

## تأثیر کیفیت سود شرکت در نگهداشت بیش از حد وجه نقد و ارزش نهایی آنها

سید حمید میرعلایی<sup>۱</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۲/۱۴ تاریخ چاپ: ۱۳۹۸/۰۳/۰۸

### چکیده

کیفیت سود از عوامل مهم و تأثیرگذار بر میزان نگهداری وجه در نقد شرکتها است. نتایج برخی از پژوهش‌های قبلی نشان داده است که افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری، باعث کاهش میزان نگهداری وجه نقد شرکتها می‌گردد. از این رو، هدف اصلی مقاله حاضر، بررسی تأثیر کیفیت سود شرکت در نگهداشت بیش از حد وجه نقد و ارزش نهایی آنها در بورس اوراق بهادار تهران است. سایر متغیرهای کنترلی مورد استفاده در پژوهش حاضر، عبارت‌اند از فرصت‌های رشد، اندازه شرکت، ساختار سررسید بدهی‌ها، رابطه با مؤسسات مالی، هزینه فرصت سرمایه‌گذاری شده در دارایی‌های نقدی، اهرم شرکت، سایر دارایی‌های نقدی، ظرفیت تولید جریان‌های نقدی، درصد تقسیم سود، نسبت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت بر خالص دارایی‌های ثابت اول دوره، تعداد سال‌هایی که شرکت به عملیات خود ادامه داده است عضویت در گروه تجاری. برای نیل به هدف پژوهش، اطلاعات ۵ ساله (۱۳۹۲-۱۳۹۶) صد و پنجاه شرکت، مورد بررسی قرار گرفت. برای آزمون فرضیه‌ها، از رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان داده است که بین کیفیت سود و میزان نگهداری وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد. به طور کلی، نتایج پژوهش نشان داده است که تقریباً ۸۵ درصد از تغییرات در میزان نگهداری وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، با تغییرات متغیرهای مورد استفاده در مدل پژوهش، توضیح داده می‌شود.

### واژگان کلیدی

کیفیت سود، نگهداری وجه نقد، عدم تقارن اطلاعاتی، نظریه نمایندگی، نظریه موازنه، نظریه سلسله‌مراتبی، نظریه جریان وجه نقد آزاد

<sup>۱</sup> دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور تهران، ایران

## مقدمه

دقت گزارش مالی یک شرکت عامل تعیین کننده اصلی عدم تقارن اطلاعات است. مینشیک و همکاران (۲۰۱۸) پیشنهاد می کنند که گزارش دهی مالی با کیفیت بالا، مشکلات عدم تقارن اطلاعات را کاهش می دهد که باعث اصطکاک اقتصادی، مانند انتخاب مخالف و خطرات اخلاقی می شود. ادبیات حسابداری و مالی اغلب از کیفیت سود به عنوان یک پروکسی برای صحت گزارش مالی یک شرکت استفاده می کند. بال و شیواکومار (۲۰۰۸) استدلال می کنند که دقت گزارش مالی یک شرکت کیفیت سود را افزایش می دهد.

فرانسیس و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۵) گزارش دادند که کیفیت سود بالاتر، روابط اعتماد بین ذینفعان را بهبود می بخشد و پیامدهای عدم تقارن اطلاعات را تایید می کند. از سوی دیگر، کیفیت سود ضعیف، عدم قطعیت را در مورد سلامت مالی شرکت ایجاد می کند و به این سوژن منجر می شود که درآمدها ممکن است مدیریت شوند.

شرکت هایی که دارایی های نقدی بالاتری دارند به احتمال زیاد در معرض مشکلات عدم تقارن اطلاعات شدید قرار می گیرند. گارسیا ترنل<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۰۹) بیان کردند که عدم تقارن اطلاعات خودش تا حدی مسیول دارایی های نقدی شرکت است. شرکتی که کدر است بیشتر از شرکتی است که قابل بازیافت نیست. شرکت هایی که دارای درجه بالایی از عدم تقارن اطلاعات هستند هزینه های مالی خارجی بالاتری دارند. چنین شرکت هایی باید به شدت بر منابع داخلی سرمایه تکیه داشته باشند، و ضرورتاً باید دارایی های نقدی خود را برای نیازهای عملیاتی و سرمایه گذاری شان جمع کنند. بر این اساس، شرکت های با کیفیت درآمدهای ضعیف، دارایی های نقدی بیشتری نسبت به شرکت های با کیفیت سود خوب جمع می کنند (مینشیک<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۸).

ایسلی و اوهارا<sup>۴</sup> (۲۰۰۴) پیشنهاد می کنند که تقارن اطلاعات به طور معکوس بر هزینه سرمایه در مورد رقابت ناکامل تاثیر می گذارد. مهمترین نقش اطلاعات حسابداری در بازارهای مالی، ایجاد معیاری برای تخصیص سرمایه است. سود حسابداری از جمله اطلاعات حسابداری است که معیار سنجش خلاصه و مفید برای عملکرد شرکت محسوب می شود. سود حسابداری، معیاری برای پاداش جبران خدمات مدیران، در قراردادهای بدهی، توان سودآوری شرکت، پیش بینی سودهای آتی، مخاطره های سرمایه گذاری در شرکت یا اعتباردهی به آن و آگهی هایی است که شرکت در نشریه های مالی منتشر می کند و سرمایه گذاران بستانکاران نیز مورد استفاده قرار می دهند. بنابراین، عوامل و پیامدهای کیفیت اطلاعات حسابداری، مورد توجه سرمایه گذاران، مدیران، قانون گذاران و تدوین کنندگان استانداردهاست (دیچو<sup>۵</sup> و همکاران، ۱۹۹۸).

از آنجایی که عدم تقارن اطلاعات، پیامدهای اقتصادی و اجتماعی نامطلوبی دارد، این موضوع به طور مستقیم از کیفیت گزارش های مالی ناشی می شود. به طوری که یافته های پژوهش های پیشین نشان داده اند که کیفیت کم سود، عدم تقارن اطلاعات را در بازارهای مالی افزایش می دهد (بتاچاریا، دسای و نکاتارامان<sup>۶</sup>، ۲۰۰۹).

<sup>1</sup> Francis et al

<sup>2</sup> Garcia Tranel

<sup>3</sup> Minnesota

<sup>4</sup> Isley and O'Hara

<sup>5</sup> Dicho

<sup>6</sup> Beta charya, desai vncatraman

از این رو، کیفیت اطلاعات حسابداری برای تحلیل گران و استفاده کنندگان، از دیدگاه گزارشگری مالی مطرح است. به این معنی که اگر صورت‌های مالی، استفاده کنندگان را در پیش‌بینی گمراه سازند، از کیفیت کمی برخوردار هستند (پنمان<sup>۷</sup>، ۲۰۰۴).

وردی<sup>۸</sup> (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 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، مدیریت سود، و کاربرد سود را به عنوان معیار تصمیم‌گیری با مشکل مواجه می‌کند. این کار، لزوم بررسی موضوع کیفیت سود 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 و ارزش نهایی آنها در 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.

## مبانی نظری پژوهش

### 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<sup>۹</sup>، ۲۰۱۰).

<sup>7</sup> Pennant

<sup>8</sup> Verdi

<sup>9</sup> squat

ایزدی‌نیا و رسائیان (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

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، ۲۰۱۰).

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، ۲۰۰۳). جنسن و مک‌لینگ<sup>۱۰</sup> (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<sup>۱۱</sup>، ۱۹۹۹). زمانی که منافع سهام‌داران با منافع اعتباردهندگان (دارندگان اوراق بدهی) و نیز منافع طبقات مختلف اعتباردهندگان، متفاوت باشد، هزینه‌های نمایندگی 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).

## ۳- نظریه موازنه

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<sup>۱۲</sup>، 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 نقد کردن 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.

<sup>10</sup> Jensen & McKell

<sup>11</sup> Eppler, Pinckowitz, Stolz and Williamson

<sup>12</sup> Johnny, Hossel and Port

**فرصت‌های سرمایه‌گذاری:** هزینه کمبود وجه نقد در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر، به دلیل هزینه‌های فرصت ناشی از رها کردن طرح‌های سرمایه‌گذاری با ارزش، 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 ویلا<sup>۱۳</sup>، ۲۰۰۴).

**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، 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 (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 (۱۹۹۳) 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

اسمیت<sup>۱۴</sup> (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 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 ویللا، ۲۰۰۴).

#### ۴- نظریه سلسله‌مراتب تأمین مالی

بر اساس نظریه مذکور، شرکت‌ها تأمین مالی را از منابع داخلی شرکت به تأمین مالی خارجی حساس به اطلاعات ترجیح می‌دهند (دراپتز، گرانیگر و هیرچوگل<sup>۱۵</sup>، 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 پرمخاطره و سرانجام با انتشار سهام، 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 ویللا، 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.

**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.

<sup>14</sup> Smith

<sup>15</sup> Betthens, Graninger and Hirschengel

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

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<sup>۱۶</sup>، 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، تمدید آسان بدهی‌های بانکی در مواقع لزوم است و بدهی بانکی، می‌تواند جایگزینی برای وجه نقد محسوب شود (ازکان و ازکان<sup>۱۷</sup>، ۲۰۰۴).

### پیشینه پژوهش

فرانسیس و همکاران، رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و هزینه‌های بدهی و سرمایه‌سهم 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 اسچپیر<sup>۱۸</sup>، ۲۰۰۵).

بهارات، ساندر و ساندر<sup>۱۹</sup> (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 ویللا (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.

<sup>16</sup> Garcia, Martinez and Sanchez

<sup>17</sup> Dear and dear

<sup>18</sup> Francis, Lafond, Elson and Schipper

<sup>19</sup> Bharat, Sander and Sander



گارسیا 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 از کان و از کان (۲۰۰۴) استفاده شده است. نتایج پژوهش مذکور، نشان داده است که شرکت‌های با کیفیت اقلام تعهدی زیاد، در مقایسه با شرکت‌های با کیفیت اقلام 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.

آقایی، 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. فروغی، سعیدی، رسائیان و زارع (۱۳۹۰) پژوهشی تحت عنوان تأثیر کیفیت سود بر میزان نگهداری وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند برای نیل به هدف پژوهش، اطلاعات ده ساله (۷۹-۸۸) صد و پنجاه شرکت، مورد بررسی قرار گرفت. برای آزمون فرضیه‌ها، از رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان داده است که بین کیفیت سود و میزان نگهداری وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد. به طور کلی، نتایج پژوهش نشان داده است که تقریباً ۸۵ درصد از تغییرات در میزان نگهداری وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، با تغییرات متغیرهای مورد استفاده در مدل پژوهش، توضیح داده می‌شود.

مشکی میاوقی و صنایعی ماسوله (۱۳۹۵) پژوهشی تحت عنوان بررسی تأثیر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد بر ارزش وجه نقد انجام دادند نمونه آماری پژوهش شامل ۱۰۱ شرکت است که در طی دوره زمانی ۱۳۸۸ لغایت ۱۳۹۲ انتخاب شده است. در این پژوهش با استفاده از داده‌های ترکیبی و روش حداقل مربعات تعمیم یافته به بررسی فرضیه‌های

تحقیق پرداخته شد. نتایج تحقیق حاکی از آن است که ارزش یک ریال وجوه نقد تحصیل شده در نزد سهامداران در شرکت هایی که سطح نگهداشت وجوه نقد آنها از سطح بهینه وجه نقد کمتر است بیشتر از شرکت هایی است که سطح نگهداشت وجوه نقد آنها از سطح بهینه وجه نقد بیشتر است. همچنین نتایج تحقیق مویید آن است که ارزش وجه نقد در شرکت هایی با نگهداشت وجه نقد بیشتر از سطح بهینه، کمتر از ارزش اسمی یک ریال و در شرکت هایی با نگهداشت وجه نقد کمتر از سطح بهینه، بیشتر از ارزش اسمی یک ریال است.

### روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی می باشد و همچنین از نظر داده ها و زمان گردآوری اطلاعات، از نوع داده های تلفیقی و تاریخی است. روش پژوهش بر اساس خصوصیت موضوع از نوع توصیفی-همبستگی است. اطلاعات و داده های مورد نیاز از صورت های مالی، یادداشت های همراه صورت های مالی، پایگاه های اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران (کدال) و همچنین از نرم افزار رهاورد نوین ۳ استخراج شده است. جامعه آماری شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که برای انتخاب نمونه از روش غربال-گری استفاده شده است. تمام شرکت ها در دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ انتخاب شده اند، سپس شرکت های فاقد هر یک از شرایط زیر، از نمونه خارج شدند:

- ۱) به منظور افزایش قابلیت مقایسه نتایج پژوهش، دوره مالی شرکت های نمونه منتهی به ۲۹ اسفند باشد؛
  - ۲) عدم تغییر در دوره های مالی طی بازه زمانی پژوهش؛
  - ۳) جزء شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری، بانک و بیمه نباشد؛
  - ۴) قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس پذیرفته شده باشند؛
  - ۵) اطلاعات مورد نظر برای استخراج داده ها در دسترس باشد.
- به منظور تجزیه و تحلیل داده ها از نرم افزار Eviews9 استفاده شده است.

همچنین فرضیه های پژوهش به شرح زیر می باشد:

شرکت هایی که دارای کیفیت سود پایین تر هستند نسبت به شرکت هایی که دارای کیفیت سود بالا هستند نگهداشت وجه نقد بیشتری دارند.

شرکت هایی که دارای کیفیت سود پایین هستند، ارزش حاشیه ای دارایی های نقدی خود را نسبت به شرکت هایی با کیفیت سود بالا هستند کاهش می دهند.

همچنین مدل رگرسیونی پژوهش به شرح زیر می باشد:

$$\text{cash} = \beta_0 + \beta_1 Q + \beta_2 G + \beta_3 \text{SIZE} + \beta_4 \text{LEV} + v_{j,t}$$

$$P = \beta_0 + \beta_1 Q + \beta_2 G + \beta_3 \text{SIZE} + \beta_4 \text{LEV} + v_{j,t}$$

که در آن

CASH: نگهداشت وجه نقد

P: ارزش شرکت

Q: کیفیت سود

GO: فرصت رشد

SIZE: اندازه

LEV: اهرم مالی

### کیفیت سود

در این تحقیق برای سنجش کیفیت سود از مدل تعدیل یافته دیچو و دایچو (۲۰۰۲) استفاده شده است. مدل مذکور بر این بینش متکی است که اقلام تعهدی شامل برآوردهای جریان نقدی است و این برآوردها، ممکن است دربرگیرنده اشتباهات اندازه گیری-خواه عمدی و خواه غیرعمدی- باشند. هرچه اشتباهات در اندازه گیری بیشتر باشد، سود کیفیت پایین تری خواهد داشت.

این مدل به شرح رابطه زیر می باشد:

$$TCA_{jt} / Assets = \beta_0 + \beta_1^* \frac{CFO_{j,t-1}}{Assets_{j,t}} + \beta_2^* \frac{CFO_{j,t}}{Assets_{j,t}} + \beta_3^* \frac{CFO_{j,t+1}}{Assets_{j,t}} + \beta_4^* \frac{\Delta REV_{j,t}}{Assets_{j,t}} + \beta_5^* \frac{PPE_{j,t}}{Assets_{j,t}} + v_{j,t}$$

به طوری که:

$TCA_{j,t}$  = کل اقلام تعهدی جاری شرکت ز در سال t

$CFO$  = جریان نقدی ناشی از عملیات

$\Delta REV_{j,t}$  = تغییر در فروش خالص از سال t-1 تا سال t

$PPE_{j,t}$  = ارزش ناخالص اموال، ماشین الات و تجهیزات در سال t

### نگهداشت وجه نقد

این پژوهش به طور مستقیم از ترازنامه استخراج خواهد شد.

و متغیرهای کنترلی پژوهش نیز به شرح زیر می باشند:

**Go فرصت های رشد:** فرصت رشد یعنی سرمایه گذاری در یک پروژه خاص، برای محاسبه فرصت رشد از نسبت های مختلفی چون ROE، ROA، P/E و MVB استفاده می گردد. که در این تحقیق از نسبت MVB یعنی ارزش بازار شرکت i در سال t تقسیم بر ارزش دفتری شرکت i در سال t استفاده می نمایم.

**LEV اهرم مالی:** اهرم مالی که برابر با مجموع بدهی ها تقسیم بر مجموع دارایی های شرکت i در سال t می باشد.

EPS: سود هر سهم شرکت ز در سال t

SIZE: (اندازه) لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی های شرکت ز در سال t

B.M: نسبت ارزش دفتری سهام به ارزش بازار سهام شرکت ز در سال t

DEBT: نسبت بدهی به کل داراییها شرکت ز در سال t

### یافته های پژوهش

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، همچنین برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آنها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. آمار توصیفی به محاسبه پارامترهای جامعه می‌پردازد و شامل شاخص‌های مرکزی و پراکندگی جامعه و ... می‌باشد. در جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش شامل میانگین، میانه، بیشینه، کمینه، انحراف معیار و .... آورده شده است.

جدول شماره (۱): آماره توصیفی متغیرهای تحقیق							
متغیر تحقیق	میانگین	انحراف معیار	واریانس	چولگی	کشیدگی	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی
نگهداشت وجه نقد	۰,۲۹۲	۰,۴۷۵	۰,۲۲۶	-۱,۹۳۵	۷,۲۰۶	۱۵,۴۷۹	۲۸,۸۹۶
سود هر سهم	۷۹۵,۴۲	۹۳۸,۲۲	۸۸۰۲۶۱,۰۳۰	۱,۴۴۸	۵,۵۷۵	۱۱,۸۶۷	۲۲,۹۰۳
اندازه شرکت	۵,۷۴۶	۰,۶۱۸	۰,۳۸۲	۱,۱۲۳	۱,۷۵۳	۹,۱۱۱	۷,۱۳۰
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	۰,۶۴۰	۰,۶۰۸	۰,۳۷۰	۱,۹۲۶	۵,۰۵۱	۱۵,۵۴۷	۲۰,۴۳۷
نسبت بدهی	۰,۶۶۹	۰,۲۲۲	۰,۰۴۹	۲,۶۵۴	۱۵,۸۶۸	۲۱,۵۳۳	۶۴,۵۳۷

در ادامه به توضیح هر یک از متغیرها پرداخته شده است:

نگهداشت وجه نقد: این متغیر که نقش متغیر وابسته را دارد، تعداد ۳۸۱ مشاهده دارد که از مشاهده های ۵۰ شرکت در طول ۵ سال تشکیل شده است. میانگین این متغیر ۰/۲۹۲ و انحراف استاندارد آن ۰/۴۷۵ است. این متغیر با واریانس ۰/۲۲۶ دارای چولگی منفی و کشیدگی مثبت است.

سود هر سهم: این متغیر که نقش متغیر کنترلی را دارد، تعداد ۴۰۰ مشاهده دارد که از مشاهده های ۵۰ شرکت در طول ۵ سال تشکیل شده است. میانگین این متغیر ۷۹۵/۴۱۵ و انحراف استاندارد آن ۹۳۸/۲۲۲ است. این متغیر با واریانس ۸۸۰۲۶۱/۰۳۰ دارای چولگی و کشیدگی مثبت است.

اندازه شرکت: این متغیر که نقش متغیر مستقل کنترل را دارد، تعداد ۳۹۲ مشاهده دارد که از مشاهده های ۵۰ شرکت در طول ۵ سال تشکیل شده است. میانگین این متغیر ۵/۷۴۶ و انحراف استاندارد آن ۰/۶۱۸ است. این متغیر با واریانس ۰/۳۸۲ دارای چولگی و کشیدگی مثبت است.

ارزش دفتری به بازار: این متغیر که نقش متغیر مستقل کنترل را دارد، تعداد ۳۸۸ مشاهده دارد که از مشاهده های ۵۰ شرکت در طول ۵ سال تشکیل شده است. میانگین این متغیر ۰/۶۴۰ و انحراف استاندارد آن ۰/۶۰۸ است. این متغیر با واریانس ۰/۳۷۰ دارای چولگی و کشیدگی مثبت است.

نسبت بدهی: این متغیر که نقش متغیر مستقل کنترل را دارد، تعداد ۳۹۲ مشاهده دارد که از مشاهده های ۵۰ شرکت در طول ۵ سال تشکیل شده است. میانگین این متغیر ۰/۶۶۹ و انحراف استاندارد آن ۰/۲۲۲ است. این متغیر با واریانس ۰/۰۴۹ دارای چولگی و کشیدگی مثبت است.

**آزمون های مرتبط با مدل تحقیق:**

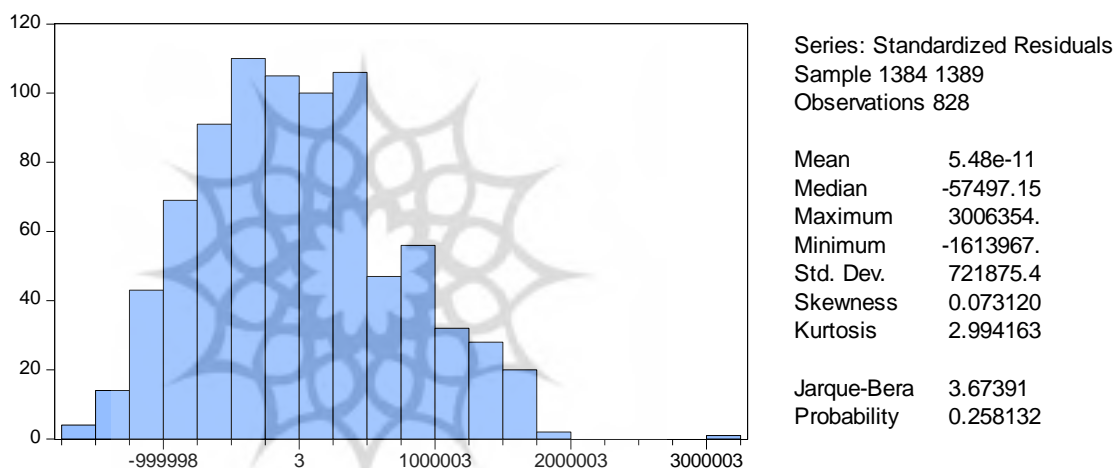
**آزمون چاو:**

قبل از برآورد مدل لازم است در داده های پنلی آزمون چاو بررسی شود. با توجه به نتایج آزمون و احتمال مربوطه که در جدول شماره (۲) آورده شده است، می توان نتیجه گرفت که این مدل به صورت ترکیبی است.

جدول شماره (۲): آزمون چاو		
نام آماره	مقدار آماره	احتمال
آماره فیشر	۰,۵۹۷۷۳۲	۰,۹۹۷۷
آماره کی دو	۶۱,۲۷۸۲۵۸	۰,۹۸۳۵

## ۲-۲ آزمون نرمال بودن جملات پسماند:

در نمودار شماره (۱)، مقادیر آماره جارک-برا (۳,۶۷) و احتمال مربوطه (۰,۲۵) بیانگر تأیید نرمال بودن جملات پسماند در مدل اول است.



نمودار شماره (۱) نرمال بودن توزیع جملات پسماند

## آزمون ریشه واحد دیکی فولر:

آزمون ریشه واحد دیکی فولر، از مناسب ترین آزمون ها برای بررسی پایا بودن است. دیکی فولر تحت فرضیه صفر  $p=1$  که قبول آن به این معنی است که سری زمانی دارای ریشه واحد بوده و نایستا می باشد و با این فرض که فرآیند واقعی تولید داده ها بدون عرض از مبدا می باشد. آزمون ایستایی با استفاده از آزمون ریشه واحد دیکی فولر برای متغیرانجام گرفته و نتایج در جدول زیر نشان داده شده است:

جدول شماره (۳): آزمون ریشه واحد						
ردیف	نام متغیر	مقدار آماره	وضعیت	مقدار بحرانی		
				٪۱	٪۵	٪۱۰
۱	نگهداشت وجه نقد صاحبان سهام	-۲,۸۷۰۶۳۸	اولین تفاضل	-۳,۴۴۷۸۶۶	-۲,۸۶۹۱۵۵	-۲,۵۷۰۸۹۴

۳	کیفیت سود	-۱۰,۳۱۵۲۴	اولین تفاضل	-۳,۴۴۶۵۶۷	-۲,۸۶۸۵۸۳	-۲,۵۷۰۵۸۸
---	-----------	-----------	-------------	-----------	-----------	-----------

در جدول فوق با توجه به احتمال و ضریب آماره می توان نتیجه گرفت که متغیر نگهداشت وجه نقد ریشه واحد ندارد و در سطح ۵٪ خطا پایا است. در جدول فوق با توجه به احتمال و ضریب آماره می توان نتیجه گرفت که متغیر شاخص کیفیت سود ریشه واحد ندارد و پایا است.

### آزمون پایایی جمله پسماند:

جدول شماره (۴): آزمون پایایی جمله پسماند			
مقدار بحرانی			مقدار آماره
۱۰٪	۵٪	۱٪	
-۱,۶۱۶۱۶۴	-۱,۹۴۱۶۲۳	-۲,۵۷۰۸۰۰	-۲,۱۸۰۰۷۲

با توجه به اینکه مقدار آماره دیکی فولر جمله پسماند از مقدار بحرانی، کوچکتر است، لذا می توان نتیجه گرفت که جمله پسماند یا خطای الگو در تمامی سطوح مانا بوده و رگرسیون حقیقی می باشد.

### ۸- برآورد مدل تحقیق:

مدل تحقیق با استفاده از رگرسیون ترکیبی در جدول شماره (۵) به صورت زیر است

جدول شماره (۵): برآورد مدل رگرسیون ترکیبی				
علائم اختصاری و نام متغیرهای مورد بررسی	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
ضریب ثابت	۱,۸۸۳۰۷۲	۰,۸۹۴۲۴۵	-۲ ۱۰۵۷۶۸	۰,۰۳۶۳
سود هر سهم	۰,۰۰۰۵۷۷	۷,۰۲۹۰۵	۸,۲۲۳۳۶۱	۰,۰۰۰۰
نگهداشت وجه نقد	-۰,۰۰۰۱۹۵	۶,۶۳۹۰۵	-۲ ۹۳۵۶۶۲	۰,۰۰۳۷
اندازه شرکت	۰,۳۲۳۵۰۵	۰,۱۵۰۴۳۹	۲,۱۵۰۴۱۴	۰,۰۳۲۶
ارزش دفتری به بازار	۰,۰۳۳۵۳۷	۰,۰۶۴۷۰۴	۰,۵۱۸۳۲۰	۰,۶۰۴۷
نسبت بدهی	۰,۰۵۶۱۷۰۵	۰,۱۹۷۲۲۱	-۲ ۸۴۸۰۹۳	۰,۰۰۴۸
خودپازگشت مرتبه اول	۰,۲۳۵۱۹۹	۰,۰۸۱۷۵۴	۲,۸۷۶۹۰۲	۰,۰۰۴۴
ضریب تعیین	۰,۵۷۳۰۱۹	میانگین متغیر وابسته		-۰,۰۲۸۲۶۴
ضریب تعیین اصلاح شده	۰,۰۴۷۱۷۹۵	انحراف متغیر وابسته		۰,۴۳۹۳۴۳
انحراف معیار رگرسیون	۰,۳۱۹۳۰۴	مجموع مربع انحرافات توجیه نشده		۲۳,۶۵۳۶۰
آماره فیشر	۵,۶۶۰۹۰۸	آماره دوربین - واتسون		۱,۷۷۹۶۱۰
سطح معنی داری	۰,۰۰۰۰۰۰			

بر این اساس نتایج بدست آمده از آزمون فرضیات تحقیق، آزمون فیشر و تی استیودنت انجام شده نشان می دهد که رابطه معنادار بین متغیر وابسته و مستقل وجود دارد. تابع دچار اثر خود همبستگی نمی باشد. آماره دوربین واتسون نزدیک به عدد ۲ می باشد.

## نتیجه آزمون فرضیات پژوهش:

### نتیجه آزمون فرضیه اول:

در فرضیه اول بیان شده است که " که شرکتهای با کیفیت سود پایین در مقایسه با شرکتهای با کیفیت سود بالا، نگهداشت وجه نقد بالاتری دارند. با توجه به ضرایب نگهداشت وجه نقد در مدل رگرسیون تحقیق (۰,۰۰۱۹۵-) و احتمال مربوط به آن (۰,۰۰۳۷) بیانگر این است فرضیه اول در سطح اطمینان ۹۵ قبول می گردد. به عبارت دیگر با افزایش کیفیت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران، نگهداشت وجه نقد کاهش می یابد. این نتیجه حاکی از آن است که کیفیت سود در کاهش و افزایش نگهداشت وجه نقد شرکت ها یک عامل موثر و معنادار است و با اعمال تغییرات در کیفیت سود می توان نگهداشت وجه نقد شرکتها را مدیریت و کنترل کرد.

### نتیجه آزمون فرضیه دوم:

در فرضیه دوم بیان شده است که " شرکت هایی که دارای کیفیت سود پایین هستند، ارزش حاشیه ای دارایی های نقدی خود را نسبت به شرکت هایی با کیفیت سود بالا هستند کاهش می دهند". هنگامی که کیفیت سود شرکتی پائین است، شاخص کبفت سود در مدل رگرسیون صفر خواهد شد و بنابراین ارزش دارایی های نقدی در این گونه از شرکتها، بالاتر از شرکتهایی خواهد بود که دارای سود با کیفیت هستند. به عبارت دیگر کیفیت سود باعث افزایش اطمینان سرمایه گذاران نسبت به پیش بینی ارزش دارایی نقدی آتی می گردد و با پایین آمدن ریسک سرمایه گذاری انتظار می رود که ارزش حاشیه ای دارایی نقدی نیز با افزایش کیفیت سود، کاهش یابد.

## بحث و نتیجه گیری

شرکتهایی که سود آنها با کیفیت است ریسک پایین تری برای جلب نظر سرمایه گذاران به منظور تامین مالی دارند. از اینرو تامین کنندگان منابع شرکتها به دنبال سرمایه گذاری در شرکتهایی هستند که واجد سودهای با کیفیت می باشند. در واقع ورود سرمایه و تامین مالی برای موسسات و شرکتهایی که سودهای با کیفیتی دارند آسانتر است زیرا یک اطمینان منطقی در سرمایه گذاران برای کسب بازده مورد نظر را به وجود می آورند. از طرفی شرکتهایی که سودهایی با کیفیت پایین یا بی کیفیت را تجربه می کنند برای جلب نظر سرمایه گذاران می بایست نرخ بازده بالاتری را نسبت به سایر شرکتها برای ایشان تامین کنند، از اینرو نرخ بازده از دید سرمایه گذاران و تامین کنندگان منابع مالی و نرخ هزینه سرمایه از دید شرکتها و موسسات افزایش می یابد. نتایج به دست آمده از آزمون دو فرضیه مطرح شده در این تحقیق توضیحات ارائه شده را تأیید می کند.

## پیشنادهای پژوهش

با توجه به نتایج پژوهش حاضر، ظاهراً کیفیت سود، عاملی تأثیرگذار بر میزان نگهداری وجه نقد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بنابراین، 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 تنظیم کنندگان رویه های حسابداری، به منظور تدوین استانداردها باشد.

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.

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 حساب‌برسان را ملزم به بررسی معیارهای مربوط به کیفیت سود کنند.

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.

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.

### همچنین به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود که

انجام پژوهش حاضر با توجه به سایر معیارهای کیفیت سود.

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

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.

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.

توجه به وابستگی نهاده‌ای و فنی شرکت‌های ایرانی به ارز در مدل‌های پژوهش‌های مشابه آتی.

انجام پژوهشی با در نظر گرفتن عدم اطمینان به نگهداری وجه نقد در مدل‌های پژوهش.

### منابع

#### الف) فارسی

اسکات، ویلیام (۲۰۱۰)، نظریه حسابداری. ترجمه دکتر علی پارسائیان. تهران: انتشارات ترمه.

ایزدی‌نیا، ناصر و نظرزاده، سید یاسر (۲۰۱۰). بررسی ارتباط کیفیت سود و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. توسعه و سرمایه

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

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.



تهرانی، رضا و حصارزاده، رضا (۱۳۸۸). تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری. تحقیقات حسابداری

فخاری، حسین و تقوی، سید روح‌اله (۱۳۸۸) کیفیت ارقام تعهدی و مانده وجه نقد. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، کاشانی‌پور، محمد و نقی‌نژاد، بیژن (۱۳۸۸) بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد. تحقیقات حسابداری اقتصاد سنجی. ترجمه دکتر حمید ابریشمی. تهران: مؤسسه انتشارات و چاپ دانشگاه تهران.

#### ب) منابع لاتین

- 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 Authority 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](http://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](http://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](http://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 Economics*, 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](http://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, Rene H. & 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](http://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](http://www.nyu.edu/its/pubs/connect/fall03/yafee_primer.html)



## Impact of the company's earnings quality on keeping excess cash and their final value

Sayed Hamid Miralaei<sup>1</sup>

Date of Receipt: 2019/05/04 Date of Issue: 2019/05/29

### Abstract

Earning quality is one of the important factors influencing the amount of cash in companies. The results of some previous studies have shown that increasing the quality of accounting information reduces the company's cash holdings. Therefore, the main purpose of this paper is to examine the effect of corporate earnings quality on maintaining excess cash and their final value in Tehran Stock Exchange. Other control variables used in this research are growth opportunities, size of the company, debt maturity structure, relationship with financial institutions, opportunity cost of capital invested in cash assets, company leverage, other cash assets, cash flow generation capacity, percentage of profit sharing, The ratio of investment in fixed assets to the net asset value of the first period, the number of years the company continued to operate business group. To achieve the research goal, five years data (1396-1396) were reviewed by one hundred and fifty companies. To test the hypotheses, multivariate regression has been used with combinational data. The results of the research show that there is a negative and significant relationship between earnings quality and cash holding in Tehran Stock Exchange. In general, the results of the research have shown that approximately 85% of changes in the holdings of cash holdings of listed companies in Tehran Stock Exchange are explained with changes in the variables used in the research model.

### Keyword

Quality of profit, Cash holdings, Information asymmetry, Representation theory, Balance theory, Hierarchy theory, Theory of free cash flow

1. Graduate Student, Accounting Department, Payam Noor University, Tehran, Iran

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی