

تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر مازاد وجوه نقد و ارزش بازار شرکت

حمید حساری

دیوان محاسبات کشور

چکیده

عدم تقارن اطلاعاتی به وضعیتی اطلاق می شود که یک طرف از قرارداد یا معامله از اطلاعات بیشتری آگاهی داشته باشد؛ مشروط بر اینکه از این اطلاعات در زمان برقراری ارتباط با طرف دیگر به طور موثر استفاده کند. برای بررسی موضوع تعداد ۱۰۸ شرکت از شرکت های جامعه آماری تحقیق - کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران - به عنوان نمونه آماری تحقیق انتخاب گردیدند. روش تحقیق پژوهش حاضر بر مبنای هدف آن کاربردی و بر اساس نحوه گردآوری داده ها از نوع میدانی و کتابخانه ای بوده و برای کشف همبستگی بین متغیرها نیز روش پس رویدادی (استفاده از اطلاعات گذشته) به کار رفته است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های تحقیق بیانگر آن است که در سطح معنی داری ۵ درصد فرضیه اول و دوم تحقیق پذیرفته نشدند. در واقع نتایج بیانگر آن است که وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی در بازار بر روی نگهداشت وجه نقد تاثیری ندارد. و همچنین وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین وجه نقد مازاد و ارزش بازار شرکت تاثیر ندارد.

واژه های کلیدی: وجه نقد شرکت، عدم تقارن اطلاعات

مقدمه

امروزه وجه نقد به عنوان یک ضرورت اجتناب ناپذیر مورد توجه تمامی شرکتها و واحدهای تجاری است. وجه نقد سیال ترین و بهترین دارایی شرکت است و اگر به خوبی مدیریت شود باعث کسب موفقیت های بزرگی در شرکت خواهد شد؛ همانطور که اگر به نحو مناسب مدیریت و برنامه ریزی نشود ممکن است ورشکستگی شرکت را فراهم آورد.

نگه داری وجه نقد این امکان را برای شرکت به وجود می آورد که در فرصت های مناسب سرمایه گذاری کند و بدون نیاز به تامین مالی خارجی بدهی بلندمدت خود را بپردازد؛ با این حال نگهداری بیش از اندازه وجه نقد در شرکت می تواند نقطه ضعفی برای مدیران محسوب شود به خصوص هنگامی که مدیران به نفع خود و به ضرر سهامداران اقدام به نگهداری وجه نقد نماید.

به باور مودیلیانی و میلر در بازارهای ناقص نمی توان براحتی منابع داخلی و خارجی را جایگزین یکدیگر در نظر گرفت؛ زیرا برای تامین مالی خارج از شرکت باید هزینه اضافی پرداخت و این هزینه به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی افزایش میابد. (مارچیکا، ۲۰۰۷ و یاولینا و همکاران، ۲۰۰۵). در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران به دلیل دارا بودن اطلاعات خصوصی و محرمانه درباره شرکت، اطلاعات بیشتر و بهتری نسبت به سهامداران در اختیار دارند. اگرچه عدم تقارن اطلاعاتی از مباحث مهم ادبیات مالی است ولی تحقیقات محدودی در مورد عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران انجام شده است. در این تحقیق ما اثر عدم تقارن اطلاعاتی مدیران و سهامداران را از طریق بررسی تاثیر آن بر روی وجه نقد شرکت و همچنین تاثیر آن را بر ارزش بازار شرکت بررسی می کنیم؛

مبانی نظری**وجه نقد**

وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است. ایجاد توازن بین وجوه نقد موجود و نیازهای نقدی یکی از مهم ترین عوامل سلامت اقتصادی واحدهای تجاری و تداوم فعالیت آنها است. در بسیاری از تصمیمات مالی، الگوهای ارزشگذاری اوراق بهادار، روشهای ارزیابی طرحهای سرمایه ای و غیره، جریانهای نقدی نقشی محوری دارد (ثقفی و هاشمی، ۱۳۸۳). در ادبیات و متون حسابداری، سه مدل به توضیح تصمیم شرکت ها در خصوص نگهداری وجه نقد می پردازند که عبارتند از: مدل موازنه، مدل سلسله مراتبی و مدل جریان نقدی آزاد.

در این مقاله ما دو مدل سلسله مراتبی و مدل جریان نقدی آزاد را بررسی میکنیم

نظریه سلسله مراتب تأمین مالی

طبق این نظریه که توسط مایرز و ماجلوف مطرح گردید، شرکتها تأمین مالی از منابع داخل شرکت را به تأمین مالی خارجی که به اطلاعات حساس است، ترجیح می دهند. این نظریه بر مبنای این فرض قرار دارد که افراد داخل شرکت آگاه تر از سهامداران هستند. اگر منابع داخل شرکت، برای تأمین مالی برنامه های سرمایه گذاری بهینه، کافی نباشد و عدم تقارن اطلاعاتی نیز مانع شود، مدیران ممکن است مجبور به صرف نظر کردن از پروژه های سودآور شوند. در این حالت وجه نقد بسیار ارزشمند است و تنها فرصت برای انتشار سهام بدون از دست دادن ارزش بازار، زمانی رخ می دهد که عدم تقارن اطلاعات وجود نداشته و یا بسیار کم باشد. (درابتز و همکاران، ۲۰۱۰)

بنابراین، در بحث تأمین مالی، شرکتها منابع سرمایه گذاری را ابتدا از منبع سود انباشته، بعد از آن با بدهی های کم خطر و سپس پرخطر و سرانجام با انتشار سهام، تأمین مالی می نمایند. هدف از رعایت ترتیب مذکور این است که از هزینه های عدم تقارن اطلاعاتی و سایر هزینه های تأمین مالی کاسته شود. در این میان زمانی که جریان های نقد عملیاتی برای تأمین مالی سرمایه گذاری های جدید کافی هستند، شرکتها بدهی را بازپرداخت نموده، وجه نقد را انباشته می کنند و زمانی که برای تأمین سرمایه گذاری های جاری، سود انباشته کافی نباشد، شرکتها از مانده وجه نقد انباشته شده استفاده می نمایند و اگر نیاز باشد، بدهی ایجاد می نمایند. طبق این دیدگاه، به واسطه عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات ناشی از تأمین مالی خارجی، سیاست های تأمین مالی از یک رویه سلسله

مراتبی مبنی بر ترجیح منابع داخلی بر خارجی پیروی می‌کنند. در نتیجه، چون مدیریت، منابع داخلی تأمین مالی را بر منابع خارجی ترجیح می‌دهد، تمایل به انباشت وجه نقد دارد تا بتواند در مرحله اول از داخل شرکت تأمین مالی را انجام دهد و به خارج از شرکت رجوع ننماید. (فریرا و همکاران، ۲۰۰۴)

به رغم اینکه تعدادی از مطالعات با استفاده از عدم تقارن اطلاعات شرکت، در دوره های زمانی مختلف تصمیم‌های تأمین مالی شرکت‌ها را توضیح می‌دهند، بر این مبنا زمانی که عدم تقارن اطلاعات زیاد است، انتظار می‌رود وجه نقد برای شرکت‌هایی که ارزش بازار بیشتری دارند، مهم‌تر باشد. فاما و فرنچ معتقدند زمانی که عدم تقارن اطلاعات زیاد است، نظریه سلسله مراتب تأمین مالی قادر به توضیح تصمیم‌های تأمین مالی شرکت‌ها نیست. (دراپتر و همکاران، ۲۰۱۰)

نظریه جریان وجه نقد آزاد

این نظریه که توسط جنسن مطرح گردید، بیان می‌دارد که وجوه نقد داخلی بیشتر به مدیران اجازه می‌دهد تا از کنترل بازار اجتناب کنند. در این حالت، آن‌ها به موافقت سهام‌داران نیاز ندارند و برای تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری‌ها بر حسب اختیار خود آزاد هستند. مدیران مایل به پرداخت وجه نقد (مثل سود سهام نبوده)، دارای انگیزه برای سرمایه‌گذاری هستند؛ حتی زمانی که هیچ سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت موجود نباشد. (فریرا و همکاران، ۲۰۰۴)

در واقع براساس این نظریه مدیریت به دلیل منافع شخصی سرمایه‌گذاری خارجی را به تأمین مالی داخلی در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی ترجیح می‌دهد.

مدیران معمولاً تمایل به رشد شرکت فراتر از اندازه بهینه آن دارند، زیرا رشد شرکت، قدرت مدیریت را با افزایش منابع تحت کنترل آن افزایش می‌دهد. (ینسن، ۱۹۷۶) هم‌چنین، شرکت‌های بزرگتر تمایل به پراکندگی بیشتر مالکیت سهام‌داران دارند که به مدیریت اختیار بیشتری اعطا می‌کند. علاوه بر این، شرکت‌های بزرگ به واسطه مقدار منابع مالی که نیاز است خریداری شوند، با احتمال کمتری در معرض تملک‌های ناخواسته قرار می‌گیرند. بنابراین، انتظار می‌رود که مدیران شرکت‌های بزرگ در خصوص سرمایه‌گذاری و سیاست‌های مالی، قدرت و اختیار بیشتری داشته باشند که منجر به مقدار بیشتر مانده وجه نقد می‌شود. (فریرا و همکاران، ۲۰۰۴)

عدم تقارن اطلاعاتی

منشا بخش عمده ای از عدم تقارن اطلاعاتی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد شرکت‌ها است و بخشی از آن نیز ریشه در روش‌های جمع‌آوری و گزارش اطلاعات توسط مدیریت دارد. عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری به مدیریت امکان بیشتری برای دستکاری صورت‌های مالی می‌دهد تا بتواند به وسیله مبادلات خودی و همچنین افزودن بر مزایای جبران خدمات، منابع را به خود منتقل کند. چنین تلاش‌هایی بدین دلیل که فعالیت‌های مدیریت را از بیشینه‌سازی ارزش شرکت منحرف می‌کند و باعث ایجاد هزینه‌های نمایندگی می‌شود، هزینه بر هستند. بر طبق مدل عدم تقارن اطلاعاتی که کاپلند و گالی (۱۹۸۳) و میلوام و گلشتن (۱۹۸۵) ارائه کردند، در بازار می‌توان دو نوع معامله گر را متصور شد: الف) معامله‌گران نقد و ب) معامله‌گران مطلع.

معامله‌گران مطلع به این خاطر اقدام به انجام معامله می‌کنند که دارای اطلاعات محرمانه‌ای هستند که در قیمت‌ها منعکس نشده است. در حالی که معامله‌گران نقد (سرمایه‌گذاران غیر مطلع) تنها به دلیل دارا بودن نقدینگی به انجام مبادله اقدام می‌کنند. بازار سازها از انجام معامله با افراد مطلع دچار زیان می‌شوند و این زیان را از طریق گسترش دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام جبران می‌کنند. براساس این مدل عدم تقارن اطلاعاتی در بازار منجر به افزایش دامنه قیمت‌های پیشنهادی می‌شود. بنابراین عدم تقارن اطلاعاتی زمانی ایجاد می‌شود که یک یا چند سرمایه‌گذار اطلاعات محرمانه‌ای در مورد ارزش شرکت داشته باشند، در حالی که سایرین فقط به اطلاعات عمومی دسترسی داشته باشند. تکرار عدم تقارن اطلاعاتی مسئله انتخاب متفاوت را در بین سرمایه‌گذاران به دلیل اطلاعات محرمانه به وجود می‌آورد (برون و هیل اچیسیت، ۲۰۰۷)

به طور کلی، عدم تقارن اطلاعاتی چندین تضاد بین صاحبان منافع اصلی ایجاد می کند که منجر به سرمایه گذاری بیش (کم تر) از حد می شود. هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد و مکانیسم های هم سو نمودن منافع سهامداران و مدیران کاملاً کارا نیست، مدیران ممکن است از جریان های نقد آزاد استفاده نموده و طرح هایی با ارزش فعلی خالص منفی را جهت افزایش منافع خود به کار بگیرند که این اقدام به سرمایه گذاری بیش از حد منتهی می شود. (جنسن ۱۹۸۶)

به عبارت دیگر اغلب عدم تقارن اطلاعاتی از ماهیت فرصت های سرمایه گذاری شرکت نشات می گیرد. عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر به دلیل اختیارات رشد، فرصت های بیشتری را برای هموار سازی سود و انتقال ثروت به مدیریت از طریق معاملات داخلی و پاداش اضافی فراهم می کند. موقعیت های رشد بزرگتر یک شرکت، باعث جریان های نقدی آتی غیر قابل تایید بیشتری می شود و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری میان مدیران و سهامداران به وجود می آورد.

پیشینه تحقیق

-فراهانی و همکاران (۱۳۸۹) در این پژوهش باتوجه به مفهوم عدم تقارن اطلاعاتی به بررسی ارتباط بین تمرکز مالکیت و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. جهت انجام این پژوهش نمونه ای مشتمل بر ۷۴ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۵ ساله (۱۳۸۴-۱۳۸۸) انتخاب و بررسی شد. جهت آزمون فرضیات و بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت (متغیر مستقل) و نقد شوندگی سهام (متغیر وابسته) از مدل رگرسیون خطی در سطح اطمینان ۹۵٪ استفاده کردند و نتایج حاصل از آزمون فرضیات نشان می دهد که بین تمرکز مالکیت با عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مستقیم (مثبت) وجود دارد.

-باباجانی، محسنی و بولو در سال ۱۳۹۰ عوامل تعیین کننده وجه نقد در شرکتهای را در ۱۴۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ مورد بررسی قرار داده و دریافتند که بین وجه نقد نگه داری شده در شرکت با سرمایه در گردش خالص و اهرم مالی و مالیات رابطه منفی و با اندازه شرکت و جریان وجه نقد ناشی از عملیات و مخارج سرمایه ای رابطه مثبت دارد.

-کاظمی و محمد نژاد (۱۳۹۰) تاثیر ساختار مالکیت بر عدم تقارن اطلاعات مالی و عملکرد مالی را بررسی کردند. در پژوهش خود ۶۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی سالهای ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ مورد مطالعه قرار داده و دریافتند که بین مالکیت سهامداران نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی و معناداری وجود دارد به طوری که افزایش مالکیت نهادی باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می شود.

-قائمی و علوی (۱۳۹۰) رابطه بین شفافیت اطلاعات حسابداری و موجودی نقد را در فاصله زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ بررسی کردند و نتیجه گرفتند که بین شفافیت اطلاعات و میزان نگهداری وجه نقد رابطه منفی و معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر شرکت هایی که دارای شفافیت اطلاعاتی بالاتری هستند وجه نقد کمتری نگه داری می کنند.

-حیمیان و همکاران (۱۳۹۱) در این پژوهش به بررسی ارتباط بین کیفیت سود و عدم تقارن اطلاعاتی می پردازند، در این راستا برای سنجش کیفیت سود از دو الگوی دچو و دیچو (۲۰۰۲) و الگوی اسلوان (۱۹۹۶) و برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی در فرضیه اول از معیار درصد شکاف قیمتی موثر و در فرضیه دوم از معیار درصد اثر قیمت استفاده شده است. برای تجزیه و تحلیل فرضیه ها از آزمون های آنالیز واریانس و رگرسیون چندگانه استفاده شده است. و اطلاعات ۵۹ شرکت در طی بازه زمانی ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۸ را مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان داد که بین میزان کیفیت سود و عدم تقارن اطلاعاتی ارتباط معناداری وجود دارد و کاهش کیفیت سود منجر به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی می گردد.

-هارفورد و مانسی و ماکسول (۲۰۰۸) رابطه ی بین نگهداشت وجه نقد و حاکمیت شرکتی را در ۱۸۷۲ شرکت طی دوره ی ۱۹۹۳ تا ۲۰۰۲ بررسی کردند و دریافتند که شرکتهایی با مالکیت نهادی بیشتر وجه نقد بیشتری نگهداری می کنند، و شرکتهایی با مدیریت قوی تر و هیئت مدیره بزرگتر وجه نقد کمتری نگهداری میکنند.

فو و همکاران (۲۰۱۱) رابطه ی عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه را در ۷۶۵۴ شرکت طی سالهای ۱۹۵۱ تا ۱۹۷۳ بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که سطوح بالاتر عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه سرمایه را کاهش می دهد؛ لارنسیا اولاتوند و همکاران (۲۰۱۲) رابطه بین وجه نقد شرکت و ویژگی های شرکت را در نمونه ای متشکل از ۵۴ شرکت در نیجریه طی سالهای (۲۰۱۰-۱۹۹۵) مورد بررسی قرار دادند و دریافتند که جریان وجوه نقد، سرمایه در گردش خالص و نسبتهای اهرمی و میزان سود و مخارج سرمایه ای بر روی وجه نقد شرکت تاثیر گذار هستند.

فرضیه پژوهش

فرضیه اول: بین عدم تقارن اطلاعاتی و نگهداشت وجه نقد شرکت رابطه وجود دارد.

فرضیه دوم: عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین وجه نقد مازاد و ارزش بازار شرکت تاثیرگذار است.

روش تحقیق

روش تحقیق پژوهش حاضر بر مبنای هدف آن کاربردی و بر اساس نحوه گردآوری دادهها از نوع میدانی و کتابخانه‌ای می باشد. برای کشف همبستگی بین متغیرها نیز روش پس رویدادی (استفاده از اطلاعات گذشته) به کار رفته است.

جامعه آماری، چگونگی نمونه گیری و نمونه‌ها

جامعه آماری در این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

نمونه آماری

برای نمونه گیری نیز از روش حذفی استفاده می شود و شرکت هایی از جامعه به عنوان نمونه انتخاب می شوند که دارای شرایط زیر باشند.

۱- سهام آن‌ها در بازه زمانی اول سال ۱۳۹۷ تا پایان سال ۱۴۰۱ در بورس مورد داد و ستد قرار داشته باشد.

۲- شرکت جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، خدماتی و واسطه‌گری‌های مالی نباشد.

۳- سال مالی شرکت به پایان اسفند ماه ختم شود و شرکت در سال‌های مورد نظر تغییر دوره مالی نداشته باشد.

۴- اطلاعات مورد نیاز در دسترس باشد.

بعد از اعمال شرایط فوق الذکر تعداد ۱۰۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه آماری تحقیق انتخاب شده اند.

اندازه گیری متغیر مستقل تحقیق

عدم تقارن اطلاعاتی متغیر مستقل این تحقیق است که به شیوه زیر اندازه گیری می شود. (چانگ و همکاران؛ ۲۰۱۱)

$$SPREAD = \frac{(AP - PB) * 100}{(AP + PB) \div 2}$$

که در آن :

SPREAD : دامنه ی تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

AP : میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در دوره t

i : شرکت مورد بررسی

t : سال مورد بررسی

BP : میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت

طبق مدل بالا، هر چه دامنه ی تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام عدد بزرگتری باشد، حاکی از عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر است

مدل آماری

مدل (۱) (چانگ و همکاران؛ ۲۰۱۱) برای آزمون فرضیه اول مورد استفاده قرار می گیرد:

$$\log(1 + \frac{Cash_{it}}{NCA_{it}}) = \beta_0 + \beta_1 Spread_{it} + \beta_2 \log(NCA_{it}) + \beta_3 CashFlow_{it} + \beta_4 NetWorkingCapital_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 Debt_{it} + \beta_7 DividendDummy_{it} + \beta_8 CapitalExpenditure_{it} + \beta_9 YearDummy_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

Spread: بیانگر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت *t* در سال *t*

NCA: جمع دارایی ها به غیر از وجوه نقد شرکت *t* در سال *t*

Cash Flow: نسبت جریان نقدی به جمع دارایی ها به غیر از وجوه نقد شرکت *t* در سال *t*

Net Working Capital: نسبت سرمایه در گردش به جمع دارایی ها به غیر از وجوه نقد شرکت *t* در سال *t*

MB: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری به جمع دارایی ها به غیر از وجوه نقد شرکت *t* در سال *t*

Debt: نسبت جمع کل بدهی های شرکت به جمع دارایی ها به غیر از وجوه نقد شرکت *t* در سال *t*

Dividend Dummy: متغیر مجازی برای شرکت هایی که سود سهام پرداخت کرده اند برابر یک و در غیر اینصورت برابر صفر است.

Capital Expenditure: نسبت مخارج سرمایه ای به جمع دارایی ها به غیر از وجوه نقد شرکت *t* در سال *t*

برای آزمون فرضیه دوم نیز از مدل زیر (چانگ و همکاران؛ ۲۰۱۱) استفاده می شود:

$$\frac{MV_{it}}{NCA_{it}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{E_{it}}{NCA_{it}} + \beta_2 \frac{dE_{it+2}}{NCA_{it}} + \beta_3 \frac{dE_{it-2}}{NCA_{it}} + \beta_4 \frac{D_{it}}{NCA_{it}} + \beta_5 \frac{dD_{it+2}}{NCA_{it}} + \beta_6 \frac{dD_{it-2}}{NCA_{it}} + \beta_7 \frac{NCA_{it+2}}{NCA_{it}} + \beta_8 \frac{NCA_{it-2}}{NCA_{it}} + \beta_9 \frac{MV_{it+2}}{NCA_{it}} + \varepsilon_{it} + \beta ExcessCash_{it} + \beta HighDummy_{it} + \beta HighDummy_{it} * ExcessCash_{it} + \beta$$

که در آن:

MV_{it}: ارزش بازار شرکت *t* در سال *t*

NCA_{it}: جمع دارایی ها به جز وجه نقد شرکت *t* در سال *t*

E_{it}: سود خالص شرکت *t* در سال *t*

D_{it}: سود نقدی شرکت *t* در سال *t*

ExcessCash_{it}: مازاد وجه نقد شرکت *t* در سال *t*

HighDummy_{it}: متغیر مجازی برای شرکت های دارای عدم تقارن بالا برابر با یک و برای شرکت های دارای عدم تقارن پایین

برابر با صفر

d: بیانگر تغییرات در متغیر مربوطه می باشد.

جهت آزمون فرضیه های تحقیق از رگرسیون خطی چندگانه استفاده شد؛ که ابتدا با استفاده از آزمون کولموگروف اسمیرنوف نرمال بودن باقی مانده های مدل مورد بررسی قرار گرفت و همچنین با استفاده از آزمون دوربین واتسون استقلال باقی مانده ها در مدل رگرسیونی بررسی شد و همچنین به منظور بررسی مناسب بودن الگوی خطی و نداشتن نقاط نامربوط و نیز همسانی واریانس

ها نمودار پراکنش و باقی مانده ها مورد استفاده قرار گرفت؛ با توجه به تایید همه پیش شرط‌های فوق، می‌توانیم به نتایج حاصل از مدل نهایی برآزش شده اطمینان داشته باشیم.

یافته های پژوهش

آمار توصیفی مربوط به داده های تحقیق در جدول زیر نشان داده شده است:

متغیر	تعداد مشاهدات	ماکزیمم	مینیمم	میانگین	انحراف معیار
لگاریتم (۱+نسبت نگهداشت وجه نقد به جمع دارایی ها به جز وجوه نقد)	648	4.07	-2.19	.0261	1.00293
عدم تقارن اطلاعاتی	648	1.93	-1.88	-.0644	.51456
اندازه شرکت (لگاریتم کل دارایی ها به جز وجه نقد)	648	7.99	4.25	5.7598	.64322
جریان نقدی به جمع دارایی ها به جز وجوه نقد	648	.82	-.41	.1305	.13475
خالص سرمایه در گردش به جمع دارایی ها به جز وجوه نقد	648	.69	-2.39	.1037	.24107
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری به جمع دارایی ها به جز وجوه نقد	648	57.61	-	1.8775	3.28116
بدهی های شرکت به جمع دارایی ها به جز وجوه نقد	648	3.21	.04	.6370	.23808
متغیر مجازی پرداخت سود نقدی	648	1.00	.00	.9043	.29438
مخارج سرمایه ای به جمع دارایی ها به جز وجوه نقد	648	.85	-.63	.0179	.08510
ارزش جاری بازار شرکت به جمع دارایی ها به جز وجوه نقد	648	3.31	-2.03	.0420	.30001
سود خالص شرکت به جمع دارایی ها به جز وجوه نقد	648	.67	-.25	.0203	.07968
تغییرات در سود خالص آتی به جمع دارایی ها به جز وجوه نقد	648	.36	-.34	.0047	.04044
تغییرات در سود خالص دوره قبل به جمع دارایی ها به جز وجوه نقد	648	.40	-	-.0542	.89217
سود نقدی به جمع دارایی ها به جز وجوه نقد	648	.64	.00	.0161	.06482
تغییرات در سود نقدی آتی به جمع دارایی ها به جز وجوه نقد	648	.58	-.64	.0014	.05668
تغییرات در سود نقدی دوره قبل به جمع دارایی ها به جز وجوه نقد	648	1.26	-5.86	-.0081	.25064
ارزش آتی بازار شرکت به جمع دارایی ها به جز وجوه نقد	648	6.35	.00	.1055	.51630
وجه نقد مازاد به جمع دارایی ها به جز وجوه نقد	648	1.82	-6.64	-.0008	.33700
متغیر مجازی عدم تقارن اطلاعاتی بالا	648	1.00	.00	.0417	.19998
ضرب متغیر مجازی عدم تقارن اطلاعاتی بالا در متغیر وجه نقد مازاد	648	1.82	-1.28	.0047	.15810

آزمون فرضیه

در جدول زیر نتایج تجزیه و تحلیل مدل رگرسیون چندگانه فرضیه اول آورده شده است.

متغیر	ضرایب	تی استیودنت	مقدار احتمال
Spread	1.611650	14.76488	0.0400
Log NCA	-0.125909	-2.540251	0.0111
Cash Flow	0.700334	3.265720	0.0011
Net Working Capital	0.071121	3.500076	0.0005
MB	-0.043510	-6.078723	0.0000
Debt	0.778961	14.98540	0.0000
Dividend Dummy	0.658546	6.573820	0.0000
Capital Expenditure	-0.037583	-0.684163	0.4939
(R ²) ضریب تعیین	0.182919	آماره فیشر (F)	33.70153
		آماره دوربین-واتسون (D-W)	1.935387
ضریب تعیین تعدیل شده ((adj) R ²)	0.181004	مقدار احتمال کولموگروف-اسمیرنف (K-S)	0.560

همانطور که در جدول نشان داده شده است؛ ضریب تعیین مدل برابر 0.182 می باشد و بدین معنی است که ۱۸٪ از تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل قابل توصیف است. مقدار احتمال آماره F برابر ۰/۰۰۰ است که کمتر از ۰/۰۵ می باشد، بنابراین فرض صفر آماری مبنی بر عدم کفایت مدل (H₀: تمام ضرایب مدل رگرسیون برابر صفر است)، با اطمینان ۹۵٪ رد می شود، در نتیجه کفایت مدل جهت آزمون فرضیه تایید می شود. مبنای تصمیم گیری جهت تایید یا رد فرضیه معنی دار بودن ضریب متغیر اول مدل (عدم تقارن اطلاعاتی - Spread) است، با توجه به مقدار احتمال مربوط به این متغیر (۰/۰۵ < 0.0400 = *p-value*) این نتیجه حاصل می شود که متغیر مزبور در مدل نهایی از نظر آماری معنی دار بوده در نتیجه فرض صفر آماری رد و فرضیه اول تحقیق (فرض مقابل) تایید می شود.

متغیر	ضرایب	تی استیودنت	مقدار احتمال
$\frac{E_{it}}{NCA_{it}}$	1.512651	15.70488	0.0010
$\frac{dE_{it+1}}{NCA_{it}}$	-0.124919	-2.570250	0.0110

				$\frac{dE_{it-1}}{NCA_{it}}$
				$\frac{D_{it}}{NCA_{it}}$
				$\frac{dD_{it+1}}{NCA_{it}}$
				$\frac{dD_{it-1}}{NCA_{it}}$
				$\frac{NCA_{it+1}}{NCA_{it}}$
				$\frac{NCA_{it-1}}{NCA_{it}}$
				$\frac{MV_{it+1}}{NCA_{it}}$
				Excess Cash
				High Dummy
				High Dummy*Excess Cash
0.000	مقدار احتمال F آماره	53.756	آماره فیشر (F)	0.083412
1.901341			آماره دوربین-واتسون (D-W)	
.412	مقدار احتمال کولموگروف-اسمیرنوف (K-S)			0.082234
				ضریب تعیین تعدیل شده ((adj) R ²)

همانطور که در جدول نشان داده شده ضریب تعیین مدل برابر ۰/۰۸۳ می‌باشد و بدین معنی است که حدود ۸٪ از تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل قابل توصیف است. مقدار احتمال آماره F برابر ۰/۰۰۰ است که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین فرض صفر آماری مبنی بر عدم کفایت مدل (H₀): تمام ضرایب مدل رگرسیون برابر صفر است، با اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود، در نتیجه کفایت مدل جهت آزمون فرضیه تایید می‌شود. مبنای تصمیم‌گیری جهت تایید یا رد فرضیه، معنی‌دار و متفاوت بودن ضرایب دو متغیر Excess Cash و High Dummy*Excess Cash می‌باشد، با توجه به اینکه مقدار احتمال هر دو متغیر کمتر از ۰/۵ است، این نتیجه حاصل می‌شود که متغیرهای از نظر آماری معنی‌دار بوده، در نتیجه فرض صفر آماری رد و فرضیه تحقیق (فرض مقابل) تایید می‌شود.

نتیجه‌گیری

مدیریت وجه نقد مساله‌ای بسیار مهم برای شرکت محسوب می‌شود. طبق نظریه سلسله مراتب تامین مالی؛ مدیریت تامین مالی داخلی را به تامین مالی خارجی ترجیح می‌دهد در واقع شرکت‌ها منابع سرمایه‌گذاری را ابتدا از منبع سود انباشته، بعد از آن با بدهی‌های کم‌خطر و سپس پرخطر و سرانجام با انتشار سهام، تامین مالی می‌نمایند. هدف از رعایت ترتیب مذکور این است که از

هزینه‌های عدم تقارن اطلاعاتی و سایر هزینه‌های تأمین‌های مالی کاسته شود؛ به دلیل وجود عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات ناشی از تأمین مالی خارجی، سیاست‌های تأمین مالی از یک رویه سلسله مراتبی مبنی بر ترجیح منابع داخلی بر خارجی پیروی می‌کنند. در نتیجه، چون مدیریت، منابع داخلی تأمین مالی را بر منابع خارجی ترجیح می‌دهد، تمایل به انباشت وجه نقد دارد تا بتواند در مرحله اول از داخل شرکت تأمین مالی را انجام دهد و به خارج از شرکت رجوع ننماید اما براساس نظریه جریان وجه نقد آزاد که توسط جنسن مطرح شد؛ مدیران به دلیل منفعت شخصی تأمین مالی و سرمایه گذاری خارجی را در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی ترجیح می‌دهند چون تمایلی به پرداخت وجه نقد (مثل سود سهام) نبوده، دارای انگیزه برای سرمایه گذاری هستند؛ حتی زمانی که هیچ سرمایه گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت موجود نباشد.

در این تحقیق به منظور بررسی فرضیه ها تعداد ۱۰۸ شرکت مورد بررسی قرار گرفت. در فرضیه اول با توجه به مقدار احتمال مربوط به متغیر Spread ($p - value = 0.0400 < 0.05$) این نتیجه حاصل می‌شود که متغیر مزبور در مدل نهایی از نظر آماری معنی دار بوده در نتیجه فرض صفر آماری رد و فرضیه اول تحقیق مبنی بر وجود رابطه مستقیم معنادار بین عدم تقارن اطلاعاتی و نگهداشت وجه نقد شرکت تایید می‌شود. که موید نتایج تحقیق مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴) است که معتقدند میزان نگهداری وجه نقد با وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مستقیم دارد و نگهداری بیشتر وجه نقد در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی به نفع سهامداران خواهد بود.

با توجه به اینکه مقدار احتمال هر دو متغیر Excess Cash و High Dummy*Excess Cash کمتر از ۵٪ است، نشان می‌دهد که در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی نگهداری وجه نقد بر روی ارزش شرکت تاثیر گذار است؛ در واقع نگهداری وجه نقد در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی بر روی ارزش شرکت تاثیر منفی گذاشته و به نفع شرکت نخواهد بود این نتیجه مطابق با نظریه جریان وجه نقد آزاد است که توسط جنسن مطرح شد. همچنین نتایج این پژوهش با نتایج تحقیق چانگ و همکاران (۲۰۱۱) که بیان کردند، سطح بالای عدم تقارن اطلاعاتی در شرکتها باعث می‌شود منابع نقدی نیز باعث کاهش ارزش شرکت شوند نیز مطابقت دارد. و همچنین با نتایج تحقیق قربانی و عدیلی ۱۳۹۰ نیز مبنی بر اینکه نگهداری وجه نقد در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی برای شرکت بهینه نمی‌باشد نیز مطابقت دارد. با توجه به نتایج به دست آمده در این پژوهش پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌گردد:

۱. مدیریت شرکتها در تصمیم گیری ها و برنامه ریزی های خود برای نگهداری موجودی های نقدی به این نکته توجه کنند که انباشت وجه نقد بدون بازده با هدف پرهیز از هزینه های تامین مالی خارجی، موجب کاهش کارایی و در نهایت کاهش ارزش شرکت خواهد شد.

۲. سرمایه گذاران و بستانکاران، میزان نگه داشت وجه نقد را با توجه به تاثیر آن بر ارزش شرکت به عنوان عاملی مهم در فرایند تصمیم گیری خود وارد کنند تا بهتر بتوانند شرایط قراردادهای راتعیین کنند.

هم چنین در راستای این تحقیق محور های زیر برای پژوهش های بیشتر پیشنهاد می شود:

۱. بررسی موضوع به تفکیک صنایع مختلف

۲. می توان موضوع تحقیق را در رابطه با ترکیب هیات مدیره نیز انجام داد

منابع

رحیمیان، نظام الدین، صالح نژاد، سید حسن، سالکی، علی، (۱۳۸۸) "رابطه ی میان برخی ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، شماره ۵۸، از صفحه ۷۱ تا ۸۶.

۲-رسائیان امیر، رحیمی فروغ و سارا حنجری، (۱۳۸۹)، "تأثیر مکانیهای نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران" فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال اول، شماره چهارم، صص ۱۴۴-

- ۳- معین الدین، محمود، نایب زاده، شهناز، بخشایش، مهدیه، "بررسی رابطه میان عدم تقارن اطلاعاتی و حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی در بورس اوراق بهادار تهران"، صص ۳ تا ۵
- ۴- دامن افشار، نرگس، "ارتباط عدم تقارن اطلاعاتی با کارایی سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران"،
- ۵- ملکیان، دکتر اسفندیار، احمدپور، دکتر احمد، محمدی، منصور، "بررسی رابطه بین وجه نقد نگهداری شده و عوامل تعیین کننده آن در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"،
- ۶- قربانی سعید، عدیلی مجتبی، (۱۳۹۱) "نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی"، مجله دانش حسابداری، سال سوم، شماره ۸، صص ۱۳۱-۱۴۹
- ۷- عربصالحی مهدی، رهروی علیرضا، "تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سطح نگهداشت وجه نقد"، فصل نامه علمی دانشجویان ارشد حسابداری و مدیریت مالی، صص ۱۸۱-۲۰۴
- ۸- خانی عبدالله، قجاوند زیبا، "مروری بر ادبیات عدم تقارن و معیارهای اندازه گیری آن"، فصل نامه علمی دانشجویان ارشد حسابداری و مدیریت مالی، صص ۳۴-۴۹
- ۹- فخاری حسین، تقوی روح الله، (۱۳۸۸) "کیفیت اقلام تعهدی و مانده وجه نقد"، مجله بررسیهای حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، شماره ۵۷، صص ۶۹-۸۴
- ۱۰- برزگر خاندوزی عابدین، جعفری سلیل، (۱۳۹۱) "کاهش عدم تقارن اطلاعاتی با استفاده از شبکه عصبی مصنوعی"، همایش منطقه ای حسابداری در عصر فناوری اطلاعات، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مینودشت.
- ۱۱- فروغی داریوش، سعیدی علی، رسائیان امیر، زارع سحر، (۱۳۹۰) "تاثیر کیفیت سود بر میزان نگهداری وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی- پژوهشی برنامه ریزی و بودجه، سال شانزدهم، شماره ۲، صص ۵۷-۸۱.
- 12- A. Lambert , Richard / Leuz , Christian / E. Verrecchia , Robert , 2006 Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital , March.
- 13- Hughes, John / Liu , Jing / Liu , Jun , , 2004 Information Asymmetry, Diversification, and Cost of Capital , First Version: May 20 , Current Version: April 18, 2006 .
- 14- Harford , Jarrad / A. mansi , Sattar / F.Maxwell , William , 2004 Corporate Governance and Firm Cash Holdings , First Draft march 27 .,
- 15- H. Chung , Kee / Kim , Jang-Chul / Kim , Young Sang / Zhang , Hao , Information Asymmetry and Corporate Cash Holdings