

رابطه بین عدم تقارن اطلاعات و سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

هادی نورافکن*

مدرس آموزشکده فنی و حرفه ای سما دانشگاه آزاد اسلامی

چکیده

در این مقاله، رابطه بین عدم تقارن اطلاعات و سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است. هدف این تحقیق، تعیین این موضوع است که آیا شرکت‌هایی که دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالاتری هستند وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند و همچنین آیا عدم تقارن اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران قبل از اعلام سود و پس از آن تفاوت دارد یا خیر. از این رو تعداد ۱۳۰ شرکت در طول سال‌های ۱۳۸۳-۱۳۸۹ مورد بررسی قرار گرفتند. عدم تقارن اطلاعات به عنوان متغیر مستقل و سطح نگهداشت وجه نقد به عنوان متغیر وابسته محاسبه گردید. به منظور آزمون فرضیه‌ها از روش‌های آماری کلمو گروف اسمیرنف، من-ویتنی و ویلکاکسون بهره گرفته شد.

نتایج تحقیق نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالاتری هستند نسبت به شرکت‌هایی که دارای عدم تقارن اطلاعاتی پایین‌تری هستند، وجه نقد بیشتری را نگهداری می‌کنند و همچنین عدم تقارن اطلاعات در شرکت‌های مورد بررسی در بورس اوراق بهادار تهران قبل و بعد از اعلان سود تفاوتی ندارد.

واژه‌های کلیدی: عدم تقارن اطلاعات، سطح نگهداشت وجه نقد، اعلان سود، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

مقدمه

یکی از نکات مهمی که همواره در مورد بازارهای سرمایه به ویژه بورس‌های اوراق بهادار مطرح می‌شود، بحث کارایی بازار است که بر طبق آن تمامی اطلاعات موجود در بازار، اثرات خود را بر روی قیمت سهام منعکس می‌کنند. شاید بتوان از دیدگاه فرضیه بازار کارا، دلیل وجودی حسابداری را عدم تقارن اطلاعاتی بیان کرد که در آن یکی از طرفین مبادله، اطلاعات بیشتری را نسبت به طرف مقابل در اختیار دارد. این امر به علت وجود معاملات و اطلاعات درونی به وجود می‌آید.

حتی اگر قیمت بازار اوراق بهادار کاملاً منعکس کننده اطلاعات باشد، باز هم این احتمال وجود دارد که افراد درون سازمانی نسبت به افراد برون سازمانی در مورد وضعیت کیفی شرکت اطلاعات بیشتری در اختیار داشته باشند و بتوانند به واسطه این مزیت اطلاعاتی برای کسب منافع بیشتر اقدام کنند. در اینجا است که یکی از زیر شاخه‌های بحث عدم تقارن اطلاعاتی موسوم به "گزینش (انتخاب) مغایر" نمایان می‌شود. گزینش مغایر به وضعیتی اطلاق می‌شود که در آن فروشندگان، اطلاعاتی در اختیار دارند که خریداران از آن بی اطلاع هستند (و بالعکس)، که این امر دقیقاً قبل از وقوع معامله به وجود می‌آید. زمانی که معامله گران در بازار از وجود افراد غیر مطلع آگاه شوند مسئله گزینش مغایر افزایش می‌یابد. در این حالت افزایش سطح عدم تقارن اطلاعاتی از طریق گسترش تفاوت دامنه پیشنهادی قیمت خرید و فروش سهام نشان داده می‌شود و بازار گردانها از افزایش این تفاوت برای جبران ریسک گزینش مغایر بهره می‌گیرند. به عبارت دیگر، حضور افراد ناآگاه در بازار سرمایه این امکان را فراهم می‌سازد تا سرمایه گذاران حرفه‌ای نرخ بازده بالاتری به دست آورند. [قائمی و وطن پرست، ۱۳۸۴].

معمولاً زمانی که اطلاعات تازه‌ای از وضعیت شرکت‌ها در بازار منعکس می‌شود، این اطلاعات توسط تحلیل گران، سرمایه گذاران و سایر استفاده کنندگان مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و بر مبنای آن، تصمیم‌گیری نسبت به خرید یا فروش سهام صورت می‌گیرد. این اطلاعات و نحوه واکنش به آن‌ها بر رفتار استفاده کنندگان، به ویژه سهام داران بالفعل و بالقوه تأثیر گذاشته و باعث افزایش و یا کاهش قیمت و حجم مبادلات سهام می‌شود، زیرا نحوه برخورد افراد با این اطلاعات جدید نوسانات قیمت‌ها را شکل می‌دهد. بنابراین، در صورت انتشار محرمانه و ناهمگون اطلاعات،

واکنش‌های متفاوتی را از سوی سرمایه‌گذاران به واسطه وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه شاهد می‌باشیم که این امر تحلیل‌های نادرست و گمراه‌کننده‌ای را از وضعیت جاری بازار به همراه خواهد داشت. مطالب یاد شده می‌تواند بیانگر اهمیت موضوع عدم تقارن اطلاعاتی و تأثیر غیر قابل انکار آن بر روی تصمیم‌گیری‌های اقتصادی افراد باشد.

تعدادی از تحقیقات نشان می‌دهد که عدم تقارن اطلاعات به صورت جزئی‌داری‌های نقد شرکت را افزایش می‌دهد [فریرا و وایلا، ۲۰۰۴؛ ازکان و ازکان، ۲۰۰۴؛ گارسیا - تروئل و همکاران، ۲۰۰۹]. کمبود چنین تحقیقی در کشور ما را بر آن داشت تا بررسی کنیم که آیا عدم تقارن اطلاعات می‌تواند سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها را افزایش دهد یا به عبارتی دیگر آیا سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها می‌تواند معیاری برای شناسایی عدم تقارن اطلاعات در بازار سرمایه باشد.

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

طبق نظر اسکات و همکاران [۲۰۰۳] زمانی که یکی از طرفین معامله نسبت به طرف دیگر دارای مزیت اطلاعاتی باشد، می‌گویند سیستم اقتصادی از دیدگاه اطلاعات، نامتقارن است. در تئوری حسابداری، مسئله نامتقارن بودن اطلاعات دارای اهمیت زیادی است زیرا بازارهای اوراق بهادار دست‌خوش تهدیدهای ناشی از مسئله عدم تقارن اطلاعاتی قرار می‌گیرند و این به دلیل وجود اطلاعات درون‌سازمانی است. حتی اگر قیمت به طور کامل تمام اطلاعات موجود در بازار را به همگان منعکس کند، باز هم این احتمال وجود دارد افراد درون سازمان نسبت به افراد خارج از سازمان، دارای اطلاعات بیشتری باشند. در این زمان، این افراد از مزیت داشتن اطلاعات استفاده می‌کنند و به منافع بیشتری دست می‌یابند. زمانی که سرمایه‌گذاران خارجی از این موضوع آگاه شوند، بدیهی است مبالغی را که آماده بودند در صورت وجود اطلاعات کامل، برای اوراق بهادار پرداخت کنند، نمی‌پردازند و بدین گونه در برابر زیان‌های احتمالی ناشی از وجود اطلاعات محرمانه، واکنش نشان می‌دهند.

اکرلوف و همکاران [۱۹۷۰] در زمینه اقتصاد اطلاعات، نظریه‌ای را پایه‌گذاری کردند که به نظریه عدم تقارن اطلاعاتی موسوم شد. این محققین نشان دادند که عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند

موجب افزایش گزینش مغایر در بازارها شود که این امر قبل از وقوع معامله برای افراد به وجود می‌آید. تینیکن [۱۹۷۲] اذعان داشت در ادبیات مربوط به تئوری زیر ساخت بازار، دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام از سه بخش تشکیل می‌شود، هزینه پردازش سفارش، هزینه نگهداری موجودی و هزینه انتخاب نامطلوب. هزینه پردازش سفارش، مبلغی است که بازار سازها برای آماده بودن جهت انجام سفارش‌های خرید و فروش هزینه می‌کنند. بخش هزینه نگهداری موجودی که توسط هو و همکاران [۱۹۸۱] مدل سازی شده است، بیان می‌کند که هزینه معاملات منجر می‌شود بازارسازها پرتفوی متنوع نگهداری نمایند تا از این طریق بتوانند هزینه‌های خود را پوشش دهند. در نهایت، انتخاب نامطلوب که توسط کاپلند و همکاران [۱۹۸۳] و گلستن و همکاران [۱۹۸۵] مطرح گردید، نمایانگر یک امر جبرانی برای معامله‌گران جهت پذیرش ریسک معامله با افرادی است که احتمال دارد اطلاعات مهم و محرمانه‌ای در اختیار داشته باشند. به عبارت دیگر، اگر بخش عمده‌ای از بازار را افراد غیر مطلع تشکیل دهند، بازار سازها دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را افزایش می‌دهند تا از این طریق ریسک گزینش مغایر را جبران نمایند.

نظریه‌های مرتبط با سطح نگهداشت وجه نقد

نظریه موازنه

طبق این نظریه، شرکت‌ها میزان بهینه وجه نقد خود را با برقراری یک موازنه (تعادل) میان منافع و هزینه‌های نگهداری وجه نقد تعیین می‌کنند. در حقیقت، شرکت‌ها سطح بهینه وجه نقد خود را با تعیین میزان اهمیت هزینه‌های نهایی و منافع نهایی ناشی از نگهداری وجه نقد تنظیم می‌کنند. نکته مهم این نظریه، این است که سطح مطلوبی از وجه نقد برای شرکت‌ها وجود دارد که در آن مدیریت با رویکردی فعالانه، بر اساس تحلیل هزینه-منفعت نسبت به نگهداری وجه نقد تصمیم‌گیری می‌کند [جانی و همکاران، ۲۰۰۴، ۶].

نگهداری وجه نقد از احتمال بحران مالی می‌کاهد و به عنوان ذخیره‌ای امن برای مواجهه با زیان‌های غیرمنتظره به شمار می‌رود و همچنین پیگیری سیاست‌های سرمایه‌گذاری بهینه را در زمانی که شرکت با محدودیت‌های مالی مواجه است، ممکن می‌سازد و نهایتاً به کم کردن هزینه‌های جمع‌آوری منابع مالی یا نقد کردن دارایی‌های موجود کمک می‌کند.

بر اساس این نظریه، مدیریت برای حداکثر سازی ثروت سهامداران، باید مانده وجه نقد شرکت را به نحوی تنظیم نماید که منافع نهایی ناشی از نگهداشت وجه نقد با هزینه های نهایی آن برابر شود [اپلر و همکاران، ۱۱، ۱۹۹۹].

عوامل تعیین کننده وجه نقد از دیدگاه نظریه موازنه

بر مبنای نظریه موازنه، عوامل تعیین کننده وجه نقد شرکتها شامل موارد زیر است:

فرصت های سرمایه گذاری: هزینه مواجه شدن با کمبود وجه نقد در شرکت های با فرصت های سرمایه گذاری بیشتر، به واسطه هزینه های فرصتی که از رها نمودن طرح های سرمایه گذاری با ارزش ناشی می شود، بیشتر است. بنابراین، انتظار می رود رابطه مثبتی بین فرصت های سرمایه گذاری و مانده وجه نقد وجود داشته باشد. همچنین این نظریه پیش بینی می کند که شرکت ها با فرصت های سرمایه گذاری بهتر، هزینه های بحران مالی بیشتری دارند، زیرا در حین ورشکستگی، خالص ارزش فعلی مثبت این پروژه ها از بین می رود. در این مورد، شرکت ها با فرصت های سرمایه گذاری بهتر، به منظور اجتناب از بحران مالی، سطوح بالاتری از وجه نقد نگهداری خواهند نمود.

میزان نقد شوندگی دارایی های جاری: زمانی که شرکت ها با کمبود وجه نقد مواجه می شوند، میزان قابلیت تبدیل دارایی های جاری به نقد می تواند جایگزینی برای وجه نقد تلقی شود. بنابراین، انتظار می رود که شرکت های با قدرت نقدینگی بیشتر، وجه نقد کمتری نگهداری نمایند.

اهرم مالی: اهرم مالی، احتمال ورشکستگی را افزایش می دهد و انتظار می رود که شرکت های اهرمی برای کاهش ریسک مالی، وجه نقد بیشتری نگهداری کنند. از سوی دیگر، از آنجا که نسبت اهرم مالی، خود به عنوان عاملی برای تعیین توانایی شرکت برای انتشار اوراق بدهی جدید به شمار می رود، اگر قدرت بازپرداخت هزینه های تأمین مالی توسط شرکتی بالا باشد، از انعطاف پذیری مالی بالاتری برخوردار است [صلواتی و رسائیان، ۵، ۱۳۸۶] و [مهرانی و همکاران، ۹، ۱۳۸۸]، در نتیجه ممکن است وجه نقد کمتری نگهداری نماید. به همین علت، ارتباط بین اهرم مالی و میزان وجه نقد را به دقت نمی توان تبیین نمود [فریرا و وایلا، ۱۱، ۲۰۰۴].

اندازه: طبق نظریه موازنه، رابطه مورد انتظار میان اندازه شرکت و نگهداشت وجه نقد منفی است. از آنجا که شرکت‌های بزرگ انعطاف پذیری بیشتری دارند، می‌توان جریان‌های نقد پایدارتری را برای آن‌ها انتظار داشت. در نتیجه، کمتر در معرض خطر ورشکستگی قرار دارند و نسبت به شرکت‌های کوچک دسترسی آسان‌تری به منابع تأمین مالی دارند [تایتمن و ولز، ۱۹۸۸، ۱۰].

شرکت‌های بزرگی که اعتبار بانکی دارند، با نرخ بهتری می‌توانند استقراض کنند و قادرند در صورت لزوم وجوه را راحت‌تر کسب کنند. علاوه بر این، شرکت‌های بزرگ همواره می‌توانند بخشی از دارایی‌های غیر ضروری خود را برای کسب وجوه، به فروش رسانند [اپلر و همکاران، ۱۹۹۹، ۸]. همچنین، از اندازه به عنوان یک شاخص برای عدم تقارن اطلاعاتی میان افراد درون و برون سازمانی شرکت استفاده می‌شود [احمد پور و رسائیان، ۱۳۸۵، ۳]، [احمد پور و رسائیان، ۱۳۸۵، ۶]، [احمد پور و رسائیان، ۱۳۸۵، ۵] و [مهرانی و رسائیان، ۱۳۸۸، ۴]. میرز و مجلوف [۱۹۸۴، ۵] نشان دادند زمانی که عدم تقارن اطلاعات ناچیز است، شرکت‌ها برای تأمین مالی از بدهی استفاده می‌کنند.

جریان نقدی: طبق مطالعه کیم و همکاران [۱۹۹۸، ۱] 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 طبق این نظریه رابطه ای منفی بین جریان نقد و مانده وجه نقد وجود داشته باشد.

عدم اطمینان جریان نقدی: شرکت‌های با جریان‌های نقدی با نوسان بیشتر، احتمال بیشتری در مواجهه با کمبود وجه نقد دارند، زیرا ممکن است به طور غیر منتظره جریان نقدی کاهش یابد. بنابراین، انتظار می‌رود که رابطه ای مثبت بین عدم اطمینان جریان نقدی و مانده وجه نقد وجود داشته باشد [فریرا و وایلا، ۲۰۰۴، ۶] و [جانی و همکاران، ۲۰۰۴، ۳].

سررسید بدهی: تأثیر سررسید بدهی بر مانده وجه نقد مشخص نیست. شرکت‌هایی که بر بدهی کوتاه مدت اتکا می‌کنند، باید به طور دوره ای قرارداد اعتباری خود را تمدید نمایند و اگر محدودیتی در تمدید قرارداد اعتباری پیش بیاید، با ریسک بحران مالی مواجه می‌شوند. بنابراین، با کنترل سایر عوامل می‌توان انتظار داشت که سررسید به طور منفی با مانده وجه نقد ارتباط داشته

باشد، اما بارسلی و اسمیت [۱۹۹۵، ۱] شواهدی را ارائه نمودند که شرکت‌های با درجه اعتباری بالا به واسطه سهولت ایجاد بدهی معمولاً از بدهی کوتاه مدت استفاده می‌نمایند و مانده وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند که این رابطه را مثبت می‌کند. به هر حال، جهت این رابطه بر اساس این نظریه نامعلوم است.

پرداخت سود سهام: شرکتی که در حال حاضر سود سهام می‌پردازد، می‌تواند منابع را با کمترین هزینه از طریق کاهش پرداخت سود سهام تأمین نماید. در مقابل، شرکتی که سود سهام نمی‌پردازد، مجبور است به بازارهای سرمایه برای تأمین منابع رجوع نماید. بنابراین، انتظار می‌رود شرکت‌هایی که سود سهام می‌پردازند، در مقایسه با شرکت‌هایی که سود سهام نمی‌پردازند، وجه نقد کمتری نگهداری نمایند [فریرا و وایلا، ۱، ۲۰۰۴].

نظریه سلسله مراتب تأمین مالی

طبق این نظریه که توسط میرز و مجلوف [۱۹۸۴، ۳] مطرح گردید، شرکت‌ها تأمین مالی از منابع داخل شرکت را به تأمین مالی خارجی که به اطلاعات حساس است، ترجیح می‌دهند. این نظریه بر مبنای این فرض قرار دارد که افراد داخل شرکت آگاه‌تر از سهام‌داران هستند. اگر منابع داخل شرکت، برای تأمین مالی برنامه‌های سرمایه‌گذاری بهینه کافی نباشد و عدم تقارن اطلاعاتی نیز مانع شود، مدیران ممکن است مجبور به صرف نظر کردن از پروژه‌های سودآور شوند. در این حالت وجه نقد بسیار ارزشمند است و تنها فرصت برای انتشار سهام بدون از دست دادن ارزش بازار، زمانی رخ می‌دهد که عدم تقارن اطلاعات وجود نداشته باشد و یا بسیار کم باشد [دراپتر و همکاران، ۷، ۲۰۱۰]. بنابراین، در بحث تأمین مالی، شرکت‌ها منابع سرمایه‌گذاری را ابتدا از منبع سود انباشته، بعد از آن با بدهی‌های کم‌خطر و سپس پرخطر و سرانجام با انتشار سهام، تأمین مالی می‌کنند. هدف از رعایت ترتیب مذکور این است که از هزینه‌های عدم تقارن اطلاعاتی و سایر هزینه‌های تأمین مالی کاسته شود. در این میان زمانی که جریان‌های نقد عملیاتی برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های جدید کافی هستند، شرکت‌ها بدهی را بازپرداخت نموده، وجه نقد را انباشته می‌کنند و زمانی که برای تأمین سرمایه‌گذاری‌های جاری، سود انباشته کافی نباشد، شرکت‌ها از مانده وجه نقد انباشته شده استفاده می‌نمایند و اگر نیاز باشد، بدهی ایجاد می‌نمایند. طبق این دیدگاه،

به واسطه عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات ناشی از تأمین مالی خارجی، سیاست‌های تأمین مالی از یک رویه سلسله مراتبی مبنی بر ترجیح منابع مالی 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 وایلا، ۲۰۰۴].

عوامل تعیین کننده وجه نقد از دیدگاه سلسله مراتبی

طبق این نظریه، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اهرم مالی، جریان نقدی و اندازه تعیین کننده وجه نقد مورد نیاز هستند که تفصیل و توضیح آن در بخش قبل ارائه شد.

هر چند نظریه‌های موازنه و سلسله مراتبی در ادبیات مالی به عنوان نظریه‌هایی مطرح می‌شوند که با هم در تعارض هستند، اما تمایز بین این دو کاملاً واضح نیست. به منظور کشف رفتار واقعی شرکت‌ها در رابطه با وجه نقد باید بین عوامل در دامنه کوتاه مدت و بلند مدت تمایز قائل شد. از آنجایی که شرکت‌ها در بلند مدت به دنبال مانده وجه نقد هدف هستند، در کوتاه مدت از مانده وجه نقد به عنوان سپر استفاده می‌کنند. بر این اساس مانده وجه نقد در کوتاه مدت به جریان‌های نقدی ورودی و خروجی وابسته است که با رفتار سلسله مراتبی مطابقت دارد. با این اوصاف، تمایز بین مدل سلسله مراتبی و مدل موازنه به شکلی که انتظار داریم ممکن نیست و زمانی که نقش هزینه تأمین مالی خارجی را در مدل سلسله مراتبی پررنگ‌تر در نظر بگیریم، این تمایز کمتر خواهد شد [اپلر و همکاران، ۱۹۹۹].

به رغم این که تعدادی از مطالعات با استفاده از عدم تقارن اطلاعات شرکت، در دوره‌های زمانی مختلف تصمیم‌های تأمین مالی شرکت‌ها را توضیح می‌دهند، 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 [۱۹۸۶،۷] 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 [دراپتز و همکاران، ۲۰۱۰، ۶].

جریان نقد آزاد جریان نقدی است، مازاد بر آنچه که برای تأمین مالی تمامی پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت که با نرخ هزینه سرمایه مربوطه تنزیل می‌شود، باقی می‌ماند. تضاد منافع بین سهامداران و مدیران در خصوص سیاست‌های پرداخت سود سهام، مخصوصاً زمانی که سازمان‌ها جریان‌های نقد آزاد قابل توجهی دارند بیشتر است. مسئله اینجاست که چگونه می‌توان مدیران را به جای سرمایه‌گذاری یا اسراف در مصرف جریان نقد آزاد، مجبور به پرداخت سود سهام کرد. پرداخت به سهامداران از قدرت مدیران می‌کاهد و از سوی دیگر، ممکن است در صورت نیاز به تأمین سرمایه از طریق بازار سرمایه، مدیران تحت کنترل و نظارت قرار گیرند، در حالی که تأمین مالی داخلی مدیران را قادر می‌سازد از این نظارت شانه خالی کنند. همچنین، اگر مدیران جریان‌های نقدی آزاد را به جای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های کم‌بازده، توزیع نمایند، سبب می‌شود در مورد چگونگی استفاده از جریان‌های نقدی آتی هم تصمیم‌گیری نمایند چرا که اگر در آینده سود پرداخت نکنند قیمت سهام آن‌ها به شدت کاهش خواهد یافت [جنسن و مک لین، ۱۹۷۶، ۱۹]. بر اساس این نظریه، مدیران، انگیزه دارند که وجه نقد را انباشت نمایند تا منابع تحت کنترل خود را افزایش داده، بتوانند در خصوص 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 وایلا، ۲۰۰۴، ۵].

عوامل تعیین‌کننده وجه نقد از دیدگاه نظریه جریان نقدی آزاد شامل، اهرم مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اندازه است که در بخش‌های قبلی این عوامل توضیح داده شدند.

روابط بانکی

تأمین مالی بانکی در مقایسه با بدهی عمومی در کاهش مسایل مربوط به مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی مؤثرتر است و بانک در نظارت بر شرکت‌ها برای جمع آوری و پردازش اطلاعات بهتر عمل می‌نماید. بنابراین بانک‌ها می‌توانند در نقش تصفیه‌گر در کسب اطلاعات خاص ظاهر شوند که در مقایسه با سایر وام دهنده‌ها، آن‌ها را قادر می‌سازد به طور مؤثرتر بر وام گیرنده نظارت نمایند. به همین دلیل، موافقت یک بانک برای اعطای وام و یا تمدید یک وام می‌تواند علامت اطلاعاتی خوبی برای آن شرکت باشد. همچنین وجود روابط بانکی علاوه بر ارائه تصویری مطلوب از وضع شرکت توانایی آن برای دست یابی به تأمین مالی خارجی را بیشتر می‌کند. از این مباحث می‌توان نتیجه گرفت که شرکت‌هایی با بدهی بانکی بیشتر، با سهولت بیشتری به منابع مالی خارجی دسترسی دارند و باید وجه نقد کمتری نگهداری نمایند. دلیل دیگر این رابطه معکوس، تمدید آسان این بدهی‌های بانکی در مواقع لزوم است و بدهی بانکی می‌تواند جایگزینی برای وجه نقد به شمار رود [ازکان و ازکان، ۲۰۰۴، ۷] [رسایان و همکاران، ۱۳۸۹].

تحقیقات تجربی

تحقیقات تجربی که اخیراً صورت گرفته است، تأثیر اعلان سود بر رفتار دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را به صورت کلی مورد توجه قرار داده‌اند. بر طبق مطالعاتی که مورس و همکاران [۱۹۸۳] بر روی ۲۵ شرکت انجام دادند به تغییر دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در زمان اعلان سود پی بردند. و نکاتش و همکاران [۱۹۸۶] نیز تغییرات مهمی را در دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام پس از اعلان سود، تنها زمانی که هیچ اطلاعات مهمی از جانب شرکت در ظرف ۳۰ روز قبل از اعلان سود منتشر نشده باشد، مشاهده نمودند. پانل [۱۹۹۱] مدعی شد که پس از اعلان سود، دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام افزایش می‌یابد. لی و همکاران [۱۹۹۳] با استفاده از اطلاعات بین روز شواهدی را ارائه نمودند که بر مبنای آن دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در دوره پس از اعلان سود به مدت یک روز دارای وسعت بیشتری می‌باشد و قبل از اعلان سود، شاهد کاهش دامنه قیمت پیشنهادی بودند.

هارفورد و همکاران [۲۰۰۸] با استفاده از نمونه ای شامل ۱۱۶۴۵ سال - شرکت برای ۱۸۷۲ شرکت رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ساختار حاکمیت شرکتی را مورد آزمون قرار دادند نتایج

نشان می‌دهد شرکت‌های با مالکیت داخلی بیشتر و درصد مالکیت نهادی بیشتر وجه نقد بیشتری دارند، در حالی که شرکت‌های با کیفیت بالاتر حاکمیت شرکتی و هیئت مدیره بزرگ‌تر و مستقل‌تر وجه نقد کمتری دارند. از کان و از کان [۲۰۰۴] به بررسی عوامل موثر بر موجودی نقد شرکت‌ها برای نمونه ای از شرکت‌های انگلیسی در طول دوره ۱۹۸۴ تا ۱۹۹۹ پرداختند آن‌ها با استفاده از مدل رگرسیون مقطعی و نیز مدل نهایی وجه نقد پویا بر اهمیت مالکیت مدیریت در بین سایر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی شامل ساختار هیئت مدیره شرکت تاکید نمودند و در کل فرصت‌های رشد جریان‌های نقدی و دارایی‌های نقدی اهرم مالی و بدهی بانکی عوامل مهمی در تعیین میزان موجودی نقد شرکت به شمار می‌روند این پژوهش نشان می‌دهد که جریان‌های نقدی و فرصت‌های رشد شرکت‌ها آثار مثبتی بر موجودی نقد آن‌ها دارد همچنین شواهد با اهمیتی وجود دارد که دارایی‌های جاری، اهرم مالی و بدهی بانکی آثار منفی بر سطح وجه نقد دارند.

کاشانی پور و نقی نژاد [۱۳۸۸] با انتخاب نمونه ای شامل ۷۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۸۰ به بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی - وجه نقد پرداختند. آن‌ها با استفاده از معیارهای اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی و گروه تجاری به عنوان نماینده ای از وجود محدودیت‌های مالی نشان دادند که جریان‌های نقدی تأثیر معنی داری بر سطوح نگهداری وجه نقد نداشته، همچنین تفاوت معنی داری بین حساسیت جریان‌های نقدی - وجه نقد شرکت‌های با محدودیت مالی و شرکت‌های بدون محدودیت مالی وجود ندارد.

آقایی و همکاران [۱۳۸۸، ۱۸]، به بررسی عوامل موثر بر نگهداری موجودی‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه انتخابی آن‌ها شامل ۲۸۳ شرکت و دوره زمانی پژوهش آن‌ها سال‌های ۱۳۷۹-۱۳۸۴ است. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که حساب‌های دریافتی، خالص سرمایه در گردش، موجودی‌های کالا و بدهی‌های کوتاه مدت به ترتیب از مهم‌ترین عوامل دارای تأثیر منفی بر نگهداری موجودی‌های نقدی هستند. از طرف دیگر 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 در مورد تأثیر منفی بدهی‌های بلند مدت و اندازه شرکت‌ها بر نگهداری موجودی‌های نقدی وجود ندارد.

فخاری و تقوی [۱۳۸۸، ۱] به بررسی تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر مانده وجه نقد شرکت‌ها با انتخاب نمونه‌ای از ۱۵۰ شرکت در دوره زمانی ۸۱-۸۵ پرداختند. در این پژوهش، کیفیت اقلام تعهدی با استفاده از مدل دجو و دیجو اندازه‌گیری شده است نتایج نشان داد که کیفیت اقلام تعهدی رابطه منفی و معنی‌داری با مانده نقد دارد، به این معنی که کیفیت اقلام تعهدی به عنوان عاملی موثر در میزان موجودی نقد مهم و مربوط است.

کیان سان و همکاران [۲۰۱۱، ۱]، در پژوهشی با عنوان کیفیت سود و سطح وجه نقد شرکت به بررسی ارتباط بین کیفیت سود و سطح وجه نقد نگهداری شده شرکت پرداخته است. آن‌ها نمونه‌ای شامل همه شرکت‌های آمریکایی که در بورس فعالیت می‌کنند و داده‌های مورد نیاز آن‌ها از سال ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۵ در دسترس بوده را برای انجام این پژوهش انتخاب کردند. برای اندازه‌گیری کیفیت سود از چهار معیار اندازه‌گیری استفاده شد که عبارتند از: ۱- کیفیت اقلام تعهدی ۲- اقلام تعهدی اختیاری ۳- خالص اقلام تعهدی غیر عادی ۴- تغییر پذیری سود.

نتایج تحقیقات نشان می‌دهد که کیفیت ضعیف سود اثری منفی بر روی ارزش‌داری‌های نقد شرکت دارد و از سویی دیگر اثری مثبت بر روی سطح ذخیره وجه نقد دارد. آن‌ها همچنین دریافتند که اثر منفی کیفیت سود ضعیف اثر مثبت وجه نقد اضافی بر روی ارزش شرکت را بی‌اثر می‌کند و یا بیشتر از است. به گفته آن‌ها ذخیره‌های وجه نقد نگهداری شده به وسیله شرکت‌های آمریکایی به صورت با اهمیتی در دو دهه آخر افزایش پیدا کرده است. بنابراین طبق یافته‌های کیان سان و همکاران [۲۰۱۱، ۳۳]، شرکت‌هایی که دارای کیفیت سود خوب هستند خواستار نگهداری مانده‌های وجه نقد کمتر در مقایسه با شرکت‌هایی که دارای کیفیت سود ضعیف هستند.

فرضیه‌های تحقیق

اعلان سود حسابداری و یا هر کدام از اطلاعات انتشار یافته در صورتی که به طور صحیح بین سرمایه‌گذاران انتشار یابد تا حد زیادی عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش خواهد داد. اما اگر به طور صحیح این کار صورت نگیرد می‌توان آثار منفی آن را در حجم مبادله، بازده غیر عادی، و دامنه‌ی پیشنهادی خرید و فروش و... مشاهده کرد. سرمایه‌گذاران با آگاهی نسبتاً کم ممکن است همانند سرمایه‌گذاران با تجربه قادر نباشند پردازش درستی از اطلاعات به عمل آورند. در نتیجه اگر سود

رابطه بین عدم تقارن اطلاعات و سطح نگهداشت وجه ...

اعلان شده دارای کیفیت مناسب نباشد می تواند عدم تقارن اطلاعاتی را در بین سرمایه گذاران بازار های مالی افزایش دهند.

یکی از دلایلی که می تواند موجب تغییر در قیمت های پیشنهادی شود وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران می باشد. زیرا افراد می توانند با توجه به اطلاعات محرمانه ای که در اختیار دارند قیمت سهام را در بازار سرمایه تحت تأثیر قرار دهند.

با توجه به مطالب ذکر شده فرضیه های اول و دوم به صورت زیر عنوان گردید:

شرکت هایی که دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالاتری هستند، سطح بالاتری از وجه نقد را نگهداری می کنند.

عدم تقارن اطلاعات در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار قبل از اعلان سود بیشتر از بعد از اعلان سود می باشد.

روش شناسی تحقیق

روش تحقیق حاضر، توصیفی از نوع مقایسه ای است که از نظر هدف کاربردی و از جهت نوع داده ها، پس رویدادی است.

برای انجام این تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که شرایط زیر را داشته اند، در نظر گرفته شده است.

۱- پایان دوره مالی شرکت ها منتهی به ۱۲/۲۹ باشد.

۲- شرکت ها جزء شرکت های فعال بورس بوده و یا حداقل در دوره مورد بررسی فعال باشند.

بدین منظور تصمیم گرفته شد تا ۲۱ روز قبل و ۲۱ روز بعد از اعلان سود برآوردی هر سهم که مبنای انجام تحقیق است معیاری برای فعال بودن در نظر گرفته شود. شرکت هایی مورد بررسی قرار می گیرند که حداقل در ۱۱ روز از این بازه زمانی ۲۱ روزه در بورس سهامشان مورد مبادله قرار گیرد. به این دلیل بازه زمانی ۲۱ روزه انتخاب و به کار گرفته شد که هر چه بازه زمانی کوتاه تر باشد اثر متغیرهای مزاحم کمتر می شود.

۳- اطلاعات مورد نیاز در دوره مورد بررسی در دسترس باشد.

۴- تا ابتدای سال ۸۳ در بورس پذیرفته شده باشد.

۵- طی سال‌های ۱۳۸۳ تا سال ۱۳۸۹ تغییر سال مالی نداشته‌اند و وقفه‌های معاملاتی طولانی نداشته باشند.

با توجه به معیارهای ذکر شده تعداد ۲۸۸ مورد اعلان سود برآوردی که مربوط به ۱۳۰ شرکت می‌باشند به عنوان نمونه تحقیق مورد بررسی قرار گرفتند. برای گردآوری اطلاعات از نرم افزار تدبیر پرداز و اطلاعات آرشیوی بورس اوراق بهادار استفاده شده است و با استفاده از نرم افزار SPSS و آزمون‌های آماری کولموگروف اسمیرنوف برای نرمال بودن داده‌ها و آزمون‌های من-ویتنی و ویلکاکسون بر روی نمونه آماری به بررسی فرضیه‌های پژوهش می‌پردازیم.

اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق

عدم تقارن اطلاعات

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 و برای سنجش عدم تقارن اطلاعات از مدلی که و نکاتش و چیانگ (۱۹۸۶) برای تعیین دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام طراحی کرده‌اند استفاده می‌کنیم. مدل مذکور به شرح زیر می‌باشد:

$$spread = \frac{(AP - BP) * 100}{\frac{(AP + BP)}{2}}$$

که در آن:

$SPREAD$ = دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

$AP (ASK - PRICE)$ = میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در دوره مورد بررسی

$BP (BID - PRICE)$ = میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در دوره مورد بررسی

برای انجام محاسبات ابتدا بهترین قیمت پیشنهادی خرید و فروش هر سهم برای ۲۱ روز قبل و بعد از اعلان سود برآوردی استخراج می‌شود. منظور از بهترین قیمت پیشنهادی خرید عبارتست از بالاترین قیمت پیشنهادی برای خرید سهم در هر روز و بهترین قیمت پیشنهادی فروش نیز عبارتست از کمترین قیمت پیشنهادی برای فروش هر سهم در هر روز. سپس با استفاده از میانگین آن‌ها دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام محاسبه می‌گردد. هر چه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام بیشتر باشد، عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر است.

سطح نگهداشت وجه نقد

مستقیماً از ترازنامه شرکت‌ها به دست می‌آید که برای کاهش تأثیر اندازه شرکت‌ها در نتیجه تحقیق، مقادیر وجه نقد را بر کل دارایی‌های شرکت تقسیم می‌گردد.

یافته های تحقیق

نتایج توصیفی

برای توصیف متغیرهای تحقیق، از شاخص‌های گرایش مرکزی و پراکندگی استفاده شده است. هر یک از متغیرها ۲۸۹ مشاهده دارد. مقادیر ضریب چولگی و کشیدگی تمام متغیرها، نشان می‌دهد که، همه متغیرها دارای توزیع نامتقارن و نامناسب می‌باشند. مقادیر شاخص‌های گرایش مرکزی و پراکندگی متغیرها، در جدول شماره (۱) نمایش داده شده است. همچنین، همبستگی مربوط به متغیرهای استفاده شده، در جدول شماره (۲) نمایش داده شده است.

فصلنامه پژوهش حسابداری، سال دوم، شماره ۶، پاییز ۱۳۹۱

نگاره (۱): توصیف شاخص‌های گرایش مرکزی و پراکندگی متغیرهای مورد مطالعه (ارقام: میلیون ریال)

	N	میانگین		انحراف معیار		انحراف معیار		انحراف معیار	
		Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
B-P befor	288	7713,983	784,4038	13311,77	1,8E+08	7,319	144	70,387	,288
A-P befor	288	7193,826	612,8672	10400,70	1,1E+08	5,257	144	34,735	,288
B-P after	288	7233,385	578,6085	9819,315	9,8E+07	5,190	144	38,773	,288
A-P after	288	6931,500	568,1238	9841,381	9,3E+07	4,984	144	32,230	,288
cash	288	165024,2	43182,55	733001,8	5,4E+11	7,195	144	56,656	,288
total assets	288	2793647	579488,0	9817267	9,0E+13	6,319	144	44,059	,288
spread befor	288	-2,308212	1,450211	24,61099	605,698	,088	144	15,262	,288
spread after	288	-4,121284	1,423845	24,18345	585,972	-,621	144	15,780	,288
Valid N (listwise)	288								

B-P befor (Bid Price): قیمت پیشنهادی خرید قبل از اعلان سود

A-P befor (Ask Price): قیمت پیشنهادی فروش قبل از اعلان سود

Total assets: کل دارایی‌ها

B-P after (Bid Price): قیمت پیشنهادی خرید بعد از اعلان سود

A-P after (Ask Price): قیمت پیشنهادی فروش بعد از اعلان سود

Cash: وجه نقد

Spread befor: اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام قبل از اعلان سود

Spread after: اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام بعد از اعلان سود

رابطه بین عدم تقارن اطلاعات و سطح نگهداشت وجه ...

نگاره (۲): همبستگی مربوط به متغیرهای استفاده شده در فرضیه های اول و دوم

		B-P credit	A-P before	B-P after	A-N after	cash	total assets	spread credit	spread after
B-P before	Pearson Correlation	1	.832**	.768**	.842**	.043	.044	-.237**	.097
	Sig. (1-tailed)		.000	.000	.000	.222	.227	.000	.051
	N	288	288	288	288	288	288	288	288
A-P before	Pearson Correlation	.832**	1	.863**	.904**	-.052	-.049	.022	.072
	Sig. (1-tailed)	.000	.000	.000	.000	.191	.205	.350	.110
	N	288	288	288	288	288	288	288	288
B-P after	Pearson Correlation	.768**	.863**	1	.909**	.002	.049	-.054	-.050
	Sig. (1-tailed)	.000	.000	.000	.000	.191	.204	.183	.059
	N	288	288	288	288	288	288	288	288
A-P after	Pearson Correlation	.842**	.904**	.909**	1	-.051	-.050	.002	.065
	Sig. (1-tailed)	.000	.000	.000	.000	.188	.197	.454	.078
	N	288	288	288	288	288	288	288	288
cash	Pearson Correlation	-.043	-.052	-.002	.053	1	.871**	-.002	.016
	Sig. (1-tailed)	.222	.191	.191	.188	.000	.000	.454	.397
	N	288	288	288	288	288	288	288	288
total assets	Pearson Correlation	-.044	-.049	-.050	.050	.871**	1	.005	.016
	Sig. (1-tailed)	.227	.205	.204	.197	.000	.000	.457	.378
	N	288	288	288	288	288	288	288	288
spread before	Pearson Correlation	-.237**	.022	-.054	.002	-.002	.005	1	.512**
	Sig. (1-tailed)	.000	.390	.192	.494	.494	.467	.000	.000
	N	288	288	288	288	288	288	288	288
spread after	Pearson Correlation	.097	-.072	-.050	.065	.016	.016	.512**	1
	Sig. (1-tailed)	.051	.112	.192	.078	.391	.378	.000	.000
	N	288	288	288	288	288	288	288	288

** Correlation is significant at the 0.01 level (1-tailed).

نتایج آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیه‌ها ابتدا نرمال بودن داده‌های نمونه آماری با استفاده از آزمون کالموگروف^o اسمیرنف مورد بررسی قرار گرفت. چون سطح معناداری (sig) به دست آمده برای هر سه نوع داده‌ها کمتر از ۰/۰۵ است (با توجه به نتایج ارائه شده در جدول شماره ۳) پس فرض نرمال بودن داده‌ها رد می‌شود و داده‌ها نرمال نیستند پس باید از آزمون‌های ناپارامتری برای بررسی فرضیه‌ها استفاده کنیم.

نگاره (۳): نتایج آزمون نرمال بودن توزیع متغیرها

متغیر آزمون شده	سطح خطا	تعداد نمونه	Z	Sig	نتیجه آماری
وجه نقد	۰/۰۵	۲۸۹	۹۷۵/۶	۰۰۰/۰	نرمال نیستند
عدم تقارن اطلاعاتی قبل از اعلان سود	۰/۰۵	۲۸۹	۷۱۳/۴	۰۰۰/۰	نرمال نیستند
عدم تقارن اطلاعاتی بعد از اعلان سود	۰/۰۵	۲۸۹	۶۵۰/۴	۰۰۰/۰	نرمال نیستند

آزمون فرضیه اول

برای بررسی این فرضیه از آزمون ناپارامتری من-ویتنی استفاده شد، چون سطح معناداری (sig) فرضیه اول بیشتر از ۰/۰۵ می باشد (با توجه به نتایج ارائه شده در جدول شماره (۴)) در نتیجه فرضیه اول تایید می شود، یعنی شرکت هایی که دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالاتری هستند، سطح بالاتری از وجه نقد را نگهداری می کنند.

نگاره (۴): نتایج آزمون فرضیه اول

شرح	فرضیه	سطح خطا	تعداد نمونه	Z	Sig	نتیجه آماری
	آزمون فرضیه ۱	۰,۰۵	۲۸۹	-۱/۴۰۱	۰/۱۶۱	تایید می شود

آزمون فرضیه دوم

برای بررسی این فرضیه از آزمون ناپارامتری ویلکاکسون استفاده شد، چون سطح معناداری (sig) فرضیه اول بیشتر از ۰/۰۵ می باشد (با توجه به نتایج ارائه شده در جدول شماره (۵)) در نتیجه فرضیه دوم رد می شود یعنی عدم تقارن اطلاعات در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار قبل از اعلان سود بیشتر از بعد از اعلان سود نمی باشد.

نگاره (۵): نتایج آزمون فرضیه دوم

شرح	فرضیه	سطح خطا	تعداد نمونه	Z	Sig	نتیجه آماری
	آزمون فرضیه ۲	۰۵/۰	۲۸۹	-۱/۹۲۷	۰/۰۵۴	تایید نمی شود

نتیجه گیری، بحث و پیشنهادات

نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالاتری هستند سطح بالاتری از وجه نقد را نگهداری می‌کنند که این نتیجه با نتایج تحقیقات مشابهی در خارج از کشور مطابقت دارد به عنوان مثال تعدادی از تحقیقات در خارج از کشور نشان می‌دهد که عدم تقارن اطلاعات به صورت جزئی دارایی‌های نقد شرکت را افزایش می‌دهد [فریرا و وایلا، ۲۰۰۴: از کان وازکان، ۲۰۰۴: گارسیا - تروئل و همکاران، ۲۰۰۹]. همچنین عدم تقارن اطلاعات در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار قبل و بعد از اعلان سود تفاوت چندانی ندارند که این نتیجه با برخی از تحقیقات صورت گرفته در خارج از کشور سازگاری دارد. نتایج برخی از تحقیقاتی که در خارج از کشور صورت گرفته حاکی از آن است که میزان عدم تقارن اطلاعاتی پس از اعلان سود بیشتر از قبل از اعلان سود می‌باشد.

پیشنهاد برای تحقیقات آتی

در راستای تحقیق حاضر، می‌توان این پژوهش را در صنایع خاصی در آینده انجام و سپس نتایج صنایع مختلف را با یکدیگر مقایسه کرد.

منابع و مأخذ

۱. احمد پور، احمد و رسائیان، امیر. (۱۳۸۵). "رابطه اطلاعات مالی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام"، *نامه اقتصادی مفید*، سال دوازدهم، شماره ۵۷، صص. ۴۸-۲۹.
۲. احمد پور، احمد و رسائیان، امیر. (۱۳۸۵). "بررسی اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، *مجله علوم انسانی و اجتماعی دانشگاه مازندران*، سال ششم، شماره بیستم، ویژه اقتصاد، صص. ۳۸-۱۳.
۳. احمد پور، احمد و رسائیان، امیر. (۱۳۸۵). "رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی دانشکده مدیریت دانشگاه تهران*، سال سیزدهم، شماره ۴۶، صص. ۶۰-۳۷.

۴. آقای، محمد علی و همکاران (۱۳۸۸). "بررسی عوامل موثر بر نگهداری موجودی‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال اول شماره اول و دوم، پائیز و زمستان ۱۳۸۸، صص. ۷۰-۵۳.
۵. تهرانی، رضا و حصارزاده، رضا. (۱۳۸۸). "تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری"، *تحقیقات حسابداری*، ش ۳، ص ۳.
۶. صلواتی، شاپور و رسائیان، امیر. (۱۳۸۶). "بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و نقد شوندگی سهام در ایران"، *نامه اقتصادی مفید*، سال سیزدهم، شماره ۶۳، صص. ۱۶۳-۱۴۳.
۷. رسائیان، امیر و رحیمی، فروغ و حنجری، سارا (۱۳۸۹). "تأثیر مکانیزم‌های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران"، *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال دوم، شماره چهارم، شماره پیاپی (۶)، صص ۱۴۲-۱۲۵.
۸. فخاری، حسین و تقوی، سید روح الله. (۱۳۸۸). "کیفیت اقلام تعهدی و مانده وجه نقد"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۱۶، شماره ۵۷، صص. ۶۹-۸۴.
۹. قائمی، محمد حسین و وطن پرست، محمد رضا (۱۳۸۴). "بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران". *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۴۱، صص ۸۵-۱۰۴.
۱۰. کاشانی پور، محمد و نقی نژاد، بیژن (۱۳۸۸). "بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد"، *تحقیقات حسابداری*، شماره دوم، صص ۷۲-۹۳.
۱۱. مهران، ساسان و رسائیان، امیر. (۱۳۸۸). "بررسی رابطه بین معیارهای نقد شوندگی سهام و بازده سالانه سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، *مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، صص. ۲۳۰-۲۱۷.
۱۲. مهران، ساسان. کاشانی پور، محمد و رسائیان، امیر (۱۳۸۸). "عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه در ایران"، *فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی*، ویژه نامه بورس، صص. ۱۲۵-۱۵۱.

13. Akerlof, G., Michael Spence and Joseph Stiglitz, (1970). Markets With Asymmetric information . At [URL: http://www.Nobelprize.org/Economist](http://www.Nobelprize.org/Economist).
14. Barclay, M. and Smith, C. Jr., (1995). The Authority Structure of Corporate Debt, *Journal of Finance*, Vol. 50, pp. 609-631.
15. Boulton, T., G. Smart, S. B and Zutter, J., (2011). Earning quality and international IPO underpricing . *The Accounting Review*, vol. 86, No. 2, pp. 483-505.
16. Copland, T. and D Galai (1983). Information effects on the bid-ask spread . *The journal of Finance*, No. 38(5), pp. 1457-1469.
17. Drobetz, W., M. Gruninger and S. Hirschoegl, (2010), Information Asymmetry and the value of Cash, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 34, pp. 2168-2184.
18. Ferreira, M. A., and A. Vilela, (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries, *European Financial Management*, Vol. 10, No. 2, pp. 295-319.
19. Garcia-Teruel, P. J., P. Martinez Solano, J. P. Sanchez-Ballesta, (2009). Accruals Quality and Corporate Cash Holdings, *Journal of Accounting and Finance*, Vol. 49, pp. 95-115.
20. Glosten, L. and P. Milgrom, (1985). "Bid-Ask spread and transaction prices in a specialist market" . *Journal of Financial Economics*, No. 14(1), pp. 70-100.
21. Harford, Jarrad; Mansi, Sattar A., and William F. Maxwell, (2008). Corporate Governance and Firm Cash Holdings, *Journal of Financial Economics*, Vol 87, pp. 535-555.
22. Ho, T. and H. R. Stoll. (1981). "Optimal dealer pricing under transactions and return uncertainty". *Journal of Financial Economics*, No. 9(1), pp. 47-73.
23. Jani, E., Hoesli, M., Bender, A., w. d., (2004). Corporate cash holdings and Agency conflicts, available at www.ssrn.com.id=563863.
24. Jensen, M., (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover, *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323-9.

25. Jensen, M.C., Meckling, W.H., (1976). Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, October, Vol.3, No.4. pp:305-360.
26. Kim, C.S., D.Mauer, and A.E.Sherman, (1998). The Determinants of Corporate Liquidity : Theory and Evidence, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, No.33, pp.335-359.
27. Krinsky .I. Lee ,j. (1966), "Earnings announcements and components of the bid ask spread". *journal of finance*. No.51(4) :pp. 1523-1535.
28. Morse, D. And N. Ushman ,(1983). "The effect of information announcements on the market microstructure". *The accounting Review* , No.58, pp.111-118.
29. 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*, No. 13, pp.187-221.
30. Opler Tim, Pinkowitz Lee, Stulz Reneh, Williamson Rohan, (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings, *Journal of Financial Economics*, No.52, pp.3-46.
31. Ozkan, A., and N. Ozkan, (2004) , corporate cash holdings: an empirical investigation of Uk companies, *Journal of banking and finance*, No.28, pp.2103-2134.
32. Patell, j.M., Wolfson. M.A. (1991). The intraday speed of adjustment of stock prices to earnings and dividend announcements , *journal of financial Economics* , 13(2) , pp.223-252.
33. Sun, Q. and Yung , K. and Rahman, h. (2011). Earning Quality and Corporate Cash Holdings . *Accounting & Finance*. 1467-1629.
34. Tinic, S. (1972). "The economics of liquidity services". *Quarterly journal of Economics*. No.86. pp.79-93.
35. Titman. S.H. and Wessels. R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice, *Journal of Finance*, Vol.43, No.1.
36. Venkatesh , P.C. and R. Chiang (1986) . nformation asymmetry and the dealers bid-ask spread : a case study of earnings and dividend announcements . *the journal of finance* , No.41(5) , pp. 1089 -1120.