



# Investigating the Relationship Between Liquidity, Credit Policies and Stock Returns with the Mediating Role of Competitiveness: Evidence from Companies Listed on the Tehran Stock Exchange

Mohsen Lotfi<sup>1</sup>, Abdolmajid Abdolbaghi Attabadi<sup>2\*</sup>

<sup>1</sup>Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Industrial Engineering & Management, Shahrood University of Technology, Shahrood, Iran.

<sup>2</sup>Assistant Professor, Department of Management, Faculty of Industrial Engineering & Management, Shahrood University of Technology, Shahrood, Iran.

## ARTICLE INFO

**Received:** 05.23.2022

**Revised:** 11.28.2022

**Accepted:** 01.30.2023

### Keyword:

Credit policies  
Company liquidity  
Competitiveness  
Excess stock returns

### \*Corresponding Author:

Abdolmajid Abdolbaghi Attabadi

### Email:

[abdolbaghi@shahroodut.ac.ir](mailto:abdolbaghi@shahroodut.ac.ir)

## ABSTRACT

The current research was conducted to investigate the effect of liquidity on credit policies and the role of company competitiveness characteristics on the sensitivity of credit policies to the liquidity of companies listed on the Tehran Stock Exchange. In addition, the effect of company credit policies on excess stock returns and the effect of firm competitiveness on the sensitivity of excess stock returns to credit policy were studied. For this purpose, after extracting the financial information of 142 companies listed on the Tehran Stock Exchange for the period 2008-2020, the multiple regression model was used with the combined data model. The results of the regression models indicated that corporate credit policy was significantly affected by cash flows and the company's competitiveness in the market affected the sensitivity of credit policies to cash flows. In addition, regarding the effect of credit policies on the company's excess stock returns, the results indicated that credit policies had a significant impact on the company's excess stock returns. However, in terms of competitiveness, the impact of credit policies on excess stock returns was decreased.



**EXTENDED ABSTRACT**

**Introduction**

Commercial credit in a company shows the level of trust of suppliers and creditors in the company and is considered a short-term and medium-term financing tool. Companies with good business credit receive the goods and services they need from suppliers without paying cash. In this regard, accounts receivable can be considered as an alternative to cash. Therefore, commercial credits can be considered a short-term investment tool. In addition, companies must have enough liquidity to give commercial credit to their customers, and it is expected that credit will be affected by liquidity.

The presence of commercial credit motivates customers to buy the company's products, which helps to strengthen the company's long-term relationships with its customers. Therefore, the credit policy of companies plays an important role in operational efficiency which in the long run can lead to high profitability and as a result excess return.

**Methodology**

The selected sample of this research includes 148 out of 338 Tehran Stock Exchange companies that were selected based on the conditions presented in Table 1.

**Table 1. Statistical sample.**

All companies	Banking, insurance, investment, industrial companies	Companies with change of fiscal year	Listed companies after 2016	Eligible companies	Companies with no transactions and	Final sample
338	(63)	(52)	(94)	179	(37)	148

**Research models**

In this research, to investigate the effect of company liquidity on credit policies and the role of competitive characteristics on the sensitivity of credit policies to liquidity, as well as the effect of credit policies on excess returns and the effect of competitiveness characteristics on the role of credit policies in creating additional returns was discussed based on models 1 to 3.

Equation (1) 
$$\Delta TC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFlow_{it-1} + \alpha_2 MTB_{it} + \alpha_3 Size_{it} + \alpha_4 Lev_{it} + \sum FixEffects + \epsilon_{i,t}$$

Equation (2) 
$$EXRET_{i,t} = \omega_0 + \omega_1 \Delta TC_{it} + \omega_2 \Delta CASH_{it} + \omega_3 \Delta EBIT_{it} + \omega_4 \Delta NETAS_{it} + \omega_5 \Delta INT_{it} + \omega_6 \Delta DIV_{it} + \omega_7 CASH_{it-1} + \omega_8 LEV_{it} + \omega_9 FINANCE_{it} + \sum FixEffects + \epsilon_{i,t}$$

$$\text{Equation (3)} \quad \Delta TC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{CFLOW}_{i,t-1} + \beta_2 \text{CFLOW}_{i,t-1} \times \text{COMP} + \beta_3 \text{MTB}_{i,t} + \beta_4 \text{Size}_{i,t} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t} + \sum \text{FixEffects} + \varepsilon_{i,t}$$

### **Research variables**

#### **Dependent variables**

The dependent variables of the research were measured based on the credit policy (the ratio of commercial accounts receivable to the total assets at the beginning of fiscal year and the net commercial credit) and the excess return of the shares (the difference between the annual return of shares and the return of a similar portfolio based on size and market value).

#### **Independent variables**

##### **A) The competitiveness of the company ( $COMP_{i,t}$ )**

- The financial strength index of the company (the ratio of capital expenditures minus operating cash divided by total assets at the beginning of the period).
- Market power variables (based on the Herfindahl-Harishman criterion and the adjusted Lerner criterion).

##### **b) Liquidity**

- CFLOW: The ratio of the company's operating cash flows to the company's total assets.
- $\Delta$ CASH: changes in the amount of cash held in total assets.

#### **Control variables**

- MTB: the ratio of the company's market value (the market value of the company's stock plus the book value of the debt) to the book value
- Size: natural logarithm of sum of assets.
- Lev: the ratio of the sum of debts to the company's market value
- $[\Delta \text{NETAS}]$  : changes in net assets to total assets.
- $[\Delta \text{INT}]$  : changes in the amount of interest of the company compared to last year divided by total assets.
- $[\Delta \text{DIV}]$  : changes in the company's dividend ratio.
- FINANCE: net financing of the company through debt and capital during the financial year divided by total assets.

### **Results and discussion**

The results of the first model demonstrated that companies with more cash flows presented a higher level of credit policies (first model). The results of the second model test showed that the credit policy of the companies had a positive effect on the excess returns of the shares (second model). The results of model 3 illustrated the effect of competitiveness on the sensitivity of credit policies (third model).

**Table 2. The results of the effect of liquidity on the credit policies.**

Changes in net credit			Changes in accounts receivable				
p-value	t statistics	Coefficient	p-value	t statistics	Coefficient		Model 1
0/0018	3/127	0/25	0/0036	2/913	0/212	C	Constant
0/000	8/445	0/272	0/000	10/738	0/315	CFLOW	Operating cash flow
The results of the effect of credit policies on excess stock returns							Model 2
0/0023	-3/048	-0/099	0/0022	-3/068	-0/100	C	Constant
0/0086	2/630	0/288	0/0228	2/279	0/296	ΔTC	Credit policy changes
The results of the effect of competitiveness on the sensitivity of credit policies							Model 3
	LEV	SIZE	MTB	CFW*COM	CFLOW	C	
	-0/024	0/015	0/020	0/234	0/308	-0/034	competitiveness
	(-1/056)	(3/379)	(4/086)	(2/257)	(8/119)	(-1/192)	
	-0/03	0/015	0/022	0/272	0/201	-0/037	HHI
	(-1/296)	(3/374)	(4/378)	(1/818)	(6/378)	(-1/284)	
	-0/021	0/014	0/021	0/268	0/246	-0/029	Lerner index
	(-0/93)	(3/06)	(4/296)	(2/543)	(10/523)	(-1/01)	

## Conclusion

The results of the first model showed that the credit policy of the companies was significantly affected by the liquidity and the companies with more liquidity presented a higher level of credit policies.

The result of the second model test on the effect of credit policies on the excess returns of the company's shares indicated that credit policies had a significant effect on the excess returns of the shares.

Regarding the impact of the company's competitiveness in the market, the results showed that the credit policies were affected by the amount of liquidity. In other words, the impact of liquidity on credit policies intensified under the influence of the company's competitiveness.



شاپای الکترونیکی: ۲۵۳۸-۴۴۲۰

شاپای چاپی: ۲۳۸۲-۹۷۹۶



# بررسی ارتباط نقدینگی، سیاست‌های اعتباری و بازده سهام با توجه به نقش واسطه‌ای قدرت رقابت‌پذیری: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

محسن لطفی<sup>۱</sup>، عبدالمجید عبدالباقی عطاآبادی<sup>۲\*</sup>

۱- استادیار حسابداری، دانشکده مهندسی صنایع و مدیریت، دانشگاه صنعتی شاهرود، شاهرود، ایران.

۲- استادیار مالی، دانشکده مهندسی صنایع و مدیریت، دانشگاه صنعتی شاهرود، شاهرود، ایران.

## چکیده

## اطلاعات مقاله

پژوهش حاضر به بررسی تأثیر نقدینگی بر سیاست‌های اعتباری و نقش ویژگی‌های رقابت‌پذیری شرکت بر حساسیت سیاست‌های اعتباری به نقدینگی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. همچنین تأثیر سیاست‌های اعتباری شرکت بر بازده اضافی سهام و تأثیرگذاری قدرت رقابت‌پذیری شرکت بر حساسیت بازده اضافی سهام به سیاست اعتباری مطالعه شده است. به منظور بررسی موضوع مطالعه، پس از استخراج اطلاعات مالی ۱۴۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۹، از مدل رگرسیون چندگانه با استفاده از الگوی داده‌های ترکیبی استفاده شده است. یافته‌های به‌دست‌آمده از مدل‌های رگرسیونی پژوهش بیانگر آن است که سیاست اعتباری شرکت‌ها به شکلی معنادار تحت تأثیر نقدینگی قرار گرفته و قدرت رقابت‌پذیری شرکت در بازار، حساسیت سیاست‌های اعتباری به نقدینگی را تحت تأثیر قرار داده است. علاوه بر این در خصوص تأثیر سیاست‌های اعتباری بر بازده اضافی سهام شرکت نتایج بیانگر آن هستند که سیاست‌های اعتباری، تأثیری معنادار بر بازده اضافی سهام شرکت داشته اما با لحاظ قدرت رقابت‌پذیری، از تأثیرگذاری سیاست‌های اعتباری بر بازده اضافی سهام کاسته شده است.

دریافت مقاله: ۱۴۰۱/۰۳/۰۲

بازنگری مقاله: ۱۴۰۱/۰۹/۰۷

پذیرش مقاله: ۱۴۰۱/۱۱/۱۰

## کلید واژگان:

سیاست‌های اعتباری  
نقدینگی شرکت  
رقابت‌پذیری  
بازده اضافی سهام

\*نویسنده مسئول: عبدالمجید عبدالباقی عطاآبادی

پست الکترونیکی:

[abdolbaghi@shahroodut.ac.ir](mailto:abdolbaghi@shahroodut.ac.ir)



## مقدمه

در شرایط کنونی، بخش عمده‌ای از دارایی‌های شرکت‌ها از طریق اعتبار تجاری تأمین مالی می‌گردد. در این بین سیاست اعتباری شامل تعادل بین سود حاصل از فروش اضافی که بر اثر سیاست اعتباری جدید به وجود می‌آید و هزینه نگهداری مطالبات اضافی و زیان مطالبات سوخت شده است. اعتبار تجاری در شرکت، میزان اعتماد تأمین‌کنندگان و اعتباردهندگان به شرکت را نشان می‌دهد و یک ابزار تأمین مالی کوتاه‌مدت و میان‌مدت محسوب می‌شود. شرکت‌های دارای اعتبار تجاری خوب، کالا و خدمات موردنیاز خود را بدون پرداخت وجه نقد، از تأمین‌کنندگان دریافت می‌کنند و بانک‌ها و سایر اعتباردهندگان با بررسی اعتبار تجاری شرکت، اقدام به اعطای تسهیلات می‌کنند. در این خصوص می‌توان حساب‌های دریافتی را به‌عنوان جایگزین پول نقد در نظر گرفت. بنابراین اعتبار تجاری را می‌توان به‌عنوان ابزار سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت در نظر گرفت. در نتیجه، از نگاه انگیزه احتیاطی، شرکت‌هایی که از اعتبار تجاری استفاده می‌کنند باید برای مواجهه با تعهدات بازپرداخت خود، نقدینگی داشته باشند. طبیعی است که شرکت‌ها برای اعطای اعتبار تجاری به مشتریان خود، باید منابع کافی برای اتخاذ این سیاست را داشته باشند و بتوانند در دوران نبود نقدینگی ناشی از این سیاست در مقابل هزینه‌های نقدی شرکت، مقاومت کنند از این رو انتظار بر این است که سیاست اعتباری شرکت‌ها به شکلی معناداری تحت تأثیر نقدینگی قرار داشته باشد (آیاگاری و همکاران، ۲۰۲۱).<sup>۱</sup>

در این بین شاید با توجه به هزینه‌های بالای اعتبار تجاری برای شرکت ارائه‌دهنده این سیاست، تعدادی از مدیران مالی تصمیم به استفاده نکردن از چنین سیاست‌هایی در زمینه فروش خود کنند این درحالی است که در بازارهای رقابتی امروز به‌جز تعداد محدودی از شرکت‌های انحصاری<sup>۲</sup>، بیشتر شرکت‌ها برای فروش محصولاتشان از شیوه اعتباری استفاده می‌کنند. این مسئله بدان دلیل است که با اتخاذ سیاست اعتباری سخاوتمندانه<sup>۳</sup> توسط شرکت، مشتریان بیشتری به واحد تجاری جذب می‌شوند و به تبع حجم فروش‌های افزایش بیشتری پیدا می‌کند. با افزایش فروش، شرکت قادر خواهد بود به‌آسانی هزینه‌های ثابت خود را تحت پوشش قرار دهد و به نقطه سر به سر، نائل گردد. در شرایط عادی، یک ارتباط مستقیم بین حجم فروش و سود وجود دارد. سودآوری واحدهای تجاری تا حد زیادی به توان فروش محصولات با بهایی بالاتر از بهای تولید آن محصولات بستگی دارد. فروش‌های اعتباری به‌طور معمول باعث جذب مشتریان جدید و افزایش حجم فروش می‌شود (آراوجو و همکاران، ۲۰۲۱).<sup>۴</sup> سودآوری شرکت زمانی افزایش می‌یابد که مشتریان، ضوابط مقرر در قراردادهای اعتباری را رعایت کنند و وجه کالاهایی را که در اصطلاح به‌صورت نسیه خریده‌اند در موعد مقرر پرداخت کنند. همچنین گاهی اوقات، شرکت‌ها فروش‌های اعتباری خود را به قیمتی بالاتر از قیمت فروش نقدی معمول انجام می‌دهند. این کار باعث فرصت ایجاد سود اضافی بالاتر از سطح سود عادی برای شرکت می‌شود (نگوین و پاچکو، ۲۰۲۲).<sup>۵</sup> (وانگ و همکاران، ۲۰۲۱)<sup>۶</sup> نیز بیان می‌کنند زمانی که سطح تقاضا برای کالاهای شرکت، پایین است؛ وجود اعتبار تجاری برای مشتریان ایجاد انگیزه می‌کند تا از کالاهای شرکت خریداری کنند که این امر به تحکیم روابط بلندمدت شرکت با مشتریانش کمک می‌کند.

در این راستا (مایتی و همکاران، ۲۰۲۰)<sup>۷</sup> بیان می‌کنند در مواقعی که سطح تقاضا برای کالاهای شرکت پایین است، وجود اعتبار تجاری برای مشتریان ایجاد انگیزه می‌کند تا از کالاهای شرکت خریداری کنند که این امر به تحکیم روابط بلندمدت شرکت با مشتریانش کمک می‌کند. با این حال، سرمایه‌گذاری بالاتر در دارایی‌های جاری، همان‌طور که باعث

<sup>1</sup> Ayyagari

<sup>2</sup> Monopolistic Firms

<sup>3</sup> Liberalizing Credit Terms

<sup>4</sup> Araujo

<sup>5</sup> Nguyen & Pacheco

<sup>6</sup> Wang

<sup>7</sup> Maiti

افزایش سودآوری می‌شود می‌تواند سبب افزایش ریسک شرکت گردد. بنابراین باید هزینه‌های مستقیم و غیرمستقیم افزایش فروش‌های اعتباری در مقابل منافع بالقوه آن اندازه‌گیری شود. از آن جایی که انتظار می‌رود سرمایه‌گذاران عقلایی عمل کنند، انتظار بر این است آن‌ها از تقیل خطر اضافی ناشی از اعمال سیاست اعتباری، گریزان باشند بنابراین آن‌ها باید در موقعیت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که منافع حاصل از اعمال سیاست اعتباری در قالب فروش و سود بیشتر بر مخارج حاصل از اعمال آن سیاست به‌صورت سوخت مطالبات و فرصت از دست‌رفته ناشی از در اختیار نبودن وجه نقد، برتری داشته باشد. از این رو بررسی تأثیر سیاست‌های اعتباری بر کسب بازده اضافی نیز یکی از اهداف پژوهش حاضر به‌شمار می‌رود.

در نهایت با وجود بازارهای رقابتی، مدیران باید ضمن بررسی وضعیت بازار، تمهیدات لازم برای کسب دیگر مزیت‌های رقابتی را فراهم آورند. در این راستا وضعیت اعتبار تجاری در شرایط رقابتی گوناگون، متفاوت خواهد بود. در شرایط رقابتی، کسب اعتبار تجاری دشوار است زیرا مشتریان و تأمین‌کنندگان مواد اولیه و خدمات به دلیل افزایش عدم قطعیت در فضای تجاری در اعطای اعتبار تجاری، محتاط‌تر می‌باشند (لین و کیائو، ۲۰۲۱)<sup>۱</sup> از این رو بررسی تأثیر قدرت رقابت‌پذیری شرکت بر حساسیت سیاست اعتباری به نقدینگی و بازده اضافی سهام از دیگر اهداف این پژوهش خواهد بود. در ادامه در بخش اول مبانی نظری و پیشینه پژوهش، در بخش دوم فرضیه‌های پژوهش، در بخش سوم روش‌شناسی، مدل و متغیرهای پژوهش، در بخش چهارم نتایج پژوهش و در بخش پنجم نتیجه‌گیری و بحث مورد توجه قرار می‌گیرد.

### مبانی نظری و بسط و گسترش فرضیه‌ها

با توجه به تشدید رقابت در بازارهای جهانی، استراتژی شرکت به خصوص در بحث سیاست اعتباری<sup>۲</sup> و نقدینگی به شکل عمده‌ای بر آینده شرکت و وضعیت آتی آن از لحاظ مالی، رقابت در بازار و سودآوری تأثیرگذار خواهد بود. سیاست اعتباری به مجموعه اقداماتی که توسط یک واحد تجاری به‌منظور اعطای اعتبار و نظارت و جمع‌آوری وجه نقد حاصل از حساب‌های دریافتی اتخاذ می‌شود، اشاره دارد (آذرینیا و همکاران، ۲۰۱۹).

دوره اعتباری به مدت‌زمانی اطلاق می‌شود که به مشتریان اجازه می‌دهد طی این مدت، بهای کالاهای خریداری شده را پرداخت کنند. وقتی شرکت به سیاست اعتباری سخاوتمندانه متوسل می‌شود، سودآوری شرکت به دلیل فروش بیشتر، افزایش می‌یابد. هرچند، چنین سیاستی باعث افزایش سرمایه‌گذاری در حساب دریافتی می‌شود و احتمال افزایش سوخت مطالبات بیشتر می‌شود و منجر به ایجاد مشکل نقدینگی در شرکت می‌شود. سطح بهینه دریافتی‌ها، نقطه‌ای است که در آن تعامل بین هزینه‌ها و سودآوری برقرار می‌شود. از سوی دیگر، سیاست‌های اعتباری سخت‌گیرانه باعث کاهش سطح سود و حساب دریافتی می‌شود اما در مقابل از بروز مشکل نقدینگی در شرکت جلوگیری می‌کند بنابراین، سیاست اعتباری بهینه یا مطلوب در نقطه‌ای اتفاق می‌افتد که در آن تعادل بین نقدینگی و سودآوری ایجاد شود (وانگ و کو، ۲۰۲۱)<sup>۳</sup>.

### تأثیرپذیری سیاست اعتباری از وضعیت نقدینگی شرکت‌ها

طبیعی است که شرکت‌ها برای اعطای اعتبار تجاری به مشتریان خود باید منابع کافی برای اتخاذ این سیاست را داشته باشند و بتوانند در دوران نبود نقدینگی ناشی از این سیاست در مقابل هزینه‌های نقدی شرکت مقاومت کنند از این رو انتظار بر این است که سیاست اعتباری شرکت‌ها به شکل معناداری تحت تأثیر نقدینگی قرار داشته باشد. در

<sup>1</sup> Lin & Qiao

<sup>2</sup> Credit Policy

<sup>3</sup> Wang & Ku

همین راستا (ژانگ، ۲۰۲۰)<sup>۱</sup> نشان می‌دهد که سیاست اعتباری در شرکت‌های بورس اوراق بهادار ایالات متحده آمریکا به جریان‌های نقدی، حساس است. به‌طور کلی، یافته‌های ژانگ به‌شدت از این ایده حمایت می‌کند که تصمیمات مربوط به نگهداری وجه نقد شرکت و تصمیمات سیاست اعتبار شرکت درهم تنیده شده‌اند و مدیران باید به تعادل بین نگهداری وجه نقد در مقابل توزیع نقدینگی از طریق سیاست اعتباری توجه داشته باشند. در همین راستا (ژانگ، ۲۰۲۰) بیان می‌کند که سیاست اعتباری شرکت با سطح نگهداشت وجه نقد، رابطه مثبت و معنادار دارد. وی استدلال می‌کند سیاست‌های اعتباری سخاوتمندانه، چون نیاز به سرمایه‌گذاری بیشتر در حساب‌های دریافتی دارد از این رو اتخاذ چنین سیاست‌هایی به‌شدت تحت تأثیر میزان نگهداشت وجه نقد شرکت قرار می‌گیرد. با توجه به موارد مطرح‌شده اخیر، فرضیه اول به شرح زیر ارائه می‌گردد:

– فرضیه اول: سیاست اعتباری شرکت به شکلی معنادار تحت تأثیر نقدینگی قرار دارد.

### تأثیرپذیری بازده اضافی سهام از وضعیت سیاست اعتباری شرکت‌ها

در مواقعی که سطح تقاضا برای کالاهای شرکت پایین است، وجود اعتبار تجاری برای مشتریان ایجاد انگیزه می‌کند تا از کالاهای شرکت خریداری کنند که این امر به تحکیم روابط بلندمدت شرکت با مشتریانش کمک می‌کند (مایتی و همکاران، ۲۰۲۰). با این حال باید هزینه‌های مستقیم و غیرمستقیم افزایش فروش‌های اعتباری در مقابل منافع بالقوه آن اندازه‌گیری شود. اتخاذ یک سیاست مطلوب فروش اعتباری می‌تواند باعث جبران هزینه‌های اعطای اعتبار در مقابل منافع حاصل از فروش‌های بالاتر شود. از آنجایی که انتظار می‌رود سرمایه‌گذاران، عقلایی عمل کنند انتظار بر این است آن‌ها از تقبل خطر اضافی ناشی از اعمال سیاست اعتباری گریزان باشند بنابراین آن‌ها معمولاً باید در موقعیت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که منافع حاصل از اعمال سیاست اعتباری در قالب فروش و سود بیشتر بر مخارج حاصل از اعمال آن سیاست به‌صورت سوخت مطالبات و فرصت ازدست‌رفته ناشی از در اختیار نبودن وجه نقد، برتری داشته باشد. در همین راستا (فرهان و یامین، ۲۰۲۰)<sup>۲</sup> تأثیر سیاست اعتباری بر سودآوری شرکت‌های بورس اوراق بهادار بمبئی را ارزیابی کرده‌اند. آن‌ها معتقدند که سیاست اعتباری شرکت‌ها نقش مهمی در کارایی عملیاتی واحدهای اعتباری ایفا می‌کند زیرا با ارائه دستورالعمل‌ها، ابهام عملکرد بخش‌های اعتباری را کاهش می‌دهد، همچنین احتمال نکول وام‌ها را کاهش می‌دهد و گردش حساب‌های دریافتی را سرعت می‌بخشد. علاوه بر این متغیرهایی مانند تعداد روزهای دوره وصول مطالبات، اهرم، اندازه شرکت و سن، تأثیر منفی و معناداری بر سودآوری و بازدهی اضافی دارند. بنابراین مدیران مالی به‌منظور کاهش ریسک بدهی‌های معوق باید تعداد روزهای وصول مطالبات را کاهش دهند و باید یک تحلیل اعتباری برای ارزیابی مشتریان خود نیز انجام دهند. (دانشوربنداری و همکاران، ۲۰۲۱) نقش کیفیت سود در برآورد ریسک اعتباری را مطالعه کرده‌اند. یافته‌ها بیانگر آن هستند که شرکت‌هایی که ریسک اعتباری کمتری دارند کیفیت سود بالاتری دارند و با کاهش شاخص‌های کیفیت سود، درجه ریسک اعتباری آن‌ها نیز افزایش می‌یابد. نتایج نشان می‌دهند که میان ریسک اعتباری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران و شاخص‌های عمده کیفیت سود آن‌ها رابطه معناداری وجود دارد. در این بین (ژانگ، ۲۰۲۰) در پژوهش خود به نتایج متناقضی دست یافت. نتایج پژوهش وی نشان داد که سیاست اعتباری شرکت بر بازده اضافی سهام، رابطه منفی و بی‌معنا دارد. با توجه به نتایج متناقض فوق، در گام دوم پژوهش به بررسی تأثیرپذیری بازده اضافی سهام از سیاست‌های اعتباری شرکت پرداخته خواهد شد از این رو فرضیه دوم پژوهش به شرح زیر ارائه می‌گردد:

<sup>1</sup> Zhang

<sup>2</sup> Farhan & Yameen

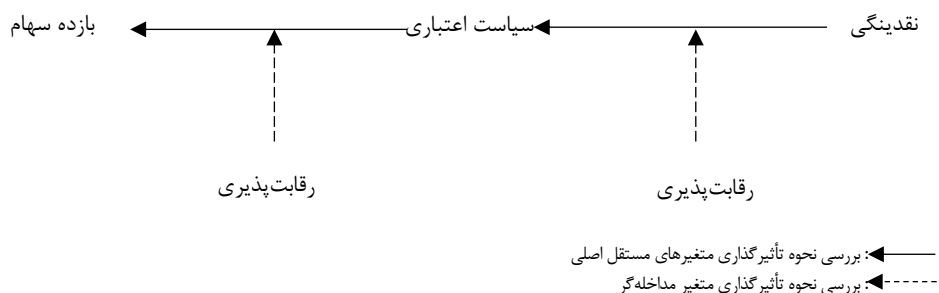


– فرضیه دوم: سیاست اعتباری شرکت به شکلی معنادار بر بازده اضافی سهام تأثیرگذار است.

### تأثیرگذاری قدرت رقابتی شرکت بر رابطه نقدینگی، سیاست اعتباری و بازده اضافی سهام

در نهایت مدیران باید ضمن بررسی وضعیت بازار، تمهیدات لازم برای کسب دیگر مزیت‌های رقابتی را فراهم آورند. در این راستا وضعیت اعتبار تجاری در شرایط رقابتی گوناگون، متفاوت خواهد بود. در شرایط رقابتی، کسب اعتبار تجاری دشوار است زیرا مشتریان و تأمین‌کنندگان مواد اولیه و خدمات به دلیل افزایش عدم قطعیت در فضای تجاری، در اعطای اعتبار تجاری محتاط‌تر هستند (لین و کیائو، ۲۰۲۱). (گریزونووا و همکاران، ۲۰۱۹)<sup>۱</sup> بیان می‌دارند که سیاست اعتباری و پولی با تعدادی از موضوعات از جمله بهبود رقابت‌پذیری کسب‌وکار مالی، افزایش حجم اعتبارات داخلی، جریانات نقدی، تضمین ثبات و سرمایه‌گذاری مجدد در بخش واقعی اقتصاد سر و کار دارد و شرکت‌ها با تکیه بر شاخص رقابت‌پذیری، سیاست اعتبار خود را اتخاذ می‌کنند. همچنین در پژوهش حاضر، شرکت‌هایی که نقدینگی کافی دارند، سیاست‌های اعتباری سخاوتمندانه را ترجیح می‌دهند. (ژانگ، ۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی وضعیت رقابتی شرکت بر رابطه بین سیاست اعتباری شرکت با سطح نگهداشت وجه نقد و بازده اضافی سهام پرداخت. نتایج وی نشان داد که روابط اخیر در هنگام رقابت شدید در بازار محصول پرنسب‌تر خواهد بود. وی چنین استدلال می‌کند که شرکت‌ها در شرایط رقابتی شدید باید از محرک‌هایی برای جذب مشتری و ایجاد فضای سودآوری استفاده کنند، یکی از بهترین ابزارها اتخاذ سیاست‌های اعتباری سخاوتمندانه است از این رو در این شرایط، شرکت‌ها با توجه به سطح نقدینگی موجود، اقدام به ایجاد فضای باز اعتباری می‌کنند که در صورت دستیابی به نقطه بهینه در این شرایط می‌تواند بر کسب بازده مناسب تأثیرگذار باشد. (کائو و همکاران، ۲۰۱۸)<sup>۲</sup> به بررسی بیش‌ارزش‌گذاری سهام، سیاست اعتباری و رقابت بازار محصول در ارزیابی بازار سهام پرداخته‌اند. یافته‌ها حاکی از آن است که رقابت در بازار محصول انگیزه مدیران را برای اتخاذ سیاست اعتباری سخاوتمندانه افزایش می‌دهد و عمدتاً چنین شرکت‌هایی توسط سرمایه‌گذاران از ارزش‌گذاری سهام بالاتری برخوردارند. از این دلیل بررسی تأثیر قدرت رقابت‌پذیری شرکت بر حساسیت سیاست اعتباری به نقدینگی و بازده اضافی سهام از دیگر اهداف این پژوهش خواهد بود:

- فرضیه سوم: قدرت رقابت‌پذیری شرکت، حساسیت سیاست اعتباری به نقدینگی را تحت تأثیر قرار می‌دهد.
- فرضیه چهارم: قدرت رقابت‌پذیری شرکت، حساسیت بازده اضافی سهام به سیاست اعتباری را تحت تأثیر قرار می‌دهد.



شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش

<sup>1</sup> Gryzunova

<sup>2</sup> Kao

## روش‌شناسی پژوهش

در پژوهش حاضر پس از بررسی مبانی نظری براساس مطالعات کتابخانه‌ای، داده‌های مالی براساس گزارش‌های رسمی منتشرشده، از نرم‌افزار ره‌آورد نوین، سایت اطلاع‌رسانی شرکت بورس و سازمان بورس و اوراق بهادار استخراج شده است. برای دسته‌بندی، تلخیص و ایجاد پایگاه‌داده‌ها از نرم‌افزار Excel و به‌منظور آزمون فرضیه از نرم‌افزار Eviews نسخه ۱۰ استفاده شده است.

## جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری در این پژوهش، شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نمونه انتخابی این پژوهش شامل شرکت‌هایی می‌شود که دارای شرایط زیر باشند و در حقیقت شرکت‌های موردبررسی به روش حذف نظام‌مند انتخاب شده‌اند:

- ۱- اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی پژوهش یعنی ۱۲ سال و سال‌های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۹ موجود باشد.
  - ۲- سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد و در دوره موردبررسی، تغییر دوره مالی ن داده باشند.
  - ۳- شرکت‌هایی که حداکثر تا تاریخ ۱۳۸۷/۱/۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و نام شرکت در دوره موردبررسی از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده باشد.
  - ۴- عدم شمول مؤسسات مالی، بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ...
  - ۵- نبود وقفه معاملاتی بالاتر از ۶ ماه (برای محاسبه بازده سهام).
- پس از اعمال محدودیت‌ها، به شرح جدول ۱، تعداد ۱۴۲ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۹ شرایط فوق را داشتند و با توجه به این امر نمونه‌گیری انجام نشده و تمامی شرکت‌ها برای بررسی انتخاب شده‌اند. شایان ذکر است که در مورد برخی از متغیرهای پژوهش، از اطلاعات سال ۱۳۸۶ نیز استفاده شده است.

جدول ۱. نحوه انتخاب نمونه پژوهش

تعداد کل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران	شرکت‌های صنعتی، بانک، بیمه، سرمایه‌گذاری و ..	شرکت‌های پذیرفته‌شده پس از سال ۱۳۸۶	شرکت‌های دارای تغییر سال مالی	شرکت‌های حائز شرایط	شرکت‌های دارای عدم معامله و دارای اطلاعات ناقص	نمونه نهایی
۳۳۸	(۶۲)	(۹۴)	(۵۲)	۱۷۹	۳۷	۱۴۲

## مدل پژوهش

در پژوهش حاضر، تأثیر نقدینگی شرکت بر سیاست‌های اعتباری و نقش ویژگی‌های رقابت‌پذیری بر حساسیت سیاست‌های اعتباری به نقدینگی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مطالعه شده است. همچنین تأثیرگذاری سیاست‌های اعتباری بر بازده اضافی و نیز تأثیرگذاری ویژگی‌های رقابت‌پذیری بر نقش سیاست‌های اعتباری در ایجاد بازده اضافی مورد پژوهش قرار گرفته است. بدین منظور ابتدا با استفاده از آمار توصیفی همچون میانگین، میانه،

انحراف معیار و .... وضعیت کلی متغیرهای پژوهش بررسی می‌شود و در ادامه با استفاده از مدل‌های رگرسیونی به بررسی فرضیه‌های پژوهش پرداخته شده است (ژانگ، ۲۰۲۰):

الف) بررسی حساسیت سیاست‌های اعتباری به نقدینگی

$$\Delta TC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFlow_{i,t-1} + \alpha_2 MTB_{i,t} + \alpha_3 Size_{i,t} + \alpha_4 Lev_{i,t} + \sum FixEffects + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

ب) بررسی تأثیر سیاست‌های اعتباری بر بازده اضافی سهام

$$EXRET_{i,t} = \omega_0 + \omega_1 \Delta TC_{i,t} + \omega_2 \Delta CASH_{i,t} + \omega_3 \Delta EBIT_{i,t} + \omega_4 \Delta NETAS_{i,t} + \omega_5 \Delta INT_{i,t} + \omega_6 \Delta DIV_{i,t} + \omega_7 CASH_{i,t-1} + \omega_8 LEV_{i,t} + \omega_9 FINANCE_{i,t} + \sum FixEffects + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

ج) بررسی حساسیت سیاست‌های اعتباری از نقدینگی با لحاظ ویژگی‌های رقابت‌پذیری (قدرت مالی - قدرت بازار)

$$\Delta TC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFlow_{i,t-1} + \beta_2 CFlow_{i,t-1} \times COMP + \beta_3 MTB_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} + \sum FixEffects + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

د) بررسی تأثیر سیاست‌های اعتباری بر بازده اضافی سهام با لحاظ ویژگی‌های رقابت‌پذیری (قدرت مالی - قدرت بازار)

$$EXRET_{i,t} = \varphi_0 + \varphi_1 \Delta TC_{i,t} + \varphi_2 \Delta TC_{i,t} \times COMP + \varphi_3 \Delta CASH_{i,t} + \varphi_4 \Delta EBIT_{i,t} + \varphi_5 \Delta NETAS_{i,t} + \varphi_6 \Delta INT_{i,t} + \varphi_7 \Delta DIV_{i,t} + \varphi_8 CASH_{i,t-1} + \varphi_9 LEV_{i,t} + \varphi_{10} FINANCE_{i,t} + \sum FixEffects + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

## متغیرهای پژوهش

### متغیرهای وابسته پژوهش

متغیرهای وابسته پژوهش عبارتست از سیاست اعتباری و بازده اضافی سهام شرکت که با استفاده از معیارهای ذیل مورد سنجش قرار گرفته است (ژانگ، ۲۰۲۰):

الف) سیاست اعتباری شرکت

سیاست اعتباری شرکت با استفاده از دو متغیر اندازه‌گیری می‌شود:

فروش اعتباری شرکت

فروش اعتباری شرکت با استفاده از نسبت حساب‌های دریافتی تجاری به جمع دارایی‌های ابتدای دوره اندازه‌گیری شده است.

خالص اعتبار تجاری شرکت

خالص اعتبار شرکت با استفاده از نسبت تفاوت حساب‌های دریافتی و پرداختی تجاری به جمع دارایی‌های ابتدای دوره شرکت اندازه‌گیری می‌شود.

$\Delta TC_{it}$ : تغییرات در سیاست‌های اعتباری شرکت که با استفاده از متغیرهای تغییر در نسبت حساب‌های دریافتی تجاری به دارایی‌های ابتدای دوره و تغییر در خالص اعتبار شرکت (تفاوت حساب‌های دریافتی و پرداختی تجاری) به جمع دارایی‌های شرکت اندازه‌گیری می‌شود.

#### ب) بازده اضافی سهام

بازده اضافی سهام با استفاده از تفاوت بازده سالیانه سهام و بازده سبد مشابه بر اساس اندازه و ارزش بازار (مبتنی بر مدل‌های فاما و فرنچ) محاسبه می‌گردد (ژانگ، ۲۰۲۰). در روش‌شناسی فاما و فرنچ برای پرتفوی‌بندی شرکت‌ها در پایان هر سال، تمامی شرکت‌ها بر اساس اندازه (لگاریتم جمع دارایی‌ها) رتبه‌بندی می‌شوند و سپس شرکت میانی به‌منظور تقسیم سهام‌ها به دو دسته استفاده می‌شود که گروه اول شامل سهامی است که ارزش بازاری آنها کمتر از حد میانه و گروه دوم مقدار ارزش بازاری آنها بزرگ‌تر از حد میانه است. به دنبال آن، همه شرکت‌هایی که در داخل یکی از دو گروه بالا قرار گرفته‌اند، در پایان هر سال بر مبنای عامل ارزش (نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار) رتبه‌بندی می‌شوند و سپس به سه دسته تقسیم می‌شوند. در این تقسیم‌بندی ۳۰ درصد از سهام‌ها به سبدهای با نسبت بالا (High)، ۳۰ درصد به سبدهای با نسبت پایین (Low) ارزش دفتری به ارزش بازار تقسیم می‌شوند و ۴۰ درصد میانی (Median) به سبدهای با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار مشخص می‌شوند. تخصیص می‌یابند. در نتیجه ۶ سبد مختلف از ترکیب این دو تقسیم‌بندی به‌دست می‌آید که به شرح زیر است:

– **سبد شرکت‌های کوچک (SL, SM, SH):** این سبدها شامل سهام‌هایی با اندازه کوچک هستند و به ترتیب دارای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بزرگ، متوسط و کوچک می‌باشند.

– **سبد شرکت‌های بزرگ (BL, BM, BH):** این سبدها شامل سهام‌هایی با اندازه بزرگ هستند و به ترتیب دارای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بزرگ، متوسط و کوچک می‌باشند. در نهایت تفاوت بازده سهام حاضر در هر یک از پرتفوی‌های ترکیبی فوق با میانگین بازده پرتفوی، بیانگر بازده اضافی سهام می‌باشد و بدین ترتیب تأثیرات مربوط به اندازه و ارزش شرکت بر بازده سهام کنترل می‌گردد.

– **بازده اضافی (EXRET<sub>it</sub>):** بازده اضافی سهام طی سال مالی است که با استفاده از تفاوت بازده سالیانه سهام و بازده سبد مشابه بر اساس اندازه و ارزش بازار (مبتنی بر مدل‌های فاما و فرنچ) سنجیده می‌شود. بازده سرمایه‌گذاری در سهام عادی در یک دوره معین با توجه به قیمت‌های اول و آخر دوره و منافع حاصل از مالکیت و افزایش سرمایه شرکت و از رابطه ۱ محاسبه شده است (راعی و تیلنگی، ۲۰۰۵).

$$R_{it} = \frac{(1+\alpha_{it}) \times P_{it} - P_{i(t-1)} + D_{it} - M}{P_{i(t-1)}} \quad \text{رابطه (۱)}$$

$R_{it}$ : بازده سهام  $i$  در دوره  $t$ ;  $P_{it}$ : قیمت سهام  $i$  در دوره  $t$ ;  $D_{it}$ : سود تقسیمی سهام  $i$  در دوره  $t$ ;  $M$ : آورده نقدی صاحبان سهام و  $\alpha_{it}$ : نسبت افزایش سرمایه شرکت  $i$  در دوره  $t$  می‌باشد.

#### متغیرهای مستقل پژوهش

متغیرهای وابسته پژوهش عبارت است از میزان رقابت‌پذیری و نقدینگی شرکت که به شرح زیر مورد سنجش قرار گرفته است (ژانگ، ۲۰۲۰):

الف) رقابت‌پذیری شرکت (COMP<sub>i,t</sub>)

رقابت‌پذیری شرکت با استفاده از سه شاخص قدرت مالی شرکت (نسبت مخارج سرمایه‌ای منهای وجوه نقد عملیاتی تقسیم بر جمع دارایی‌های ابتدای دوره) و متغیرهای قدرت بازار (براساس معیار هرفیندال - هریشمن و معیار لرنر تعدیل‌شده) اندازه‌گیری شده است:

ب) قدرت مالی شرکت

قدرت مالی شرکت با استفاده از نسبت وابستگی به تأمین مالی خارجی (نسبت مخارج سرمایه‌ای منهای وجوه نقد عملیاتی تقسیم بر مخارج سرمایه‌ای) مورد سنجش قرار گرفته است.

ج) میزان رقابت بر اساس شاخص HHI

شاخص هرفیندال - هریشمن از حاصل جمع توان دوم سهم بازار شرکت‌های فعال در صنعت و بر اساس رابطه ۲ مورد سنجش قرار گرفته است (چن و همکاران، ۲۰۱۲).<sup>۱</sup>

$$HHI_j = \sum_{i=1}^j (S_{i,j})^2 \quad \text{رابطه (۲)}$$

$S_{i,j}$ : نشان‌دهنده نسبت فروش شرکت  $i$  در صنعت  $j$  می‌باشد. هرچه مقدار شاخص (HHI) بزرگ‌تر باشد، تمرکز در آن صنعت بیشتر خواهد بود که بیانگر رقابت کمتر در بازار محصولات می‌باشد.

د) میزان رقابت بر اساس شاخص لرنر تعدیل‌شده

شاخص لرنر با استفاده از قیمت محصولات شرکت منهای هزینه‌های نهایی تولید سنجیده می‌شود. این شاخص توانایی شرکت برای منظور کردن قیمتی بیشتر از هزینه نهایی تولید را اندازه‌گیری می‌کند (نمازی و همکاران، ۲۰۱۵). اگرچه این شاخص برای تعیین قدرت بازار محصول شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرد اما این معیار عوامل ویژه شرکت نظیر تأثیر قدرت قیمت‌گذاری بازار محصول را از عوامل سطح صنعت تفکیک نمی‌کند بنابراین از نسخه تعدیل‌شده شاخص لرنر به شرح رابطه ۳ استفاده شده است (شارما، ۲۰۱۱).<sup>۲</sup>

$$LI_{IA} = LI_i - \sum_{i=1}^N \omega_i LI_i \quad \text{رابطه (۳)}$$

$LI_i$ : با استفاده از نسبت فروش منهای هزینه‌های تولید و فروش (سود عملیاتی) تقسیم بر میزان فروش اندازه‌گیری می‌شود.

$\omega_i$ : نسبت فروش شرکت  $i$  در صنعت موردنظر است و  $N$  تعداد شرکت‌های حاضر در صنعت.

ه) نقدینگی شرکت

در این پژوهش از دو نسبت زیر برای اندازه‌گیری این متغیر استفاده خواهد شد (ژانگ، ۲۰۲۰):

$CFlow$ : نسبت جریان نقدی عملیاتی شرکت به جمع دارایی‌های شرکت است.

$\Delta CASH$ : تغییرات در میزان وجوه نقد نگهداری شده به جمع دارایی‌هاست.

<sup>1</sup> Chen

<sup>2</sup> Sharma

### متغیرهای کنترلی پژوهش

متغیرهای کنترل پژوهش به شرح موارد زیر مورد سنجش قرار گرفته‌اند (ژانگ، ۲۰۲۰):

**MTB<sub>it</sub>**: نسبت ارزش بازار شرکت (ارزش بازار سهام شرکت به علاوه ارزش دفتری بدهی) به ارزش دفتری

**Size<sub>it</sub>**: لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها

**Lev<sub>it</sub>**: نسبت جمع بدهی‌های بهره‌دار (تسهیلات مالی دریافتی و اوراق مشارکت) به ارزش بازار شرکت

**ΔNETAS<sub>it</sub>**: تغییرات در خالص دارایی‌ها به جمع دارایی‌ها

**ΔINT<sub>it</sub>**: تغییرات در میزان بهره شرکت نسبت به سال گذشته تقسیم بر جمع دارایی‌ها

**ΔDIV<sub>it</sub>**: تغییرات در نسبت سود تقسیمی شرکت

**FINANCE<sub>it</sub>**: خالص تأمین مالی شرکت از طریق بدهی و سرمایه طی سال مالی تقسیم بر جمع دارایی‌ها.

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی پژوهش

آمار توصیفی داده‌های پژوهش در جدول ۲ ارائه شده است:

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

بیشینه	کمینه	ضریب کشیدگی	ضریب چولگی	انحراف معیار	میانگین	میانگین	متغیرهای پژوهش	
							نماد	عنوان
۰/۴۵۴	-۰/۲۰۱	۱/۷۲۶	۰/۹۹۱	۰/۱۲۵	۰/۰۳۲	۰/۰۵۴	ΔREC	تغییرات سیاست
۰/۳۸۸	-۰/۳۶۴	۱/۱۳۴	-۰/۰۰۹	۰/۱۳۸	۰/۰۰۹	۰/۰۱۵	ΔNC	تغییرات سیاست
۲/۵۴۴	-۱/۷۸۱	۳/۱۱۰	۰/۹۹۲	۰/۷۳۱	-۰/۱۰۰	-۰/۰۱۷	EXRET	بازده اضافی سهام
۰/۲۲۹	-۰/۴۹۳	۰/۶۲۱	-۰/۴۴۶	۰/۱۴۳	-۰/۰۷۸	-۰/۰۹۴	FP	رقابت‌پذیری- قدرت
۰/۵۲۸	۰/۰۳۲	۰/۳۶۵	۰/۸۹۲	۰/۱۱۷	۰/۱۵۷	۰/۱۷۵	HHI	رقابت‌پذیری- شاخص
۰/۳۳۵	-۰/۴۳۳	۰/۹۲۵	-۰/۱۶۷	۰/۱۳۳	-۰/۰۳۳	-۰/۰۳۵	LI	رقابت‌پذیری- شاخص
۰/۵۴۶	-۰/۱۵۹	۰/۹۱۲	۰/۶۹۷	۰/۱۲۹	۰/۱۱۳	۰/۱۳۰	CFLOW	جریان نقدی عملیاتی
۶/۴۲۰	۰/۸۱۸	۶/۰۳۵	۲/۴۰۴	۱/۱۳۴	۱/۴۲۱	۱/۸۰۱	MTB	نسبت ارزش بازار به
۸/۵۸۸	۴/۲۶۵	۱/۴۳۳	۰/۸۲۸	۰/۶۵۹	۵/۹۳۶	۵/۹۹۷	SIZE	اندازه شرکت
۰/۸۳۹	۰/۰۰۰	۰/۳۰۴	۰/۸۷۵	۰/۱۴۳	۰/۱۳۸	۰/۱۶۸	LEV	نسبت بدهی‌های بهره‌دار
۰/۱۷۵	-۰/۰۹۲	۳/۵۳۶	۱/۲۴۳	۰/۰۴۵	۰/۰۰۳	۰/۰۱۰	ΔCASH	تغییرات در نگهداشت
۰/۴۶۰	-۰/۲۴۴	۲/۲۹۷	۱/۰۵۷	۰/۱۲۶	۰/۰۲۳	۰/۰۴۴	ΔEBIT	تغییرات در سود قبل از
۰/۱۴۷	-۰/۱۷۴	۲/۸۹۹	-۰/۴۴۶	۰/۰۵۳	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۲	ΔNETAS	تغییرات در خالص
۰/۰۵۱	-۰/۰۳۴	۱/۱۵۱	۰/۵۷۴	۰/۰۱۶	۰/۰۰۲	۰/۰۰۵	ΔINT	تغییرات در میزان بهره
۰/۱۵۹	-۰/۱۵۷	۱/۵۳۵	۰/۱۳۳	۰/۰۵۹	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۲	ΔDIV	تغییرات در سود
۰/۱۷۲	۰/۰۰۲	۲/۸۷۵	۱/۷۲۸	۰/۰۳۸	۰/۰۲۸	۰/۰۴۰	CASH	نگهداشت وجوه نقد
۰/۷۹۵	-۰/۱۸۶	۱/۵۰۱	۱/۱۴۳	۰/۲۰۳	۰/۱۰۰	۰/۱۴۴	FINANCE	خالص تأمین مالی

مطابق جدول ۲، نتایج حاکی از آن است که تغییرات سیاست‌های اعتباری بر اساس معیارهای تغییرات در حساب‌های دریافتی و تغییرات در خالص اعتبار شرکت به ترتیب برابر با ۰/۰۵۴ و ۰/۰۱۵ بوده است که این مقادیر نشان‌دهنده توسعه و بهبود سیاست‌های اعتباری در شرکت‌های نمونه به ویژه از طریق افزایش سیاست‌های اعتباری فروش شرکت-هاست. میانگین بازده اضافی سهام (بازده مازاد بر بازده شرکت‌ها هم‌اندازه و هم‌ارزش) نیز برابر با ۰/۰۱۷- بوده است. یافته‌های متغیرهای مربوط به رقابت‌پذیری شرکت‌ها نشان می‌دهد که میانگین قدرت مالی در شرکت‌های نمونه برابر با ۰/۰۹۴- بوده و این بدان معناست که در بیشتر شرکت‌های نمونه، قدرت مالی به صورت منفی مشاهده شده است. میزان قدرت بازار بر اساس معیارهای هرفیندال- هریشمن و معیار لرنر تعدیل‌شده نیز به ترتیب برابر با ۰/۱۷۵ و ۰/۰۳۵- می‌باشند. این نتایج به ترتیب نشان‌دهنده رقابت نسبتاً شدید در بازار رقابت محصولات و از سوی دیگر قدرت بازار اندک شرکت‌های نمونه در صنایع موردبررسی بوده است. سایر نتایج حاکی از آن هستند که میانگین نسبت نقدینگی در شرکت‌های بررسی شده برابر با ۰/۱۳۰ بوده که این به معنای کسب جریان نقدی عملیاتی مثبت معادل ۱۳ درصد جمع دارایی‌هاست.

### نتایج مدل‌های رگرسیونی پژوهش

برای آزمون تأثیر متغیرهای مستقل بر سیاست‌های اعتباری با استفاده از مدل رگرسیون مبتنی بر داده‌های ترکیبی، پیش از هر چیز با استفاده از آزمون‌های بروش-پاگان به بررسی وضعیت همسانی واریانس‌های مدل پرداخته می‌شود و در صورت ناهمسانی واریانس‌ها از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده می‌شود. در ادامه با استفاده از آزمون‌های F (لیمر) و هاسمن به بررسی وجود و تعیین نوع تأثیرات ثابت در مدل پژوهش پرداخته شده است. با توجه به وجود دو معیار برای سنجش سیاست‌های اعتباری و نیز سه معیار متفاوت برای سنجش وضعیت رقابت‌پذیری شرکت‌ها، نتایج به تفکیک هریک از این معیارها به شرح بخش‌های ذیل ارائه شده است.

### نتایج تأثیر نقدینگی بر سیاست اعتباری شرکت‌ها - فرضیه نخست

نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه نخست پژوهش در خصوص تأثیرگذاری نقدینگی بر سیاست‌های اعتباری شرکت-ها به شرح جدول ۳ نشان داده شده است. مقدار آماره F نشان می‌دهد که بین متغیرهای پژوهش رابطه معناداری وجود دارد و مدل پژوهش معنادار است. همچنین ضریب تعیین مدل در بخش نخست حدود ۱۶ درصد و در بخش دوم ۱۵ درصد بوده است. علاوه بر این آماره دوربین واتسون عدم خودهمبستگی باقیمانده‌ها را نشان می‌دهد. نتایج آزمون تورم واریانس بیانگر نبود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش است.

### نتایج فرضیه نخست پژوهش

یافته‌ها در خصوص متغیر جریان نقدی (CFLOW) بیانگر آن هستند که مقدار آماره  $t$  این متغیر در بخش نخست (معیار تغییرات در حساب‌های دریافتی) برابر با ۱۰/۷۳۸ است و این مقدار در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار بوده است. به عبارت دیگر شرکت‌های با جریانات نقدی بیشتر، سطح بالاتری از سیاست‌های اعتباری را ارائه کرده‌اند. همچنین نتایج در خصوص دیگر معیار سنجش سیاست‌های اعتباری (تغییرات در خالص اعتبار)، بیانگر وجود نتیجه‌ای مشابه است. این نتایج بدان معناست که: فرضیه نخست سیاست اعتباری شرکت به شکلی معنادار تحت تأثیر جریانات نقدی قرار دارد، در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود. همچنین نتایج در خصوص متغیرهای کنترلی نشان می‌دهند که نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری تأثیری مثبت و معنادار بر سیاست‌های اعتباری شرکت‌ها داشته است. سایر یافته‌ها حاکی از آن هستند که متغیرهای اندازه شرکت و نسبت بدهی‌های بهره‌دار، تأثیری منفی و معنادار بر سیاست‌های

اعتباری شرکت‌ها داشته‌اند و با بزرگ‌تر شدن شرکت و افزایش تأمین مالی از محل تسهیلات بانکی، تضعیف سیاست‌های اعتباری به‌دست آمده است.

جدول ۳. نتایج تأثیر نقدینگی بر سیاست‌های اعتباری شرکت‌ها

نتایج براساس معیارهای سنجش سیاست اعتباری						نماد	متغیرهای پژوهش
تغییرات در حساب‌های دریافتنی		تغییرات در خالص اعتبار					
ضریب	آماره t	معناداری	ضریب	آماره t	معناداری		
۰/۲۱۲	۲/۹۱۳	۰/۰۰۳۶	۰/۲۵	۳/۱۲۷	۰/۰۰۱۸	C	عرض از مبدأ
۰/۳۱۵	۱۰/۷۳۸	۰/۰۰۰	۰/۲۷۲	۸/۴۴۵	۰/۰۰۰	CFLOW	جریان نقد عملیاتی
۰/۰۱۵	۲/۵۵۱	۰/۰۱۰۸	۰/۰۲	۳/۰۳۶	۰/۰۰۲۴	MTB	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
-۰/۰۲۲	-۱/۸۷۵	۰/۰۶۰۹	-۰/۰۴۳	-۳/۲۷۳	۰/۰۰۱۱	SIZE	اندازه شرکت
-۰/۰۶۹	-۲/۱۲۴	۰/۰۳۳۹	۰/۱۱۶	۳/۲۲۱	۰/۰۰۱۳	LEV	نسبت بدهی‌های بهره‌دار
۲/۰۰۹	۲/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱/۹۴۲	۰/۰۰۰		F	آزمون F
۰/۱۵۷			۰/۱۵۳				ضریب تعیین
۲/۳۲۵			۲/۳۵۸				آماره دوربین-واتسون (DW)
خیر			بلی				وجود اثرات ثابت
-			غیر تصادفی				نوع اثرات ثابت (در صورت وجود)

### نتایج تأثیر سیاست‌های اعتباری بر بازده اضافی سهام - فرضیه دوم

یافته‌های به‌دست‌آمده از آزمون فرضیه دوم پژوهش در خصوص تأثیرگذاری سیاست‌های اعتباری بر بازده اضافی سهام به شرح جدول ۴ ارائه شده است. مقدار آماره F در هر دو بخش نشان‌دهنده آن است که بین متغیرهای پژوهش، رابطه معناداری وجود دارد و مدل پژوهش معنادار است. همچنین ضریب تعیین مدل در هر دو بخش حدود ۱۰ درصد بوده است. آماره دوربین و واتسون نیز بیانگر نبود خودهمبستگی باقیمانده‌هاست. علاوه بر این نتایج آزمون تورم واریانس بیانگر نبود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش است.

### نتایج فرضیه دوم پژوهش

مقدار آماره t متغیر تغییرات در سیاست اعتباری (ΔTC) در بخش نخست (معیار تغییرات در حساب‌های دریافتنی) برابر با ۲/۲۷۹ می‌باشد و این مقدار در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار بوده است. همچنین سیاست اعتباری شرکت‌ها به شکلی بازده اضافی سهام را تحت تأثیر قرار داده و این تأثیرگذاری به صورت مثبت دیده شده است. به عبارت دیگر سیاست‌های اعتباری و تغییرات آن تأثیری معنادار بر بازده اضافی سهام شرکت داشته و این سیاست مورد توجه سهامداران و سرمایه‌گذاران قرار گرفته است. همچنین معیار سنجش سیاست‌های اعتباری (تغییرات در خالص اعتبار) بیانگر وجود نتیجه‌ای مشابه است. مجموع یافته‌ها حاکی از آن است که تغییرات در سیاست‌های اعتباری تأثیری معنادار و مثبت بر بازده اضافی سهام شرکت داشته است. این نتیجه بدان معناست که: فرضیه دوم مبنی بر اینکه سیاست اعتباری شرکت به شکلی معنادار بر بازده اضافی سهام تأثیرگذار است، در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود.



## نتایج متغیرهای کنترلی پژوهش

نتایج متغیرهای کنترلی نشان می‌دهند که با افزایش سودآوری و توزیع سود نقدی، افزایش بازده اضافی سهام شرکت به‌دست آمده است. همچنین تغییرات در نرخ بهره تأثیری منفی و معنادار بر بازده اضافی سهام داشته است. متغیرهای بدهی‌های بهره‌دار (تسهیلات مالی) و خالص تأمین مالی نیز تأثیری معنادار بر بازده اضافی سهام داشته و با افزایش این متغیرها، افزایش بازده اضافی سهام شرکت‌های نمونه به‌دست آمده است.

جدول ۴. نتایج تأثیر سیاست‌های اعتباری بر بازده اضافی سهام

نتایج براساس معیارهای سنجش سیاست اعتباری						
متغیرهای پژوهش	نماد	تغییرات در حساب‌های دریافتی			تغییرات در خالص اعتبار	
		ضریب	آماره t	معناداری	ضریب	آماره t
عرض از مبدأ	C	-۰/۱۰۰	-۳/۰۶۸	۰/۰۰۲۲	-۰/۰۹۹	-۳/۰۴۸
تغییرات سیاست اعتباری	ΔTC	۰/۲۹۶	۲/۲۷۹	۰/۰۰۲۲۸	۰/۲۸۸	۲/۶۳۰
تغییرات در نگهداشت وجوه نقد	ΔCASH	-۰/۴۹۷	-۰/۸۲۹	۰/۴۰۷۲	-۰/۴۹۹	-۰/۸۳۴
تغییرات در سود قبل از بهره و مالیات	ΔEBIT	۱/۲۱۴	۸/۶۰۰	۰/۰۰۰	۱/۲۰۵	۸/۴۹۹
تغییرات در خالص دارایی‌ها	ΔNETAS	۰/۴۲۵	۱/۰۸۳	۰/۲۷۹۱	۰/۴۱۴	۱/۰۵۷
تغییرات در میزان بهره	ΔINT	-۳/۸۳۶	-۳/۸۸۵	۰/۰۰۰۱	-۳/۸۸۱	-۳/۹۱۸
تغییرات در سود تقسیمی	ΔDIV	۱/۱۱۱	۳/۸۰۲	۰/۰۰۰۱	۱/۱۱۸	۳/۸۲۳
نسبت بدهی‌های بهره‌دار	LEV	۰/۲۶۰	۲/۳۷۵	۰/۰۱۷۶	۰/۲۵۶	۲/۳۳۷
نگهداشت وجوه نقد ابتدای دوره	CASH t-1	-۰/۱۲۹	-۰/۲۱۸	۰/۸۲۷۳	-۰/۱۳۱	-۰/۲۲۳
خالص تأمین مالی شرکت	FINANCE	۰/۳۱۱	۳/۸۰۸	۰/۰۰۰۱	۰/۳۱۹	۴/۱۷۶
آزمون F			۱۹/۸۴۰	۰/۰۰۰		۱۹/۸۸۰
ضریب تعیین		۰/۰۹۵				۰/۰۹۶
آماره دوربین- واتسون (DW)		۲/۲۲۵				۲/۲۲۳
وجود اثرات ثابت		خیر		خیر		خیر
نوع اثرات ثابت (در صورت وجود)		-		-		-

## نتایج تأثیر قدرت رقابت‌پذیری بر حساسیت سیاست‌های اعتباری به نقدینگی - فرضیه سوم

نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش در خصوص تأثیر قدرت رقابت‌پذیری بر حساسیت سیاست‌های اعتباری (براساس تغییرات در حساب‌های دریافتی و تغییرات در خالص اعتبار) به نقدینگی به شرح جدول ۵ بخش اول و دوم نشان داده شده است. مقدار آماره F بیانگر آن است که بین متغیرهای پژوهش رابطه معناداری وجود دارد و مدل پژوهش معنادار

است. ضریب تعیین مدل نیز در بخش‌های مختلف بین ۷ تا ۱۶ درصد بوده است. علاوه بر این آماره دوربین واتسون، بیانگر عدم خودهمبستگی مقایره خطا است و یکی دیگر از فروض رگرسیون تأیید می‌شود. همچنین آزمون تورم واریانس که با هدف بررسی وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل انجام گرفته است، نبود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۵. نتایج تأثیر قدرت رقابت‌پذیری بر حساسیت سیاست‌های اعتباری (تغییر در حساب‌های دریافتنی) به نقدینگی

بخش اول	مدل	عرض از مبدأ	جریان نقدی عملیاتی	جریان نقدی و رقابت‌پذیری	نسبت ارزشی بازدارنده نقدی	اندازه	نسبت بدهی		
		C	CFLOW W	CFW*CO M	MTB	SIZE	LEV	آمار F	ضریب تعیین
تغییرات در حساب‌های دریافتنی	قدرت مالی	-۰.۰۳۴ (-۱.۱۹۲)	۰.۳۰۸ (۸.۱۱۹)	۰.۲۳۴ (۲.۳۵۷)	۰.۰۲۰ (۴.۰۸۶)	۰.۰۱۵ (۳.۳۷۹)	-۰.۰۲۴ (-۱.۰۵۶)	۲۵.۱۰ (۰.۰۰۰)	۰.۰۶۸
	HHI شاخص	-۰.۰۳۷ (-۱.۲۸۴)	۰.۲۰۱ (۶.۳۷۸)	۰.۲۷۲ (۱.۸۸۸)	۰.۰۲۲ (۴.۳۷۸)	۰.۰۱۵ (۳.۳۷۴)	-۰.۰۰۳ (-۱.۲۹۶)	۲۴.۷۷ (۰.۰۰۰)	۰.۰۶۸
	شاخص لرنز تعدیل	-۰.۰۲۹ (-۱.۰۱)	۰.۲۴۶ (۱۰.۵۲۳)	۰.۲۶۸ (۲.۵۴۳)	۰.۰۲۱ (۴.۲۹۶)	۰.۰۱۴ (۳.۰۶)	-۰.۰۲۱ (-۰.۹۳)	۲۵.۳۹۴ (۰.۰۷۰)	۰.۰۷۰
تغییرات در خالص اعتبار	قدرت مالی	۰.۲۵۳ (۳.۱۷۱)	۰.۳۷۲ (۷.۶۶۶)	۰.۳۸۰ (۲.۷۵۴)	۰.۰۱۷ (۲.۴۸۲)	-۰.۰۴۲ (۰.۱۱۴)	۰.۱۱۴ (۳.۱۶۹)	۱.۹۸۸ (۰.۰۰۰)	۰.۱۵۷
	HHI شاخص	۰.۲۵۰ (۳.۱۲۷)	۰.۲۸۳ (۵.۰۴۳)	۰.۰۵۹ (۰.۲۳۵)	۰.۰۲۰ (۳.۰۴۴)	-۰.۰۴۳ (۰.۱۱۵)	۰.۱۱۵ (۳.۲۱۲)	۱.۹۲۷ (۰.۰۰۰)	۰.۱۵۳

بخش اول	مدل	عرض از مبدأ	جریان نقدی عملیاتی	جریان نقدی و رقابت پذیری	نسبت ارزشی بازار به دفتری	اندازه	نسبت بدهی		
		C	CFLOW W	CFW*COM	MTB	SIZE	LEV	آمار F	ضریب تعیین
	نتیجه ارزش تعدیل	۰.۲۶۵ (۳.۲۲۳)	۰.۲۶۱ (۸.۰۹۴)	۰.۶۳۶ (۳.۵۷۹)	۰.۰۱۷ (۲.۵۸۱)	-۰.۰۴۵ (-۳.۴۳۴)	۰.۱۱۷ (۳.۲۶۹)	۲.۰۳۰ (۰.۰۰۰)	۰.۱۶۰
								۲.۳۷۵	دوربین واتسون

در خصوص متغیر جریان نقد عملیاتی (CFLOW) یافته‌ها تأثیرگذاری مثبت و معنادار این متغیر در تمامی بخش‌ها را نشان می‌دهد. نتایج از متغیر تعاملی (CFW\*COM) که بیانگر تأثیر هم‌زمان جریان نقد عملیاتی و رقابت‌پذیری شرکت بر سیاست‌های اعتباری شرکت‌هاست، بیانگر آن است که این متغیر در مجموع تأثیری مثبت و معنادار بر سیاست‌های اعتباری شرکت داشته است (تأثیر این متغیر در چهار حالت از شش حالت موجود در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار بوده است). این نتیجه بیانگر آن است که با لحاظ وضعیت رقابت‌پذیری شرکت در بازار، سیاست‌های اعتباری همچنان تحت تأثیر جریان نقدی قرار داشته و به عبارت دیگر تأثیرگذاری جریان نقدی بر سیاست‌های اعتباری تحت تأثیر قدرت رقابت‌پذیری شرکت بوده است. این نتیجه بدان معناست که فرضیه سوم پژوهش مبنی بر اینکه قدرت رقابت‌پذیری شرکت، حساسیت سیاست اعتباری به نقدینگی را تحت تأثیر قرار می‌دهد، در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود.

در خصوص متغیرهای کنترلی نتایج نشان می‌دهند که نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری تأثیری مثبت و معنادار بر سیاست‌های اعتباری شرکت‌ها داشته و با افزایش این نسبت، سیاست‌های اعتباری بهبود یافته است. متغیر اندازه شرکت نیز تأثیری منفی و معنادار بر سیاست‌های اعتباری شرکت‌ها داشته و در شرکت‌های بزرگ‌تر کاهش سیاست‌های اعتباری دیده شده است.

**بررسی تأثیر سیاست‌های اعتباری بر بازده اضافی سهام با لحاظ ویژگی‌های رقابت‌پذیری - فرضیه چهارم**  
نتایج به‌دست‌آمده از آزمون فرضیه چهارم پژوهش در خصوص تأثیرگذاری قدرت رقابت‌پذیری بر حساسیت بازده اضافی به سیاست‌های اعتباری بر اساس تغییرات در حساب‌های دریافتی و تغییرات در خالص اعتبار به ترتیب به شرح جدول‌های ۶ و ۷ مطرح شده است.

#### نتایج اعتبار مدل پژوهش

مقدار آماره F در تمامی بخش‌ها بیانگر آن است که بین متغیرهای پژوهش رابطه معناداری وجود دارد و مدل پژوهش معنادار است. همچنین ضریب تعیین مدل در بخش‌های مختلف حدود ۱۰ درصد بوده است. آماره دوربین واتسون نیز بیانگر نبود خودهمبستگی باقیمانده‌ها است. علاوه بر این نتایج آزمون تورم واریانس نشان می‌دهد که هم‌خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش وجود ندارد.

### نتایج فرضیه چهارم پژوهش

یافته‌های به‌دست آمده در خصوص متغیر تغییرات در سیاست اعتباری ( $\Delta TC$ ) در بخش‌های مختلف، در مجموع نشان‌دهنده تأثیرگذاری سیاست اعتباری شرکت‌ها بر بازده اضافی سهام است. نتایج متغیر تعاملی  $\Delta TC * COM$  که بیانگر تأثیر هم‌زمان سیاست‌های اعتباری و قدرت رقابت‌پذیری بر بازده اضافی سهام شرکت‌هاست، بیانگر آن است که این متغیر در مجموع، تأثیری مثبت بر بازده اضافی سهام داشته است اما این تأثیرگذاری در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار نبوده است. این نتیجه نشان می‌دهد که با لحاظ وضعیت قدرت رقابت‌پذیری شرکت در بازار محصولات، از تأثیرگذاری سیاست‌های اعتباری بر بازده اضافی سهام کاسته شده است. به عبارت دیگر با لحاظ کردن قدرت رقابت‌پذیری، تأثیرگذاری سیاست‌های اعتباری بر بازده اضافی سهام شرکت از معنادار به بی‌معنا تغییر یافته است. این نتیجه بدان معناست که: فرضیه چهارم پژوهش مبنی بر اینکه قدرت رقابت‌پذیری شرکت، حساسیت بازده اضافی سهام به سیاست اعتباری را تحت تأثیر قرار می‌دهد، در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود.

### نتایج متغیرهای کنترلی پژوهش

نتایج در خصوص متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که تغییرات در سود قبل از بهره و مالیات و نیز تغییرات در سود تقسیمی تأثیری مثبت و معنادار بر بازده اضافی سهام داشته و با افزایش سودآوری و توزیع سود نقدی، افزایش بازده اضافی سهام شرکت مشاهده شده است. همچنین تغییرات در نرخ بهره نیز تأثیری منفی و معنادار بر بازده اضافی سهام شرکت داشته و با افزایش نرخ بهره، کاهش بازده اضافی سهام شرکت به‌وجود آمده است. علاوه بر این متغیرهای بدهی‌های بهره‌دار (تسهیلات مالی) و خالص تأمین مالی، تأثیری معنادار بر بازده اضافی سهام داشته و با افزایش این متغیرها، افزایش بازده اضافی سهام شرکت‌های نمونه به‌دست آمده است.

جدول ۶. نتایج بررسی سیاست‌های اعتباری و نقدینگی بر بازده اضافی سهام با لحاظ ویژگی‌های رقابت‌پذیری

تغییرات در حساب‌های دریافتنی										
متغیرهای پژوهش	نماد	قدرت مالی		شاخص HHI		شاخص لرنر تعدیل شده		آماره t	معناداری	
		ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t			
عرض از مبدأ	C	-۰/۰۹۹	-۳/۰۲۶	-۰/۰۲۴	-۰/۱۰۱	-۳/۰۸۴	-۰/۰۲۱	-۰/۱	-۳/۰۶۳	-۰/۰۲۲
تغییرات سیاست اعتباری	$\Delta TC$	۰/۲۷۶	۱/۹۷۳	-۰/۰۴۸۷	۰/۳۸۶	۱/۸۹۹	۰/۰۵۷۸	۰/۳۰۲	۲/۲۶۲	-۰/۰۲۳۸
تغییرات سیاست اعتباری و رقابت‌پذیری	$\Delta TC * COM$	۱/۲۹۴	۱/۷۱۷	-۰/۰۸۶۲	۱/۲۲۷	۱/۲۹۸	۰/۱۶۲۲	۱/۵۷۵	۱/۹۰۴	-۰/۰۵۷۱
تغییرات در نگهداشت وجوه نقد	$\Delta CASH$	-۰/۵۱۱	-۰/۸۵۲	-۰/۳۹۴۳	-۰/۵۲۲	-۰/۸۷۱	۰/۳۸۳۹	-۰/۴۹۷	-۰/۸۲۹	-۰/۴۰۷۱
تغییرات در سود قبل از بهره و مالیات	$\Delta EBIT$	۱/۲۲۱	۸/۶۴۶	۰/۰۰۰	۱/۲۱۶	۸/۶۱۸	۰/۰۰۰	۱/۲۱۵	۸/۵۰۷	-۰/۰۰۰
تغییرات در خالص دارایی‌ها	$\Delta NETAS$	۰/۴۱۸	۱/۰۶۵	-۰/۲۸۷۰	۰/۴۰۹	۱/۰۴۱	۰/۲۹۸۱	۰/۴۲۶	۱/۰۸۳	-۰/۲۷۹۰
تغییرات در میزان بهره	$\Delta INT$	-۳/۹۰۴	-۳/۹۴۸	۰/۰۰۰	-۳/۷۷	-۳/۸۱۵	۰/۰۰۰	-۳/۸۳۵	-۳/۸۸	-۰/۰۰۰
تغییرات در سود تقسیمی	$\Delta DIV$	۱/۰۹۹	۳/۷۵۹	۰/۰۰۰	۱/۱۰۹	۳/۷۹۵	۰/۰۰۰	۱/۱۱۰	۳/۷۸۸	-۰/۰۰۰

تغییرات در حساب‌های دریافتنی								
متغیرهای پژوهش	نماد	قدرت مالی		شاخص HHI		شاخص لرنر تعدیل شده		
		ضریب	آماره t معناداری	ضریب	آماره t معناداری	ضریب	آماره t معناداری	
نسبت بدهی‌های بهره‌دار	LEV	۰/۲۴۷	۲/۲۴۷	۰/۲۶۷	۲/۴۳۴	۰/۱۵۰	۲/۳۶۸	۰/۰۱۸۰
نگهداشت وجوه نقد ابتدای دوره	CASH t-1	-۰/۰۸۸	-۰/۱۴۹	-۰/۱۱۲	-۰/۱۹	-۰/۱۲۸	-۰/۲۱۷	-۰/۸۲۸۱
خالص تأمین مالی شرکت	FINANCE	۰/۳۰۲	۳/۶۷۶	۰/۳۱	۳/۷۹۷	۰/۰۰۰	۳/۸۰۳	۰/۰۰۰
آزمون F		۱۸/۰۱۰	۰/۰۰۰	۱۸/۰۶۲	۰/۰۰۰	۱۷/۸۴۷	۰/۰۰۰	
ضریب تعیین		۰/۰۹۶		۰/۰۹۶		۰/۰۹۵		
آماره دوربین - واتسون (DW)		۲/۲۲۶		۲/۲۲۷		۲/۲۲۵		
وجود اثرات ثابت		خیر		خیر		خیر		
نوع اثرات ثابت (در صورت وجود)		-		-		-		

جدول ۷. نتایج بررسی سیاست‌های اعتباری و نقدینگی بر بازده اضافی سهام با لحاظ ویژگی‌های رقابت‌پذیری

تغییرات در خالص اعتبار								
متغیرهای پژوهش	نماد	قدرت مالی		شاخص HHI		شاخص لرنر تعدیل شده		
		ضریب	آماره t معناداری	ضریب	آماره t معناداری	ضریب	آماره t معناداری	
عرض از مبدأ	C	-۰/۰۹۸	-۳/۰۲۹	-۰/۰۲۵	-۰/۰۹۹	-۳/۰۴۸	-۰/۰۲۳	-۳/۰۵۸
تغییرات سیاست اعتباری	ΔTC	۰/۲۳۷	۱/۹۱۲	۰/۰۵۶۱	۰/۳۳۳	۱/۶۸۴	۰/۰۹۲۴	۲/۶۷۸
تغییرات سیاست اعتباری و رقابت‌پذیری	ΔTC*COM	۰/۵۴۷	۰/۷۵۹	۰/۴۸۱	۰/۹۳۴	۱/۱۲۲	۰/۲۶۲۲	۲/۲۵۳
تغییرات در نگهداشت وجوه نقد	ΔCASH	-۰/۵۲۳	-۰/۸۸۸	-۰/۳۷۴۷	-۰/۵۱۴	-۰/۸۵۹	-۰/۴۹۴	-۰/۸۲۵
تغییرات در سود قبل از بهره و مالیات	ΔEBIT	۱/۲۰۱	۸/۴۶۲	۰/۰۰۰	۱/۱۹۸	۸/۴۴۸	۱/۲۰۲	۸/۴۴۸
تغییرات در خالص دارایی‌ها	ΔNETAS	۰/۴۳۹	۱/۱۱۷	-۰/۲۶۴۰	۰/۴۱	۱/۰۴۷	۰/۲۹۵۲	۱/۰۴۲
تغییرات در میزان بهره	ΔINT	-۳/۸۹	-۳/۹۲۶	۰/۰۰۰	-۳/۸۱۸	-۳/۸۴۹	-۳/۸۷۹	-۳/۹۱۵
تغییرات در سود تقسیمی	ΔDIV	۱/۱۱۶	۳/۸۱۵	۰/۰۰۰	۱/۱۲۴	۳/۸۴۴	۱/۱۲۱	۳/۸۳۰
نسبت بدهی‌های بهره‌دار	LEV	۰/۲۴۹	۲/۲۶۱	۰/۰۲۳۹	۰/۲۵۶	۲/۳۳۹	۰/۱۹۵	۲/۳۴۸
نگهداشت وجوه نقد ابتدای دوره	CASH t-1	-۰/۰۸۹	-۰/۱۵	-۰/۸۸۰۹	-۰/۱۱۴	-۰/۱۹۳	-۰/۸۴۶۷	-۰/۲۲۶
خالص تأمین مالی شرکت	FINANCE	۰/۳۱۵	۴/۱۰۸	۰/۰۰۰	۰/۳۲۶	۴/۲۵۲	۰/۳۱۸	۴/۱۴۸

تغییرات در خالص اعتبار					
شاخص لرنر تعدیل شده		شاخص HHI		قدرت مالی	
آماره معناداری	ضریب t	آماره معناداری	$\frac{\sigma_{\epsilon}}{\sigma_{\epsilon_0}}$	آماره معناداری	$\frac{\sigma_{\epsilon}}{\sigma_{\epsilon_0}}$
۰/۰۰۰	۱۷/۸۸۸	۰/۰۰۰	۱۸/۰۲۰	۰/۰۰۰	۱۷/۹۴۵
	۰/۰۹۵		۰/۰۹۶		۰/۰۹۵
	۲/۲۲۳		۲/۲۲۲		۲/۲۲۴
	خیر		خیر		خیر
	-		-		-

متغیرهای پژوهش: آزمون F  
 نماد: ضریب تعیین  
 آماره دوربین-واتسون (DW)  
 وجود اثرات ثابت  
 نوع اثرات ثابت (در صورت وجود)

### نتیجه‌گیری و بحث

در این پژوهش تأثیر نقدینگی بر سیاست‌های اعتباری و نقش ویژگی‌های رقابت‌پذیری بر حساسیت سیاست‌های اعتباری به نقدینگی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مطالعه شده است. همچنین تأثیرگذاری سیاست‌های اعتباری بر بازده اضافی سهام شرکت و نیز تأثیرگذاری ویژگی‌های رقابت‌پذیری بر نقش سیاست‌های اعتباری در بازده اضافی سهام بررسی شده است. نتایج تحلیل اطلاعات ۱۴۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۹ نشان می‌دهد که:

- در رابطه با فرضیه اول مبنی بر تأثیرپذیری سیاست‌های اعتباری از وضعیت نقدینگی شرکت‌ها، همان‌طور که مورد انتظار بود سیاست اعتباری شرکت‌ها به شکلی معنادار تحت تأثیر نقدینگی قرار گرفته و شرکت‌های با میزان نقدینگی بیشتر، سطح بالاتری از سیاست‌های اعتباری را ارائه کرده‌اند. این نتیجه نشان می‌دهد سیاست‌های اعتباری سخاوتمندانه چون نیاز به سرمایه‌گذاری بیشتر در حساب‌های دریافتی دارد و نیز از طرف دیگر چون چنین شرکت‌هایی باید بتوانند در طول اتخاذ چنین سیاست‌هایی در مقابل هزینه‌های نقدی واردشده مقاومت کنند؛ اتخاذ چنین سیاست‌هایی به شدت تحت تأثیر میزان نقدینگی و نگهداشت وجه نقد شرکت قرار می‌گیرد. این نتایج هم‌راستا با نتایج (ژانگ، ۲۰۲۰)، (چئونگ، ۲۰۱۶)<sup>۱</sup> و (آذرنیا و همکاران، ۲۰۱۹) و در تضاد با پژوهش (فتحی و رحیم‌پور، ۲۰۱۵) بوده است. بر این اساس به شرکت‌هایی که تمایل دارند برای مشتریان خود امکان فروش اعتباری را فراهم کنند توصیه می‌گردد ابتدا با اتخاذ سیاست‌های مناسب نسبت به وجود منابع نقدینگی کافی اطمینان یابند، سپس به اتخاذ سیاست‌های اعتباری سخاوتمندانه مبادرت ورزند.
- در خصوص فرضیه دوم مبنی بر تأثیر سیاست‌های اعتباری بر بازده اضافی سهام شرکت، مطابق انتظار سیاست‌های اعتباری تأثیری معنادار بر بازده اضافی سهام داشته است. این نتیجه با نتایج پژوهش (مایتی و همکاران، ۲۰۲۰)، (فرهان و یامین، ۲۰۲۰)، (تیاس، ۲۰۲۰)<sup>۲</sup> و (دانشوربنداری و همکاران، ۲۰۲۱) مطابقت دارد و در تضاد با نتایج پژوهش (ژانگ، ۲۰۲۰) است. این نتیجه نشان می‌دهد که داشتن سیاست‌های اعتباری سخاوتمندانه با ایجاد جذابیت برای مشتریان می‌تواند سبب جذب آن‌ها و به تبع آن افزایش بازده سهام چنین شرکت‌هایی گردد. با توجه به این نتیجه، به مدیران و سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود برای آنکه بتوانند از سرمایه‌گذاری‌های خود بازده اضافی کسب کنند در شرکت‌های با سیاست اعتباری سخاوتمندانه، سرمایه‌گذاری

<sup>1</sup> Cheung

<sup>2</sup> Tyas

کنند. همچنین به مدیران شرکت‌ها توصیه می‌گردد که برای جذاب‌تر کردن سهام خود در کنار سایر اقدامات، در صورت مساعد بودن وضعیت نقدینگی شرکت تحت مدیریت خود می‌توانند سیاست‌های اعتباری سخاوتمندانه را در پیش بگیرند.

در رابطه با فرضیه سوم و چهارم در خصوص تأثیرگذاری قدرت رقابت‌پذیری شرکت در بازار بر روابط کشف‌شده اخیر نشان می‌دهند که با لحاظ قدرت رقابت‌پذیری شرکت در بازار، سیاست‌های اعتباری همچنان تحت تأثیر میزان نقدینگی قرار داشته است. به عبارت دیگر تأثیرگذاری نقدینگی بر سیاست‌های اعتباری تحت تأثیر قدرت رقابت‌پذیری شرکت تشدید شده است. با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، به مدیران توصیه می‌گردد در شرایط تشدید رقابت در صنعت برای داشتن مزیت رقابتی مناسب نسبت به رقیب، نقدینگی مناسب برای داشتن اعتبار لازم در راستای ایجاد فضای اعتباری سخاوتمندانه را فراهم سازند. همچنین با لحاظ قدرت رقابت‌پذیری شرکت در بازار محصولات، از تأثیرگذاری سیاست‌های اعتباری بر بازده اضافی سهام شرکت کاسته شده است. این نتایج در تطابق با پژوهش (ژانگ، ۲۰۲۰) است. بر اساس نتیجه اخیر به مدیران شرکت‌ها توصیه می‌گردد در صناعی اقدام به ایجاد فضای اعتباری سخاوتمندانه برای مشتریان کنند که از سطح رقابت‌پذیری پایین‌تری برخوردارند. ضمن آنکه به سرمایه‌گذاران توصیه می‌گردد در صناعی که وضعیت رقابتی بسیار شدید است از سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌هایی که سیاست‌های اعتباری سخاوتمندانه اتخاذ می‌کنند جلوگیری نمایند.

درنهایت به سازمان بورس اوراق بهادار به‌عنوان مهم‌ترین نهاد بازار سرمایه کشور، پیشنهاد می‌شود که خلاصه این پژوهش را در اختیار شرکت‌ها و فعالان این حوزه و نیز سایر نقش‌آفرینان بازار سرمایه قرار دهد تا ذی‌نفعان از نقش رقابت‌پذیری و جریان نقدی در سیاست شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار مطلع گردند تا از این طریق مبانی تصمیم‌گیری بهتری برای آن‌ها ایجاد گردد. همچنین به مراجع استانداردگذار و نهادهای متولی امر حسابداری در کشور توصیه می‌گردد که توجه ویژه‌ای به الزامات، سیاست‌ها و خط‌مشی‌های اعتباری شرکت‌ها داشته باشند تا بدین صورت مبانی قوی جهت تصمیم‌گیری فعالان بورس اوراق بهادار ارائه شود.

با توجه به اهمیت موضوع پژوهش برای گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاران، تحلیلگران، اداره‌کنندگان بورس اوراق بهادار و انجمن‌های حرفه‌ای حسابداری، زمینه‌های بسیاری نظیر موارد زیر برای پژوهش وجود دارد:

- تأثیر ویژگی‌های شخصیتی مدیران بر سیاست‌های اعتباری و نقش ویژگی‌های رقابت‌پذیری بر حساسیت سیاست‌های اعتباری به ویژگی‌های شخصیتی مدیران شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران
- بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر سیاست‌های اعتباری و ویژگی‌های رقابت‌پذیری شرکت‌ها
- بررسی رابطه ایفای مسئولیت‌اجتماعی، سیاست‌های اعتباری و ویژگی‌های رقابت‌پذیری شرکت‌ها
- پژوهش حاضر نیز مانند اغلب تحقیقات، در مراحل مختلف با محدودیت‌ها و مشکلاتی همراه بوده است. بعضی از این محدودیت‌ها به شرح زیر می‌باشد:
- تأثیرات ناشی از تفاوت در روش‌های حسابداری اندازه‌گیری و گزارش رویدادهای مالی ممکن است بر نتایج تأثیر گذارد و تعدیلی از این بابت صورت نگرفته است.
- محدودیت حاکم بر مدل‌سازی داده‌ها، روش رگرسیون و تجزیه و تحلیل آماری مربوطه، محدودیت دیگری است که بر نتایج آماری پژوهش مؤثر می‌باشد که تلاش پژوهش بر حداقل کردن این گونه خطا بوده است.
- حذف بانک‌ها، بیمه‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های بعد از سال ۱۳۸۷ از نمونه پژوهش می‌تواند باعث کوچک شدن نمونه شود. از آن‌جا که کل شرکت‌های بورسی در این پژوهش قرار نداشتند؛ در تعمیم نتایج به کل جامعه باید با وسواس عمل کرد.

## References

- Araujo, L., Minetti, R., & Murro, P. (2021). Relationship finance, informed liquidity, and monetary policy. *Journal of Economic Theory*, 193(5), 105210. <https://doi.org/10.1016/j.jet.2021.105210>
- Ayyagari, M., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2021). How common are credit-less recoveries? Firm-level evidence on the role of financial markets in crisis recovery. *Journal of Corporate Finance*, 69(1), 102016. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102016>
- Azarnia, M., Dehghan, A-A., & Nobari Tabrizi, A. (2019). The role of Liquid-claims, free cash flow and capital structure in optimizing financial leverage (Case study: Iran's Capital Markets Banking Industry). *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 12(42), 1-15. [https://jfkasa.srbiau.ac.ir/article\\_14120.html?lang=en](https://jfkasa.srbiau.ac.ir/article_14120.html?lang=en)
- Chen, S., Wang, K., & Li, X. (2012). Product market competition, ultimate controlling structure and related party transactions. *China Journal of Accounting Research*, 5(4), 293-306. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2012.11.001>
- Cheung, A. (2016). Corporate social responsibility and corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 37, 412-430. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.01.008>
- Daneshvar Bondari, R., Masihabadi, A., & Shorvarzi, M. (2021). The Role of Earnings Quality in Estimating Credit Risk. *Financial Management Strategy*, 9(1), 203-224. <https://doi.org/10.22051/jfm.2019.23338.1869>
- Farhan, N. H., & Yameen, M. (2020). The relationship between credit policy and firms' profitability: Empirical evidence from Indian pharmaceutical sector. *Investment Management & Financial Innovations*, 17(2), 146-156. [https://doi.org/10.21511/imfi.17\(2\).2020.12](https://doi.org/10.21511/imfi.17(2).2020.12)
- Fathi, S., & Rahimpour, M. (2015). The Investigation of the Effect of Control Mechanisms of Corporate Governance on the Level of Cash Flow Holdings in Tehran Stock Exchange. *Financial Management Strategy*, 3(2), 57-75. <https://doi.org/10.22051/jfm.2015.2168>
- Gryzunova, N. V., Pyatanova, V. I., Manuylenko, V. V., & Ordov, K. V. (2019). Models of credit limit-setting for companies as means of encouraging competitiveness. *Entrepreneurship and sustainability issues*, 7(1), 615-625. [https://doi.org/10.9770/jesi.2019.7.1\(43\)](https://doi.org/10.9770/jesi.2019.7.1(43))
- Kao, L., Chen, A., & Lu, C-S. (2018). Ex ante and ex post overvalued equities: The roles of corporate governance and product market competition. *Asia Pacific Management Review*, 23(3), 209-221. <https://doi.org/10.1016/j.apmr.2017.07.002>
- Lin, Q., & Qiao, B. (2021). The relationship between trade credit and bank loans under economic fluctuations - based on the perspective of the supply chain. *Applied Economics*, 53(6), 688-702. <https://doi.org/10.1080/00036846.2020.1809632>
- Maiti, M., Esson, I. A., & Vuković, D. (2020). The impact of interest rate on the demand for credit in Ghana. *Journal of Public Affairs*, 20(3), e2098. <https://doi.org/10.1002/pa.2098>
- Namazi, M., Rezaei, G., & Momtazian, A. (2015). Product Market Competition and Accounting Information Quality. *Journal of Accounting Advances*, 6(2), 131-166. <https://doi.org/10.22099/jaa.2015.2858>
- Nguyen, C., & Pacheco, A. (2022). Confidentiality in loan credit agreements. *International Journal of Managerial Finance*, 18(2), 336-364. <https://doi.org/10.1108/IJMF-10-2020-0532>
- Raei, R., & Talangi, A. (2005). *Advanced Investment Management*. Samt. <https://www.gisoom.com/book/1308501>



- Sharma, V. (2011). Stock returns and product market competition: beyond industry concentration. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 37(3), 283-299. <https://doi.org/10.1007/s11156-010-0205-0>
- Tyas, Y. (2020). Effectiveness of Receivables Management in Increasing Sales Profit on Credit. *Wiga : Jurnal Penelitian Ilmu Ekonomi*, 10(1), 78-86. <https://doi.org/10.30741/wiga.v10i1.529>
- Wang, K., Ding, P., & Zhao, R. (2021). Strategic credit sales to express retail under asymmetric default risk and stochastic market demand. *Omega*, 101(2), 102253. <https://doi.org/10.1016/j.omega.2020.102253>
- Wang, M., & Ku, H. (2021). Utilizing historical data for corporate credit rating assessment. *Expert Systems with Applications*, 165(3), 113925. <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2020.113925>
- Zhang, R. (2020). Trade credit, cash holdings, and product market competition. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 78, 132-146. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2020.01.006>