\Delta Cashi,t-1}{MVit-1} * \frac{Cashi,t}{MVit-1} + \beta15Lit * \frac{\Delta Cashi,t}{MVit-1} + eit$$

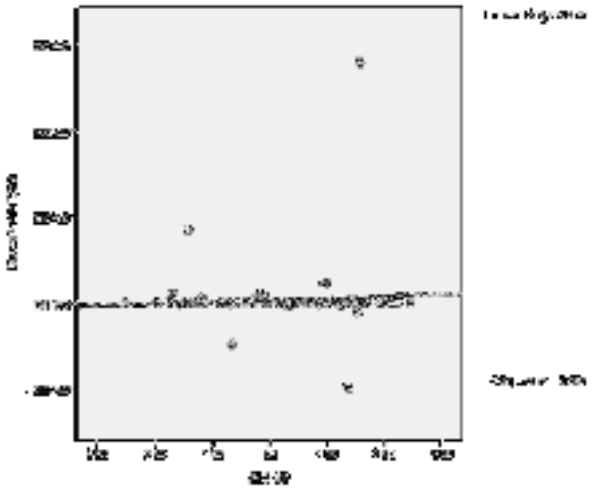
متغییر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
C	-0.273595	0.394505	-0.693515	0.4902
ΔCASH	-1.805885	2.662754	-0.678202	0.4998
HHI*ΔCASH	25155.86	13466.68	1.868008	0.0658
CO* ΔCASH	5.458789	3.438480	1.587559	0.1168
HHI*CO*ΔCASH	-56431.24	30865.37	2.928303	0.0016
ΔE	0.434241	0.182444	2.380130	0.0200
ΔNA	0.198846	0.090371	2.200340	0.0310
ΔI	-0.625290	0.264739	-2.361910	0.0209
ΔD	0.798675	0.435927	1.832127	0.0711

www.SID.ir

Archive of SID

CASH t-1	1.949051	0.531115	3.669732	0.0005
ΔNF	0.184546	0.087571	2.198340	0.0365
L	-0.105614	0.586370	-0.180116	0.8576
ΔCASH t-1 * CASH t	-2.910187	1.130514	-2.574216	0.0121
ΔCASH * L	-1.406117	3.497072	-0.402084	0.6888
ضریب تعیین	0.339444	آماره F		4.283255
ضریب تعیین تعدیل شده	0.229351	سطح معنا داری آماره F		0.000471
		آزمون دوربین واتسون		2.330301

نمودار تراکنش و رگرسیون فرضیه سوم: میزان تمرکز مالکیت با تعامل بین رقابت در بازار محصول با ارزش مانده نقد ارتباط معنا دار دارد.



نتیجه گیری

یافته های حاصل از آزمون فرضیه اول تحقیق نشان داد که بین رقابت در بازار محصول با ارزش مانده نقد، ارتباط معنادار به لحاظ آماری وجود ندارد. این یافته با نتایج آلیمو(۲۰۱۴)و(۲۰۱۲) مغایر می باشد، زیراکه این محقق، به نتایج معناداری در این باره دست یافت. همچنین با نتایج فخاری وهمکاران (۱۳۹۴) نیز مبنی بر تاثیر مثبت افزایش شدت رقابت در بازار محصول بر ارزش اضافی خلق شده ناشی از نگهداشت وجه نقد مغایر می باشد. دلیل این ناسازگاری را می توان در تفاوت در معیار رقابت در بازار محصول

www.SID.ir

Archive of SID

استفاده شده و همچنین، تفاوت در دیدگاه فعالان بازار سرمایه ایران در خصوص عامل رقابت و اهمیت آن در راهبردهای مالی شرکتها دانست.

یافته های حاصل از آزمون فرضیه دوم تحقیق نشان داد که میزان مالکیت نهادی بر ارتباط بین رقابت در بازار محصول با ارزش مانده نقد، تاثیر مثبت داشته است. این یافته با نتایج آلیمو(۲۰۱۰) سازگار می باشد، زیراکه این محقق نیز به نتایج معناداری در خصوص نقش سهامداران نهادی در ارزش مانده نقد دست یافت. همچنین، یافته های مذکور در راستای تحقیق آلیمو(۲۰۱۴) می باشد و این محقق نیز، نقش حاکمیت شرکتی در ارتباط رقابت با ارزش مانده نقد را اثبات نموده است.

یافته های حاصل از آزمون فرضیه سوم تحقیق نشان داد که میزان تمرکز مالکیت بر ارتباط بین رقابت در بازار محصول با ارزش مانده نقد، تاثیر مثبت داشته است. این یافته با نتایج آلیمو(۲۰۱۰) و آلیمو(۲۰۱۴) سازگار می باشد.

پیشنهادهای تحقیق

پیشنهادهای مبتنی بر نتایج تحقیق

براساس یافته های فرضیه اول مبنی بر اینکه بین رقابت در بازار محصول با ارزش مانده نقد، ارتباط معنادار وجود ندارد؛ به فعالان بازار سرمایه پیشنهاد می شود که در تصمیمات سرمایه گذاری خود، توانایی رقابتی شرکتها را موردنظر قرار داده و به آن به عنوان یک عامل بالقوه در عملکرد شرکتها توجه نمایند.

براساس یافته های فرضیه دوم مبنی بر اینکه میزان مالکیت نهادی با تعامل بین رقابت در بازار محصول با ارزش مانده نقد، ارتباط معنی دار داشته است؛ به سرمایه گذاران و سهامداران اقلیت توصیه می شود در تصمیمات سرمایه گذاری، ساختار مالکیتی و حاکمیتی شرکت را بعنوان یکی از متغیرهای مدل تصمیم گیری لحاظ کرده و شرایط حاکمیت شرکتی از نظرشان پنهان نماند. زیراکه بسیاری از منافع آنان می تواند تحت تاثیر تصمیمات و ابزارهای حاکمیتی باشد.

براساس یافته های فرضیه سوم مبنی بر اینکه میزان تمرکز مالکیت با تعامل بین رقابت در بازار محصول با ارزش مانده نقد، ارتباط معنی دار داشته است؛ به مدیران شرکتهای سهامی توصیه می شود که سعی نمایند راهبردهای مالی و سرمایه گذاری خود را به صورت شفاف برای سهامداران روشن نمایند و سعی کنند که از نحوه مدیریت مطلوب وجوه نقد شرکت، آنها را مطلع کنند تا سهامدارن به دنبال اهمیت دادن به ابزارهای نظارتی و کنترلی نباشند.

پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی

در حوزه پژوهشی به محققان آتی پیشنهاد می شود که در موضوعات زیر به تحقیق بپردازند.

- بررسی ریسک پذیری مدیران شرکتهای سهامی در استفاده از فرصت های سرمایه گذاری در صنایع رقابتی
- بررسی تاثیر قدرت رقابت در بازار محصول بر معیارهای عملکردی مدیران از جمله، سطح کارآیی بکارگیری منابع در دسترس شرکتها

www.SID.ir

Archive of SID

- بررسی ارتباط بین قدرت رقابت در بازار محصول با تغییرپذیری خالص جریانات نقدی

محدودیتهای تحقیق

۱) یکی از عمده ترین محدودیت های تحقیقاتی که بر پایه آمار استنباطی انجام می شوند؛ تعمیم نتایج حاصل از آنها به کل جامعه آماری در شرایط زمانی و مکانی مختلف است. بنابراین در تعمیم نتایج این تحقیق و بکارگیری عملی این نتایج نیز باید جانب احتیاط را مدنظر قرار داد.

۲) همچنین، استفاده از گزارشات مالی شرکتها که مبتنی بر بهای تمام شده تاریخی می باشد، در شرایط تورمی فعلی، ممکن است به طور بالقوه بر نتایج تحقیق تاثیرگذار باشد.

فهرست منابع

۱. رسائیان. امیر، رحیمی.فروغ و حنجری. سارا، (۱۳۸۹). "تأثیر مکانیزم های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران". **مجله پژوهشهای حسابداری مالی**. سال دوم، شماره چهارم، شماره پیاپی۶

۲. فروغی داریوش، سعیدی علی، رسائیان امیر، زارع سحر، (۱۳۹۰). "تأثیر کیفیت سود بر میزان نگهداری وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران"، **دو فصلنامه برنامه و بودجه**، دوره۱۶، شماره ۲.

۳. فخاری، حسین و تقوی سید روح اله، (۱۳۹۴). "بررسی اثر شدت رقابت در بازار محصول بر ارزشگذاری بازار از نگهداشت وجه نقد شرکتها"، **دانش حسابداری مالی**، دوره ۲ ، ش ۴.

۴. نمازی، محمد و شهلا ابراهیمی، (۱۳۹۱). "بررسی ارتباط بین ساختار رقابتی بازار محصول و بازده سهام"، **پژوهش های حسابداری مالی**، سال دوم. شماره ۳. ص۹-۲۷.

5. Alimov, A. (2010). “Product Market Competition, Corporate Governance and Corporate Cash Policy. City University of Hong Kong”. Electronic copy available at: http://ssrn.com/abstract=1769351
6. Alimov, A. (2014). “Product market competition and the value of corporate cash:Evidence from trade liberalization”.
7. Al-Najjar, B. (2012). “The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets”. **International Business Review**, doi:10.1016/j. ibusrev.2012.02.004
8. Faulkender, M., Wang, R., (2006). “Corporate financial policy and the value of cash”. **Journal of Finance**, 66, 1957–1990.
9. Giroud. X and Mueller. H (2011). “Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices”. **The Journal of Finance**. Vol. Lxvi, No. 2
10. Jani، E.، Hoesli، M.، Bender، A.، w.d.، (2004). “Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts”, available at www.ssrn.com,id=563863.
11. Jain B.A et al (2013). “Governance, product market competition and cash management in IPO firms”. **Journal of anking & Finance,** 37 2052–2068

www.SID.ir

Archive of SID

12. Opler Tim, Pinkowitz Lee, Stulz ReneH, Williamson Rohan, (1999). "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings", **Journal of Financial Economics,** 52, 3-46
13. Ozkan Aydin, Ozkan Neslihan, (2004). "Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies", **Journal of Banking & Finance**, 28, 2103–2134
14. Sun.Q. et al (2012). "Earnings quality and corporate cash holdings Accounting and Finance", 52, 543–571

سایت رسمی www.iaaaas.com

تلفکس ۴۴۸۴۴۹۷۵ – ۴۴۸۴۴۷۰۵

پست الکترونیک iranianiaa@yahoo.com

سایت انجمن حسابداری ایران www.iranianaa.com

www.SID.ir

Archive of SID

Accounting & Auditing Studies, Autumn 2019, No. 31. pp. 41-58

Product Market Competition and the Value of Corporate Cash Evidence from Trade Liberalization

Mohammad Esmaeil Fadaee Nezhad[1] (PhD) ©
Associate Professor of accountancy, Shahid Beheshti University, Iran

Faezeh Sakhaei[2]
M.A in accountancy, Parandak Institue of Higher Education, Iran

(Received: 15 November 2017; Accepted: 10 February 2018)

The present study aimed to investigate the relationship between product market competition with the cash balance is emphasized the role of corporate governance. In this study, in accordance with the purpose, 3 is hypothesized that in the present case was statistical analysis and research. A sample of 17 companies active in the automotive industry are listed on Tehran Stock Exchange data for a period of 5 years were analyzed. Hypotheses through multiple regression models were evaluated in accordance with the findings, product market competition, the role of capital markets in response to changes in the cash balance had. However, the involvement of major stakeholders has led the competition in the product market, the capital market reaction to changes in the cash balance, stimulate. This applies in particular institutional shareholders and potentially reflect the regulatory role of such shareholders.

Keywords: Cash Balances, The Cash Balance, Concentration of Ownership, Institutional Ownership, Product Market Competition.

[1] m-fadaei@sbu.ac.ir © (Corresponding Author)
[2] f.sakhaei20@gmail.com

www.SID.ir