

بررسی میزان حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد در شرایط وجود عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

امیر رسائیان*

حسنعلی اخلاقی**

محمد نوروزی***

تاریخ پذیرش: ۹۳/۰۷/۳۰

تاریخ دریافت: ۹۳/۰۳/۰۳

چکیده:

پژوهش حاضر با استفاده از معیارها و متغیرهای تفکیکی متعدد به بررسی میزان حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد در شرایط وجود یا عدم وجود عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. بر این اساس با توجه به متغیرهای در نظر گرفته شده و تدوین فرضیه اصلی پژوهش، به جمع‌آوری اطلاعات مربوط به تعداد ۹۶ شرکت طی یک دوره زمانی ۱۳ ساله شامل سال‌های ۱۳۸۰ الی ۱۳۹۲ پرداخته شده است و مدل مربوط

* کارشناس ارشد حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه مازندران، ساری، ایران (نویسنده مسئول).

Email: rasaiian@gmail.com

** مربی حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، ایران

*** دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، واحد شهرکرد، دانشگاه آزاد اسلامی، شهرکرد، ایران.

Email: MNoroozi_1451@yahoo.com

به تحلیل رگرسیون تصریح شده است. نتایج کلی پژوهش نشان دهنده این موضوع است که عدم تقارن اطلاعاتی بر میزان حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثرگذار بوده که میزان آن نسبت شرایط تقارن اطلاعاتی بیشتر است. زیرا عدم تقارن اطلاعاتی فرصت انجام فعالیت‌های یک‌جانبه مدیران برای تأمین منافع شخصی خود را افزایش می‌دهد که بر حساسیت جریان‌های وجوه نقد تأثیر فزاینده دارد.

واژه‌های کلیدی: نقدینگی، سطح نگهداشت وجوه نقد، حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد، عدم تقارن اطلاعاتی.

۱- مقدمه

از جمله اصلی‌ترین وظایف مدیران مالی، برنامه‌ریزی و هدایت صحیح منابع و مصارف سرمایه می‌باشد. به گونه‌ای که افزایش حداکثری ارزش شرکت و همچنین ثروت سهام‌داران را به همراه داشته باشد. در این راستا، مدیریت وجوه نقد با هدفمندسازی حجم نگهداری وجوه نقد و حجم مربوط به سرمایه‌گذاری کارآمد و همچنین بهینه‌سازی سازوکارهای دریافت و پرداخت می‌تواند نقش به سزایی را در تحقق هدف اصلی مدیریت مالی که همانا حداکثر کردن ارزش شرکت است، ایفا کند. بنابراین مدیریت صحیح وجوه نقد با تعیین مانده مطلوب آن، تعادل بین هزینه‌های نگهداری و هزینه‌های فرصت استفاده از وجوه نقد را (در سطح حداقل ممکن) ایجاد کرده و شرایط مساعد استفاده از این دارایی را فراهم می‌کند (راس و همکاران^۱، ۱۳۸۸). به طور کلی انگیزه نگهداری این منابع، ناشی از ذخیره‌های احتیاطی شرکت برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های جدید، تسویه بدهی‌های کوتاه‌مدت، مقابله با شرایط پرخطر و همچنین جلوگیری از هزینه‌های بالای تأمین مالی خارجی در صورت کمبود وجوه نقد است (اوزکان و اوزکان^۲، ۲۰۰۴). اما موضوع مهم، تعیین سطح بهینه نقدینگی شرکت و میزان وجوه نقد قابل نگهداری است، زیرا کمبود و یا مازاد آن می‌تواند منجر به معایب و تحمیل برخی از هزینه‌ها بر شرکت شود (بائو و همکاران^۳، ۲۰۱۲). از سویی دیگر این امر می‌تواند در تشدید مسائل و مشکلات نمایندگی مؤثر باشد، به گونه‌ای که با توجه به آن که یکی از پدیده‌های منفی معمول در بازار اوراق بهادار، نبود تقارن اطلاعاتی است که به تصمیم‌گیری نامناسب اقتصادی

1. Ross, et al.

2. Ozkan and Ozkan

3. Bao, et al.

توسط سرمایه‌گذاران منجر خواهد شد، موجب ایجاد منافع برای طرف برخوردار از اطلاعات بیشتر می‌شود (کلارسون و همکاران^۱، ۲۰۰۷). بنابراین در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی در ارتباط با وجوه نقد، حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد افزایش می‌یابد. زیرا نگهداشت وجوه نقد در صورت نبود تقارن اطلاعاتی، زمینه را برای استفاده از جریان‌های نقدی آزاد برای انجام فعالیت‌های فرصت‌طلبانه مدیران در راستای کسب منافع شخصی (نه منافع شرکت) فراهم می‌آورد، از این رو باعث می‌شود، تا شرایط برای ترجیح دادن منافع و علایق شخصی بر تمایلات و منافع سهام‌داران از ذخائر نقدی شرکت، فراهم شود بائو و همکاران، ۲۰۱۲). بر این اساس وجوه نقد و به طور کلی دارایی‌های نقدی شرکت می‌تواند از حساسیت و موقعیت خاصی در شرکت برخوردار باشد که تغییرات ایجاد شده در آن را می‌توان به صورت دقیق ردیابی کرد. در این پژوهش میزان حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط نبود تقارن اطلاعاتی مورد بررسی قرار می‌گیرد. در ادامه ادبیات و پیشینه پژوهش بیان می‌گردد سپس فرضیه‌ها، روش پژوهش و متغیرهای مورد استفاده در پژوهش توضیح داده می‌شود. در خاتمه نیز آزمون فرضیه‌ها و نتیجه‌گیری پژوهش بیان می‌شود.

۲- ادبیات و پیشینه پژوهش

حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد

آلایانیس و موزامدار^۲ (۲۰۰۴) حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد را درصد تغییرات در سطوح نگهداری وجوه نقد در قبال تغییرات در جریان‌های نقدی تعریف می‌کنند. فزاری و همکارانش^۳ (۱۹۸۸) استدلال کردند که با افزایش اختلاف بین هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی، حساسیت استفاده از جریان‌های نقدی وجوه نقد افزایش می‌یابد. به طور کلی مطالعه مبانی نظری مدیریت مالی نشان دهنده این موضوع است که شرکت‌ها با توجه به نیازهایی که در مورد وجوه نقد دارند، به شدت به نگهداری وجوه نقد روی می‌آورند که این امر می‌تواند بر روند استفاده از وجوه نقد و تصمیم‌گیری‌های مرتبط با آن بسیار اثرگذار باشد. نگهداری وجوه نقد، در واقع، کمک می‌کند تا از هزینه‌های بالای تأمین مالی خارجی در صورت کمبود وجوه نقد جلوگیری شود. به عنوان مثال، بیتس و همکارانش (۲۰۰۹) اشاره به این موضوع دارند که افزایش

1. Clarkson, et al.

2. Allayannis and Mozumdar

3. Fazzary and, et al

وجوه نقد و نگهداری آن بیشتر برای پاسخ به تقاضاهای رو به رشد نقدینگی در برابر شوک‌های جریان وجوه نقد صورت می‌گیرد.

آلمیدا و همکارانش^۱ (۲۰۰۴) مطرح کردند که انتظار می‌رود ارتباط مثبتی بین تغییرات در میزان وجوه نقد و حساسیت جریان‌های نقدی شرکت وجود داشته باشد، به طوری که کاهش (یا افزایش) میزان موجودی نقد شرکت در یک زمان مشخص به کاهش (یا افزایش) حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد منجر شود. استدلال آلمیدا و همکارانش مبتنی بر انگیزه احتیاطی وجوه نقد است، آن‌ها مطرح کردند به دلیل موارد مختلفی همچون وجود قراردادهای الزام آور، خودداری از انتشار خبر بد در مورد وضعیت مالی شرکت، اندازه شرکت، انگیزه‌های مربوط به نگهداری دارایی و منابع نقدی و همچنین مسائل و مشکلات نمایندگی واکنش‌های متفاوتی را در ارتباط با وجوه نقد و میزان نگهداری آن در پی دارد که می‌تواند در میزان حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد موثر باشد به گونه‌ای که می‌تواند در میزان اعتماد و اطمینان مالکان به مدیران شرکت اثرگذار باشد. ریدیک و ویتد^۲ (۲۰۰۹) نشان دادند در شرکت‌های بزرگ و متوسط یک ارتباط غیر خطی منفی برای حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد آن‌ها، وجود دارد که مرکز توجه مطالعه آن‌ها، وجود ارتباط بین وجوه نقد و حساسیت جریان‌های نقدی بود. بن محمد و همکاران^۳ (۲۰۱۴) با انتخاب نمونه‌ای از شرکت‌های آمریکایی بین سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۱۰ نشان دادند که سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معنی‌داری بر جریان‌های نقدی دارد و حساسیت جریان‌های نقدی به سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که محدودیت‌های مالی دارند بیشتر است.

وجود و نگهداری منابع مالی در شرکت، باعث خواهد شد که شرکت بتواند از فرصت‌های سرمایه‌گذاری استفاده کند و تعهدات خود را پرداخت کند و همچنین می‌تواند از بالا رفتن هزینه تأمین مالی شرکت جلوگیری کند. این ادعا منجر به این موضوع می‌شود که شرکت با افزایش میزان وجوه نقد نگهداری خود سطح نگرانش وجوه نقد فعالیت‌های سرمایه‌گذاری خود را ترقی خواهد داد، بنابراین این روند به بهبود سطح مدیریت و برنامه‌ریزی وجوه نقد شرکت خواهد شد و به طور کلی به سود شرکت خواهد بود (بیتس و همکاران (۲۰۰۹). البته این شرایط می‌تواند در زمانی که شرکت‌ها با جریان‌های نقدی منفی و همچنین خالص جریان‌های نقدی منفی سرمایه‌گذاری مواجه باشند، متفاوت باشد. بنابر آن‌چه ریدیک و ویتد مطرح کرده‌اند زمانی که

1. Almeida and, et al.

2. Riddick and Whited

3. Ben Mohamed

شرکت دارای گردش جریان‌های نقدی مثبت است، تغییرات در سطح نگهداری وجوه نقد کاسته می‌شود و برنامه‌ریزی به گونه‌ای انجام می‌شود تا از آن در راستای کسب سودآوری و سرمایه‌گذاری استفاده شود، اما زمانی که شرکت با جریان‌های نقدی منفی مواجه است، سطح کمتری از وجوه نقد برای سرمایه‌گذاری نگهداری می‌شود و بازده کمتری از سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت حاصل می‌شود. بنابراین به طور مشخص از پژوهش ریدیک و ویتد، قابل استنتاج است که حساسیت جریان‌های نقدی در زمان‌های وجوه گردش جریان‌های نقدی مثبت و منفی متفاوت از یکدیگر است. بر اساس مبانی نظری، این گونه استدلال می‌شود که یک شرکت نمی‌تواند بلافاصله با مشخص شدن زیان‌آور بودن یک پروژه سرمایه‌گذاری (منفی بودن خالص جریان‌های وجوه نقد آن) آن طرح و پروژه را خاتمه دهد و از ادامه آن صرف‌نظر کند، زیرا برخی از پروژه‌ها همراه با قراردادهای الزام‌آور بوده و شرکت نمی‌تواند آن‌ها را به راحتی فسخ کند. این مورد بیشتر در زمان‌هایی اتفاق می‌افتد که قرارداد پروژه از طریق مناقصه ایجاد شده باشد. علاوه بر این معمولاً مدیران بیشتر تمایل به کتمان خبر بد هستند و نمی‌گذارند اطلاعات مربوط به پروژه‌های بد در بازار منتشر شود و با امید به آینده که پروژه سودآور شود، قرارداد را حذف نمی‌کنند و اطلاعات را افشاء نمی‌کنند. همچنین بر اساس مسائل مربوط به نمایندگی، مدیران بیشتر تمایل به انعقاد قراردادهایی هستند که برای خود منافع شخصی داشته باشد، حتی اگر برای شرکت منجر به زیان و خالص جریان‌های نقدی منفی باشد. بنابراین به عنوان یک نتیجه می‌توان مطرح کرد که حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد، گردش وجوه نقد منفی با گردش وجوه نقد مثبت متفاوت است.

حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد و عدم تقارن اطلاعاتی

به طور کلی بر اساس مبانی نظری، میزان سطح مطلوب نگهداری وجوه نقد بر اساس ایجاد موازنه منافع و هزینه‌های نگهداری وجوه نقد تعیین می‌شود (وانگ^۱، ۲۰۰۵). در این صورت عدم ایجاد موازنه و ارائه دلایل قانع کننده برای نگهداری وجوه نقد منجر به بروز مشکلات نمایندگی بین مالکان و مدیران می‌شود و همچنین آن‌که آلیانس و موزاندار اظهار داشتند که شرکت‌هایی با دارایی‌های نقدی بیشتر، نسبت بازده دارایی کمتری دارند، ضمن آن‌که در شرایط تورمی نیز به دلیل از دست رفتن قدرت خرید وجوه نقد و کاهش ارزش آن، زیان شرکت را به همراه دارد (آلیانیز و موزاندار^۲، ۲۰۰۴). این امر به دلیل ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی منجر می‌شود که مالکان

1. Wang

2. Allayannis and Mozumdar

(به خصوص شرکت‌هایی که سهام‌داران عمده دارند) میزان وجوه نقد و همچنین تغییرات آن را به خوبی رصد کنند و نظارت بیشتری را بر روند تغییرات آن داشته باشند و از اهمیت قابل توجهی برخوردار باشد. همان طور که بیان شد، بائو و همکاران، اظهار داشتند که حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد می‌تواند بسته به دلایل و موقعیت‌های مختلف شرکت متفاوت باشد. آن‌ها بیان می‌کنند وجود قراردادهای الزام‌آور، خودداری از انتشار خبر بد (در مورد وضعیت مالی شرکت)، مسائل نمایندگی، اندازه شرکت و همچنین انگیزه‌های نگهداری دارایی و منابع نقدی واکنش‌های متفاوتی را در ارتباط با وجوه نقد و میزان نگهداری آن در پی دارد که می‌تواند در میزان حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد موثر باشد به گونه‌ای که می‌تواند در میزان اعتماد و اطمینان مالکان به مدیران شرکت اثرگذار باشد. آن‌ها مطرح می‌کنند که در شرایط نبود تقارن اطلاعاتی فرصت فعالیت‌های یک‌جانبه مدیران که تأمین‌کننده منافع شخصی خود هستند را افزایش می‌دهد و این امر به خودی خود بر حساسیت جریان‌های وجوه نقد (که به طور بالقوه به خاطر ماهیتش دارای حساسیت است) تأثیر فزاینده خواهد داشت. این امر محدودیت بیشتری را برای شرکت‌ها جهت تصمیم‌گیری‌های مربوط به مصارف و منابع مالی ایجاد خواهد کرد (بائو و همکاران، ۲۰۱۲).

۳- پیشینه پژوهش

تا به حال پژوهش‌های مختلفی درباره حساسیت جریان‌های نقدی انجام شده است که به طور کلی این پژوهش‌ها به دو دسته عمده حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری و حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد قابل تفکیک است. در ادامه به برخی از پژوهش‌های انجام شده درباره هر یک اشاره می‌شود. (آلایانیز و موزامدار ۲۰۰۴) در پژوهشی میزان حساسیت جریان‌های نقدی- سرمایه‌گذاری را در ارتباط با جریان‌های منفی وجوه نقد مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با محدودیت مالی شدید، در هنگام تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری بر جریان‌های نقدی تأکید بیشتری می‌کنند. همچنین آلایانس و موزامدار در نتیجه‌گیری کلی پژوهش خود بیان کردند که افزایش اختلاف بین هزینه‌های تأمین مالی داخلی و خارجی کمبود سرمایه، حساسیت سرمایه‌گذاری به وجوه نقد داخلی شرکت را افزایش می‌دهد. آلמידا و همکاران (۲۰۰۴) نیز با بررسی رابطه بین جریان نقدی عملیاتی و ذخایر نقدی، اثبات کردند که حساسیت جریان نقدی وجوه نقد معیار مناسب‌تری برای شناسایی میزان محدودیت‌های مالی است، به گونه‌ای که سطح نگهداری وجوه نقد با توجه به تعهدات و

محدودیت‌های مالی بسیار با اهمیت است. ارسلان و همکاران^۱ (۲۰۰۶) رابطه جریان نقدی و سرمایه‌گذاری را در شرکت‌های ترکیه قبل و بعد از یک دوره بحران مالی بررسی کردند. یافته‌های پژوهش ارسلان و همکارانش نشان می‌دهد که در دوره بحران مالی، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی به میزان درخور توجهی افزایش یافته است. همچنین آن‌ها در نتیجه‌گیری کلی خود بیان کردند که ذخایر نقدی معیار مناسبی برای تعیین محدودیت‌های مالی یک شرکت بوده و شرکت‌هایی که از ذخایر نقدی اندکی برخوردار هستند، حساسیت سرمایه‌گذاری-جریان‌های نقدی بالاتری دارند. هواکیمیان و هواکیمیان^۲ (۲۰۰۹) با بررسی سیاست‌های سرمایه‌گذاری وجوه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نیویورک، دریافتند که بین سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی ارتباط مثبتی وجود دارد. همچنین، با در نظر گرفتن یک مدل سرمایه‌گذاری بهینه نتیجه گرفتند که مدیران در شرایط کمبود وجوه نقد، نسبت به نیاز واقعی شرکت کمتر سرمایه‌گذاری می‌کنند. بر عکس، در شرایط وجوه مازاد نقدینگی، سرمایه‌گذاری مازاد بر ظرفیت شرکت صورت می‌پذیرد. بائو و همکاران (۲۰۱۲) نیز با بررسی میزان حساسیت جریان‌های وجوه نقد با توجه به میزان محدودیت‌های مالی و همچنین عدم تقارن اطلاعاتی میان مالکان و مدیران پرداختند. بائو و همکاران نشان دادند که هر چه میزان عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر باشد حساسیت جریان‌های نقدی- وجوه نقد به مراتب بیشتر خواهد بود، که این امر بر نحوه تأمین مالی و استفاده از منابع مالی برون سازمانی اثرگذار است.

علاوه بر پژوهش‌های خارجی یاد شده، مطالعاتی موردی در رابطه با حساسیت جریان‌های نقدی، انجام شده است که به آن‌ها اشاره می‌شود. حسین‌پور (۱۳۸۴) در پژوهشی با رابطه بین عوامل موثر و حساسیت سرمایه‌گذاری-جریان‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشان داد که عواملی از جمله اندازه شرکت، ارزش افزوده، درصد سود تقسیمی شرکت و سابقه فعالیت شرکت بر رابطه سرمایه‌گذاری و منابع داخلی که به عنوان حساسیت سرمایه‌گذاری-جریان نقدی مطرح می‌شود، اثرگذار بوده و آن‌چه که سبب اهمیت حساسیت سرمایه‌گذاری-جریان نقدی شده است، محدودیت‌های مالی است که شرکت‌ها با آن روبرو هستند و از آن‌جایی که انتظار می‌رود، شرکت‌هایی که محدودیت مالی دارند، با تفاوت هزینه بیشتر بین سرمایه‌های داخلی و خارجی مواجه باشند، در نتیجه باید بیشتر بر جریان‌های نقدی داخلی برای سرمایه‌گذاری تکیه کنند. کاشانی‌پور و نقی‌نژاد (۱۳۸۸) نیز با بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر تغییرات سطوح نگهداری وجوه نقد در قبال تغییرات در جریان‌های نقدی،

1. Arsalan , et al.

2. Hovakimian and Hovakimian

به مقایسه تحلیلی حساسیت سرمایه‌گذاری- جریان نقدی و حساسیت جریان نقدی وجه نقد به عنوان معیارهای محدودیت مالی پرداختند. کاشانی‌پور و نقی‌نژاد با در نظر گرفتن معیارهای متعدد که به عنوان نمادهای وجود محدودیت مالی نتیجه گرفتند که حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری نسبت به حساسیت جریان نقدی وجه نقد، معیار مناسبتری برای تعیین محدودیت‌های مالی است، همچنین آن‌که نتایج حاصل از تحلیل آزمون فرضیات، تفاوت معناداری در بین حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد شرکت‌های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی را نشان می‌دهد. عرب‌صالحی و اشرفی (۱۳۹۰) نیز در پژوهشی با در نظر گرفتن نقش ذخایر نقدی در تعیین حساسیت سرمایه‌گذاری- جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی رابطه بین محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری- جریان‌های نقدی پرداختند. آن‌ها با طبقه‌بندی شرکت‌ها در دو گروه دچار محدودیت مالی و فاقد محدودیت مالی، میزان ذخایر نقدی شرکت‌ها را به عنوان متغیر طبقه‌بندی کننده اصلی مورد توجه قرار دادند. تحلیل داده‌ها و اطلاعات این پژوهش نشان می‌دهد که نقش ذخایر نقدی در کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری- جریان نقدی شرکت‌ها مثبت است. از طرف دیگر، بر اساس مشاهدات صورت گرفته، برتری خاصی در استفاده از معیار مدرن محدودیت مالی (ذخایر نقدی بهینه) نسبت به برخی از معیارهای سنتی به دست نیامد. با این وجود، دو مورد از معیارهای سنتی محدودیت مالی (عمر شرکت و عضویت در گروه‌های تجاری) نیز مناسب تشخیص داده نشدند. به نظر می‌رسد که دستیابی به نوعی معیار ترکیبی محدودیت مالی با استفاده از شاخص‌های مناسب محدودیت مالی، می‌تواند راه حل مناسبی برای شناسایی محدودیت مالی شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران باشد.

با توجه به پژوهش‌های موردی انجام شده در زمینه حساسیت جریان‌های نقدی و هر آن‌چه که در بیان و تبیین موضوع بیان شد، پژوهش حاضر به طور خاص متمرکز بر حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد بوده و همچنین بررسی نحوه اثرگذاری محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد و نحوه ارتباط آن با عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، که با توجه به اهمیت موضوع به طور مشخص تا به اکنون پژوهشی در این رابطه در داخل کشور صورت نگرفته است.

۴- اهداف و فرضیه‌های پژوهش

هدف اصلی این پژوهش بررسی میزان حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد در شرایط وجود عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای این منظور ابتدا به تبیین و اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش پرداخته می‌شود و سپس فرضیه‌های پژوهش بیان می‌شود.

در این پژوهش میزان حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد به عنوان متغیر وابسته استفاده می‌شود که برای اندازه‌گیری آن از میزان تغییرات دارایی‌های نقدی (منابع نقدی) طی دوره مالی استفاده می‌شود. همچنین با توجه به هدف در نظر گرفته شده متغیرهای مستقل و همچنین کنترلی اثرگذار بر حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد عبارتند از؛ شاخص مربوط به نبود تقارن اطلاعاتی، شاخص مربوط به جریان‌های نقدی، شاخص کیو توبین، اندازه شرکت، مخارج سرمایه‌ای، سرمایه در گردش خالص غیر نقدی شرکت و نسبت بدهی‌های جاری به مجموع دارایی‌ها.

بر اساس متغیرهای در نظر گرفته شده و با توجه به آنچه بیان شد، فرضیه اصلی این پژوهش به شرح زیر بیان می‌شود:

عدم تقارن اطلاعاتی بر میزان حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثرگذار است.

۵- روش شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف از نوع پژوهش‌های کاربردی و از نظر ماهیت جزء پژوهش‌های همبستگی است که در آن روابط بین متغیرها از طریق تنظیم معادلات رگرسیونی مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد.

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، که اطلاعات مربوط برای یک دوره زمانی ۱۳ ساله شامل سال‌های ۱۳۸۰ الی ۱۳۹۲ است که داده‌های مربوط به صورت سالانه استفاده می‌شود. لازم به ذکر است برای انتخاب نمونه آماری از روش حذف سامانمند استفاده می‌شود و کلیه شرکت‌های موجود در جامعه آماری که دارای شرایط زیر باشد به عنوان نمونه انتخاب و بقیه حذف می‌شوند:

۱- سهام شرکت از سال ۱۳۸۰ الی ۱۳۹۲ در بازار اوراق بهادار تهران معامله شده باشد و اطلاعات شرکت‌ها برای طی دوره زمانی یاد شده در دسترس باشد.

- ۲- شرکت‌های برگزیده نمونه آماری متعلق به صنایع بانک‌ها، مؤسسات مالی اعتباری، واسطه‌گری‌های مالی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های چند رشته‌ای صنعتی نباشد.
- ۳- سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد و طی دوره زمانی پژوهش، تغییر نکرده باشد.
- ۴- با هدف حفظ اعتبار درونی پژوهش، شرکت‌های انتخاب شده در طی دوره مورد بررسی توقف معاملاتی نداشته باشند.
- با توجه به مجموع شرایط ذکر شده، بر اساس اطلاعات به دست آمده تعداد نمونه آماری که دارای شرایط بالا باشد، ۹۶ شرکت از صنایع مختلف است.

۶- تصریح مدل پژوهش

جهت آزمون فرضیه پژوهش با به کارگیری مدل اثر ترکیب خطی خصوصیات جمعی مدل برای تمامی شرکت‌های دارای شرایط نمونه، انتخاب می‌شوند تا با تصریح مدل بتوان موضوع پژوهش، برای تمامی شرکت‌ها تعمیم داده شود و نتایج برای تمامی موارد مشابه مورد استفاده قرار گیرد. لازم به ذکر با در نظر گرفتن دو بعد زمان و مقطع جمع‌آوری برای هر یک از متغیرهای مستقل و وابسته در نظر گرفته شده پژوهش، مدل‌های مربوط جهت آزمون هر یک از فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تصریح می‌گردد

جهت آزمون این فرضیه پژوهش که به تعیین میزان حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد در شرایط وجود عدم تقارن اطلاعاتی برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد، بر اساس مدل زیر به آزمون پرداخته می‌شود.

(۱)

$$CashHoldings_{it} = \beta_0 + \beta_1 CashFlow_{it} + \beta_2 ASI_{it} + \beta_3 CashFlow_{it} \times ASI_{it} + \beta_4 Q_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Expenditure_{it} + \beta_7 \Delta NCWC_{it} + \beta_8 ShortDebt_{it-1}$$

که در آن:

$CashHoldings_{it}$: مجموع موجودی وجوه نقد شرکت تقسیم بر مجموع دارایی‌ها.

$CashFlow_{it}$: سود قبل از کسر اقلام غیر مترقبه و استهلاک تقسیم بر مجموع دارایی‌های شرکت.

ASI_{it} : شاخصی که در صورت نبود تقارن اطلاعاتی از عدد ۱ و در صورت وجود تقارن اطلاعاتی از عدد صفر استفاده می‌شود.

Q_{it} : فرصت‌های رشد شاخص Q توپین که از نسبت مجموع ارزش دفتری کل بدهی‌ها و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.

$Size_{it}$: نماد اندازه شرکت که از لگاریتم طبیعی مجموع کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.

$Expenditure_{it}$: مجموع مخارج سرمایه‌ای شرکت تقسیم بر مجموع دارایی‌های شرکت. لازم به ذکر است، خالص جریان‌های نقدی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری (گزارش شده در صورت گردش وجوه نقد) به عنوان مجموع مخارج سرمایه‌ای استفاده می‌شود.

$NCWC_{it}$: خالص سرمایه در گردش غیر نقدی شرکت (سرمایه در گردش منهای وجوه نقد) تقسیم بر مجموع دارایی‌ها.

$ShortDebt_{it}$: مجموع بدهی‌های استقراضی جاری تقسیم بر مجموع دارایی‌ها.

ε = جزء اخلاص

لازم به ذکر است در ادبیات مالی برای اندازه‌گیری سطح عدم تقارن اطلاعاتی معیارهای متعددی مطرح شده است. از آنجایی که سطح عدم تقارن اطلاعاتی به طور مستقیم قابل مشاهده نیست از این رو پژوهشگران از برخی از متغیرهای شاخص برای سنجش آن استفاده کرده‌اند. یکی از این معیارها دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام است. این مدل توسط وینکاتش و چیانگ برای تعیین دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام مورد استفاده قرار گرفت. آن‌ها مطرح ساختند که عدم تقارن اطلاعاتی، ریسک انتخاب نادرست سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد که این موضوع باعث خواهد شد که آن‌ها با گسترش دامنه قیمت پیشنهادی و کاهش عمق بازار و در نتیجه با کاهش میزان نقدیندگی مورد استفاده آن‌ها به این موضوع واکنش نشان می‌دهند، به عبارت دیگر سطوح بالاتر عدم تقارن اطلاعاتی با دامنه قیمت پیشنهادی بالاتر همراه خواهد بود. مدل یاد شده عبارت است (ونکاتش و چیانگ، ۱۹۸۶):

$$SPREAD_{it} = \frac{(AP - BP) \times 100}{(AP + BP) / 2}$$

که در آن:

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

AP = میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت.

BP = میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت.

با انجام محاسبات، اگر میانگین دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام صفر و یا نزدیک به صفر باشد نشان دهنده تقارن اطلاعاتی است و در غیر این صورت نمایان گر وجود عدم تقارن اطلاعاتی است.

لازم به توضیح است در آزمون فرضیه پژوهش ضریب متغیر ($CashFlow_{it}$) نشان دهنده ضریب حساسیت جریان های نقدی وجوه نقد خواهد بود، همچنین ضریب متغیر ($CashFlow_{it}$ $\times$ $ASIt$) نیز نشان دهنده، معناداری تفاوت ضریب جریان های نقدی عملیاتی را در دو گروه تقارن اطلاعاتی و عدم تقارن اطلاعاتی است. در تحلیل رگرسیون این فرضیه با توجه به هدفی که دنبال می کند، متغیر ساختگی مربوط به تقارن اطلاعاتی ($ASIt$) در دو حالت استفاده از عدد یک (نبود تقارن اطلاعاتی) و عدد صفر (وجود تقارن اطلاعاتی) مورد آزمون قرار می گیرد.

در این پژوهش برای مشخص کردن نوع داده های ترکیبی (دسته داده های تابلویی یا داده های تلفیقی) و نوع اثر داده های ترکیبی (اثر ثابت یا اثر تصادفی)، به ترتیب از آزمون های افلیمر و هاسمن استفاده می شود. همچنین برای آزمون فرضیات پژوهش از آزمون F فیشر برای تعیین معنادار بودن کل رابطه رگرسیون، و از آزمون t و سطح خطای مربوط ($p-value \leq 5\%$) برای تعیین معنادار بودن تک تک ضرایب متغیرهای مستقل استفاده می شود، تا تأیید یا رد فرضیه پژوهش مشخص شود. لازم به ذکر است، در فرآیند تجزیه و تحلیل داده ها، مفروضات کلاسیک رگرسیون که در این پژوهش کاربرد دارد، شامل نرمال بودن توزیع پسماندها، عدم وجود ناهمسانی واریانس پسماندها، عدم وجود خودهمبستگی و همچنین عدم وجود هم خطی مورد بررسی قرار می گیرد و پس از حصول اطمینان از برقراری مفروضات مذکور آزمون فرضیه های پژوهش انجام می شود.

۷- یافته های پژوهش

جهت بررسی میزان حساسیت جریان های نقدی وجوه نقد در شرایط وجود عدم تقارن اطلاعاتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ابتدا به تعیین نوع داده ها از نظر ترکیبی و تابلویی و همچنین اثرات ثابت و اثرات تصادفی پرداخته می شود، که بر اساس نتایج به دست آمده از آزمون های افلیمر و هاسمن نوع داده ها به صورت روش داده های تابلویی با اثرات ثابت پذیرفته شد. با مشخص شدن نوع داده ها، به آزمون فرضیه های پژوهش با توجه به مدل های تصریح شده پرداخته می شود. اما از آنجایی که کیه بر نتایج آماری بدون توجه به پیش فرض های

مدل از اعتبار چندانی برخوردار نیست و نمی‌توان از آن برای تصمیم‌گیری‌ها استفاده کرد، بنابراین قبل از انجام هر گونه تفسیر نتایج رگرسیون به مفروضات کلاسیک رگرسیون برای تصدیق صحت نتایج، پرداخته می‌شود. با توجه به آماره دوربین- واتسون در برآورد مدل اولیه مشخص شد که مدل فوق دارای خود همبستگی بوده که برای رفع خودهمبستگی از جزء AR استفاده شده است. همچنین در این پژوهش پایایی تمام متغیرهای مورد استفاده در تخمین مورد آزمون قرار گرفته است؛ زیرا ناپایایی متغیرها چه در مورد داده‌های سری زمانی و چه در مورد داده‌های تابلویی باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب خواهد شد. اما برخلاف آن چه در مورد داده‌های سری زمانی مرسوم است، در مورد داده‌های تابلویی نمی‌توان برای آزمون پایایی از آزمون‌های دیکی- فولر و دیکی - فولر تعمیم یافته استفاده کرد، بلکه لازم است به نحوی پایایی جمعی متغیرها آزمون شود که برای این منظور می‌بایست از آزمون هادری استفاده شود. بر این اساس آزمون هادری فرض می‌کند که یک ریشه واحد یکسان وجود دارد به طوری که pi برای داده‌های مقطعی یکسان هستند. سطح معناداری آزمون هادری نشان دهنده این است که تمامی متغیرهای پژوهش پایا هستند. با مشخص شدن نتایج آزمون‌های مربوط به فروض کلاسیک رگرسیون، نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها برای آزمون فرضیه پژوهش در جدول (۱) ارائه شده است.

نتایج به دست آمده مربوط به تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از مدل رگرسیون چند متغیره خطی، نشان دهنده اثرگذاری معنادار همه متغیرهای در نظر گرفته شده بر حساسیت جریان‌های نقدی است. متغیرهای مربوط به جریان‌های نقدی، فرصت‌های رشد، اندازه شرکت، مخارج سرمایه‌ای، سرمایه در گردش خالص غیر نقدی شرکت و نسبت بدهی‌های جاری، بر حساسیت جریان‌های نقدی است.

نتایج نشان می‌دهد که عدم تقارن اطلاعاتی افزایش سطح حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد را در پی دارد، به گونه‌ای که انتظار می‌رفت (طبق مبانی نظری) شرکت‌هایی که با عدم تقارن اطلاعاتی مواجه هستند، تمایل بیشتری به نگهداری وجوه نقد دارند. همان‌گونه که در جدول تجزیه و تحلیل داده‌ها قابل مشاهده است، ضریب اثرگذاری بر میزان حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد خواهد در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی و وجود تقارن اطلاعاتی از ضریب متغیر $(CashFlow_{it} \times ASI_{it})$ به دست آمده به ترتیب برابر با (0.0247) و (0.0014) است که حاکی از بیشتر بودن میزان حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی است.

از دیگر نتایج قابل ذکر، مربوط به آزمون فرضیه پژوهش است که بیان‌گر آن است که اندازه شرکت که از طریق لگاریتم طبیعی مجموع کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید، رابطه معکوسی با حساسیت جریان‌های نقدی دارد، به طوری که هر چه شرکت بزرگ‌تر باشد، با مشکلات

جذب سرمایه‌گذاری کمتری مواجه است، این نتیجه در دو مدل تصریح شده مورد تأیید قرار گرفته است که از نظر آماری نیز در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید است.

تجزیه و تحلیل نتایج نشان می‌دهد که به طور کلی فرصت‌های رشد بیشتر حساسیت کمتر جریان‌های نقدی وجوه نقد را در پی دارد، با این توضیح که در شرکت‌هایی که از فرصت رشد بیشتری برخوردار هستند، تأمین منابع مالی با سهولت بیشتری صورت می‌گیرد و میزان نگهداری وجوه نقد در سطح حداقل ممکن است. این نتیجه در هر دو مدل با ضریب اثرگذاری قابل ملاحظه‌ای نسبت به ضرایب سایر متغیرها محاسبه شده است که از نظر آماری نیز مورد تأیید است. علاوه بر متغیرهای نام برده شده مجموع مخارج سرمایه‌ای، تغییرات خالص سرمایه در گردش و مجموع بدهی‌های کوتاه‌مدت نیز اثر معناداری بر میزان حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد دارد که مخارج سرمایه‌ای و سرمایه در گردش بالاتر اثر معکوسی بر حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد دارند اما وجود بدهی‌های بیشتر باعث حساسیت بیشتر جریان‌های نقدی وجوه نقد خواهد شد.

لازم به ذکر است، با توجه به ضریب تعیین (R^2) و ضریب تعیین تعدیل شده هر دو مدل، مشخص است که مدل‌های تصریح شده به طور مناسبی حاوی متغیرهای توضیحی بوده و به صورت واقعی تغییرپذیری متغیر وابسته بر حسب متغیرهای مستقل انتخابی قابل توضیح است و بنابراین رابطه دقیقی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته وجود دارد که می‌توان از آن در جهت پیش‌بینی استفاده کرد.

لازم به ذکر است بر حسب سطح خطای به دست آمده برای هر متغیر، نتایج از نظر معناداری آماری مورد پذیرش است. همچنین آن‌که بر اساس مقدار به دست آمده آماره F مدل آزمون و با توجه به این‌که سطح خطای مربوط به هر یک از آماره F به دست آمده که برای کل رگرسیون برابر با صفر است، بنابراین به طور همزمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معنادار وجود دارد و ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند.

جدول (۱): نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها

$CashHoldings_{it} = \beta_0 + \beta_1 CashFlow_{it} + \beta_2 ASI_{it} + \beta_3 CashFlow_{it} \times ASI_{it} + \beta_4 Q_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Expenditure_{it} + \beta_7 \Delta NCWC_{it} + \beta_8 ShortDebt_{it-1} + \varepsilon$				
متغیر		ضریب	انحراف معیار	سطح خطا
β_0	عدم تقارن اطلاعاتی	۸۶۰۸/۰	۳۱۵۷/۱	۹۴۷۶/۰
	تقارن اطلاعاتی	۳۵۶۱/۱	۶۵۴۷/۱	۰۱۲۴/۰
$CashFlow_{it}$	عدم تقارن اطلاعاتی	۵۴۹۷/۰	۱۸۵۳/۰	۰۰۰۰/۰
	تقارن اطلاعاتی	۰۲۱۴/۰	۰۲۵۴/۱	۰۰۰۰/۰
ASI_{it}	عدم تقارن اطلاعاتی	۳۵۵۱/۰	۴۵۱۸/۰	۰۰۱۴/۰
	تقارن اطلاعاتی	۰۱۴۵/۰	۰۲۱۴/۱	۰۰۰۰/۰
$CashFlow_{it} \times ASI_{it}$	عدم تقارن اطلاعاتی	۰۲۴۷/۰	۰۰۱۴/۰	۰۰۰۰/۰
	تقارن اطلاعاتی	۰/۰۰۱۴	۱۲۴۱/۰	۰۰۰۱/۰
Q_{it}	عدم تقارن اطلاعاتی	-۷۳۵۴/۰	۶۸۰۴/۱	۰۰۲۲/۰
	تقارن اطلاعاتی	-۵۲۱۴/۰	۲۱۴۵/۱	۰۰۱۲/۰
$Size_{it}$	عدم تقارن اطلاعاتی	-۹۹۸۵/۰	۶۵۳۰/۱۲	۰۰۰۰/۰
	تقارن اطلاعاتی	-۶۷۴۲/۰	۱۳/۲۰۲۱	۰۰۰۰/۰
$Expenditure_{it}$	عدم تقارن اطلاعاتی	-۶۵۰۶/۰	۹۴۱۲/۱	۰۰۰۱/۰
	تقارن اطلاعاتی	-۴۴۵۹/۰	۰۲۱۴۵/۱	۰۰۰۰/۰
$\Delta NCWC_{it}$	عدم تقارن اطلاعاتی	-۰۱۳۹/۰	۰۱۴۵/۲	۰۰۰۰/۰
	تقارن اطلاعاتی	-۰۲۱۴/۰	۱۲۵۴/۳	۰۰۰۱/۰
$ShortDebt_{it-1}$	عدم تقارن اطلاعاتی	۹۲۱۴/۰	۸۹۳۱/۶	۰۰۰۰/۰
	تقارن اطلاعاتی	۷۸۵۴/۰	۱۲۴۵/۲	۰۰۰۱/۰
ضریب تعیین (R^2)		آماره F ۸/۰۴۸		
ضریب تعیین تعدیل شد		سطح خطای آماره F ۰/۰۰۰۰		
آماره دوربین- واتسن ۱/۹۰۹		(مأخذ یافته‌های پژوهشگر)		

۸- خلاصه و نتیجه‌گیری

در این همان‌گونه که مطرح شد، هدف اصلی این پژوهش بررسی میزان حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد در شرایط وجود عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. از آنجایی که مدیریت وجوه نقد و تعیین سطح بهینه نقدینگی شرکت و میزان وجوه نقد قابل نگهداری شرکت از جمله مسائل مهم و قابل توجه است که کمبود و یا مازاد آن می‌تواند منجر به معایب و تحمیل برخی از هزینه‌ها بر شرکت و یا تشدید مسائل و مشکلات نمایندگی شود. بر این اساس وجوه نقد و به طور کلی دارایی‌های نقدی شرکت می‌تواند از حساسیت و موقعیت خاصی در شرکت برخوردار باشد که تغییرات ایجاد شده در آن را می‌توان

به صورت دقیق ردیابی کرد. در این پژوهش با استفاده از معیارها و متغیرهای تفکیکی متعدد به بررسی میزان حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد در مقابل عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد که با در نظر گرفتن میزان تغییرات دارایی‌های نقدی به عنوان نماد میزان حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد و همچنین در نظر گرفتن متغیرهای مستقل و کنترلی شامل، شاخص مربوط به عدم تقارن اطلاعاتی، جریان‌های نقدی، کیو توپین، اندازه شرکت، مخارج سرمایه‌ای، سرمایه در گردش خالص غیر نقدی شرکت و نسبت بدهی‌های جاری به مجموع دارایی‌ها به جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات مالی مربوط به ۹۶ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۰ الی ۱۳۹۲ پرداخته شد، تصریح مدل مربوط به پژوهش صورت پذیرفت.

نتایج کلی پژوهش نشان دهنده این موضوع است که وجود عدم تقارن اطلاعاتی از آنجایی که گزینش نادرست را برای استفاده‌کنندگان به همراه خواهد آورد، برای استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی و تصمیم‌گیرندگان، امری مهم و با اهمیت تلقی می‌شود که بر حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد نیز اثرگذار خواهد بود. همچنین نتایج پژوهش مربوط به آزمون فرضیه پژوهش نشان می‌دهد که اندازه شرکت، رابطه معکوسی با حساسیت جریان‌های نقدی دارد و فرصت‌های رشد بیشتر نیز حساسیت کمتر جریان‌های نقدی وجوه نقد را در پی خواهد داشت. علاوه بر متغیرهای نام برده شده مجموع مخارج سرمایه‌ای، تغییرات خالص سرمایه در گردش و مجموع بدهی‌های کوتاه‌مدت نیز اثر معناداری بر میزان حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد دارد. لازم به ذکر است، با توجه به ضریب تعیین مدل، می‌توان به وجود رابطه دقیقی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته اشاره کرد.

همچنین نتایج به دست آمده با پژوهش‌های انجام شده توسط آلمیدا و همکارانش (۲۰۰۴)، ارسلان و همکاران (۲۰۰۶)، گئورگ و همکاران^۱ (۲۰۰۸)، ریدیک و ویتد^۲ (۲۰۰۹) و بائو و همکاران (۲۰۱۲) نیز مطابقت دارد. بنابراین، با توجه به آنچه بیان شد، بر اساس نتایج به دست آمده از آزمون مدل‌های تصریح شده، انتظار می‌رود با توجه به اثر جریان‌های نقدی بر میزان سرمایه‌گذاری که نشان دهنده اتکای شرکت‌ها بر منابع داخلی است، پیشنهاد می‌شود که فعالیت‌های شرکت و طور کلی خط مشی‌های کلی مدیریت به سمت و سویی باشد که منجر به انتظاق بیشتر اطلاعات بین کلیه استفاده‌کنندگان گردد و عدم تقارن اطلاعاتی موجود در شرکت‌ها به صفر و حداقل ممکن برسد، تا شرکت‌ها در انجام فعالیت‌های مالی و همچنین تأمین

1. George , et al

2. Riddick and Whited

مالی خود با مشکل مواجه نشوند. همچنین سرمایه‌گذاران نیز می‌توانند با معیارهای ارائه شده و بررسی شرایط شرکت‌ها، وضعیت حساسیت وجوه نقد شرکت را مورد بررسی قرار داده و درباره خرید، فروش و یا نگهداری سرمایه‌گذاری تصمیم‌گیری کنند. در رابطه با انجام پژوهش‌های آتی نیز پیشنهاد می‌شود، حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد با متغیرهای برون سازمانی و غیر قابل کنترل شرکت (همچون متغیرهای اقتصادی) مورد بررسی قرار گیرد، همچنین پژوهش حاضر را می‌توان در هر یک از صنایع فعال در بورس اوراق بهادار تهران به طور مجزا مورد تفکیک قرار داد، تا به طور خاص و دقیق میزان حساسیت جریان‌های نقدی وجوه نقد در هر صنعت مشخص گردد.

منابع

- ۱- آذر، عادل، مومنی منصور. (۱۳۸۴). آمار و کاربرد آن در مدیریت. تهران. سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی، انتشارات سمت. جلد اول. چاپ یازدهم.
- ۲- بیانی، احمد. (۱۳۷۸). روش‌های تحقیق و سنجش در روان‌شناسی و علوم تربیتی. چاپ اول. تهران. انتشارات رهیافت.
- ۳- حافظ‌نیا، محمد رضا. (۱۳۸۶). مقدمه‌ای بر روش پژوهش در علوم انسانی. تهران: انتشارات سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی (سمت).
- ۴- حسین پور، زهرا. (۱۳۸۴). بررسی رابطه بین عوامل موثر و حساسیت سرمایه گذاری - جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشکده علوم اداری و اقتصاد. دانشگاه اصفهان.
- ۵- راس، استفان و رندلف وسترفیلد و بردفورد جردن. (۱۳۸۸). مدیریت مالی نوین. ترجمه: دکتر علی جهانخانی و مجتبی شوری. تهران. سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی، انتشارات سمت. جلد دوم. چاپ اول.
- ۶- عربصالحی، مهدی و مجید اشرفی. (۱۳۹۰). نقش ذخایر نقدی در تعیین حساسیت سرمایه گذاری - جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی. سال سوم، شماره سوم، شماره پیاپی (۹). صفحه ۷۵-۹۴.
- ۷- کاشانی پور، محمد و بیژن نقی نژاد. (۱۳۸۸). بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان. نقدی وجه نقد. فصلنامه تحقیقات حسابداری. شماره: ۲. صفحه ۷۲-۹۳.

- 8- Allayannis, G. and Mozumdar, A. (2004). The Impact of Negative Cash Flow and Influential Observations on Investment- Cash Flow Sensitivity Estimates. **Journal of Banking and Finance**. 28: 901-930.
- 9- Almeida, H. and Campello, M. and Weisbach, M.S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. **Journal of Finance**. 59: 1777-1804.
- 10- Arsalan, Ö. and Florackis, C. and Ozkan, A. (2006). The Role of Cash Holdings in Reducing Investment-Cash Flow Sensitivity. **Emerging Markets Review**. 7 (4): 320-338.
- 11- Bao, A. and Kam, C. and Chan, B. and Weining Zhang, C. (2012). Asymmetric Cash Flow Sensitivity of Cash Holdings. **Journal of Corporate Finance**. 18: 690-700.

- 12- Bates, T.W., Kahle, K.M., Stulz, R.M., 2009. Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? **Journal of Finance**. 64, 1985–2021.
- 13- Ben Mohamed, E. Firchild, R.J and Bouri, A., 2014. Investment Cash Flow Sensitivity under Managerial Optimism: New Evidence from NYSE Panel Data Firms. **Journal of Economics, Finance & Administrative Science**, Vol. 19, No. 36, PP: 11-18.
- 14- Clarkson, G and Jacobsen, T. E. Bateheller. A. L. (2007). Information Asymmetry and Information Sharing. **Governmental Information Quarterly**. Vol: 24. Issue: 4. PP: 827-839.
- 15- Fazzary, S. Hubbard, R. G. and Petersen, B. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. **International Journal of Organization**. (2): 141–195.
- 16- George, R. and Kabir, R. Qian, I. (2008). Investment-Cash Flow Sensitivity and Financial Constraints: An Analysis of Indian Business Group Firms. **www.ssrn.com** .Working Paper.
- 17- Hovakimian, A. and Hovakimian, G. (2009). Cash Flow Sensitivity of Investment. **European Financial Management**. 15. (1): 47–65.
- 18- Ozkan, A. Ozkan, N. (2004). Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies. **Journal of Banking and Finance**. 28: 2103-2134.
- 19- Riddick, L. A. and Whited, T. M. (2009). The Corporate Propensity to Save. **Journal of Finance**. 64: 1729–1766.
- 20- Venkatesh, P. C. and Chiang, R. (1986). Information Aasymetry and the Dealer's Bid-ask Spread: a Case Study of Earnings and Dividend Announcements. **The Journal of Finance**. 41(5): 1089-11020.
- 21- Wang, F. (2005). Corporate Liquidity and Equity Returns. **www.ssrn.com**. Working Paper.