

مقدمه

مهمترین نقش اطلاعات حسابداری در بازارهای مالی، ایجاد معیاری برای تخصیص سرمایه^۱ است. سود حسابداری از جمله اطلاعات حسابداری است که معیار سنجش خلاصه و مفید برای عملکرد شرکت محسوب می‌شود. سود حسابداری، معیاری برای پاداش جبران خدمات مدیران، در قراردادهای بدهی، توان سودآوری شرکت، پیش‌بینی سودهای آتی، مخاطره‌های سرمایه‌گذاری در شرکت یا اعتباردهی به آن و آگهی‌هایی است که شرکت در نشریه‌های مالی منتشر می‌کند و سرمایه‌گذاران و بستانکاران نیز مورد استفاده قرار می‌دهند (دیچو^۲، ۱۹۹۴). بنابراین، عوامل و پیامدهای کیفیت اطلاعات حسابداری، مورد توجه سرمایه‌گذاران، مدیران، قانون‌گذاران و تدوین‌کنندگان استانداردهاست. از آنجایی که عدم تقارن اطلاعات، پیامدهای اقتصادی و اجتماعی نامطلوبی دارد، این موضوع به طور مستقیم از کیفیت گزارش‌های مالی ناشی می‌شود. به طوری که یافته‌های پژوهش‌های پیشین نشان داده‌اند که کیفیت کم سود، عدم تقارن اطلاعات^۳ را در بازارهای مالی افزایش می‌دهد (بتاچاریا، دسای و ونکاتارامان^۴، ۲۰۰۹). از این رو، کیفیت اطلاعات حسابداری برای تحلیل‌گران و استفاده‌کنندگان، از دیدگاه گزارشگری مالی مطرح است. به این معنی که اگر صورت‌های مالی، استفاده‌کنندگان را در پیش‌بینی همراه سازند، از کیفیت کمی برخوردار هستند (پنمن^۵، ۲۰۰۴).

وردی^۶ (۲۰۰۶) در پژوهش خود، رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری را در ۴۹۵۴۳ شرکت - سال، در سال‌های ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۳ بررسی کرده است. بر اساس یافته‌های پژوهش مذکور، در شرکت‌هایی که با محدودیت‌های مالی^۷ مواجه هستند، کیفیت گزارشگری مالی، به طور مؤثر با مشکل سرمایه‌گذاری کم، مرتبط است و در شرکت‌های با مانده‌های نقدی بالا نیز با سرمایه‌گذاری کردن رابطه دارد. کیفیت اطلاعات حسابداری به دلیل کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، می‌تواند موجب کاهش میزان نگهداری وجه نقد شرکت شود.

با توجه به وجود تضاد منافع بین تهیه‌کنندگان اطلاعات و سرمایه‌گذاران، استفاده از تخمین در محاسبه برخی از عناصر سود و زیان، امکان استفاده از رویه‌های پذیرفته شده حسابداری، هموارسازی و مدیریت سود، و کاربرد سود را به عنوان معیار تصمیم‌گیری با مشکل مواجه می‌کند. این کار، لزوم

1. Capital allocation

2. Dechow

3. Information asymmetry

4. Bhattacharya, Desai & Venkataraman

5. Penman

6. Verdi

7. Financial Constraints

بررسی موضوع کیفیت سود^۱ را افزایش می‌دهد. یکی از راه‌های کاهش تهدیدها در استفاده از سود، توجه و بررسی عناصر سازنده سود است که به زبان حرفه‌ای، به آن "کیفیت سود" گفته می‌شود. در پژوهش حاضر، با جمع‌آوری الگوهای مختلف در این زمینه، تدوین الگویی مورد توجه است که در آن رابطه بین کیفیت سود و میزان نگهداری وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران بیان شود. کم بودن کیفیت سود به عنوان معیاری از کیفیت گزارشگری مالی، می‌تواند باعث افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه افزایش میزان نگهداری وجه نقد شرکت‌ها شود. در واقع، با کاهش کیفیت سود، عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می‌یابد و در نتیجه شرکت میزان وجه نقد لازم را برای نگهداری افزایش می‌دهد.

در پژوهش حاضر، تأثیر کیفیت سود بر میزان نگهداری وجه نقد در شرکت‌ها بررسی می‌شود. از این رو، در قسمت دوم پژوهش، ادبیات پژوهش و نظریه‌های مربوط با میزان نگهداری وجه نقد مورد بررسی قرار می‌گیرند. در قسمت سوم، خلاصه پژوهش‌های پیشین بیان می‌شوند. در قسمت چهارم، روش پژوهش شامل فرضیه‌ها، جامعه، نمونه آماری و روش‌های آماری مورد استفاده به منظور آزمون فرضیه‌ها تشریح می‌شوند. در قسمت پنجم، تجزیه و تحلیل نتایج، در قسمت ششم، محدودیت‌های پژوهش و در قسمت آخر نیز نتیجه‌گیری و پیشنهادها بیان می‌گردند.

ادبیات پژوهش و نظریه‌های مربوط به میزان نگهداری وجه نقد

۱- نظریه عدم تقارن اطلاعاتی

بر اساس نظریه مذکور، یکی از طرف‌های معامله، نسبت به دیگران، از مزیت اطلاعاتی برخوردار است. در اقتصاد به چنین وضعیتی، نامتقارن بودن اطلاعات گفته می‌شود. با توجه به نظریه مذکور، می‌توان آثار ناشی از تفاوت بین اطلاعات عمومی و محرمانه را در بازارهای مالی مشاهده کرد. در مجموع، می‌توان گفت عدم تقارن اطلاعات، تأثیر مهمی در میزان هزینه تأمین مالی خارجی دارد (اسکات، ۱۳۸۶).

ایزدی‌نیا و رسانیان (۱۳۸۸) با انجام پژوهشی در ۱۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در سال‌های ۱۳۸۱-۱۳۸۵ نشان دادند که کیفیت سود حسابداری با اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، رابطه منفی و معنی‌دار دارد. اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در

بسیاری از پژوهش‌های خارجی و داخلی، معیار عدم تقارن اطلاعات بیان شده است، بنابراین بر اساس نتایج پژوهش مذکور، کیفیت سود باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود.

۲- نظریه نمایندگی^۱

از آنجایی که میان مدیر و مالک، تضاد منافع وجود دارد، در نظریه مذکور، ساختار قراردادها به منظور هماهنگ کردن منافع مدیران و مالکان مورد بررسی قرار می‌گیرد (اسکات، ۱۳۸۶). مشکلات نمایندگی، یکی از مهمترین عوامل تعیین‌کننده نگهداری وجه نقد در شرکت‌ها است. نتایج پژوهش‌ها نشان داده‌اند در کشورهایی که از حقوق سهام‌داران به خوبی محافظت نمی‌شود، شرکت‌ها نسبت به کشورهایی که سهام‌داران از حمایت خوبی برخوردارند، وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند (دیتمار، مه‌رت-اسمیت و سرویس^۲، ۲۰۰۳). جنسن و مک‌لینگ^۳ (۱۹۷۶) در یک واحد اقتصادی، دو نوع تضاد منافع را شناسایی کردند: الف) تضاد منافع بین مدیران و صاحبان سهام و ب) تضاد منافع بین صاحبان سهام و دارندگان اوراق بدهی. چنین تضادهایی موجب شناسایی هزینه‌های نمایندگی می‌شود که می‌توانند در توجیه عملکرد مدیریت در نگهداری وجه نقد مورد استفاده قرار گیرند. درباره اندازه شرکت می‌توان گفت که هر چه شرکت بزرگ‌تر باشد، مدیریت اختیار بیشتری خواهد داشت. از این رو، احتمال نگهداری وجه نقد مازاد، افزایش می‌یابد. علاوه بر این، در شرکت‌های با بدهی کم نیز انتظار می‌رود وجه نقد بیشتری نگهداری شود، زیرا بدهی کم، سبب می‌شود که شرکت‌ها تحت نظارت بازارهای سرمایه قرار گیرند و اختیار مدیریت بیشتر شود (اپلر، پینکویتز، استولز و ویلیامسون^۴، ۱۹۹۹). زمانی که منافع سهام‌داران با منافع اعتباردهندگان (دارندگان اوراق بدهی) و نیز منافع طبقات مختلف اعتباردهندگان، متفاوت باشد، هزینه‌های نمایندگی بدهی ایجاد می‌شود (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶).

در شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری^۵ ارزشمند وجود دارد و هزینه تأمین منابع مالی خارجی‌شان زیاد است، انتظار می‌رود که دارایی‌های نقدی بیشتری نگهداری شوند. زیرا هزینه کمبود وجه نقد، بیشتر است و در صورت کمبود وجه نقد، شرکت مجبور است طرح‌های با ارزش بیشتری را رها کند (اپلر و همکاران، ۱۹۹۹).

1. Agency theory
2. Dittmar, Mahrt-Smith & Servaes
3. Jensen & Meckling
4. Opler, Pinkowitz, Stulz & Williamson
5. Investment opportunities

۳- نظریه موازنه^۱

بر اساس نظریه مذکور، شرکت‌ها میزان مطلوب وجه نقد خود را با ایجاد تعادل میان منافع و هزینه‌های نگهداری وجه نقد، تعیین می‌کنند (جانی، هوسلی و بندر^۲، ۲۰۰۴). نگهداری وجه نقد، احتمال پیدایش بحران مالی را کاهش می‌دهد و ذخیره‌ای مطمئن در زمان مواجهه با زیان‌های غیرمنتظره محسوب می‌شود. نگهداری وجه نقد موجب می‌شود که در زمان رویارویی شرکت با محدودیت‌های مالی، پیگیری سیاست‌های سرمایه‌گذاری مطلوب، میسر گردد و هزینه‌های جمع‌آوری منابع مالی یا نقدکردن دارایی‌های موجود نیز کاهش یابد (اپلر و همکاران، ۱۹۹۹).

عوامل تعیین‌کننده وجه نقد بر اساس نظریه موازنه

بر اساس نظریه موازنه، عوامل تعیین‌کننده وجه نقد شرکت‌ها، در ذیل بیان می‌شوند.

فرصت‌های سرمایه‌گذاری: هزینه کمبود وجه نقد در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر، به دلیل هزینه‌های فرصت ناشی از رها کردن طرح‌های سرمایه‌گذاری باارزش، بیشتر است. بنابراین، انتظار می‌رود که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مانده وجه نقد، رابطه مثبت وجود داشته باشد. همچنین، در این نظریه پیش‌بینی می‌شود که شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر، هزینه‌های بحران مالی بیشتری دارند، زیرا در حین ورشکستگی، خالص ارزش فعلی مثبت طرح‌های مذکور از بین می‌رود. شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر، به منظور اجتناب از بحران مالی، مقدار بیشتری وجه نقد نگهداری خواهند کرد.

میزان نقدشوندگی دارایی‌های جاری: زمانی که شرکت‌ها با کمبود وجه نقد مواجه می‌شوند، میزان قابلیت تبدیل دارایی‌های جاری به نقد، می‌تواند جایگزین وجه نقد محسوب شود. بنابراین، انتظار می‌رود که شرکت‌های با قدرت نقدینگی بیشتر، وجه نقد کمتری نگهداری کنند.

اهرم مالی: اهرم مالی، احتمال ورشکستگی را افزایش می‌دهد و انتظار می‌رود که شرکت‌های اهرمی برای کاهش مخاطره مالی، وجه نقد بیشتری را نگهداری کنند. نسبت اهرم مالی، عاملی برای تعیین توانایی شرکت به منظور انتشار اوراق بدهی جدید محسوب می‌شود. از این رو، اگر قدرت بازپرداخت هزینه‌های تأمین مالی در شرکتی افزایش یابد، انعطاف‌پذیری مالی بیشتری نیز دارد و ممکن است وجه نقد کمتری نگهداری کند. به همین دلیل، رابطه بین اهرم مالی و میزان وجه نقد را با دقت نمی‌توان تبیین کرد (فریرا و ویللا^۳، ۲۰۰۴).

1. The static tradeoff theory
2. Jani, Hoesli & Bender
3. Ferreira & Vilela

اندازه: بر اساس نظریه موازنه، رابطه مورد انتظار بین اندازه شرکت و نگهداری وجه نقد، منفی است. از آنجایی که شرکت‌های بزرگ، انعطاف‌پذیری بیشتری دارند، می‌توان جریان‌های نقد پایدارتری را برای آنها انتظار داشت. در نتیجه کمتر با خطر ورشکستگی مواجه می‌شوند و نسبت به شرکت‌های کوچک، دسترسی آسان‌تری به منابع تأمین مالی دارند (تیتمن و وسلز^۱، ۱۹۸۸).

شرکت‌های بزرگی که اعتبار بانکی دارند، به میزان بیشتری می‌توانند استقراض کنند و قادر هستند که در صورت لزوم، وجوه را راحت‌تر کسب کنند. علاوه بر این، شرکت‌های بزرگ، همواره می‌توانند بخشی از دارایی‌های غیرضروری خود را برای کسب وجه نقد، بفروشند (اپلر و همکاران، ۱۹۹۹). همچنین از اندازه به عنوان شاخصی برای عدم تقارن اطلاعاتی، میان افراد درون و برون سازمانی شرکت استفاده می‌شود. میرز و مجلوف^۲ (۱۹۸۴) نشان دادند زمانی که عدم تقارن اطلاعات اندک است، شرکت‌ها از طریق ایجاد بدهی به تأمین مالی می‌پردازند.

جریان نقدی: به اعتقاد کیم، مار و شرمان^۳ (۱۹۹۸) از آنجایی که جریان نقدی، یک منبع نقدینگی در دسترس را فراهم می‌کند، می‌تواند جایگزین مناسبی برای وجه نقد در نظر گرفته شود. بنابراین، انتظار می‌رود که بر اساس این نظریه، بین جریان نقد و مانده وجه نقد، رابطه منفی وجود داشته باشد.

عدم اطمینان جریان نقدی: شرکت‌های دارای نوسان‌های بیشتر جریان‌های نقدی، احتمالاً بیشتر با کمبود وجه نقد مواجه می‌شوند، زیرا جریان نقدی ممکن است به طور غیرمنتظره کاهش یابد. بنابراین، انتظار می‌رود که بین عدم اطمینان جریان نقد و مانده وجه نقد رابطه منفی وجود داشته باشد (جانی و همکاران، ۲۰۰۴).

سررسید بدهی: تأثیر سررسید بدهی بر مانده وجه نقد، مشخص نیست. شرکت‌هایی که بر بدهی کوتاه‌مدت اتکا می‌کنند، قرارداد اعتباری خود را باید در هر دوره تمدید کنند و اگر محدودیتی در تمدید قرارداد اعتباری ایجاد شود، با خطر بحران مالی مواجه می‌شوند. بنابراین، با کنترل سایر عوامل می‌توان انتظار داشت که سررسید به طور منفی، با مانده وجه نقد رابطه داشته باشد. اما بارسلی و اسمیت^۴ (۱۹۹۵) نشان دادند که شرکت‌های با درجه اعتبار فراوان، به دلیل سهولت ایجاد بدهی، معمولاً از بدهی کوتاه‌مدت استفاده می‌کنند و مانده وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند که این رابطه

1. Titman & Wessels
2. Myers & Majluf
3. Kim, Mauer & Sherman
4. Barclay & Smith

را مثبت می‌کند.

پرداخت سود سهام: شرکتی که در حال حاضر سود سهام می‌پردازد، می‌تواند منابع را با کمترین هزینه از طریق کاهش پرداخت سود سهام تأمین کند. بنابراین، انتظار می‌رود که شرکت‌هایی که سود سهام می‌پردازند، در مقایسه با شرکت‌هایی که سود سهام نمی‌پردازند، وجه نقد کمتری نگهداری کنند (فریرا و ویلا، ۲۰۰۴).

۴- نظریه سلسله‌مراتب تأمین مالی^۱

بر اساس نظریه مذکور، شرکت‌ها تأمین مالی را از منابع داخل شرکت به تأمین مالی خارجی حساس به اطلاعات ترجیح می‌دهند (دراپتز، گرانینگر و هیرچوگل^۲، ۲۰۱۰). بنابراین، در بحث تأمین مالی، شرکت‌ها منابع سرمایه‌گذاری را ابتدا از منبع سود انباشته تأمین می‌کنند. سپس با بدهی‌های کم‌مخاطره و بعد با بدهی‌های پرخطر و سرانجام با انتشار سهام^۳، به تأمین منابع مالی می‌پردازند. در نتیجه، از آنجایی که مدیریت، منابع داخلی تأمین مالی را بر منابع خارجی ترجیح می‌دهد، به انباشت وجه نقد تمایل دارد تا بتواند در مرحله اول، تأمین مالی را از داخل شرکت انجام دهد و به خارج از شرکت رجوع نکند (فریرا و ویلا، ۲۰۰۴).

عوامل تعیین‌کننده وجه نقد از دیدگاه سلسله‌مراتبی

فرصت‌های سرمایه‌گذاری: فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر، برای انباشت بیشتر وجه نقد، تقاضا ایجاد می‌کنند. زیرا کمبود وجه نقد، موجب خواهد شد که شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور خود را از دست بدهد، مگر اینکه به تأمین مالی پرهزینه خارجی دست یابد. بنابراین، انتظار می‌رود که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نگهداری وجه نقد، رابطه مثبت وجود داشته باشد.

اهرم مالی: درباره موضوع سلسله‌مراتب تأمین مالی، زمانی که سرمایه‌گذاری از سود انباشته تجاوز می‌کند، معمولاً بدهی افزایش می‌یابد و زمانی که سرمایه‌گذاری کمتر از سود انباشته است، بدهی کاهش می‌یابد و بنابراین، مانده وجه نقد از الگوی معکوس این فرایند پیروی می‌کند، یعنی زمانی که سرمایه‌گذاری از سود انباشته بیشتر می‌شود، مانده وجه نقد کاهش می‌یابد و زمانی که سرمایه‌گذاری‌های کمتر از سود انباشته است، مانده وجه نقد افزایش می‌یابد. رابطه پیش‌بینی شده بین این عامل و مانده وجه نقد، بر اساس نظریه سلسله‌مراتب تأمین مالی، معکوس است.

1. Peking order theory
2. Drobetz, Gruninger & Hirschvogel
3. Share outstanding

جریان نقدی: با کنترل سایر متغیرها انتظار می‌رود که شرکت‌های با جریان نقدی بیشتر، وجه نقد بیشتری داشته باشند.

اندازه: با کنترل عامل سرمایه‌گذاری، شرکتی که بزرگتر است، به طور پیش‌فرض موفق‌تر بوده است و از این رو، وجه نقد بیشتری باید داشته باشد.

صرفاً اعتقاد به یک نظریه درباره نگهداری وجه نقد در یک کشور، نمی‌تواند کافی باشد. هر چند نظریه‌های موازنه و سلسله‌مراتبی در ادبیات مالی، نظریه‌هایی هستند که با یکدیگر تعارض دارند، اما تمایز بین آنها کاملاً واضح نیست. به منظور کشف رفتار واقعی شرکت‌ها در خصوص وجه نقدشان، باید در کوتاه‌مدت و بلندمدت، بین عوامل تمایز قایل شد. از آنجایی که شرکت‌ها در بلندمدت به دنبال مانده وجه نقد هستند، در کوتاه‌مدت از آن، به عنوان ذخیره استفاده می‌کنند. از این رو، مانده وجه نقد، در کوتاه‌مدت به جریان‌های نقدی ورودی و خروجی وابسته است که با رفتار سلسله‌مراتبی مطابقت دارد. با این اوصاف، تمایز بین مدل سلسله‌مراتبی و مدل موازنه، به صورتی که انتظار می‌رود، ممکن نیست و زمانی که تأثیر هزینه تأمین مالی خارجی در مدل سلسله‌مراتبی، بیشتر در نظر گرفته شود، این تمایز کمتر خواهد شد (اپلر و همکاران، ۱۹۹۹). زمانی که عدم تقارن اطلاعات زیاد است، انتظار می‌رود که وجه نقد برای شرکت‌هایی مهم‌تر باشد که ارزش بازار بیشتری دارند. وقتی که عدم تقارن اطلاعات زیاد است، نظریه سلسله‌مراتب تأمین مالی، قادر به توضیح تصمیم‌های تأمین مالی شرکت‌ها نیست (دراپتز و همکاران، ۲۰۱۰).

۵- نظریه جریان وجه نقد آزاد^۱

بر اساس نظریه مذکور که جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) مطرح کردند، وجوه نقد داخلی، بیشتر به مدیران اجازه می‌دهد تا از کنترل بازار اجتناب کنند. در این وضعیت، آنها به موافقت سهام‌داران نیاز ندارند و در تصمیم‌گیری درباره سرمایه‌گذاری‌ها، بر حسب اختیار خود آزاد هستند. مدیران مایل به پرداخت وجه نقد (برای مثال، سود سهام) نیستند، آنها برای سرمایه‌گذاری انگیزه دارند، حتی زمانی که هیچ سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت، موجود نباشد (جنسن، ۱۹۸۶).

بر اساس نظریه مذکور، مدیران، انگیزه دارند که وجه نقد را انباشت کنند تا منابع تحت کنترل خود را افزایش دهند و بتوانند در زمینه تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت، از قدرت قضاوت و تشخیص بهره‌مند شوند. به همین دلیل با وجه نقد شرکت فعالیت می‌کنند تا از این طریق مجبور به

ارائه اطلاعات مشروح به بازار سرمایه نشوند. هر چند مدیران ممکن است سرمایه‌گذاری‌هایی را انجام دهند که اثر منفی بر ثروت سهام‌داران داشته باشد (فریرا و ویللا، ۲۰۰۴).

عوامل تعیین‌کننده وجه نقد از دیدگاه نظریه جریان نقدی آزاد

اهرم مالی: مدیران با ایجاد بدهی، ملزم به پرداخت جریان‌های نقدی آتی می‌شوند و این کار جریان نقد در دسترس را که می‌تواند به اختیار مدیریت هزینه شود، و نیز هزینه نمایندگی جریان‌های نقد آزاد را کاهش می‌دهد و اثر کنترلی دارد. در نتیجه، شرکت‌های با اهرم مالی ضعیف، کمتر مشمول نظارت و کنترل هستند. این وضعیت اختیار بیشتری به مدیریت می‌دهد، بنابراین انتظار می‌رود که اهرم مالی، با مانده وجه نقد رابطه معکوس داشته باشد (جنسن، ۱۹۸۶).

فرصت‌های سرمایه‌گذاری: از مدیران شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری کم انتظار می‌رود که وجه نقد بیشتری نگهداری کنند تا از در دسترس بودن وجه نقد برای سرمایه‌گذاری در طرح‌ها اطمینان یابند، حتی اگر خالص ارزش فعلی این سرمایه‌گذاری، منفی باشد که موجب کاهش ارزش شرکت و ثروت سهام‌داران خواهد شد و در نهایت، نسبت ارزش بازار به دفتری کمی را خواهیم داشت. بنابراین با استفاده از نسبت ارزش بازار به دفتری، به عنوان عاملی برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری انتظار می‌رود که رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مانده وجه نقد منفی باشد (گارسیا، مارتینز و سانچز^۱، ۲۰۰۹).

اندازه: مدیران معمولاً به رشد شرکت فراتر از اندازه مطلوب آن تمایل دارند، زیرا رشد شرکت، قدرت مدیریت را با افزایش منابع تحت کنترل آن افزایش می‌دهد (جنسن، ۱۹۸۶). همچنین شرکت‌های بزرگ‌تر به پراکندگی بیشتر مالکیت سهام‌داران تمایل دارند که این کار به مدیریت، اختیار بیشتری اعطا می‌کند. علاوه بر این، شرکت‌های بزرگ به دلیل مقدار منابع مالی مورد نیاز، احتمالاً کمتر با تملک‌های ناخواسته مواجه می‌شوند. بنابراین، انتظار می‌رود که مدیران شرکت‌های بزرگ در خصوص سرمایه‌گذاری و سیاست‌های مالی، قدرت و اختیار بیشتری داشته باشند که این کار، موجب ایجاد مقدار بیشتری مانده وجه نقد می‌شود (فریرا و ویللا، ۲۰۰۴).

روابط بانکی

تأمین مالی بانکی در مقایسه با بدهی عمومی، در کاهش مسایل مربوط به مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی مؤثرتر است. وجود روابط بانکی، علاوه بر ارائه تصویری مطلوب از وضعیت

شرکت، توانایی آن را برای دستیابی به تأمین مالی خارجی افزایش می‌دهد. از مباحث فوق، می‌توان نتیجه گرفت که شرکت‌های با بدهی بانکی بیشتر، با سهولت بیشتری به منابع مالی خارجی دسترسی دارند و وجه نقد کمتری را باید نگهداری کنند. دلیل دیگر وجود این رابطه معکوس، تمديد آسان بدهی‌های بانکی در مواقع لزوم است و بدهی بانکی، می‌تواند جایگزینی برای وجه نقد محسوب شود (ازکان و ازکان^۱، ۲۰۰۴).

پیشینه پژوهش

فرانسیس و همکاران، رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و هزینه‌های بدهی و سرمایه سهام را در نمونه بزرگی از شرکت‌ها در دوره ۱۹۷۰ تا ۲۰۰۱ مورد بررسی قرار دادند و نتیجه گرفتند که کیفیت اقلام تعهدی کمتر، با هزینه‌های بدهی و سرمایه بیشتر مربوط است (فرانسیس، لافوند، السون و اسپچپر^۲، ۲۰۰۵).

بهارات، ساندر و ساندر^۳ (۲۰۰۶) داده‌های شرکت‌های دارای وام بانکی و نیز بدهی عام را در دوره‌ای از سال ۱۹۸۸ تا ۲۰۰۳ مورد بررسی قرار دادند. در پژوهش مذکور، تأثیر کیفیت سود حسابداری بر تصمیم وام‌گیرنده در انتخاب شیوه استقراض بررسی شده است. نتایج این پژوهش نشان داد که کیفیت سود حسابداری، بر این وضعیت مؤثر است، به نحوی که شرکت‌های با کیفیت کم سود حسابداری، به استفاده از وام بانکی، یعنی بدهی خصوصی‌تر علاقمند هستند.

فریرا و ویلا (۲۰۰۴)، عوامل مؤثر بر وجه نقد را در نمونه‌ای از شرکت‌های کشورهای اتحادیه اروپا، از سال ۱۹۸۷ تا ۲۰۰۰ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش مذکور، نشان داد که موجودی نقد، به طور مثبت تحت تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی و به طور منفی، تحت تأثیر نقدشوندگی دارایی‌ها، اهرم مالی و اندازه قرار دارد. بدهی بانکی و موجودی نقد نیز با یکدیگر رابطه منفی دارند و نشان می‌دهند که وجود روابط نزدیک بانکی، شرکت‌ها را قادر می‌کند که موجودی نقد کمتری با انگیزه احتیاطی نگهداری کنند.

گاریسیا و همکاران (۲۰۰۹) با استفاده از نمونه‌ای متشکل از شرکت‌های بورس سهام اسپانیا، در دوره‌ای از سال ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۱، اثر کیفیت حسابداری را بر موجودی وجه نقد شرکت بررسی کردند. در پژوهش حاضر، از مدل تعدیل شده ازکان و ازکان (۲۰۰۴) استفاده شده است. نتایج پژوهش

1. Ozkan and Ozkan

2. Francis, LaFond, Olsson & Schipper

3. Bharath, Sunder & Sunder

مذکور، نشان داده است که شرکت‌های با کیفیت ارقام تعهدی زیاد، در مقایسه با شرکت‌های با کیفیت ارقام تعهدی کم، مقدار کمتری وجه نقد نگهداری می‌کنند. یافته‌ها نشان داده‌اند که با افزایش بدهی بانکی، موجودی نقد افزایش می‌یابد و شرکت‌های با جریان نقدی بیشتر، وجه نقد بیشتری را نگهداری می‌کنند.

آقای، نظافت، ناظمی اردکانی و جوان (۱۳۸۸) با انتخاب نمونه‌ای شامل ۲۸۳ شرکت، در سال‌های ۱۳۷۹-۱۳۸۴ به بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش مذکور نشان داد که حساب‌های دریافتی، خالص سرمایه در گردش، موجودی‌های کالا و بدهی‌های کوتاه‌مدت، به ترتیب از مهمترین عوامل دارای تأثیر منفی بر نگهداری موجودی‌های نقدی هستند. فرصت‌های رشد شرکت، سود تقسیمی، نوسان جریان‌های نقدی و سود خالص، به ترتیب از مهمترین عوامل دارای تأثیر مثبت بر نگهداری موجودی‌های نقدی هستند. اما شواهد کافی درباره تأثیر منفی بدهی‌های بلندمدت و اندازه شرکت‌ها بر نگهداری موجودی‌های نقدی وجود ندارد.

کاشانی‌پور و نقی‌نژاد (۱۳۸۸) در دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۸۵، به بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی - وجه نقد در ۷۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنها با استفاده از معیارهای اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی و گروه تجاری به عنوان نماینده‌ای از وجود محدودیت‌های مالی نشان دادند که جریان‌های نقدی، تأثیر معنی‌دار بر میزان نگهداری وجه نقد ندارند و بین حساسیت جریان‌های نقدی - وجه نقد شرکت‌های با محدودیت مالی و شرکت‌های بدون محدودیت مالی نیز تفاوت معنی‌دار وجود ندارد.

تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) به بررسی تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت تأمین مالی بر سرمایه‌گذاری کم یا زیاد در ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در دوره زمانی ۱۳۷۹-۱۳۸۵ پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و سرمایه‌گذاری زیاد، مستقیم و به لحاظ آماری، معنی‌دار است. بین محدودیت در تأمین مالی و سرمایه‌گذاری کم در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نیز رابطه معنی‌دار وجود ندارد.

فخاری و تقوی (۱۳۸۸)، تأثیر کیفیت ارقام تعهدی بر مانده وجه نقد شرکت‌ها را در ۱۵۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۱-۱۳۸۵ مورد بررسی قرار دادند. در پژوهش مذکور، کیفیت ارقام تعهدی با استفاده از مدل دچو و دیچو اندازه‌گیری شده است. نتایج نشان داده است که متغیرهای مورد استفاده

در پژوهش فخاری و تقوی (۱۳۸۸)، تقریباً ۶۲ درصد از تغییرات را در مانده وجه نقد شرکت‌های نمونه انتخابی در دوره زمانی پژوهش توضیح می‌دهند. کیفیت اقلام تعهدی با مانده نقد، رابطه منفی و معنی‌دار دارد. به این معنی که کیفیت اقلام تعهدی، عاملی مؤثر و مهم در میزان موجودی نقد است.

روش پژوهش

اطلاعات و نمونه

جامعه آماری پژوهش حاضر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند و نمونه آماری از بین شرکت‌های مذکور، انتخاب گردید. نمونه آماری همه شرکت‌هایی هستند که شرایط زیر را داشته باشند: (۱) پایان سال مالی آنها، ۲۹ اسفندماه باشد، (۲) جزء شرکت‌های مالی (مانند بانک‌ها، مؤسسات بیمه) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند، (۳) در طول دوره مورد بررسی (۱۳۷۹ - ۱۳۸۸) تغییر سال مالی نداشته باشند، (۴) اطلاعات مالی آنها دسترس‌پذیر باشد. با توجه به شرط‌های فوق، حجم نمونه به ۱۵۰ شرکت رسید. از آنجایی که برخی از متغیرها بر اساس تغییرات محاسبه می‌شوند، سال آغاز دوره زمانی، از پژوهش حذف شد و داده‌ها در مجموع ۱۳۵۰ سال شرکت گردیدند. داده‌های خام مورد نیاز برای انجام پژوهش حاضر، از بانک‌های داده‌ای تدبیرپرداز و ره‌آورد نوین ارقام، جمع‌آوری گردید.

فرضیه پژوهش

به منظور دستیابی به هدف پژوهش، فرضیه پژوهش به شرح زیر تدوین گردیده است: بین میزان نگهداری وجه نقد و کیفیت سود در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه معنی‌دار وجود دارد.

روش برآورد مدل پژوهش

برای برآورد مدل پژوهش، از روش رگرسیون ترکیبی استفاده شده است. روش رگرسیون ترکیبی را می‌توان با توجه به وضعیت ضریب ثابت معادله، با چهار روش انجام داد:

- ۱- روشی که معادله را بدون عرض از مبدا برآورد می‌کند، ۲- روشی که ضریب ثابت مشترکی را برای همه اعضای داده‌های ترکیبی در نظر می‌گیرد، ۳- روش آثار ثابت که ضریب ثابت‌های متفاوتی را برای هر عضو داده‌های ترکیبی برآورد می‌کند، ۴- روش آثار تصادفی که در آن، ضریب ثابت برای اعضای داده‌های ترکیبی، به صورت متغیر تصادفی است.

برای انتخاب بین روش‌های مدل رگرسیونی تلفیقی و رگرسیون آثار ثابت، از آزمون F لیمر (تعمیم‌یافته) استفاده شده است. پس از انجام آزمون‌های مذکور، مشخص گردید که مدل آثار ثابت و مدل اثر تصادفی، بر مدل داده‌های ادغام شده برتری ندارند، بنابراین از مدل داده‌های ادغام شده استفاده گردید. از آنجایی که مقدار p-value به دست آمده از آزمون F لیمر، ۰/۷۸ است، روش داده‌های تلفیقی با استفاده از آثار ثابت پذیرفته شد. همچنین با توجه به اینکه p-value به دست آمده از آزمون هاسمن، ۰/۰۲ است، فرض صفر رد می‌گردد و روش آثار ثابت پذیرفته می‌شود (گجراتی، ۱۳۸۳).

فرضیه‌ها از طریق نتایج حاصل از مدل‌های اقتصادسنجی و رگرسیون چندمتغیره مورد آزمون قرار گرفتند. به منظور تعیین معنی‌دار بودن کل مدل رگرسیون، از آماره F فیشر استفاده شده است. برای بررسی معنی‌دار بودن ضریب متغیرهای مستقل، در هر مدل از آماره t استیودنت در سطح اطمینان ۹۰٪، ۹۵٪ و ۹۹٪ استفاده شده است. از آزمون دوربین و واتسون نیز به منظور بررسی نبود مشکل خودهمبستگی بین جملات پسماند استفاده گردید. به منظور آزمون نرمال بودن داده‌ها، از آزمون نرمال بودن جملات پسماند بر اساس محاسبه نرم‌افزار Eviews استفاده شد. در صورتی که نتایج حاصل در قسمت احتمال، بیشتر از ۵٪ باشد، فرض صفر مبنی بر توزیع نرمال پذیرفته می‌شود که بر نرمال بودن توزیع داده‌ها، دلالت می‌کند. از آزمون هم‌خطی نیز برای بررسی نبود همبستگی بین متغیرهای مستقل مدل پژوهش استفاده شد (شیرین‌بخش و حسن خوانساری، ۱۳۸۴).

مدل پژوهش

با توجه به مطالب مذکور درباره متغیرهای توضیحی، مدل پژوهش که برگرفته از پژوهش‌های فریرا و ویللا (۲۰۰۴)، گارسیا و همکاران (۲۰۰۹)، آقایی و همکاران (۱۳۸۸)، کاشانی‌پور و نقی‌نژاد (۱۳۸۸)، تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) و فخاری و تقوی (۱۳۸۸) است، به صورت زیر نشان داده می‌شود:

$$\begin{aligned} CASH_{it} = & \beta_0 + \beta_1 CASH_{it-1} + \beta_2 EQ_{it} + \beta_3 GROWP_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \\ & \beta_5 LTDEBT_{it} + \beta_6 BANKD_{it} + \beta_7 RSPREAD_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \beta_9 LIQ_{it} + \\ & \beta_{10} CFLOW_{it} + \beta_{11} INV_{it} + \beta_{12} AGE_{it} + \beta_{13} BUS-GROUP_{it} + \beta_{14} PDP_{it} + v_{it} \end{aligned}$$

تفاوت اصلی پژوهش حاضر با برخی از پژوهش‌های داخلی پیشین، در متغیرهای مستقل و کنترلی مورد استفاده و دوره زمانی انجام پژوهش است.

وجه نقد^۱، به طور مستقیم از ترازنامه به دست می‌آید. کیفیت سود EQ متغیر مستقل است که بر اساس روش به کار گرفته شده در پژوهش بلواری، جیاکامینو و اکرس^۲ (۲۰۰۵)، ایزدی‌نیا و نظرزاده

(۱۳۸۸) و ایزدی‌نیا و رسائیان (۱۳۸۸) محاسبه می‌گردد. به منظور اعتبار بیشتر مدل و اتکای بیشتر بر نتایج، متغیرهای کنترلی نیز در مدل قرار می‌گیرند:

کیفیت سود

در پژوهش حاضر، کیفیت سود متغیر مستقل است. با توجه به نبود یک روش مورد قبول همگان، در اندازه‌گیری کیفیت سود، تلاش شده است معیارهای مورد توافق اکثریت شناسایی شوند. به منظور تعیین میزان امتیاز کیفیت سود شرکت‌ها، مطابق با پژوهش بلواری و همکاران (۲۰۰۵)، ایزدی‌نیا و نظرزاده (۱۳۸۸) و ایزدی‌نیا و رسائیان (۱۳۸۸) ده معیار مشترک انتخاب شدند. ده معیار مذکور، بیشتر در پژوهش‌ها تکرار شده بودند و در بورس اوراق بهادار تهران نیز سنجش‌پذیر بودند. معیارهای فوق، تحقق سود نقدی، نرخ رشد سود، سود ناخالص، اقلام تعهدی، سود عملیاتی، حساب‌های دریافتی، گردش دارایی، بازده دارایی‌ها، بازده سرمایه و نسبت سرمایه‌گذاری مجدد دارایی‌ها هستند. در جدول (۱)، معیارها و نحوه محاسبه هر یک از معیارها بیان شده است. سپس به صورت زیر عمل شده است:

- (۱) مقادیر هر یک از معیارها، از طریق فرمول مربوط به آن محاسبه می‌شود.
- (۲) شرکت‌ها بر حسب مقادیر به دست آمده برای هر یک از معیارها، به طور صعودی یا نزولی (حسب مورد) در هر سال مالی به طور جداگانه مرتب می‌شوند.
- (۳) با توجه به اینکه هر معیار می‌تواند امتیاز ۱-۱۰ را به خود اختصاص دهد، شرکت‌ها به ده دسته، طبقه‌بندی می‌شوند و بدین ترتیب در هر دسته، ۱۵ شرکت جای می‌گیرد ($15 = 150/10$).
- (۴) به دسته برتر (حسب مورد) به لحاظ مقدار به دست آمده هر معیار، امتیاز ۱۰، به دسته بعد، امتیاز ۹ و به دسته‌ای که کمترین مقدار را دارد، امتیاز یک داده می‌شود.
- (۵) برای تک تک معیارها، بر اساس مراحل فوق و هر سال، به طور جداگانه عمل می‌شود.
- (۶) امتیاز به دست آمده از معیارهای ده‌گانه هر شرکت، جمع‌بندی و امتیاز کل مربوط به کیفیت سود، برای هر شرکت در هر سال تعیین می‌شود که این امتیاز می‌تواند بین ۱۰-۱۰۰ باشد.
- (۷) امتیاز کل به دست آمده برای هر شرکت، بر عدد ۱۰۰ تقسیم می‌شود تا امتیاز بر حسب درصد به دست آید.

(۸) امتیاز کیفیت سود برای هر شرکت، بر اساس روش مذکور، بر حسب درصد در دوره زمانی محاسبه می‌شود که در نهایت، هر شرکت ۹ امتیاز کیفیت سود (برای سال‌های ۸۰-۸۸، زیرا سال آغاز دوره زمانی، از پژوهش حذف می‌شود) خواهد داشت.

۹) رابطه بین میزان نگهداری وجه نقد هر شرکت با معیار کل کیفیت سود آن (انجام آزمون فرضیه پژوهش) بر اساس داده‌های ترکیبی آزمون می‌شود.

جدول (۱): معیارهای کیفیت سود

ردیف	نام معیار	نحوه محاسبه	توضیحات
۱	میزان دستیابی به سود نقدی	وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی سود عملیاتی	هر چقدر این نسبت، بزرگ‌تر باشد، سود به وجه نقد نزدیک‌تر است و کیفیت بیشتری دارد.
۲	ارزیابی سود ناخالص	سود ناخالص فروش	هر چقدر این نسبت بزرگ‌تر باشد، کیفیت سود بیشتر است.
۳	رشد سود	$g_t = \frac{eps_t - eps_{t-1}}{eps_{t-1}}$	هر چقدر میزان رشد سود، در طول دوره زمانی پژوهش بیشتر باشد، کیفیت سود بیشتر است.
۴	اقلام تعهدی	$TA_t = (\Delta CA_t - \Delta Cash_t - \Delta cl_t + \Delta STD_t - Dep_t) *$	هر چقدر میزان اقلام تعهدی، بیشتر باشد، کیفیت سود کمتر است.
۵	نسبت گردش دارایی	فروش خالص جمع دارایی‌ها	هر چقدر این نسبت بزرگ‌تر باشد، کیفیت سود بیشتر است.
۶	سود عملیاتی	سود عملیاتی فروش	هر چقدر این نسبت بزرگ‌تر باشد، کیفیت سود بیشتر است.
۷	حساب‌های دریافتی	درصد تغییر در حساب‌های دریافتی درصد تغییر در فروش	هر چقدر این نسبت بزرگ‌تر باشد، کیفیت سود پایین‌تر است.
۸	بازده سرمایه	سود عملیاتی حقوق صاحبان سهام	هر چقدر این نسبت بزرگ‌تر باشد، کیفیت سود بیشتر است.
۹	سرمایه‌گذاری مجدد در دارایی‌های مولد	مخارج سرمایه‌ای در سال جاری هزینه استهلاک	هر چقدر این نسبت بزرگ‌تر باشد، کیفیت سود بیشتر است.

* TA_t : کل اقلام تعهدی در سال t ; ΔCA : تغییر در دارایی‌های جاری غیرنقدی، Δcl : تغییر در بدهی‌های جاری، Dep : هزینه

استهلاک، $\Delta Cash$: تغییر در وجه نقد، ΔSTD : تغییر در حصة جاری بدهی بلند مدت.

متغیرهای کنترلی پژوهش حاضر نیز در ذیل بیان می‌شوند.

فرصت‌های رشد (GROWP): برای اندازه‌گیری آن از q توپین استفاده می‌شود که نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری دارایی‌ها است.

اندازه شرکت (SIZE): برای اندازه‌گیری بزرگی شرکت، از فروش استفاده می‌شود.

ساختار سررسید بدهی‌ها (LTDEBT): برای تعیین ساختار سررسید بدهی‌ها، از نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها استفاده می‌شود.

رابطه با مؤسسات مالی (BANKD): این رابطه به صورت نسبت بدهی بانکی به کل بدهی‌ها محاسبه می‌شود.

هزینه فرصت سرمایه‌گذاری شده در دارایی‌های نقدی (RSPREAD): به صورت تفاوت میان بازده دارایی‌های شرکت (نسبت سود ناخالص عملیاتی به کل دارایی‌ها) و نرخ بهره بدون مخاطره (اوراق مشارکت دولتی کوتاه‌مدت) محاسبه می‌شود.

اهرم شرکت LEV: به صورت نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

سایر دارایی‌های نقدی LIQ: برای اندازه‌گیری سایر دارایی‌های نقدی موجود که ممکن است جایگزین نقد باشند، نسبت LIQ با سرمایه در گردش منهای وجه نقد، تقسیم بر کل دارایی‌ها برابر است.

ظرفیت تولید جریان‌های نقدی CFLOW: با مجموع جریان‌های نقد عملیاتی برابر است که بیانگر وجود یک منبع اضافی نقدینگی برای شرکت است و بنابراین می‌تواند جایگزین وجه نقد باشند.

درصد تقسیم سود PDP: که سود پرداخت شده به کل سود است.

INV: نسبت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت بر خالص دارایی‌های ثابت اول دوره.

AGE: تعداد سال‌هایی که شرکت به عملیات خود ادامه داده است (از سال تأسیس).

BUS - GROUP: متغیر موهومی است و در صورتی که شرکت، عضو گروه تجاری باشد، مقدار یک و در غیر این صورت، مقدار صفر می‌گیرد.

افزایش کیفیت سود، می‌تواند باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در مورد شرکت شود و از آنجایی که عدم تقارن اطلاعاتی، عاملی مؤثر در میزان نگهداری وجه نقد شرکت است، بر اساس نظریه عدم تقارن اطلاعاتی، می‌توان بین کیفیت سود و میزان نگهداری وجه نقد، وجود رابطه‌ای منفی را پیش‌بینی کرد (گارسپا و همکاران، ۲۰۰۹). شرکت‌های با جریان‌های نقدی فراوان، هزینه‌های کمتر کسری نقدینگی را دارند و در نتیجه، انگیزه کمی برای نگهداری زیاد وجوه نقدی دارند. در نتیجه انتظار می‌رود که

ضریب متغیر CFLOW منفی باشد. هر چند با توجه به اینکه شرکت‌ها تأمین مالی داخلی را بر تأمین مالی خارجی ترجیح می‌دهند، انتظار می‌رود که شرکت‌های با جریان‌های نقدی بیشتر، وجوه نقدی بیشتری را انباشته کنند. در این صورت، ضریب متغیر CFLOW مثبت پیش‌بینی می‌شود (مارچیکا و مورا^۱، ۲۰۰۷). رابطه بین متغیر GROWP و میزان نگهداری وجه نقد، مثبت پیش‌بینی می‌گردد. شرکت‌هایی که از فرصت‌های رشد بیشتری برخوردار هستند، به منظور بهره‌برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالقوه و جلوگیری از عدم بهره‌برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور، وجوه نقد فراوانی را نگهداری می‌کنند. انتظار می‌رود که رابطه بین سرمایه‌گذاری (INV) و نگهداری وجه نقد، مثبت باشد. زیرا شرکت‌های با سرمایه‌گذاری فراوان در دارایی‌های ثابت، به منظور مخارج سرمایه‌ای، احتمالاً وجوه نقدی بیشتری نگهداری خواهند کرد. بنابراین بین مخارج سرمایه‌ای و میزان نگهداری وجه نقد، وجود رابطه مثبت پیش‌بینی می‌گردد (کاشانی‌پور و نقی‌نژاد، ۱۳۸۸). شرکت‌های کوچک و جوان نسبت به سایر شرکت‌ها، از مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری برخوردار هستند. در نتیجه انتظار می‌رود که شرکت‌های مذکور، وجوه نقدی بیشتری را نسبت به سایر شرکت‌ها نگهداری کنند، پس رابطه بین متغیرهای SIZE و AGE با میزان نگهداری وجه نقد، منفی پیش‌بینی می‌شود. نسبت اهرم مالی، عاملی برای تعیین توانایی شرکت برای انتشار اوراق بدهی جدید محسوب می‌شود. از این رو، اگر شرکتی از قدرت فراوانی برای بازپرداخت هزینه‌های تأمین مالی برخوردار باشد، انعطاف‌پذیری مالی بیشتری دارد. در نتیجه ممکن است وجه نقد کمتری نگهداری کند. بنابراین، رابطه بین متغیر LEV و میزان نگهداری وجه نقد، به صورت منفی پیش‌بینی می‌شود (ارسلان، فلوراکیس و ازکان^۲، ۲۰۰۶).

شرکت‌هایی که سود تقسیمی فراوانی را پرداخت می‌کنند، می‌توانند در مواقع لزوم، به کاهش یا قطع پرداخت سود و تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های خود بپردازند. لیکن، قطع سود سهام، می‌تواند بر قیمت بازار سهام شرکت، اثر منفی بگذارد و موجب کاهش شهرت شرکت گردد (ارسلان و همکاران، ۲۰۰۶). علاوه بر این، امکان دارد شرکت‌هایی که سود تقسیم می‌کنند، نسبت به شرکت‌هایی که سود تقسیم نمی‌کنند، به منظور افزایش توان شرکت برای پرداخت سود تقسیمی، وجوه نقد بیشتری نگهداری کنند (ازکان و ازکان، ۲۰۰۴). در نتیجه، هیچ رابطه مثبت و منفی بین متغیر DIVIDEND و میزان نگهداری وجه نقد پیش‌بینی نمی‌شود. به دلیل دسترسی آسان و کم‌هزینه شرکت‌های عضو یک گروه تجاری به وجوه نقد و منابع تأمین سرمایه، انتظار می‌رود که متغیر BUS – GROUP

1. Marchica & Mura

2. Arslan, Florackis & Ozkan

به صورت منفی با میزان نگهداری وجه نقد مرتبط باشد (ارسلان و همکاران، ۲۰۰۶). شرکت‌های با میزان اعتبار فراوان، به دلیل سهولت ایجاد بدهی، معمولاً از بدهی کوتاه‌مدت استفاده می‌کنند و مانده وجه نقد کمتری را نگهداری می‌کنند. بنابراین، بین میزان نگهداری وجه نقد و بدهی بانکی (BANK) وجود رابطه‌ای مثبت پیش‌بینی می‌شود (بارسلی و اسمیت، ۱۹۹۵). دارایی‌های جاری می‌توانند جایگزینی برای وجه نقد تلقی شوند. بنابراین، انتظار می‌رود که شرکت‌های با قدرت نقدینگی بیشتر LIQ، وجه نقد کمتری نگهداری کنند. هر چه سررسید بدهی‌ها طولانی‌تر باشد، شرکت‌ها وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند. بنابراین، انتظار می‌رود بین میزان نگهداری وجه نقد و میزان بدهی‌های بلندمدت LTDEBT، رابطه‌ای منفی وجود داشته باشد. هر چه هزینه فرصت، بیش‌تر باشد، مدیران برای نگهداری کمتر وجه نقد و معادل‌های نقدی تلاش می‌کنند. بنابراین بین میزان نگهداری وجه نقد و هزینه فرصت RSPREAD، وجود رابطه منفی پیش‌بینی می‌شود (فریرا و ویلا، ۲۰۰۴).

تجزیه و تحلیل نتایج

نتایج حاصل از اجرای مدل پژوهش در جدول (۲) بیان شده است. آماره دوربین - واتسون (۱/۹۷) بیانگر فقدان خودهمبستگی سریالی در پسماندها است. آماره F در رگرسیون‌های برآوردی، در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنی‌دار است. بین متغیرهای مستقل مدل‌های پژوهش نیز هم‌خطی وجود ندارد. هم‌خطی یکی از مشکلاتی که ممکن است در رگرسیون‌های چندمتغیره پدید آید. هم‌خطی به داده‌های آماری مربوط می‌شود و به دو صورت کامل و غیرکامل مطرح است. برای تشخیص چنین مشکلی در رگرسیون‌های چندمتغیره، می‌توانیم الگوی رگرسیون را بین متغیرهای مستقل، برآورد کنیم و با توجه به ضریب تشخیص حاصل، درباره بود و نبود مشکل اظهار نظر کنیم. همچنین برای تشخیص آن، می‌توانیم یکی از متغیرهای مستقل را از الگو حذف کنیم و سپس حاصل را برای قبل و بعد از حذف متغیر مورد نظر، با یکدیگر مقایسه کنیم و اگر تفاوت آنها، اندک و جزئی باشد، نشانه وجود هم‌خطی غیرکامل است. در صورتی که هم‌خطی کامل باشد، نمی‌توان ضرایب و به عبارت دیگر، رگرسیون را به طور جداگانه برآورد کرد. برای رفع مشکل می‌توانیم حجم نمونه را افزایش دهیم یا به حذف متغیری بپردازیم که عامل هم‌خطی است. با توجه به حجم مناسب نمونه و نیز آزمون‌های انجام شده، مشکل هم‌خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش ایجاد نمی‌شود.

با توجه به اینکه مقدار p-value به‌دست آمده از آزمون F لیمر، ۰/۷۸ است، روش داده‌های تلفیقی با استفاده از آثار ثابت پذیرفته می‌شود. از آنجایی که p-value به دست آمده از آزمون

هاسمن، ۰/۰۲ است، فرض صفر رد می‌گردد و روش آثار ثابت پذیرفته می‌شود (گجراتی، ۱۳۸۳).

ضریب متغیر $CASH_{it-1}$ عدد ۰/۵۰۴۵۶۲ بوده و با اطمینان ۹۹ درصد، معنی‌دار است. شواهد مذکور نشان می‌دهد که فرایند تأخیر در تعدیل میزان نگهداری وجه نقد جاری به میزان نگهداری وجه نقد مطلوب وجود دارد. این یافته، مطابق با یافته ازکان و ازکان (۲۰۰۴) و کاشانی پور و نقی نژاد (۱۳۸۸) است. ضریب متغیر EQ عدد ۰/۰۵۰۳۲۶- است که نشان می‌دهد بین کیفیت سود و میزان نگهداری وجه نقد با اطمینان ۹۹ درصد، رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد. این یافته با نتایج پژوهش گارسیا و همکاران (۲۰۰۹) و فخاری و تقوی (۱۳۸۸) مطابقت دارد. ضریب متغیر $GROWP$ عدد ۰/۷۱۶۵۴ است و در سطح خطای ۱۰ درصد، معنی‌دار نیست و نشان می‌دهد که فرصت‌های رشد، بر میزان نگهداری وجه نقد تأثیر ندارد. ضریب متغیر $SIZE$ عدد ۰/۳۴۳۲۶- است و با خطای ۱ درصد معنی‌دار است و علامت انتظاری دارد. بنابراین، با افزایش اندازه شرکت (معیار معکوسی از مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و مسایل نمایندگی) میزان نگهداری وجه نقد کاهش می‌یابد. این یافته با نتایج پژوهش فخاری و تقوی (۱۳۸۸) و کاشانی پور و نقی نژاد (۱۳۸۸) مطابقت دارد. ضریب متغیر $LTDEBT$ عدد ۱۳۶۴۵/۵۵۸ است و با خطای ۱۰ درصد، معنی‌دار نیست. ضریب متغیر $BANK$ عدد ۱۶۵۵۷/۱۴۶۲ است و با اطمینان ۹۹ درصد، معنی‌دار است. بر اساس این یافته می‌توان گفت که بدهی بانک با میزان نگهداری وجه نقد، رابطه مثبت و معنی‌دار دارد. این یافته بر خلاف نتایج پژوهش فخاری و تقوی (۱۳۸۸) است. ضریب متغیر $RSPREAD$ عدد ۲۲/۷۲۶۶- است و با خطای ۱۰ درصد، معنی‌دار نیست. ضریب متغیر LEV عدد ۱۵۰۰۷/۷۲- و با خطای ۱ درصد، معنی‌دار است. این یافته مطابق با نتایج پژوهش آقایی و همکاران (۱۳۸۸) است و با نتایج پژوهش فخاری و تقوی (۱۳۸۸) سازگار نیست. ضریب متغیر LIQ عدد ۲۷۸۰۴/۲۶۷۷- است و با خطای ۱ درصد، معنی‌دار است و علامت انتظاری دارد. این یافته بر خلاف نتایج پژوهش فخاری و تقوی (۱۳۸۸) است. ضریب متغیر $CFLOW$ عدد ۰/۰۵۶۴۷ بوده و با اطمینان ۹۹ درصد معنی‌دار است. این یافته مطابق با نتایج پژوهش کاشانی پور و نقی نژاد (۱۳۸۸) و فخاری و تقوی (۱۳۸۸) است و بیانگر وجود رابطه مثبت و معنی‌دار بین میزان جریان نقدی با میزان نگهداری وجه نقد است. ضریب متغیر PDP عدد ۳۲۱/۷۸۱۹ است و با خطای ۱۰ درصد معنی‌دار نیست. ضریب متغیر INV عدد ۰/۰۰۹۰۷ است و در سطح خطای ۱ درصد معنی‌دار است. این ضریب علامت انتظاری دارد و نشان می‌دهد که شرکت‌ها به منظور حمایت و پشتیبانی از اجرای طرح‌های سرمایه‌ای، با افزایش مخارج سرمایه‌ای خودشان،

به افزایش میزان نگهداری وجوه نقد می‌پردازند. این یافته مطابق با نتایج پژوهش کاشانی‌پور و نقی‌نژاد (۱۳۸۸) است. ضریب متغیر (BUS-GROUP) عدد ۰/۰۰۱۵۴۴ و در سطح خطای ۱۰ درصد معنی‌دار نیست. ضریب متغیر AGE عدد ۰/۰۰۰۰۲۳۹ است و با خطای ۱۰ درصد معنی‌دار نیست.

جدول (۲): خلاصه نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه پژوهش با استفاده از رگرسیون ترکیبی

متغیر وابسته (CASH _t)				
متغیرها	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
CASH-t-1	۰,۵۰۴۵۶۲	۰,۰۲۵۵۵	۱۹,۷۴۸۰۲	۰,۰۰۰۰
EQ	-۰,۰۵۰۳۲۶	۰,۰۰۶۳۱۸	-۷,۹۶۵۵	۰,۰۰۰۰
GROWP	۰,۷۱۶۵۴	۹۹۵,۳۲۱۶	۰,۰۰۰۷۲	۰,۴۸
SIZE	-۰,۰۳۴۳۲۶	۰,۰۰۱۵۶۲	-۲۱,۹۷۵۷	۰,۰۰۰۰
LTDEBT	۱۳۶۴۵/۵۵۸	۱۷۰۸۰/۶۹	۰/۷۹۸۸۸۸	۰/۴۲۴۲
BANK	۱۶۵۵۷/۱۴۶۲	۵۹۸۶/۸۳۴	۲/۷۶۵۵۹۳	۰/۰۰۵۷
RSPREAD	-۲۲,۷۲۶۶	۲۴,۹۴۶۳۵	-۰,۹۱۱۰۲	۰,۳۶۲۳
LEV	-۱۵۰۰۷,۷۲	۴۰۵۱,۶۵۳	-۳,۷۰۴۱	۰,۰۰۰۲
LIQ	-۲۷۸۰۴,۲۶۷۷	۲۴۸۶,۶۹۸	-۱۱,۱۸۱۲	۰,۰۰۰۰
CFLOW	۰,۰۵۶۴۷	۰,۰۰۳۶۱۲	۱۵,۶۳۴۵۹	۰,۰۰۰۰
PDP	۳۲۱,۷۸۱۹	۲۳۴,۶۵۴۸	۱,۳۷۱۲۹۹	۰,۱۷۰۴
INV	۰,۰۰۹۰۷	۰,۰۰۳۰۱۲	۳,۰۱۱۱	۰,۰۰۰۴
BUS-GROUP	۰,۰۰۱۵۴۴	۰,۰۰۲۰۳۱	۰,۷۶۰۰۰۳	۰,۴۴۹۹
AGE	۰,۰۰۰۰۲۳۹	۰,۰۰۰۰۷۹۴	۰,۳۰۱۴۸۶	۰,۷۶۲۵
R2	۰,۸۵۱۵۵۳	آماره دوربین واتسون	۱,۹۷۳۵۶۲	
R2 تعدیال شده	۰,۸۵۱۴۶۲	آماره هاسمن	۲۱,۹۸	
		احتمال هاسمن	۰,۰۲	

ادامه جدول (۲): خلاصه نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه پژوهش با استفاده از رگرسیون ترکیبی

متغیر وابسته (CASH _t)				
متغیرها	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
خطای استاندارد	۴۲۸۰۰,۳۵	آماره F لیمر		۰,۸۵
آماره F	۱۰۱۴,۰۲۲	احتمال F لیمر		۰,۷۸
احتمال آماره F				۰,۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

محدودیت‌های پژوهش

۱- یک عامل بسیار مهم در نظریه موجودی نقدی، هزینه نگهداری وجه نقد است که از متغیرهای مستقل پژوهش حاضر نبوده است.

۲- یک متغیر مهم در شرکت‌های ایرانی، وابستگی نهاده‌ای و فنی به ارز است که از طریق وجوه نقد، تأمین می‌شود. این متغیر، در مدل‌های مذکور مورد توجه قرار نگرفته است.

۳- در ایران عدم اطمینان به کشورهای دیگر، در نگهداری وجه نقد تأثیر مهمی دارد. همچنین در بسیاری از شرکت‌های ایرانی، زیان عملکرد از طریق سرمایه‌گذاری وجوه در بخش‌های دیگر (برای مثال، سپرده‌گذاری بانکی) جبران می‌شود که در نگهداری وجه نقد، مؤثر است. در پژوهش حاضر، عوامل مذکور مورد توجه قرار نگرفته است.

نتیجه‌گیری

در پژوهش حاضر، فرضیه‌های مطرح شده درباره وجود رابطه معنی‌دار بین میزان نگهداری وجه نقد و کیفیت سود، مورد آزمون قرار گرفت. طبق نظریه‌های موجود، با افزایش کیفیت سود، عدم تقارن اطلاعاتی و وجه نقد اضافی شرکت کاهش می‌یابد.

به منظور دستیابی به هدف پژوهش، اطلاعات ده ساله (۷۹-۸۸) صد و پنجاه شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مورد بررسی قرار گرفت. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چندمتغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی استفاده شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش، بیانگر رابطه منفی و معنی‌دار بین کیفیت سود و میزان نگهداری وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

بهادار تهران است. یافته مذکور با نظریه‌های موجود مطابقت دارد. به طور کلی، نتایج پژوهش نشان داد که تقریباً ۸۵ درصد از تغییرات در میزان نگهداری وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، از طریق تغییرات متغیرهای مورد استفاده در مدل پژوهش، توضیح داده می‌شود.

پیشنهادهای پژوهش

با توجه به نتایج پژوهش حاضر، ظاهراً کیفیت سود، عاملی تأثیرگذار بر میزان نگهداری وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بنابراین،

۱. از آنجایی که کاهش عدم تقارن اطلاعات در بازارهای مالی، باید موجب افزایش رفاه عمومی گردد، کاهش عدم تقارن اطلاعات، باید هدف مطلوب عمومی برای تنظیم‌کنندگان رویه‌های حسابداری، به منظور تدوین استانداردها باشد.

۲. به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌گردد که بر اساس یافته‌های پژوهش حاضر و سایر پژوهش‌های تکمیلی، سازوکاری برای ارزیابی و افشای کیفیت سود طراحی کند، معیارهای کیفیت سود را مشخص نماید و شرکت‌های برتر را به لحاظ کیفیت سود به سرمایه‌گذاران معرفی کند.

۳. با توجه به وقایع مربوط به ورشکستگی تعدادی از شرکت‌های بزرگ خارج از کشور که دلیل آن، گزارش سودهای واهی و بی‌کیفیت بود، به سازمان حسابرسی و جامعه حسابداران رسمی پیشنهاد می‌شود که حساب‌رسان را ملزم به بررسی معیارهای مربوط به کیفیت سود کنند.

۴. استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی باید بدانند که کیفیت سود یک شرکت، عاملی مؤثر بر میزان نگهداری وجه نقد در شرکت‌ها است. بنابراین، لازم است که شرکت‌های مذکور در تصمیم‌های سرمایه‌گذاریشان، به کیفیت سود شرکت‌ها توجه کنند.

۵. پیشنهاد می‌شود که اطلاعات مربوط به عوامل مؤثر بر کیفیت سود شرکت‌ها، به میزان بیشتری افشا شود. زیرا همان‌طور که نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهد، با افزایش کیفیت سود شرکت‌ها، میزان نگهداری وجه نقد در شرکت‌ها کاهش می‌یابد.

پیشنهادهای پژوهش‌های آتی

۱. انجام پژوهش حاضر با توجه به سایر معیارهای کیفیت سود.

۲. انجام پژوهش حاضر با استفاده از الگوهای ریاضی و آماری جدید.

۳. انجام پژوهشی با استفاده از سایر معیارهایی که به عنوان نماینده عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت، می‌توانند مورد بررسی قرار گیرند و بررسی تأثیر معیارهای مذکور بر میزان نگهداری وجه نقد

در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران.

۴. انجام پژوهشی با استفاده از هزینه نگهداری وجه نقد، به عنوان یکی از متغیرهای مستقل مؤثر بر میزان نگهداری وجه نقد شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران.
۵. توجه به وابستگی نهاده‌ای و فنی شرکت‌های ایرانی به ارز در مدل‌های پژوهش‌های مشابه آتی.
۶. انجام پژوهشی با در نظر گرفتن عدم اطمینان به نگهداری وجه نقد در مدل‌های پژوهش.

منابع

الف) فارسی

- اسکات، ویلیام (۱۳۸۶). *نظریه حسابداری*. ترجمه دکتر علی پارسائیان. تهران: انتشارات ترمه.
- ایزدی‌نیا، ناصر و نظرزاده، سید یاسر (۱۳۸۸). بررسی ارتباط کیفیت سود و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *توسعه و سرمایه*، ۳، ۸۷-۱۱۰.
- ایزدی‌نیا، ناصر و رسائیان، امیر (۱۳۸۸). اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و کیفیت سود در ایران. *دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان*، ۵۱، ۱۲۷-۱۵۴.
- آقایی، محمدعلی، نظافت، احمدرضا، ناظمی اردکانی، مهدی و جوان، علی اکبر (۱۳۸۸). بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری موجودی‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱ و ۲، ۷۰-۵۳.
- تهرانی، رضا و حصارزاده، رضا (۱۳۸۸). تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری. *تحقیقات حسابداری*، ۳، ۳.
- شیرین بخش، شمس‌اله و حسن خوانساری، زهرا (۱۳۸۴). کاربرد *Eviews* در *اقتصاد سنجی*. تهران: انتشارات پژوهشکده امور اقتصادی.
- فخاری، حسین و تقوی، سید روح‌اله (۱۳۸۸). کیفیت اقلام تعهدی و مانده وجه نقد. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۶، ۵۷، ۶۹-۸۴.
- کاشانی‌پور، محمد و نقی‌نژاد، بیژن (۱۳۸۸). بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد. *تحقیقات حسابداری*، ۲، ۹۳-۷۲.
- گجراتی، دامودار (۱۳۸۳). *مبانی اقتصاد سنجی*. ترجمه دکتر حمید ابریشمی. تهران: مؤسسه انتشارات و چاپ دانشگاه تهران.

(ب) انگلیسی

- Arslan, O., Florackis, C. & Ozkan, A. (2006). The Role of Cash Holdings in Reducing Investment-Cash Flow Sensitivity: Evidence from a Financial Crisis Period in an Emerging Market. *Emerging Markets Review*, 7, 320-338.
- Barclay, M. & Smith, C. Jr. (1995). The Athurity Structure of Corporate Debt. *Journal of Finance*, 50, 609-31.
- Bellovary, J., Giacomino, E. & Akers, M. D. (2005). Earning Quality: It's Time to Measure and Report. *The CPA Journal*, 11, 32-39.
- Bharath, S. T., Sunder, J. & Sunder, S. V. (2006). Accounting Quality and Debt Contracting. SSRN working paper.
- Bhattacharya, N., Desai, H. & Venkataraman, K. (2009). Earning Quality and Information Asymmetry. Working paper. www.ssrn.com.
- Dechow, P. (1994). Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: the Role of Accounting Accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18, 3-42.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. & Servaes, H. (2003). International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 111-133.
- Drobetz, W., Gruninger, M. & Hirschvogel, S. (2010). Information Asymmetry and the Value of Cash. *Journal of Banking & Finance*, 34, 2168-2184.
- Easley, D. & O'Hara, M. (2003). Information and the Cost of Capital. working paper. available at www.ssrn.com
- Ferreira, M. A. & Vilela, A. (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management*, 10(2), 295-319.
- Francis, J. R., LaFond, P., Olsson, M. & Schipper, K. (2005). the Market Pricing of Accruals Quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 295-327.
- Garcia-Teruel, P. J., Martinez-Solano, P. & Sanchez-Ballesta, J. P. (2009). Accruals Quality and Corporate Cash Holdings. *Journal of Accounting and Finance*, 49, 95-115.
- Jani, E., Hoesli, M. & Bender, A. w. d. (2004). Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts. available at www.ssrn.com, id=563863.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow. *Corporate Finance and Takeover. American Economic Review*, 76, 323-9.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm Managerial Behavior. Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economic*, 3(4), 305-360.
- Kim, C. S., Mauer, D. & Sherman, A. E. (1998). The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33, 335-359.
- Marchica, M. T. & Mura, R. (2007). Cash Holding Policy and Ability to Invest: How Do Firms Determine Their Capital Expenditures?. Available at www.ssrn.com.
- 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*, 13, 187-221.
- Opler, Tim., Pinkowitz, Lee., Stulz, ReneH. & Williamson, Rohan. (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings, *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46.
- Ozkan, Aydin. & Ozkan, Neslihan. (2004). Corporate Cash Holdings: An Empirical

- Investigation of UK Companies. *Journal of Banking & Finance*, 28, 2103–2134.
- Penman, Stephen. H. (2004). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. second edition, McGraw Hill publication.
- Titman, S. H. & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*. 43(1).
- Verdi, R. S. (2006). *Financial Reporting Quality and Investment Efficiency*. Available at www.ssrn.com.
- Yafee, R. (2003). *A Primer for Panel Data Analysis*. New York University. derivation from: http://www.nyu.edu/its/pubs/connect/fall03/yafee_primer.html