



بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و میزان رقابت در بازار محصول

محمد رضا نیک بخت^۱

حمیدرضا گنجی^۲

حسن حیدری^۳

چکیده

هدف پژوهش حاضر، بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و میزان رقابت در بازار محصول شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در محیط بسیار رقابتی و حساس امروزی است. متغیر مستقل در این پژوهش میزان رقابت محصول در بازار محصول و ابعاد آن شامل شاخص کیوتوبین، سهم بازار، قابلیت جانشینی کالا، تعداد شرکت‌های فعال و موانع ورود؛ و متغیر وابسته نسبت بدهی است. نمونه پژوهش با استفاده از روش حذف سیستماتیک تعیین و ۸۷ شرکت انتخاب شد برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیات از روش همبستگی از نوع رگرسیون چند متغیره استفاده گردید. فرضیه‌های پژوهش در دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۴ با استفاده از روش داده‌های تلفیقی پویا مورد آزمون قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان داد که قابلیت جانشینی کالا بر ساختار سرمایه تأثیر مثبت و معنی‌داری داشته و متغیرهای موانع ورود و تعداد شرکت‌های فعال بر ساختار سرمایه تأثیر منفی و معنی‌دار دارد. اما، متغیر سهم بازار و کیوتوبین تأثیر معنی‌داری بر نسبت بدهی شرکت‌ها ندارد. **واژه‌های کلیدی:** ساختار سرمایه، رقابت در بازار محصول و قابلیت جانشینی کالا.

JEL: L10, G32, D41

^۱ دانشیار حسابداری، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، تهران، ایران. mnikbakht@ut.ac.ir

^۲ دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، تهران، ایران. (نویسنده مسئول) hamidganji@ut.ac.ir

^۳ دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، تهران، ایران. heydari_9@yahoo.com

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۰۱/۱۵

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۸/۲۱

مقدمه

محیطی که امروزه شرکت‌های تجاری در آن فعالیت می‌کنند محیطی در حال رشد و بسیار رقابتی است و شرکت‌ها برای ادامه حیات، مجبور به مواجهه با عوامل متعددی در سطح ملی و بین‌المللی و بسط فعالیت‌های خود از طریق سرمایه‌گذاری‌های جدید می‌باشند (معصومی‌نیا، ۱۳۸۳). بدهی و سرمایه دو منبع اصلی تأمین مالی است. وجود بدهی در ساختار مالی شرکت‌ها، به دلیل وجود مزیت مالیاتی موجب کاهش جریان خروجی وجه نقد شرکت می‌شود از سوی دیگر، به دلیل وجود هزینه‌های بهره و احتمال عدم ایفای تعهدات در سررسید، امکان افزایش ریسک مالی و در نتیجه، کاهش قیمت بازار سهام و به تبع آن، کاهش بازده سهام را ایجاد می‌کند.

عوامل متعددی در شیوه انتخاب تأمین مالی شرکت‌ها دخیل هستند. رقابتی بودن بازار محصول می‌تواند عامل مهمی در انتخاب راه‌های مناسب تأمین مالی باشد. شرکتی که محصولات منحصر بفردی نسبت به سایر همتایان خود تولید و به فروش می‌رساند، می‌تواند بازار را تحت کنترل خود درآورد و شرایط انحصار را بر بازار اعمال کند (معصومی‌نیا، ۱۳۸۳) که منجر به این خواهد شد شرکت در استفاده از بدهی واهمه‌ای به خود راه ندهد و نسبت به شرکت‌های مشابه خود از بدهی‌های بیشتری استفاده کند. شرکت‌های دارای ویژگی انحصاری بواسطه شرایط مطلوبی که برای کالاهای خود ایجاد کرده‌اند، می‌توانند حجم فروش بیشتری داشته و با قیمت‌های بالاتری نیز کالاهای خود را بفروش برسانند که این امر، ریسک ناشی از ورشکستگی و بحران مالی را کاهش می‌دهد. در نتیجه، چنین شرکت‌هایی در استفاده بیشتر از بدهی جسورتر می‌شوند. گرلان، کاناتاس و کومار^۱ (۲۰۰۲، ۲) بیان می‌کنند، توجه به میزان رقابت در بازار محصول در هنگام تأمین مالی موجب سودمندی واحد تجاری می‌شود.

در این پژوهش، به بررسی میزان تأثیرگذاری رقابت در بازار محصول و ابعاد رقابت محصول در بازار شامل شاخص کیو توبین، سهم بازار، قابلیت جانشینی کالا، موانع ورود و تعداد شرکت‌های فعال بر نسبت بدهی به عنوان معیاری از ساختار سرمایه، پرداخته شده است. پژوهش‌های انجام شده در مورد رقابت محصول با ساختار سرمایه تنها به یکی از ابعاد رقابت محصول پرداخته است. به دلیل این که رقابت حالت چند بعدی دارد به پیروی از پژوهش پورحیدری و غفارلو (۱۳۹۱) برای محاسبه میزان رقابت محصول از نمره رقابت استفاده شده است و همچنین هر کدام از ابعاد رقابت به طور جداگانه با ساختار سرمایه مورد بررسی قرار گرفته است. با در نظر گرفتن مطالب پیشگفته، سؤال اصلی این پژوهش به این شرح مطرح می‌شود: آیا میزان رقابت محصول در بازار و ابعاد آن بر ساختار سرمایه

¹ Grullon, G. Kanatas, G & Kumar

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد؟ در ادامه مبانی نظری پژوهش، فرضیات پژوهش، نمونه و آزمون فرضیه‌ها، بیان می‌شوند و در پایان با ارائه یافته‌ها و تجزیه و تحلیل آن‌ها، نتیجه‌گیری و بحث خواهد شد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

محققانی نظیر بولتن و شارفتاین^۱ (۱۹۹۰)، هریس و راویو^۲ (۱۹۸۲)، بیان می‌کنند که بین نسبت بدهی و میزان رقابت در بازار ارتباط متقابل وجود دارد. بنابراین با تأمین مالی از طریق بدهی می‌توان میزان رقابت محصول در بازار را تحت تأثیر قرارداد؛ از این‌رو، سیاست تأمین مالی می‌تواند به‌عنوان راهبرد واحدهای تجاری در بازار محصول به کار رود (پاندی^۳، ۲۰۰۴؛ ۸۴). در زیر به اختصار نظریه‌های مربوط به رقابت محصول در بازار و رابطه آن با نسبت بدهی بررسی می‌شود.

الف- نظریه عدم ارتباط رقابت محصول در بازار و نسبت بدهی

در مورد رابطه نسبت بدهی و رقابت محصول در بازار، لیلاند^۴ (۱۹۹۱) اشاره می‌کند شرکت‌ها در زمان ورود به بازار رقابتی محصولات، بدون توجه به میزان رقابت محصولات باید دارای اهرم پایینی باشند و اهرم پایین نشان از ساختار قوی در ورود به بازار است (کامپلو^۵، ۲۰۰۳؛ ۳) و در نتیجه الزاماً نیازی نیست بین رقابت و نسبت بدهی ارتباطی وجود داشته باشد.

ب- نظریه ذینفعان ساختار سرمایه

در این دیدگاه تأثیر نسبت بدهی بر عوامل بازار محصول چون مشتریان، تأمین‌کنندگان و کارکنان شرکت بررسی می‌شود. از دید مشتریان زمانی که نسبت بدهی افزایش یابد، ممکن است افزایش هزینه ناشی از بدهی واحد تجاری، به آن‌ها منتقل گردد و مشتریان هزینه ناشی از بدهی‌ها را در قیمت خرید اضافی پرداخت کنند. از نظر ذینفعان دیگر، چون تأمین‌کنندگان و کارکنان واحد تجاری، زمانی که نسبت بدهی افزایش پیدا می‌کند، کیفیت ساختار مالی شرکت پایین است و تأمین‌کنندگان به‌علت

¹ Bolton, P.& Scharfstein, D

² Harris & Reviv

³ Pandey

⁴ Leland

⁵ Campello

اینکه آن‌ها تمایل دارند با صاحبان سرمایه معامله انجام دهند ممکن است با شرکت قطع رابطه کنند. همچنین کارکنان تخصصی شرکت در زمان قرارداد ممکن است به علت اینکه بدهی شرکت بالا می‌باشد با شرکت وارد مذاکره نشوند و ترجیح دهند در شرکت‌های با سرمایه بالا استخدام شوند. بنابراین از دیدگاه این نظریه، نسبت بدهی بهینه زمانی حاصل می‌شود که شرکت بتواند تعاملی میان این افراد و ترکیب منابع مالی به وجود آورند. در این نظریه، سیاست تأمین مالی مناسب از دید ذینفعان، ساختار مالی بدون بدهی است (ایستیتیه و فرناندز^۱، ۲۰۰۶؛ ۵۱).

ج- نظریه مسئولیت محدود بدهی در شرایط بازار رقابتی

در مدل مسئولیت محدود بدهی (پرداخت بازده ثابت به اعتباردهندگان)، شرکت‌های با میزان رقابت بالا از بدهی بیشتری، برای افزایش سودآوری و ثروت سهامداران، استفاده می‌کنند. شرکت‌ها زمانی که حاشیه فروش محصولاتشان مثبت است و نمی‌توانند قیمت‌ها را افزایش دهند، با تأمین مالی از طریق بدهی‌ها اقدام به تولید بیشتر، می‌کنند و هزینه بدهی را با تولید بیشتر جبران می‌کنند و در زمانی که می‌توانند قیمت‌ها را افزایش دهند، به جای تولید بیشتر قیمت‌ها را افزایش می‌دهند و باعث افزایش رقابت بازار محصول می‌شوند. (لمبرج^۲، ۲۰۰۱؛ ۷۳۸).

د- نظریه شکار در بازار رقابت محصول

در این نظریه شرکت‌های با توان رقابت بالا برای جلوگیری از ورود رقبای بالقوه از بدهی بیشتر یا سرمایه بیشتر استفاده می‌کنند و شرکت‌های با توان رقابتی پایین، برای رفتار متهورانه در مقابل رقبای بالفعل از بدهی بیشتری استفاده می‌کنند و راهبرد حداکثرسازی تولید را در بازار محصول پیاده‌سازی می‌کنند. این نظریه بر مبنای چهار زیرمجموعه، شامل نقایص بازار سرمایه، نقایص بازار محصول، هزینه نمایندگی و انگیزه مالیاتی می‌باشد. (جستون^۳، ۲۰۰۵؛ ۱۰).

ه- نظریه سلسله مراتب با توجه به رقابت محصول در بازار

براساس این نظریه، شرکت‌هایی که از توان رقابت بالایی در بازار محصول برخوردار هستند، بیشتر از منابع داخلی تأمین مالی می‌کنند و از بدهی کمتری در ساختار مالی استفاده می‌کنند. همچنین

¹ Istitieh & Fernandez

² Lambrecht

³ Cestone

مدیران شرکت‌های با توان رقابت بالا، محافظه کارانه عمل می‌کنند و تأمین مالی داخلی را به خارجی ترجیح می‌دهند. در مورد شرکت‌های با میزان رقابت بالا استفاده از بدهی، باعث به وجود آمدن رفتار متهورانه بر علیه رقبای بالقوه می‌شود و باعث کنترل بازار رقابتی می‌شود (کایوان و تیتمن^۱، ۲۰۰۷؛ ۱۶).

و- نظریه توازن با توجه به رقابت محصول در بازار

طبق این نظریه، واحدهای تجاری دارای توان رقابتی بالا از بدهی بیشتر و شرکت‌های با توان رقابتی پایین، از بدهی کمتری تأمین مالی می‌کنند. در این نظریه اشاره می‌شود، نسبت بدهی بهینه واحدهای تجاری، با توجه به میزان رقابت محصول در بازار تعیین گردد و در انتخاب نسبت بدهی بهینه، باید مزایا و معایب رقابت محصول در بازار در نظر گرفته شود. اعتباردهندگان با در نظر گرفتن بازار رقابتی محصول، برآوردی از ریسک واحد تجاری می‌کنند و بازده مورد انتظارشان را بر این اساس تعیین می‌کنند. بنابراین، زمانی که واحد تجاری دارای سهم بیشتری از بازار رقابتی محصول است، اعتباردهندگان بازده کمتری را مطالبه می‌کنند. بنابراین راهبرد رقابت محصول در بازار با توجه به مزایا و معایب بدهی، موجب ایجاد نسبت بدهی بهینه می‌شود (چو^۲، ۲۰۰۹؛ ۳-۲).

در ادامه، به مروری بر پژوهش‌های گذشته در این حوزه، پرداخته می‌شود.

یاکی چانگ و چن^۳ (۲۰۱۵) در تحقیقی به بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی و رقابت بازار محصولات بر ساختار سرمایه پویا در بورس تایوان طی دوره زمانی ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۹ پرداختند. نتایج تحقیق که با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته انجام شده بود نشان داد که بین رقابت بازار محصول و حاکمیت شرکتی با ساختار سرمایه پویا، رابطه معناداری وجود دارد و رقابت بازار محصول نیز می‌تواند جایگزین سازوکارهای حاکمیت شرکتی باشد.

فوسو^۴ (۲۰۱۳) در پژوهشی با عنوان «رقابت بازار محصول، اهرم و عملکرد به بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر عملکرد مالی شرکت‌ها» پرداخت و در پژوهش خود با استفاده از اطلاعات مالی مربوط به ۲۵۷ شرکت فعال تولیدی در کشور آفریقای جنوبی، به این نتیجه دست یافت که اهرم مالی تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد شرکت دارد؛ افزون بر این، رقابت بازار محصول تأثیر عملکردی اهرم را افزایش می‌دهد.

¹ Kayhan & Titman

² Chu

³ Ya-Kai Chang & chen

⁴ Fosu

والتا^۱ (۲۰۱۲)، در پژوهشی، اثر رقابت را بر هزینه بدهی شرکت‌های فرانسوی از سال ۱۹۹۲-۲۰۰۷ مورد بررسی قرار داد. نتیجه حاصل از پژوهش نشان داد، هزینه بدهی ارتباط سیستماتیکی با رقابت محصول در بازار دارد. به عبارتی، شرکت‌های با میزان رقابت بالا، هزینه تسهیلات بانکی و همچنین هزینه تأمین مالی بیشتری نسبت به شرکت‌های با توان رقابت پایین دارند و این هزینه بالا ناشی از برآورد مؤسسات مالی و بانک‌ها نسبت به میزان رقابت است. به عبارتی، بانک‌ها و مؤسسات مالی با توجه به میزان رقابت محصول در بازار، نقدینگی و عدم پرداخت بدهی، ریسک را برآورد می‌کنند. در نتیجه این ارزیابی، شرکت‌های با میزان رقابت بالا هزینه تأمین مالی بیشتری نسبت به شرکت‌های با میزان رقابت پایین متحمل می‌شوند.

داتا، اسکاندار و سینگ^۲ (۲۰۱۲) و مارکاریان و سانتالو^۳ (۲۰۱۰) رابطه بین رقابت در بازار محصول و مدیریت سود شرکت‌ها ناشناخته و نامعین است. با وجود این، برخی از پژوهشگران بیان می‌کنند که مدیریت سود، تنها در شرکت‌هایی با رقابت شدیدتر، شایع است. آنان بیان می‌کنند که فشار رقابت به کوتاه‌بینی‌هایی در مورد شرکت‌ها منجر می‌شود؛ برای نمونه، به تأخیر انداختن یا قطع هزینه‌های تحقیق و توسعه و سایر فعالیت‌هایی که موجب افزایش سودآوری‌های کوتاه‌مدت شرکت می‌شود. همچنین، از دید بسیاری از پژوهشگران رقابت به افزایش ریسک منجر می‌شود. بنابراین، مدیران ریسک‌گریز با اجتناب و یا به تأخیر انداختن پروژه‌های سرمایه‌گذاری محافظه‌کارتر می‌شوند که به‌طور بالقوه باعث افزایش بازده بالقوه جریان‌های نقدی در آینده می‌شود.

جیانگ، لو و لی^۴ (۲۰۱۰)، نسبت بدهی و میزان رقابت محصول در بازار را در سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۴ در شرکت‌های چینی مورد بررسی قرار دادند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد زمانی که رقابت محصول در بازار افزایش پیدا می‌کند، شرکت‌ها، از بدهی بیشتری تأمین مالی می‌کنند و رقابت و تغییرات آن، تأثیرات قابل توجهی بر میزان انحراف ساختار سرمایه جاری شرکت از ساختار سرمایه هدف آن دارد و هر چه رقابت در بازار فشرده‌تر و شدیدتر می‌شود، میزان انحراف ساختار سرمایه کوچکتر است. به هر حال، در بازار دارای رقابت به‌طور فزاینده شدید، میزان انحراف ساختار سرمایه تمایل به کاهش دارد. با این حال، شواهد آن‌ها نشان می‌دهد که رقابت در بازار و سرعت تعدیلات ساختار سرمایه از یکدیگر مستقل هستند.

¹ Valta

² Datta, S., M, Iskandar-Datta. & V. Singh

³ Markarian, G. & J. Santaló

⁴ Jiang, F. Qu, Y. Lu, Z. Li•Y

کارادنیز، کندیر، بالسیلار و اونال^۱ (۲۰۰۹). در پژوهشی به بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شامل نرخ مالیات، دارایی‌های ثابت، نرخ بازده دارایی‌ها، اندازه شرکت بورس اوراق بهادار استانبول پرداختند و به این نتیجه رسیدند که در طول سال‌های ۲۰۰۶-۱۹۹۴ بین نرخ مالیات، دارایی‌های ثابت، نرخ بازده و ساختار سرمایه رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. از طرف دیگر رابطه معناداری میان اندازه شرکت با ساختار سرمایه وجود ندارد.

اسمیت و اندرسون^۲ (۲۰۰۸) در پژوهشی به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و بازارهای محصول شرکت‌های نیوزلند پرداختند. در این پژوهش از نسبت بدهی برای محاسبه ساختار سرمایه استفاده شده است. نتیجه پژوهش حاکی از آن است که بین ساختار سرمایه و سهم بازار در سال‌های ۱۹۹۷-۲۰۰۷ رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

رضایی دولت آبادی، امیری عقدایی، رفعت و ایزدی (۱۳۹۳) به بررسی تأثیرپذیری رابطه ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت‌ها از رقابت بازار محصول و نوع راهبرد کسب و کار شرکت‌ها پرداختند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که ساختار سرمایه بر عملکرد مالی شاخص نسبت ارزش بازاری شرکت به ارزش دفتری دارایی‌ها، ارزش افزوده اقتصادی (شرکت‌ها تأثیر منفی دارد. با توجه به معیار نسبت ارزش بازاری شرکت به ارزش دفتری دارایی‌ها، هر چه میزان رقابت در بازار محصول کمتر باشد، منافع حاصل از به‌کارگیری اهرم مالی افزایش می‌یابد؛ اما رقابت بر رابطه بین اهرم مالی و ارزش افزوده اقتصادی تأثیرگذار نیست. همچنین، تأثیر اهرم مالی بر نسبت ارزش بازاری شرکت به ارزش دفتری دارایی‌ها برای شرکت‌های با راهبرد رهبری هزینه منفی‌تر از شرکت‌های با راهبرد تمایز محصول است؛ اما نوع راهبرد کسب و کار بر رابطه بین اهرم مالی و ارزش افزوده اقتصادی تأثیرگذار نیست.

قاسمیه، غیور مقدم و حاجب (۱۳۹۳). در پژوهشی به بررسی تأثیر رقابت محصول بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد واحد تجاری پرداختند. به این منظور ۱۳۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (۶ صنعت) برای دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۰ مورد بررسی قرار دادند و برای آزمون فرضیه‌ها پژوهش از رگرسیون با داده‌های ترکیبی، آزمون چاو و هاسمن استفاده کردند. نتایج به‌دست آمده نشان داد که اهرم مالی دارای تأثیر U شکل بر عملکرد شرکت است و سطح رقابت تأثیر مثبت و معنادار بر عملکرد دارد و این تأثیر با توجه به سطوح مختلف اهرم مالی تغییر می‌کند به‌گونه‌ای که با افزایش اهرم مالی، سطح رقابت تأثیر فزاینده‌تری را بر عملکرد می‌گذارد و با کاهش آن، این تأثیر

¹ Karadeniz, Kandir, Balcilar & Onal

² Smith & Anderson

کمتر می‌شود. از نتایج دیگر این پژوهش نیز می‌توان به این اشاره کرد که اگر شرکت‌ها، اهرمی باشند، در بازار رقابت عملکرد بهتری نسبت به بازار متمرکز به‌دست خواهند آورد. این پژوهش، فقط یکی از شاخص‌های رقابت (هرفیندال - هیرشمن) را مورد بررسی قرار داده است.

پورحیدری، غفارلو (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین ساختارهای رقابتی محصولات و محافظه‌کاری مشروط حسابداری پرداختند برای این منظور اطلاعات صنعت - سال شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۰-۱۳۸۸ استفاده شده است. برای سنجش محافظه‌کاری از مدل باسو و برای اندازه‌گیری رقابت از قابلیت جانشینی کالا، حجم تقاضا، موانع ورود، نسبت تمرکز و تعداد شرکت‌های فعال. هر کدام از این ابعاد رقابت به‌طور جداگانه با محافظه‌کاری در قالب فرضیه جداگانه مورد بررسی قرار گرفته است سپس با استفاده از این ابعاد، متغیر ترکیبی برای سنجش رقابت به‌دست آمده و در قالب فرضیه کلی، ارتباط بین رقابت و محافظه‌کاری مشروط حسابداری بررسی شده است. آزمون فرضیه کلی نشان می‌دهد بین ساختارهای رقابتی محصولات و محافظه‌کاری مشروط در گزارشگری مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

زینالی و محمد شیلان (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر اندازه، نرخ بازده سرمایه و سود هر سهم در شرکت‌های صنعت دارو پرداختند و به این نتیجه رسیدند که در طول سالهای ۸۸-۱۳۸۶ شرکت‌های مذکور دارای ساختار مالی یکسانی هستند. همچنین بین ساختار مالی این شرکت‌ها و اندازه آن‌ها ارتباط معناداری وجود دارد. از طرف دیگر، رابطه معناداری میان ساختار مالی آن‌ها با نرخ بازده سرمایه‌گذاری و عایدی هر سهم وجود ندارد.

بنی مهد و فراهانی فرد (۱۳۸۹) رابطه میان ساختار سرمایه و توان رقابتی سی و شش شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را در دوره هفت ساله از سال ۱۳۸۰-۱۳۸۶ مورد بررسی قرار دادند. روش تحقیق همبستگی بوده در این پژوهش توان رقابتی شرکت‌ها با اندازه بازار (فروش هر شرکت به فروش کل صنعت) اندازه‌گیری شده است. نتیجه نشان می‌دهد، شرکت‌های دارای توان رقابتی بالا، از نسبت بدهی بیشتری در ساختار سرمایه استفاده می‌کنند. بنابراین، رابطه مثبت و معنی‌داری میان آن‌ها وجود دارد. در بررسی ارتباط بین ساختار سرمایه و رشد فروش و اندازه شرکت، مشخص گردید میان آن‌ها رابطه منفی و معنی‌داری جود دارد. در این پژوهش، از یکی از شاخص‌های رقابت برای اندازه‌گیری توان رقابت استفاده شده است.

حاجی‌ها و قصاب ماهر (۱۳۸۹)، به مطالعه تأثیر ساختار سرمایه بر ارزش نامشهود شصت شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آن‌ها برای تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها از

آزمون همبستگی پیرسون استفاده شد. نمونه مورد بررسی از سال ۱۳۸۲-۱۳۸۶ می‌باشد. در این پژوهش، ارزش نامشهود واحدهای تجاری با شاخص کیو توبین اندازه‌گیری شده است. نتیجه حاصل از این پژوهش، نشان از عدم رابطه معناداری میان ساختار سرمایه و ارزش نامشهود واحد تجاری دارد. به عبارتی، نتیجه کلی در برگیرنده این مطلب می‌باشد که ارزش نامشهود واحد تجاری تحت تأثیر روش‌های تأمین مالی قرار نمی‌گیرد.

ستایش و جمالپوریان (۱۳۸۸)، در پژوهشی به بررسی اثرات ساختار سرمایه و تغییرات آن بر تولید محصولات پرداختند. نتیجه پژوهش نشان می‌دهد که میان اجزای ساختار سرمایه و میزان توانایی شرکت در دستیابی به تولید پیش‌بینی شده، رابطه معنی‌داری وجود دارد و می‌توان با اجزای ساختار سرمایه، افزایش و کاهش در تولید را تا سطح ۹۶ درصد شناسایی کرد. به عبارتی سیاست‌های تأمین مالی در افزایش و کاهش تولید نقش مؤثر دارند.

فرضیه‌های پژوهش

رقابت در بازار محصول از جمله عواملی است که در تعیین ترکیب منابع مالی شرکت‌ها می‌تواند تأثیرگذار باشد. استفاده از چندین معیار متفاوت برای رقابت و ترکیب آن‌ها به‌عنوان یک معیار جامع می‌تواند قابلیت اتکای موضوع را افزایش دهد. اکثر پژوهش‌های انجام شده (نظیر رضایی دولت‌آبادی، امیری عقدایی، رفعت و ایزدی ۱۳۹۳، جیانگ، لو و لی ۲۰۱۰) در مورد بررسی رابطه بین رقابت محصول در بازار با نسبت بدهی، از شاخص کیو توبین، سهم بازار، قابلیت جانشینی کالا، موانع ورود و تعداد شرکت‌های فعال در هر صنعت استفاده کردند. نتایج پژوهش‌های انجام گرفته نشان می‌دهد هر یک از این معیارها اثرات مثبت و منفی و در بعضی از موارد هیچ اثری بر نسبت بدهی ندارند.

از این‌رو، در این پژوهش با استفاده از این شاخص‌ها، به بررسی رابطه رقابت محصول در بازار با نسبت بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. بنابراین رابطه ابعاد رقابت محصول در بازار و میزان رقابت محصول در بازار، هر کدام در فرضیه‌های جداگانه‌ای با نسبت بدهی بررسی می‌شود. در این پژوهش، یکبار مجموع امتیاز رقابت محصول و بار دیگر تمام اجزای آن به تفکیک مورد آزمون قرار خواهد گرفت. از آنجا که هدف اصلی پژوهش بررسی تأثیر میزان رقابت محصول در بازار بر ساختار سرمایه است، ارزیابی تأثیر میزان رقابت به‌عنوان فرضیه اصلی مطرح می‌شود و ارزیابی سایر معیارهای اندازه‌گیری رقابت به‌عنوان فرضیه‌های فرعی بیان می‌گردد.

فرضیه اصلی: رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمایه تأثیر مثبت دارد.

فرضیه‌های فرعی

- فرضیه فرعی اول: شاخص کیوتوبین بر نسبت بدهی تأثیر مثبت دارد.
- فرضیه فرعی دوم: سهم بازار شرکت بر نسبت بدهی تأثیر منفی دارد.
- فرضیه فرعی سوم: قابلیت جانشینی کالا بر نسبت بدهی تأثیر مثبت دارد.
- فرضیه فرعی چهارم: موانع ورود بر نسبت بدهی تأثیر منفی دارد.
- فرضیه فرعی پنجم: تعداد شرکت‌های فعال بر نسبت بدهی تأثیر مثبت دارد.

روش‌شناسی پژوهش

- جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۴ می‌باشد. به دلیل اینکه دسترسی به اطلاعات تعداد شرکت‌های انتخابی در این دوره زمانی بیشتر است و برای مقایسه رقابت نیاز به اطلاعات شرکت‌های زیادی است، از این رو شرکت‌های مورد نظر از بین سال‌های ذکر انتخاب می‌شوند. شرکت‌های انتخابی باید دارای شرایط زیر باشند.
- سال مالی آن‌ها به پایان اسفند هر سال ختم شود، تا بتوان داده‌ها را در کنار یکدیگر قرار داد و حسب نتایج آزمون‌های پیش فرض، آن‌ها را در قالب‌های ترکیبی-پانل-تابلویی^۱ یا تجمیعی-تلفیقی^۲ به کار برد.
 - برای بررسی رقابت محصول در بازار بین صنایع، نمونه انتخابی از بین صنایع با بیش از دو عضو فعال انتخاب می‌شوند.
 - داده‌های مورد نیاز برای متغیرهای پژوهش در طول دوره زمانی مورد بررسی موجود باشند تا در حد امکان بتوان محاسبات را بدون نقص انجام داد.
 - در صنعت شرکت‌های بیمه و واسطه‌گری‌های مالی نباشند و توقف عملیات بیش از سه ماه نداشته باشند.
 - در طول دوره پژوهش، تغییر در دوره (سال) مالی نداشته باشند، تا نتایج عملکرد مالی آنان، با یکدیگر قابل مقایسه باشند.
 - نماد معاملاتی آن‌ها در بورس، بیش از سه ماه بسته نشده باشد، زیرا در این تحقیق از قیمت سهام شرکت‌ها استفاده می‌شود.

¹ Panel

² Pool

با در نظر گرفتن معیارهای بالا تعداد ۸۷ شرکت در بین ۱۲ صنعت انتخاب شد.

مدل پژوهش

در این پژوهش، از مدل داده‌های تلفیقی پویا برای آزمون فرضیه‌ها استفاده می‌شود. در مدل‌های پویا، متغیر وابسته (نسبت بدهی) مجدداً با وقفه زمانی یکساله به‌عنوان متغیر مستقل نیز در طرف راست مدل ظاهر می‌شود (بالتاجی، ۲۰۰۵). در صورتی که مدل رگرسیون مورد تجزیه و تحلیل در برگیرنده یک یا چند عنصر با وقفه از متغیر وابسته به‌عنوان متغیر مستقل باشد، در آن صورت مدل را مدل دینامیک یا پویا می‌نامند. در این پژوهش، برای قابلیت اتکای بیشتر، ساختار سرمایه در قالب مدل داده‌های تلفیقی پویا نیز بررسی می‌شود. عمده پژوهش‌های انجام شده برای تجزیه و تحلیل ساختار سرمایه از مدل داده‌های تلفیقی ایستا استفاده نموده‌اند، لذا به‌نظر می‌رسد که فرض واقع‌بینانه‌تر این باشد که مدیران ترکیب تأمین مالی‌شان را به‌علت تغییرات داخلی و شوک‌های بیرونی تعدیل می‌کنند. بر این اساس، در این پژوهش، علاوه بر استفاده از مدل داده‌های تلفیقی ایستا از مدل داده‌های تلفیقی پویا نیز استفاده می‌شود. لذا در مدل داده‌های تلفیقی پویا، ساختار سرمایه دوره قبل با وقفه زمانی معین به‌عنوان متغیر مستقل در طرف راست مدل ظاهر می‌شود. مدل مورد استفاده در این پژوهش به‌صورت زیر می‌باشد:

$$TDR_{it} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it} + \beta_2 DIFF_{it} + \beta_3 MS_{it} + \beta_4 PPE_{it} + \beta_5 LOG_NFIRMS_{it} + \beta_6 COMP_SCOE_{it} + \beta_7 CV_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} CGIR_{it} + \beta_{11} CR_{it} + \beta_{12} GROWTH_{it} + \beta_{13} TDR_{it-1} + e_{it}$$

که در آن:

TDR_{it} : نسبت بدهی شرکت i در زمان t .

Q_{it} : ارزش شرکت i در زمان t .

MS_{it} : سهم بازار شرکت i در زمان t .

$DIFF_{it}$: قابلیت جانشینی کالا شرکت i در زمان t .

PPE_{it} : موانع ورود شرکت i در زمان t .

LOG_NFIRMS_{it} : تعداد شرکت‌های فعال شرکت i در زمان t .

$COMP_SCORE_{it}$: میزان رقابت محصول در بازار شرکت i در زمان t .

CV_{it} : ارزش وثیقه‌ای دارایی‌های شرکت i در زمان t .

$SIZE_{it}$: اندازه شرکت i در زمان t .

ROA_{it} : بازده دارایی‌های شرکت i در زمان t .

$CGIR_{it}$: منابع داخلی شرکت i در زمان t .

CR_{it} : نسبت جاری شرکت i در زمان t .

$GROWTH_{it}$: میزان رشد شرکت i در زمان t .

TDR_{it-1} : متغیر تأخیری نسبت بدهی شرکت i در زمان t .

e_{it} : جمله اخلاص

در ادامه تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش معرفی می‌گردد:

متغیر وابسته پژوهش نسبت بدهی است. این نسبت از شاخص‌های اندازه‌گیری ساختار سرمایه است. در بیشتر پژوهش‌های انجام شده (گانی و فیرچلد، ۲۰۱۱، دادلی^۱، ۲۰۱۱، کلیتون^۲، ۲۰۰۹)، از این معیار استفاده شده است و از تقسیم مجموع بدهی‌ها به کل دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود.

متغیر مستقل پژوهش میزان رقابت محصول در بازار است. در این پژوهش، برای اندازه‌گیری میزان رقابت محصول در بازار، ابتدا ابعاد رقابت با توجه به معیارهای مشخص شده اندازه‌گیری می‌شوند. سپس با معیار رتبه‌بندی دهکی، هر یک از ابعاد، در دهک‌های اول تا دهم طبقه‌بندی می‌شوند. با توجه به اینکه، نسبت پایین شاخص کیو توین، سهم بازار شرکت، قابلیت جانشینی کالا و موانع ورود نشان از شدت رقابت محصول در بازار است، بنابراین زمانی که در دهک اول طبقه‌بندی شوند، به دهک اول آن‌ها نمره ده و به دهک دوم نمره نه و به همین ترتیب به دهک دهم نمره یک اختصاص داده می‌شود و در مورد تعداد شرکت‌های فعال، به علت اینکه نسبت پایین این شاخص نشان از کاهش شدت رقابت محصول در بازار است، به طور معکوس عمل می‌شود. لذا زمانی که در دهک اول قرار می‌گیرد به آن نمره یک، دهک دوم، نمره دو و به همین ترتیب به دهک دهم، نمره ده اختصاص داده می‌شود. در مرحله آخر نمره هر یک از ابعاد رقابت شرکت‌ها به صورت جداگانه با هم جمع می‌شوند و تقسیم بر عدد پنجاه می‌شود (به علت این که از پنج معیار برای میزان رقابت استفاده شده است). بنابراین، با توجه به معیار تعریف شده، زمانی که نمره شرکت به عدد یک نزدیک شود، میزان رقابت محصولات افزایش پیدا می‌کند. با توجه به پژوهش پورحیدری و غفارلو (۱۳۹۱) که از نمره ترکیبی برای اندازه‌گیری

¹ Dudley

² Clayton

رقابت استفاده شده است، در این پژوهش، میزان رقابت به عنوان فرضیه جداگانه با ساختار سرمایه مورد بررسی قرار گرفته شده است و همچنین ابعاد رقابت به شرح زیر محاسبه می‌شود:

الف - شاخص کیوتوبین: نشان دهنده ارزش شرکت در بازار است و هر چه این نسبت بالا باشد، گویای توان رقابت بالاتر شرکت در بازار محصول است (گانی و فیرچلد، ۲۰۱۱، جیانگ، لو و لی، ۲۰۱۰). شاخص کیو توبین از مجموع ارزش دفتری بدهی‌ها و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

ب- سهم بازار شرکت: از مجموع فروش هر شرکت نسبت به فروش کل صنعتی محاسبه می‌شود که در آن عضو است. میزان بالای سهم بازار شرکت‌ها در بازار محصول، نشان دهنده توان رقابتی بالا است (کرانا^۱، ۲۰۰۷).

ج- قابلیت جانشینی کالا: از نسبت سود عملیاتی به هزینه عملیاتی اندازه‌گیری می‌شود. هر چقدر میزان این نسبت بالاتر باشد، قابلیت جانشینی کالا در بازار پایین است (شارما^۲، ۲۰۱۰).

د- موانع ورود شرکت: در این پژوهش، موانع ورود از شاخص‌های میزان رقابت است و بیانگر این موضوع است که صنایع با موانع ورود پایین، رقابت‌پذیری بیشتری نسبت به صنایع با موانع ورود بالا دارند. برای محاسبه نسبت موانع ورود از مجموع دارایی‌های ثابت و دارایی‌های نامشهود به کل دارایی‌ها استفاده می‌شود (چوا، لیلیان، سی بیلکف و وانگ^۳، ۲۰۱۱).

ه- تعداد شرکت‌های فعال: از لگاریتم تعداد شرکت‌های فعال در هر یک از صنایع اندازه‌گیری می‌شود. زمان افزایش تعداد شرکت‌های فعال، میزان رقابت در آن صنعت بالا می‌رود (گانی و فیرچلد، ۲۰۱۱).

متغیرهای کنترلی

مطابق با پژوهش‌های هریس و راویو (۱۹۸۲)، ساندر و مایرز^۴ (۱۹۹۹)، بایر^۵ (۲۰۰۴)، هانگ سونگ^۶ (۲۰۰۶)، گانی و فیرچلد (۲۰۱۱)، از متغیرهای کنترلی برای لحاظ نمودن اثرات سایر متغیرها بر نسبت بدهی استفاده شده است. متغیرهای کنترلی شامل ارزش وثیقه‌ای دارایی‌ها، اندازه شرکت،

¹ Karuna

² Sharma

³ Choua, Lilian, Sibilkovb & Wang

⁴ Sunder & Myers

⁵ Baure

⁶ Huang, Song

سودآوری شرکت، توانایی ایجاد منابع داخلی، نسبت جاری و نرخ رشد می‌باشد که در ادامه به معرفی این متغیرها و نحوه محاسبه آن‌ها پرداخته می‌شود.

الف- ارزش وثیقه‌گذاری دارایی‌ها: میزان وثیقه‌گذاری دارایی‌ها، نشان‌دهنده ضمانتی است که شرکت‌ها می‌توانند در اختیار اعتباردهندگان، برای اطمینان آن‌ها از وصول مطالبات آن‌ها قرار دهند. مطابق تحقیق گانی و فیرچلد (۲۰۱۱)، از نسبت مجموع موجودی‌ها و دارایی‌های ثابت مشهود به کل دارایی‌های شرکت، برای محاسبه ارزش وثیقه‌گذاری دارایی‌ها استفاده می‌شود.

ب- اندازه شرکت: متغیر کنترلی اندازه شرکت، حجم عملیات شرکت را نشان می‌دهد. برای اندازه‌گیری اندازه شرکت مطابق با پژوهش گانی و فیرچلد (۲۰۱۱)، از لگاریتم مجموع دارایی‌های شرکت استفاده شده است.

ج- سودآوری شرکت: در این پژوهش، از نسبت بازده دارایی‌ها یعنی سود خالص به کل دارایی‌ها برای محاسبه سودآوری شرکت استفاده می‌شود. این نسبت نشان‌دهنده بازده حاصل از سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها است (گانی و فیرچلد، ۲۰۱۱).

ه- نسبت جاری: این نسبت از تقسیم دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری محاسبه می‌شود.

د- توانایی ایجاد منابع داخلی: توانایی شرکت در ایجاد جریان‌های نقدی عملیاتی ناشی از بکارگیری دارایی‌ها را بیان می‌کند. مطابق با گانی و فیرچلد^۱ (۲۰۱۱)، از نسبت جریان نقد عملیاتی به مجموع دارایی‌ها برای محاسبه این متغیر، استفاده می‌شود.

و- نرخ رشد: در این پژوهش، برای محاسبه نرخ رشد، از درصد تغییر کل دارایی‌های سال جاری نسبت به سال گذشته استفاده می‌شود. به عبارتی، این نسبت، میزان رشد شرکت‌ها نسبت به سال گذشته را نشان می‌دهد (گانی و فیرچلد، ۲۰۱۱).

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

نگاره شماره (۱) آمار توصیفی متغیرهای تحقیق حاضر را نشان می‌دهد. برای نمونه میانگین نسبت بدهی (TDR)، برای کلیه شرکت‌ها برابر ۰.۶۹ است. یعنی شصت و نه درصد از تأمین مالی آن‌ها به‌طور متوسط، از طریق بدهی‌ها انجام می‌شود. بررسی شاخص کیو توبین نشان می‌دهد، به‌طور متوسط ارزش شرکت‌ها در دوره مورد بررسی ۱.۷۱۹ برابر ارزش دفتری آن‌ها است. گانی و فیرچلد (۲۰۱۱)

¹ Guney & Fairchild

این معیار را به عنوان معیار رقابت شرکتها در بازار در نظر گرفته‌اند. میانگین معیار محاسبه شده آن‌ها برابر با ۳.۱۹ می‌باشد که نشان می‌دهد توان رقابت شرکت‌های چینی بالاتر از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. موانع ورود در بازار به طور متوسط ۲۷ درصد است که نماینگر پایین بودن موانع ورود برای ورود به بازار رقابت محصول است. تعداد شرکت‌های فعال برابر با ۱.۳۳۷ می‌باشد که هر چه این نسبت بزرگتر از یک باشد، بیانگر تعداد شرکت‌های فعال در بازار رقابت محصول است. میزان رقابت بازار محصول است که به مقدار آن به طور متوسط ۵۷ درصد است، هر چه این نسبت به عدد یک نزدیک شود بیانگر شدت رقابت بازار محصول می‌باشد.

نگاره شماره ۱: آمار توصیفی پژوهش

| نام متغیر | انحراف استاندارد | میانگین | حداقل | میان | حداکثر |
|----------------------------|------------------|---------|---------|--------|--------|
| نسبت بدهی | ۰.۲۰۲ | ۰.۶۹۲ | ۰.۱۳۵ | ۰.۶۸۷ | ۲.۳۵۷ |
| ارزش شرکت | ۱.۴۸۱ | ۱.۷۱۹ | ۰.۵۳۳ | ۱.۳۰۷ | ۱۷.۹ |
| سهم بازار | ۰.۲۱۱ | ۰.۰۵۳ | ۰ | ۰.۰۲۳ | ۵.۶۸۴ |
| قابلیت جانشینی کالا | ۰.۵۱۵ | -۰.۰۳۷ | -۱.۰۴ | -۰.۰۷۵ | ۱۰.۵۰۷ |
| موانع ورود | ۰.۱۷۶ | ۰.۲۷ | ۰.۰۳۳ | ۰.۲۲۹ | ۰.۹۰۱ |
| تعداد شرکت‌های فعال | ۰.۱۹۶ | ۱.۳۳۷ | ۰ | ۱.۴۳۱ | ۱.۵۱۹ |
| میزان رقابت محصول در بازار | ۰.۱۱۸ | ۰.۵۷۱ | ۰.۲۵ | ۰.۵۶۷ | ۰.۹۸۳ |
| ارزش وثیقه‌گذاری دارایی‌ها | ۰.۱۹ | ۰.۵۰۵ | ۰.۰۴۴ | ۰.۵۱۳ | ۱.۱۴۳ |
| اندازه شرکت | ۰.۵۸۹ | ۵.۶۴۵ | ۴.۲۵۵ | ۵.۵۶۷ | ۷.۶۹۷ |
| بازده دارایی‌ها | ۰.۲۲۱ | ۰.۱۹۵ | -۰.۳۱۷ | ۰.۱۳۴ | ۰.۹۹ |
| ایجاد منابع داخلی | ۰.۲۳۹ | ۰.۱۳۵ | -۰.۷۱۴ | ۰.۰۹۹ | ۴.۵۸۹ |
| نسبت جاری | ۰.۵۸۱ | ۱.۲۱۷ | ۰.۰۹۶ | ۱.۱۲۵ | ۵.۸۳۶ |
| نرخ رشد شرکت | ۰.۶۹۹ | ۰.۱۸۹ | -۱۵.۵۴۹ | ۰.۱۵۱ | ۴.۸۴۶ |

منبع: یافته‌های پژوهشگران

پیش‌آزمون‌ها

برای جلوگیری از ایجاد رگرسیون کاذب از آزمون‌های مانایی شامل آزمون لوین، لو و چو؛ آزمون ایم، پسران و شین؛ و آزمون دیکی فولر استفاده شده است که نتایج آزمون‌ها در نگاره شماره (۲) نشان می‌دهد، متغیرها در دوره مورد بررسی مانا هستند.

نگاره شماره ۲: آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

| دیکی فولر | | ایم، پسران و شین | | لوین، لو و چو | | آماره |
|-----------|--------|------------------|--------|---------------|--------|----------------------------|
| P-value | chi | P-value | w | P-value | t | |
| ۰.۰۰ | ۳۰۴.۱۷ | ۰.۰۱ | -۲.۳۸ | ۰.۰۰ | -۸.۶۹ | نسبت بدهی |
| ۰.۰۰ | ۴۱۵.۱۰ | ۰.۰۰ | -۹.۵۰ | ۰.۰۰ | -۴۸.۲۹ | ارزش شرکت |
| ۰.۰۰ | ۶۲۵.۹۴ | ۰.۰۰ | -۱۷.۰۴ | ۰.۰۰ | -۵۹.۳۲ | سهم بازار |
| ۰.۰۰ | ۳۶۴.۶۳ | ۰.۰۰ | -۵.۴۰ | ۰.۰۰ | -۸.۸۸ | قابلیت جانشینی کالا |
| ۰.۰۰ | ۳۲۵.۶۹ | ۰.۰۰ | -۴.۲۳ | ۰.۰۰ | -۱۳.۳۵ | موانع ورود |
| ۰.۰۰ | ۲۴۳.۲۹ | ۰.۰۰ | -۴.۸۲ | ۰.۰۰ | -۹.۹۶ | تعداد شرکت‌های فعال |
| ۰.۰۰ | ۳۲۷.۶۶ | ۰.۰۰ | -۵.۴۱ | ۰.۰۰ | -۱۴.۶۹ | میزان رقابت محصول در بازار |
| ۰.۰۰ | ۲۶۱.۴۴ | ۰.۰۰ | -۳.۱۲ | ۰.۰۰ | -۷.۸۵ | ارزش وثیقه‌گذاری دارایی‌ها |
| ۰.۰۰ | ۳۱۴.۰۴ | ۰.۰۰ | -۴.۶۹ | ۰.۰۰ | -۱۳.۴۹ | اندازه شرکت |
| ۰.۱۷ | ۲۰۵.۴۳ | ۰.۶۴ | -۰.۳۶ | ۱.۰۰ | -۵.۳۹ | بازده دارایی‌ها |
| ۰.۰۰ | ۳۶۵.۵۲ | ۰.۰۰ | -۶.۲۹ | ۰.۰۰ | -۹.۱۵ | ایجاد منابع داخلی |
| ۰.۰۱ | ۲۵۱.۰۹ | ۰.۱۵ | -۱.۰۳ | ۰.۰۰ | -۶.۸۶ | نسبت جاری |
| ۰.۰۰ | ۳۹۱.۵۸ | ۰.۰۰ | -۷.۹۱ | ۰.۰۰ | -۱۵.۶۲ | نرخ رشد شرکت |

منبع: یافته‌های پژوهشگران

برای انتخاب بین روش‌های داده‌های سری زمانی، داده‌های مقطعی و داده‌های پانلی، از آزمون چاو و آماره F لیمر استفاده می‌شود. براساس نتایج این آزمون، نگاره شماره (۳) نشان می‌دهد که در ارتباط با آزمون اثرات مقطعی و آزمون خطای دو سوپیه مقدار آماره F به ترتیب برابر ۳.۳۲۴ و ۳.۰۱؛ و سطح معنی‌داری برابر ۰.۰۰ است. بنابراین فرض صفر (مدل تلفیقی) تأیید نمی‌شود. بنابراین اثرات مقطعی و اثرات زمانی وجود دارد و باید از روش داده‌های پانلی برای برآورد مدل استفاده نمود. البته در آزمون اثرات زمانی با توجه به مقدار سطح معنی‌داری ۰.۵۸ به این معناست که مدل با در نظر گرفتن اثرات زمانی بدون در نظر گرفتن اثرات مقطعی، معنی‌دار نیست.

نگاره شماره ۳: آزمون چاو

| نتیجه آزمون | آزمون اثرات مقطعی | آماره | درجه آزادی | p-value |
|---------------------|-------------------|--------|------------|---------|
| روش داده‌های پانلی | F | ۳.۷۲ | ۸۶۶۸۳- | ۰.۰۰ |
| | کای اسکور | ۲۷۳.۷۲ | ۸۶ | ۰.۰۰ |
| نتیجه آزمون | آزمون اثرات مقطعی | آماره | درجه آزادی | p-value |
| روش داده‌های تلفیقی | F | ۰.۸۳ | ۸۶۷۵- | ۰.۶۳ |
| | کای اسکور | ۷.۶۵ | ۸ | ۰.۴۷ |
| نتیجه آزمون | آزمون اثرات مقطعی | آماره | درجه آزادی | p-value |
| روش داده‌های پانلی | F | ۳.۸۰ | ۹۴۶۷۵- | ۰.۰۰ |
| | کای اسکور | ۲۸۱.۳۷ | ۹۴ | ۰.۰۰ |

منبع: یافته‌های پژوهشگران

آزمون هاسمن

آزمون هاسمن به منظور بررسی اینکه آیا اثرات خاص منفرد با متغیرهای توضیحی مدل همبستگی دارند یا خیر به کار برده می‌شود. نتیجه نگاره شماره (۴) نشان می‌دهد، مقدار شاخص معناداری برابر با صفر است. بنابراین فرض صفر رد می‌شود. این امر به معنای وجود ارتباط بین خطای رگرسیون تخمین زده شده و متغیرهای مستقل است. بنابراین با توجه به نتایج آزمون چاو و هاسمن، مناسب‌ترین روش برای برآورد متغیرها مدل اثرات ثابت است.

نگاره شماره ۴: آزمون هاسمن

| آزمون | آماره کای دو | درجه آزادی | p-value | نتیجه |
|----------------|--------------|------------|---------|-------------|
| مدل اثرات ثابت | ۸۳.۰۱ | ۱۳ | ۰.۰۰ | دوره تصادفی |

منبع: یافته‌های پژوهشگران

نتایج آزمون فرضیه‌ها

فرضیه اصلی بیان می‌کرد که بین میزان رقابت محصول در بازار با نسبت بدهی رابطه معنی‌داری وجود دارد. نگاره شماره (۵) نشان می‌دهد که بین میزان رقابت محصول در بازار و نسبت بدهی در سطح اطمینان ۹۷ درصد ($P=0.03$) رابطه معنی‌دار و مثبتی ($\beta=0.027$) وجود دارد.

نگاره شماره ۵: نتیجه آزمون فرضیه اصلی

| نام متغیر | برآورد ضریب | آماره تی | انحراف استاندارد | سطح معنی‌داری |
|----------------------------|---------------|-------------------------|---------------------------|---------------|
| میزان رقابت محصول در بازار | ۰.۰۲۷ | ۰.۳۸۰ | ۰.۰۷۱ | ۰.۰۳ |
| ارزش وثیقه گذاری دارایی‌ها | ۰.۰۴۴ | ۰.۶۱۱ | ۰.۰۷۳ | ۰.۵۴ |
| اندازه شرکت | -۰.۰۶۹ | -۲.۰۱۱ | ۰.۰۳۴ | ۰.۰۴ |
| بازده دارایی‌ها | ۰.۰۸۲ | ۵.۲۶ | ۰.۰۱۵ | ۰.۰۰ |
| ایجاد منابع داخلی | -۰.۰۱۸ | -۱.۳۴۲ | ۰.۰۱۳ | ۰.۱۸ |
| نسبت جاری | -۰.۱۳۲ | -۱۰.۱۷۵ | ۰.۰۱۲ | ۰.۰۰ |
| نرخ رشد شرکت | ۰.۰۰۳ | ۰.۹۱۵ | ۰.۰۰۳ | ۰.۳۶ |
| وقفه نسبت بدهی | ۰.۱۵۰ | ۵.۵۸۹ | ۰.۰۲۶ | ۰.۰۰ |
| آماره سارگان (I) | سطح معنی‌داری | ضریب تعیین تعدیل شده | آماره دوربین واتسون | |
| ۳۹.۰۱۹ | ۰.۰۶ | ۰.۶۸ | ۱.۹۴ | |

منبع: یافته‌های پژوهشگران

رقابت محصول در بازار، از عواملی است که تأمین منابع مالی واحدهای تجاری را تحت تأثیر قرار می‌دهد. براساس مدل مسئولیت محدود بدهی، اعتباردهندگان با توجه به قرارداد بین آن‌ها و واحد تجاری نسبت به حقوق ثابت خود ادعا دارند و نسبت به مازاد بازده ایجاد شده توسط واحد تجاری، هیچ حقی ندارند. بنابراین شرکت‌های با میزان رقابتی بالا، از بدهی بیشتری تأمین مالی می‌کنند. از طرفی نظریه شکار بیان می‌کند، شرکت‌های با توان رقابتی پایین، برای خروج رقبای تازه ورود به بازار یا جنگ قیمتی به راه می‌اندازند یا تولیدات خود را در مقابل رقبای تازه ورود به بازار افزایش می‌دهند. بنابراین شرکت‌های تازه ورود باید دارای منابع کافی مالی در هنگام ورود به بازار باشند و در صورت استفاده شرکت‌های تازه ورود برای تأمین منابع مالی از بدهی، باعث می‌شود ساختار مالی آن‌ها آسیب‌پذیر شود. نظریه سلسله مراتب بیان می‌کند، شرکت‌های با توان رقابت بالا تأمین مالی داخلی را به خارجی ترجیح می‌دهند و از بدهی کمتری استفاده می‌کند اما در مورد شرکت‌های با میزان رقابت بالا، عکس این موضوع مصداق دارد.

در داده‌های تلفیقی پویا برای برآزش مدل از روش گشتاور تعمیم یافته استفاده می‌شود. روش گشتاور تعمیم یافته مبتنی بر این فرض است که جملات اخلال در معادلات با مجموعه متغیرهای ابزاری غیرهمبسته است. در مورد مدل رگرسیون پویای پیشنهادی بین نسبت بدهی و متغیرهای مستقل معرفی شده، با توجه به نتایج به دست آمده از برآزش مدل (نگاره شماره (۵))، کفایت مدل و آماره سارگان (J) که مقدار سطح معنی‌داری آن ۰.۰۶ می‌شود، درستی مدل در سطح ۰.۰۵ مورد تأیید قرار می‌گیرد.

نتایج مربوط به آزمون فرضیه‌های فرعی پژوهش در نگاره شماره (۵) بیان شده است. در آزمون فرضیه اول فرعی بین شاخص کیوتوبین و نسبت بدهی مطابق با نگاره شماره (۵)، رابطه معنی‌داری ($P=0.32$) به این دو متغیر مشاهده نمی‌شود. با توجه به اینکه شاخص کیوتوبین نشان‌دهنده ارزش شرکت در بازار رقابتی است و انتظار می‌رود که شرکت‌های با ارزش بالاتر به علت توان رقابتی بالاتر از بدهی کمتر یا بیشتر تأمین مالی کنند، لذا این رابطه تأیید نشد و می‌توان این‌گونه تفسیر کرد که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در تأمین منابع مالی، به شاخص کیوتوبین (ارزش شرکت) توجهی نمی‌کنند. فرضیه فرعی دوم بیان می‌کرد که بین سهم از بازار با نسبت بدهی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

نتایج حاصل از نگاره شماره (۶) نشان می‌دهد بین سهم بازار شرکت‌ها با نسبت بدهی رابطه معنی‌داری ($P=0.43$) مشاهده نمی‌شود. در بررسی فرضیه قابلیت جانشینی کالا و نسبت بدهی نتیجه نگاره (۶)، بیانگر آن است که بین قابلیت جانشینی کالا و نسبت بدهی، رابطه مثبت و معنی‌داری ($P=0.00$) وجود دارد. با توجه به اینکه افزایش یا کاهش قابلیت جانشینی کالا معکوس نسبت سود عملیاتی به هزینه عملیاتی است، از این رو ضریب منفی ($\beta=-0.027$) نشان‌دهنده رابطه مستقیم بین قابلیت جانشینی و رقابت محصول است. بنابراین، نتیجه بیانگر این است که هر چقدر میزان سود عملیاتی نسبت به هزینه عملیاتی بیشتر، قابلیت جانشینی کالا پایین و در نتیجه توان رقابتی واحدهای تجاری به دلیل قابلیت جایگزینی پایین و کمتر محصولات افزایش پیدا می‌کند و از طرف دیگر، زمانی که این نسبت پایین است، نشان از افزایش قابلیت جانشینی کالا در بازار رقابتی و افزایش میزان رقابت محصول در بازار است.

با توجه به مباحث مطرح شده، می‌توان نتایج را بدین‌گونه تفسیر کرد که شرکت‌های با توان رقابتی بالا به دلیل قابلیت جانشینی پایین و همچنین توانایی ایجاد جریان‌های نقدی بالا از منابع داخلی تأمین مالی می‌کنند و از بدهی کمتری در ساختار مالی استفاده می‌کنند. از طرفی زمانی که

محصولات واحدهای تجاری با قابلیت جانشینی بالایی روبه‌رو است، این واحدها به دلیل جایگزینی محصولاتشان نمی‌توانند کنترلی بر قیمت محصولات داشته باشند، از این‌رو زمانی که حاشیه فروش آن‌ها مثبت و بالاتر از هزینه تأمین مالی است، این شرکت‌ها تولیدات خود را برای تحصیل سود بیشتر افزایش می‌دهند و از بدهی بیشتری تأمین مالی می‌کنند.

فرضیه چهارم به آزمون رابطه بین موانع ورود (شدت سرمایه‌گذاری) و نسبت بدهی پرداخته است. نتیجه نگاره شماره (۶) با سطح اطمینان بالاتر از ۹۶ درصد ($P=0.04$)، نشان می‌دهد بین موانع ورود و نسبت بدهی رابطه معنادار و منفی ($\beta=-0.14$) وجود دارد. به عبارتی می‌توان بیان کرد که شرکت‌های با موانع ورود پایین به علت رقابت‌پذیری بیشتر، از بدهی بیشتری در تأمین منابع مالی استفاده می‌کنند و شرکت‌های با موانع ورود بالا به علت توان رقابتی بالا از بدهی کمتری، تأمین مالی می‌کنند. همچنین از دیدگاه نظریه سلسله مراتب و دارایی ثابت می‌توان اشاره کرد که شرکت‌های با دارایی‌های ثابت و نامشهود از ریسک ورشکستگی واهمه دارند و بدهی کمتری در تأمین مالی بکار می‌برند.

در بررسی رابطه بین تعداد شرکت‌های فعال در بازار رقابت محصول و نسبت بدهی، نتیجه نگاره شماره (۶) نشان می‌دهد، که رابطه منفی ($\beta=-0.16$) و معناداری ($P=0.00$) بین این دو متغیر وجود دارد و می‌توان تفسیر کرد زمانی که تعداد شرکت‌های فعال در بازار رقابتی افزایش پیدا می‌کند، ریسک فعالیت در این صنایع با توجه افزایش تعداد رقبا بیشتر می‌شود. از طرفی، اعتباردهندگان با توجه به افزایش رقابت و رقبای متعدد، بازده بیشتری را طلب می‌کنند، در نتیجه، هزینه تأمین مالی بدهی افزایش پیدا می‌کند و شرکت‌ها از بدهی کمتری تأمین مالی می‌کنند.

نگاره شماره ۶: نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های فرعی

| نام متغیر | برآورد ضریب | انحراف استاندارد | آماره تی | سطح معنی داری |
|----------------------------|---------------|----------------------|---------------------|---------------|
| ارزش شرکت | ۰.۰۰۶ | ۰.۰۰۶ | ۰.۹۸۳ | ۰.۳۲ |
| سهم بازار | ۰.۰۰۷ | ۰.۰۰۹ | ۰.۷۷۴ | ۰.۴۳ |
| قابلیت جانشینی کالا | -۰.۰۲۷ | ۰.۰۰۳ | -۷.۲۸۴ | ۰.۰۰ |
| موانع ورود | -۰.۱۴۴ | ۰.۰۷۱ | -۲.۰۱۸ | ۰.۰۴ |
| تعداد شرکت‌های فعال | -۰.۱۶۴ | ۰.۰۵۲ | -۳.۱۲۶ | ۰.۰۰ |
| ارزش وثیقه‌گذاری دارایی‌ها | ۰.۰۴۴ | ۰.۰۷۳ | ۰.۶۱۱ | ۰.۵۴ |
| اندازه شرکت | -۰.۰۶۹ | ۰.۰۳۴ | ۲.۰۱۱ | ۰.۰۴ |
| بازده دارایی‌ها | ۰.۰۸۲ | ۰.۰۱۵ | ۵.۲۶۳ | ۰.۰۰ |
| ایجاد منابع داخلی | -۰.۰۱۸ | ۰.۰۱۳ | -۱.۳۴۲ | ۰.۱۸ |
| نسبت جاری | -۰.۱۳۲ | ۰.۰۱۲ | -۱۰.۱۷۵ | ۰.۰۰ |
| نرخ رشد شرکت | ۰.۰۰۳۰ | ۰.۰۰۳ | ۰.۹۱۵ | ۰.۳۶ |
| وقفه نسبت بدهی | ۰.۱۵۰۲۴۱ | ۰.۰۲۶۸۷۸ | ۵.۵۸۹ | ۰.۰۰ |
| آماره سارگان (J) | سطح معنی داری | ضریب تعیین تعدیل شده | آماره دوربین واتسون | |
| ۳۹.۰۳۹ | ۰.۰۶ | ۰.۶۵ | ۱.۹۳ | |

منبع: یافته‌های پژوهشگران

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هدف کلی از انجام این تحقیق، بررسی رابطه بین رقابتی بودن بازار محصول و ساختار سرمایه است. هدف مدیریت، تأمین مالی برای خرید دارایی‌ها و سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری است، به نحوی که در نهایت موجب افزایش ارزش شرکت شود. در این راستا، تأثیر عوامل گوناگون بر ساختار سرمایه سنجیده شده اما یکی از عواملی که به نظر می‌رسد در محیط اقتصادی ایران کمتر مورد توجه قرار گرفته است، ویژگی رقابتی بودن بازار محصول یا قدرت بازار محصول است. در این تحقیق، با استفاده از چند شاخص که در تحقیقات قبلی به‌عنوان معیار رقابت در نظر گرفته شده بود. به بررسی رابطه رقابتی بودن بازار محصول و ساختار سرمایه پرداخته شد. در این مطالعه رابطه رقابت و نسبت بدهی مورد کاوش قرار گرفت. مطالعه گانی و فیرچلد (۲۰۱۱) نشان می‌دهد، میانگین نسبت بدهی در

شرکت‌های چینی ۴۸ درصد است در حالی که در مورد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران براساس نگاره شماره (۱)، بیش از ۵۰ درصد منابع مالی آن را بدهی تشکیل می‌دهد. در رابطه با فرضیه فرعی اول (Q-توبین) نتیجه این مطالعه مشابه با پژوهش پاندی (۲۰۰۴) و مغایر با پژوهش گانی و فیرچلد (۲۰۱۱) است. در رابطه با فرضیه فرعی دوم (سهام بازار) نتیجه این مطالعه با پژوهش اسمیت و اندرسون (۲۰۰۸) مطابقت ندارد. در رابطه با فرضیه فرعی سوم (قابلیت جانشینی کالا) نتیجه این مطالعه مشابه با پژوهش‌های، کایوان و تیتمن (۲۰۰۷)، مطابقت دارد. در رابطه با فرضیه فرعی چهارم (موانع ورود) نتیجه این مطالعه با پژوهش کارادنیز، کندیر، بالسیلار و اونال (۲۰۰۹) سازگار است. در رابطه با فرضیه فرعی پنجم (تعداد شرکت‌های فعال) نتیجه این مطالعه، بیانگر رابطه منفی با نسبت بدهی است. به‌طور کلی، نتایج پژوهش بیان می‌کند، زمانی که میزان رقابت محصول در حال افزایش است، تأمین مالی از طریق بدهی افزایش می‌یابد. به‌عبارتی، سهم بیشتر منابع مالی واحدهای تجاری، از بدهی تشکیل می‌شود. از این‌رو نتیجه حاصل از فرضیه اصلی، منطبق با مدل مسولیت محدود بدهی لمبرج (۲۰۰۱) و نظریه شکار جستون (۲۰۰۵) و نظریه سلسله مراتب است.

از طرفی، مدیران واحدهای تجاری در بازار رقابت محصول دو راهبرد متفاوت در رابطه با تأمین منابع مالی به‌کار می‌برند. اولین راهبرد، حداکثرسازی تولید برای افزایش سودآوری و دیگری، بکارگیری رفتار متهورانه (ورشکستگی) برای جلوگیری از ورود رقبای بالقوه و زیان رسانی به رقبای تازه وارد است. در اولین راهبرد، زمانی که حاشیه فروش محصولات مثبت و پایین است شرکت‌ها برای حداکثرسازی سود مجبور به افزایش تولید می‌باشند و برای رسیدن به این هدف، سریع‌ترین روش برای تأمین منابع مالی، استفاده از بدهی است. در راهبرد دوم واحدهای تجاری برای کاهش جذابیت صنعت برای جلوگیری از ورود رقبای بالقوه، از بدهی بیشتری استفاده می‌کنند. بنابراین، در اینجا راهبرد رفتار متهورانه را به‌کار می‌برند.

مطابق با راهبرد اول نتایج این پژوهش مطابق با پژوهش لمبرج (۲۰۰۱)، جستون (۲۰۰۵)، کایوان و تیتمن (۲۰۰۷)، کلیتون (۲۰۰۹) می‌باشد و با پژوهش گانی و فیرچلد (۲۰۱۱) و چو (۲۰۰۹) همخوانی ندارد. در کل می‌توان بیان کرد، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و کلیه شرکت‌ها در بازارهای در حال رونق ایران، به‌دلیل توان رقابتی پایین، کمتر از راهبرد دوم استفاده می‌کنند، زیرا ریسک استفاده از راهبرد دوم بسیار پرهزینه است.

همواره محققان در فرایند پژوهش، با یک سری محدودیت‌های مواجه هستند که خارج از کنترل آن‌ها می‌باشد لذا این پژوهش هم از این امر مستثنی نبوده و دارای یک سری محدودیت‌هایی هستند. با توجه به اینکه در بررسی میزان رقابت، باید به بررسی تمام شرکت‌های فعال در بازار رقابت محصول پرداخته شود تا نتیجه بهتر حاصل شود، این کار به دلیل در دسترس نبودن اطلاعات شرکت‌های غیربورسی امکان‌پذیر نمی‌باشد. بنابراین در این پژوهش به بررسی رقابت بین شرکت‌های پذیرفته بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. میزان رقابت محصول در بازار تحت تأثیر شاخص‌های مختلفی قرار می‌گیرد که به دلیل نبود معیار اندازه‌گیری نمی‌توان به بررسی تمام این شاخص‌ها پرداخت. از جمله این معیارها می‌توان به میزان مهارت مدیریت و یا حمایت دولت و بعضاً سرمایه‌های فکری در بعضی از صنایع اشاره کرد.

با توجه به تأثیر میزان رقابت بر نسبت بدهی، پیشنهاداتی به صورت زیر بیان می‌شود.

- با افزودن عواملی که در این مطالعه از آن‌ها استفاده نشده است، مانند یکتا بودن محصول بر محتوای اطلاعاتی تحقیق خود بیفزایند.
- عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه در شرکت‌های ایرانی با اندازه‌های مختلف را مدنظر قرار دهند.
- نقش سرمایه خارجی در تعیین ساختار سرمایه شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دهند.
- بررسی ساختار سرمایه در کشورهای درحال توسعه و توسعه یافته و مقایسه آن با ساختار سرمایه شرکت‌های ایرانی و بررسی دلایل وجود تفاوت‌های احتمالی بین آن‌ها.

منابع و مأخذ

- 1- Baltagi, B., Demetriades, P., Law, S. H, (2005), "Financial Development And Openness: Evidence From Panel Data", *Journal Of Development Economics*. Pp 1-33.
- 2- Banimahd Bahman, Farahani Fard Mahsa (2010), "The Relationship Between Capital Structure And Competitive Power Of Listed Companies In Tehran Stock Exchange", *Financial Knowledge Analysis Of Securities (Financial Research)*: Summer 2010, Volume 3, Number 6; Pp 119-132. (*In Persian*)
- 3- Baure ,P. (2004). Determinants of Capital Structure Empirical Evidence from The Czech Republic. *Finance Czech Journal of Economics and Finance*, 54: Pp2-21.
- 4- Bolton, P., Scharfstein, D., (1990). A Theory of Predation Based on Agency Problems In Financial Contracting. *American Economic Review* 80, Pp 93-106.
- 5- Campello, M. (2003). Capital Structure and Product Markets Interactions: Evidence from Business Cycles. *Journal of Financial Economics*, 68: Pp 353-378.
- 6- Cestone ,G. (2005). Corporate Financing and Product Market Competition: An Overview. *Gremaq, Université De Toulouse, Manufacture Des Tabacs, 21 Allée De Brienne, 31000toulouse, france*: Pp 1-28.
- 7- Choua Julia. Ngb, Lilian. Sibilkovb, V. Wang ,Qinghai. (2011). Product Market Competition and Corporate Governance. *Review of Development Finance* Pp 114-130.
- 8- Chu ,Y. (2009). Optimal Capital Structure, Capacity Choice, and Product Market Competition. *Journal of Finance*, 49: page 1To page30.

- 9- Clayton .M. J. (2009). Debt, Investment, and Product Market Competition: A Note on The Limited Liability Effect, *Journal Of Banking & Finance*, 33: Pp649-700.
- 10- Datta, S., M, Iskandar-Datta., and V. Singh. (2012). "Product Market Power, Industry Structure, and Corporate Earnings Management." *Journal of Banking and Finance*, Vol. 37, No. 8, Pp. 3273-3285.
- 11- Dudley ,Evan (2011), Capital Structure and Large Investment Projects, *Journal Of Corporate Finance*, Doi: 10.1016.Jcorpfin. Pp 1168-1192.
- 12- Fosu, S., (2013), "Capital Structure, Product Market Competition And Firm Performance: Evidence From South Africa", *The Quarterly Review Of Economics And Finance*, Xxx ,Pp: 1–12.
- 13- Ghasemieh ,Raheem. Ghayouri Moghadam, Ali. Hajib, Hamid Reza. (2014). "Investigating the Impact Of Product Market Competition On The Relationship Between Capital Structure And Business Unit Performance". *Journal of Accounting Advances*, No. 5: Pp. 107-129. *(In Persian)*
- 14- Grullon, G. Kanatas 2012, G. Kumar, P. (2002) "Financing Decisions And Advertising: An Empirical Study Of Capital Structure And Product Market Competition." Mimeo, Ssrn Database Pp.2-44.
- 15- Guney, L. Fairchild, R. (2011). The Relationship Between Product Market Competition And Capital Structure In Chinese Listed Firms. *International Review Of Financial analysis* : Pp 41–51.
- 16- Hajiha, Zohreh. Maher Ghasab, Leila. (2010). "Investigating The Relationship Between The Capital Structure And The Intangible Value Of The Commercial Unit Using The Q-Tobin Index In Iran's Capital Market". *Financial Engineering and Portfolio Management*, No. 4: Pp. 104-89. *(In Persian)*
- 17- Harris, M. & Raviv, A. (1982). The Theory of Capital Structure, *Journal of Finance*, 46(1): Pp 297–355.

- 18- Huang, S. G. – Song, F. M. (2006): The Determinants of Capital Structure: Evidence From China. Hong Kong Institute of Economics and Business Strategy, Working Paper, 2002, No. 17- Pp14-36.
- 19- Istaitieh .A. Fernandez, Jr. (2006). Factor-Product Markets and Firm's Capital Structure. *Review of Financial Economics* 15:49-75.
- 20- Jiang, F. Qu, Y. Lu, Z. Li, Y. (2010), Product Market Competition and Dynamic Adjustment in Capital Structure, *Economic Research Journal*, (4): Pp 99–110.
- 21- Karadeniz, E. Kandir, S. Balcilar, M and onal, Y. (2009) "Determinants Of Capital Structure: Evidence From Turkish Lodging Companies" *International Journal Of Contemporary Hospitality Management*, Vol.21 Issue 5. Pp19-32.
- 22- Karuna, Ch, (2007). Industry Product Market Competition and Managerial Incentives, *Journal of Accounting and Economics*, 43: Pp 275–29.pp594-608.
- 23- Kayhan, A. Titman, Sh. (2007). Firms 'Histories and Their Capital Structures, *Journal of Financial Economics*, 83: Pp 1–32.
- 24- Lambrecht, B. M. (2001). The Impact of Debt Financing on Entry And Exit In A Duopoly. *Review of Financial Studies*, 14: Pp 765–804.
- 25- Leland, H.E. Pyle, D. (1991). Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *Journal of Finance*, 32(2): Pp 371–387.
- 26- Markarian, G., And J. Santaló. (2010). "Product Market Competition, Information and Earnings Management." *Ie Business School Working Paper WP10-03- Pp26-39.*
- 27- Masoumi Nia, Ali. (2004). "Appropriate Market, Perfect Competition". *Islamic Economics*, No. 80: Pages. 1-26. (*In Persian*)
- 28- Pandey, I. M. (2004). Capital Structure, Profitability and Market Structure: *Evidence From Malaysia Asia Pacific Journal of Economics And Business*, 8(2): Pp 78–91.

- 29- Pourheidari, Omid. Ghaffarlo, Abbas. (2012). Investigating The Relationship Between Competitive Structures Of Products And Conservative Conformity Of Accounting ". *Journal of Financial Accounting Research*, No. 2: Pp. 41-62. *(In Persian)*
- 30- Rezaei Dolatabadi, Hossein. Amiri Aghdaei, Seyed Fatollah. Rafat, Batool And Fatemeh, Izadi (2014). "The Relationship Between Capital Structure And Financial Performance of Firms Influenced By Competition of Product Market And The Type of Business Strategy of The Companies." *Financial Management Strategy*. Second Year, No. 4. Spring 139. Pages 58-39. *(In Persian)*
- 31- Setayesh, Mohammad Hossein. Jamal Purian, Mozaffar. (2009) "Investigating the Impact of Capital Structure and Its Changes On Production". *accounting Studies*, No. 25: Pp. 146-127. Sharma ,V.2010. Stock Returns and Product Market Competition: Beyond Industry Concentration. *Rev Quant finan Acc* 37: Pp 283–299. *(In Persian)*
- 32- Sharma, V. (2010). Stock Returns and Product Market Competition: Beyond Industry Concentration. *Rev Quant finan Acc* 37: Pp 283–299.
- 33- Smith ,D. Anderson, H. (2008). The Relationship between Product Market Competition And Capital Structure: Evidence From New Zealand. *Journal of Finance*43: Pp 1-19.
- 34- Sunder, Sh. Myers, Sc. (1999). Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, 51: Pp 219-244.
- 35- Valta, Ph. (2012). Competition and The Cost Of Deb. *Journal Of Financial Economics*, 105: Pp 661–68.
- 36- Ya-Kai Chang, Yu-Lun Chen, Robin K. Chou, Tai-Hsin Huang. (2015). Corporate Governance, Product Market Competition and Dynamic Capital Structure. *International Review*- Pp 299-332.
- 37- Zainali, Mahdi And Shilan, Jamal Mohammad (2011). Investigating The Effect Of Capital Structure On Size, Rate Of Return On Equity And Earnings Per Share Of Companies Listed In Tehran Stock Exchange (Case Study: Pharmaceutical Industry, *Journal of Financial Knowledge*, Securities Analysis, 9: pp 60-43). *(In Persian)*