

بررسی تاثیر رقابت در بازار محصول بر خطر سقوط قیمت سهام

محمد رمضان احمدی*

استادیار، حسابداری، دانشگاه شهید چمران، اهواز، ایران

سید علی واعظ

استادیار، حسابداری، دانشگاه شهید چمران، اهواز، ایران

سید عزیز آرمن

استاد، اقتصاد، دانشگاه شهید چمران، اهواز، ایران

سید صابر درسه

دانشجوی دکتری، حسابداری، دانشگاه شهید چمران، اهواز، ایران

چکیده

یافته‌های تحقیقات نظری حاکی از آن است که رقابت در بازار محصول به عنوان یک مکانیزم خارجی راهبردی شرکتی خطر سقوط قیمت سهام را با کاهش هزینه‌ی نمایندگی، هم‌سویی منافع مدیران و سرمایه‌گذاران، کاهش تخلفات توسط مدیران، بهبود تصمیم‌گیری‌های عملیاتی و افزایش کیفیت گزارشگری، کاهش می‌دهند، بنابراین هدف این پژوهش، بررسی تأثیر معیارهای رقابت در بازار محصول بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. معیارهای مورد بررسی شامل چهار شاخص رقابت در بازار محصول: شاخص هرفیندل_هیرشیمین، شاخص کیو توپین، شاخص لرنر و شاخص لرنر تعدیل شده است. بدین منظور چهار فرضیه برای بررسی این موضوع تدوین و داده‌های مربوط به ۹۹ شرکت بورس اوراق بهادار تهران برای دوره‌ی زمانی بین سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۴ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. الگوی رگرسیون پژوهش با استفاده از روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت بررسی و آزمون شده است. نتایج بدست آمده نشان داد از میان معیارهای انتخابی برای رقابت در بازار محصول شاخص هرفیندل_هیرشیمین و شاخص کیو توپین دارای رابطه مثبت و معناداری و شاخص لرنر و شاخص لرنر تعدیل شده است تأثیر منفی و معناداری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد.

واژگان کلیدی: خطر سقوط قیمت سهام، شاخص کیو توپین، شاخص لرنر، شاخص لرنر تعدیل شده و شاخص هرفیندل_هیرشیمین.

* تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۴/۱۲/۲۷ تاریخ پذیرش نهایی: ۱۳۹۶/۹/۱۱
نویسنده عهده‌دار مکاتبات: ahmadi_m@scu.ac.ir

۱- مقدمه

به دنبال تخصصی شدن فعالیت شرکت‌ها و در نتیجه تفکیک مدیریت از مالکیت آن‌ها، مدیران به عنوان نماینده سهامداران، شرکت را اداره می‌کنند. با برقراری رابطه نمایندگی به این صورت، هر یک از طرفین رابطه به دنبال حداکثر کردن منافع خود می‌باشند. از آنجا که تابع مطلوبیت طرفین درگیر در رابطه نمایندگی متفاوت است، بین آن‌ها تضاد منافع به وجود می‌آید. بنابراین این امکان وجود دارد که یکی از طرفین در راستای منافع شخصی خود، اقداماتی انجام دهد که با هدف به حداکثر رساندن منافع سایر گروه‌ها در تضاد باشد (فاما و جنسن^۱، ۱۹۸۳؛ ۳۰۲). یکی از بارزترین تعارض‌های موجود در روابط نمایندگی، تعارض بین مدیران و سهامداران شرکت است.

طیف وسیعی از انگیزه‌ها نظیر قراردادهای پاداش و مسائل مربوط به دوره تصدی وجود دارد که مدیران را تشویق می‌کند تا از افشای اطلاعات منفی خودداری کرده و آن‌ها را در داخل شرکت انباشت نمایند (کوتاری^۲ و همکاران، ۲۰۰۹؛ ۶۹). چنانچه مدیران برای یک دوره طولانی اقدام به نگهداری و انباشت اخبار بد در داخل شرکت کنند، بین قیمت ذاتی سهام شرکت و ارزش تعیین شده برای آن توسط سرمایه‌گذاران (ارزش بازار سهام)، یک شکاف بزرگ (حباب قیمتی سهام) ایجاد می‌شود. هنگامی که توده اخبار منفی انباشت شده به نقطه انفجار می‌رسد، به یکباره وارد بازار شده و به ترکیدن حباب‌های قیمتی و سقوط قیمت سهام می‌انجامد (هاتن^۳ و همکاران، ۲۰۰۹؛ ۷۰).

در صورت عدم وجود قرارداد بهینه مدیران می‌توانند از مزایای اطلاعاتی سوء استفاده کنند و به طور گسترده رفتارهای فرصت طلبانه به هزینه سهامداران بلندمدت داشته باشند، به طور کلی، چنین رفتاری ممکن است به دو طریق انجام شود: اجرای تصمیمات سرمایه‌گذاری به طور موقت با هدف ارزش‌گذاری، یا درگیر شدن در مدیریت سود برای حفظ حباب قیمت سهام. این فعالیت‌ها با این حال، ناپایدار هستند و در نهایت هنگامی که مهارت‌های واقعی آشکار شدند منجر به سقوط قابل توجه قیمت سهام می‌شوند (پنایاتس^۴ و همکاران، ۲۰۱۵؛ ۲). استدلال‌های اصلی علم اقتصاد بر این مبنا استوار است که رقابت در بازار محصولات، یک مکانیزم عالی برای تخصیص بهینه منابع تشکیل داده و دارای اثرهای انضباطی بر رفتار مدیران و بی‌کفایتی‌های آنان است (مارکایان و سانتالو^۵، ۲۰۱۰؛ ۴). سازگار با این دیدگاه ادبیات اخیر، نشان داده است که چطور مکانیزم‌های راهبری شرکتی مناسب زمانی که بازارها در خطر از بین رفتن یا از هم پاشیدن هستند، مورد نیاز هستند (گیروود و مولر^۶، ۲۰۰۸؛ ۳۱۳ و ۲۰۱۰؛ ۵۶۵). در غیر این صورت، در صورت نبود مکانیزم‌های راهبری شرکتی مناسب، تنها یک رقابت خوب است که بدون نیاز به کنترل، مدیران را برای حداکثر کردن ثروت سهامداران هدایت می‌کند (مارکایان و سانتالو، ۲۰۱۰؛ ۵). بخش قابل توجهی از ادبیات رقابت در بازار محصول به عنوان یک مکانیزم خارجی راهبری شرکتی، با نظم بخشیدن به سرمایه‌گذاری (مسیلس و همکاران^۷،

۲۰۰۷؛ ۱۸۵۲)، جلوگیری از مدیریت سود (زین و همکاران^۸، ۲۰۱۵؛ ۳) و بهبود محیط اطلاعاتی (آرمسترانگ^۹ و همکاران، ۲۰۱۲؛ ۱۸۷). به طور مؤثر می‌توانند از چنین تصمیمات نامطلوب مدیریتی جلوگیری کنند (گیرود و مولر، ۲۰۱۰؛ ۳۱۴؛ پنیاتس و همکاران، ۲۰۱۵؛ ۳). این یافته‌ها نشان می‌دهد که ایجاد راهبری شرکتی به طور مؤثر به کاهش رفتار فرصت طلبانه مدیریتی کمک می‌کند، از این رو آن‌ها باید با کاهش سقوط قیمت سهام شرکت نیز در ارتباط باشند (زین و همکاران، ۲۰۱۵؛ ۳). تاکنون تأثیر معیارهای رقابت در بازار محصول بر خطر سقوط قیمت سهام و شکست حساب قیمتی که ناشی از ارائه سودهای تصنعی و بدون نوسان باشد در جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی نشده است. هم‌چنین، در کشورهای در حال توسعه مانند ایران که بازار سرمایه از کارایی چندانی برخوردار نیست و در پژوهش‌های زیادی از جمله صمدی و همکاران (۱۳۸۶؛ ۱۱۱) ناکارایی یا کارایی بسیار ضعیف آن تأیید شده، همواره خطر تشکیل حساب قیمتی و سقوط آتی قیمت سهام و تحمیل زیان‌های غیرعادی بر سرمایه‌گذاری وجود دارد و موجب بالا رفتن خطر سرمایه‌گذاری می‌شود. در نتیجه، در شرایطی که مسئولین اقتصادی در راستای کم کردن سهم دولت در تصدی اقتصادی و شکوفایی اقتصاد ملی سعی بر هدایت پس‌اندازهای عامه مردم (بخش خصوصی) به سمت بازار سرمایه دارند. انجام پژوهش در رابطه با تشکیل حساب قیمتی ضمن نوآوری بسیار مفید و کارگشاست. بنابراین، با توجه به اهمیت سرمایه‌گذاری و بازار سهام در سطح اقتصاد ملی، در این پژوهش تأثیر معیارهای رقابت در بازار محصول بر خطر سقوط قیمت سهام بررسی می‌شود. این ویژگی‌های با توجه به تأثیری که بر شفافیت محیط گزارشگری مالی، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت دارند، موجب تغییر در خطر سقوط آتی قیمت سهام می‌شوند. هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر خطر سقوط قیمت سهام می‌باشد. سؤال اساسی این پژوهش این است که آیا رقابت در بازار محصول به عنوان مکانیزم خارجی راهبری شرکتی می‌تواند خطر سقوط قیمت سهام را کاهش دهد. تفاوت این پژوهش با پژوهش‌های پیشین آن است که موضوع تأثیر رقابت در بازار محصول بر خطر سقوط قیمت سهام را از نقطه نظر راهبری شرکتی مورد مطالعه قرار می‌دهد. این موضوعی است که در پژوهش‌های پیشین به آن اشاره نشده است. مطالعات گذشته عمدتاً رابطه رقابت در بازار محصول را با کیفیت سود، مدیریت سود، اجتناب از مالیات، و ساختار سرمایه و... بررسی کرده‌اند. در ادامه پس از بررسی ادبیات پژوهش و بیان پیشینه نظری، فرضیه پژوهش مطرح می‌شود. در بخش بعد یافته‌های پژوهش توصیف و تفسیر می‌شوند و در بخش پایانی به نتیجه‌گیری و پیشنهادها پرداخته خواهد شد.

۲- مبانی نظری، ادبیات و فرضیه‌های پژوهش

۲-۱- مبانی نظری پژوهش

مدیران ممکن است خودخواهانه به دنبال شیوه‌های کوتاه‌مدتی باشند که برای سهامداران با دید بلندمدت بهینه نباشد (بیچک و استول^۱، ۱۹۹۷؛ ۷۲۰). بکر^{۱۱} و همکاران (۲۰۰۴؛ ۳) توضیح دادند که مدیران ممکن است انگیزه‌ای برای فراهم کردن تمایلات رایج و سرمایه‌گذاری در پروژه-های گران قیمت بازار داشته باشند. بنابراین، فرضیه عمومی وجود خواهد داشت که مدیران با سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی‌های ثابت از عملکرد متورم شده در طول دوره پشتیبانی می‌کنند. در شرکت‌های دارای سود حسابی (متورم) اجاره و سرمایه‌گذاری بسیار بالا و همچنین اقلام تعهدی اختیاری و سرمایه‌گذاری این شرکت‌ها دارای ارتباط مثبتی با یکدیگر هستند (پولک و ساینزا^{۱۲}، ۲۰۰۹؛ ۱۸۷). به طور کلی، زمانی که نرخ رشد واقعی مشخص می‌شود، این سیاست‌های سرمایه‌گذاری نامطلوب، فرصت‌های سرمایه‌گذاری قوی در کوتاه‌مدت را طرح‌ریزی می‌کنند و منجر به کمبود سرمایه و سقوط قیمت سهام می‌شود (بن ملیچ^{۱۳} و همکاران، ۲۰۱۰؛ ۱۷۷).

هم‌چنین مدیران می‌توانند برای حمایت از تظاهر به فرصت‌های رشد قوی، اطلاعات مالی را دستکاری کنند، و درگیر عمل شناخته شده مدیریت سود شوند (پنایاتس و همکاران، ۲۰۱۵؛ ۳). کوتاری و همکاران (۲۰۰۹؛ ۲۴۳). استدلال می‌کنند که مدیران انگیزه‌هایی برای پنهان سازی اطلاعات منفی از بازار به دلایل مالی، از جمله شغلی و جبران خسارت‌های شرکت دارند. به طور مشابه بل (۲۰۰۹؛ ۲۷۹) نشان می‌دهند که هم‌چنین مدیران ممکن است به دلایل غیرمالی از جمله ایجاد حاکمیت و نگهداری عزت نفس انگیزه‌ای برای خودداری از ارائه اخبار بد داشته باشند. احتکار اخبار بد برای مدت زمان طولانی با این حال غیرقابل تحمل است (بلک و لیو، ۲۰۰۷؛ ۷۲۱؛ کوتاری و همکاران، ۲۰۰۹؛ ۲۴۳). در برخی از نقاط اطلاعاتی که تاکنون پنهان بودند به یکباره وارد بازار شده و منجر به سقوط قیمت سهام می‌شود (جنسن، ۱۹۸۶؛ ۳۲۴؛ هاتن و همکاران، ۲۰۰۹؛ ۲۴۳).

چنین رفتارهای فرصت طلبانه مدیریتی ممکن است به وسیله عدم تقارن اطلاعاتی که بین مدیران و سهامداران وجود داشته ایجاد شود. در واقع رسوایی‌های مختلف مالی نشان می‌دهد که عواقب چنین مشکلات نمایندگی می‌توان شدید باشد (به عنوان مثال انرون). بخش قابل توجهی از ادبیات نشان می‌دهد که شرکت‌های با رقابت بازار محصول قوی با پل زدن شکاف اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران منجر به کاهش چنین مشکلات نمایندگی می‌شوند (گوادلوپ و پرز^{۱۴}، ۲۰۱۲؛ ۵). علاوه بر این، رقابت در بازار محصول تصمیمات سرمایه‌گذاری نامطلوب را نیز محدود می‌کند. در نهایت، برخی از مطالعات نشان دادند که رقابت قوی در بازار محصول شیوه‌های مدیریت سود را کاهش می‌دهد (داتا^{۱۵} و همکاران، ۲۰۱۲؛ ۴) در حالی که دیگران نتایج نسبتاً

ترکیبی و یا ارتباطی را پیدا کردند (زین و همکاران، ۲۰۱۵: ۵). بنابراین، هدف این پژوهش بررسی تأثیر شاخص‌های رقابت در بازار محصول بر خطر سقوط قیمت سهام می‌باشد.

۲-۲- رقابت در بازار محصول و تأثیر آن بر خطر سقوط قیمت سهام

شلیفر و ویشنی^{۱۶} (۱۹۷۷؛ ۷۴۰) ادعا می‌کنند که، رقابت در بازار محصول، به احتمال بسیار زیاد قوی‌ترین نیرویی است که اقتصاد را در جهان به سمت کارایی هدایت می‌کند. رقابت یکی از محوری‌ترین و مهم‌ترین مفاهیم اقتصادی است. در جهان امروز، پدیده «رقابت» به‌عنوان یک پدیده ذاتی در فعالیتهای مالی و بازرگانی به‌ظهور رسیده است و در عرصه فعالیت‌های اقتصادی یکی از عوامل مهم و تعیین‌کننده در سرنوشت سازمان‌ها و مؤسسات تجاری است.

هم‌چنین بگسو و بتگنيس^{۱۷} (۲۰۰۷؛ ۲۹۰) ادعا می‌کند که رقابت بازار محصول معیار کلیدی برای ارزیابی درجه موفقیت کشورها، صنایع و بنگاه‌ها در میدان‌های رقابتی سیاسی، اقتصادی و تجاری به حساب می‌آید؛ بدین معنی که هر کشور، صنعت یا بنگاهی که از توان رقابتی بالایی در بازارهای رقابتی برخوردار باشد، می‌توان گفت که از رقابت‌پذیری بالاتری برخوردار می‌باشد. بنابراین، شرکت‌ها متناسب با میزان رقابتی که در صنعت مورد فعالیتشان وجود دارد، ویژگی‌های رفتاری از خود نشان می‌دهند. بدین صورت که رقابت باعث به‌وجود آمدن راهبری شرکتی قوی و کاهش مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران می‌شود. از طرفی زیاد بودن میزان رقابت در بازار محصول، باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های کنترلی می‌شود.

پژوهشگران در ادبیات اقتصادی استدلال می‌کنند که رقابت شدید در بازار محصولات، باعث ایجاد انگیزه در مدیران برای رفتار کارا می‌شود (آلن و گیل^{۱۸}، ۲۰۰۰؛ ۸۲۶). یکی از دلایل اصلی این استدلال این است که نیروهای انضباط و نظم‌دهنده رقابت به سرعت در حال حذف مدیران ناکارآمد از بازار هستند. این ایده قدیمی به‌وسیله آدم اسمیت در کتاب «ثروت ملت‌ها» بیان شده است. وی بیان می‌کند که «انحصار ... دشمنی بزرگ برای مدیریت خوب است». در طول چند دهه گذشته، برخی از پژوهش‌ها نظری (هلسرم، ۱۹۸۲؛ ۳۲۸؛ جنسن، ۱۹۸۶؛ ۳۲۶؛ اسچاردستین، ۱۹۸۴؛ اسچیمیدت، ۱۹۹۷؛ ۱۹۵؛ آگیون و همکاران، ۱۹۹۹؛ ۸۳۲۰ و هی، ۲۰۱۲؛ ۸۸۲) نیز سعی کرده‌اند که خط‌مشی‌های بالقوه‌ای را به صورت رسمی مطرح کنند که رقابت می‌تواند در انگیزه مدیران اثر داشته باشد. آلن و گیل (۲۰۰۰؛ ۸۲۸) نتیجه‌گیری می‌کنند که رقابت در بین شرکت‌ها یک مکانیزم مؤثرتر راهبری شرکتی نسبت به نظارت به‌وسیله نهادهای رسمی و بازار برای کنترل شرکت‌هاست. هم‌چنین (هلسرم، ۱۹۸۲؛ ۳۲۸؛ نالیوف و استی گلیتز، ۱۹۸۳؛ ۲۳ و شلیفر، ۱۹۸۵؛ ۳۲۳). استدلال می‌کنند که، رقابت در بازار محصول به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نظارت، به‌وسیله ایجاد فرصت‌های مهم برای سرمایه‌گذاران در

خصوص مبنای عملکرد یک شرکت، برای عملکرد رقابتی آن می‌انجامد. بنابراین بر اساس این استدلال، رقابت در بازار محصول می‌تواند منجر کاهش خطر سقوط قیمت سهام به وسیله کاهش احتمال بیش سرمایه‌گذاری و ناتوانی مدیریت شود. در مجموع مدل پیامد پیش‌بینی می‌کند که بین سطح تمرکز صنایع (رقابت در بازار محصول) و خطر سقوط قیمت سهام شرکت‌ها رابطه منفی وجود دارد.

نتایج مطالعات گذشته نشان داده است، که رقابت در بازار محصول می‌تواند به عنوان یک مکانیزم راهبری شرکتی برای کاهش مشکلات نمایندگی بین مدیران و سرمایه‌گذاران عمل کنند. زیرا مدیران شرکت‌ها در صنایع رقابتی، برای حفظ موقعیت خود و جلوگیری از انحلال، به کار سخت-تر، جلوگیری از اتلاف منابع شرکت در پروژه‌ها بی‌فایده، و سرمایه‌گذاری کمتر در فعالیت‌های فاقد ارزش افزوده، سوق پیدا می‌کند تا از این طریق ارزش شرکت را حداکثر کند (وانگ، ۲۰۱۰؛ ۵). بنابراین، رقابت بازار با هماهنگ نمودن منافع بین مدیران و سهامداران کمک می‌کند. تا نقش راهبری شرکتی‌ها و آثار آن به عنوان یک مکانیزم مؤثر برای کاهش مشکلات نمایندگی بین سهامداران و مدیران است. شرکت‌های که درگیر مشکلات نمایندگی هستند کمتر احتمال دارد که درگیر مدیریت سود فرصت‌طلبانه شوند و عمل تقلب در این صنایع به دلیل وجود مکانیزم بازار به ندرت پیش می‌آید (ماکیوکایت و پارک^{۱۹}، ۲۰۱۰؛ ۸). از این رو وجود رقابت قوی در بازار محصول، عدم شفافیت اطلاعات مالی و عدم تقارن اطلاعاتی مالی را کاهش می‌دهد که این موضوع به نوبه خود به افزایش کیفیت افشای اطلاعات و در نتیجه کاهش خطر سقوط قیمت سهام منجر می‌شود.

علاوه بر استدلال‌های سنتی ارائه شده در بالا، اظهارات دیگری در ادبیات وجود دارد که ممکن است رقابت قوی در بازار محصول از طریق آن‌ها بتوانند خطر سقوط آتی قیمت سهام را تحت تأثیر قرار دهند: رقابت قوی در بازار محصول می‌تواند خطر سقوط را با کاهش اختلاف نظر در میان سرمایه‌گذاران کاهش دهند (زین و همکاران، ۲۰۱۵؛ ۴). هنگ و استین (۲۰۰۳؛ ۴۸۹) و هاتن و همکاران (۲۰۰۹؛ ۶۹) نشان می‌دهند که خطر سقوط آتی قیمت سهام می‌تواند از اختلاف نظر در میان سرمایه‌گذاران منجر شود. با وجود سطح بالایی از اختلاف نظر، ممکن است قیمت سهام حتی در غیاب هرگونه اطلاعات اساسی جدید تغییر کند (پورتر، ۱۹۹۲؛ ۶). تغییر قیمت، به ویژه هنگامی که یک واکنش منفی باشد، یک واکنش از سرمایه‌گذاران ناآگاه می‌تواند منجر به تغییرات اضافی قیمت و در نتیجه خطر سقوط قیمت سهام ایجاد شود. به طور کلی، رقابت شدید بازار محصول می‌تواند چنین تأثیراتی را با کاهش اختلاف نظر میان سرمایه‌گذاران کاهش دهند. در مجموع، بحث قبلی نشان می‌دهد که رابطه‌ای منفی میان رقابت در بازار محصول و خطرات سقوط قیمت سهام وجود دارد (زین و همکاران، ۲۰۱۵؛ ۵).

به طور کلی، در ارتباط با تأثیر رقابت در بازار محصول بر خطر سقوط قیمت سهام استدلال می‌شود که رقابت در بازار به عنوان یک مکانیزم خارجی راهبردی شرکتی سبب کاهش هزینه‌ی نمایندگی و هم‌سویی منافع مدیران و سرمایه‌گذاران، کاهش تخلفات توسط مدیران، بهبود تصمیم‌گیری‌های عملیاتی و افزایش کیفیت گزارشگری مالی شده که در این حالت خطر سقوط آتی قیمت سهام کاهش می‌یابد، اما در صورت ضعیف بودن رقابت بازار محصول (انحصاری بودن بازار محصولات شرکت) سبب افزایش مسائل و مشکلات نمایندگی ناشی از تضاد منافع مدیر و سرمایه‌گذار می‌شود. از این رو، شرکت‌هایی که بازارها و صنایع انحصاری فعالیت می‌کنند، محیط اطلاعاتی مبهم‌تری دارند و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران در این گونه شرکت‌ها بیش‌تر است. به بیان دیگر، این امکان وجود دارد که مدیریت با استفاده از ضعف کنترل داخلی، سود را مدیریت کرده و از منافع سهامداران به نفع خود استفاده کند و ارزش شرکت را کاهش دهد. در نتیجه، سبب افزایش خطر سقوط آتی قیمت سهام می‌شود؛ و از سوی دیگر، نقش نظارتی رقابت در بازار محصول سبب افزایش کیفیت راهبردی شرکتی می‌شود که در نهایت افزایش کیفیت سود و کیفیت گزارشگری مالی را به دنبال دارد. افزایش کیفیت سود و کیفیت گزارشگری مالی سبب شفافیت بیشتر محیط اطلاعاتی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در ارتباط با سهام شرکت در بازار می‌شود (تااو، ۲۰۱۲؛ ۴-۶)؛ و در نهایت موجب کاهش خطر سقوط آتی قیمت سهام می‌شود.

همچنین در خصوص تاثیر برخی از متغیرهای کنترلی از جمله عدم شفافیت اطلاعات مالی می‌توان بیان نمود که در شرایط نبود شفافیت کامل در گزارشگری مالی (اقدام به مدیریت سود)، مدیران انگیزه دارند برای حفظ شغل خود، بخشی از زیان‌ها را پنهان کنند. این فرایند؛ یعنی افشا نکردن زیان‌های واقعی تا زمان حضور مدیر در شرکت ادامه می‌یابد و پس از ترک شرکت توسط مدیر، حجم عظیمی از زیان‌های افشا نشده وارد بازار شده و به سقوط قیمت سهام منجر می‌شود. علاوه بر این در یک محیط گزارشگری غیر شفاف، سرمایه‌گذاران قادر به شناسایی و کشف پروژه‌های زیان‌ده شرکت نیستند. ناتوانی سرمایه‌گذاران در تمایز بین پروژه‌های سودده و زیان‌ده در مراحل اولیه آن باعث می‌شود که پروژه‌های زیان‌ده ادامه یابد و با گذر زمان زیان آن‌ها افزایش یابد. بازده منفی این نوع پروژه‌ها در طول زمان در داخل شرکت انباشت می‌شود و هنگامی که اطلاعات مربوط به آن‌ها افشا می‌شود، قیمت سهام به شدت کاهش پیدا خواهد کرد (هاتن و همکاران، ۲۰۰۹؛ ۶۹). بنابراین، چنانچه مدیران بتوانند برای مدت زمان طولانی از افشای اخبار بد خود داری کنند، اخبار منفی در داخل شرکت انباشت می‌شود. از سوی دیگر حجم اخبار بدی که مدیران می‌توانند انباشت کنند، محدود است. علت این موضوع آن است که وقتی که حجم اخبار منفی انباشت شده به آستانه معینی می‌رسد، نگهداری و عدم افشای آن برای

مدت زمان طولانی غیر ممکن و پرهزینه خواهد شد در نتیجه توده اخبار نامطلوب پس از رسیدن به نقطه اوج خود به یکباره وارد بازار شده و موجب افت شدید بازده سهام یا سقوط قیمت سهام می شود (هاتن و همکاران، ۲۰۰۹؛ ۶۹).

۳-۲- پیشینه پژوهش

هانگ و استین (۲۰۰۳) در رابطه با خطر سقوط قیمت سهام به این رابطه پرداختند که ناهمگنی رفتارهای سرمایه‌گذاران خود دلیلی برای سرعت بخشیدن به سقوط قیمت سهام است. یافته‌های آن‌ها نشان داد اگر تفاوت نظر در رفتار سرمایه‌گذاران زیاد باشد سرمایه‌گذاران تند رو با شنیدن کوچک‌ترین اخبار بد نامطلوب به فروش سریع سهام خود مبادرت می‌ورزند، همچنین سعی می‌کنند هر چه سریع‌تر از بازار خارج شوند که این حرکت در نهایت به سقوط قیمت سهام منجر می‌شود. به علاوه آن‌ها اثبات کردند اخبار نهایی انباشته شده در شرکت در زمان تنزل بازار تمایل بیشتری به آشکار شدن پیدا می‌کنند که نتیجه آن تعدیل شدید و منفی بازده سهام است.

جین و مایرز (۲۰۰۶) مدلی را گسترش دادند که بیان می‌نمود، عدم شفافیت اطلاعات به مدیران فرصت بیشتری برای پوشاندن اخبار بد از ذینفعان شرکت می‌دهد؛ و در نهایت زمانی که این اخبار بد انباشته شده در شرکت انتشار پیدا کند. باعث ایجاد یک تعدیل منفی و شدید در بازده سهام یا همان سقوط قیمت سهام می‌شود.

کارونا (۲۰۰۷) در پژوهشی نشان داد که شرکت‌های فعال در صنایع رقابتی از ساختار راهبری شرکتی بهتری برخوردارند. همچنین به این نتیجه رسید که مدیران در صنایع رقابتی از قدرت زیادی برای تصمیم‌گیری در خصوص استراتژی شرکت برخوردارند و در نتیجه، نظارت بیشتری بر فعالیت این مدیران صورت می‌گیرد.

کوتاری و همکاران (۲۰۰۹) شواهدی را فراهم کردند که نشان داد مدیران تمایل دارند که انتشار اخبار بد برای سرمایه‌گذاران خارجی را به تأخیر بیاورند. تمایل مدیریتی به سمت مخفی نگه داشتن اخبار بد از سرمایه‌گذاران خارجی خطر کاهش قیمت سهام و بازده منفی را ایجاد می‌نماید.

گوادلوپ و پرز (۲۰۱۰) در پژوهشی به این نتیجه رسیدند که هر اندازه سطح رقابت در صنعت بیشتر باشد، سطح راهبری شرکتی بهبود خواهد یافت. تأثیر رقابت بر راهبری شرکتی ناشی از بهبود شفافیت اطلاعات و ترس از ورشکستگی است.

ماکیوکایت و پارک (۲۰۰۹) با بررسی اوراق بهادار تجدید ارائه شده استفورد بیان کردند که رقابت در بازار محصول باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران شده و دقت و صحت گزارش‌های مالی را به طور مؤثر بهبود می‌یابد. شرکت‌ها در صنایع رقابتی کمتر احتمال دارد به گزارش درآمد گمراه کننده پرداخته و احتمال بیشتری برای گزارش مالی آموزنده وجود

داد. چو و همکاران (۲۰۱۱)، به بررسی رابطه بین رقابت در بازار محصول و راهبری شرکتی پرداختند، آن‌ها در این بررسی که شرکت‌ها در صنایع قابل رقابت یا با قدرت بازار ضعیف مایل هستند ساختار حاکمیت شرکتی ضعیف داشته باشند. هم‌چنین آن‌ها نشان دادند که کیفیت راهبری شرکتی فقط زمانی که رقابت در بازار محصول ضعیف است تأثیر معناداری بر روی عملکرد مالی دارد. میچلی^{۲۰} و همکاران (۲۰۱۲)، رابطه بین رقابت در بازار محصول و تضاد نمایندگی را مورد بررسی قرار دادند، نتایج آن‌ها نشان داد که رقابت در بازار محصول، هزینه نمایندگی را کاهش می‌دهد. آن‌ها هم‌چنین نشان دادند، شرکت‌هایی که در صنایع به میزان رقابت پایین فعالیت می‌کنند نسبت به شرکت‌های موجود در صنایع با میزان رقابت بالا کارایی کمتری دارند.

زین و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار رقابت در بازار محصول و مزیت رقابتی پرداختند. نتایج آن‌ها حاکی از این است که شاخص هرفیندل_هیرشیمین، تأثیر مثبت معنادار و شاخص لرنر، شاخص لرنر تعدیل شده و اندازه بیش از حد تأثیر منفی معناداری بر خطر سقوط قیمت سهام دارند.

پنایاتس و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان راهبری شرکتی و خطر سقوط قیمت سهام به بررسی رابطه بین معیارهای راهبری شرکتی و خطر سقوط قیمت سهام پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از این است که بین مالکیت نهادی و درصدی از مدیران که سهام سازگار نگهداری می‌کنند و خطر سقوط قیمت سهام رابطه مثبتی وجود دارد. با این دیدگاه که نهادها و مدیران با مالکیت نهادی سهام مدیریت را برای عملکرد کوتاه‌مدت تحت فشار قرار می‌دهند. علاوه بر این عدم شفافیت در اطلاعات مالی با خطر سقوط قیمت سهام رابطه مستقیمی دارد. آن‌ها هم‌چنین نشان دادند بین درصد مدیران مستقل در کمیته حسابرسی و تخصص صنعت حسابرسی و خطر سقوط قیمت سهام رابطه معکوسی وجود دارد.

فروغی و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهشی، به بررسی ارتباط بین محافظه‌کاری شرطی در گزارشگری مالی و خطر سقوط آتی قیمت سهام پرداختند. نتایج آن‌ها حاکی از این است که بین محافظه‌کاری شرطی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام، رابطه‌ی معکوس وجود دارد. هم‌چنین نتایج این پژوهش، نشان می‌دهد که در شرایطی که بین مدیران و سرمایه‌گذاران عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد، توانایی محافظه‌کاری شرطی جهت کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام بیشتر است.

احمد پور و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت و بر ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند. نتایج آن‌ها حاکی از آن است که متغیرهای بازده دارایی، اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام و نسبت کیوتوبین دارای رابطه منفی و معنادار

با خطر سقوط قیمت سهام دارند. همچنین نتایج آن‌ها نشان که متغیرهای بازده حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی رابطه معناداری با خطر سقوط قیمت سهام ندارند. رمضان احمدی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی تأثیر اندازه موسسه حسابرسی و اظهارنظر حسابرس بر خطر سقوط آتی قیمت سهام پرداختند. نتایج آن‌ها حاکی از آن بود که، متغیرهای اظهارنظر تعدیل شده و عدم شفافیت اطلاعات مالی دارای تأثیر مثبت و معناداری و متغیر اندازه موسسه حسابرسی دارای تأثیر منفی و معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارند.

۴-۲- فرضیه‌های تحقیق

با توجه به میانی نظری مطرح شده فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر بیان می‌شود؛ در این پژوهش برای اندازه‌گیری رقابت در بازار محصول از چهار شاخص شامل معیار شاخص هرفیندل_هرشیمین و شاخص کیو توپین (این دو شاخص به عنوان معیار معکوس رقابت در بازار محصول)، شاخص لرنر و شاخص لرنر تعدیل شده (این دو شاخص به عنوان معیار مثبت رقابت در بازار محصول) مطابق پژوهش زین و همکاران (۲۰۱۵) استفاده نموده‌ایم که در قالب چهار فرضیه به شرح زیر بیان می‌شوند.

- فرضیه اول: شاخص هرفیندل_هرشیمین تأثیر مثبت معناداری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد.
- فرضیه دوم: شاخص کیو توپین تأثیر مثبت معناداری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد.
- فرضیه سوم: شاخص لرنر تأثیر منفی معناداری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد.
- فرضیه چهارم: شاخص لرنر تعدیل شده تأثیر منفی معناداری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد.

۳- روش پژوهش

۱-۳- تجزیه و تحلیل اطلاعات

در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی مانند انحراف معیار انجام شده است. همچنین، برای آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون تابلویی با اثرات ثابت استفاده شده است. برای انتخاب از بین روش‌های الگوهای رگرسیونی ترکیبی و الگوی داده‌های تابلویی از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. اگر در آزمون F لیمر روش داده‌های تلفیقی انتخاب شود، کار تمام است اما اگر روش داده‌های تابلویی انتخاب شود لازم است تا آزمون هاسمن نیز انجام شود. از آزمون هاسمن برای تعیین استفاده از الگوی اثرات ثابت در مقابل الگوی اثرات تصادفی استفاده می‌شود (افلاطونی، ۱۳۹۲).

به دلیل اینکه نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند در فرایند تصمیم‌گیری استفاده شود، این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است. همچنین، این پژوهش از لحاظ ماهیت، توصیفی-همبستگی است، زیرا در این نوع پژوهش‌ها پژوهشگر به دنبال ارزیابی ارتباط بین دو یا چند متغیر است. در این پژوهش به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها و استخراج نتایج پژوهش از نرم افزار Excel 2010 و Eviews 8 استفاده شده است. همچنین، سطح اطمینان مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌ها و بررسی فروض کلاسیک رگرسیون ۹۵ درصد است. برای برآورد پارامترهای مدل‌های رگرسیون، آزمون فروض کلاسیک از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. از جمله مهم‌ترین این فروض فرض‌های مربوط به خود همبستگی و عدم ناهمسانی واریانس بین باقیمانده‌های مدل است. به منظور تشخیص وجود خود همبستگی بین باقیمانده‌ها، از آزمون دوربین واتسون (DW) استفاده شد. مقدار این آماره برای مدل‌های پژوهش، نشان دهنده‌ی نبود خود همبستگی بین باقیمانده‌هاست. در خصوص بررسی هم‌خطی نیز قابل ذکر است که با اینکه استفاده از داده‌های ترکیبی خود یکی از روش‌های جلوگیری از بروز هم‌خطی است، اما برای بررسی وجود احتمالی هم‌خطی از روش تورم واریانس (vif) استفاده شد.

۲-۳ جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی سال ۱۳۷۹ تا ۱۳۹۴ می‌باشد. نمونه‌گیری براساس حداکثر داده‌های موجود برای شرکت‌هایی است که دارای شرایط زیر باشند:

به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی ۲۹ اسفند باشد.

به منظور همگن بودن اطلاعات، فعالیت آن‌ها تولیدی باشد.

معاملات سهام آن‌ها طی دوره پژوهش بیش از سه ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد.

اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش در دسترس باشد.

با اعمال شرایط مذکور از بین شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران، تعداد ۹۹ شرکت به عنوان نمونه آماری این پژوهش انتخاب شدند.

۳-۳-۳ مدل پژوهش

با توجه به چارچوب نظری و پیشینه پژوهش، مدل پژوهش از نوع رگرسیون چند متغیره است. بنابراین، مدل (۱) برای انجام آزمون فرضیه‌ها انتخاب شده است (زین و همکاران، ۲۰۱۵).

$$NCSKEW_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 HHI_{i,t-1} + \beta_2 QN_{i,t-1} + \beta_3 LI_{i,t-1} + \beta_4 TI_{i,t-1} + \beta_5 OPAQUE_{i,t-1} + \beta_6 DTURN_{i,t-1} + \beta_7 STD_{i,t-1} + \beta_8 RET_{i,t-1} + \beta_9 Size_{i,t-1} + \beta_{10} ROA_{i,t-1} + \beta_{11} MTB_{i,t-1} + \beta_{12} Leverage_{i,t-1} + \beta_{13} CRASH_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

متغیرهای مدل در نگاره (۱) تعریف شدند.

نگاره ۱: تعریف متغیرهای الگو

متغیر مورد بررسی	نماد
چولگی منفی بازده ماهانه سهام	<i>NCSKEW</i>
شاخص هرفیندال هیرشمن	<i>HHI</i>
شاخص کیو توین	<i>QN</i>
شاخص لرنر	<i>LI</i>
شاخص لرنر تعدیل شده	<i>TI</i>
عدم تجانس سرمایه‌گذاران	<i>DTURN</i>
انحراف معیار بازده ماهانه سهام	<i>STD</i>
میانگین بازده ماهانه سهام	<i>RET</i>
اندازه شرکت	<i>Size</i>
نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام	<i>MTB</i>
نسبت اهرمی	<i>Leverage</i>
شاخص سودآوری	<i>ROE</i>
اندازه شرکت	<i>OPAQUE</i>
چولگی منفی بازده سهام سال قبل	<i>CRASH</i>

۱-۳-۳- متغیرهای پژوهش

متغیرهای این پژوهش مشتمل بر سه دسته متغیر مستقل، متغیر وابسته و متغیر کنترلی به شرح زیر است:

۱-۳-۳-۱- متغیرهای مستقل

رقابت در بازار محصول

با توجه به هدف و سؤال پژوهش، رقابت در بازار محصولات به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است. در این پژوهش از چهار شاخص هرفیندال-هیرشمن، Q توین، شاخص لرنر و شاخص لرنر تعدیل شده به عنوان معیار اندازه‌گیری رقابت در بازار محصول استفاده شده است. نحوه محاسبه هر یک از شاخص‌های مورد استفاده در خصوص اندازه‌گیری شدت رقابت در بازار محصول به شرح زیر است:

شاخص هرفیندال هیرشمن (HHI)

رقابت در بازار محصول بر اساس شاخص هرفیندال هیرشمن اندازه‌گیری شده است که در تحقیقات گیروود و مولر (۲۰۰۱)، گاستا و ورونی (۲۰۱۲) مورد استفاده قرار گرفته است. لازم به

ذکر است که شاخص مذکور میزان رقابت پذیری را در صنایع مختلف محاسبه کرده و به صورت رابطه (۱) تعریف می‌شود:

$$herfindahl - Hirschman\text{Indx}(HHI) = \sum_{i=1}^n \left(\frac{S_i}{S}\right)^2 \quad (1)$$

S_i درآمد فروش شرکت i

S_i مجموع درآمد فروش شرکت‌های موجود در صنعتی که شرکت i در آن فعالیت می‌کند

n تعداد شرکت‌های موجود در صنعت

شاخص هرfindahl هیرشمن میزان تمرکز صنعت را اندازه‌گیری می‌کند. هر چه این شاخص بزرگ‌تر باشد، میزان تمرکز بیشتر بوده و رقابت کمتری در صنعت وجود دارد و بالعکس (گاستا و ورونی، ۲۰۱۲).

شاخص Q توین (QN)

در بازارهای با رقابت کامل، نسبت Q توین تمامی شرکت‌ها برابر با یک خواهد بود. انتظار بر این است که شرکت‌های دارای نسبت Q توین بیشتر از یک، از مزیت رقابتی آن‌ها کاسته شود. یعنی هرچه این شاخص بیشتر باشد، بیانگر تمرکز بیشتر و رقابت کمتر در صنعت است و برعکس (ستایش و کارگرفرد، ۱۳۹۱). این شاخص به شرح رابطه (۲) محاسبه می‌شود.

$$Q_i = \frac{MTB + TDEBT}{TASSET} \quad (2)$$

که در نسبت بالا Q_i نشان دهنده نسبت Q توین، MTB نشان دهنده ارزش بازار کل سهام شرکت، $Tdebt$ نشان دهنده ارزش دفتری کل بدهی‌های شرکت و $Tasset$ نشان دهنده ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت است.

شاخص لرنر (LI)

شاخص لرنر برابر است با قیمت محصولات شرکت منهای هزینه‌های نهایی تولید. این شاخص به صورت مستقیم نشان دهنده ویژگی قدرت بازار، یعنی توانایی شرکت برای منظور کردن قیمتی بیشتر از هزینه نهایی است. چالش پیش‌روی استفاده از شاخص لرنر در پژوهش‌های تجربی این است که هزینه‌های نهایی قابل مشاهده نیستند. بنابراین، معمولاً پژوهشگران شاخص لرنر را به وسیله حاشیه قیمت - هزینه تخمین می‌زنند (بوث و ژو، ۲۰۰۹). به پیروی از گاسپر و ماسا (۲۰۰۶)، کال و لون (۲۰۱۱) و بوث و ژو (۲۰۰۹)، شاخص لرنر بر حسب سود عملیاتی تقسیم بر فروش تعریف می‌شود. این شاخص با استفاده از رابطه (۳) به صورت تقریبی برآورد می‌شود.

$$LI = \frac{Sale - Coge - SG\&A}{Sale} \quad (3)$$

که در رابطه (۳) LI نشان‌دهنده شاخص لرنر، Sale نشان‌دهنده فروش، Cogs نشان‌دهنده بهای تمام شده کالای فروش رفته و SG & A نشان‌دهنده هزینه‌های عمومی، اداری و فروش است. میزان بالاتر شاخص لرنر نشان دهنده قدرت قیمت‌گذاری محصول و رقابت بالاتر یک شرکت را نشان می‌دهد.

شاخص لرنر تعدیل شده (TI)

اگر چه شاخص لرنر برای تعیین رقابت در بازار محصول مورد استفاده قرار گرفته است، اما این معیار عوامل مختص شرکت نظیر تأثیر قدرت قیمت‌گذاری بازار محصول را از عوامل سطح صنعت تفکیک نمی‌کند. از این رو، در این پژوهش مشابه پژوهش‌های شارما (۲۰۱۰)، پیرس (۲۰۱۰)، گاسپر و ماسا (۲۰۰۶) و نمازی و ابراهیمی (۱۳۹۱) از نسخه تعدیل شده شاخص لرنر نیز استفاده شده است. نحوه محاسبه شاخص لرنر تعدیل شده به شرح رابطه (۴) محاسبه شده است.

$$LI_{IA} = LI_i - \sum_{i=1}^N \omega_i LI_i \quad (4)$$

که در رابطه (۵) بالا LI_{IA} نشان‌دهنده شاخص لرنر تعدیل شده بر مبنای صنعت، LI_i نشان‌دهنده شاخص لرنر شرکت i ، ω_i نشان‌دهنده نسبت فروش شرکت i به کل فروش صنعت است. میزان بالاتر شاخص لرنر تعدیل شده نشان دهنده قدرت بالای بازار محصول و رقابت بالاتر یک شرکت را نشان می‌دهد (شارما، ۲۰۱۰).

۲-۱-۳- متغیر وابسته پژوهش

اندازه‌گیری سقوط قیمت سهام

برای اندازه‌گیری سقوط قیمت سهام از مدل ضریب چولگی چن و همکاران (۲۰۰۱) و مدل هاتن و همکاران (۲۰۰۹) استفاده شده و از رابطه (۵) محاسبه شده است.

$$CRASH_{it} = NCSKEW_{it} = -\frac{(n(n-1)^{\frac{3}{2}} \sum W_{j,\theta}^3)}{((n-1)(n-2)(\sum W_{j,\theta}^2)^{\frac{3}{2}})} \quad (5)$$

$NCSKEW_{it}$: ضریب منفی چولگی بازده ماهانه خاص شرکت i در سال t بازده ماهانه خاص شرکت i در ماه θ طی سال مالی که از رابطه (۶) برآورد شده و n تعداد ماه‌های مشاهده شده بازده طی سال مالی می‌باشد. در مدل فوق هرچه مقدار ضریب چولگی منفی بیشتر باشد، آن شرکت بیشتر در معرض سقوط قیمت سهام خواهد.

بازده ماهانه خاص شرکت که با w نشان داده می‌شود رابطه (۶) برابر است با لگاریتم طبیعی عدد ۱ به علاوه عدد باقی‌مانده که از رابطه (۷) محاسبه شده است.

$$W_{j,\theta} = \ln(1 + \varepsilon_{j,\theta}) \quad (6)$$

$\varepsilon_{j,\theta}$ باقیمانده یا پسماند شرکت i در ماه θ است و عبارت است از بازده باقیمانده یا پسماند که از رابطه (۷) برآورد شده.

$$r_{j,t} = \alpha_j + \beta_{1,j}r_{m,t-2} + \beta_{2,j}r_{m,t-1} + \beta_{3,j}r_{m,t} + \beta_{4,j}r_{m,t+1} + \beta_{5,j}r_{m,t+2} + \varepsilon_{j,t} \quad (7)$$

در رابطه $r_{i,t}(7)$ بازده سهام شرکت j در ماه t می باشد و $r_{m,t}$ بازده ماهانه بازار بر اساس (شاخص بازار) خواهد بود.

۳-۳-۱-۳- متغیرهای کنترلی

عدم تجانس سرمایه گذاران (DTURN): عبارت است از متوسط گردش تصادفی سهام در سال مالی جاری منهای متوسط گردش تصادفی سهام در سال گذشته. متوسط گردش تصادفی سهام، از طریق تقسیم حجم معاملات ماهانه سهام بر مجموع تعداد سهام منتشر شده طی ماه به دست می آید (هاتن و همکاران، ۲۰۰۹).

ضریب چولگی منفی بازده سهام (CRASH) ضریب منفی چولگی بازده ماهانه خاص شرکت که از رابطه (۵) برآورد می شود (زین و همکاران، ۲۰۱۵).

انحراف معیار بازده ماهانه خاص شرکت (STD) که برابر است با انحراف معیار بازده ماهانه خاص شرکت در طی سال مالی (زین و همکاران، ۲۰۱۵).

میانگین بازده ماهانه خاص شرکت (RET) که برابر است با میانگین بازده ماهانه خاص شرکت در طی سال مالی (زین و همکاران، ۲۰۱۵).

اندازه شرکت (SIZE) برابر با لگاریتم جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت (زین و همکاران، ۲۰۱۵).

نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام (MTB) برابر با تقسیم ارزش دفتری شرکت بر ارزش بازار شرکت است (زین و همکاران، ۲۰۱۵).

نسبت اهرمی (LEV) برابر با تسهیلات مالی (کوتاه مدت و بلندمدت) تقسیم بر جمع دارایی های شرکت (زین و همکاران، ۲۰۱۵).

سن شرکت (Age) برابر است با لگاریتم طبیعی سن شرکت (سن شرکت از تاریخ تأسیس) i در سال t (زین و همکاران، ۲۰۱۵).

شاخص سودآوری (ROE) برابر با سود خالص تقسیم بر جمع حقوق صاحبان سهام (زین و همکاران، ۲۰۱۵).

عدم شفافیت اطلاعات مالی (OPAQUE): یک معیار مبتنی بر حسابداری که با استفاده از میزان اقلام تعهدی محاسبه می گردد. با استفاده از مدل تعدیل شده جونز (۱۹۹۷) و به صورت مقطعی (سال به سال) اقلام تعهدی اختیاری را اندازه گیری کرده و به عنوان شاخص کیفیت اطلاعات مالی بکار برده است. بنابراین در این پژوهش از الگوی تعدیل شده جونز برای بررسی عدم شفافیت اطلاعات مالی استفاده شده است. در الگوی یاد شده در اولین قدم ارتباط مجموع اقلام تعهدی

برای یک دوره زمانی مشخص که به دوره رویداد معروف است با متغیرهای فروش و ناخالص اموال و ماشین آلات و تجهیزات استفاده شده، که مدل تعدیل شده جونز توسط کوتاری و همکاران (۲۰۰۵) و مطابق پژوهش زین و همکاران (۲۰۱۵). به شرح رابطه (۸) می باشد:

$$\frac{TA_{it}}{A_{i(t-1)}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i(t-1)}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_{it}}{A_{i(t-1)}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{i(t-1)}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

در رابطه (۸) TA_{it} معرف مجموع اقلام تعهدی است که به صورت رابطه (۱۰) قابل محاسبه است:

$$TA_{i,t} = (\Delta CA_{i,t} - \Delta CASH_{i,t}) - (\Delta DCL_{i,t} - \Delta STD_{i,t}) - DEP_{i,t} \quad (9)$$

در معادله (۸) و (۹) متغیرها به شرح زیر هستند:

تغییر در دارایی های جاری سال جاری نسبت به سال قبل $\Delta CA_{i,t}$:

تغییر در وجه نقد سال جاری نسبت به سال قبل $\Delta CASH_{i,t}$:

تغییر در بدهی های سال جاری نسبت به سال قبل $\Delta DCL_{i,t}$:

تغییر در حصه کوتاه مدت بدهی های بلندمدت سال جاری نسبت به سال قبل $\Delta STD_{i,t}$:

هزینه استهلاک دارایی های مشهود و نامشهود سال جاری $DEP_{i,t}$:

هم چنین، $A_{i(t-1)}$ مجموع دارایی های شرکت در سال قبل، ΔREV_{it} تفاوت فروش سال جاری نسبت به سال قبل و PPE_{it} اموال، ماشین آلات و تجهیزات ناخالص و ε_{it} خطای برآورد α_1 ، α_2 و α_3 پارامترهای خاص شرکت است. پس از تخمین پارامترهای الگوی شماره (۸)، اقلام تعهدی غیراختیاری (NDA_{it}) از رابطه (۱۰) برای «دوره برآورد» محاسبه می گردند.

$$NDA_{it} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i(t-1)}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{i(t-1)}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{i(t-1)}} \right) \quad (10)$$

در مدل فوق ΔREC_{it} معرف تغییر در خالص حساب های دریافتی سال جاری نسبت به سال قبل است.

در مرحله آخر اقلام تعهدی اختیاری (DACC) که از رابطه (۱۱) محاسبه می شود:

$$DACC_{it} = \frac{TA_{it}}{A_{i(t-1)}} - NDA_{it} \quad (11)$$

پس از محاسبه اقلام تعهدی اختیاری، عدم شفافیت اطلاعات مالی از طریق رابطه (۱۲) اندازه گیری می شود:

$$OPAQUE_{i,t} = Abs(DACC_{i,t-1}) + Abs(DACC_{i,t-2}) + Abs(DACC_{i,t-3}) \quad (12)$$

$OPAQUE_{i,t}$: معیار عدم شفافیت اطلاعات مالی شرکت i در سال مالی t ; Abs: نماد قدر مطلق،

$DACC_{i,t-1}$: اقلام تعهدی اختیاری شرکت i در پایان سال $t-1$; $DACC_{i,t-2}$: اقلام تعهدی

اختیاری شرکت i در پایان سال $t-2$; $DACC_{i,t-3}$: اقلام تعهدی اختیاری شرکت i در پایان سال

$t-3$.

۴- یافته‌های پژوهش
 ۴-۱- آماره‌های توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره (۲) نشان داده شده است:

نگاره (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

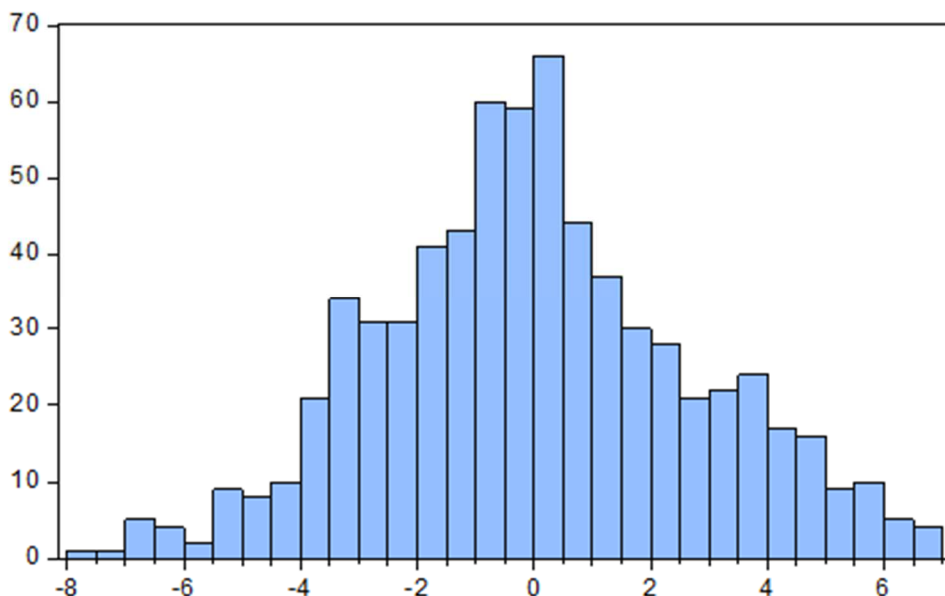
متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
NCSKEW	-۰/۳۲۰	-۳/۴۲۹	۴/۲۴۲	-۴/۲۴۲	۳/۸۰۷
HHI	۰/۰۵۸	۰/۰۰۶۲	۰/۷۸۳	۰/۰۰۰	۰/۱۲۴
QN	۰/۶۸۹	۰/۶۹۹	۱/۸۸۹	۰/۱۴۵	۰/۱۴۵
LI	-۰/۲۶۱	۰/۲۱۲	۱/۹۱۹	-۲/۰۱۹	-۰/۲۹۰
TI	۰/۱۶۳	۰/۰۸۸	۰/۹۶۲	۰/۰۰۱۲	۰/۲۰۰۹
DTURN	-۰/۱۸۹	-۰/۰۱۱	۱۱/۲۰۲	-۱۲/۲۳	۲/۴۱۱
STD	۰/۰۶۲	۰/۰۶۰۲	۰/۷۱۹	۰/۰۰۳۴	-۰/۰۳۵۶
RET	-۰/۰۴۱۹	-۰/۰۸۵۷	۱/۳۶۳	-۰/۲۹۱	-۰/۴۸۲
Size	۵/۶۰۳	۵/۴۶۶	۷/۸۳۲	۴/۰۶۲۲	-۰/۶۹۸
MTB	۲/۲۹۹	۱/۶۶۶	۹/۸۸۶	۰/۰۰۰	۱/۸۲۳
Leverage	-۰/۶۲۱	۰/۶۳۹	۰/۹۷۸	۰/۰۹۶۴	-۰/۱۷۴
ROE	-۰/۳۵۸	۰/۳۶۶	۰/۹۹۷	-۰/۸۹۸	-۰/۲۸۶
OPAQUE	-۰/۵۱۵	۰/۲۹۰	۷/۷۰۵	۰/۰۰۸۴	-۰/۸۰۴
CRASH	۰/۴۹۹	۳/۴۶۴	۴/۲۴۲	-۴/۲۴۲	۳/۷۷۴

نگاره (۲) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزاست. این پارامترها عمدتاً شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی، نظیر بیشینه، کمینه، میانگین و میانه و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی نظیر انحراف معیار است. مهم‌ترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال میانگین متغیر نسبت بدهی (Leverage) برابر است با ۰/۶۳۲ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همان‌گونه که در نگاره (۱) مشاهده می‌شود، میانه متغیر اندازه شرکت (size) برابر با ۵/۴۶۶ که نشان می‌دهد نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. به طور کلی، پارامترهای پراکندگی معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها با یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است از جمله مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر ضریب چولگی منفی (NCSKEW) برابر ۳/۸۰۷ و برای متغیر انحراف معیار بازده سهام (HHI) برابر با ۰/۰۳۵۶

است که نشان می‌دهد در بین متغیرهای پژوهش، NCSKEW و STD به ترتیب دارای بیشترین و کمترین میزان پراکندگی هستند. همچنین، لازم به توضیح است به منظور اجتناب از تأثیر داده‌های پرت بر نتایج تحقیق، کلیه داده‌های پرت متغیرها در سطح یک درصد حذف شده‌اند.

آزمون نرمال بودن جملات پسماند مدل رگرسیون

برای آزمون فرضیات می‌بایست از فروض کلاسیک شماره (۵) (یعنی نرمال بودن جمله اخلاص مدل) استفاده شود. به این باید موضوع توجه شود که برای برآورد یک مدل، نیازی نیست تمام متغیرهای مستقل و وابسته از توزیع نرمال برخوردار باشند، بلکه نرمال بودن جمله خطای مدل کافی است (حتی در خصوص نمونه‌های بزرگ (بسیاری از منابع تعداد ۳۰ مشاهده به بالا را بزرگ دانسته‌اند)، نرمال نبودن باقیمانده‌ها، نیز نتایج مدل را چندان خدشه دار نمی‌کند). توزیع نرمال، توزیع مناسبی است؛ زیرا فقط از دو پاراگراف میانگین و واریانس استفاده می‌کند. و زمانی که اندازه مدل به میزان کافی بزرگ باشد و سایر فروض کلاسیک نیز برقرار باشد، انحراف از فرض نرمال بودن معمولاً بی‌اهمیت و پیامد آن ناچیز است. در شرایط مذکور با توجه به قضیه حد مرکزی می‌توان دریافت که حتی اگر باقیمانده‌ها نرمال نباشد، آماره‌های آزمون به‌طور مجانبی از توزیع مناسبی پیروی می‌کنند، بدون تورش هستند و از کارایی برخوردارند. بنابراین با توجه به آزمون نرمال بودن جملات پسماند از آماره جاک برا استفاده شده است. با توجه به آماره آزمون جاک برا برای الگوی پژوهش برابر است با (۱/۸۹۱) و احتمال آن برابر است با (۰/۳۸۸) و با توجه به این نتایج نمی‌توان فرض صفر مبنی بر نرمال بودن جمله پسماند مدل را رد نمود.



۲-۴- آمار استنباطی

قبل از برازش مدلها لازم است تا آزمون F لیمر به منظور بررسی استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت در مقابل روش داده‌های ترکیبی برای الگوی (۱) انجام شود. نتایج حاصل از آزمون F لیمر برای مدل (۱) برابر است با (۱/۷۵۹) و احتمال آن برابر است با ۰/۰۰۰ است. این مقادیر بیانگر این است که فرض صفر مبنی بر داده‌های تلفیقی (برابری عرض از مبداها: H_0) رد می‌شود. این مورد نشان دهنده لزوم استفاده از روش اثرات ثابت است. اکنون باید با استفاده از آزمون هاسمن مشخص کرد که آیا باید از الگوی اثرات ثابت استفاده کرد یا الگوی اثرات تصادفی. آزمون هاسمن به منظور انتخاب از بین الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت یا داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی انجام می‌شود. نتایج حاصل از آزمون هاسمن برای مدل (۱) برابر است با (۱۵۲/۹۴۸) و احتمال آن برابر است با ۰/۰۰۰ که این مقادیر بیانگر رد شدن فرضیه صفر مبنی بر الگوی اثرات تصادفی (الگوی اثرات تصادفی: H_0) است. نتایج به دست آمده حاکی از آن است که الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت برای مدل (۱) روش ارجح است؛ بنابراین، در ادامه به تخمین الگوهای پژوهش با توجه به روش ارجح پرداخته شد. حال در ادامه نتایج تخمین الگوی پژوهش در نگاره (۳) با روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت نشان داده شده است.

نگاره (۳): نتایج حاصل از برآورد مدل پژوهش

متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا	Vif آماره
α_0	۲/۷۵۲	۱/۰۸۲	۰/۲۷۶	
HHI	۵/۱۴۶	۲/۴۶۳	۰/۰۱۴۱	۱/۳۸۶
QN	۲/۴۶۷	۲/۱۱۹	۰/۰۳۴۵	۲/۷۲۴
LI	۱/۵۶۹	-۲/۹۴۸	۰/۰۰۳۳	۱/۳۵۵
TI	-۲/۷۸۸	-۳/۰۰۶	۰/۰۰۲۸	۱/۲۶۹
DTURN	۰/۰۱۶۹	۱/۲۴۲	۰/۲۱۴۴	۱/۰۲۶
RET	۰/۴۷۸	۰/۶۷۰	۰/۵۰۳۰	۱/۰۱۷
STD	۳/۹۱۴	۱/۱۲۱	۰/۲۶۲	۱/۰۴۶
Size	-۱/۱۲۵	-۲/۶۶۴	۰/۰۰۷۹	۱/۵۵۵
MTB	۰/۱۸۹	۱/۸۲۱	۰/۰۶۹۰	۱/۶۱۲
Leverage	۱/۰۸۰	۰/۸۰۱	۰/۴۲۳۱	۲/۶۹۷
ROE	۱/۰۳۵۵	۱/۸۲۳	۰/۰۶۸۸	۱/۴۲۳
OPAQUE	۰/۳۷۱	۲/۰۶۱	۰/۰۳۹۷	۱/۱۹۴
CRASH	۰/۱۷۲	۴/۳۸۲	۰/۰۰۰	۱/۱۸۷
ضریب تعیین	۰/۴۹۵			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۹۸			
آماره‌ی دوربین-واتسون	۲/۳۸۹			
آماره‌ی F	۵/۱۳۱			
احتمال آماره‌ی F	۰/۰۰۰			

با توجه به نتایج قابل مشاهده در نگاره (۳) و با توجه آماره F بدست آمده (۵/۱۳۱) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا کرد که در مجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای الگو که برابر ۳۹ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش بیش از ۳۹ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره t دوربین واتسون که برابر ۲/۳۸۹ است، می‌توان ادعا کرد که خود همبستگی مرتبه‌ی اول میان باقی‌مانده‌های الگو وجود ندارد. همچنین مقادیر تورم واریانس (آماره vif) بیان می‌کند متغیرهای مستقل، مشکل هم‌خطی ندارند.

۳-۴- نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

آزمون فرضیه اول

فرضیه اول به بررسی تأثیر شاخص هرفیندل_هیرشیمین بر خطر سقوط قیمت سهام می‌پردازد. با توجه به نتایج بدست آمده در نگاره (۳) از برآورد الگو، ضریب شاخص هرفیندل_هیرشیمین برابر ۵/۱۴۶ است و با توجه به P -Value آن که برابر با ۰/۰۱۴۱ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین، ضریب مثبت متغیر نشان دهنده آن است که افزایش (کاهش) شاخص هرفیندل_هیرشیمین رقابت در بازار محصول را کاهش داده و در نتیجه موجب افزایش خطر سقوط آتی قیمت سهام را می‌شود. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۵ مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتیجه آزمون این فرضیه منطبق با مبانی نظری و با پژوهش زین و همکاران (۲۰۱۵) مطابقت دارد.

آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم به بررسی تأثیر شاخص Q توپین بر خطر سقوط آتی قیمت سهام می‌پردازد. با توجه به نتایج بدست آمده در نگاره (۳) از برآورد الگو، ضریب شاخص Q توپین برابر ۲/۶۴۷ است و با توجه به P -Value آن که برابر با ۰/۰۳۴۵ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین، ضریب مثبت متغیر نشان دهنده آن است که افزایش شاخص Q توپین موجب رقابت در بازار محصول را کاهش داده و در نتیجه موجب افزایش خطر سقوط آتی قیمت سهام رابطه می‌شود. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۵ مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتیجه آزمون این فرضیه منطبق با مبانی نظری و با پژوهش زین و همکاران (۲۰۱۵) مطابقت دارد.

آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم به بررسی تأثیر شاخص لرنر بر خطر سقوط قیمت سهام می‌پردازد. با توجه به نتایج بدست آمده در نگاره (۳) از برآورد الگو، ضریب شاخص لرنر برابر ۱/۵۶۹- است و با توجه به P -Value آن که برابر با ۰/۰۰۳۳ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین، ضریب منفی

متغیر نشان دهنده آن است که با افزایش شاخص لرنر رقابت در بازار محصول را افزایش داده و سبب کاهش خطر سقوط قیمت سهام می‌شود. اما، با توجه به سطح معناداری متغیر این فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۵ رد می‌شود. نتیجه آزمون این فرضیه منطبق با مبانی نظری و با پژوهش زین و همکاران (۲۰۱۵) مطابقت دارد.

آزمون فرضیه چهارم

فرضیه چهارم به بررسی تأثیر شاخص لرنر تعدیل شده بر خطر سقوط آتی قیمت سهام می‌پردازد. با توجه به نتایج بدست آمده در نگاره (۳) از برآورد الگو، ضریب شاخص لرنر تعدیل شده برابر $2/788$ - است و با توجه به P-Value آن که برابر با $0/0028$ و کمتر از سطح خطای $0/05$ است. بنابراین، ضریب منفی متغیر نشان دهنده آن است که افزایش شاخص لرنر تعدیل شده موجب افزایش رقابت در بازار محصول و کاهش خطر سقوط قیمت سهام می‌شود. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۵ مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتیجه آزمون این فرضیه منطبق با مبانی نظری و با پژوهش زین و همکاران (۲۰۱۵) مطابقت دارد.

۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این پژوهش به بررسی تأثیر معیارهای رقابت در بازار محصول بر خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. معیارهای مورد بررسی شامل چهار شاخص رقابت در بازار محصول: شاخص هرفیندل_هیرشمن، شاخص Q توبین، شاخص لرنر و شاخص لرنر تعدیل شده است. بدین منظور چهار فرضیه برای بررسی این موضوع تدوین و داده‌های موجود مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. مطابق با مبانی نظری انتظار بر این بود، رقابت در بازار محصول به عنوان یک مکانیزم خارجی راهبری شرکتی مستحکم با نظم بخشیدن به سرمایه‌گذاری، جلوگیری از مدیریت سود و بهبود محیط اطلاعاتی از تصمیمات نامطلوب مدیریتی جلوگیری می‌کند. شواهد نشان می‌دهد که رقابت در بازار محصول به عنوان مکانیزم خارجی راهبری شرکتی با پل زدن شکاف اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران منجر به کاهش مشکلات نمایندگی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران می‌شود. از آنجا که رقابت در بازار محصول موجب کاهش رفتارهای فرصت طلبانه مدیریتی به سمت حداکثر کردن قیمت سهام در کوتاه‌مدت، مانند مدیریت سود و یا سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود این فرضیه وجود خواهد داشت که رقابت در بازار محصول تأثیر منفی معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارد. نتایج بدست آمده از تخمین مدل پژوهش نیز بیانگر آن است؛ که از میان معیارهای انتخابی برای رقابت در بازار محصول شاخص‌های هرفیندل_هیرشمن و شاخص Q

توبین تأثیر مثبت معناداری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد. همان‌طور که قبلاً ذکر گردید این دو شاخص (هرفیندل_هیرشیمین و Q توبین) معیارهای معکوس رقابت می‌باشند. به عبارت دیگر هر چه مقادیر این معیارها بزرگ‌تر باشد به معنای تمرکز بیشتر و رقابت کمتر است و به موازات رقابت کمتر، شفافیت اطلاعات کاهش یافته و خطر سقوط قیمت سهام افزایش می‌یابد. هم‌چنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که شاخص لرنر و شاخص لرنر تعدیل شد تأثیر منفی معناداری بر خطر سقوط قیمت سهام دارند که منطبق با مبانی نظری پژوهش و با پژوهش زین و همکاران (۲۰۱۵) مطابقت دارد.

از مهم‌ترین محدودیت‌های پژوهش حاضر به شرح زیر است:

پژوهش حاضر با استفاده از داده‌های مربوط به ۹۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده است و شرکت‌های سرمایه‌گذاری، لیزینگ و بیمه به علت ماهیت خاص فعالیت آن‌ها از جامعه آماری کنار گذاشته شده‌اند، از این رو این نتایج بدست آمده قابلیت تعمیم به تمامی شرکت‌ها را ندارد.

قلمرو زمانی مطالعه حاضر از سال ۱۳۷۹ تا ۱۳۹۴ است. بنابراین، باید توجه کرد نتایج پژوهش قابل تعمیم به سال‌های قبل از ۱۳۷۹ نیست.

داده‌های استخراج شده از صورت‌های مالی شرکت‌ها، از بابت تورم تعدیل نشده است. در صورت تعدیل اطلاعات مذکور، ممکن است نتایج متفاوتی از نتایج فعلی حاصل شود. در ارتباط با موضوع پژوهش پیشنهادهای زیر ارائه می‌شود.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش مبنی بر وجود رابطه‌ی معنادار میان معیارهای رقابت در بازار محصول و برخی از متغیرهای حسابداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام پیشنهاد می‌شود که کلیه استفاده‌کنندگان در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود همواره باید این نکته را مدنظر قرار دهند که به موازات افزایش میزان رقابت در بازار محصول به هر دلیلی منجر به کاهش ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود. به عبارتی دیگر سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز هیچ‌گاه شرکت‌هایی را که در آن‌ها رقابت بازار محصول (انحصاری بودن بازار محصولات شرکت) در سطح حداقل (ضعیف) می‌باشد به عنوان شرکت‌های مطلوب جهت سرمایه‌گذاری در نظر نمی‌گیرند.

به سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار توصیه می‌شود هنگام خرید سهام شرکت‌های مختلف به معیارهای رقابت در بازار محصول (شاخص رقابت در بازار محصول: شاخص هرفیندل_هیرشیمین، شاخص Q توبین، شاخص لرنر و شاخص لرنر تعدیل شده) توجه جدی شود زیرا یکی از عوامل مؤثر در مطلوبیت ارائه گزارش‌های مالی شرکت‌ها به بازار، تأثیر و معیارهای رقابت در بازار محصول به عنوان یک مکانیزم خارجی راهبردی شرکتی بر آن‌ها است.

هم‌چنین به مدیران شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران توصیه می‌شود تا در راستای ارائه گزارش‌های مالی با کیفیت‌تر به بازار سعی نمایند به شاخص‌های رقابت در بازار محصول توجه

کرده تا خدمات با کیفیت تر از سوی آنان را مدنظر قرار دهند زیرا هر چه کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها بهبود یابد و سرمایه‌گذاران اعتماد بیشتری به شرکت داشته باشند، آن شرکت راحت تر می‌تواند در جهت تأمین نیازهای مالی خود اقدام به تأمین مالی از طریق بازار سهام بنماید. افزون بر این، با انجام هر پژوهش، راه به سوی مسیری جدید باز می‌شود و ادامه‌ی راه مستلزم انجام پژوهش‌های دیگری است؛ بنابراین، انجام پژوهش‌های به شرح زیر پیشنهاد می‌شود: با توجه به این که در پژوهش حاضر ریسک مورد توجه قرار نگرفته است؛ بنابراین، به پژوهش - گران آینده پیشنهاد می‌شود در پژوهشی مشابه با توجه به ریسک بازار رابطه بین رقابت در بازار محصول رقابت در بازار محصول و خطر سقوط قیمت سهام را مورد بررسی قرار دهند. مدل‌های این پژوهش برای تمامی صنایع عضو نمونه‌ی آماری به صورت یکجا برآورد شده‌اند. از این رو، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی هر یک از مدل‌های این پژوهش را برای صنایع مختلف به تفکیک برآورد شود.

یادداشت‌ها

- | | |
|------------------------|--------------------------|
| 1- Fama & Jensen | 12- Polk |
| 2- Kothari | 13- Benmelech |
| 3- Hutton | 14- Guadalupe |
| 4- Panayiotis | 15- Datta |
| 5- Markarian & Santaló | 16- Shleifer & Vishny |
| 6- Giroud & Mueller | 17- Baggs & Bettignies |
| 7- Masulis | 18- Allen & Gale |
| 8- Xin | 19- Marciukaityte & Park |
| 9- Armstrong | 20- Michaely |
| 10- Bebchuk & Stole | 21- Teng & Li |
| 11- Baker | |

کتاب‌نامه

۱. احمدپور، احمد؛ زارع بهنمیری، محمد جواد و حیدری رستمی، کرامت‌الله. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت بر ریسک سقوط قیمت سهام (شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، فصلنامه بورس و اوراق بهادار، ۷(۲۸): ۲۹-۴۵.
۲. افلاطونی، عباس. (۱۳۹۲). تجزیه و تحلیل آماری با *Eviews* در تحقیقات حسابداری مالی، مدیریت مالی و علوم اقتصادی. چاپ اول. تهران: انتشارات ترمه.
۳. خدابی پور، احمد و برزایی، یونس. (۱۳۹۲). بررسی رقابت بازار محصول با ساختار هیات مدیره و کیفیت افشا. مجله دانش حسابداری، ۴(۱۴): ۵۱-۶۱.

۴. رمضان احمدی، محمد؛ قلمبر، محمد حسین و درسه، سید صابر. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر اندازه موسسه حسابداری و اظهار نظر حسابرس بر خطر سقوط آتی قیمت سهام. فصلنامه بررسی‌های حسابداری، ۱۱(۴): ۳۷-۵۹.
۵. ستایش، محمدحسین و کارگرفرد جهرمی، محدثه. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمایه»، فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، ۱۱(۱): ۹-۳۱.
۶. صفرزاده، محمد حسین و رفیعی، افسانه. (۱۳۹۳). تبیین ارتباط بین رقابت در بازار محصول و راهبری شرکتی، مجله دانش حسابداری، ۵(۱۸): ۲۵-۴۸.
۷. صمدی، سعید؛ نصرالهی، زهرا، و زاهد مهر، امین. (۱۳۸۶). آزمون کارایی و وجود حساب قیمت در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از فیلتر و الگوی CAPM. فصلنامه بررسی‌های اقتصادی، ۴(۴): ۹۱-۱۱۳.
۸. فروغی، داریوش و میرزایی، منوچهر. (۱۳۹۱). تأثیر محافظه‌کاری شرطی حسابداری بر ریسک سقوط قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پیشرفت‌های حسابداری شیراز، ۴(۶۳): ۷۷-۱۱۷.
۹. قربانی، سعید، موحد مجد، مرضیه و منفرد مهارلویی، محمد. (۱۳۹۲). رقابت در بازار محصول، ترکیب هیات مدیره و کیفیت افشاء اطلاعات: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات حسابداری و حسابداری، ۴(۱۹): ۹۲-۱۰۵.
۱۰. نمازی، محمد و شهلا ابراهیمی. (۱۳۹۱). بررسی ارتباط بین ساختار رقابتی بازار محصول و بازده سهام. پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، ۲(۱۱): ۹-۲۷.

11. Aghion, P., Dewatripont, M. and Rey, P. (1999). Competition, Financial Discipline, and Growth. *Review of Economic Studies*, 66(4): 825-852.
12. Allen, F., and Gale, D. (2000). Corporate Governance and Competition,” published in *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*, edited by X. Vives, Cambridge University Press, 23-94.
13. Armstrong, C., Balakrishnan, K, Cohen, D., (2012). Corporate governance and the information environment: Evidence from state antitakeover laws. *Journal of Accounting and Economics* 53: 185-204.
14. Baggs, J. & Bettignies, J, E, (2007), "product market Competition and Agency Costs ", the *Journal of Industrial economics*, 289-323.
15. Baker, M., Ruback, R.S, Wurgler, J., (2004). Behavioral Corporate Finance: A Survey. Unpublished working paper. Harvard Business School and NBER, Harvard Business School NYU Stern School, of Business and NBER.
16. Bebchuk, L.A, Stole, L., (1993). Do short-term managerial objectives lead to under- or overinvestment in long-term projects? *Journal of Finance* 48:719-729.
17. Benmelech, E., Kandel, E., Veronesi, P., (2010). Stock-based compensation and CEO (dis)incentives. *Quarterly Journal of Economics* 125:1769-1820.

18. Booth, L., and Zhou, J. (2009). Market Power and Dividend Policy: a RiskBased Perspective. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1296940>, Available Online at November 9, 2008.
19. Chen, J., Hong, H., Stein, J. (2001). Forecasting Crashes: Trading Volume, Past Returns, and Conditional Skewness in Stock Prices. *Journal of Financial Economics* 61:345–381.
20. Chou, J., Ng, L., Sibilkov, V. and Wang, Q. (2011). Product Market Competition and Corporate Governance. *Review of Development Finance*, 1: 114-130.
21. Datta, S., M, Iskandar-Datta., and V. Singh. (2012). "Product Market Power, Industry Structure, and Corporate Earnings Management." *Journal of Banking and Finance*, 37(8): 3273-3285.
22. Fama, E.F. and Jensen, M.C. (1983), Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economic*, 26: 327-349.
23. Gaspar, J.M., and Massa, M. (2006). Idiosyncratic Volatility and Product Market Competition. *Journal of Business*, 79(6):3125-3152.
24. Giroud, X., and H. Mueller. (2008). "Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices." *ECGI -Finance Working Paper No. 219/2008*.
25. Giroud, X., Mueller, H.M., (2010). Does corporate governance matter in competitive industries? *Journal of Financial Economics* 95:312–331.
26. Guadalupe, M., & Pérez-González, F. (2005). The Impact of Product Market Competition on Private Benefits of Control. Working Paper, Columbia University.
27. He, W. (2012). Agency Problems, Product Market Competition and Dividend Policies in Japan. *Accounting & Finance*, 52(3): 873-901.
28. Holmstrom, B. (1982). Moral Hazard in Teams. *Bell Journal of Economics*, 13(2): 324-340.
29. Hong, H. and J. C. Stein. (2003). Differences of opinion, short sales constraints, and market crashes. *Review of financial studies*, 16(2), 487.
30. Hutton, A., Marcus, A., Tehranian, H., (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics* 94: 67-86.
31. Jensen, M. C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economics Review*, 76: 323-339.
32. Jin, L. and S. C. Myers. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of financial Economics* ,79 (2): 257-292.
33. Kale, J.R., and Loon, Y.C. (2011). Product Market Power and Stock Market Liquidity. *Journal of Financial Markets*, 14(2):376-410.
34. Karuna, C. (2007). Industry Product market competition and managerial incentives. *Journal of Accounting and Economics*, 43:275-297.
35. Kothari, S. P., Leone, A., & Wasley, C. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting & Economics*, 39, 163–197.

36. Kothari, S.P., Shu, S., Wysocki, P.D., (2009b). Do Managers Withhold Bad News? *Journal of Accounting Research*, 47: 241-276.
37. Marciukaityte, D., and J.C. Park. (2010). "Market Competition and Earnings Management." *The Journal Of Finance*, Vol. Lxv, No. 1, PP1-44 Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1361905>.
38. Markarian, G., and J. Santaló. (2010). "Product Market Competition, Information and Earnings Management." *IE Business School Working Paper*.
39. Masulis, R., Wang, C., Xie, F., (2007). Corporate governance and acquirer returns. *Journal of Finance* 62:1851-1889.
40. Michaely, R., and Roberts, M. (2012). Corporate Dividend Policies: Lessons from Private Firms. *Review of Financial Studies*, 25(3):711-746.
41. Nalebuff, B., and Stiglitz, J. (1983). Prizes and Incentives: Towards a General Theory of Compensation and Competition. *Bell Journal of Economics*, 14(1): 21-43.
42. Panayiotis C.A, Constantinos A, Joanne H, Christodoulos L (2015) Corporate Governance and Firm-Specific Stock Price Crashes. <http://ssrn.com/>
43. Peress, J. (2010). "Endogenous Firm Efficiency in a Cournot Principal-Agent Model." *Journal of Economic Theory*, 59: 445-450.
44. Polk, C., Sapienza, P., (2009). The stock market and corporate investment: A test of catering theory. *Review of Financial Studies* 22: 187-217.
45. Porter, M.E., (1992). Capital choice: changing the way America invests in industry. *Journal of Applied Corporate Finance* 5: 4-16.
46. Porter, M.E., 1992. Capital choice: changing the way America invests in industry. *Journal of Applied Corporate Finance* 5: 4-16.
47. Scharfstein, D. (1988). "Product-Market Competition and Managerial Slack." *The Rand Journal of Economics*, 19 (1): 147-155.
48. Schmidt, K. (1997). Managerial Incentives and Product Market Competition. *Review of Economic Studies*, 64(2): 191-213.
49. Sharma, V. (2010). Stock Returns and Product Market Competition: beyond Industry Concentration. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 37(3): 283-299.
50. Shleifer, A. (1985). A Theory of Yardstick Competition. *The RAND Journal of Economics*, 16(2): 319-327.
51. Shleifer, A., Vishny, R., (1997). A survey on corporate finance. *Journal of Finance* 52, 737-783.
52. Teng, M. and Li, C. (2011). Product market competition, board structure, and disclosure quality, *Frontiers of Business Research in China*, 5 (2): 291-316.
53. Wang, Y., (2010), "Product Market Competition and Audit Fees." Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract.1697685> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1697685>.
54. Xin, Y, Gu., X. Li, T. (2015). Industry Competition Structure, Market Power, and Stock Price Crash Risk. *China Accounting and Finance Review*, 17(4):1-46