

مقایسه تاثیر ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد در شرکتهای دارای محدودیت تامین مالی و بدون محدودیت تامین مالی بر اساس شاخص KZ

آرامه سلیمان خان

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی، تهران، ایران

زهرا پورزمانی

دانشیار حسابداری، عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

zahra.poorzamani@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۸/۰۱ تاریخ پذیرش: ۹۵/۱۰/۲۷

چکیده

در بازارهای سرمایه فاکتورهای مختلفی از طرف سرمایه گذاران برای ارزشیابی ارزش بنگاه ها مورد استفاده قرار می گیرد، یکی از فاکتورهایی که به عنوان معیار ارزش آفرین در بازارهای پویا مورد توجه قرار گرفته، رقابت در بازار محصول می باشد. 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 می پردازد. در این تحقیق تعداد ۱۱۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۳-۱۳۸۹ بررسی شده است. جهت آزمون فرضیه ها از با انجام تحلیل های آماری به روش داده های پانل با استفاده از ابزار نرم افزاری Eviews و مدل رگرسیون خطی استفاده شده است. 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 نیز صادق است.

واژه های کلیدی: ریسک رقابت در بازار محصول، سطح انباشت وجه نقد، محدودیت تامین مالی.

۱- مقدمه

منظور از رقابت در بازار محصول این است که شرکت‌های مختلف در تولید و فروش کالا رقابت تنگاتنگی دارند و کالاهای آن‌ها نسبت به دیگری برتری چندانی ندارد، چرا که اگر غیر از این باشد، بازار به سمت انحصار یا انحصار چند جانبه تمایل پیدا می‌کند. به عبارت دیگر رقابت پذیر بودن بدین معنی است که شرکت نتوانسته شیوه تولیدی اتخاذ نماید که کالاهای با کیفیت تری تولید کند یا کالاهای تولیدی خود را با قیمتی پایین‌تر از سایر رقبا عرضه کند و در نتیجه بازار فروش را در قبضه خود بگیرد. لذا رقابتی بودن بازار محصول در جهت عکس انحصاری بودن بازار محصول مطرح می‌گردد. شرکتی که توانسته است به واسطه بهینه سازی روش‌های تولیدی، کالاهای با کیفیت تری تولید نماید یا کالایی با قیمت‌های پایین‌تر عرضه کند، به شرایطی نزدیک به انحصار رسیده است. وجود رقابت در بازار، به افزایش شفافیت و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه سرمایه و ریسک ورشکستگی منجر می‌گردد، زیرا اطلاعات مشابه و قابل مقایسه را می‌توان از سایر رقبای فعال در بازار کسب کرد و جهت بررسی صحت ادعاها و اطلاعات ارائه شده توسط مدیریت شرکت مورد استفاده قرار داد (چن و همکاران، ۲۰۱۴).

چگونگی به کارگرفتن وجوه داخلی، تصمیمی مهمی در تئوری نمایندگی محسوب می‌شود. در دوران رشد اقتصادی شرکت، همزمان با افزایش ذخایر وجه نقد، مدیران تصمیم می‌گیرند که آیا وجه نقد بین سهامداران توزیع شود، صرف مخارج داخلی شود، برای تحصیل خارجی به کارگرفته شود و یا همچنان نگهداری شود؟ طبق نظریه موازنه، شرکت‌ها سطح بهینه وجه نقد خود را با تعیین میزان اهمیت هزینه‌های نهایی و منافع نهایی ناشی از نگهداری وجه نقد تنظیم می‌کنند. نکته مهم این نظریه، این است که سطح مطلوبی از وجه نقد برای شرکت‌ها وجود دارد که در آن مدیریت با رویکردی فعالانه، بر اساس تحلیل رابطه هزینه منفعت نسبت به نگهداری وجه نقد تصمیم‌گیری می‌کند. از طرفی دیگر ریسک رقابت در بازار محصول عامل تعیین‌کننده‌ی برای ارزش سهام نقدی شرکت در نظر گرفته می‌شود. اما نکته حائز اهمیت این است که ریسک رقابت در بازار محصول و محدودیت‌های مالی دارای اثرات متقابل می‌باشد. بر همین اساس این تحقیق به بررسی تاثیر ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد در شرکتهای دارای محدودیت تامین مالی می‌پردازد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

رقابت پذیری، فرایندی است که هر نهادی می‌کوشد تا از طریق آن، بهتر از دیگری عمل کرده و از دیگر نهادها پیشی بگیرد. در سطح بین‌المللی، کشورها به دلیل کمبود منابع مالی، فنی و تخصصی لازم، می‌بایستی برای رسیدن به ثروت، با یکدیگر به رقابت بپردازند. از این رو، کسب توانمندی‌های رقابتی در جهان امروز به یکی از چالش‌های اساسی کشورهای مختلف در سطح بین‌المللی تبدیل شده است. برای برخورداری از توان رقابتی، عوامل مختلفی باید وجود داشته باشند. مهم‌ترین عوامل و شاخص‌های اصلی رقابت پذیری در دو سطح ملی و بین‌المللی عبارتند از: ۱- استاندارد سطح زندگی ۲- تجارت ۳- بهره‌وری ۴- سرمایه‌گذاری. ترکیب این عوامل با یکدیگر، تعیین‌کننده میزان رقابت پذیری یک کشور در بعد بین‌المللی است.

تحقیقات در زمینه تاثیر رقابت در بازار محصول بر مدیریت جریان‌های نقدی نشان می‌دهد که رقابت در بازار محصول، ارزش استراتژیک ذخایر نقدی را بالا می‌برد بنابراین مدیریت جریان‌های نقدی کمتر صورت می‌گیرد زیرا این موضوع پتانسیل انحراف مدیریتی و درگیری‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد. مدیران شرکت‌ها در حال تلاش هستند تا اینکه بتوانند وجه نقد خود را برای گسترش مرزهای شرکت در صورت افزایش شرکت‌کنندگان در بازار سرمایه، سرعت تکنولوژی و رقابت در بازار محصول به کار ببرند.

نگهداری وجه نقد احتمال بحران مالی را کاهش می‌دهد و در زمانی که شرکت با زبان‌های غیر منتظره مواجه است به عنوان ذخیره مطمئنی تلقی می‌شود و در صورت رویارویی با محدودیت‌های مالی، امکان پیگیری سیاست‌های سرمایه‌گذاری بهینه، را فراهم می‌سازد و نهایتاً به کم کردن هزینه‌های جمع‌آوری منابع مالی یا نقد کردن دارایی‌های موجود کمک می‌کند. 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 هزینه‌های نهایی آن برابر شود. یکی از عوامل تاثیرگذار بر سطح نگهداری وجه نقد اندازه شرکت می‌باشد بر همین اساس شرکت‌های بزرگی که اعتبار بانکی دارند، قادرند وجه نقد بیشتری با نرخ بهتری را کسب کنند. علاوه بر این، شرکت‌های بزرگ همواره می‌توانند بخشی از دارایی‌های غیر ضروری خود را برای کسب وجوه، به فروش رسانند. طبق نظریه سلسله مراتب تأمین مالی که توسط میرز و مجلوف (۲۰۰۵) مطرح گردید، شرکت‌ها، تأمین مالی از منابع داخلی شرکت را بر تأمین مالی خارجی، ترجیح می‌دهند. این نظریه بر مبنای این فرض قرار دارد که افراد داخل شرکت

حساسیت جریان نقدی وجه نقد در شرکت‌های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی، از لحاظ آماری معنادار نمی‌باشد. آنها دلیل این نتایج را به انگیزه معاملاتی از نگهداری وجوه نقدی نسبت دادند. این امر دلالت میکند که شرکتها از جریان نقدی برای انجام مخارج سرمایه‌ای استفاده نموده و بنابر انگیزه احتیاطی اقدام به انباشت وجوه نقدی نمی‌کنند.

سیلیبرتو و شن‌وان (۲۰۱۵)، به بررسی تاثیر رقابت در بازار محصول بر ورشکستگی شرکتها در صنعت هوایی آمریکا پرداختند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد که شاخص‌های رقابت در بازار محصول بر ورشکستگی شرکتها تاثیر منفی دارد. عبارت دیگر با افزایش رقابت، ریسک ورشکستگی شرکتها کاهش می‌یابد.

چنگ و همکاران (۲۰۱۳)، در پژوهشی رابطه بین رقابت بازار محصول و کیفیت سود را بررسی کردند. یافته‌ها حاکی از این بود که رابطه‌ای مثبت بین رقابت و کیفیت سود وجود دارد. نتایج با این تفکر که شرکت‌های در صنایع متمرکز و ناهمگن از مزیت انحصاری لذت می‌برند و از طریق ایجاد محیط اطلاعاتی غیر شفاف از توجه رقبای سیاستمداران دوری می‌کنند، مطابق است. رقابت نه تنها به بهبود کیفیت سود کمک می‌کند بلکه به بهتر کردن کیفیت اطلاعات عمومی و خصوصی در دست سرمایه‌گذاران و تحلیلگران نیز کمک می‌کند. همچنین رقابت نقش مهمی در تصمیمات افشای اختیاری مدیران بازی می‌کند و تقویت کننده این دیدگاه است که انگیزه‌های مدیر برای افشا تحت تاثیر تصمیم‌گیرندگان اقتصادی شرکت، محیط سازمانی و ویژگی‌های صنعت می‌باشد. هواکیمیان (۲۰۰۹) به بررسی سیاستهای سرمایه‌گذاری شرکتها در شرایط افزایش و کاهش جریان‌های نقدی پرداختند. آنها نمونه‌ای مرکب از ۷۱۷۶ سال-شرکت را که طی سالهای ۱۹۸۵ تا ۲۰۰۰ در بورس اوراق بهادار نیویورک پذیرفته شده بودند، بررسی کردند. و دریافته‌اند که بین سرمایه‌گذاری و جریان نقدی ارتباط مثبتی وجود دارد. همچنین، با در نظر گرفتن یک مدل سرمایه‌گذاری بهینه نتیجه گرفتند که مدیران در شرایط کمبود وجوه نقد، نسبت به نیاز واقعی شرکت کمتر سرمایه‌گذاری می‌کنند. بر عکس، در شرایط وجوه مازاد نقدینگی، سرمایه‌گذاری مازاد بر ظرفیت در شرکت صورت می‌پذیرد.

گیروود و مولر (۲۰۱۱) و (۲۰۱۲) 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، بهره‌وری کمتر و ارزش بازار پایین‌تر می‌شود. همچنین نتایج حاکی از این است که حاکمیت شرکتی ضعیف، بطور بالقوه باعث

آگاه‌تر از سهامداران هستند. اگر منابع داخل شرکت، برای تأمین مالی برنامه‌های سرمایه‌گذاری بهینه، کافی نباشد و عدم تقارن اطلاعاتی نیز مانع شود، مدیران ممکن است مجبور به صرف‌نظر کردن از پروژه‌های سودآور شوند.

تحقیقات نشان می‌دهد که مدیران با انگیزه‌های از پیش تعیین شده وقتی اقدام به مدیریت جریان‌های نقدی می‌کنند این موضوع منجر به از بین رفتن ارزش سهام شرکت می‌شود. ریسک رقابت در بازار محصول می‌تواند به میزان قابل توجهی ریسک و سیاست‌های 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 پایین‌تر منجر می‌شود. کنستاد و سو و تیان (۲۰۱۳) نشان می‌دهند که ریسک رقابت در بازار محصول، میزان استفاده از تعهدات مالی و استفاده از وام‌های بانکی را افزایش می‌دهد. به نظر بولتون و همکاران (۱۹۹۰) محدودیت‌های مالی، ارزش منابع نقدی را افزایش می‌دهد، زیرا نقدینگی می‌تواند مشکلات مربوط به سرمایه‌گذاری را کاهش دهد. به علاوه، یک رقیب در بازار ممکن است برای افزایش جریان‌های نقدینگی خود راهکارهای رقابتی را اتخاذ کند و از این رو قادر به تصرف کامل فرصت‌های سرمایه‌گذاری باشد. بر اساس نتایج هاشالتر و همکاران (۲۰۰۷) ریسک بالاتر در صنعت، ریسک رقابت در بازار محصول را افزایش می‌دهد.

فولدکندر و وانگ (۲۰۰۶) در تحقیقات خود، ارزش منابع نقدی را از طریق تغییر در محدودیت تأمین مالی و اعتبار شرکت اندازه‌گیری کرد. همچنین وی فرصت‌های سرمایه‌گذاری را نیز در تحقیق خود دخیل نمود. آلیموو (۲۰۱۲) ریسک رقابت در بازار محصول را به عنوان عامل تعیین‌کننده-ی دیگری از ارزش سهام نقدی شرکت در نظر می‌گیرد. و همچنین نشان می‌دهد که ریسک رقابت در بازار محصول با فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت و محدودیت‌های مالی دارای اثرات متقابل می‌باشد. به طور کلی، مطالعه‌ی بولتون و اسپچارف استین (۱۹۹۰)، منابع نقدی را به عنوان یک کانال شناسایی می‌کند که از طریق آن تهدیدها در بازار محصولات، مانند ریسک رقابت در بازار محصول، بر ارزش شرکت در بازارهای مالی تأثیر می‌گذارد.

ازدین و سالما (2007) اقدام به بررسی همزمان حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری و جریان نقدی وجوه نقد در شرکت‌های تونسی نمودند. آنها نشان دادند که شرکت‌های با محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی از حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری بالاتری برخوردار بوده و

بین محدودیت در تأمین مالی و کم سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود ندارد.

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.

غیوری مقدم و همکاران (۱۳۹۳)، به بررسی تاثیر رقابت در بازار محصول بر کیفیت سود پرداختند. نتایج پژوهش بیانگر آن بود که رقابت در بازار محصول تاثیر مثبت و معنی داری بر کیفیت سود (اطلاعات) دارد. لذا می توان چنین گفت که افزایش در رقابت بازار محصول می تواند نقش موثری در افشای با کیفیت اطلاعات داشته باشد. به بیان دیگر، این پژوهش بیان می دارد که در یک محیط کمتر رقابتی (متمرکز) مدیران واحدهای تجاری تمایل دارند تا با ایجاد یک فضای اطلاعاتی غیر شفاف هزینه های سیاسی و مالکانه افشای اطلاعات را کاهش داده و مزیت رقابتی خود را حفظ نمایند.

کردستانی و همکاران (۱۳۹۳)، به ارزیابی توان پیش بینی مدل تعدیل شده آلتمن از مراحل درماندگی مالی نیوتن و ورشکستگی شرکت ها پرداختند. یافته ها نشان می دهد، مدل تعدیل نشده آلتمن بیش از ۵۰ درصد شرکت های درمانده که در سال های قبل از ورشکستگی قرار دارند، و ۱۸ درصد از شرکت های سالم را ورشکسته معرفی می کند. در حالی که الگوی تعدیل شده آلتمن، ورشکستگی شرکت ها را در سال ورشکستگی با دقت ۹۵ درصد، و در مجموع مراحل درماندگی مالی در یک، دو و سه سال قبل از ورشکستگی، به ترتیب با دقت ۶۳، ۹۱ و ۹۶ درصد پیش بینی می نماید.

زنجیردار و خادمی (۱۳۹۴) به بررسی تاثیر محدودیتهای مالی بر چسبندگی هزینه ها پرداختند. چسبندگی هزینه ها به این معنی است که نسبت کاهش فروش کمتر از نسبت افزایش هزینه ها در هنگام افزایش فروش است. جهت انجام تجزیه و تحلیل ها از داده های ۶۷ شرکت پذیرفته شده در بورس در فاصله زمانی سالهای ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ استفاده گردیده و برای

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.

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 تئوری نمایندگی است. این نتیجه تا حدودی به دلیل رابطه ی 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.

دچو 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.

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.

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 تاثیر 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.

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.

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

۵- الگوها و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه اول و دوم از مدل رگرسیونی زیر یک بار برای شرکتهای دارای محدودیت مالی و یکبار برای شرکتهای بدون محدودیت مالی استفاده می شود. برای آزمون فرضیه سوم نیز ضریب تعیین مدلها مقایسه می گردد.

$$CH_{it} = \beta_0 + \beta_1 MPR_{it} * FC_{it} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 MATURITY_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

CH_{it}: سطح انباشت وجه نقد

MPR_{it}: ریسک رقابت در بازار محصول

FC_{it}: محدودیت در تامین مالی

SIZE_{it}: اندازه شرکت

MATURITY_{i,t}: سررسید بدهی

۵-۱- متغیر وابسته

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

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

۵-۲- متغیرهای مستقل

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

- 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.

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

آزمون فرضیه ها از رگرسیون چندمتغیره با استفاده از داده های ترکیبی استفاده شده است. شواهد تجربی بیانگر وجود رفتار چسبندگی هزینه ها و تاثیر تامین مالی و محدودیت های مالی بر شدت چسبندگی است. نتایج حاکی از ارتباط مثبت و قوی بین شدت چسبندگی با تامین مالی خارج از ترازنامه و محدودیت های مالی در کلیه شرکتهای مورد مطالعه بدون توجه به نوع صنعت می باشد.

۳- روش شناسی 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 شبه آزمایشی 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 رویدادیمی باشد. به منظور انتخاب نمونه آماری شرایطی به شرح زیر در نظر گرفته شده است:

۱) برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری آنها، سال مالی شرکتهای 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 شرکتهای 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 تعداد ۱۱۷ شرکت طی قلمرو زمانی تحقیق طی سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ جامعه آماری تحقیق را تشکیل می دهد.

۴- فرضیه های پژوهش

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.

۶- یافته های پژوهش

برای بررسی نرمال بودن متغیر وابسته 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 می دهد با توجه به سطح معناداری (۰/۰۸۳) نشان میدهد که متغیر وابسته تحقیق دارای توزیع نرمال می باشد.

جدول (۲) نتایج آزمون کولموگوروف-اسمیرنوف

متغیر	علامت	آماره z	Asymp (sig)
سطح انباشت وجه نقد	CH	۱/۳۴۵	۰/۰۸۳

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) ، سطح معنی داری آماره F-limer (۰/۰۱۳) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش داده های پانلی (Panel) نسبت به روش داده های تلفیقی (Pool) ارجحیت داشته و برای برازش مدل رگرسیونی از روش داده های پانلی استفاده گردیده است. به علاوه سطح معنی داری آماره H-hausman (۰/۸۵۷) بیش از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بر همین اساس روش رگرسیون با اثرات تصادفی نسبت به روش رگرسیون با اثرات ثابت ارجحیت دارد. همچنین با توجه به اینکه سطح معنی داری آماره F-white، ۰/۱۲۵ بوده، این موضوع بیانگر این است که رگرسیون دارای ناهمسانی واریانس نمی باشد. در نهایت، سطح معنی داری آماره Godfrey ۰/۴۳۵ بوده، بنابراین رگرسیون دارای مشکل خود همبستگی سریالی نمی باشد. 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 (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

ijz Sale: فروش شرکت i در صنعت j و دوره t
 zTsales: کل فروش صنعت j در دوره t
 - 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: جریان نقد تقسیم بر دارایی

Q Tobin: شاخص کیو توبین

LEV: نسبت بدهی بر دارایی

DIV: سود تقسیمی بر دارایی

C: موجودی نقد

مطابق جدول شماره ۱ از KZ محاسبه شده برای نمونه های آماری پنجگ گرفته و پس از آن سال- شرکت هایی که در پنجگ چهارم و پنجم قرار گرفتن بعنوان شرکت های دارای محدودیت در تامین مالی در نظر گرفته شدند. بدین ترتیب ۲۳۴ شرکت دارای محدودیت در تامین مالی (۴۰ درصد) و ۳۵۱ شرکت فاقد محدودیت در تامین مالی (۶۰ درصد) می باشد.

جدول (۱) تقسیم بندی شرکت های دارای محدودیت در

تامین مالی.

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

۵-۳- متغیرهای کنترلی

- اندازه شرکت: معیارهای مختلفی برای اندازه گیری متغیر «اندازه شرکت» وجود دارد که عبارتند از: مقدار کل دارایی ها، میزان فروش و تعداد کل کارکنان. 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.

آزمون قرار گرفته است که سطح معنی داری آن ۰/۳۳۷ بوده، بنابراین رگرسیون دارای مشکل خود همبستگی سریالی نمی باشد. در نهایت 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 و اتسون 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.

ریسک رقابت در بازار محصول، میزان استفاده از تعهدات مالی و استفاده از وام های 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.

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.

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 اقلام تعهدی برای نشان دادن وضعیت شرکت می کند.

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) سطح معنی داری آماره F-limer (۰/۰۶۳) بیش از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش داده های تلفیقی (Poolد) نسبت به روش داده های پانلی (Panel) ارجحیت داشته و برای برازش مدل رگرسیونی از روش داده های تلفیقی استفاده گردیده است. به علاوه سطح معنی داری آماره F-white، ۰/۰۰۰ بوده، این موضوع بیانگر این است که رگرسیون دارای ناهمسانی واریانس می باشد. بر همین اساس پس از رفع مشکل ناهمسانی واریانس در مرحله بعد آماره Godfrey مورد

جدول ۳- نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق

نام متغیر	نماد متغیر	ضرایب (Coefficient)	آماره (t-Statistic)	Prob.
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
مقدار ثابت	C	۰/۱۲۱	۶/۵۸۵	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	R Squar		۰/۱۵۰	
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R Square		۰/۱۴۵	
دوربین و اتسون	Durbin-Watson		۱/۶۲۶	
آماره F		۱۵/۱۱۰		Prob. ۰/۰۰۰
آماره Godfrey		۰/۸۳۱		Prob. ۰/۴۳۵
آماره F-white		۱/۱۳۴		Prob. ۰/۱۲۵
آماره F-limer		۰/۷۶۸		Prob. ۰/۸۵۷

جدول ۴- نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق

نام متغیر	نماد متغیر	ضرایب (Coefficient)	آماره (t-Statistic)	Prob.
ریسک 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	MATURITY	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
آماره Godfrey		۱/۰۸۶		Prob. ۰/۳۳۷
آماره F-white		۷/۳۷۴		Prob. ۰/۰۰۰
آماره F-limer		۲/۱۰۳		Prob. ۰/۰۶۳

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.

استدلال نتیجه تحقیق می تواند مبتنی بر انگیزه احتیاطی از نگهداری وجوه نقد است. بدین صورت که شرکت های با محدودیت مالی به منظور بهره برداری از فرصت های سرمایه گذاری سودآور آتی و جلوگیری از عدم بهره برداری از چنین فرصت های سرمایه گذاری غیرمنتظره ای، قسمت زیادی از جریان نقدی را انباشته می کنند. بنابراین شرکت های با محدودیت مالی از حساسیت جریان نقدی وجه نقد بالاتری نسبت به شرکت های بدون محدودیت مالی برخوردارند.

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. به عبارت دیگر بر اساس نتایج هاشالتر و همکاران (۲۰۰۷) ریسک بالاتر در صنعت، ریسک رقابت در بازار محصول را افزایش می دهد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم به شرح زیر می باشد: ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد در شرکت های بدون محدودیت در تامین مالی تاثیر دارد.

با توجه به نتایج آزمون در جدول (۵) سطح معنی داری آماره F-limer (۰/۰۱۳) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش داده های پانلی (Panel) نسبت به روش داده های تلفیقی (Pooled) ارجحیت داشته و برای برازش مدل رگرسیونی از روش داده های پانلی استفاده گردیده است. به علاوه سطح معنی داری آماره H-hausman (۰/۵۸۲) بیش از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بر همین اساس روش رگرسیون با اثرات تصادفی نسبت به روش رگرسیون با اثرات ثابت ارجحیت دارد. همچنین با توجه به اینکه سطح معنی داری آماره F-white، ۰/۰۹۸ بوده، این موضوع بیانگر این است که رگرسیون دارای ناهمسانی واریانس نمی باشد. در نهایت، سطح معنی داری آماره Godfrey ۰/۶۱۹ بوده، بنابراین رگرسیون دارای مشکل خود همبستگی سریالی نمی باشد. 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 بدون محدودیت در تامین مالی (متغیر مستقل) بیش از ۵ درصد می باشد، بنابراین می توان گفت که ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد در شرکت های بدون محدودیت در تامین مالی تاثیر معنادار ندارد. همچنین اندازه شرکت و سررسید بدهی بر سطح انباشت وجه نقد به ترتیب تاثیر منفی و مثبت معنادار دارد.

جدول ۵- نتایج آزمون فرضیه سوم تحقیق

نام متغیر	نماد متغیر	ضرایب (Coefficient)	آماره (t-Statistic)	Prob.
ریسک رقابت در بازار محصول شرکت های بدون محدودیت در تامین مالی	MPR*FC	-۰/۰۳۲	-۴/۰۲۲	۰/۰۶۵
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۲۰	-۱/۲۱۶	۰/۰۰۴
سررسید بدهی	MATURITY	۰/۰۴۵	۲/۸۴۲	۰/۰۰۵
مقدار ثابت	C	۰/۰۷۵	۶/۰۳۳	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	R Squar	۰/۱۲۰		
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R Square	۰/۱۱۶		
دوربین واتسون	Durbin-Watson	۱/۶۳۹		
آماره F		۱۴/۶۸۵	Prob. ۰/۰۰۰	
آماره Godfrey		۰/۴۸۰	Prob. ۰/۶۱۹	
آماره F-white		۲/۱۵۴	Prob. ۰/۰۹۸	
آماره F-limer		۱/۹۵۰	Prob. ۰/۵۸۲	

۷- نتیجه گیری و بحث

اثر محدودیت های مالی بر رویه تامین مالی شرکت ها می تواند به وسیله تمایل شرکت ها برای ذخیره قسمت عمده ای از جریان های نقدی نمایان شود. در نتیجه، شرکت های با محدودیت مالی باید از حساسیت جریان نقدی وجه نقد بالایی برخوردار بوده و نگهداری وجوه نقد شرکت های بدون محدودیت مالی نباید بطور سیستماتیک وابسته به میزان و تغییرات در جریان های نقدی آن ها باشد (المیدا و همکاران، ۲۰۰۴). شرکت های با محدودیت مالی و نیازهای پوششی بالا (شرکتهایی که دارای جریان های نقدی پایین و فرصت های رشد بالاتری هستند) تمایلی قوی برای انباشت وجوه نقدی حاصل از جریان نقدی مازاد داشته و میزان بدهی خودشان را عمدتاً تغییر نمی دهند. در مقابل، شرکت های با محدودیت مالی و نیازهای پوششی پایین مشابه مانند شرکت های بدون محدودیت مالی عمل نموده و عمدتاً اقدام به کاهش بدهی ها نموده (بدلیل حفظ ظرفیت استقراضی) و تنها مبالغ پایینی از جریان نقدی مازاد را به حسابهای وجوه نقدی منتقل می کنند (آچارا و همکاران، ۲۰۰۴).

همچنین 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 نشان دهند که منابع نقدی شرکت در حالت مطلوب است بنابراین احتمالاً مدیران از ارقام تعهدی

برای نشان دادن وضعیت شرکت استفاده می کند. از طرفی دیگر ریسک رقابت در بازار محصول، میزان استفاده از تعهدات مالی و استفاده از وام های 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. 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 تاثیر منفی و معنادار دارد در حالیکه این فرضیه در شرکتهای بدون محدودیت تامین مالی مورد تایید قرار نگرفت. نتایج این فرضیه با نتایج تحقیق چی و سو (۲۰۱۲) و المیدا و همکاران (۲۰۰۴) همسو بوده است.

فهرست منابع

- * 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، سال ۱، شماره ۳، صص ۵۰-۶۷.
- * زنجیردار، مجید و اعظم خریدار، (۱۳۹۴). "مطالعه تاثیر محدودیتهای مالی بر چسبندگی هزینه ها". دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال ۴، ش ۱۵، صص ۱۱۷-۱۲۳.

- * Giroud, X., Mueller, H., [2010]. "Does corporate governance matter in competitive industries?" *Journal of Financial Economics* 95, 312-331.
- * Giroud, X., Mueller, H., [2011]. "Corporate governance, product market competition, and equity prices". *Journal of Finance* 66, 563-600.
- * Guadalupe, M., Perez-Gonzalez, F., [2010]. "Competition and Private Benefits of Control". NBER Working Paper.
- * 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.
- * 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.
- * Hoberg, Gerard, Gordon Phillips, and Nagpuranand Prabhala, [2013], "Product market threats, payouts, and financial flexibility", Forthcoming, *Journal of Finance*.
- * Hovakimian, A., Hovakimian, G. [2009]. "Cash Flow Sensitivity of Investment". *European Financial Management* 15(1), 47-65.
- * 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.
- * Jani, E., Hoesli, M., Bender, A., w.d. [2004]. "Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts", available at www.ssrn.com, id 563863.
- * Kaplan, S. N., Zingales, L., [1997], "Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?", *Quarterly Journal of Economics* 112, 169-215.
- * 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.
- * 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.
- * Telser, L. G., [1966], "Cutthroat competition and the long purse", *Journal of Law and Economics* 9, 259-277.
- * غیوری مقدم، علی؛ حاجب، حمیدرضا و حجت پارسا (۱۳۹۳). بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش حسابداری، سال ۴، شماره ۱، صص ۲۱-۳۵.
- * کردستانی، غلامرضا؛ تاتلی رشید و حمید کوثری فر (۱۳۹۳). ارزیابی توان پیش بینی مدل تعدیل شده آلتمن از مراحل درماندگی مالی نیوتن و ورشکستگی شرکت‌ها. دانش سرمایه گذاری، دوره ۳، شماره ۹، صص ۸۳-۹۹.
- * فخاری، حسین و سید روح اله تقوی. (۱۳۸۸). "کیفیت اقلام تعهدی و مانده وجه نقد". بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، ش ۵۷، صص ۸۴-۶۹.
- * کاشانی پور، محمد و بیژن نقی نژاد (۱۳۸۸). "بررسی اثر محدودیت های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد". تحقیقات حسابداری، سال ۱، شماره دوم، صص ۹۳-۷۲.
- * نمازی، محمد و شهلا ابراهیمی (۱۳۹۱). "بررسی ارتباط بین ساختار رقابتی بازار محصول و بازده سهام". پژوهش های حسابداری مالی. سال دوم. شماره ۳
- * Alimov, Azizjon, [2012], "Product market competition and the value of corporate cash", Working Paper <http://ssrn.com/abstract/1769351>
- * Almeida, H., Campello, M., Weisbach, M.S., [2004], "The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance* 59, 1777-1804.
- * Bolton, P., Scharfstein, D., [1990]. "A theory of predation based on agency problem in financial contracting". *American Economic Review* 93, 1075-1090
- * Chen, C., Li, L., Mary, L.Z. Ma [2014]. Product market competition and the cost of equity capital: evidence from china. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*. Vol 21, No. 3, 227-261.
- * Cheng, P., Man, P., and Yi, C. H. (2013). The impact of product market competition on earnings quality. *Accounting and Finance*, 53, 137-162.
- * Ciliberto, F., and Schenone, C. (2015). Bankruptcy and product-market competition: Evidence from the airline industry. *International Journal of Industrial Organization*, 30, 564-577.
- * Dichu Bao, Kam C, Chan .Weining Zhang. [2012]. "Asymmetric cash flow sensitivity of cash holdings". *Journal of Corporate Finance* 18, 690-700
- * Faulkender, Michael, and Rong Wang, [2006], "Corporate financial policy and the value of cash", *Journal of Finance* 61, 1957-1990.
- * Fosu, S. [2013]. "Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa". *The Quarterly Review of Economics and Finance*
- * Ginglinger, E. Saddour-Dridi, Kh. [2012]. "Cash holdings, corporate governance and financial constraints". Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract/2154575>