

بررسی تاثیر مخاطرات بازار در قالب رقابت در بازار محصولات بر ریسک ریزش قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

آزاده مهرانی^۱، رویا دارابی^{۲*}

^۱ دانشجوی دکتری مدیریت مالی و عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد نوشهر

^۲ نویسنده مسئول، دانشیار و عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب

چکیده:

این تحقیق در پی بررسی تاثیر مخاطرات بازار در قالب رقابت در بازار محصولات بر ریسک ریزش قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. قیمت سهام با استفاده از مکانیزم عرضه و تقاضا و با توجه به اطلاعات موجود در خصوص وضعیت کلی شرکت، اعم از سودآوری، جریان نقدی، وضعیت رقابتی بازار محصولات و بسیاری دیگر از متغیرهای تاثیرگذار تعیین می‌گردد. در این تحقیق سعی شد تا به بررسی تاثیر مخاطرات بازار محصولات، که در قالب میزان رقابت در بازار محصولات تعریف می‌شود، بر یکی از مخاطرات مربوط به قیمت سهام یعنی ریسک ریزش قیمت سهام پرداخته شود. استفاده از یک نمونه از شرکت‌های بورس اوراق بهادار در فاصله سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۳ بیانگر این نتیجه بوده است که با وجود آنکه میزان رقابت در بازار محصولات، به عنوان معیار سنجش مخاطرات بازار، تاثیر معناداری بر ریسک ریزش قیمت سهام نداشته اما با افزایش رقابت در بازار محصولات شاهد کاهش ریسک ریزش قیمت سهام شرکت‌ها بوده‌ایم. نتایج بدست آمده از مقایسه وضعیت ریسک ریزش قیمت سهام در شرکت‌های با میزان رقابت ضعیف، متوسط و قوی نشان می‌دهد که ریسک ریزش قیمت سهام در شرکت‌های با وضعیت رقابتی متفاوت، شکلی مقعر گونه داشته بطوری که با افزایش رقابت ریسک ریزش قیمت سهام شروع به کاهش نموده و از مقطعی به بعد با افزایش بیشتر رقابت در بازار محصولات، بر میزان ریسک ریزش قیمت سهام افزوده شده است. نتایج بدست آمده در خصوص وضعیت ریسک ریزش قیمت سهام در گروه‌های مختلف رقابتی بیانگر آن است که تفاوت معناداری بین میزان ریسک ریزش قیمت سهام شرکت‌ها در بین این گروه‌ها وجود نداشته است.

واژگان کلیدی: ریسک ریزش قیمت سهام، مخاطرات بازار و رقابت در بازار محصولات.

۱. مقدمه

یکی از مواردی که پس از انقلاب صنعتی و شکل‌گیری شرکت‌های بزرگ همواره مورد توجه قرار گرفته و تلاش‌های متعدد شرکت‌ها در این خصوص را در پی داشته، وضعیت رقابتی شرکت در بازار محصولات، میزان سیالیت و تغییر پذیری در بازار محصولات و به عبارت ساده‌تر میزان مخاطرات و وضعیت شرکت در بازار محصولات در قیاس با شرکت‌های رقیب می‌باشد. بسیاری از شرکت‌ها همواره سعی داشته‌اند که با بهبود کیفیت محصولات و خدمات خود در بازار، شرایط رقابتی خود را حفظ نموده و خود را از لحاظ مخاطرات و تهدیدات بازار در وضعیت مطلوبی قرار دهند. قرار گرفتن شرکت در وضعیت رقابتی مناسب و کم مخاطره در بازار محصولات، در درجه نخست مستلزم شناخت نقاط قوت و ضعف شرکت و محصولات تولیدی و کسب شناخت مناسب از رقبای و محصولات تولید شده توسط آنان می‌باشد تا در گام بعدی تلاش در خصوص رفع نقاط ضعف و تقویت نقاط قوت صورت گیرد.

در این بین مسأله‌ای که شرکت‌ها همواره با آن روبرو بوده و مورد توجه تمامی سهامداران و ذی‌نفعان قرار دارد، وضعیت قیمت سهام شرکت می‌باشد. قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس با استفاده از مکانیزم عرضه و تقاضا و با توجه به اطلاعات موجود در خصوص وضعیت کلی شرکت، اعم از سودآوری، جریان نقدی، وضعیت رقابتی بازار محصولات و بسیاری دیگر از متغیرهای تاثیرگذار تعیین می‌گردد. ریزش (سقوط) قیمت سهام^۱ یا چولگی منفی بازده سهام^۲ پدیده‌ای است که در آن قیمت سهام یک شرکت دچار تعدیل شدید، منفی و ناگهانی می‌گردد. در تعریف دیگری ریزش قیمت سهام به عنوان تجدیدنظری ناگهانی و منفی در انتظارات سرمایه‌گذاران در مورد سهام یک شرکت شناخته می‌شود.

موضوع تغییرات ناگهانی قیمت سهام، طی سال‌های اخیر و به ویژه بعد از بحران مالی سال ۲۰۰۸، توجه بسیاری از دانشگاهیان و افراد حرفه‌ای را به خود جلب نموده است. این تغییرات، به دو صورت سقوط و جهش قیمت سهام رخ می‌دهد. با توجه به اهمیتی که سرمایه‌گذاران برای بازده سهام خود قائل هستند، پدیده سقوط قیمت سهام که منجر به کاهش شدید بازده می‌شود، در مقایسه با جهش بیشتر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است. سقوط قیمت سهام دارای سه ویژگی مشخص است، اول آنکه قیمت سهام، یک تغییر بسیار بزرگ و غیرمعمول در قیمت سهام است که بدون وقوع یک حادثه مهم اقتصادی رخ می‌دهد. دوم این تغییرات بسیار بزرگ به صورت منفی رخ می‌دهد، و در آخر سقوط قیمت سهام، یک پدیده واگیردار در سطح بازار است. بدین معنی که کاهش قیمت سهام تنها به یک سهام خاص منحصر نمی‌شود، بلکه تمام انواع سهام موجود در بازار را شامل می‌شود. این پدیده از نظر سرمایه‌گذاران بدان سبب دارای اهمیت می‌باشد که همواره دانستن ویژگی‌هایی خاص از یک شرکت، که بتواند نوسانات شدید قیمت و به خصوص ریزش قیمت سهام را پیش‌بینی کند، برای پرتفوی سهام و مدیریت ریسک آن بسیار مفید است (لطفی، ۱۳۹۰).

وقوع این پدیده برای سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران بازار سرمایه، انجمن‌های حرفه‌ای حسابداری، و اداره‌کنندگان بورس اوراق بهادار از اهمیت حیاتی برخوردار است. این پدیده از نظر سرمایه‌گذاران بدان سبب دارای اهمیت می‌باشد که همواره دانستن ویژگی‌هایی خاص از یک شرکت، که بتواند نوسانات شدید قیمت و به خصوص ریزش قیمت سهام را پیش‌بینی کند، برای پرتفوی سهام و مدیریت ریسک آن بسیار مفید است. به اعتقاد ساندر (۲۰۱۰) نکته قابل تأمل در رابطه با ریسک زبان‌های شدیدی که از ریزش قیمت سهام ناشی می‌شود این است که برخلاف ریسک‌های مرتبط با نوسانات سیستماتیک قیمت سهام، چنین زبان‌هایی از طریق متنوع‌سازی سبد سهام نیز کاهش نمی‌یابد و تنها راه مقابله با چنین ریسک‌هایی شناسایی سهام در معرض این نوع ریسک با توجه به عوامل بوجود آورنده این نوع ریسک‌ها می‌باشد (لی، ۲۰۱۴).

^۱Crash Risk^۲ Negative Return Skewness^۳Li

در همین راستا شرکت‌ها تصمیم‌های عملیاتی مختلفی اتخاذ می‌کنند. برای نمونه، آن‌ها تحقیقات بازاریابی اولیه را انجام می‌دهند، محصولات‌های جذابی را ارائه می‌دهند، درباره مقدار تولید و فروش تصمیم می‌گیرند، محصولات خود را تبلیغ می‌نمایند، تامین مالی می‌کنند، سپس شروع به تولید می‌کنند و سرانجام محصولات را به مصرف‌کنندگان می‌فروشند. مخاطرات در بازارهای محصول تقریباً بر رفتار شرکت‌ها در تمامی مراحل تاثیر می‌گذارد. سیاست‌های بازار محصول شرکت‌ها، بر سود، جریان نقدی آزاد و ارزشیابی سرمایه‌گذاران از این جریان‌های نقدی نیز تاثیرگذار است. مدیریت این عوامل درونی شرکت و ایجاد موقعیت رقابتی مناسب در بازار تاثیر بسزایی بر کاهش احتمال ریسک سقوط قیمت سهام دارد. با توجه به موارد مذکور تحقیق حاضر به دنبال یافتن پاسخ به این سوال است که مخاطرات بازار محصولات، که در قالب میزان رقابت در بازار محصولات تعریف می‌شود، بر ریسک ریزش قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چه تاثیری دارد؟

۲. مروری بر ادبیات نظری تحقیق

۲.۱. ریزش قیمت سهام

پدیده ریزش قیمت سهام در سال‌های اخیر به دلیل وقوع اتفاقات خاصی جایگاه مهمی را در بین پژوهشگران مالی و حسابداری پیدا نموده است. از مهم‌ترین این اتفاقات می‌توان به ورشکستگی شرکت‌های بزرگی چون ورلدکام، انرون و ریزش قیمت سهام این شرکت‌ها در بازار سرمایه و یا تجربه ریزش قیمت سهام در بورس آمریکا در اکتبر سال ۱۹۸۷، و یا بحران اقتصادی در سال ۲۰۰۸ که منجر به رکود بازار سرمایه در اقلب بورس‌های بزرگ جهان شد اشاره نمود.

وقوع این پدیده برای سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران بازار سرمایه، انجمن‌های حرفه‌ای حسابداری، و اداره‌کنندگان بورس اوراق بهادار از اهمیت حیاتی برخوردار است. این پدیده از نظر سرمایه‌گذاران بدان سبب دارای اهمیت می‌باشد که همواره دانستن ویژگی‌هایی خاص از یک شرکت، که بتواند نوسانات شدید قیمت و به خصوص ریزش قیمت سهام را پیش‌بینی کند، برای پرتفوی سهام و مدیریت ریسک آن بسیار مفید است. به اعتقاد ساندر^۴ (۲۰۱۰) نکته قابل تأمل در رابطه با ریسک زیان‌های شدیدی که از ریزش قیمت سهام ناشی می‌شود این است که برخلاف ریسک‌های مرتبط با نوسانات سیستماتیک قیمت سهام، چنین زیان‌هایی از طریق متنوع‌سازی سبد سهام نیز کاهش نمی‌یابد و تنها راه مقابله با چنین ریسک‌هایی شناسایی سهام در معرض این نوع ریسک با توجه به عوامل وجود آورنده این نوع ریسک‌ها می‌باشد. از دیگر سو مدل‌های قیمت‌گذاری اختیار خرید سهام همگی نیاز به دانستن چولگی‌ها و نیز ریسک ریزش قیمت سهام دارد.

در این بین افزایش پدیده ریزش قیمت سهام، سبب بدبینی سرمایه‌گذاران در مورد سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار می‌گردد، که این مسأله در نهایت می‌تواند سبب خارج ساختن منابع سرمایه‌گذاری توسط آن‌ها از بورس اوراق بهادار گردد. بنابراین دانستن علل وجودی این پدیده، یافتن راهکارهایی که از بروز این پدیده در بازارهای سرمایه جلوگیری به عمل می‌آورد و نیز مدل‌هایی که بتوانند این پدیده را پیش‌بینی کند از اهمیت بسزایی برای اداره‌کنندگان بازار سرمایه که همواره در پی رونق یافتن این بازار از طریق جذب سرمایه‌های راكد است برخوردار می‌باشد. این مسأله می‌تواند در نهایت به هدایت صحیح جریان سرمایه‌گذاری و افزایش تولید کشور (که یکی از مهمترین شاخصه‌های توسعه یافتگی یک کشور محسوب می‌شود) منجر گردد. در همین راستا این پدیده همواره مورد توجه انجمن‌های حرفه‌ای حسابداری نیز بوده است. هدف اصلی سیستم حسابداری انتقال اطلاعاتی قابل اتکا و مرتبط با موضوع تصمیم‌گیری است و این مورد یکی از مهمترین نیازهای اطلاعاتی تصمیم‌گیرندگان در رابطه با تصمیم‌گیری صحیح در امر سرمایه‌گذاری می‌باشد. همواره یافتن ویژگی‌هایی که وجود آن در گزارشگری مالی شرکت‌ها باعث بهبود ارزیابی سرمایه‌گذاران از احتمال وقوع این پدیده گردد، یکی از مهم‌ترین مسائل مورد توجه مراجع تدوین استانداردهای حسابداری می‌باشد. از دیگر سو همواره در اکثر تحقیقات انجام شده در زمینه ریزش قیمت سهام از حسابداری به عنوان ابزاری در دست مدیریت یاد شده است که با ایجاد اختلال در فرآیند صحیح انتقال اطلاعات به ایجاد این

⁴Sunder

پدیده کمک می‌نماید. این مسأله باعث شده است که انجمن‌های حرفه‌ای حسابداری در پی یافتن زمینه‌های سوء استفاده مدیریت از حسابداری و یافتن راهکارهای کنترلی در این زمینه باشند. همواره تحقیقات انجام شده در زمینه ریزش قیمت سهام در دو سطح صورت می‌پذیرد: سطح خرد و سطح کلان. در سطح خرد، پدیده ریزش قیمت سهام در سطح شرکت بررسی می‌شود و محقق توجه خود را به پیدا کردن علل ریزش قیمت سهام، یافتن مدل‌هایی برای پیش‌بینی آن و نیز راهکارهایی که به جلوگیری از این اتفاق می‌انجامد معطوف می‌دارد. اما در سطح کلان، این پدیده در سطح بازار مورد بررسی قرار می‌گیرد و محقق با استفاده از اطلاعات بازار مسائلی مشابه سطح خرد را مد نظر قرار می‌دهد.

۲.۲. رقابت در بازار محصولات

برای درک مناسب هر موضوعی ابتدا لازم است تعریف و مفهوم آن ارائه گردد. بدیهی است هرچه قدر تعریف ارائه شده از جامعیت بیشتری برخوردار بوده و کارا باشد درک مناسب تری از موضوع حاصل می‌گردد. در این راستا چند تا از تعاریف ارائه شده توسط صاحب نظران در رابطه با مزیت رقابتی به شرح زیر ارائه می‌شود: «مزیت رقابتی عبارت از میزان فزونی جذابیت پیشنهادهای شرکت در مقایسه با رقبا از نظر مشتریان است»^۵. مزیت رقابتی تمایز در ویژگی‌ها یا ابعاد هر شرکتی است که آن را قادر به ارائه خدمات بهتر از رقبا (ارزش بهتر) به مشتریان می‌کند. مزیت رقابتی ارزش‌های قابل ارائه شرکت برای مشتریان است به نحوی که این ارزش‌ها از هزینه‌های مشتری بالاتر است (پورتر^۶، ۱۹۹۰). توجه به تعاریف فوق و سایر تعاریف ارائه شده در مورد مزیت رقابتی گویای این است که ارتباط مستقیم ارزش‌های مورد نظر مشتری، ارزش‌های عرضه شده شرکت و ارزش‌های عرضه شده توسط رقبای شرکت الزامات و ابعاد مزیت رقابتی را تعیین می‌کند. چنانچه از دیدگاه مشتری مقایسه ارزش‌های عرضه شده شرکت با ارزش‌های عرضه شده رقبا بیشتر به ارزش‌های مورد نظر و انتظارات او سازگارتر و نزدیکتر باشد می‌توان گفت که آن شرکت در یک یا چند شاخص نسبت به رقبای خود دارای مزیت رقابتی است به نحوی که این مزیت باعث می‌شود که شرکت در عرصه بازار نسبت به رقبای خود در نزدیکی به مشتری و تسخیر قلب وی برتری داشته باشد. مایکل پورتر (۱۹۷۳) در تحقیق خود عواملی که به مخاطرات بازار معروف است را در قالب ۵ فاکتور کلی شناسایی نمود، از سوی دیگر این عوامل را می‌توان به مثابه آن چیزی دانست که یک شرکت باید انجام دهد تا توان رقابتی خویش را حفظ نماید^۷ و ابزاری است که می‌توان با کمک آن، جذابیت‌های موجود در یک صنعت را مورد تحلیل قرار داد.

ورود رقبای جدید - نکته مهم در این خصوص آن است که نحوه ورود شرکت‌های جدید به صنعت و شروع یک رقابت با شرکت‌های رقیب ساده یا مشکل است. در هر صورت ورود رقبای جدید، اتخاذ سیاست‌های رقابتی را لازم می‌کند. این امر ممکن است حتی باعث کاهش سود شرکت شود.

کاهش قدرت خرید خریداران - موقعیت و قدرت خریداران در میزان سفارش‌های آنها تأثیرگذار است. هر چه توان خریدار بالاتر باشد؛ قدرت چانه زنی^۸ آن بیشتر شده و به تبع حاشیه سود شرکت کاهش می‌یابد.

ضعف عرضه کنندگان - موقعیت و قدرت بالقوه عرضه‌کنندگان و داشتن قدرت انحصارگری^۹ باعث می‌شود آنها با افزایش قیمت‌های خود، سودآوری شرکت‌های مصرف‌کننده محصولات خود را به شدت تحت تأثیر قرار دهند.

رقابت بین شرکت‌های موجود - قدرت رقابتی بازیگران حاضر در یک صنعت، نقش تعیین‌کننده‌ای در نیاز به سرمایه‌گذاری در زمینه بازاریابی یا تحقیق و توسعه یا حتی کاهش قیمت‌ها ایجاد می‌کند.

وجود محصولات جانشین - وجود محصولات یا خدماتی که به راحتی می‌توانند جایگزین محصولات یا خدمات شرکت شوند؛ می‌تواند در نحوه قیمت‌گذاری محصولات یا خدمات محدودیت ایجاد کند.

⁵ Gey kygan p23

⁶ M. Porter

⁷ www.aftab.ir

⁸ Bargaining Power of Buyers

⁹ Monopoly Power

مجموع قدرت این پنج نیروی رقابتی مؤید توانایی شرکت‌های یک صنعت برای به دست آوردن میانگین سود حاصل از سرمایه‌گذاری است. چندین دلیل بالفوه در مورد اینکه چرا مخاطرات بازارهای محصول ممکن است بر بازده سهام تاثیر گذار باشد وجود دارد. شرکت‌ها تصمیم‌های عملیاتی مختلفی اتخاذ می‌کنند. برای نمونه، آن‌ها تحقیقات بازاریابی اولیه را انجام می‌دهند، محصولات‌های جذابی را ارائه می‌دهند، درباره مقدار تولید و فروش تصمیم می‌گیرند، محصولات خود را تبلیغ می‌نمایند، تامین مالی می‌کنند، سپس شروع به تولید می‌کنند و سرانجام محصولات را به مصرف‌کنندگان می‌فروشند. مخاطرات در بازارهای محصول تقریباً بر رفتار شرکت‌ها در تمامی مراحل تاثیر می‌گذارد. سیاست‌های بازار محصول شرکت‌ها، بر سود، جریان نقدی آزاد و ارزشیابی سرمایه‌گذاران از این جریان‌های نقدی نیز تاثیرگذار است (لایندرز، ۲۰۱۱). تئوری‌های سازمان‌های صنعتی نشان دهنده این است که مخاطرات بازار بر اساس دو فرضیه زیر قابل تفکیک است:

الف) فرضیه مخاطرات خلاقانه: این فرضیه در ارتباط با ریسک نوآوری است. طبق این فرضیه نوآوری در شرکت‌های کوچک کوجود در صنایع پابرجا اتفاق می‌افتد و این چالش‌های کوچک سرانجام وضع موجود را دگرگون می‌کنند و به یک پارادایم تکنولوژی جدید منجر می‌شود (هو و رایبسنون^{۱۰}، ۲۰۰۶). از این رو نوآوری یک نوع مخاطره خلاقانه است که احتمال وقوع آن در صنایع رقابتی یا صنایع پابرجا بیشتر است.

ب) فرضیه موانع ورود: این فرضیه در ارتباط با ریسک درماندگی است. طبق این فرضیه اگر تفاوت در تعداد رقبا موجود در یک صنعت یا در رویه قیمت‌گذاری آن‌ها موجب تغییر ویژگی‌های ریسک شرکت‌ها شود، موانع ورود به صنعت بر بازده مورد انتظار آن‌ها تاثیر می‌گذارد. برای نمونه موانع ورود ممکن است بر چگونگی پاسخ شرکت‌ها به شوک‌های تقاضای انباشته تاثیر بگذارد. شرکت‌های موجود در صنایع با موانع شدید ورود ممکن است با افزایش قیمت‌ها یا افزایش محصولات به شوک‌های تقاضای مثبت بدون اینکه از بابت ورود رقبا ترسی داشته باشند پاسخ دهند. این امر موجب افزایش سودآوری آتی مورد انتظار شده وضع مالی آن‌ها را بهتر می‌نماید (هو و رایبسنون، ۲۰۰۶).

۳. مروری بر پیشینه تحقیق

۳.۱. تحقیقات خارجی

کالن و فانگ^{۱۱} (۲۰۱۱) در تحقیقی به بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ریزش قیمت سهام شرکت پرداختند. این تحقیق دو دیدگاه مخالف از سرمایه‌گذاران نهادی را مورد آزمون قرار می‌دهد: دیدگاه نظارتی (مانیتورینگ) در مقابل سلب مالکیت. نتایج این تحقیق حاکی از آن است که شواهد محکمی در مورد رابطه معکوس بین مالکان نهادی و ریزش قیمت سهام در آینده وجود دارد. این مسأله بدان دلیل است که سرمایه‌گذاران نهادی از طریق نظارت بر مدیریت مانع از انباشته شدن اخبار بد در شرکت (یکی از مهمترین دلایل ریزش قیمت سهام) می‌شوند. در این مقاله این طور بحث می‌شود که استفاده سرمایه‌گذاران نهادی از توانایی‌های خود برای نظارت بر مدیریت و عملکرد بهتر شرکت، تابعی از میزان سرمایه‌گذاری آن‌هاست. هرچه سطح سرمایه‌گذاری آن‌ها بیشتر باشد، نظارت بر مدیریت بهتر انجام می‌شود. سپس محققین در این تحقیق سرمایه‌گذاران نهادی را به ناپایداری، اختصاصی، شبه پذیره نویسان تقسیم می‌نمایند. در این تحقیق محقق این طور نتیجه می‌گیرد که مالکیت توسط نهادهای ناپایدار (اختصاصی) به طور قابل ملاحظه‌ای با ریزش‌های آتی قیمت سهام رابطه مثبت (منفی) دارد. همچنین در این تحقیق محقق برای بررسی تأثیر هر یک از گروه‌های مختلف مالکان نهادی بر ریسک ریزش قیمت سهام، گروه‌هایی نظیر بانک‌های اعتباری، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های بیمه، مشاوران سرمایه‌گذاری مستقل و صندوق‌های بازنشستگی را ایجاد نموده است. نتایج حاصل از این تقسیم‌بندی بیان می‌نماید که مالکان نهادی از نوع صندوق بازنشستگی عمومی (بانک-های اعتباری، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، و مشاوران سرمایه‌گذاری مستقل) یک همبستگی معنادار منفی (مثبت) با ریزش

¹⁰Hou & Robinson

¹¹Callen & Fang

قیمت سهام دارند. چی و سو^{۱۲} (۲۰۱۳) تاثیر ریسک تصاحب در بازار محصول را بر ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها سنجیدند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که ارزش نهایی ذخیره وجه نقد برای شرکت‌هایی با ریسک تصاحب بالاتر به مقدار قابل توجهی افزایش می‌یابد و این تاثیر برای شرکت‌هایی با محدودیت مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالاتر بیشتر است. بارث و همکاران^{۱۳} (۲۰۱۳) رابطه بین شفافیت سود و هزینه سرمایه را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج نشان داد که شفافیت بیشتر سود منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران و در نتیجه هزینه سرمایه می‌شود. هن، ژانگ و تینگ (۲۰۱۳) در تحقیقی به بررسی تاثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر همزمانی قیمت سهام و ریسک ریزش قیمت سهام شرکت‌هایی که در آنها دارای سهام می‌باشند پرداخته شده است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که سهامداران نهادی تاثیری منفی بر همزمانی قیمت سهام در شرکت‌های سرمایه‌پذیر خود دارند. آلیمور^{۱۴} (۲۰۱۴) به بررسی تاثیر ساختار بازار رقابتی محصول بر ارزش نگهداشت وجه نقد توسط شرکت‌ها پرداخت. نتایج تحقیق وی نشان می‌دهد که با افزایش رقابت در بازار محصول، ارزش ذخیره وجه نقد افزایش می‌یابد و سرمایه‌گذاران شرکت‌ها ارزش قابل توجهی به منابع نقد شرکت‌ها با افزایش رقابت در بازار محصول می‌دهند. پلات (۲۰۱۴) در تحقیق به بررسی تاثیر مخاطرات بازار محصولات بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار آمریکا پرداخته است. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که مخاطرات بازار محصولات یا همان توان رقابتی تاثیر مستقیمی روی نرخ تامین مالی از طریق بدهی دارد که این مساله می‌تواند تاثیری اساسی بر نرخ هزینه سرمایه شرکت بگذارد. همچنین نتایج این پژوهش موید این مساله می‌باشد که در شرکت‌های با سطح متفاوتی از سطح رقابت شاهد نرخ متفاوتی از هزینه سرمایه هستیم.

۳.۲. تحقیقات داخلی

فروغی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی تأثیر شفافیت بود نا اطلاعات مالی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند.

هایپوژوهش حاضر، حاکمیت آناستکه به بنده مشفای اطلاعات مالی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام رابطه مستقیم وجود دارد. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که افزایش عدم شفافیت در گزارشگری مالی، ریسک سقوط آتی قیمت سهام افزایش می‌یابد. نتایج این پژوهش، همچنین نشان می‌دهد که هد رشایطیکه به بنده مدیران و سرمایه‌گذاران عدم تقارن اطلاعاتی وجود

دارد، اثر عدم شفافیت اطلاعات مالی بر افزایش ریسک سقوط آتی قیمت سهام بیشتر است. سهولی (۱۳۹۲) در تحقیقی به بررسی تاثیر برخی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر کاهش احتمال ریسک ریزش قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. در این پژوهش، ارتباط بین نظام راهبری شرکتی؛ شامل درصد سهام سهامداران نهادی، درصد مدیران غیرموظف در هیئت مدیره، وجود حسابرسی داخلی در شرکت، تفکیک وظایف مدیر عامل از ریاست هیئت مدیره و ریزش قیمت سهام در ۱۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۳ الی ۱۳۹۰ بررسی شد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که، از میان ساز و کارهای مورد بررسی؛ درصد مالکیت سهامداران نهادی تاثیر منفی و معنادار بر ریزش قیمت سهام داشته است. و میزان استقلال (درصد اعضای غیرموظف) هیأت مدیره تاثیر مثبت و معنادار بر ریسک ریزش قیمت سهام داشته است. و وجود حسابرسی داخلی و تفکیک وظایف مدیرعامل از ریاست هیأت مدیره تاثیر مثبت و بی معنا بر ریسک ریزش قیمت سهام داشته است. نمازی و غلامی (۱۳۹۲) در تحقیقی به بررسی اثر رقابت در بازار محصول بر سیاست تقسیم سود پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها حاکی از آن است که شاخص رقابت در بازار محصول رابطه معکوس و معناداری با سیاست تقسیم سود شرکت‌ها دارد. نتایج آن‌ها مطابق با مدل جانشین و در تضاد با مدل پیامد و فرضیه شکار است. عباسی و همکاران (۱۳۹۳) در تحقیقی به بررسی تاثیر محافظه‌کاری بر ریسک ریزش قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در

¹²Chi & Sue

¹³Barth & et al.

¹⁴Alimore

شرایط عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که محافظه‌کاری بر ریزش قیمت سهام تاثیر منفی و معناداری دارد. قابل ذکر است که این نتیجه در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی هم صادق بوده است. سجادی (۱۳۹۳) در تحقیقی به بررسی تاثیر درماندگی مالی و سهم بازار بر سیاست‌های سرمایه در گردش در فضای رقابتی بازار پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد درماندگی مالی تاثیر معناداری بر سیاست‌های سرمایه در گردش ندارد اما سهم بازار رابطه منفی و معناداری با سرمایه در گردش مورد نیاز دارد. به بیان دیگر شرکت‌هایی که سهم بیشتری از بازار را در اختیار دارند سیاست جسورانه سرمایه در گردش را در پیش می‌گیرند. افزون بر این دیگر نتایج پژوهش حکایت از این دارد که فضای رقابتی موجود در بازار محصول تاثیری بر رابطه درماندگی مالی و سهم بازار با سیاست سرمایه در گردش ندارد. صغرزاده (۱۳۹۳) به بررسی ارتباط بین رقابت در بازار محصول و راهبری شرکتی پرداختند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که ساختار راهبری شرکتی در صنایع رقابتی (صنایع دارای قدرت اندک در بازار) ضعیف‌تر هستند. فخاری (۱۳۹۴) در تحقیقی به بررسی اثر شدت رقابت در بازار محصول بر ارزشگذاری بازار از نگاهداشت وجه نقد توسط شرکت‌ها پرداختند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان می‌دهد افزایش شدت رقابت در بازار محصول تاثیر مثبتی بر ارزشگذاری بازار سرمایه از نگاهداشت وجه نقد توسط شرکت‌ها دارد. همچنین نتایج حاصل از بررسی تاثیر رقابت در بازار محصول به تفکیک صنعت بر ارزش نگاهداشت وجه نقد حاکی از آن است که در پنج صنعت میزان ماهیت رقابتی در بازار محصول بر ارزش اضافی خلق شده ناشی از نگاهداشت وجه نقد تاثیرگذار است. این یافته‌ها بیانگر اثر تعدیل‌کنندگی رقابت در بازار محصول بر ارتباط بین نگاهداشت وجه نقد و بازده مازاد سهام است.

۴. گردآوری داده‌ها

در این تحقیق به منظور تدوین مبانی نظری، روش کتابخانه‌ای مورد استفاده قرار گرفته است، و به منظور جمع‌آوری داده‌های مالی روش میدانی مورد استفاده قرار گرفته است و از منابع مختلفی از جمله لوح‌های فشرده سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزارهای تدبیر پرداز، ره آورد نوین، سایت اطلاع رسانی شرکت بورس و سازمان بورس استفاده شده است. برای دسته بندی، تلخیص و ایجاد پایگاه داده‌ها از نرم افزار Excel و به منظور آزمون فرضیه‌ها از نرم افزار Spss نسخه ۱۹ و Eviews نسخه ۹ استفاده شده است.

۵. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری در این تحقیق، شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. دسترسی آسان به اطلاعات، همچنین استاندارد بودن و همگن بودن اطلاعات آنها دلیل انتخاب این شرکت‌ها به عنوان جامعه آماری تحقیق است. با قید محدودیت‌های زیر برای جامعه آماری و تعدیل آن، نمونه آماری مشخص می‌گردد. نمونه‌انتخابی این تحقیق شامل شرکت‌هایی می‌شود که دارای شرایط زیر باشند و در حقیقت شرکت‌های مورد بررسی در این تحقیق به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده‌اند:

- (۱) اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی تحقیق یعنی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ موجود باشد.
 - (۲) سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
 - (۳) شرکت‌هایی که حداکثر تا تاریخ ۱۳۸۵/۱/۱ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند (یعنی قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس پذیرفته شده باشند) و نام شرکت در دوره مورد بررسی از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده باشد.
 - (۴) در دوره مورد بررسی تغییر دوره مالی نداده باشند.
 - (۵) عدم شمول موسسات مالی، بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و .. به دلیل ماهیت خاص فعالیت آنها.
 - (۶) حداقل تعداد ۱۰ شرکت فعال در صنعت مورد نظر وجود داشته باشد (جهت محاسبه شاخص رقابت در بازار محصولات).
- پس از اعمال محدودیت‌ها تعداد ۱۳۷ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ شرایط فوق را دارا بوده و با توجه به این‌نمونه-گیری انجام نگردیده و تمامی شرکت‌ها جهت بررسی انتخاب شده‌اند.

۶- فرضیه تحقیق

با توجه به مبانی و پیشینه مطرح شده فرضیات تحقیق به شرح زیر گسترش می‌یابد:

فرضیه اصلی تحقیق:

بین مخاطرات بازار با ریسک ریزش قیمت سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیات فرعی تحقیق:

فرضیه فرعی اول: مخاطرات بازار؛ که با استفاده از سطح رقابت در بازار محصولات مورد سنجش قرار گرفته؛ تاثیر معناداری بر ریسک ریزش قیمت سهام دارد.

فرضیه فرعی دوم: تفاوت معناداری بین میزان ریسک ریزش قیمت سهام شرکت‌های حاضر در صنایع با رقابت شدید در مقایسه با شرکت‌های فعال در صنایع با رقابت ضعیف و متوسط وجود دارد.

۷- متغیرهای تحقیق

۷.۱. متغیر وابسته

متغیر وابسته، متغیری است که تحت تأثیر متغیر مستقل قرار می‌گیرد. متغیر وابسته این تحقیق عبارتست از ریسک ریزش قیمت سهام. ریزش قیمت سهام یا چولگی منفی بازده سهام پدیده‌ای است که در آن قیمت سهام یک شرکت دچار تعدیل شدید، منفی‌ناگهانی می‌گردد. در تعریف دیگری ریزش قیمت سهام به عنوان تجدیدنظریناگهانی منفی در انتظارات سرمایه گذاران در مورد سهام یک شرکت شناخته می‌شود. (لطفی، ۱۳۹۰) جهت اندازه‌گیری ریزش قیمت سهام از مدل ضریب منفی چولگی (کیم، ۲۰۱۱) به شرح زیر استفاده می‌گردد:

$$NCSKEW_{i,t} = - \left[\frac{n(n-1)^{3/2} \sum_{\tau=1}^n (W_{i,\tau,t} - \bar{W}_{i,t})^3}{(n-1)(n-2) \left(\sum_{\tau=1}^n (W_{i,\tau,t} - \bar{W}_{i,t})^2 \right)^{3/2}} \right]$$

در مدل فوق:

$W_{i,\tau,t}$: نشان دهنده بازده ماهانه خاص شرکت i برای ماه t می‌باشد.

n : تعداد بازده ماهانه مشاهده شده در طی سال مالی می‌باشد.

در مدل فوق هرچه مقدار ضریب منفی چولگی بیشتر باشد، آن شرکت در معرض ریزش قیمت سهام بیشتری خواهد بود.

۷.۲. متغیر مستقل

متغیر مستقل یک ویژگی از محیط فیزیکی یا اجتماعی است که بعد از انتخاب، دخالت یا دستکاری شدن توسط محقق، مقداری را می‌پذیرد تا تأثیرش بر روی متغیر دیگر مشاهده شود. متغیر مستقل تحقیق به شرح زیر می‌باشد:

میزان رقابت در بازار محصولات: متغیر مستقل تحقیق، میزان رقابت در بازار محصولات شرکت می‌باشد، برای اندازه‌گیری

این متغیر از شاخص اصلاح شده (HHI) به شرح زیر استفاده می‌شود (پلات، ۲۰۱۴)

$$HHI = - \sum_{i=1}^{N_i} (Sales_{i,j} / \sum_{i=1}^{N_j} Sales_{i,j})^2$$

در مدل فوق:

$Sales_{i,t}$: نشان دهنده مقدار فروش شرکت i در صنعت j می‌باشد.

برای بدست آوردن شاخص مناسبی از میزان رقابت بازار محصولات شرکت، در صنعت مورد نظر باید حداقل ۱۰ شرکت فعالیت داشته باشند. هرچه مقدار شاخص (HHI) بزرگتر باشد، رقابت در آن صنعت بیشتر خواهد بود.

۷.۳. روش‌شناسی تحقیق

در این تحقیق ابتدا آمار توصیفی متغیرهای تحقیق مورد بررسی و تحلیل قرار خواهد گرفت، سپس با استفاده از ضریب همبستگی پیرسون و یا اسپیرمن (با توجه به نتیجه آزمون نرمال بودن متغیر) رابطه بین میزان رقابت در بازار محصولات و ریسک ریزش قیمت سهام مورد بررسی قرار خواهد گرفت. برای بررسی دقیق فرضیات تحقیق و آزمون تاثیر سطح رقابت در بازار محصولات شرکت بر ریسک ریزش قیمت سهام از مدل رگرسیون چندگانه زیر استفاده می‌گردد (لی^{۱۵}، ۲۰۱۴).

$$Crash_{it} = \alpha + \beta_1 HHI_{it-1} + \beta_2 DTURN_{it-1} + \beta_3 NCSKEW_{it-1} + \beta_4 SIGMA_{it-1} + \beta_5 RET_{it-1} + \beta_6 ROA_{it-1} + \beta_7 MB_{it-1} + \beta_8 SIZE_{it-1} + \beta_9 LEV_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

در مدل‌های فوق:

HHI_{it-1} : این متغیر که بیانگر میزان مخاطرات بازار محصولات می‌باشد با استفاده از شاخص سطح رقابت در بازار محصولات سنجیده می‌شود، هرچه مقدار آن بزرگتر باشد نشان دهنده سطح رقابت بالاتر است.

$DTURN$: ناهمگنی گردش سهام شرکت که در این تحقیق برای اندازه‌گیری این متغیر از تفاضل میانگین حجم معاملات ماهانه سهام در سال جاری و میانگین حجم معاملات ماهانه در سال قبل استفاده نمودند. (حجم معاملات ماهانه سهام از تقسیم سهام دادوستد شده در هرماه بر تعداد سهام در جریان شرکت در آن ماه بدست می‌آید).

$SIGMA$: میزان نوسان (ریسک) بازده ماهانه شرکت است و با استفاده از انحراف معیار سالیانه بازده ماهانه مورد سنجش قرار گرفته است.

RET : متوسط بازده ماهانه خاص شرکت در سال جاری

ROA : نرخ بازده دارایی‌ها که با استفاده از نسبت سود خالص به جمع دارایی‌های مورد سنجش قرار می‌گیرد.

$Size_{it}$: متغیر کنترلی اندازه شرکت که با استفاده از لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت اندازه‌گیری می‌شود.

MB_{it-1} : عبارتست از نسبت ارزش بازار شرکت (جمع بدهی‌های شرکت به علاوه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام) به ارزش دفتری آن

Lev_{it-1} : نسبت بدهی‌ها به جمع دارایی‌ها

با توجه به علامت و سطح معناداری بدست آمده برای متغیر HHI در خصوص تایید یا رد فرضیه نخست اظهار نظر می‌نماییم. برای آزمون فرضیه دوم تحقیق بدین صورت عمل می‌نماییم که شرکت‌های نمونه را بر اساس شاخص رقابت در بازار محصولات آنها (HHI) و بر اساس صدک آنها به سه گروه؛ شرکت‌های دارای رقابت ضعیف، شرکت‌های دارای رقابت متوسط و شرکت‌های حاضر در صنایع با رقابت شدید تقسیم‌بندی می‌نماییم. سپس با استفاده از آزمون‌های تحلیل واریانس یک‌طرفه به بررسی وضعیت ریسک ریزش قیمت سهام هر یک از این گروه‌های مختلف خواهیم پرداخت تا مشخص شود که آیا تفاوت معناداری بین میزان ریسک ریزش قیمت سهام در گروه‌های مختلف (از لحاظ رقابت در بازار محصولات) وجود دارد یا خیر.

۸- نتایج

۸.۱. آمار توصیفی

آمار توصیفی تحقیق حاضر به شرح جدول زیر می‌باشد:

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

Statistics

	N	Mean	Median	Std. Deviation	Skewness	Kurtosis	Minimum	Maximum
	Valid							
Crash	1233	.2594	.1780	3.38299	.180	.131	-10.03	10.96
HHI	1233	-.2064	-.1690	.19957	-2.659	7.824	-1.00	-.03
NCSKEW	1233	.1264	.0092	3.49145	.158	.038	-10.55	10.96
DTURN	1233	.0044	.0010	.02682	.987	11.861	-.20	.21
Sigma	1233	.1861	.1050	.26420	4.583	30.752	.00	3.20
RET	1233	-.0238	-.0440	.10113	3.079	21.693	-.72	1.00
ROA	1233	.1142	.0990	.12958	.524	1.748	-.34	.63
Size	1233	5.8720	5.8420	.59972	.506	.795	4.26	8.02
MB	1233	1.4707	1.2710	.67323	2.502	10.253	.49	6.53
Lev	1233	.6314	.6350	.24824	1.877	12.344	.07	2.77

همانطور که در جدول فوق می‌توان مشاهده نمود؛ میانگین ریسک ریزش قیمت سهام (Crash) که بیانگر ضریب چولگی منفی سهام می‌باشد، برابر با $0/2594$ می‌باشد که این نتیجه نشان می‌دهد شرکت‌های نمونه از لحاظ ریسک ریزش قیمت سهام در وضعیت مناسبی قرار داشته‌اند (با توجه به اینکه هر چه عدد به سمت اعداد منفی تمایل پیدا کند بیانگر ریسک ریزش قیمت سهام بالاتری است). نزدیک بودن مقادیر میانگین و میانه متغیر ریسک ریزش قیمت سهام و نیز پایین بودن مقادیر ضریب چولگی ($0/180$) و ضریب کشیدگی ($0/131$) این متغیر، بیانگر نرمال بودن احتمالی توزیع این متغیر است. همچنین متوسط متغیر ضریب چولگی منفی سهام در دوره گذشته (NCSKEW) برابر با $0/1264$ می‌باشد و این بدان معناست که ضریب چولگی دوره‌های گذشته بیشتر از دوره‌های آتی بوده است (هر چه عدد کوچکتر باشد نشان دهنده ریسک ریزش قیمت سهام بالاتریست). متوسط شاخص رقابت در بازار محصولات (HHI) که بر اساس میزان رقابت در هر صنعت اندازه‌گیری شده است برابر با $0/2064$ می‌باشد که نشان دهنده میزان رقابت قابل توجهی در بین صنایع مورد بررسی بوده است (هر چه مقدار بدست آمده بزرگتر باشد نشان دهنده میزان رقابت بیشتری است. به عبارت دیگر هر چه قدر مطلق این شاخص به عدد صفر نزدیک‌تر باشد، نشان دهنده میزان رقابت بیشتر در بازار محصولات آن صنعت می‌باشد).

۸.۲. تجزیه و تحلیل مدل‌های تحقیق

در این تحقیق سعی شده است تا به بررسی رابطه بین مخاطرات بازار (بر اساس معیار رقابت در بازار محصولات) و ریسک ریزش قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شود. برای آزمون رابطه مذکور به عنوان فرضیه اصلی تحقیق، ابتدا فرضیات فرعی تحقیق مورد بررسی قرار گرفته و با توجه به نتایج بدست آمده برای این فرضیات در خصوص فرضیه تحقیق اظهار نظر نموده‌ایم. برای آزمون فرضیه فرعی اول از مدل رگرسیون و برای فرضیه فرعی دوم از آزمون تحلیل واریانس یک‌طرفه استفاده شده است که نتایج بدست آمده به شرح بخش‌های زیر است:

۸.۲.۱. بررسی تاثیر میزان رقابت در بازار محصولات بر ریسک ریزش قیمت سهام - فرضیه فرعی اول

اولین گام در تحلیل مدل این بخش، بررسی معنادار بودن کلیت مدل است تا در صورت معناداری، مدل فوق برازش شده و با توجه به نتایج بدست آمده در خصوص نحوه تاثیرگذاری رقابت در بازار محصولات و ریسک ریزش قیمت سهام اظهار نظر نمود. جداول زیر نشان‌دهنده خلاصه نتایج مدل و نتایج تحلیل واریانس رگرسیون است که به منظور بررسی وجود رابطه خطی (معناداری) بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته، انجام شده است.

جدول ۲: نتایج ضریب تعیین و تحلیل واریانس مدل تحقیق

Model Summary^a

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.222 ^a	.049	.042	3.31039	1.864

a. Predictors: (Constant), Lev, DTURN, HHI, NCSKEW, Size, MB, Sigma, ROA, RET

b. Dependent Variable: Crash

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	697.296	9	77.477	7.070	.000 ^a
	Residual	13402.457	1223	10.959		
	Total	14099.753	1232			

a. Predictors: (Constant), Lev, DTURN, HHI, NCSKEW, Size, MB, Sigma, ROA, RET

b. Dependent Variable: Crash

با توجه به نتایج بدست آمده از جدول فوق:

مقدار آماره F مدل برابر با $7/070$ و سطح معناداری (Sig مدل) آن $0/000$ است و از آنجایی که این مقدار کمتر از $0/05$ است، فرض تساوی ضرایب متغیرهای مستقل با صفر در سطح اطمینان 95 درصد رد می‌شود و این بدان معناست که بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته رابطه خطی وجود دارد. میزان ضریب تعیین مدل برابر با $0/049$ است و این بدان معناست که تنها حدود 5 درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌گردد. مقدار ضریب همبستگی چندگانه نیز برابر با $0/222$ است، هرچند این مقادیر چندان بزرگ نیست اما به دلیل معنادار بودن مدل مورد توجه هستند. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با $1/864$ است که این مقدار نشان دهنده عدم خود همبستگی باقیمانده‌هاست. نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه تحقیق و آماره های بدست آمده از آزمون t به شرح جدول زیر می باشد.

جدول ۳: نتایج ضرایب متغیرهای تحقیق

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics
		B	Std. Error	Beta			VIF
1	(Constant)	-2.563	1.010		-2.537	.011	
	HHI	.173	.477	.010	.362	.717	1.021
	NCSKEW	.081	.029	.083	2.743	.006	1.188
	DTURN	-3.234	3.679	-.026	-.879	.380	1.095
	Sigma	.728	.577	.057	1.262	.207	2.615
	RET	1.076	1.574	.032	.684	.494	2.849
	ROA	-4.268	1.162	-.163	-3.672	.000	2.549
	Size	.305	.163	.054	1.879	.060	1.068
	MB	.914	.179	.182	5.092	.000	1.640
	Lev	.162	.529	.012	.306	.760	1.937

a. Dependent Variable: Crash

- مقدار آماره t و سطح معناداری متغیر مخاطرات بازار بر اساس معیار سطح رقابت در بازار محصولات (HHI) به ترتیب برابر با $0/717$ و $0/362$ می باشد که این نتیجه بدست آمده نشان دهنده تاثیر مثبت اما بی اهمیت این متغیر بر ریسک ریزش قیمت سهام است^{۱۶}. نتیجه بدست آمده نشان دهنده آن است که با افزایش سطح رقابت در بازار محصولات، بر میزان ضریب چولگی

^{۱۶} رابطه منفی (معکوس) بین متغیر مستقل و ریسک ریزش قیمت سهام بدین معنی است که با افزایش این متغیرها، مقدار متغیر وابسته یعنی ریسک ریزش قیمت سهام کاهش می یابد (حرکت به سمت جهت منفی و افزایش احتمال ریزش قیمت سهام) و رابطه مثبت (مستقیم) بدین معنی است که با

منفی بازده سهام به عنوان معیار سنجش ریسک ریزش قیمت سهام افزوده شده و افزایش مقداری این متغیر به معنای کاهش ریسک ریزش قیمت سهام است. در واقع نتیجه بدست آمده نشان دهنده آن است که با افزایش سطح رقابت در بازار محصولات، از احتمال ریسک ریزش قیمت سهام شرکت کاسته می‌گردد و به عبارت دیگر ریسک ریزش قیمت سهام با افزایش سطح رقابت کاهش یافته، هر چند که این تاثیرگذاری از لحاظ آماری چندان قابل ملاحظه و معنادار نیست. بنابراین:

✓ فرضیه فرعی نخست تحقیق مبنی بر تاثیرگذاری مخاطرات بازار (بر اساس معیار سطح رقابت در بازار محصولات) بر ریسک ریزش قیمت سهام در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

۸۲.۲. بررسی تفاوت میزان ریسک ریزش قیمت سهام در صنایع با وضعیت رقابتی متفاوت (آزمون فرضیه فرعی دوم)

فرضیه فرعی دوم تحقیق عنوان می‌کند که؛ تفاوت معناداری بین میزان ریسک ریزش قیمت سهام شرکت‌های حاضر در صنایع با رقابت شدید در بازار محصولات با شرکت‌های با رقابت ضعیف و متوسط وجود دارد. جهت آزمون فرضیه فرعی دوم که در پی بررسی وضعیت ریسک ریزش قیمت سهام در صنایع با وضعیت رقابتی متفاوت است، از آزمون‌های تحلیل واریانس استفاده شده است. بدین منظور ابتدا شرکت‌های نمونه را در هر سال، بر اساس میزان شاخص رقابت در بازار محصولات آنها (*HHI*) و بر اساس صدک‌های ۳۳ و ۶۶ به سه گروه؛ شرکت‌های دارای رقابت ضعیف (گروه ۱)، شرکت‌های دارای رقابت متوسط (گروه ۲) و شرکت‌های حاضر در صنایع با رقابت شدید (گروه ۳) تقسیم‌بندی نموده‌ایم که نتایج بدست آمده از تقسیم‌بندی شرکت‌های نمونه بر اساس گروه‌های سه‌گانه مذکور به شرح جدول زیر است:

جدول ۴: فراوانی شرکت‌های نمونه از لحاظ میزان رقابت در بازار محصولات در گروه‌های مختلف

HHI				
		Frequency	Percent	Cumulative Percent
Valid	1	414	33.6	33.6
	2	405	32.8	66.4
	3	414	33.6	100.0
	Total	1233	100.0	

جدول ۵: آمار توصیفی میزان رقابت در بازار محصولات در گروه‌های مختلف

Descriptives						
Crash	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean	
					Lower Bound	Upper Bound
1	414	.0157	3.22897	.15870	-.2962	.3277
2	405	.5667	3.56729	.17726	.2182	.9152
3	414	.2025	3.33317	.16382	-.1195	.5245
Total	1233	.2594	3.38299	.09634	.0704	.4484

در جدول بالا، متوسط ریسک ریزش قیمت سهام (Crash) در گروه‌های سه‌گانه (از کمترین مقدار تا بیشترین مقدار رقابت در بازار محصولات) بدین ترتیب بوده که میانگین ریسک ریزش قیمت سهام در صنایع با رقابت ضعیف (گروه ۱) برابر با ۰/۰۱۵۷، در صنایع با رقابت متوسط (گروه ۲) برابر با ۰/۵۶۶۷ و میانگین ریسک ریزش قیمت سهام در صنایع با رقابت شدید (گروه ۳) برابر با ۰/۲۰۲۵ می‌باشد. با توجه به آنکه هر چه مقدار متغیر Crash از لحاظ جبری بزرگتر باشد، نشان دهنده ریسک ریزش

افزایش مقادیر متغیرهای مستقل، بر مقدار متغیر وابسته افزوده شده و این به معنای کاهش ریسک ریزش قیمت سهام است. (حرکت به سمت جهت مثبت و کاهش احتمال ریزش قیمت سهام)

قیمت سهام پایین تری است، بنابراین کمترین ریسک ریزش قیمت سهام به ترتیب متعلق به صنایع با رقابت متوسط (گروه ۲)، صنایع با رقابت شدید (گروه ۳) و شرکت‌های با رقابت ضعیف (گروه ۱) بوده است. جهت بررسی معنادار بودن تفاوت بین این گروه‌ها از آزمون تحلیل واریانس استفاده شده که نتایج آن بدین شرح است:

جدول ۶: نتایج آزمون تحلیل واریانس یک طرفه

ANOVA

Crash					
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	64.171	2	32.085	2.812	.060
Within Groups	14035.582	1230	11.411		
Total	14099.753	1232			

در آزمون تحلیل واریانس یک طرفه^{۱۷} به شرح جدول فوق، چنانچه سطح معناداری (*Sig*) بین گروه‌ها (در ستون آخر) کمتر از ۵٪ باشد (فرض برابری میانگین بین گروه‌ها رد شده که این امر نشان دهنده وجود تفاوت معنادار بین میانگین ریسک‌ریزش قیمت سهام در حداقل دو گروه می‌باشد).

مقدار آماره F بدست آمده از آزمون برابر با ۲/۸۱۲ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۶۰ می‌باشد و با توجه به اینکه مقدار سطح معناداری (*Sig*) آزمون تحلیل واریانس در خصوص متغیر ریسک ریزش قیمت سهام و نیز میزان سطح رقابت در بازار محصولات (Crash) بزرگتر از ۵ درصد است، فرض H_0 فوق (برابری میانگین گروه‌ها) تایید شده و این بدان معناست که تفاوت معناداری بین میانگین ریسک ریزش قیمت سهام در گروه‌های مختلف (از لحاظ میزان سطح رقابت در بازار محصولات) در سطح اطمینان ۹۵٪ وجود ندارد (هر چند که با توجه به سطح معناداری بدست آمده، تفاوت در سطح اطمینان ۹۰٪ معنادار است). در ادامه سعی شده تا با تحلیل‌های بیشتر اقدام به مقایسه میانگین ریسک ریزش قیمت سهام به صورت گروه به گروه شود که نتایج بدست آمده بدین شرح است:

جدول ۷: مقایسه دو به دو میانگین ریسک ریزش قیمت سهام در گروه‌های مختلف

¹⁷One-Way ANOVA

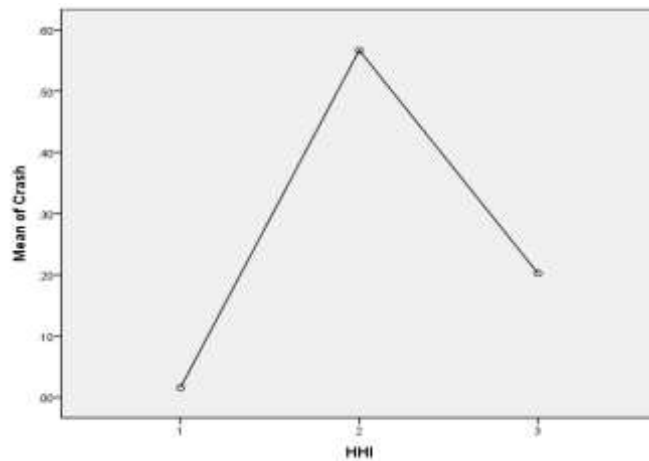
Multiple Comparisons

Dependent Variable: Crash

		(I) HHI	(J) HHI	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
							Lower Bound	Upper Bound
Tukey HSD	1	2	3	-.55098	.23609	.052	-1.1050	.0030
			3	-.18676	.23479	.706	-.7377	.3642
	2	1	3	.55098	.23609	.052	-.0030	1.105
			3	.36422	.23609	.271	-.1898	.9182
	3	1	2	.18676	.23479	.706	-.3642	.7377
			2	-.36422	.23609	.271	-.9182	.1898
LSD	1	2	3	-.55098*	.23609	.020	-1.0142	-.0878
			3	-.18676	.23479	.427	-.6474	.2739
	2	1	3	.55098*	.23609	.020	.0878	1.014
			3	.36422	.23609	.123	-.0990	.8274
	3	1	2	.18676	.23479	.427	-.2739	.6474
			2	-.36422	.23609	.123	-.8274	.0990

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

نتایج بدست آمده از جدول فوق نشان می‌دهد که تفاوت ریسک ریزش قیمت سهام در شرکت‌های با رقابت شدید (گروه ۳) و شرکت‌های با رقابت ضعیف برابر با ۰/۱۸۶۷ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۷۰۶ می‌باشد و این نتیجه بدان معناست که هر چند ریسک ریزش قیمت سهام در شرکت‌های با رقابت شدید کمتر از شرکت‌های با رقابت ضعیف است، اما این تفاوت از لحاظ آماری معنادار نیست. تفاوت ریسک ریزش قیمت سهام در شرکت‌های با رقابت شدید (گروه ۳) و شرکت‌های با رقابت متوسط (گروه ۲) برابر با ۰/۳۶۴۲- و سطح معناداری آن ۰/۲۷۱ بوده که این مقدار نیز نشان دهنده عدم وجود تفاوت معنادار بین این گروه‌هاست. این نتیجه نشان می‌دهد که بر خلاف انتظار ریسک ریزش قیمت سهام در شرکت‌های با رقابت شدید تفاوت معناداری با شرکت‌های با رقابت شدید و متوسط نداشته است. دیگر نتایج بیانگر آن است که تفاوت ریسک ریزش قیمت سهام در شرکت‌های با رقابت متوسط (گروه ۲) و شرکت‌های با رقابت ضعیف (گروه ۱) ۰/۵۵۰۹ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۵۲ است که نشان دهنده وجود تفاوت معنادار بین ریسک ریزش قیمت سهام این گروه‌ها در سطح اطمینان ۹۰٪ می‌باشد (با توجه به آنکه سطح معناداری بدست آمده بزرگتر از ۵٪ است، در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده است). نتایج بدست آمده در این بخش در مجموع نشان می‌دهد که ریسک ریزش قیمت سهام در شرکت‌های با سطح رقابت در بازار محصولات مختلف، تفاوت چندانی با هم نداشته است. این نتایج نشان می‌دهد که کمترین ریسک ریزش قیمت سهام به ترتیب در شرکت‌های با رقابت متوسط، شرکت‌های با رقابت شدید و شرکت‌های با رقابت ضعیف وجود داشته و تفاوت بین ریسک ریزش قیمت سهام در شرکت‌های با رقابت شدید در مقایسه با شرکت‌های حاضر در صنایع با رقابت متوسط و ضعیف در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار نبوده است. نتیجه بدست آمده نشان می‌دهد که فرضیه فرعی دوم تحقیق مبنی بر اینکه؛ تفاوت معناداری بین میزان ریسک ریزش قیمت سهام شرکت‌های حاضر در صنایع با رقابت شدید در بازار محصولات با شرکت‌های با رقابت ضعیف و متوسط وجود دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود. نتایج مذکور را می‌توان به وضوح در نمودارهای زیر دید:



با توجه به آنکه هر چه متغیر Crash از لحاظ مقداری بزرگتر باشد نشان دهنده ریسک ریزش قیمت سهام کمتری است، در نمودار فوق می‌توان دید که بیشترین مقدار Crash در گروه دوم (شرکت‌های با رقابت متوسط) دیده شده و این بدان معناست که ریسک ریزش قیمت سهام در شرکت‌های با رقابت متوسط در کمترین مقدار قرار داشته است. با تفسیری مشابه می‌توان دریافت که پس از شرکت‌های با رقابت متوسط، کمترین مقدار ریسک ریزش قیمت سهام در شرکت‌های با رقابت شدید و سپس شرکت‌های با رقابت ضعیف قرار داشته است.

۹. بحث و نتیجه‌گیری

این تحقیق در پی بررسی تاثیر مخاطرات بازار در قالب رقابت در بازار محصولات بر ریسک ریزش قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. به طور کلی استفاده از یک نمونه از شرکت‌های بورس اوراق بهادار در فاصله سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۳ بیانگر این نتیجه بوده است که با وجود آنکه میزان رقابت در بازار محصولات، به عنوان معیار سنجش مخاطرات بازار، تاثیر معناداری بر ریسک ریزش قیمت سهام نداشته اما با افزایش رقابت در بازار محصولات شاهد کاهش ریسک ریزش قیمت سهام شرکت‌ها بوده‌ایم. نتایج بدست آمده از مقایسه وضعیت ریسک ریزش قیمت سهام در شرکت‌های با میزان رقابت ضعیف، متوسط و قوی نشان می‌دهد که ریسک ریزش قیمت سهام در شرکت‌های با وضعیت رقابتی متفاوت، شکلی مقعر گونه داشته بطوری که با افزایش رقابت ریسک ریزش قیمت سهام شروع به کاهش نموده و از مقطعی به بعد با افزایش بیشتر رقابت در بازار محصولات، بر میزان ریسک ریزش قیمت سهام افزوده شده است. نتایج بدست آمده در خصوص وضعیت ریسک ریزش قیمت سهام در گروه‌های مختلف رقابتی بیانگر آن است که تفاوت معناداری بین میزان ریسک ریزش قیمت سهام شرکت‌ها در بین این گروه‌ها وجود نداشته است. این تحقیق از لحاظ محتوی تنها با تحقیق لی (۲۰۱۴) قرابت دارد. در این تحقیق محقق به بررسی تاثیر بررسی تاثیر مخاطرات بازار بر ریسک ریزش قیمت سهام پرداخته است. نتایج آزمون مدل سری زمانی بیش از ۲۷ سال - شرکت در دوره زمانی سال‌های ۱۹۹۹ الی ۲۰۰۹ در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار آمریکا حاکی از آن است که شرکت‌های حاضر در صنایع با رقابت شدید در مقایسه با شرکت‌های فعال در صنایع با رقابت ضعیف و متوسط وجود دارد از میزان ریزش قیمت سهام بیشتری برخوردارند. محقق دلیل این امر را این مساله عنوان می‌دارد که شرکت‌ها زمانی که در شرایط رقابتی شدیدتری فعالیت می‌نمایند باعث می‌شود که نتوانند اخبارهای بد موجود درباره شرکت خود را به موقع افشا نمایند که این مساله باعث انباشته شدن اخبار بد در شرکت می‌گردد. اما همواره یک سطح نهایی برای انباشته ساختن این اخبار بد در شرکت وجود دارد، و با رسیدن به آن سطح نهایی به یکباره این اخبار بد منتشر خواهد شد و سرمایه‌گذاران را به تغییر در باورهای خود درباره ارزش شرکت و در نتیجه آن قیمت سهام شرکت راغب می‌سازد، که این قضیه باعث ریزش (سقوط) قیمت سهام شرکت می‌شود.

منابع و مأخذ

۱. آذر، عادل. مومنی، منصور. (۱۳۸۱). آمار و کاربرد آن در مدیریت، انتشارات سمت، جلد دوم.
۲. سجادی، سید حسین، قنوتی، نسرين، (۱۳۹۳) " بررسی تاثیر درماندگی مالی و سهم بازار بر سیاست‌های سرمایه در گردش در فضای رقابتی بازار" پژوهش دانش حسابداری مالی، دوره اول، شماره ۳.
۳. سهولی واحد، مصطفی؛ (۱۳۹۲) "بررسی رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر کاهش ریسک ریزش قیمت سهام" پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد فارس.
۴. صفرزاده، محمدحسین؛ رفیعی، افسانه؛ (۱۳۹۳) "تبیین ارتباط بین رقابت در بازار محصول راهبری شرکت‌ها" مجله دانش حسابداری، سال ۵، شماره ۱۳.
۵. فخاری، حسین، (۱۳۹۴) " بررسی اثر شدت رقابت در بازار محصول بر ارزشگذاری بازار از نگاهداشت وجه نقد توسط شرکت‌ها" مجله دانش حسابداری مالی، دوره دوم، شماره ۱.
۶. فروغی، داریوش؛ امیری، هادی؛ میرزایی، منوچهر (۱۳۹۱) "تأثیر شفافیت اطلاعات مالی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم شماره چهارم، شماره پیاپی ۱۰، ص: ۴۰-۱۵.
۷. لطفی، محسن (۱۳۹۰) " تأثیر حسابداری محافظه کارانه بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علوم اقتصادی تهران.
۸. نمازی، محمد؛ ابراهیمی، شهلا؛ (۱۳۹۱) "بررسی ارتباط بین ساختار رقابتی بازار محصول و بازده سهام" فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۱.
۹. نمازی، محمد؛ رضایی، محمدرضا؛ (۱۳۹۲) "بررسی ارتباط بین ساختار رقابتی بازار محصول بر سیاست تقسیم سود نقدی شرکت‌ها" راهبرد مدیریت مالی، سال اول، شماره ۳.
10. An, Heng., Zhang, Ting., (2013), Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors, *Journal of Corporate Finance* 21 (2013) 1–15.
11. Callen, J. L. and X. Fang (2011). "Institutional Investors and Crash Risk: Monitoring or Expropriation?". [www. SSRN.Com](http://www.SSRN.Com).
12. Hou, Kewei & David T. Robinson (2006); "Industry Concentration and Average Stock Returns", *Journal of Finance*, VOL. LXI, NO. 4, PP. 1927-1956.
13. Kim, J.B., Li, Y., Zhang, L., (2011a). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: firm-level analysis. *J. Financ. Econ.* 100, 639–662.
14. Kim, J.B., Li, Y., Zhang, L., (2011b). CFOs versus CEOs: equity incentives and crashes. *J. Financ. Econ.* 101, 713–730.
15. Li, Si., Zhan, Xintong., (2014), Product Market Threats and Stock Crash Risk, SSRN Working Series Paper.
16. Platt, Katarzyna. (2014). Product Market Threats and the Cost of Public Debt. SSRN working Series Paper
17. Porter M.E. (1990) "Competitive Advantages of the Nation", New York: The Free Press
18. Sunder, S. (2010). "On the Accounting Train: From Crisis to Crisis in Eighty Years." Presentation Slides, Available at <http://www.som.yale.edu/faculty/Sunder/research.html>