

بررسی تاثیر ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد در شرکتهای دارای محدودیت تامین مالی و فرصت های سرمایه گذاری

دکتر زهرا پورزمانی

دانشیار، عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی

zahra.poorzamani@yahoo.com

آرامه سلیمان خان

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی

چکیده

منابع نقدی به عنوان یک کانال شناسایی تهدید واحد اقتصادی از لحاظ ریسک رقابت در بازار محصول و محدودیت در تامین مالی می باشد که در جهان رقابتی حاضر با توجه به تصمیمات سرمایه گذاری، می تواند متفاوت باشد بر همین اساس این پژوهش با توجه به اهمیت موضوع به بررسی تاثیر ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد در شرکتهای دارای محدودیت تامین مالی و فرصت های سرمایه گذاری می پردازد. در این تحقیق تعداد ۱۱۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۳۸۷ بررسی شده است. جهت آزمون فرضیه ها از مدل رگرسیون خطی استفاده شده، یافته های پژوهش نشان می دهد که به طور کلی ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد تاثیر منفی دارد. همچنین این نتیجه در شرکتهای دارای محدودیت تامین مالی و فرصت های سرمایه گذاری نیز صادق است.

واژه های کلیدی:

ریسک رقابت در بازار محصول، سطح انباشت وجه نقد، محدودیت تامین مالی، محدودیت فرصت های سرمایه گذاری

مقدمه

چگونگی به کار گرفتن وجوه داخلی، تصمیمی مهمی در تئوری نمایندگی محسوب میشود. در دوران رشد اقتصادی شرکت، همزمان با افزایش ذخایر وجه نقد، مدیران تصمیم می گیرند که آیا وجه نقد بین سهامداران توزیع شود، صرف مخارج داخلی شود، برای تحصیل خارجی به کار گرفته شود و یا همچنان نگهداری شود؟ این که مدیران منفعت طلب چگونه بین مصرف یا نگهداشت ذخایر وجه نقد یکی را انتخاب می کنند، موضوع مبهمی است [۲]. طبق نظریه موازنه، شرکت ها سطح بهینه وجه نقد خود را با تعیین میزان اهمیت هزینه های نهایی و منافع نهایی ناشی از نگهداری وجه نقد تنظیم می کنند. نکته مهم این نظریه، این است که سطح مطلوبی از وجه نقد برای شرکت ها وجود دارد که در آن مدیریت با رویکردی فعالانه، بر اساس تحلیل رابطه هزینه منفعت نسبت به نگهداری وجه نقد تصمیم گیری می کند [۱۷]. از طرفی دیگر ریسک رقابت در بازار محصول عامل تعیین کننده‌ی برای ارزش سهام نقدی شرکت در نظر گرفته می شود. اما نکته حائز اهمیت این است که ریسک رقابت در بازار محصول با فرصتهای سرمایه گذاری شرکت و محدودیت های مالی دارای اثرات متقابل می باشد. بر همین اساس این تحقیق با توجه به اهمیت محدودیت در تامین مالی، فرصت های سرمایه گذاری و ریسک رقابت در بازار محصول، به بررسی تاثیر ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد در شرکتهای دارای محدودیت تامین مالی و فرصت های سرمایه گذاری می پردازد [۱۹] [۱۸].

چارچوب نظری پژوهش

نگهداری وجه نقد احتمال بحران مالی را کاهش می دهد و در زمانی که شرکت با زیان های غیر منتظره مواجه است به عنوان ذخیره مطمئنی تلقی میشود و در صورت رویارویی با محدودیت های مالی، امکان پیگیری سیاستهای سرمایه گذاری بهینه، را فراهم میسازد و نهایتاً به کم کردن هزینه های جمع آوری منابع مالی یا نقد کردن دارایی های موجود کمک می کند. بر اساس این نظریه، مدیریت برای حداکثرسازی ثروت سهامداران، باید مانده وجه نقد شرکت را به نحوی تنظیم نماید که منافع نهایی ناشی از نگهداری وجه نقد با هزینه های نهایی آن برابر شود [۲۲]. یکی از عوامل تاثیر گذار بر سطح نگهداری وجه نقد اندازه شرکت می باشد بر همین اساس شرکت های بزرگی که اعتبار بانکی دارند، قادرند وجه نقد بیشتری با نرخ بهتری را کسب کنند. علاوه بر این، شرکت های بزرگ همواره میتوانند بخشی از دارایی های غیر ضروری خود را برای کسب وجوه، به فروش رسانند [۴]. طبق نظریه سلسله مراتب تأمین مالی که توسط میرز و مجلوف (۲۰۰۵) مطرح گردید، شرکت ها، تأمین مالی از منابع داخل شرکت را بر تأمین مالی خارجی، ترجیح می دهند. این نظریه بر مبنای این فرض قرار دارد که افراد داخل شرکت آگاه تر از سهامداران هستند. اگر منابع داخل شرکت، برای تأمین مالی برنامه های سرمایه گذاری بهینه، کافی نباشد و عدم تقارن اطلاعاتی نیز مانع شود، مدیران ممکن است مجبور به صرف نظر کردن از پروژه های سودآور شوند [۲۱].

از طرفی دیگر رقابت پذیری، فرایندی است که هر نهادی می کوشد تا از طریق آن، بهتر از دیگری عمل کرده و از دیگر نهادها پیشی گیرد. در سطح بین المللی، کشورها به دلیل کمبود منابع مالی، فنی و تخصصی لازم، می بایستی برای رسیدن به ثروت، با یکدیگر به رقابت پردازند. از این رو، کسب توانمندی های رقابتی در جهان امروز به یکی از چالش های اساسی کشورهای مختلف در سطح بین المللی تبدیل شده است. برای برخورداری از توان رقابتی، عوامل مختلفی باید وجود داشته باشند. مهم ترین عوامل و شاخص های اصلی رقابت پذیری در دو سطح ملی و بین المللی عبارتند از: ۱- استاندارد سطح زندگی ۲- تجارت ۳- بهره وری ۴-

سرمایه گذاری. ترکیب این عوامل با یکدیگر، تعیین کننده میزان رقابت پذیری یک کشور در بعد بین المللی است [۳].

تحقیقات در زمینه تاثیر رقابت در بازار محصول بر مدیریت جریانات نقدی نشان می دهد که رقابت در بازار محصول، ارزش استراتژیک ذخایر نقدی را بالا می برد بنابراین مدیریت جریانات نقدی کمتر صورت می گیرد زیرا این موضوع پتانسیل انحراف مدیریتی و درگیری های نمایندگی را کاهش می دهد [۱۰] [۱۲]. مدیران شرکت ها در حال تلاش هستند تا اینکه بتوانند وجه نقد خود را برای گسترش مرزهای شرکت در صورت افزایش شرکت کنندگان در بازار سرمایه، سرعت تکنولوژی و رقابت در بازار محصول به کار ببرند [۱۷].

تحقیقات نشان می دهد که مدیران با انگیزه های از پیش تعیین شده وقتی اقدام به مدیریت جریانات نقدی می کنند این موضوع منجر به از بین رفتن ارزش سهام شرکت می شود [۱۳]. ریسک رقابت در بازار محصول می تواند به میزان قابل توجهی ریسک و سیاست های مالی یک شرکت را شکل دهد. مطالعات تجربی اخیر توسط هاشالتر و همکاران (۲۰۰۷) و هوبرگ و همکاران (۲۰۱۳) به این نتیجه رسید که ریسک رقابت در بازار محصول به منابع نقدی بالاتر و پرداخت سود سهام پایین تر منجر می شود [۱۵] [۱۴]. کنستاد و سو و تیان (۲۰۱۳) نشان می دهند که ریسک رقابت در بازار محصول، میزان استفاده از تعهدات مالی و استفاده از وام های بانکی را افزایش می دهد [۲۰]. به نظر بولتون و همکاران (۱۹۹۰) محدودیت های مالی، ارزش منابع نقدی را افزایش می دهد، زیرا نقدینگی می تواند مشکلات مربوط به سرمایه گذاری را کاهش دهد. به علاوه، یک رقیب در بازار ممکن است برای افزایش جریان های نقدینگی خود راهکارهای رقابتی را اتخاذ کند و از این رو قادر به تصرف کامل فرصت های سرمایه گذاری باشد [۵]. بر اساس نتایج هاشالتر و همکاران (۲۰۰۷) ریسک بالاتر در صنعت، ریسک رقابت در بازار محصول را افزایش می دهد [۱۴].

فولدکندر و وانگ (۲۰۰۶) در تحقیقات خود، ارزش منابع نقدی را از طریق تغییر در محدودیت تامین مالی و اعتبار شرکت اندازه گیری کرد. همچنین وی فرصت های سرمایه گذاری را نیز در تحقیق خود دخیل نمود [۷]. آلیمو و (۲۰۱۲) ریسک رقابت در بازار محصول را به عنوان عامل تعیین کننده ی دیگری از ارزش سهام نقدی شرکت در نظر می گیرد. و همچنین نشان می دهد که ریسک رقابت در بازار محصول با فرصت های سرمایه گذاری شرکت و محدودیت های مالی دارای اثرات متقابل می باشد [۴]. به طور کلی، مطالعه ی بولتون و اسچارف استین (۱۹۹۰)، منابع نقدی را به عنوان یک کانال شناسایی می کند که از طریق آن تهدیدها در بازار محصولات، مانند ریسک رقابت در بازار محصول، بر ارزش شرکت در بازارهای مالی تأثیر می گذارد [۵].

پیشینه پژوهش

هواکیمیان (۲۰۰۹) به بررسی سیاست های سرمایه گذاری شرکتها در شرایط افزایش و کاهش جریان های نقدی پرداختند. آنها نمونه ای مرکب از ۷۱۷۶ سال-شرکت را که طی سالهای ۱۹۸۵ تا ۲۰۰۰ در بورس اوراق بهادار نیویورک پذیرفته شده بودند، بررسی کردند. و دریافتند که بین سرمایه گذاری و جریان نقدی ارتباط مثبتی وجود دارد. همچنین، با در نظر گرفتن یک مدل سرمایه گذاری بهینه نتیجه گرفتند که مدیران در شرایط کمبود وجوه نقد، نسبت به نیاز واقعی شرکت کمتر سرمایه گذاری می کنند. بر عکس، در شرایط وجوه مازاد نقدینگی، سرمایه گذاری مازاد بر ظرفیت در شرکت صورت می پذیرد [۱۶].

گیروود و مولر (۲۰۱۱) و (۲۰۱۲) در تحقیقی به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و رقابت در بازار محصول بر عملکرد شرکت ها 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 شرکت هایی که توانایی رقابت در بازار محصول را دارند؛ کمتر است [۱۰] [۱۱].

گینگ لیجر و سادور (۲۰۱۲) به بررسی رابطه بین دارایی های نقدی، راهبری شرکت و محدودیت مالی پرداختند. آنها دریافتند که ضعیف بودن حقوق سهامداران، نقدینگی کمتری به همراه دارد و این عکس پیش بینی های تنوری نمایندگی است. این نتیجه تا حدودی به دلیل رابطه مثبت بین میزان حقوق سهامدار و میزان فشار مالی از سوی شرکت است. مکانیسم های افزایش کنترل موجب کاهش نقدینگی شرکت های تحت محدودیت مالی هستند [۹].

دجو و همکاران (۲۰۱۲) حساسیت نامتقارن نگهداشت موجودی نقد به جریان های نقدی را در شرکتهای چینی بین سال های ۱۹۷۲ تا ۲۰۰۶ مورد بررسی قرار دادند. به این نتیجه رسیدند که: حساسیت موجودی نقد به جریان های نقدی منفی است، خصوصاً هنگامی که یک شرکت با یک محیط جریان نقدی مثبت مواجه است [۶].

فاسو (۲۰۱۳) رابطه ساختار سرمایه، توانایی رقابت در بازار محصول و عملکرد آنها را مورد بررسی قرار داد، فاسو از معیاری جدید برای اندازه گیری توان رقابتی شرکت استفاده نمود. وی با استفاده از داده های پانل، عملکرد ۲۵۷ شرکت آفریقای جنوبی را در طول دوره ۱۹۹۸-۲۰۰۹ را مورد توجه قرار داد، نتایج نشان می دهد که اهرم مالی اثر مثبت و قابل توجهی بر عملکرد شرکت دارد. و تاثیر رقابت در بازار محصول بر عملکرد شرکتهایی که اهرم مالی بالاتری دارند بیشتر است [۸].

کاشانی پور و نقی نژاد (۱۳۸۸) با انتخاب نمونه ای شامل ۷۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵ به بررسی اثر محدودیت های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد پرداختند. آنها با استفاده از معیارهای اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی و گروه تجاری به عنوان نماینده ای از وجود محدودیت های مالی نشان دادند که جریان های نقدی تأثیر معنی داری بر سطوح نگهداری وجه نقد نداشته،

همچنین تفاوت معنی داری بین حساسیت جریان های نقدی-وجه نقد شرکت های با محدودیت مالی و شرکت های بدون محدودیت مالی وجود ندارد[۲].

تهرانی و حصارزاده(۱۳۸۸) به بررسی تأثیر جریان های نقدی آزاد و محدودیت تأمین مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری در ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۵ پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می دهد که رابطه بین جریان های نقدی آزاد و بیش سرمایه گذاری مستقیم و به لحاظ آماری معنی دار است. بین محدودیت در تأمین مالی و کم سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود ندارد[۱].

نمازی و ابراهیمی(۱۳۹۱)، در مقاله ارتباط بین رقابت بازار محصول و بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را بررسی کردند. نمونه مورد نظر تحقیق شمال ۸۷ شرکت در دوره زمانی ۸۱-۸۸ بود. نتایج حاصل از آزمون فرضیات تحقیق به روش داده های ترکیبی نشان داد که بین شاخص هرفیندال-هیرشمن با بازده سهام شرکتهای مورد بررسی رابطه منفی وجود دارد و رابطه معنادار نیست. در حالیکه که رابطه بین شاخص لرنر و لرنر تعدیل شده با بازده سهام رابطه منفی و معناداری دارد. همچنین نتایج بیانگر این است که شرکتهای موجود در صنایع رقابتی بازده بیشتری کسب کرده که این امر با پیش بینی فرضیه های تخریب خلاقانه و موانع ورود سازگار است[۳].

فرضیه های پژوهش

در پژوهش حاضر بر اساس ادبیات و مبانی نظری مطرح شده محدودیت های مالی، ارزش منابع نقدی را افزایش می دهد، زیرا نقدینگی می تواند مشکلات مربوط به سرمایه گذاری را کاهش دهد. به علاوه، یک رقیب در بازار ممکن است برای افزایش جریان های نقدینگی خود راهکارهای رقابتی را اتخاذ کند و از این رو قادر به تصرف کامل فرصت های سرمایه گذاری

باشد. بر اساس نتایج هاشالتر و همکاران (۲۰۰۷) ریسک بالاتر در صنعت، ریسک رقابت در بازار محصول را افزایش می‌دهد. بر همین اساس این پژوهش برای پاسخگویی به سوال اصلی تحقیق و رسیدن به اهداف تحقیق فرضیه های زیر را طراحی کرده است.

فرضیه اصلی اول: ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد تاثیر دارد.

فرضیه اصلی دوم: ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد در شرکت های با محدودیت در تامین مالی تاثیر دارد.

فرضیه اصلی سوم: ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد در شرکت های با فرصت های سرمایه گذاری تاثیر دارد.

روش پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ روش همبستگی و از لحاظ هدف کاربردی و در زمره تحقیقات توصیفی حسابداری به شمار می رود. به علاوه با توجه به اینکه از اطلاعات تاریخی در آزمون فرضیات آن استفاده شده در گروه تحقیقات شبهازمایشی طبقه بندی می گردد. همچنین تحقیق حاضر به لحاظ معرفت شناسی از نوع تجربه گرا، سیستم استدلال آن استقرایی و به لحاظ نوع مطالعه میدانی - کتابخانه ای با استفاده از اطلاعات تاریخی به صورت پس رویدادی باشد.

جامعه و نمونه آماری

به منظور انتخاب نمونه آماری شرایطی به شرح زیر در نظر گرفته شده است:

۱. برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری آنها، سال مالی شرکتها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.
۲. طی قلمرو زمانی پژوهش، هیچگونه توقف فعالیت نداشته و دوره مالی خود را تغییر نداده باشند.
۳. کلیه ی اطلاعات مورد نیاز از شرکتها برای پژوهش در دسترس باشد.
۴. جزء بانک ها و موسسات مالی (شرکتهای سرمایه گذاری، واسطه گران مالی، شرکت های هلدینگ و لیزینگ ها) نباشند. بنابراین با در نظر گرفتن محدودیت های تحقیق بالا تعداد ۱۱۷ شرکت طی قلمرو زمانی تحقیق طی سال های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ جامعه آماری تحقیق را تشکیل می دهد.

مدل ها و متغیرهای تحقیق

در این تحقیق به بررسی تاثیر ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد در شرکتهای دارای محدودیت تامین مالی و فرصت های سرمایه گذاری پرداخته شده که مدلهای مربوط به آن به شرح زیر می باشد:

$$\begin{aligned} CH_{it} &= \beta_0 + \beta_1 MPR_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 MATURITY_{i,t} + \varepsilon_{it} \\ CH_{it} &= \beta_0 + \beta_1 MPR*FC + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 MATURITY_{i,t} + \varepsilon_{it} \\ CH_{it} &= \beta_0 + \beta_1 MPR*IO + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 MATURITY_{i,t} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

متغیر وابسته: متغیر وابسته در این تحقیق سطح انباشت وجه نقد می باشد که به شرح زیر قابل محاسبه است:

$$\text{سطح انباشت وجه نقد} = \left(\frac{\text{وجه نقد}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی}} \right)$$

متغیرهای مستقل: متغیرهای مستقل در این تحقیق ریسک رقابت در بازار محصول، محدودیت در تامین مالی و فرصت های سرمایه گذاری می باشند که به شرح زیر قابل محاسبه است:

- نحوه محاسبه ریسک رقابت در بازار محصول:

به پیروی از مک فالس (۱۹۹۷)، توانایی رقابت در بازار محصول، براساس نسبت فروش شرکت در صنعت متعلق به آن و بصورت ذیل اندازه گیری می شود.

$$Marketpower_{it} = \frac{Sale_{ijt}}{Tsales_{jt}} \times 100$$

Sale_{ijt}: فروش شرکت ا در صنعت j و دوره t

Tsales_{jt}: کل فروش صنعت j در دوره t

- نحوه محاسبه محدودیت در تامین مالی: در این تحقیق برای محاسبه محدودیت در تامین مالی از شاخص kz بر اساس مدل تعدیل شده تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) استفاده شده است:

$$KZ = 17.330 - 37.486 * C - 15.216 * DIV + 3.394 * LEV - 1.402 * Q \text{ Tobin}$$

که در آن:

KZ: شاخص محدودیت در تامین مالی CF: جریانات نقد تقسیم بر دارایی

Q Tobin: شاخص کیو توین LEV: نسبت بدهی بر دارایی

DIV: سود تقسیمی بر دارایی C: موجودی نقد

مطابق جول شماره ۱ از KZ محاسبه شده برای نمونه های آماری پنجگک گرفته و پس از آن سال - شرکت هایی که در پنجگک چهارم و پنجم قرار گرفتن بعنوان شرکت های دارای محدودیت در تامین مالی در نظر گرفته شدند.

جدول (۱) تقسیم بندی شرکت های دارای محدودیت در تامین مالی

عناوین	پنجگک اول	پنجگک دوم	پنجگک سوم	پنجگک چهارم	پنجگک پنجم
احتمال محدودیت در تامین مالی	۰ تا ۲۰٪	۲۰ تا ۴۰٪	۴۰ تا ۶۰٪	۶۰ تا ۸۰٪	۸۰ تا ۱۰۰٪
کنتهای دارای محدودیت در تامین مالی				*	*

نحوه محاسبه فرصت های سرمایه گذاری: در این پژوهش به پیروی از کومار و همکاران (۲۰۰۸) و حقیقت (۱۳۹۲) از طریق شاخص نرخ رشد ارزش بازار جمع دارایی ها به عنوان متغیر فرصت های سرمایه گذاری استفاده می شود به طوری که پس از محاسبه میانه این شاخص (نرخ رشد ارزش بازار جمع دارایی ها) شرکت های بالای میانه را، دارای فرصت های سرمایه گذاری و شرکت های پایین میانه را، فاقد فرصت های سرمایه گذاری می نامیم. در ادامه شاخص موجود برای محاسبه فرصت های سرمایه گذاری به شرح زیر می باشد:

$$MVAGR = \sqrt{\frac{\text{Market Value of Total Assets}_t}{\text{Market Value of Total Assets}_{t-2}}}$$

Market Value of Total Assets = Book Value of Total Assets_t - Book Value of Equity_t + Market Value of Equity_t

متغیرهای کنترلی:

- اندازه شرکت: معیارهای مختلفی برای اندازه‌گیری متغیر «اندازه شرکت» وجود دارد که عبارتند از: مقدار کل دارایی‌ها، میزان فروش و تعداد کل کارکنان اما در این تحقیق اندازه شرکت با استفاده از لگاریتم داراییها محاسبه میشود.

- سررسید بدهی: که از نسبت بدهی کوتاه مدت به کل بدهی بدست می آید.

یافته های تحقیق

برای بررسی نرمال بودن متغیرها و باقیمانده ها از آزمون کولموگوروف- اسمیرنوف استفاده شده است. اگر مقدار احتمال مربوط به این آزمون بزرگتر از ۰/۰۵ باشد، با اطمینان ۹۵٪ میتوان نرمال بودن توزیع متغیرها را مورد تایید قرارداد و برعکس، نتایج حاصل از این آزمون در جدول (۲) نشان میدهد که متغیر وابسته تحقیق دارای توزیع نرمال می باشد.

جدول (۲) آزمون کولموگوروف- اسمیرنوف برای سنجش نرمال بودن داده ها

MATURITY	SIZE	CASH	MPR_IO	MPR_FC	MPR	آزمون آماره
۲/۰۳۲	۱/۴۱۶	۱/۰۷۴	۸/۱۵۵	۹/۲۰۲	۱/۳۴۵	Z آماره
۰/۰۰۰	۰/۰۸۱	۰/۲۱۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۰۰	symp(sig)

نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول به شرح زیر می باشد:

فرضیه اول تحقیق بیان می دارد: ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد تاثیر دارد.

با توجه به نتایج آزمون در جدول (۳)، پس از برآزش مدل، آماره $F(۰/۰۰۰)$ دارای سطح معناداری زیر (۵ درصد) می باشد، بنابراین رگرسیون قدرت تبیین دارد. همچنین چون سطح معنی داری ریسک رقابت در بازار محصول (متغیر مستقل) کمتر از ۵ درصد می باشد، بنابراین می توان گفت که ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد تاثیر منفی و معناداری دارد. و به ازای یک واحد افزایش در ریسک رقابت در بازار محصول، ۰/۰۲۵- واحد سطح انباشت وجه نقد کاهش می یابد. همچنین اندازه شرکت و سررسید بدهی بر سطح انباشت

وجه نقد به ترتیب تاثیر منفی و مثبت معنادار دارد. آماره دوربین واتسون نیز چون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد، پس می توان نتیجه گیری کرد که بین متغیرها مشکل خود همبستگی وجود ندارد. در نهایت مقدار ضریب تعیین نشان می دهد که تغییر در متغیرهای مستقل و کنترلی نماینگر ۱۵ درصد تغییر در متغیر وابسته است.

جدول (۳) نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق

نام متغیر	نماد متغیر	ضرایب (Coefficient)	ماره (t-Statistic)	Prob.
مقدار ثابت	C	۰/۱۲۱	۶/۵۸۵	۰/۰۰۰
ریسک رقابت در بازار محصول	MPR	-۰/۰۲۵	-۳/۲۰۹	۰/۰۰۱
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۰۵	-۵/۷۱۵	۰/۰۰۰
سررسید بدهی	MATURITY	۰/۰۱۶	۲/۲۶۵	۰/۰۲۳
ضریب تعیین	R Squar	۰/۱۵۰		
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R Square	۰/۱۴۵		
دوربین واتسون	Durbin-Watson	۱/۶۲۶		
آماره F	F	۱۵/۱۱۰	Prob. ۰/۰۰۰	

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم به شرح زیر می باشد:

فرضیه دوم تحقیق بیان می دارد: ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد در شرکت های با محدودیت در تامین مالی تاثیر دارد.

با توجه به نتایج آزمون در جدول (۴) پس از برازش مدل، آماره F (۰/۰۰۰) دارای سطح معناداری زیر (۵ درصد) می باشد، بنابراین رگرسیون قدرت تبیین دارد. همچنین چون سطح معنی داری ریسک رقابت در بازار محصول شرکت های با محدودیت در تامین مالی (متغیر مستقل) کمتر از ۵ درصد می باشد، بنابراین می توان گفت که ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد در شرکت های با محدودیت در تامین مالی تاثیر منفی و معنادار دارد. و به ازای یک واحد افزایش در ریسک رقابت در بازار محصول شرکت های با محدودیت در تامین مالی، ۰/۰۲۱- واحد سطح انباشت وجه نقد کاهش می یابد. همچنین اندازه شرکت و

سررسید بدهی بر سطح انباشت وجه نقد به ترتیب تاثیر منفی و مثبت معنادار دارد. آماره دوربین واتسون نیز چون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد، پس می توان نتیجه گیری کرد که بین متغیرها مشکل خود همبستگی وجود ندارد. در نهایت مقدار ضریب تعیین نشان می دهد که تغییر در متغیرهای مستقل و کنترلی نماینگر ۱۸/۹ درصد تغییر در متغیر وابسته است.

جدول (4) نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق

نام متغیر	نماد متغیر	رایب (Coefficient)	زه (t-Statistic)	Prob.
بک رقابت در بازار محصول شرکت های با محدودیت در تامین مالی	MPR*FC	-۰/۰۲۱	-۸/۶۲۲	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۰۳	-۳/۲۰۷	۰/۰۰۱
سررسید بدهی	MATURIT	۰/۰۱۴	۲/۹۲۶	۰/۰۰۳
مقدار ثابت	C	۰/۰۸۰	۴/۸۶۳	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	R Squar			۰/۱۸۹
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R Square			۰/۱۷۴
دوربین واتسون	Durbin-Watson			۱/۹۰۵
آماره F		۳۱/۱۴۸	Prob. ۰/۰۰۰	

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم به شرح زیر می باشد:

فرضیه سوم تحقیق بیان می دارد: ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد در شرکت های با فرصت های سرمایه گذاری تاثیر دارد.

با توجه به نتایج آزمون در جدول (۵) پس از برآزش مدل، آماره F (۰/۰۰۰) دارای سطح معناداری زیر (۵ درصد) می باشد، بنابراین رگرسیون قدرت تبیین دارد. همچنین چون سطح معنی داری ریسک رقابت در بازار محصول شرکت های با فرصت های سرمایه گذاری (متغیر مستقل) کمتر از ۵ درصد می باشد، بنابراین می توان گفت که ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد در شرکت های با فرصت های سرمایه گذاری تاثیر منفی و معناداری دارد. و به ازای یک واحد افزایش در ریسک رقابت در بازار محصول شرکت های با فرصت

های سرمایه گذاری، ۰/۰۰۵- واحد سطح انباشت وجه نقد کاهش می یابد. همچنین اندازه شرکت و سررسید بدهی بر سطح انباشت وجه نقد به ترتیب تاثیر منفی و مثبت معنادار دارد. آماره دوربین واتسون نیز چون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد، پس می توان نتیجه گیری کرد که بین متغیرها مشکل خود همبستگی وجود ندارد. در نهایت مقدار ضریب تعیین نشان می دهد که تغییر در متغیرهای مستقل و کنترلی نماینگر ۱۲ درصد تغییر در متغیر وابسته است.

جدول (۵) نتایج آزمون فرضیه سوم تحقیق

نام متغیر	نماد متغیر	رایب (Coefficient)	ت-آماره (t-Statistic)	Prob.
مقدار ثابت	C	۰/۰۹۵	۶/۰۷۲	۰/۰۰۰
رقابت در بازار محصول شرکت های با فرصت های سرمایه گذاری	MPR*IO	-۰/۰۰۵	-۲/۱۱۰	۰/۰۳۵
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۰۵	-۵/۵۰۳	۰/۰۰۰
سررسید بدهی	MATURIT	۰/۰۲۰	۲/۷۷۲	۰/۰۰۵
ضریب تعیین	R Squar	۰/۱۲۰		
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R Square	۰/۱۱۶		
دوربین واتسون	Durbin-Watson	۱/۶۲۹		
آماره F		۱۴/۶۸۵	Prob. ۰/۰۰۰	

خلاصه و نتیجه گیری

فرضیه های تحقیق به صورت جداگانه بررسی گردید. با توجه به مبانی نظری ذکر شده، یافته های تحقیق نیز نشان می دهد که ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد در شرکتهای دارای محدودیت تامین مالی و فرصت های سرمایه گذاری تاثیر منفی و معنادار دارد. در مورد تحلیل نتایج این فرضیات می توان گفت با توجه به اینکه رقابت در بازار محصول، ارزش استراتژیک ذخایر نقدی را بالا می برد بنابراین هنگامی که رقابت در بازار محصول با ریسک قابل ملاحظه ای مواجه شود واحد اقتصادی بازار محصولات خود را از دست داده و

منابع نقدی آن کاهش می یابد. اما با توجه به اینکه مدیران شرکت ها در حال تلاش هستند تا اینکه نشان دهند که منابع نقدی شرکت در حالت مطلوب است بنابراین احتمالاً مدیران از ارقام تعهدی برای نشان دادن وضعیت شرکت سوء استفاده می کنند. از طرفی دیگر ریسک رقابت در بازار محصول، میزان استفاده از تعهدات مالی و استفاده از وام‌های بانکی را از دید اعتباردهندگان کاهش می دهد. بر همین اساس شرکت هایی که دارای محدودیت در تامین مالی هستند ریسک رقابت در بازار محصول بر آنها تاثیر بیشتری دارد و بیشتر این شرکت ها را با وضعیت نامطلوب در منابع نقدی مواجه می شوند. همچنین در مورد تاثیر منفی ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد در شرکت های با فرصت های سرمایه گذاری بالا می توان گفت با توجه به اینکه شرکت های با فرصت های سرمایه گذاری بالا توانایی خلق منابع نقدی (با توجه به پتانسیل بالا) را دارند بر همین اساس این ریسک (رقابت در بازار محصول) آن قدر تاثیر گذار نیست. در نهایت نتایج این فرضیه با نتایج تحقیق چی و سو (۲۰۱۲) یکسان بوده است.

منابع و ماخذ

۱. تهرانی و رضا حصار زاده (۱۳۸۸). "تأثیر جریانهای نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری". **تحقیقات حسابداری**،

شماره ۳،

۲. کاشانی پور، محمد و بیژن نقی نژاد (۱۳۸۸). "بررسی اثر محدودیت های مالی بر

حساسیت جریان نقدی وجه نقد". **تحقیقات حسابداری**، شماره دوم

۳. نمازی، محمد و شهلا ابراهیمی (۱۳۹۱). "بررسی ارتباط بین ساختار رقابتی بازار

محصول و بازده سهام". پژوهش های حسابداری مالی. سال دوم. شماره ۳

4. Alimov, Azizjon,[2012], "Product market competition and the value of corporate cash", Working Paper **http: // ssrn.com/ abstract 1769351**
5. Bolton, P., Scharfstein, D., [1990]." A theory of predation based on agency problem in financial contracting". **American Economic Review** 93, 1075–1090
6. Dichu Bao. Kam C, Chan .Weining Zhang.[2012]."Asymmetric cash flow sensitivity of cash holdings". **Journal of Corporate Finance** 18 , 690–700
7. Faulkender, Michael, and Rong Wang, [2006], "Corporate financial policy and the value of cash", **Journal of Finance** 61, 1957–1990.
8. Fosu.S[2013]." Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa".**The Quarterly Review of Economics and Finance**

9. Ginglinger, E. Saddour-Dridi, Kh.[2012]."Cash holdings, corporate governance and financial constraints". Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract/2154575>
10. Giroud, X., Mueller, H., [2010]. "Does corporate governance matter in competitive industries?"**Journal of Financial Economics** 95, 312–331.
11. Giroud, X., Mueller, H.,[2011]. "Corporate governance, product market competition, and equity prices". **Journal of Finance** 66, 563–600.
12. Guadalupe, M., Perez-Gonzalez, F., [2010]. "Competition and Private Benefits of Control". **NBER Working Paper**.
13. Harford, Jarrad; Mansi, Sattar A., and William F. Maxwell, [2008]. "Corporate Governance and Firm Cash Holdings", **Journal of Financial Economics**, Vol 87, pp.535-555.
14. Haushalter, David, Sandy Klasa, and William F. Maxwell,[2007], "The influence of product market dynamics on a firm's cash holdings and hedging behavior", **Journal of Financial Economics** 84,797–825.

15. Hoberg, Gerard, Gordon Phillips, and Nagpuranand Prabhala, [2013], "Product market threats, payouts, and financial flexibility", **Forthcoming, Journal of Finance** .
16. Hovakimian, A., & Hovakimian, G. [2009]. "Cash Flow Sensitivity of Investment". **European Financial Management** 15(1) , 47-65.
17. Jain, B.A., Kini, O., [2008]. "The impact of strategic investment choices on post-issue operating performance and survival of US IPO firms". **Journal of Business Finance & Accounting** 35, 459-490.
18. Jani .E. .Hoesli .M. .Bender .A. .w.d..[2004]." Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts", available at **www.ssrn.com**, id 563863.
19. Kaplan, Steven N., and Luigi Zingales, [1997], "Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?", **Quarterly Journal of Economics** 112, 169-215.

20. Kjenstad, Einar, Xunhua Su, and Xuan Tian, [2013], "Predatory threats and contractual constraints of debt", **2013 WFA Paper**.
21. Myers .S.C. .Majluf .N.S. .[2005]. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have" **Journal of Financial Economics** 13 .187-221.
22. Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R.M., Williamson, R., [1999]. "The determinants and implications of corporate cash holdings". **Journal of Financial Economics** 52, 3–46.
23. Telser, L. G., [1966]," Cutthroat competition and the long purse", **Journal of Law and Economics** 9, 259–277.

Effect of Competition Risk in Product Market on Cash Holding Level in Firms Having Constraints in Financing and Investment Opportunities

Abstract:

Cash resources are regarded as a threat recognition channel of an economic unit considering competition risk in product market and constraint in financing which can be different due to investment decisions in current competitive world. Accordingly, the present research is going to study the effect of competition risk in product market on cash holding level in firms having constraints in financing and investment opportunities. In this research 117 companies enlisted in Tehran Stock Exchange have been investigated for the time period between 2008 and 2012. To test hypotheses we have used a linear regression model. Research findings showed that on the whole competition risk in product market has had a negative effect on holding level. Also this result can be applied to firms having financing and investment opportunity constraints.

Keywords: *Competition Risk, Product Market, Cash Holding Level, Financing Constraints, Investment Opportunity Constraints*