

## تحقیقی پیرامون ارتباط بین نگاه‌داشت نقدینگی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی

■ محمدرضا عبدلی \*\*\*

■ محسن دارایی \*\*\*\*

■ مجید معبادی \*

■ فرهاد دهدار \*\*

### چکیده

هدف اصلی تحقیق، بررسی پیرامون ارتباط بین نگاه‌داشت نقدینگی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی است. امروزه سرمایه‌گذاران بیش از هر زمان دیگر خواهان ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار هستند. تئوری مالی از مدت‌ها پیش هدف نهایی شرکت‌ها را حداکثر کردن ارزش سهام بیان داشته‌اند. این مسئله از زمانی که سهامداران مالک شرکت و مؤسسه شده و سرمایه‌گذاران منطقی، بازده بلند مدت مناسبی از سرمایه‌گذاری خود طلب نمودند، به صورت یک امر بدیهی و طبیعی درآمد. در گذشته، این مسئله بدرستی تفهیم نشده بود و مورد توجه قرار نمی‌گرفت و به طور سنتی معیارهایی استفاده می‌شد که با وجود این‌که از لحاظ تئوری با ارزش شرکت بدرستی همبستگی نداشت اما به عنوان مهم‌ترین معیارهای ارزیابی عملکرد و حتی پایه و مبنایی برای پاداش در اکثر شرکت‌ها مورد استفاده قرار می‌گرفت.

برای آزمون فرضیه تحقیق، نمونه‌ای متشکل از ۵۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ به میزان ۵ سال مورد مطالعه قرار گرفت. در این تحقیق به دلیل نرمال نبودن متغیرها، ضریب همبستگی اسپیرمن (دوطرفه) استفاده شده است. ونتایج تحقیق حاکی از آن است که بین نگاه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مثبت و معناداری هست. یافته‌ها مؤید نظریه سلسله‌مراتبی است.

**کلیدواژه‌ها:** نقدینگی، ارزش شرکت، عدم تقارن اطلاعاتی، جریان نقدی آزاد، نظریه سلسله‌مراتبی

\* کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی، پردیس علوم و تحقیقات شاهرود

\*\* استادیار و عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود

\*\*\* استادیار و عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود

\*\*\*\* کارشناسی ارشد مدیریت صنعتی (گرایش مالی) - حسابرس ارشد دیوان محاسبات استان سمنان

## مقدمه:

لازمه مبادلات و مراودات از عهد کهن نیاز به زبانی داشته که ماهیت و محتوای آنها را معین نماید و ملاک و معیاری می‌طلبیده که دهنده و ستاننده با آرامش خاطر و رضایت کامل برای ادامه حیات و ارضای تمایلات تکاملی، متعلقات خود را مبادله نمایند.

در دهه‌های گذشته، حسابداری با ازدیاد چالش‌ها برای به کارگیری روش‌های جدید، طراحی تغییرات مناسب در محیط اقتصادی و اصلاح عدم کارایی‌های مشاهده شده در ساختار قوانین نظارت فعلی روبه‌رو شده است. از جمله مسائلی که در این زمینه می‌توان به آن اشاره کرد، نگه داشت نقدینگی و ارزش شرکت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد. با توجه به وجود معیارهای متفاوت جهت ارزیابی نگه داشت نقدینگی و ارزش شرکت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، به کارگیری معیار مناسب می‌تواند اطلاعات قابل اتکاتری در اختیار سهامداران، مشتریان و مردم قرار دهد. موضوع طراحی و تبیین الگوهای جامع تعیین ارزش واحدهای اقتصادی بر اساس محتوای اطلاعاتی مندرج در صورت‌های مالی از مباحث حساس و پرچالشی است که در طی دهه‌های گذشته شدت وحدت بیشتری یافته و به گونه‌ای که واکاوگران مالی، خبرگان حوزه چرخه حسابداری، مدیران امور مالی شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل، به طور مستمر در کنکاش برای یافتن متدهای نوینی برای ارزش‌گذاری شرکت‌ها می‌باشند. به طور کلی به کارگیری یک متدلوژی مناسب در تحقیقات و پردازش صحیح داده‌ها و نهایتاً رسیدن به نتیجه قابل اتکاء یک امر مهم و ضروری می‌باشد. نگه داشت نقدینگی و ارزش شرکت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی یکی از جدیدترین معیارهای ارزیابی عملکرد می‌باشد.

بی‌تردید بقاء و تداوم فعالیت شرکت‌ها در محیط تجاری پیچیده و رقابتی کنونی مستلزم انجام فعالیت‌های سود آور از جمله سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها می‌باشد، به طوری که شرکت‌ها با در نظر گرفتن عوامل مختلف از جمله ریسک و نرخ بازده مورد انتظار، اقدام به سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها می‌نمایند. یکی از منابع مهم و حیاتی در هر واحد اقتصادی وجوه نقد می‌باشد که ایجاد توازن بین وجوه نقد موجود و نیازهای نقدی نیز یکی از مهم‌ترین عوامل سلامت اقتصادی واحدهای تجاری و تدام فعالیت آنهاست. این‌که شرکت‌ها چگونه منابع مالی مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری در این فعالیت‌ها را تامین می‌کنند ساختار سرمایه شرکت‌ها را شکل می‌دهد.

## بیان مسئله:

آنچه در بازارهای سرمایه باید مورد توجه قرار گیرد، این است که بسیاری از افرادی که اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند، مردم عادی هستند که تنها راه دسترسی آن‌ها به اطلاعات مهم، اطلاعیه‌هایی است که از جانب شرکت منتشر می‌شود. حال اگر در بین سرمایه‌گذارانی که در بازارهای سرمایه مشغول فعالیت بوده، افرادی باشند که از نظر اطلاعاتی نسبت به سایرین در موقعیت بهتری قرار داشته

باشند این آگاهی بیشتر، عمدتاً باعث ایجاد منافع اقتصادی برای طرف برخوردار از اطلاعات بیشتر است (کلارکسون و همکاران ۲۰۰۷) و به عنوان مثال از اعلان‌هایی که قرار است درباره سود صورت پذیرد مطلع باشند قادر خواهند بود تا با عرضه و تقاضای بازار تأثیر گذاشته و به اصطلاح، منجر به بروز شکاف قیمت‌ها شوند که از دلایل اصلی آن نیز وجود عدم تقارن اطلاعاتی ارزش شرکت و مربوط بودن اطلاعات فوق با نگهداشت وجه نقد در بازار سرمایه نیز می‌باشد. از علت‌های تفاوت هزینه تامین مالی داخلی و خارجی در بین شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران، عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد به طوری که تامین مالی خارجی هزینه بیشتری برای شرکت به همراه خواهد داشت؛ به عبارت دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی تامین مالی خارجی را مشکل‌تر می‌سازد، زیرا افراد خارج از شرکت می‌خواهند مطمئن باشند که اوراق بیش از اندازه قیمت‌گذاری نشده باشد (اپلر و همکاران ۱۹۹۹) در مجموع می‌توان گفت که عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه تامین مالی تأثیر مهمی خواهد داشت. عدم تقارن اطلاعاتی در زمان محاسبه ارزش شرکت و ارتباط آن با نگهداری وجه نقد یکی از عوامل مهم و از پدیده‌های منفی است که معمولاً در بازار اوراق بهادار رخ داده و منجر به تصمیم‌گیری‌های نامناسب اقتصادی توسط سرمایه‌گذاران می‌شود.

### مبانی نظری تحقیق عدم تقارن اطلاعاتی:

آنچه در بازارهای سرمایه باید مورد توجه قرار گیرد، این است که بسیاری از افرادی که اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند، مردم عادی هستند که تنها راه دسترسی آنها به اطلاعات مهم، اطلاعیه‌هایی است که از جانب شرکت منتشر می‌شود. حال اگر در بین سرمایه‌گذارانی که در بازارهای سرمایه مشغول فعالیت بوده، افرادی باشند که از نظر اطلاعاتی نسبت به سایرین در موقعیت بهتری قرار داشته باشند. این آگاهی بیشتر، عمدتاً باعث ایجاد منافع اقتصادی برای طرف برخوردار از اطلاعات بیشتر است<sup>۱</sup> (کلارکسون و همکاران ۲۰۰۷) و به عنوان مثال از اعلان‌هایی که قرار است درباره سود صورت پذیرد مطلع باشند قادر خواهند بود تا با عرضه و تقاضای بازار تأثیر گذاشته و به اصطلاح، منجر به بروز شکاف قیمت‌ها شوند که از دلایل اصلی آن نیز وجود عدم تقارن اطلاعاتی ارزش شرکت و مربوط بودن اطلاعات فوق با نگهداشت وجه نقد در بازار سرمایه نیز می‌باشد. از علت‌های تفاوت هزینه تامین مالی داخلی و خارجی بین شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران، عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد به طوری که تامین مالی خارجی هزینه بیشتری برای شرکت به همراه خواهد داشت؛ به عبارت دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی تامین مالی خارجی را مشکل‌تر می‌سازد، زیرا افراد خارج از شرکت می‌خواهند مطمئن باشند که اوراق بیش از اندازه قیمت‌گذاری نشده باشد<sup>۲</sup> (اپلر و همکاران ۱۹۹۹) در مجموع می‌توان گفت که عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه تامین مالی تأثیر مهمی خواهد داشت. عدم تقارن اطلاعاتی در زمان محاسبه ارزش شرکت و ارتباط آن با نگهداری وجه نقد یکی از عوامل مهم و از

پدیده‌های منفی است که معمولاً در بازار اوراق بهادار رخ داده و منجر به تصمیم‌گیری‌های نامناسب اقتصادی توسط سرمایه‌گذاران می‌شود.

### نظریه سلسله‌مراتبی:

عبارت‌تست از به هزینه گرفتن سرمایه در وضعیت معمول شرکت‌ها به دلیل عدم تقارن اطلاعات می‌باشد، لذا هنگام نیاز به منابع بر بدهی اتکا کرده و زمانی که منابع کافی دارند، بدهی‌ها را در سررسیدشان پرداخت یا در پروژه سودآور سرمایه‌گذاری کرده یا دارایی‌های نقد انباشت می‌کنند. (اپلر و همکاران ۱۹۹۹)

درخصوص نگهداری وجه نقد این نظریه از ساختار سرمایه نشأت می‌گیرد که توسط <sup>۳</sup>مایرز و مجلوف (۱۹۸۴) ارائه شد. نظریه سلسله‌مراتبی در بحث تامین مالی بیان می‌دارد که در ابتدا سرمایه‌گذاری شرکت با سود انباشته و بعد از آن با بدهی‌ها و سرانجام با انتشار سهام، تامین مالی می‌کند. هدف از رعایت این ترتیب، کاهش هزینه‌های عدم تقارن اطلاعاتی و سایر هزینه‌های تامین مالی است <sup>۴</sup> (فریرا و همکاران ۲۰۰۴) به‌طور کلی بر اساس این نظریه در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی بین مانده وجه نقد و ارزش شرکت رابطه مستقیم وجود داشته، زیرا نگهداشت وجه نقد می‌تواند از هزینه‌های گزینش نادرست جلوگیری کند که با تامین مالی خارجی افزایش می‌یابد و به این ترتیب به افزایش ارزش شرکت کمک می‌کند. (مایرز و همکاران)

### جریان نقدی آزاد: (Free Cash Flow)

عبارت است از مقداری از جریان نقدی بیشتر از آنچه که برای تامین خالص ارزش فعلی مثبت پروژه Qها باقی می‌ماند که با هزینه سرمایه مربوط تنزیل شده و باقی می‌ماند. بر اساس این نظریه هزینه نمایندگی به عنوان سرمایه‌گذاری با جریان نقدی در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی تعریف می‌شود. در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی امکان این که مدیران جریان‌های نقدی را در پروژه‌های غیرسودآور سرمایه‌گذاری کنند وجود دارد.

و همچنین بر این اساس انگیزه مدیران در زمینه انباشت وجه نقد به جهت کنترل قراردادن منابع و افزایش آنها وجود دارد. تا در تصمیمات برای سرمایه‌گذاری‌ها از قدرت قضاوت و تشخیص بهره‌مند شوند. سرمایه‌گذاری مدیران در پروژه‌های غیرسودآور باعث کاهش ثروت سهامداران خواهد شد؛ و لیکن احتمال تامین منافع شخصی مدیران وجود دارد <sup>۵</sup> (چانگ و همکاران، ۲۰۰۵) در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی طبق این نظریه بین مانده وجه نقد و ارزش شرکت رابطه معکوس وجود دارد. جریان نقدی آزاد مقداری از جریان نقدی است که اگر بین سهامداران تقسیم شود تأثیری در قدرت سود دهی شرکت نخواهد گذاشت. به عبارت دیگر جریان نقدی آزاد، سود خالص عملیاتی بعد از مالیات و پس از کسر سرمایه مورد نیاز برای رشد می‌باشد. این معیار نسبت به معیارهای قبلی دارای مزایای بیشتری است. سهامداران و مدیریت ناشی می‌شود.

سهامداران از مدیران می‌خواهند که شرکت را چنان اداره نمایند که ارزش سهامدار را افزایش

دهد اما مدیریت ممکن است بخواهند قدرت و ثروت شخصی را افزایش دهند که ممکن است بهترین منافع برای سهامداران نباشد. جریان نقدی آزاد برای اهداف کوتاه مدت می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد زیرا یک محدوده معینی از زمان (یک دوره مالی) را در نظر می‌گیرد و به آینده چندان کاری ندارد.<sup>۷</sup>

### پیشینه تحقیق:

یکی از منابع مهم و حیاتی در هر واحد اقتصادی وجوه نقد می‌باشد که ایجاد توازن بین وجوه نقد موجود و نیازهای نقدی نیز یکی از مهم‌ترین عوامل سلامت اقتصادی واحدهای تجاری و تدام فعالیت آنهاست. این که شرکت‌ها چگونه منابع مالی مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری در این فعالیت‌ها را تأمین می‌کنند ساختار سرمایه شرکت‌ها را شکل می‌دهد. حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی نقش سهامداران نهادی به عنوان یکی از مهم‌ترین معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران پرداختند. برای این منظور اطلاعات ۵ ساله طی سال‌های (۱۳۸۴-۱۳۸۸) برای ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهند که با وجود این که میزان مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بسیار زیاد می‌باشد، اما هیچ‌گونه رابطه معناداری بین سهامداران نهادی (اشخاص حقوقی) و بازده وجود ندارد. این در حالی است که نتایج به دست آمده از پژوهش‌های انجام شده در سایر کشورها عموماً وجود رابطه مثبت و یا حتی منفی بین سهامداران نهادی و بازده را مورد تأیید قرار داده است. (خدای پور و قدیری ۱۳۹۰) یکی از اثرات اطلاعات نامتقارن این است که بر سر راه فعالیت درست بازار مانع ایجاد نماید و در بدترین حالت امکان دارد، یک بازار در نتیجه نامتقارن بودن اطلاعات به طور کامل متلاشی شود.

کاشانی پور و نقی‌نژاد (۱۳۸۸) به بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر تغییرات سطوح نگهداری وجه نقد در برابر تغییرات در جریان‌های نقدی پرداختند. با استفاده از معیارهای متعدد (اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی و گروه تجاری) به عنوان نماینده‌ای از وجود محدودیت‌های مالی، نشان داده شد که جریان‌های نقدی تأثیر معناداری بر سطوح نگهداری وجه نقد ندارد و هم چنین تفاوت معناداری بین حساسیت جریان نقدی وجه نقد شرکت‌های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی نیست.

آقائی و همکاران (۱۳۸۸) تأثیر ۱۰ عامل را در نگهداری موجودی‌های نقدی توسط شرکت‌ها مورد مطالعه قرار دادند. شواهد تحقیق آنان حاکی است که حساب‌های دریافتی، خالص سرمایه در گردش، موجودی‌های کالا و بدهی‌های کوتاه‌مدت به ترتیب از مهم‌ترین عوامل با تأثیر منفی بر نگهداری موجودی‌های نقدی است. از سوی دیگر، فرصت‌های رشد شرکت، سود تقسیمی، نوسان جریان‌های نقدی و سود خالص به ترتیب از مهم‌ترین عوامل با تأثیر مثبت بر نگهداری موجودی‌های

نقدی است؛ اما شواهد کافی در مورد تاثیر منفی بدهی‌های بلند مدت و اندازه شرکت‌ها بر نگهداری موجودی‌های نقدی وجود ندارد. فخاری و تقوی (۱۳۸۸) اثر کیفیت گزارشگری مالی را در قالب کیفیت ارقام تعهدی بر میزان نگهداشت وجه نقد مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های آنان نشان می‌دهد. کیفیت گزارشگری مالی با نقد و معادل‌های نقدی رابطه منفی و معناداری دارد. نتایج همچنین بیانگر این است که متغیرهای فرصت رشد، جریان نقدی و دارایی‌های نقدی اثر مثبتی بر مانده نقد دارد و متغیرهای اندازه و سررسید بدهی با مانده نقد رابطه‌ای منفی دارد. در بسیاری از تصمیم‌گیری‌های مالی، و همچنین توانایی شرکت در تعیین منابع مالی بالقوه اعم از داخلی و خارجی برای استفاده سرمایه‌گذاری‌ها و تهیه برنامه‌های مالی مناسب که از عوامل اصلی رشد و پیشرفت یک شرکت محسوب شده و در تصمیم‌گیری بسیاری از روش‌های ارزیابی طرح‌های سرمایه‌ای، و ارزش‌گذاری اوراق بهادار، جریان‌ات نقدی نقشی محوری دارد (ثقفی و هاشمی ۱۳۸۳).

با توجه به مشاهده رفتار متناقض شرکت‌ها با پیش‌بینی نظریات آن‌ها که هم ناشی از قابل اتکاء نبودن بسیاری از مفروضات آن‌ها بود، تئوری‌های متعددی در خصوص الگوی مطلوب ساختار سرمایه ارائه شده‌اند که هر یک عامل یا عوامل خاصی را در انتخاب ساختار مطلوب سرمایه دخیل می‌دانند. عرب‌مازاز یزدی به بررسی محتوای افزاینده اطلاعاتی جریان‌های تعهدی و نقدی شرکت‌ها پرداخته است. مجموعه نتایج نشانگر این است که داده‌های جریان‌های نقدی محتوای افزاینده اطلاعاتی نسبت به داده‌های جریان‌های تعهدی ندارد و رابطه معناداری بین تغییرات غیرمنتظره جریان‌های نقدی عملیات و تغییرات غیرمنتظره بازار سهام نیست. (کردستانی و رودنشین از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۸) به بررسی میزان مربوط بودن اجزای نقدی و تعهدی سود حسابداری به ارزش بازار شرکت‌ها پرداختند. نتایج تحقیقات حاکی است اجزای نقدی سود توان توضیحی بیشتری برای ارزش بازار در مقایسه با اجزا تعهدی سود دارد و از سودمندی بیشتری برخوردار است.

نتایج تحقیقات رضازاده، آزاد در سال ۱۳۸۷ نشانگر این موضوع است که گزارش‌های مالی یکی از منابع اطلاعاتی در دسترس بازارهای سرمایه است که انتظار می‌رود در توسعه سرمایه‌گذاری و افزایش کارایی آن نقش ایفا نماید. چنانچه اطلاعات محرمانه وجود نداشته باشد، بازار سازها در هنگام دریافت اطلاعات قیمت را به سطح مناسب هدایت می‌کنند و در نتیجه خرید و فروش غیرعادی صورت نمی‌گیرد

(احمدپور و رسائیان ۱۳۸۵) اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام با عوامل متعددی ارتباط دارد. نتایج برخی از تحقیقات نشان‌دهنده وجود رابطه بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان متغیر وابسته و نوسان‌های بازده سهام شرکت‌ها و ارزش بازار آن‌ها به عنوان متغیرهای مستقل می‌باشد.

گریچو و دیگران (۲۰۱۰) نیز از نوسانات بازار و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی به عنوان متغیر مستقل برای توضیح اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش

سهام استفاده کردند و نشان دادند که نوسانات بازار سهام توان توضیح اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را دارند.

(پاولینا و همکاران ۲۰۱۱) بر طبق تئوری آنان، شرکت‌ها انتشار اوراق بدهی را بر انتشار سهام ترجیح می‌دهند. در نتیجه در بازارهای ناقص نمی‌توان براحتی منابع داخلی و خارجی را جایگزین یکدیگر در نظر گرفت، زیرا برای تامین مالی خارج از شرکت باید هزینه‌های اضافی پرداخت و این هزینه به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می‌یابد

اپلر و همکاران (۲۰۰۹) به این نتیجه دست یافتند که مدیران بخشی از وجه نقد را به دلیل رعایت جانب احتیاط (با انگیزه پیشگیرانه) نگهداری می‌کنند. همچنین می‌کلسون و پارچ به این نتیجه رسیدند که نگهداشت مداوم وجه نقد زیاد منجر به عملکرد ضعیف نمی‌شود و نشان‌دهنده تضاد منافع بین مدیران و سهامداران نیست. شواهد آنان با این فرض مطابقت می‌کند که ذخائر وجه نقد، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. در کشورهای با حمایت ضعیف از سهامداران، مدیران می‌توانند با مصونیتی نسبی وجه نقد را انباشته کنند و سود نقدی کمتری تقسیم کنند.

نتایج تحقیق بیتز و دیگران (۲۰۱۰) با هدف پاسخ به این سؤال که چرا شرکت‌ها وجه نقد زیادی نگهداری می‌کنند، نشان می‌دهد که میانگین نسبت نقدی شرکت‌های ایالات متحده طی سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۰۹ بطور قابل توجهی افزایش یافته و این افزایش بیشتر برای شرکت‌هایی است که سود سهام منظمی نمی‌پردازند. دلیل اصلی این افزایش، زیاد شدن خطرپذیری شرکت‌های آمریکایی عنوان شده است.

آنچه در بازارهای سرمایه باید مورد توجه قرار گیرد، این است که بسیاری از افرادی که اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند، مردم عادی هستند که تنها راه دسترسی آنها به اطلاعات مهم، اطلاعیه‌هایی است که از جانب شرکت منتشر می‌شود. حال اگر در بین سرمایه‌گذارانی که در بازارهای سرمایه مشغول فعالیت بوده، افرادی باشند که از نظر اطلاعاتی نسبت به سایرین در موقعیت بهتری قرار داشته باشند این آگاهی بیشتر، عمدتاً باعث ایجاد منافع اقتصادی برای طرف برخوردار از اطلاعات بیشتر است (کلارکسون و همکاران ۲۰۱۱)

(دنيس و استيریکلند ۲۰۱۱) با استفاده از اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان معیاری از نقدشوندگی سهام، ساختار مالکیت را طی دوره تجزیه سهام با نقد شونده‌گی مرتبط ساختند. گرچه آن‌ها به این نتیجه رسیدند که بعد از تجزیه سهام شرکت‌ها، نقدشوندگی آن‌ها افزایش می‌یابد اما منافع نقدشوندگی بستگی به میزان مالکیت سازمان دارد. دنيس و استيریکلند با این نتیجه رسیدند که اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام با سطح مالکیت سازمانی رابطه منفی دارد. در تئوری سلسله مراتب گزینه‌های مالی یا تئوری ترجیحی (یکی از تئوری‌های مرتبط با ساختار سرمایه) که بر نامتقارن بودن اطلاعات بحث می‌کند مطرح شد. زیربنای این تئوری بر مبنای مفهوم عدم تقارن اطلاعاتی در بازار است، که باعث می‌شود شرکت‌ها در تامین منابع مالی مورد نیاز،

سلسله مراتب معینی را طی کنند. بر مبنای این تئوری شرکت‌ها ترجیح می‌دهند به منابعی روی آورند که دارای کمترین میزان عدم تقارن اطلاعاتی است زیرا هزینه تامین منابع با افزایش سطح عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می‌یابد (مایرز و مجلوف).

به لحاظ تجربی بسیاری از تحقیقات در حوزه بازار سرمایه به بررسی مفید بودن اطلاعات حسابداری برای سرمایه‌گذاران پرداخته‌اند. مفید بودن اطلاعات حسابداری برای سرمایه‌گذاران، به طور تجربی از طریق ارتباط (عدم ارتباط) ارقام حسابداری منتشره با تغییر در قیمت سهام و یا سایر مولفه‌های با اهمیت و مورد نیاز جامعه بررسی شده است (ولک و همکاران ۲۰۱۱)

<sup>۸</sup> لی (۲۰۰۹) چارچوبی ارائه کرد که حاکمیت شرکتی، وجه نقد و ارزش‌گذاری شرکت را به یکدیگر مرتبط می‌سازد. هارفورد (۲۰۰۸) به نتایج مشابهی رسید و دریافت که حاکمیت شرکتی ضعیف با ارزش شرکت رابطه‌ای معکوس دارد و این رابطه معکوس با افزایش مانده وجه نقد برجسته‌تر می‌شود. دیتمار و اسمیت (۲۰۰۷) برای پاسخ به این سؤال که چگونه حاکمیت شرکتی مناسب موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود، دریافتند که بین حاکمیت شرکتی مناسب و مانده وجه نقد رابطه هست. به اعتقاد آنان، حاکمیت شرکتی مناسب، ارزش شرکت را از طریق استفاده بهتر از وجه نقد افزایش می‌دهد.

<sup>۹</sup> دیتمار و همکاران (۲۰۰۳) میانگین نگهداشت وجه نقد (دارایی نقدی) را بین کشورهای با حمایت قوی از سهامداران و دارای بازارهای سرمایه پیشرفته مقایسه کردند و نتیجه گرفتند که شرکت‌ها در کشورهای با حمایت قوی‌تر و بازارهای سرمایه‌های آن‌ها توسعه یافته‌تر است و وجه نقد کمتر نگهداری می‌کنند. این نتیجه نشان می‌دهد که سهامداران می‌خواهند وجه نقد در اختیار مدیران را محدود کنند و زمانیکه قدرت کافی داشته باشند این کار را انجام می‌دهند.

<sup>۱۰</sup> پینکویتز و همکاران (۲۰۰۴) نیز تاثیر حمایت از حقوق سهامداران در سطح کشور بر نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در شرایط عدم تقارن را آزموده و نشان می‌دهند که در کشورهای با حمایت پایین از سرمایه‌گذار، وجه نقد برای سهامداران خرد ارزش کمی دارد. این نتیجه با این فرض هماهنگ است که حمایت ضعیف از حقوق سهامداران این امر را برای مدیر و سهامداران دارای کنترل تسهیل می‌کند که منابع شرکت را در جهت منافع خود هدایت کنند.

<sup>۱۱</sup> هارفورد (۱۹۹۹) دلایلی را بیان می‌کند که سهامداران نگران مباشرت مدیران بر ذخائر بزرگ و جوه داخلی باشند. وی نشان می‌دهد شرکت‌هایی که از لحاظ وجه نقد غنی هستند با احتمال بیشتری به تحصیل سایر شرکت‌ها می‌پردازند و تحصیل‌های آن‌ها با احتمال بیشتری کاهنده ارزش است.

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان یکی از اجزای ساختار بازار از اهمیت ویژه‌ای در ادبیات مالی برخوردار گشته است و از معیارهای مهم نقدشوندگی بازار سرمایه محسوب می‌گردد. بسیاری از تحقیقات، از اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان معیار



نقدشوندگی استفاده کرده‌اند. برخی از تحقیقات مانند تحقیق<sup>۱۲</sup> هریس (۱۹۹۴) و تحقیق ریان (۱۹۹۶) از ارزش بازار شرکت و برخی دیگر از نسبت‌های مالی به عنوان معیار ریسک برای توضیح اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام استفاده کردند.

چن و کان (۱۹۸۹) نشان دادند که رابطه بین نگهداشت نقدینگی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام نسبت به روش برآورد حساس است. نتایج تحقیق آنها نشان می‌دهد که در بازار سهام، هزینه‌های انجام معامله تاثیر مهمی بر بازده مورد انتظار سهام و نقدینگی شرکت و ارزش شرکت‌ها در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی ندارد. نتایج تحقیق الزاراپورو و رینگانام در سال ۱۹۹۳ نشان دهنده رابطه مثبت بین نگهداشت نقدینگی ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام است.

در تحقیقاتی مانند تحقیق<sup>۱۳</sup> استل (۱۹۸۹) گلستن و هریس (۱۹۸۸) و برخی دیگر از تحقیقات اخیر مانند تحقیق آتکینس و دیل (۱۹۹۷) و منیاه و پائودبال (۲۰۰۰) از متغیر مستقل نوسانات بازده بازار سهام و ارزش شرکت به عنوان جایگزینی برای ریسک سهام شرکت استفاده شده است. تئوری نوین ساختار سرمایه در سال ۱۹۸۵، و با انتشار مقاله‌ای توسط<sup>۱۴</sup> (میلر و مادیلیانی) مطرح گردید. این دو پژوهشگر ثابت کردند که با وجود مجموعه‌ای از مفروضات محدود کننده و با صرف نظر کردن از مالیات، هزینه‌های قرارداد و وجود تقارن اطلاعاتی در میان فعالان بازار خط‌مشی تامین مالی شرکت بر ارزش جاری بازار شرکت بی‌تاثیر است و با کمترین هزینه پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود را تامین مالی کنند، در نتیجه شرکت‌ها می‌توانند به آسانی منابع داخلی و خارجی را با هم جایگزین نمایند و هیچ هزینه‌ای اضافی از این بابت نمی‌پردازند.

گلستن و میلگرام نشان دادند که هزینه‌های انتخاب نادرست، از عدم اطمینان درباره ارزش نقدینگی آتی ناشی می‌شوند. تحقیق آن‌ها بر این فرض استوار است که اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام یک پدیده صرفاً اطلاعاتی است (milgrom&glisten ۱۹۸۵)

در دهه (۱۹۷۰) سه دانشمند به نام‌های مایکل اسپنس، جرج آکرف و جوزف استیلتیز<sup>T</sup> نظریه‌ای را پایه‌گذاری کردند که بعدها به نظریه عدم تقارن اطلاعاتی موسوم شد. در این نظریه آکرف نوعی بازار را به تصویر می‌کشد که فروشنده اطلاعات بیشتری را نسبت به خریدار در اختیار دارد. دامنه فاصله قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام نمایشگر سطح عدم تقارن اطلاعاتی بین طرفین معامله می‌باشد. و فرض می‌شود هر چه توزیع اطلاعات در بازار به صورت نامساوی و از کانال‌های غیررسمی انجام شود، دامنه عدم تقارن اطلاعاتی نیز بیشتر بوده و فاصله قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام بیشتر خواهد بود (آکرف و همکاران ۱۹۷۰)

<sup>۱۵</sup> لفرت (۲۰۰۷) با استفاده از داده‌های ۴ ساله برای ۱۶۰ شرکت به این نتیجه رسید که افزایش در نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود..

از عوامل مهم و موثر در تصمیم‌گیری، وجود اطلاعات مناسب است. در صورتی که اطلاعات مورد

نیاز به صورتی نامتقارن بین افراد توزیع شود، می‌تواند نتایج متفاوتی را سبب شود. بنابراین اگرچه اطلاعات برای فرد تصمیم‌گیرنده مهم باشد، اما این کیفیت توزیع اطلاعات است که باید به صورت دقیق مورد ارزیابی قرار گیرد (دیاموند و ورچیا ۱۹۹۱) و از آنجا که گزارش‌های مالی، ابزاری برای افشای اطلاعات مالی قابل اعتماد و قابل اتکاست، که در دسترس عموم قرار می‌گیرد، در صورت بهنگام بودن می‌تواند از طریق کاهش اطلاعات خصوصی و محرمانه باعث کاهش احتمال انتخاب نادرست توسط سرمایه‌گذاران شود. این عدم تقارن اطلاعاتی که ناشی از وجود سرمایه‌گذارانی است که دارای اطلاعات محرمانه هستند، هزینه‌هایی را از طریق انتخاب نادرست در مبادلات میان خریداران و فروشندگان سهام شرکت به وجود می‌آورد که این انتخاب نادرست، کاهش سطح نقدینگی برای سهام شرکت را نشان می‌دهد (لئوز و ورچیا ۲۰۰۰) لمن و زندر (۲۰۰۴) دریافتند که سلسله مراتب تعدیل شده (که هنوز در ماندگی مالی را در نظر می‌گیرد) بهتر می‌تواند رفتار تامین مالی شرکت‌ها را توصیف نماید. در حالی که فاما و فرنچ چنین چیزی را مشاهده نکردند. فرانک و گوال در تحقیق خود در سال (۲۰۰۳) به این نتیجه رسیدند که تئوری سلسله‌مراتبی رفتار تامین مالی شرکت‌های بزرگ‌تر خلاف شرکت‌های کوچک‌تر بهتر می‌تواند توضیح دهد. اما فاما و فرنچ یافته‌های آنها را تایید نکردند و نهایتاً در تازه‌ترین مطالعه انجام شده، براث و همکاران استدلال کردند که شرکت‌های مواجه با عدم تقارن اطلاعاتی کمتر، بخش عمده‌ای از عدم کارکرد این تئوری را تبیین می‌نمایند. با این حال جانگ و همکاران (۱۹۹۶) عکس آن را ثابت کردند.

## فرضیات تحقیق:

### فرضیه ۱:

بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی (عدم دسترسی برابر و بهنگام سرمایه‌گذاران و سایر ذی‌نفعان بازار سرمایه به منابع اطلاعاتی موثق به منظور تصمیم‌گیری در امر تجهیز و تخصیص وجوه به فرصت‌های سودآور) رابطه معناداری وجود دارد.

$$H01:\rho(\text{CBL},\text{FV})=0$$

$$HA1:\rho(\text{CBL},\text{FV})\neq 0$$

### فرضیه ۲:

بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی (عدم دسترسی برابر و بهنگام سرمایه‌گذاران و سایر ذی‌نفعان بازار سرمایه به منابع اطلاعاتی موثق به منظور تصمیم‌گیری در امر تجهیز و تخصیص وجوه به فرصت‌های سودآور)، در صورت مثبت بودن رابطه و تایید نظریه سلسله‌مراتبی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

$$H02: \rho(CBL, FV) = 0$$

HA2:  $\rho(CBL, FV) > 0 \rightarrow$  So: Confirmed Hierarchy Theory

### فرضیه ۳:

بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی (عدم دسترسی برابر و بهنگام سرمایه‌گذاران و سایر ذی‌نفعان بازار سرمایه به منابع اطلاعاتی موثق به منظور تصمیم‌گیری در امر تجهیز و تخصیص وجوه به فرصت‌های سودآور)، در صورت منفی بودن رابطه و تایید نظریه جریان نقدی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

$$H03: \rho(CBL, FV) = 0$$

HA3:  $\rho(CBL, FV) < 0 \rightarrow$  So: Confirmed Cash-Flow Theory

### روش تحقیق:

این تحقیق در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری قرار می‌گیرد. با توجه به اطلاعات تاریخی، که در آزمون فرضی‌ها استفاده شده در گروه تحقیقات شبه‌آزمایشی طبقه‌بندی می‌شود؛ با توجه به ماهیت و روش تحقیق فوق، این تحقیق از نوع تحقیق توصیفی همبستگی می‌باشد. به لحاظ معرفت‌شناختی از نوع تجربه‌گرا، سامانه استدلال آن استقرایی (حرکت از جزء به کل) است.

### جامعه و نمونه آماری:

جامعه آماری این تحقیق از کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌شود؛ البته شرکت‌هایی که حائز شرایط زیر باشند به عنوان جامعه تحقیق انتخاب می‌شوند:

- ۱- طی دوره زمانی تحقیق در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
  - ۲- سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد.
  - ۳- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی (مانند بانک‌ها، موسسات بیمه) نباشند.
  - ۴- دوره زمانی متصور در این تحقیق ۵ ساله و شرکت‌هایی که در دوره زمانی تحقیق در بورس یعنی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ پذیرفته شده باشند.
  - ۵- اطلاعات مالی آنها از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ در دسترس باشند.
- با در نظر گرفتن این معیارها، تعداد ۵۵ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شد.

### سنجش متغیرهای تحقیق

#### اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی:

متغیر «عدم تقارن اطلاعاتی» متغییر مداخله‌گر یا متغییر کنترلی است. عدم تقارن اطلاعاتی یک مفهوم کیفی است برای این‌که قادر باشیم آن را در قالب اعداد و ارقام بیان کنیم، به مدلی نیاز داریم تا بتوانیم آن را کمی کنیم برای این کار از دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام استفاده می‌کنیم. این مدل توسط چیانگ و وینکاتش در سال ۱۹۸۶، برای تعیین دامنه قیمت پیشنهادی

خرید و فروش سهام مورد استفاده قرار گرفت. از این مدل در تحقیقات متعددی استفاده شده است. استل، مورس و آشمن، ریان، بون و در ایران نیز قائمی و وطن‌پرست و احمدپور و رساییان و رضازاده و آزاد برای اندازه‌گیری عدم تقارن و اطلاعاتی و اندازه‌گیری نقدشوندگی از این مدل بهره گرفته‌اند. مدل یاد شده به شرح زیر است:

$$\text{SPREAD}_{it} = \frac{(AP - BP) \times 100}{(AP + BP) \div 2}$$

t: سال مورد بررسی

i: شرکت مورد بررسی

SPREAD، دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

AP (ASK PRICE): میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در دوره t

BP (BID PRICE): میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در دوره t است.

و طبق رابطه بالا، هر چه دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام عدد بزرگ‌تری باشد، حاکی از عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر است در آزمون فرضیه‌ها، قدرمطلق عدد حاصل از این مدل مورد استفاده قرار می‌گیرد.

محاسبه شاخص تقارن اطلاعاتی برای نمونه انتخابی:

نسبت شاخص تقارن اطلاعاتی (Symmetric Information Ratio)  $\Sigma \text{SPR}_{jt} / N \times T = \text{SIR}$

$\text{Spread}_{jt} = \Sigma \text{SPR}_{jt} / \Sigma$  مجموع ستون نسبت تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش برای شرکت j در دوره t

T = تعداد سال‌های مورد آزمون مشتمل بر ۵ سال بین ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹

N = تعداد نمونه آماری انتخاب شده مشتمل بر ۵۵ شرکت حاصل  $N \times T = ۲۷۵ = ۵ \times ۵۵$  معادل شرکت/ سال مالی خواهد بود.

**نقدینگی:**

متغیر محرک درون داد است که به وسیله پژوهشگر اندازه‌گیری، دستکاری یا انتخاب می‌شود تا تأثیر یا ارتباط آن با متغیر دیگری معین شود. متغیر مستقل پیش فرض متغیر وابسته است. به عبارت دیگر این متغیر، مقدمه و متغیر وابسته، نتیجه است. متغیر مستقل در این تحقیق نگهداشت نقدینگی می‌باشد. که این متغیر از صورت سود و زیان و ترازنامه و یادداشتهای همراه شرکت‌های نمونه استخراج گردیده است. استیون M براگ در کتاب نسبت‌های کسب و کار از فرمول Cash Ratio استفاده نموده است که فرمول فوق برای اندازه‌گیری نقدینگی یک شرکت با محاسبه نسبت بین تمام پول و دارایی‌ها و معادل پول نقد و بدهی‌های جاری است. این منبع موجودی و حساب‌های دریافتنی در مقایسه به نسبت کنونی آن است.

مدل اندازه‌گیری تنهاترین منبع از تمام دارایی‌ها در مقابل بدهی‌های جاری، و بنابراین به عنوان محافظه کار از سه نسبت نقدینگی دیده می‌شود.

$$\begin{aligned} \text{Cash Ratio} &= \text{Cash Equivalents} + \text{Cash} \\ \text{Current Liabilites} \\ &= \text{Cash Equivalents} + \text{Cash Accruals} + \text{Accounts Payable} + \text{Notes Payabl} \end{aligned}$$

Cash Ratio = نسبت پول نقد

Cash Equivalents + Cash = شبه نقد + وجه نقد

Current Liabilites = تقسیم کلیه وجوه نقد و شبه نقد به بدهی‌های جاری

\*\*\* این نسبت نیز به عنوان نسبت نقدینگی و پول نقد نسبت به دارایی‌ها شناخته شده است.

\*\*\*

Cash Equivalents + Cash = تقسیم شبه نقد + وجه نقد

Accruals + Accounts Payable + Notes Payable = معوقه‌ها + حساب‌های پرداختنی +

اسناد پرداختنی

### مدل آماری تحقیق:

برای تعیین مدل رگرسیونی و بررسی ضرایب رگرسیونی از ستون ضرایب استاندارد شده استفاده می‌شود. اولاً با توجه به این که sig آزمون T از ۰.۰۵ کمتر است، لذا فرض صفر بودن ضرایب رد می‌شود. به این معنا که ضرایب از لحاظ آماری معنادار هستند. دوماً با توجه به ضرایب مدل رگرسیونی

$$Y = (0.978) X_1 + (0.160) X_2 + (0.052) X_3$$

به شرح زیر حاصل می‌شود.  $X_1$  و  $X_2$  و  $X_3$  به ترتیب متغیر وابسته: سطح نگهداشت وجه نقد و متغیرهای مستقل: ارزش بازار سهام، تعداد سهام، ارزش بازار شرکت هستند.

ضرایب مدل حاکی از آن است که با تغییر یک واحد متغیر تعداد سهام، متغیر سطح نگهداشت وجه نقد به اندازه ۰.۹۷۸ واحد تغییر می‌یابد. با تغییر یک واحد متغیر ارزش بازار شرکت، متغیر سطح نگهداشت وجه نقد به اندازه ۰.۱۶ واحد تغییر می‌یابد. با تغییر یک واحد متغیر ارزش بازار سهام، متغیر سطح نگهداشت وجه نقد به اندازه ۰.۰۵ واحد تغییر می‌یابد که متغیر تعداد بیشترین تاثیر را دارد.

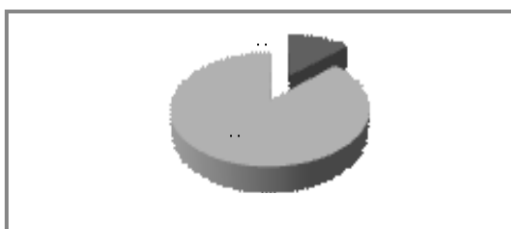
### روش آزمون اعتبار الگوهای تحقیق:

در این مبحث با توجه به موضوع تحقیق در ابتدا به منظور توصیف آماری متغیرهای مرتبط، از جداول شاخص‌های آمار توصیفی استفاده شده و در آن میانگین و دامنه تغییرات و انحراف معیار و... استفاده گردید. در راستای تحلیل‌های استنباطی برای بررسی فرضیات اصلی از آزمون کلموگروف

اسمیرنوف تک‌متغیره و ضریب همبستگی اسپیرمن استفاده شده است. نیز برای بررسی یافته‌های جانبی از آزمون کلموگروف اسمیرنوف دو متغیره مستقل و کراسکال والیس استفاده شده است.  
**آمار توصیفی:**

سطوح	فراوانی	درصد
متقارن	۳۵	۱۲/۹
عدم تقارن	۲۳۷	۸۷/۱
کل	۲۷۲	۱۰۰/۰

جدول ۱-۱: جدول فراوانی متغیر نوع وضعی



نمودار ۱-۱: نمودار دایره‌ای متغیر نوع وضعیت

همان‌گونه که در نمودار و جدول فوق دیده می‌شود ۸۷٪ از داده‌ها در وضعیت عدم تقارن و ۱۳٪ در وضعیت تقارن می‌باشد.

**بررسی وضعیت متغیر «ارزش بازار شرکت» در نمونه‌های تحقیق**

شاخص‌های توزیع		شاخص‌های پراکندگی			شاخص‌های گرایش مرکزی			
ضریب کشیدگی	ضریب کجی	خطای معیار	انحراف معیار	واریانس	دامنه تغییرات	میانگین	میانه	نما
۱۱/۶۴۱	۳/۲۰۶	۰/۱۴۸	۱/۴۳۷۴۳	۲/۰۶۶	۸/۳۹	۸/۵۰۷۵	۲/۵۷۲۸	۳/۵۰

با توجه به جدول فوق، می‌توان مطرح نمود که تفاوت زیادی بین نما، میانه و میانگین وجود دارد و از آنجائیکه میزان ضریب کجی و کشیدگی بسیار بالاتر از رقم یک است، عنوان می‌شود که توزیع فوق مفروضه نرمال بودن را دارا نیست. لذا متغیر ارزش بازار نرمال نیست. نمودار هیستوگرام زیر نیز

موید این مطلب است. اثبات آماری دقیق این مطلب در ادامه آورده شده است.

### بررسی وضعیت متغیر «نقدینگی» در نمونه‌های تحقیق

شاخص‌های توزیع			شاخص‌های پراکندگی			شاخص‌های گرایش مرکزی		
ضریب کشیدگی	ضریب کجی	خطای معیار	انحراف معیار	واریانس	دامنه تغییرات	میانگین	میانه	نما
۸۱/۴۲۰	۸/۶۶۸	۰/۱۴۸	۶/۸۴۷۰۹	۴/۶۸۸	۷/۶۷	۱/۳۲۳۴	۱/۶۰۷۶	۴/۲۶

با توجه به جدول فوق، می‌توان مطرح نمود که تفاوت زیادی بین نما، میانه و میانگین وجود دارد و از آنجائیکه میزان ضریب کجی و کشیدگی بسیار بالاتر از رقم یک است، عنوان می‌شود که توزیع فوق مفروضه نرمال بودن را دارا نیست. لذا متغیر نقدینگی نرمال نیست. اثبات آماری دقیق این مطلب در ادامه آورده شده است.

### بررسی نرمال بودن داده‌ها:

در قسمت آمار توصیفی دیده شد که از لحاظ توصیفی داده‌ها نرمال نیستند. اثبات این امر بوسیله آزمون کلموگروف اسمیرنوف انجام شده است که در ادامه آورده شده است.

### جدول آزمون کلموگروف - اسمیرنوف

سطح معناداری	آماره k-s	Negative	Positive	متغیر
0.00	4.601	-0.279	0.249	ارز ۱۱/۶۴۱ ش بازار
0.00	6.983	- 0.423	0.408	نقدینگی

در جدول چون سطوح معناداری از ۰.۰۵ کوچک‌تر است و با توجه به آماره کلموگروف - اسمیرنوف k-s، فرض نرمال بودن داده‌های مربوط به متغیرها رد می‌شود به این معنا که برای بررسی و تحلیل استنباطی داده‌ها نمی‌توان از آزمون‌های پارامتریک استفاده کرد. لذا برای بررسی فرضیات از روش‌های آمار ناپارامتریک استفاده خواهد شد.

### بررسی فرضیات

فرضیه یک:

### جدول ۳: آزمون همبستگی اسپیرمن بین دو متغیر X، Y

مقدار	آماره‌های آزمون	ردیف
0.698	ضریب همبستگی	۱
0.00	p-value	۲
0.01	سطح معنی داری	۳

ضریب همبستگی بین دو متغیر ۰.۶۹۸ و p-value آزمون همبستگی معادل ۰.۰۰ از عدد ۰.۰۱ کمتر می‌باشد. لذا مطابق قاعده آزمون همبستگی فرض صفر رد و فرض یک را تایید می‌کنیم و این به معنای وجود رابطه معنادار بین دو متغیر است. لذا فرضیه یک تایید می‌شود.  
فرضیه دو:

برای بررسی این فرضیه نیز از ضریب همبستگی اسپیرمن (یک‌طرفه) استفاده شده است.

### جدول ۱-۳: آزمون همبستگی اسپیرمن بین دو متغیر X، Y

مقدار	آماره‌های آزمون	ردیف
0.698	ضریب همبستگی	۱
0.00	p-value	۲
0.01	سطح معنی داری	۳

ضریب همبستگی بین دو متغیر ۰.۶۹۸ و p-value آزمون همبستگی معادل ۰.۰۰ از عدد ۰.۰۱ کمتر می‌باشد. لذا مطابق قاعده آزمون همبستگی فرض صفر رد و فرض یک را تایید می‌کنیم و این به معنای وجود رابطه معنادار بین دو متغیر است. لذا فرضیه دو تایید می‌شود.  
فرضیه سه:

براساس فرضیه یک مسلم شد که بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنادار وجود دارد. براساس فرضیه دو، مشخص شد که رابطه معنادار مثبت است.

لذا براساس این دو فرضیه، فرضیه سه رد می‌شود. یعنی بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی (عدم دسترسی برابر و بهنگام سرمایه‌گذاران و سایر ذی‌نفعان بازار سرمایه به منابع اطلاعاتی موثق به منظور تصمیم‌گیری در امر تجهیز و تخصیص وجوه به فرصت‌های سودآور)، رابطه معنی‌داری وجود ندارد. و نظریه جریان نقدی رد می‌شود.

### بررسی ارتباط رگرسیونی:

برای بررسی رابطه رگرسیونی از روش step wise استفاده شده است که نتایج در ادامه آورده شده است. متغیر وابسته: سطح نگهداشت وجه نقد. متغیرهای مستقل: ارزش بازار سهام، تعدادسهام، ارزش بازار شرکت.



### جدول ۴ مولفه‌های همبستگی مدل

ضریب همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین اصلاح شده	انحراف معیار تخمین
0/928	0/861	0/860	2/56611

ضریب همبستگی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته عدد ۰.۹۲۸ است که نشان از همبستگی مثبت و شدید بین این متغیرها دارد. ضریب تعیین اصلاح شده عدد ۰.۸۶ است که نشان می‌دهد ۸۶ درصد تغییرات متغیر وابسته ناشی از تغییرات متغیرهای مستقل است که این مقدار مناسب می‌باشد.

### جدول ۴-۱: ANOVA: آنالیز واریانس مدل

عنوان	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	F	Sig
رگرسیون	1/09426	3	3/64725	553.81	0/000
مانده ها	1/76525	268	6/58522		
کل	1/27126	271			

در جدول فوق با توجه به این که sig از ۰.۰۵ کمتر است لذا مدل برازش شده در قسمت ب، اولاً معنی دار و ثانیاً معتبر می‌باشد. بررسی ضرایب رگرسیونی در جدول زیر انجام گرفته شده است:

### جدول ۴-۲: جدول ضرایب رگرسیونی

متغیرهای رگرسیونی	ضرایب استاندارد نشده		ضرایب استاندارد شده	T	sig	Telorance	VIF
	انحراف معیار	ضریب					
عدد ثابت	۲/۰۷۴۱۰	-۹/۴۳۸۱۰		-۴/۵۵۱	۰/۰۰۰		
تعدادسهم	۲۱/۹۸۲	۸۷۵/۰۰۲	۰/۹۷۸	۳۹/۸۰۶	۰/۰۰۰	۰/۸۵۹	۱/۱۶۴
ارزش‌بازارشرکت	۰/۰۱۶	۰/۱۰۵	۰/۱۶۰	۶/۵۳۸	۰/۰۰۰	۰/۸۶۸	۱/۱۵۲
ارزش بازار سهام	۲/۲۰۵۶	۵/۰۲۱۶	۰/۰۵۲	۲/۲۷۷	۰/۰۲۴	۰/۹۸۷	۱/۰۱۳

برای تعیین مدل رگرسیونی و بررسی ضرایب رگرسیونی از ستون ضرایب استاندارد شده استفاده می‌شود. اولاً با توجه به این که sig آزمون T از ۰.۰۵ کمتر است، لذا فرض صفر بودن ضرایب رد می‌شود. به این معنا که ضرایب از لحاظ آماری معنادار هستند. دوماً با توجه به ضرایب مدل رگرسیونی به شرح زیر حاصل می‌شود.

$$Y = (0.978) X1 + (0.160) X2 + (0.052) X3$$

که در آن متغیرهای  $Y$  و  $X_1$  و  $X_2$  و  $X_3$  به ترتیب متغیر وابسته: سطح نگهداشت وجه نقد و متغیرهای مستقل: ارزش بازار سهام، تعداد سهام، ارزش بازار شرکت هستند. ضرایب مدل حاکی از آن است که با تغییر یک واحد متغیر تعداد سهام، متغیر سطح نگهداشت وجه نقد به اندازه ۰.۹۷۸ واحد تغییر می‌یابد. با تغییر یک واحد متغیر ارزش بازار شرکت، متغیر سطح نگهداشت وجه نقد به اندازه ۰.۱۶ واحد تغییر می‌یابد. با تغییر یک واحد متغیر ارزش بازار سهام، متغیر سطح نگهداشت وجه نقد به اندازه ۰.۰۵ واحد تغییر می‌یابد که متغیر تعداد بیشترین تاثیر را دارد.

### محدودیت‌های تحقیق:

هر تحقیق به دلیل کمبود اطلاعات، با محدودیت‌هایی مواجهه می‌گردد. از جمله محدودیت‌ها و مشکلات مهم این تحقیق می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- برای تجزیه و تحلیل نگه داشت نقدینگی و ارزش شرکت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی شناسایی همه منابعی که در این شرکت مورد استفاده قرار گرفته‌اند، ضروری است. بسیاری از دارایی‌هایی که در فعالیت‌های شرکت به کار گرفته می‌شوند، دارایی‌های نامشهود هستند که شناسایی، تعیین ارزش و تعیین هزینه سرمایه برای آنها مشکل می‌باشد.

- گاهی اوقات انجام تجزیه و تحلیل نگه داشت نقدینگی و ارزش شرکت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی غیرعملی است. به عنوان یک قاعده کلی تجزیه و تحلیل نگه داشت نقدینگی و ارزش شرکت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی برای شرکت‌هایی که تازه تأسیس شده‌اند و شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مناسب نیست.

### نتیجه‌گیری:

#### برای آزمون فرضیه اول تحقیق:

نمونه‌ای متشکل از ۵۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه قرار گرفت. در این تحقیق به دلیل نرمال نبودن متغیرها، ضریب همبستگی اسپیرمن مورد استفاده قرار گرفته است. برای بررسی این فرضیه از روش همبستگی اسپیرمن (دوطرفه) استفاده شده و آزمون همبستگی معادل ۰.۰۰ که از عدد  $p\text{-value}$  ۰.۰۱ که ضریب همبستگی بین دو متغیر ۰.۶۹۸ و کمتر می‌باشد و این به معنای رابطه مثبت و معنادار بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی حکایت دارد که مطابق با نظریه جریان سلسله‌مراتبی است.

#### با توجه به فرضیه دوم:

مطابق قاعده آزمون همبستگی فرض صفر آزمون همبستگی رد و فرض یک را تایید می‌کنیم و این به معنای وجود رابطه معنادار بین دو متغیر است. ضریب همبستگی نشان می‌دهد که این رابطه شدید است و این امر نظریه سلسله‌مراتبی را تایید می‌کند. لذا فرضیه دو تایید می‌شود.

با توجه به نتایج تحقیقات به عمل آمده (اپلر و همکاران ۲۰۰۹) که موافق تایید نظریه سلسله مراتبی می‌باشند و همچنین در تایید فرضیه دوم این تحقیق که آنرا حاصل از به هزینه گرفتن سرمایه در وضعیت معمول شرکت‌ها به واسطه عدم دسترسی برابر و بهنگام سرمایه‌گذاران و سایر ذی‌نفعان بازار سرمایه به منابع اطلاعاتی موثق به منظور تصمیم‌گیری در امر تجهیز و تخصیص وجوه به فرصت‌های سودآور به دلیل عدم تقارن اطلاعات می‌باشد، لذا هنگام نیاز به منابع بر بدهی اتکا کرده و زمانی که منابع کافی دارند، بدهی‌ها را در سر رسیدشان پرداخت، یا در پروژه سودآور سرمایه‌گذاری کرده و یا دارایی‌های نقد انباشت می‌کنند. و نیز با توجه به تحقیقات خدای پور و قدیری ۱۳۹۰ یکی از اثرات اطلاعات نامتقارن این است که بر سر راه فعالیت درست بازار مانع ایجاد نماید و در بدترین حالت امکان دارد، یک بازار در نتیجه نامتقارن بودن اطلاعات به طور کامل متلاشی شود و از آنجائیکه نظریه سلسله مراتبی عبارتست از به هزینه گرفتن سرمایه در وضعیت معمول شرکت‌ها به دلیل عدم تقارن اطلاعات می‌باشد، لذا هنگام نیاز به منابع بر بدهی اتکا کرده و زمانی که منابع کافی دارند، بدهی‌ها را در سر رسیدشان پرداخت، و یا در پروژه سودآور سرمایه‌گذاری کرده و یا دارایی‌های نقد انباشت می‌کنند. و همچنین با توجه به تحقیقات کاشانی‌پور و نقی‌نژاد (۱۳۸۸) که به بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر تغییرات سطوح نگهداری وجه نقد در برابر تغییرات در جریان‌های نقدی پرداختند و با استفاده از معیارهای متعدد (اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی و گروه تجاری) به عنوان نماینده‌ای از وجود محدودیت‌های مالی، نشان داده شد که جریان‌های نقدی تأثیر معناداری بر سطوح نگهداری وجه نقد ندارد و هم چنین تفاوت معناداری بین حساسیت جریان نقدی وجه نقد شرکت‌های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی نیست. اپلر و همکاران (۲۰۰۹) به این نتیجه دست یافتند که مدیران بخشی از وجه نقد را به دلیل رعایت جانب احتیاط (با انگیزه پیشگیرانه) نگهداری می‌کنند. همچنین میکلسون و پارچ به این نتیجه رسیدند که نگهداشت مداوم وجه نقد زیاد منجر به عملکرد ضعیف نمی‌شود و نشان دهنده تضاد منافع بین مدیران و سهامداران نیست. شواهد آنان با این فرض مطابقت می‌کند که ذخائر وجه نقد، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. در کشورهای با حمایت ضعیف از سهامداران، مدیران می‌توانند با مصونیتی نسبی وجه نقد را انباشته کنند و سود نقدی کمتری تقسیم کنند.

#### با توجه به فرضیه سوم:

مطابق قاعده آزمون همبستگی فرض صفر رد و فرض یک را تایید می‌کنیم و این به معنای وجود رابطه معنادار بین دو متغیر است. اما ضریب همبستگی ارائه شده در جدول ۴ عددی مثبت است که این نشان می‌دهد رابطه معنادار بین دو متغیر رابطه‌ای مثبت است و نمی‌تواند رابطه‌ای منفی باشد. لذا نظریه جریان نقدی رد شده و فرضیه سه نیز رد شده است. یعنی بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، رابطه معناداری وجود ندارد.

بر اساس فرضیه یک مسلم شد که بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنادار وجود دارد. بر اساس فرضیه دو، مشخص شد که رابطه معنادار مثبت است. لذا بر اساس این دو فرضیه، فرضیه سه رد می‌شود. (دنیس و استیریکلند ۲۰۱۱) با استفاده از اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان معیاری از نقدشوندگی سهام، ساختار مالکیت

را طی دوره تجزیه سهام با نقد شوندگی مرتبط ساختند. گرچه آنها به این نتیجه رسیدند که بعد از تجزیه سهام شرکت‌ها، نقدشوندگی آن‌ها افزایش می‌یابد اما منافع نقدشوندگی بستگی به میزان مالکیت سازمان دارد. دنیس و استریکلند با این نتیجه رسیدند که اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام با سطح مالکیت سازمانی رابطه منفی دارد. در تئوری سلسله مراتب گزینه‌های مالی یا تئوری ترجیحی (یکی از تئوری‌های مرتبط با ساختار سرمایه) که بر نامتقارن بودن اطلاعات بحث می‌کند مطرح شد. زیربنای این تئوری بر مبنای مفهوم عدم تقارن اطلاعاتی در بازار است، که باعث می‌شود شرکت‌ها در تامین منابع مالی مورد نیاز، سلسله مراتب معینی را طی کنند. بر مبنای این تئوری شرکت‌ها ترجیح می‌دهند به منابعی روی آورند که دارای کمترین میزان عدم تقارن اطلاعاتی است زیرا هزینه تامین منابع با افزایش سطح عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می‌یابد (مایرز و مجلوف).

به لحاظ تجربی بسیاری از تحقیقات در حوزه بازار سرمایه به بررسی مفید بودن اطلاعات حسابداری برای سرمایه‌گذاران پرداخته‌اند. مفید بودن اطلاعات حسابداری برای سرمایه‌گذاران، به طور تجربی از طریق ارتباط (عدم ارتباط) ارقام حسابداری منتشره با تغییر در قیمت سهام و یا سایر مولفه‌های با اهمیت و مورد نیاز جامعه بررسی شده است (ولک و همکاران ۲۰۱۱)

(پاولینا و همکاران ۲۰۱۱) بر طبق تحقیقات و تئوری آنان، شرکت‌ها انتشار اوراق بدهی را بر انتشار سهام ترجیح می‌دهند. در نتیجه در بازارهای ناقص نمی‌توان براحتی منابع داخلی و خارجی را جایگزین یکدیگر در نظر گرفت، زیرا برای تامین مالی خارج از شرکت باید هزینه‌های اضافی پرداخت و این هزینه به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می‌یابد.

تحقیقات و نتایج بدست آمده در رد فرضیه سوم این تحقیق مبنی بر عدم تایید نظریه جریان نقدی آزاد نشان دهنده این موضوع است که مقداری از جریان نقدی که برای تامین خالص ارزش فعلی مثبت پروژه‌ها باقی می‌ماند، به خاطر عدم دسترسی برابر و بهنگام سرمایه‌گذاران و سایر ذی‌نفعان بازار سرمایه به منابع اطلاعاتی موثق به منظور تصمیم‌گیری در امر تجهیز و تخصیص وجوه به فرصت‌های سودآور بیشتر از آن‌که با هزینه سرمایه مربوط تنزیل شده و باقی می‌ماند است. بر اساس این نظریه هزینه نمایندگی به عنوان سرمایه‌گذاری با جریان نقدی در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی تعریف می‌شود. در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی امکان این که مدیران جریان‌های نقدی را در پروژه‌های غیرسودآور سرمایه‌گذاری کنند وجود دارد. و همچنین بر این اساس انگیزه مدیران در زمینه انباشت وجه نقد به جهت تحت کنترل قرار دادن منابع و افزایش آن‌ها وجود دارد. تا در تصمیمات برای سرمایه‌گذاری‌ها از قدرت قضاوت و تشخیص بهره‌مند گردند. سرمایه‌گذاری مدیران در پروژه‌های غیرسودآور باعث کاهش ثروت سهامداران خواهد شد؛ ولیکن احتمال تأمین منافع شخصی مدیران وجود دارد (چانگ و همکاران ۲۰۰۸) در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی طبق این نظریه بین مانده وجه نقد و ارزش شرکت رابطه معکوس وجود دارد.

جریان نقدی آزاد مقداری از جریان نقدی است که اگر بین سهامداران تقسیم شود تأثیری در قدرت سود دهی شرکت نخواهد گذاشت. به عبارت دیگر جریان نقدی آزاد، سود خالص عملیاتی بعد از مالیات و پس از کسر

سرمایه مورد نیاز برای رشد می‌باشد. این معیار نسبت به معیارهای قبلی دارای مزایای بیشتری است. سهامداران و مدیریت ناشی می‌شود.

در ایران نیز از مهم‌ترین مطالعات انجام شده در زمینه ساختار نگهداشت سرمایه می‌توان به تحقیق کردستانی و نجفی عمران اشاره کرد که به بررسی عوامل تعیین‌کننده ساختار نگهداشت سرمایه به صورت مقایسه‌ای بر مبنای دو تئوری سلسله مراتبی و جریان نقدی آزاد در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. ایشان در تحقیق خود دریافتند که رابطه برخی عوامل نظیر فرصت‌های رشد، نسبت دارایی‌های ثابت مشهود و سودآوری با ساختار سرمایه و نقدینگی مشابه پیش بینی تئوری سلسله‌مراتبی و رابطه اندازه شرکت با ساختار سرمایه مشابه پیش‌بینی تئوری جریان نقدی آزاد می‌باشد. هر چند نتایج این تحقیق با نظریه سلسله‌مراتبی مطابقت دارد، این به معنای رد کامل نظریه جریان نقدی آزاد نیست؛ به عبارت دیگر، این تحقیق بیان نمی‌کند که شرکت‌ها نباید تامین مالی داخلی را به منابع مالی خارجی ترجیح دهند. بلکه نتایج بیانگر این است که نگهداشت وجه نقد در داخل شرکت به منظور پرهیز از هزینه‌های تامین مالی خارجی در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی ممکن است برای شرکت بهینه نباشد. یافته‌های تحقیق با نتایج رابرتز و همکاران (۲۰۰۷) مطابقت دارد. در داخل کشور نیز برخی پژوهشگران از جمله آقائی و همکاران (۱۳۸۸) و فخاری و تقوی (۱۳۸۸)، موضوع نگهداشت وجه نقد را مورد مطالعه قرار داده‌اند، اما رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت تاکنون مورد توجه قرار نگرفته است. بنابراین می‌توان این تحقیق را در کنار جدید بودن موضوع، تکمیل‌کننده کارهای قبلی در این حوزه دانست.

### پیشنهاد‌های کاربردی:

باتوجه به نتایج پژوهش پیشنهاد‌های کاربردی ذیل ارائه می‌گردد:

- ۱- اقدامات مقتضی از طریق مراجع مربوط (سازمان بورس اوراق بهادار، سازمان حسابرسی و...) برای بهبود شرایط اطلاع‌رسانی اطلاعات شرکت‌ها به صورت به موقع و طبقه‌بندی شده صورت گیرد
- ۲- مدیریت شرکت‌ها در برنامه ریزی‌های خود برای نگهداری موجودیهای نقدی به این نکته توجه کنند که انباشت وجه نقد بدون بازده با هدف پرهیز از هزینه‌های تامین مالی خارجی، موجب کاهش کارایی و در نهایت کاهش ارزش شرکت خواهد شد.

### پیشنهاد‌هایی برای تحقیقات آتی:

با توجه به نتایج و محدودیت‌های تحقیق، پیشنهاد‌های ذیل برای انجام تحقیقات ارائه می‌شود:

- ۱- در این تحقیق رابطه بین نگهداشت نقدینگی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی سنجدیده شد. می‌توان این مقایسه را برای سایر شاخص‌ها نیز انجام داد.
- ۲- پیشنهاد می‌شود در تحقیقی جداگانه به بررسی رابطه نگهداشت نقدینگی و محرک‌های ارزش غیرمالی پرداخته شود.
- ۳- پیشنهاد می‌شود در تحقیقی جداگانه به بررسی اثر تعدیلات حسابداری بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده

- در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی پرداخته شود.
- ۴- پیشنهاد می‌شود در تحقیقی جداگانه به بررسی تأثیر تورم در رابطه نگاه‌داشت نقدینگی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی و محرک‌های ارزش پرداخته شود.
- ۵- پیشنهاد می‌شود در تحقیقی جداگانه به بررسی تأثیر صنعت در رابطه با نگاه‌داشت نقدینگی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شود.
- ۶- پیشنهاد می‌شود در تحقیقی جداگانه به بررسی معیارهای ارزیابی عملکرد مورد استفاده شرکت‌ها پذیرفته شده در بورس تهران شرایط عدم تقارن اطلاعاتی پرداخته شود.
- ۷- پیشنهاد می‌شود در تحقیقی جداگانه به بررسی تأثیر استراتژی شرکت‌ها در انتخاب معیارهای ارزیابی عملکرد در بورس تهران در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی پرداخته شود.

## منابع و مأخذ:

### منابع فارسی:

- ۱- آقائی، محمد علی؛ نظافت، احمد رضا؛ ناظمی اردکانی، مهدی و علی اکبر جوان. (۱۳۸۸) بررسی عوامل موثر بر نگهداری موجودی‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی. سال اول، ش ۲، ص ۷۰-۵۳.
- ۲- احمدپور، احمد و امیر رسیان. (۱۳۸۵) رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ش ۴۶، ص ۶۰-۳۷.
- ۳- تقفی، علی و سید عباس هاشمی. (۱۳۸۳). بررسی تحلیلی رابطه بین جریان‌های نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی، ارائه مدل برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. سال یازدهم، ش ۲۸، ص ۵۲-۲۹.
- ۴- جهانخانی علی و سجادی اصغر «کاربرد مفهوم ارزش افزوده اقتصادی در تصمیمات مالی»، «فصلنامه تحقیقات مالی»، شماره ۵ و ۶، تهران، مؤسسه انتشارات و چاپ دانشگاه تهران، زمستان ۱۳۷۳ و بهار ۱۳۷۴، صص ۷۵-۷۴.
- ۵- حساس یگانه، یحیی؛ ریسی، زهره و سید مجتبی حسینی (۱۳۸۸). رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علوم مدیریت ایران، صص ۱۳۰-۱۰۱.
- ۶- رضازاده، جواد و عبدالله آزاد. (۱۳۸۷). رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در گزارشگری مالی. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. سال پانزدهم، ش ۵۴، صص ۸۰-۶۳.
- ۷- عرب مازار، محمد. (۱۳۷۴). محتوای افزایش‌دهنده جریان‌های نقدی و تعهدی، پایان نامه دکتری، دانشگاه تهران.
- ۸- فخاری، حسین و سیدروح‌الله تقوی. (۱۳۸۸) کیفیت اقلام تعهدی و مانده وجه نقد. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. سال شانزدهم، ش ۵۷، صص ۸۴-۶۹.

- ۹- کردستانی، غلامرضا و حمید رودنشین. (۱۳۸۸) بررسی میزان مربوط اجرای نقدی و تعهدی سود حسابداری به ارزش بازار شرکت، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ش ۴۵، صص ۶۸ تا ۴۵.
- ۱۰- کاشانی‌پور، محمد و بیژن نقی‌نژاد. (۱۳۸۸). بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد. تحقیقات حسابداری. سال اول، ش ۲، صص ۹۳-۷۲.
- ۱۱- [www.boursenegar.com](http://www.boursenegar.com)

#### منابع لاتین:

12. Clarkson, G., Jacobsen, T. E., Batcheller, A. L. (2011). "Information asymmetry and information sharing". *Government Information Quarterly*. Vol. 24, Issue 4, pp. 827-839.
13. Chung, R., Firth, M., and Kim, J. (2005). "Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring" *Journal of Business Research*, Vol. 58, pp. 766-776.
14. Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. & H. Servaes (2003), "International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, PP. 111-133.
15. Dittmar, A. and Mahrt-Smith, J. (2007), "Corporate governance and value of cash holding", *Journal of Financial Economics*, Vol. 83, pp. 599-634.
16. Ferreira, M. A., and Vilele, A. (2004), "Why do firms hold cash? Evidence from EMU Countries", *European Financial Management*, Vol. 10, No. 2, pp. 295-319.
17. Harford, Jarrad, Mansi, Sattar A. & William F. Maxwell (2008), "Corporate Governance and Firm Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, Vol 87, PP. 535-555.
18. Lee, Cheng Few (2009), "Cash Holdings, Corporate Governance Structure and Firm Valuation", *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, Vol. 12, No. 3, PP. 475-508.
19. Lefort, F. & F. Urzua (2009), "Board Independence, Firm Performance and Ownership Concentration: Evidence from Chile", *Journal of Business Research*.
20. Myers, S. C., Majluf, N. S., (1984), "corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, 187-221.
21. Modigliani, F. & Miller, M., (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American Economic Review*, Vol. 48, PP. 261-275.
22. Mikkelson, W. & M. Partch (2003), "Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance?"

Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 38, PP. 275–294.

23. Opler, Tim, Pinkowitz, Lee, Stulz Rene, H. & Rohan Williamson (2009), "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings", Journal of Financial Economics, Vol.52, PP. 346-.
24. Pinkowitz, L., Stulz, R., and Williamson, R. (2006). "Does the contribution of corporate cash holding and dividends to firm value depend on governance?" Journal of Finance Vol.61, pp.27252751-.
25. Rayan, H. (1996), "The Use of Financial Ratios as Measures of Determinants of Risk in the Determination of the Bid-Ask Spread", Journal of financial and Strategic Decisions, summer, pp.3340-.
26. Stoll, H. (1989), "Inferring the components of the bid ask spread" theory and empirical tests, The Journal of Finance, 44(1), 115134-.

### پاورقی‌ها:

1. Clarkson, Jacobsen, Batcheller
2. Opler, Tim, Pinkowitz, Lee, Stulz Rene, & Rohan Williamson
3. Myers, Majluf,
4. Ferreira, Vilele
5. Free Cash Flow
6. Chung, Firth, Kim
۷. جهانخانی علی و سجادی اصغر « کاربرد مفهوم ارزش افزوده اقتصادی در تصمیمات مالی », « فصلنامه تحقیقات مالی », شماره ۵ و ۶، تهران، مؤسسه انتشارات و چاپ دانشگاه تهران، زمستان ۱۳۷۳ و بهار ۱۳۷۴، صص ۷۴-۷۵.
8. Lee, Cheng Few
9. Dittmar, Mahrt, Smith, & Servaes
10. Pinkowitz, Stulz, Williamson
11. Harford, Jarrad, Mansi, Sattar A. & William F. Maxwell
12. Rayan
13. Stoll
14. Modigliani, Miller
15. Lefort, Urzua