



رابطه وجوه نقد مازاد و محافظه کاری شرطی با تاکید بر نقش تعدیل کننده

خالص وجوه پرداختی به سهامداران و طلبکاران

مهدی مشکی میادقی*، سمانه شیرزاد چوپری**

چکیده

وجود قراردادهای بدهی و اعمال نظارت بیشتر بازار بر شرکتهایی که دارای اهرم مالی بالاتری می‌باشند، در کنار وجوه صرف شده جهت بازپرداخت بدهی و نیز اتخاذ سیاست‌های پرداخت سود نقدی، موجبات کاهش نسبی تقاضا برای محافظه کاری و تعدیل رابطه بین محافظه کاری و وجوه نقد مازاد را فراهم می‌کند. بر این اساس، هدف مقاله حاضر، بررسی رابطه وجوه نقد مازاد و محافظه کاری شرطی با تاکید بر نقش تعدیل کننده خالص وجوه پرداختی به سهامداران و طلبکاران است. برای دستیابی به هدف پژوهش، نمونه آماری شامل ۱۴۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (۹۸۰ سال - شرکت) طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ انتخاب شده و برای آزمون فرضیه، از داده‌های تلفیقی با مدل رگرسیونی حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شد. نتایج نشان می‌دهد که وجوه نقد مازاد رابطه مستقیمی با محافظه کاری دارد. همچنین نتایج نشان دهنده اثر تعدیل کننده خالص وجوه پرداختی به سهامداران بر رابطه مثبت بین وجوه نقد مازاد و محافظه کاری می‌باشد. به بیان دیگر اثر مستقیم وجوه نقد مازاد بر محافظه کاری در شرکتهایی که خالص پرداختی بیشتری به سهامداران داشتند، در مقایسه با سایر شرکتها کمتر است. با این وجود یافته‌ها نشان نمی‌دهد که متغیر خالص وجوه پرداختی به طلبکاران بتواند اثر تعدیل کننده معنی داری بر رابطه بین وجوه نقد مازاد و محافظه کاری داشته باشد.

واژه‌های کلیدی: خالص وجوه پرداختی به سهامداران، خالص وجوه پرداختی به

طلبکاران، محافظه کاری شرطی، وجوه نقد مازاد.

* دانشیار مالی، گروه حسابداری و مالی، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

** کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی، موسسه آموزش عالی راهبرد شمال، رشت، ایران

نویسنده مسئول: مهدی مشکی میادقی

m_meshki@pnu.ac.ir

مقدمه

توانایی اخذ تصمیمات مالی بهینه و به موقع، به مقدار زیادی تحت تاثیر موجودی نقد و مدیریت صحیح آن قرار دارد. در صورتی که شرکتی با کمبود نقد مواجه باشد، قادر نخواهد بود از فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود استفاده کند و یا دیگر نیازهای مالی خود را تامین نماید، بنابراین کمبود مزبور، تاثیر منفی بر ارزش شرکت خواهد داشت. در عین حال وجود وجه نقد مازاد برای یک شرکت نیز می‌تواند سیگنال‌های مبهمی به بازار مخابره کند. بر این اساس نگهداشت وجه نقد مازاد در شرکت‌ها ممکن است از سوی بازار نشانه‌ای باشد مبنی بر اینکه شرکت‌های مزبور از ریسک کمتری برخوردار بوده و در نتیجه توانایی بیشتری در مواجهه با مشکلات مالی احتمالی آتی دارند. میکلسون و پارچ^۱ (۲۰۰۳) در تحقیق خود نشان دادند که شرکت‌هایی که سطح بیشتری از وجه نقد را نگهداری می‌نمایند، عملکرد بهتری نیز از خود نشان می‌دهند. از طرف دیگر، وجود وجه نقد مازاد می‌تواند تاثیر منفی بر عملکرد شرکت‌ها به واسطه بروز مشکلات نمایندگی داشته باشد (جنسن^۲، ۱۹۸۶).

مهمترین عامل نگهداری وجه نقد مازاد، عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات ناشی از آن است. وجود عامل مزبور منجر به تحصیل وجه نقد پر هزینه شده و در چنین شرایطی، شرکت ممکن است دارایی‌های جاری خود را به قصد کاهش هزینه‌های تامین مالی برون‌سازمانی، افزایش دهد. مزیت عمده نگهداری وجه نقد در بازارهای سرمایه ناکارا، افزایش توانایی شرکت برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند و پرهیز از تامین مالی خارجی گران قیمت است، با این وجود همانگونه که اشاره شد، نگهداری وجه نقد هزینه‌هایی نیز در بردارد، برای مثال مدیران و سهامداران کنترلی ممکن است با انگیزه‌های فرصت طلبانه و سودجویانه و در راستای دستیابی به اهداف شخصی خود، اقدام به نگهداری وجه نقد نمایند؛ اهدافی که لزوماً منطبق با اهداف شرکت نمی‌باشد (گونی و همکاران^۳، ۲۰۰۹). بنابراین نگهداری بیش از اندازه وجه نقد می‌تواند نشانه‌ای از عدم تخصیص کارای منابع بوده و هزینه‌هایی را بر شرکت تحمیل نماید (ازکان و ازکان، ۲۰۰۴). نتایج پژوهش‌های باتاچاریا^۴ و همکاران (۲۰۰۳) و اوزکان و اوزکان (۲۰۰۴) نشان می‌دهد افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، انگیزه نگهداری سطح بالایی از داراییهای نقدی را برای شرکتها ایجاد می‌کند. به عبارت دیگر، وجود عدم تقارن اطلاعاتی باعث افزایش هزینه سرمایه شرکت شده و موجب می‌شود تا شرکتها ترجیح دهند داراییهای نقدی زیادی نگهداری کنند تا در صورت لزوم وجوه مورد نیاز خود را از منابع داخلی تأمین کنند.

از سوی دیگر، استفاده از اصل محافظه کاری در گزارشگری مالی در صورتی که موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی گردد، تأمین مالی را برای شرکت‌ها تسهیل نموده و میزان نگهداری وجه نقد توسط شرکتها را کاهش می‌دهد. مطالعات انجام شده، حسابداری محافظه کاری را به عنوان بخشی از سازوکار نظارتی شرکتها برای کاهش فرصت طلبی مدیریت و کمک به افزایش ارزش شرکت می‌داند (بال و شیواکومار^۵، ۲۰۰۶، واتس^۶، ۲۰۰۳، واتس و زیمرمن^۷، ۱۹۹۰). برخی از مطالعات نشان می‌دهد که محافظه کاری می‌تواند با تشویق به استفاده کارآمدتر از وجه نقد، از زیان ناشی از نگهداشت دارایی‌های نقد جلوگیری کرده (لوییس، سان و ارکان^۸، ۲۰۱۲) و باعث افزایش کارایی سرمایه گذاری شود (احمد و دولمن^۹، ۲۰۱۱ و گارسیالارا و همکاران^{۱۰}، ۲۰۱۶).

محافظه کاری حسابداری، انگیزه و توان مدیران را در دستکاری اطلاعات حسابداری، تقلیل داده و بدین ترتیب هزینه‌های نمایندگی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد (رضازاده و آزاد، ۱۳۸۷). هر چه قدر میزان نگهداری وجه نقد توسط شرکت‌ها در سطح بالاتری باشد، می‌تواند منجر به شدت بخشیدن مسائل نمایندگی بین مدیران و سهامداران و افزایش تقاضا برای محافظه کاری شود، در عین حال سهامداران برای کاهش تضاد نمایندگی خواهان پرداخت سود سهام بیشتری توسط شرکت هستند و از آنجایی که پرداخت بیشتر سود سهام باعث ایجاد تضاد منافع بین سهامداران و اعتباردهندگان می‌شود، از این رو اعطا کنندگان وام و تسهیلات نیز اقدام به انعقاد قراردادهای بدهی می‌کنند که میزان سود تقسیمی را تا زمان وصول مطالبات خود، محدود نماید.

جنسن (۱۹۸۶) استدلال می‌کند که قراردادهای بدهی به عنوان یک سازوکار نظارتی و کنترلی قوی عمل کرده و مانع از فعالیت‌های فرصت طلبانه مدیران می‌شود. همچنین تعهد شرکت بر پرداخت اصل و فرع بدهی و در عین حال نظارت مستمر بازار بدهی بر عملکرد مدیران، باعث محدودیت در مصرف جریان نقد آزاد شده و انگیزه آنان را برای مدیریت کارآمد شرکت، افزایش می‌دهد. هاروی و همکاران^{۱۱} (۲۰۰۴) استدلال می‌کنند که بدهی، مشکل جریان‌های نقد آزاد را در بازارهای نوظهور و بازارهایی که هزینه‌های نمایندگی سرمایه گذاری بیش از حد، در آن بسیار بالاست، تعدیل می‌کند و در نتیجه، این انتظار وجود دارد که اهرم بالا به عنوان یک مکانیزم نظارتی موثر و نیز تعهد به پرداخت اقساط بدهی، منجر به کاهش تقاضای سهامداران برای گزارش‌دهی محافظه کارانه باشد. به طور

مشابه، توزیع وجوه نقد بین سهامداران در قالب سود نقدی یا بازخرید سهام، مشکل عدم تخصیص کارای منابع و انجام سرمایه‌گذاری‌های با خالص ارزش فعلی منفی را کاهش داده و در عین حال به واسطه کاهش هزینه‌های فرصت طلبی مدیران نیاز به اعمال محافظه‌کاری را از سوی سهامداران تعدیل می‌کند.

با توجه به مباحث فوق می‌توان انتظار داشت که وجوه نقد مازاد که خود ریشه در عدم تقارن اطلاعاتی دارد، منجر به تشدید مشکل نمایندگی بین مدیران و سهامداران از یکسو و سهامداران و اعتباردهندگان از سوی دیگر شود. وجود چنین تضادی، باعث افزایش تقاضا برای محافظه‌کاری خواهد شد. با این وجود به نظر می‌رسد که مولفه‌هایی نظیر انعقاد قراردادهای بدهی و پیامد آن پرداخت اقساط بدهی و نیز توزیع سود نقدی به جهت ایجاد محدودیت در مصرف جریان نقد آزاد، بتوانند در قالب مکانیزم‌های نظارتی در کاهش تقاضا برای محافظه‌کاری موثر باشند. از اینرو هدف اصلی پژوهش حاضر مطالعه بررسی اثر تعدیل‌کنندگی هزینه‌ی نمایندگی جریان نقد آزاد بر رابطه بین وجوه نقد مازاد و محافظه‌کاری می‌باشد. بر این اساس سوال اصلی پژوهش این می‌باشد که آیا خالص وجوه پرداختی به سهامداران و طلبکاران می‌تواند بر رابطه بین سیاست‌های محافظه‌کارانه حسابداری و وجوه نقد مازاد، اثر گذار باشد؟ از آنجا که در رابطه با اثر خالص وجوه پرداختی به سرمایه‌گذاران بر رابطه متغیرهای عنوان شده، تاکنون مطالعات داخلی چندانی انجام نشده، بنابراین بررسی راهکارهایی که بتواند در عین اینکه از افزایش بی‌رویه وجه نقد و عدم تخصیص کارای منابع ممانعت به عمل می‌آورد، ابزاری برای استقرار سیاست‌های میانه رو در اعمال محافظه‌کاری گردد، از جمله مواردی است که اهمیت و ضرورت انجام چنین پژوهش‌هایی را توجیه می‌کند. در ادامه مطالب، مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌ها، روش و مدل پژوهش، یافته‌ها شامل آمار توصیفی و استنباطی و نیز نتیجه‌گیری حاصل از پژوهش، ارائه شده است.

مبانی نظری و تدوین فرضیه‌ها

شرکت‌ها، استراتژی‌های مدیریت وجوه نقد خود را بر محور دو هدف تعیین می‌کنند: الف. تهیه و تأمین وجه نقد برای انجام دادن پرداخت‌های شرکت و ب. به حداقل رساندن وجوه راکد و مازاد بر نیاز. هدف دوم بازتاب این طرز تفکر است که اگر اقلامی از دارایی

به درستی مصرف نشود، هیچ نوع بازدهی برای شرکت نخواهد داشت. متأسفانه این دو هدف ممکن است با یکدیگر در تناقض باشند. پایین آوردن سطح وجوه نقد، ممکن است باعث کمبود وجه نقد برای پرداخت‌های به موقع شرکت شود. بنابراین استراتژی‌های مدیریت وجوه نقد باید به گونه‌ای باشد که بین این دو هدف نوعی هماهنگی ایجاد کند. با این همه باید گفت که هدف پرداخت به موقع تعهدات از هدف به حداقل رساندن وجوه را کد مهمتر است. نگهداری وجه نقد از احتمال بحران مالی می‌کاهد و به عنوان ذخیره ای امن برای مواجهه با زیان‌های غیر منتظره به شمار می‌رود. همچنین آن می‌تواند پیگیری سیاست‌های بهینه را در زمانی که شرکت با محدودیت‌های مالی مواجه است، ممکن ساخته و نهایتاً به کم کردن هزینه جمع‌آوری منابع مالی یا نقد کردن دارایی‌های موجود کمک می‌کند. مدیریت برای حداکثر سازی ثروت سهامداران، باید مانده وجه نقد شرکت را به نحوی تنظیم نماید که منافع نهایی ناشی از نگهداری وجه نقد با هزینه نهایی آن برابر شود (اپلر^{۱۲} و همکاران، ۱۹۹۹).

مزیت عمده نگهداری وجه نقد در بازارهای سرمایه ناکارا افزایش توانایی شرکت برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند و پرهیز از تامین مالی خارجی گران قیمت است، با این وجود، نگهداری وجه نقد هزینه‌هایی نیز در بردارد، برای مثال مدیران و سهامداران کنترلی ممکن است با انگیزه‌های فرصت طلبانه و سودجویانه و در راستای دستیابی به اهداف شخصی خود، اقدام به نگهداری وجه نقد نمایند؛ اهدافی که لزوماً منطبق با اهداف شرکت نمی‌باشد. اگر مدیران وجه نقد مازاد را در سرمایه‌گذاری‌های فاقد ارزش، صرف نمایند، در نهایت منجر به کاهش بازده سهامداران خواهد شد. بنابراین هر چه قدر میزان نگهداری وجه نقد توسط شرکت‌ها در سطح بالاتری باشد، می‌تواند منجر به شدت بخشیدن مسائل نمایندگی بین مدیران و سهامداران شود. محافظه کاری می‌تواند عاملی بازدارنده در جلوگیری از اندازه‌گیری‌های خوشبینانه مدیران و پاسخی به انگیزه‌های فرصت طلبانه آنان برای پنهان کردن اخبار بد شرکت است. بیانیه مفاهیم هیات تدوین استانداردها مطابق با استانداردهای بین‌المللی، ذیل مفهوم موازنه بین ویژگی‌های کیفی اطلاعات، بیان می‌کند حالت مطلوب این است که میزان تردید ناشی از برخورد محافظه کارانه، کاملاً با تمایل به خوش بینی بیش از حد جبران شود (ایزدی نیا و همکاران، ۱۳۹۲).

انتظار می‌رود محافظه‌کاری حسابداری بتواند به واسطه اعمال نظارت بر مدیران، انگیزه‌هایی را برای تصمیمات سرمایه‌گذاری کارا به وجود آورده و در نهایت منجر به کاهش مشکلات نمایندگی گردد. از این‌رو این انتظار منطقی وجود دارد که در شرکت‌هایی با مازاد وجه نقد بالا که از مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه نمایندگی بالا رنج می‌برند، تقاضا برای محافظه‌کاری بیشتر از سایر شرکتها باشد (ایزدی نیا و همکاران، ۱۳۹۴).

بر این اساس می‌توان فرضیه اول پژوهش را به شرح زیر مطرح کرد:

فرضیه اول: وجوه نقد مازاد رابطه مستقیمی با محافظه‌کاری دارد

به طور معمول، مدیران به دنبال سطحی از موجودی نقد هستند که با توجه به مزایا و معایب نگهداری آن، حالت بهینه داشته باشد. در حال حاضر تصمیم‌گیری برای تعیین میزان ذخایر نقدی در شرکت‌ها تبدیل به یکی از عوامل قابل توجه در ادبیات تأمین مالی شده است. در رابطه با نگهداری وجه نقد، تاکنون نظریه‌های متعددی مطرح شده است که شاید برخی از نظریه‌های مزبور ارتباط بیشتری به موضوع مورد نظر در این مقاله داشته باشند. نظریه عدم تقارن اطلاعاتی عنوان می‌کند که عدم توزیع یکسان و عادلانه اطلاعات بین اشخاص داخل و خارج شرکت، تامین منابع خارجی را مشکل می‌نماید، زیرا اشخاص خارج از شرکت می‌خواهند مطمئن باشند که سهام شرکت بیش از اندازه قیمت‌گذاری نشده باشد. بنابراین وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران سبب می‌شود که هزینه تامین مالی داخلی و خارجی متفاوت باشد، به نحوی که تامین مالی خارجی هزینه بیشتری برای شرکت در بر خواهد داشت. بر همین اساس است که میرز و ماجلوف^{۱۳} (۱۹۸۴) نظریه سلسله مراتب تامین مالی را مطرح می‌کنند. آنها عنوان می‌کنند که در صورت عدم تقارن اطلاعاتی، شرکت‌ها تمایل به پیروی از یک سلسله مراتب در سیاست‌های تامین مالی خود دارند، به این معنا که آنها تامین مالی از طریق منابع داخلی را نسبت به تامین مالی از طریق منابع خارجی (حساس به اطلاعات) ترجیح می‌دهند. آنان اعتقاد دارند که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران باعث هزینه بر شدن تامین مالی خارجی می‌شود.

نظریه بعدی مطرح شده در این حوزه، نظریه نمایندگی است که توسط جنسن و مک‌لینگ^{۱۴} (۱۹۷۶) ارائه شد. بر اساس نظریه مزبور، مدیران ترجیح می‌دهند وجه نقد را در

جهت علائق خودشان نگهداری کنند. آنها دو نوع تضاد منافع را شناسایی می نمایند: الف) تضاد منافع بین مدیران و صاحبان سهام و ب) تضاد منافع بین صاحبان سهام و طلبکاران. چنین تضادهایی منجر به شناسایی هزینه های نمایندگی می شود که می توانند در توجیه رفتار نگهداری وجه نقد توسط مدیریت بکار رود (جنسن و مک لینگ، ۱۹۷۶). این هزینه ها عمدتاً شامل هزینه نمایندگی بدهی و هزینه نمایندگی مدیریت است. هزینه های نمایندگی بدهی در اثر تضاد منافع صاحبان سهام و اعطا کنندگان وام ایجاد می شود. از سوی دیگر هزینه های نمایندگی مدیریت از آنجا ناشی می شود که مدیران فرصت طلب سعی می کنند که وجه نقد بیشتری را با هزینه سهامداران نگهداری کرده و از این طریق از انعطاف پذیری عملیاتی در تعقیب اهداف خود برخوردار شوند.

در این بین نظریه جریان نقد آزاد یکی از نظریه های نسبتاً جدید در این حوزه بوده و بیان می دارد که وجوه نقد داخلی، به مدیران اجازه می دهد تا از کنترل بازار در امان بمانند. در این حالت، آنها به موافقت سهامداران نیاز ندارند و برای تصمیم گیری در مورد سرمایه گذاری ها بر حسب اختیار خود آزاد هستند. تضاد منافع بین سهامداران و مدیران در خصوص سیاست های پرداخت سود سهام، مخصوصاً زمانی که شرکت جریان های نقد آزاد قابل توجهی دارد، بیشتر است. تامین مالی از محل منابع خارجی باعث شود مدیران تحت کنترل و نظارت بازهای مالی قرار گیرند، در حالی که تامین مالی داخلی، آنها را قادر می سازد از این نظارت شانه خالی کنند. بر این اساس، مدیران انگیزه دارند که وجه نقد را انباشت نمایند تا منابع تحت کنترل خود را افزایش داده و بتوانند در خصوص تصمیم های سرمایه گذاری شرکت، با استقلال بیشتری عمل نمایند. هرچند ممکن است آنان سرمایه گذاری هایی را انجام دهند که اثر منفی بر ثروت سهامداران داشته باشد (فریرا و ویلا^{۱۵}، ۲۰۰۴). جنسن اعتقاد داشت که شرکت های مولد جریان نقدی آزاد باید این وجوه را در صورت نبود طرح های سرمایه گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت، صرف پرداخت سود سهام یا باز خرید سهام کنند. در غیر این صورت مدیران آن را یا در طرح های کم بازده (غیر سودآور) که منجر به کاهش ارزش بازار سهام می شود، سرمایه گذاری می کنند و یا انگیزه دارند که وجه نقد را انباشت نمایند تا منابع تحت کنترل خود را افزایش دهند. یکی از راه های کاهش هزینه تضاد منافع، افزایش سود تقسیمی است. یعنی مدیران با افزایش سود تقسیمی و پرداخت سود نقدی، به مالکان اطلاع می دهند که در راستای اهداف

شرکت عمل می‌کنند و سهامداران نیز نسبت به عملکرد مدیران اطمینان بیشتری کسب می‌نمایند. لذا سود تقسیمی عاملی برای کاهش هزینه تضاد منافع به شمار می‌رود. اما همان طور که پرداخت بیشتر سود سهام می‌تواند تضاد منافع بین سهامداران و مدیران را کاهش دهد، می‌تواند موجب ایجاد تضاد منافع بین سهامداران و اعتباردهندگان گردد. جنسن (۱۹۸۶) بیان می‌کند که پرداخت سود سهام باعث افزایش احتمال نیاز به تامین مالی از طریق بازار می‌گردد. نیاز به تامین مالی از طریق بازار باعث افزایش کنترل مدیران توسط این تامین کنندگان و همچنین اقدامات تنبیهی توسط سرمایه‌گذاران برون سازمانی از قبیل سهامداران نهادی، بانکهای سرمایه‌گذاری و تجاری می‌شود (فروغی و ساکیانی، ۱۳۹۶).

از این رو به منظور کاهش این تضاد، اعتباردهندگان اغلب قراردادهای بدهی را که با توجه به خروجی‌های سیستم حسابداری و نسبت‌های مالی، میزان پرداخت سود سهام را محدود می‌سازند، به کار می‌گیرند، در عین اینکه بازپرداخت مبالغ بدهی همانند پرداخت سود، منجر به محدود کردن وجوه نقد در دسترس مدیران می‌شود. بنابراین با وجود آنکه وجوه نقد مازاد و مشکلات نمایندگی ناشی از آن، تقاضا برای محافظه‌کاری را افزایش می‌دهد اما در عین حال به نظر می‌رسد وجود قراردادهای بدهی و اعمال نظارت بیشتر بازار بر شرکت‌هایی که دارای اهرم مالی بالاتری می‌باشند، در کنار وجوه صرف شده جهت بازپرداخت بدهی‌ها و نیز اتخاذ سیاست‌های پرداخت سود نقدی، موجبات کاهش نسبی تقاضا برای محافظه‌کاری و تعدیل رابطه بین محافظه‌کاری و وجوه نقد مازاد را فراهم می‌کند (هاروی^{۱۶} و همکاران، ۲۰۰۴). بر اساس مطالب فوق می‌توان دو فرضیه بعدی را مطرح نمود:

فرضیه دوم: با افزایش خالص وجوه پرداختی به سهامداران، رابطه مثبت بین وجوه نقد مازاد و محافظه‌کاری، تعدیل می‌شود.

فرضیه سوم: با افزایش خالص وجوه پرداختی به طلبکاران، رابطه مثبت بین وجوه نقد مازاد و محافظه‌کاری، تعدیل می‌شود.

پیشینه تجربی

آتوا^{۱۷} و همکاران (۲۰۲۲)، به بررسی رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری، وجه نقد نگهداری شده، سود نقدی سهام و اهرم مالی در بازار سرمایه اردن در طی سال‌های ۲۰۱۵

تا ۲۰۱۹ پرداختند. یافته های آنان رابطه منفی و معناداری را بین محافظه کاری حسابداری و نگهداری وجه نقد نشان می داد. با این وجود، این مطالعه رابطه معنی داری را بین محافظه کاری حسابداری با سیاست تقسیم سود و نیز اهرم مالی نشان نداد.

ها (۲۰۱۹) در مطالعه رابطه هزینه های نمایندگی جریان نقد آزاد و محافظه کاری شرطی به این نتیجه رسید که اولاً رابطه مستقیمی و معناداری بین وجوه نقد مازاد و محافظه کاری شرطی وجود دارد و ثانیاً خالص وجوه نقد پرداختی به طلبکاران و سهامداران باعث کاهش رابطه بین وجوه نقد مازاد و محافظه کاری می شود.

فرانسیس و مارتین^{۱۸} (۲۰۱۷)، تاثیر هزینه های نمایندگی جریان نقد آزاد را بر محافظه کاری شرطی حسابداری بررسی کرده و به این نتیجه رسیدند که شرکت ها با جریان نقد آزاد بالاتر، حسابداری محافظه کارانه تری اتخاذ می کنند که باعث کاهش مشکلات نمایندگی بین سهامداران و مدیران می شود. آنها همچنین دریافته اند که محافظه کاری می تواند اثر موثری در کاهش منافع حاصل از مدیریت سود که توسط مدیران ارشد سازمان انجام می شود، ایفا کند.

ویاوا و واردهانی^{۱۹} (۲۰۱۷)، در مطالعه ای که انجام دادند، تاثیر محافظه کاری شرطی و هزینه نمایندگی بر حساسیت جریان وجوه نقد سرمایه گذاری را بررسی کردند، در این تحقیق از نسبت سود سهام تقسیمی به عنوان نماینده هزینه نمایندگی استفاده شد. آنها با تحقیق بر روی ۴۷۴ شرکت اندونزیایی در طی سالهای ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۲، به این نتیجه رسیدند که محافظه کاری شرطی سبب کاهش انباشت موجودی نقد شده و حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد را در شرکتهایی با هزینه نمایندگی بیشتر، کاهش می دهد.

بیتی^{۲۰} و همکاران (۲۰۰۸) در پژوهشی با عنوان "محافظه کاری و بدهی" به بررسی شروط محافظه کارانه گنجانیده شده در قراردادهای بدهی پرداختند، آنها بیان کردند هنگامی که هزینه های نمایندگی بدهی بالاتر است این شروط قراردادی بیشتر مورد استفاده قرار می گیرند. نتایج پژوهش آنها حاکی از این است که شروط قراردادی، تقاضای اعتباردهندگان برای محافظه کاری را به تنهایی بر آورده نمی سازد، و بنابراین برای کاهش هزینه های نمایندگی بدهی نیاز به استفاده از حسابداری محافظه کارانه نیز هست.

منصورفر و همکاران (۱۳۹۹) در تحقیق خود با موضوع نقش توزیع وجه نقد به سهامداران بر رابطه بین هزینه نمایندگی و محافظه کاری مشروط، به این نتیجه رسیدند که

بین هزینه نمایندگی و تقاضا برای محافظه کاری مشروط رابطه مثبت و معنی دار وجود دارد؛ آنها نشان دادند که پرداخت بیشتر سود سهام باعث ایجاد تضاد منافع بین سهامداران و اعتباردهندگان شده و از این رو در چنین شرایطی تقاضا برای محافظه کاری افزایش می‌یابد و انتظار می‌رود محافظه کاری حسابداری بتواند انگیزه‌هایی را برای تصمیمات سرمایه‌گذاری کارا، به وجود آورده و نظارت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران را تسهیل نماید و در نهایت منجر به کاهش مشکلات نمایندگی گردد. از این رو شرکت‌های با مازاد وجه نقد در سطح بالا، سطح محافظه کاری بالاتری نیز برخوردار می‌باشند.

ایزدی نیا و همکاران (۱۳۹۴) در تحقیق خود با موضوع تأثیر وجه نقد مازاد بر اثرگذاری محافظه کاری حسابداری بر پرداخت سود سهام، نشان دادند که محافظه کاری در شرکت‌هایی که از سطح بالای وجه نقد مازاد برخوردار هستند، بر پرداخت سود سهام تأثیر منفی و معنی داری دارد، اما این رابطه در شرکت‌های با وجه نقد مازاد در سطح پایین، معنی دار نمی‌باشد.

مشکی و الهی (۱۳۹۳) به بررسی اثر محافظه کاری بر ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده پرداختند. یافته‌های این پژوهش حاکی از آن بود که تغییر یک ریال در وجه نقد نگهداری شده، منجر به ایجاد تغییرات کمتری در ارزش بازار آن می‌شود. همچنین نتایج نشان می‌دهد که محافظه کاری، ارزش بازار یک ریال اضافی در وجه نقد نگهداری شده را افزایش می‌دهد.

مهرانی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی رابطه بین محافظه کاری در گزارشگری مالی و میزان نگهداشت وجه نقد پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که محافظه کاری بر میزان نگهداشت وجه نقد، تأثیر معناداری ندارد. همچنین شرکت‌های بزرگتر و شرکت‌های دارای سایر دارایی‌های جایگزین وجه نقد، وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند، در حالی که شرکت‌های با هزینه فرصت سرمایه‌گذاری بیش‌تر، وجه نقد بیشتری دارند.

پورحیدری و غفارلو (۱۳۹۰) در پژوهش خود به بررسی اثر محافظه کاری مشروط و غیر مشروط حسابداری بر هزینه حقوق مالکانه پرداختند. نتایج این تحقیق نشان داد که ارتباط بین محافظه کاری مشروط و هزینه سرمایه شرکت، معکوس و معنادار است. به عبارت دیگر، در صورتی که اخبار و علائم بد بیشتر و به موقع تر از اخبار خوب در سود

حسابداری منعکس شوند، هزینه سرمایه شرکت افزایش پیدا می کند، اما آنان هیچ ارتباط مشخص و معناداری بین محافظه کاری غیر مشروط و هزینه سرمایه شرکت مشاهده نکردند.

روش شناسی

پژوهش حاضر از نظر نتیجه اجرای آن، از نوع کاربردی، از دیدگاه ماهیت داده ها، کمی، از لحاظ منطق اجرا، قیاسی - استقرایی، از بعد زمانی، پس رویدادی، از جهت روش و ماهیت، از نوع توصیفی و همبستگی و در نهایت از دید روش جمع اوری داده ها و اطلاعات، از نوع آرشویی است. جامعه آماری پژوهش شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. شرکت های نمونه از میان شرکت های فعال در بورس در بازه زمانی ۱۳۹۴ لغایت ۱۴۰۰ انتخاب و بر اساس شرایطی که در جدول ۱ ارائه شده، مورد غربالگری قرار گرفت. در نهایت پس از بررسی و اعمال شرایط مدنظر، تعداد ۱۴۰ شرکت به عنوان نمونه در دوره زمانی پژوهش انتخاب گردید (جدول ۱).

جدول ۱: انتخاب نمونه آماری

تعداد	شرح
۴۸۲	کل شرکت مورد بررسی در سال ۱۳۹۴
(۸۶)	مؤسسات مالی و واسطه گری، هلدینگ، سرمایه گذاری و لیزینگ
(۵۹)	شرکت های اخراج شده در طول دوره تحقیق
(۹۱)	شرکت هایی که سال مالی آن ها ۲۹ اسفند نیست یا در طول دوره تحقیق سال مالی خود را عوض کرده اند
(۸)	حقوق صاحبان سهام منفی نباشد
(۹۸)	شرکتهایی که نماد معاملاتی آنها در پایان سال مالی و یا در طی سال مالی بیش از ۳ ماه، متوقف شده باشد
۱۴۰	نمونه آماری

اطلاعات لازم شرکت ها از طریق نرم افزار ره آورد نوین و پایگاه رسمی اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار و سایت کدال گردآوری شد. در این پژوهش جهت برآورد ضرایب متغیرها از روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی استفاده شده است.

مدل‌ها و متغیرها

در این پژوهش، با توجه به هدف اعلام شده که به دنبال بررسی اثر تعدیل‌کنندگی هزینه‌های نمایندگی جریان نقد آزاد بر رابطه بین وجوه نقد مازاد و محافظه‌کاری شرطی است، به تبعیت ازها (۲۰۱۹) از مدل رگرسیونی زیر استفاده شد:

(۱)

$$\begin{aligned} Con_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Excash_{i,t-1} + \beta_2 Dist_{i,t-1} + \beta_3 Disteq_{i,t-1} + \beta_4 Excash_{i,t-1} * Dist_{i,t-1} \\ & + \beta_5 Excash_{i,t-1} * Disteq_{i,t-1} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 MB_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 Growth_{i,t} + \beta_{10} CFO \\ & + \beta_{11} Stdsale_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

در رابطه فوق :

CON: محافظه‌کاری شرطی، EXCASH: وجوه نقد مازاد، DISTD: خالص وجوه پرداختی به طلبکاران، DISTEQ: خالص وجوه پرداختی به سهامداران، MB: نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، LEV: اهرم مالی، Growth: رشد فروش، Size: اندازه شرکت، CFO: جریان نقد عملیاتی، StdSALE: انحراف معیار سه ساله فروش به جمع دارایی‌ها (گردش دارایی‌ها)، β_0 : مقدار ثابت (عرض از مبدا) و $\varepsilon_{i,t}$: خطای باقیمانده جمله است.

متغیر وابسته: محافظه‌کاری شرطی

در پژوهش حاضر، محافظه‌کاری شرطی به عنوان متغیر وابسته می‌باشد که برای اندازه‌گیری آن از مدل خان و واتس^{۲۱} (۲۰۰۹) استفاده شد. به منظور محاسبه محافظه‌کاری، خان و واتس به تکمیل مدلی پرداختند که توسط باسو^{۲۲} (۱۹۹۷) ارائه شده بود:

$$(E/P)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 NEG_{i,t} + \beta_2 RET_{i,t} + \beta_3 NEG_{i,t} * RET_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

خان و واتس (۲۰۰۹) بر پایه مدل باسو (۱۹۹۷)، متغیرهای معرف خصوصیات شرکت را که مرتبط با محافظه‌کاری است، برای اندازه‌گیری میزان محافظه‌کاری به کار بردند. آن‌ها فرض کردند که زمان بندی اخبار خوب هر سال (GScore) و همچنین زمان بندی اخبار بد هر سال (CScore) توابع خطی از ویژگی‌های شرکتی یعنی اندازه (Size)، نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری (MB) و اهرم مالی (Lev) می‌باشد. شرکت‌ها با نسبت MB بالاتر، فرصت سرمایه‌گذاری بیشتری داشته و به تبع آن دارای هزینه‌های نمایندگی

بالا تری هستند. محافظه کاری اِبزازی موثر در کنترل هزینه های نمایندگی محسوب می شود، بنابراین تقاضا برای محافظه کاری توسط این دسته از شرکتهای بیشتر خواهد بود. همچنین این انتظار وجود دارد که بازده سهام شرکتهای مزبور به دلیل فرصت های سرمایه گذاری که در اختیار دارند، نوسان بیشتری داشته و با ریسک بالایی مواجه باشد. خود این مسئله نیز به نوبه خود موجب افزایش تقاضا برای محافظه کاری خواهد شد (خان و واتس، ۲۰۰۹). از سوی دیگر این انتظار وجود دارد که شرکت های بزرگتر، رشد یافته تر بوده و محیط های اطلاعاتی غنی تری داشته باشند که این موضوع، عدم اطمینان و عدم تقارن اطلاعاتی مرتبط با قابلیت تحقق سودهای آتی را به طور کلی کاهش می دهد. این موضوع باعث می شود که تقاضا برای محافظه کاری از سوی شرکت های بزرگ، کمتر باشد. همچنین انتظار است که در شرکتهای بزرگتر، مدیریت توانایی بیشتری در هموارسازی سود داشته باشد که این امر باعث می شود ارزش فعلی بدهی مالیاتی در این شرکت ها کاهش یافته و به تبع آن تقاضا برای محافظه کاری نیز کمتر شود (خان و واتس، ۲۰۰۹).

در نهایت شرکتهایی با درجه اهرم مالی بالاتر، دارای تعارض های نمایندگی بین اعتباردهندگان و سهامداران هستند. این مقوله مبین وجود تقاضای قراردادی بالاتری برای محافظه کاری از طرف این شرکتهاست. همچنین شرکتهایی که به جهت تامین منابع مالی و نقدینگی با مشکل مواجه هستند، احتمال بیشتری دارد که تحت تعقیب قانونی قرار گیرند. از آنجا که احتمال فشار مالی با اهرم مالی افزایش می یابد، پس این موضوع می تواند نشان دهنده تقاضای حقوقی بالاتر برای محافظه کاری از سوی این شرکت ها باشد (واتس و زیمرمن، ۱۹۸۶).

بر این اساس، آنان ضرایب β_2 و β_3 را بسط داده و هر کدام را به صورت تابعی خطی از سه ویژگی فوق، تعریف نمودند. معادلات ارائه شده توسط خان و واتس (۲۰۰۹) به شرح زیر می باشد:

$$(۳) \quad Gscore_{i,t} = \beta_2 = \gamma_1 + \gamma_2 Size_{i,t} + \gamma_3 MB_{i,t} + \gamma_4 Lev_{i,t}$$

$$(۴) \quad Cscore_{i,t} = \beta_3 = \lambda_1 + \lambda_2 Size_{i,t} + \lambda_3 MB_{i,t} + \lambda_4 Lev_{i,t}$$

اگر رابطه (۳) و (۴) در رابطه (۲)، جای گذاری شود، رابطه (۵) حاصل می شود:

(۵)

$$(E/P)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 NEG_{i,t} + RET_{i,t} (\gamma_1 + \gamma_2 Size_{i,t} + \gamma_3 MB_{i,t} + \gamma_4 Lev_{i,t}) + NEG_{i,t} * RET_{i,t} (\sigma_1 + \sigma_2 Size_{i,t} + \sigma_3 MB_{i,t} + \sigma_4 Lev_{i,t}) + (\mu_1 Size_{i,t} + \mu_2 MB_{i,t} + \mu_3 Lev_{i,t} + \mu_1 NEG_{i,t} * Size_{i,t} + \mu_2 NEG_{i,t} * MB_{i,t} + \mu_3 NEG_{i,t} * Lev_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

خان و واتس (۲۰۰۹) بیان کردند که افزودن ترکیبی از متغیرهای کنترلی (به شرح پراپتر انتهای معادله) به معادله باسو (۱۹۹۷) لازم است. جملات داخل پراپتر حاصل ضرب متغیرهای خصوصیت شرکت در متغیر مجازی کنترل کننده بازده و نشان دهنده اثر متقابل بین بازده و خصوصیات شرکت می‌باشد و از نظر خان و واتس (۲۰۰۹)، افزودن این ترکیب به معادله باسو (۱۹۹۷) سبب می‌شود که خصوصیات شرکتی هم جداگانه کنترل شود. ضرایب C_Score (شاخص محافظه کاری) بر اساس ضرایب بدست آمده از مدل فوق و با استفاده از مدل‌های ترکیبی، قابل تعیین است. به این ترتیب برای اندازه‌گیری محافظه کاری شرطی، لازم است مدل (۶) تخمین زده شده و ضرایب لاندا (λ) برآورد شود (جدول ۲).

جدول ۲: ضرایب لاندا (λ) حاصل از تخمین رابطه رگرسیونی (۵)

مقادیر ثابت	۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰
δ_1	-۰/۰۵۸۰	۰/۰۷۹۸	-۰/۰۱۵۷	-۰/۰۴۱۷	-۰/۰۷۱۲	-۰/۰۰۶۵	۰/۰۰۹۴
δ_2	۰/۰۳۸۹	۰/۰۴۵۶	۰/۰۵۱۲	۰/۰۴۶۱	۰/۰۱۳۲	۰/۰۰۹۴	۰/۰۰۸۲
δ_3	۰/۰۳۱۴	۰/۰۳۱۶	-۰/۰۱۶۴	۰/۰۳۶۶	-۰/۰۱۵۲	-۰/۰۰۷۲	۰/۰۵۳۹
δ_4	-۰/۰۰۸۳	۰/۰۰۸۵	۰/۰۷۵۲	۰/۰۱۲۰	۰/۰۰۶۵	-۰/۰۱۲۵	-۰/۰۰۹۱

از آنجا که ضرایب تخمین زده شده بین تمامی شرکت‌ها در طول هر دوره مورد بررسی یکسان می‌باشد، بنابراین مقادیر ثابتی برای λ_{it} (از ۱ تا ۴) به بدست آمده که باید برای محاسبه اندازه محافظه کاری شرطی سال شرکت، در رابطه (۴) جاگذاری شود. هر چه قدر مقدار C-Score شرکتی بالاتر باشد، میزان محافظه کاری شرکت در گزارشگری سال مربوطه بیشتر است.

متغیر مستقل: وجوه نقد مازاد (EXCASH)

وجوه نقد مازاد به عنوان متغیر مستقل در مدل تحقیق استفاده شده است که در این تحقیق به تبعیت از اپلر (۱۹۹۹) و رسولیان و همکاران (۱۴۰۰) از رابطه زیر جهت محاسبه آن استفاده شده است:

(۶)

$$ACASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MB_{i,t} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 NWC_{i,t} + \beta_4 CAPEX_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 DIVDUM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در مدل فوق:

ACASH، نسبت موجودی نقد و سپرده‌های کوتاه مدت شرکت به دارایی‌ها؛ MB، نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در پایان سال؛ LEV، اهرم مالی (نسبت بدهی‌ها با دارایی‌ها در پایان سال مالی)؛ CFO، خالص جریان نقد عملیاتی که بر حسب دارایی‌های شرکت تعدیل شده؛ NWC، خالص سرمایه در گردش، که از تفاضل دارایی‌های جاری (به استثنای وجه نقد) و بدهی‌های جاری محاسبه شده؛ CAPEX، مخارج سرمایه‌ای که بر حسب نسبت مخارج سرمایه‌ای (افزایش دارایی‌های ثابت) به دارایی‌ها به دست آمده؛ DIVDUM، متغیر مجازی پرداخت سود نقدی است، به این معنی که اگر شرکت در سال مورد نظر، سودی پرداخت کرده باشد یک و در غیر اینصورت صفر فرض می‌شود و در نهایت ε خطای باقیمانده مدل است. پس از برآورد ضرایب مدل، خطای پسماند مثبت یا منفی مدل نشان دهنده مازاد یا کسری وجوه نقد خواهد بود.

متغیرهای تعدیل کننده: خالص وجوه پرداختی به سهامداران و طلبکاران

متغیرهای خالص وجوه پرداختی به سهامداران و خالص وجوه پرداختی به طلبکاران، متغیرهای تعدیل کننده استفاده شده در مدل می‌باشند که در این تحقیق به عنوان معیار ارزیابی هزینه‌های نمایندگی جریان نقد آزاد استفاده شده است. خالص پرداختی به طلبکاران (DISTD)، برابر با تفاوت بین مبالغ استفاده شده برای بازپرداخت اصل بدهی و بدهی‌های ایجاد شده می‌باشد که بر حسب دارایی‌های شرکت همگن شده است. همچنین خالص وجوه پرداختی به سهامداران (DISTEQ)، از تفاصل مجموع سود سهام تقسیمی و وجوه پرداختی بابت بازخرید سهام با وجوه دریافتی بابت انتشار سهام محاسبه شده است.

مبلغ مزبور نیز بر حسب دارایی‌های شرکت همگن شده است. از آنجا که در این تحقیق هر دو متغیر فوق به عنوان متغیر تعدیل کننده استفاده شده، لذا برای کسب نتایج قابل تفسیرتر از متغیر مجازی استفاده شده است. به این معنی که شرکت‌هایی که خالص وجوه پرداختی آنها به طلبکاران و سهامداران بیشتر از میانه مشاهدات باشد به آن عدد یک و در غیر این صورت صفر داده می‌شود.

متغیرهای کنترلی

به تبعیت ازها (۲۰۱۹)، متغیرهای کنترل استفاده شده شامل متغیرهای زیر می‌باشد:

- رشد فروش (Growth). از نسبت تفاضل فروش سال جاری به سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل محاسبه می‌شود. شرکت‌های کم سابقه، فرصت‌های رشد بیشتری نسبت به شرکت‌های با سابقه دارند. عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران به واسطه وجود فرصت‌های رشد افزایش می‌یابد؛ زیرا جریان‌های نقدی آتی نوعاً تأییدپذیر نیستند و این باعث ایجاد هزینه‌های نمایندگی و متعاقباً محافظه کاری بیشتر می‌شود (لافوند و واتس، ۲۰۰۸).

- اندازه شرکت (SIZE). عبارتست از لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت در پایان سال مالی.

انتظار بر این است که شرکت‌های بزرگتر، رشد یافته‌تر بوده و محیط‌های اطلاعاتی غنی‌تری داشته باشند که عدم اطمینان و عدم تقارن اطلاعاتی مرتبط با قابلیت تحقق سودهای آتی را به طور کلی کاهش می‌دهد (اسلی و همکاران، ۲۰۰۲). این مقوله تقاضای قراردادی کمتری برای محافظه کاری از طرف شرکت‌های بزرگ را نشان می‌دهد. همچنین از آنجا که شرکت‌های بزرگتر نسبت به شرکت‌های کوچکتر دسترسی بیشتری به بازارهای سرمایه دارند، از اینرو قادر به پرداخت سود بیشتری به سهامداران خود می‌باشند. این موضوع می‌تواند در هزینه‌های نمایندگی و میزان تقاضا برای محافظه کاری موثر باشد (النجار و حسینی، ۲۰۰۹).

- جریان نقد عملیاتی (CFO). عبارت است از خالص جریان نقد عملیاتی که بر حسب دارایی‌های شرکت همگن شده است. وجوه نقد عملیاتی شرکت، تصمیمات مربوط به تقسیم سود را تحت تأثیر قرار می‌دهد. ممکن است واحد تجاری به دلیل عدم دسترسی به وجه نقد، نتواند سود پردازد یا درصد توزیع سود شرکت در مقایسه با سال‌های قبل کاهش یابد (لویس، سان و ارکان، ۲۰۱۲). - ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

(MB). از نسبت ارزش بازار سهام منتشره در پایان سال مالی به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام قابل محاسبه است. شرکتهایی با MB بالاتر فرصتهای سرمایه گذاری بیشتری پیش روی خود دارند. وجود گزینه‌های مختلف رشد با هزینه‌های نمایندگی رابطه مثبت دارد (اسمیت و واتس، ۱۳۹۲). محافظه کاری ابزاری کارآمد در پاسخ به هزینه‌ی نمایندگی است. لذا تقاضای قراردادی بالاتری برای محافظه کاری از طرف این شرکتها وجود دارد. همچنین شرکتهایی که از فرصت‌های رشد بیشتری برخوردار هستند، در راستای استفاده از موقعیتهای سرمایه گذاری سودآور و رشد آتی، درصد کمتری از سود را بین سهامداران توزیع می‌کنند از اینرو هرچه نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری یک شرکت بیشتر باشد تمایل آن برای توزیع سود کمتر است (النجار و حسینی، ۲۰۰۹).

- اهرم مالی (LEV). از نسبت بدهی‌های بلندمدت به جمع دارایی‌ها محاسبه شده و نشان دهنده این موضوع است که چه بخشی از دارایی‌ها از محل بدهی‌ها تامین مالی شده است. شرکتهای با درجه اهرم مالی بالا، دارای تعارض‌های نمایندگی بین اعتباردهندگان و سهامداران هستند. این مقوله مبین وجود تقاضای قراردادی بالاتری برای محافظه کاری از طرف این شرکتها است (واتس و زیمرمن، ۱۹۸۶).

انحراف معیار فروش (StdSALE): انحراف معیار ۳ سال گذشته (فروش همگن شده بر حسب دارایی‌های ابتدای سال). عدم اطمینان به میزان فروش و به تبع آن جریان‌های نقدی، یکی از عوامل مهم اثر گذار بر سیاست‌های تقسیم سود و رویه‌های محافظه کارانه‌ای است که ممکن است از سوی شرکتها اتخاذ شود (چای و سو، ۲۰۰۹).

یافته‌ها

آمار توصیفی

جدول ۳، آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. این بخش شامل شاخص‌های مرکزی (میانه و میانگین)، شاخص‌های پراکندگی (انحراف معیار، بیشینه و کمینه) می‌باشد که شمایی کلی از وضعیت توزیع داده‌های پژوهش را نشان می‌دهد. در رابطه با نتایج آمار توصیفی برخی از نکات مهم قابل بررسی است. میانگین متغیر EXCASH نشان می‌دهد که وجوه نقد مازاد (در شرکتهایی با مازاد وجه نقد) به طور متوسط معادل ۱ درصد جمع دارایی‌ها بوده است. همچنین میانگین متغیرهای DISTD و

DISTEQ نیز نشان می‌دهد که به ترتیب در ۳۷ و ۲۴ درصد از مشاهدات، شرکتهای مورد بررسی از وجوه نقد پرداختی به طلبکاران و سهامداران به عنوان یک ابزار نظارتی و کنترلی، جهت کاهش هزینه‌های نمایندگی استفاده کرده‌اند. میانگین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری نیز که معادل ۲/۸۷۹ محاسبه شده، نشان می‌دهد که در شرکتهای نمونه، ارزش بازار سهام به طور متوسط ۲/۸ برابر ارزش دفتری آن بوده است. بررسی میانگین نسبت اهرم مالی نیز گویای این موضوع است که شرکتهای نمونه تحقیق در تامین مالی خود گرایش بیشتری به استفاده از بدهی داشته و به طور متوسط ۶۸ درصد دارایی‌های شرکتهای مزبور را بدهی تشکیل می‌دهد.

جدول ۳: آمار توصیفی

الف. متغیرهای حقیقی						
متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
محافظه کاری	CON	۰/۲۸۳	۰/۲۵۱	۱/۳۱۲	-۱/۸۲۳	۰/۳۴۱
وجوه نقد مازاد	EXCASH	۰/۰۱۱	۰/۰۰۹	۰/۰۵۶	۰/۰۰۱	۰/۰۳۵
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	۲/۸۷۹	۲/۵۶۴	۱۱/۲۶۵	۰/۷۸۲	۲/۳۴۱
اندازه شرکت	SIZE	۱۳/۴۸۲	۱۲/۵۲۶	۱۷/۵۳۷	۹/۵۶۳	۱/۶۱۲
رشد فروش	GROWTH	۰/۱۴۸	۰/۱۳۵	۱/۸۱۰	-۰/۳۵۱	۰/۳۱۷
جریان نقد عملیاتی	CFO	۰/۱۳۴	۰/۱۱۹	۰/۴۱۸	-۰/۲۵۸	۰/۱۵۲
اهرم مالی	LEV	۰/۶۸۱	۰/۶۵۲	۰/۹۱۲	۰/۱۸۹	۰/۱۴۱
انحراف معیار فروش	StdSALE	۰/۲۱۰	۰/۱۸۵	۰/۳۱۶	۰/۰۸۱	۰/۱۲۷
ب. متغیرهای مجازی						
نام متغیر	شرح	فراوانی	درصد			
DISTD	خالص وجوه پرداختی به طلبکاران	۰	۶۱۲	۰/۶۲۵		
		۱	۳۶۸	۰/۳۷۵		
DISTEQ	خالص وجوه پرداختی به سهامداران	۰	۷۴۴	۰/۷۵۹		
		۱	۲۳۶	۰/۲۴۱		

آمار استنباطی

برای انتخاب بین روش رگرسیون تلفیقی و مدل اثرات ثابت از آزمون چاو استفاده شد.

در این آزمون، فرضیه صفر بیانگر برابری ضرایب و عرض از مبدأ در شرکت های مورد بررسی بوده و از این رو عدم تایید فرضیه صفر مبین استفاده از روش داده های تابلویی (مدل اثرات ثابت) و پذیرش فرضیه صفر بیانگر استفاده از روش داده های تلفیقی می باشد. در فرایند انتخاب بین دو مدل اثرات تصادفی و مدل اثرات ثابت، از آزمون هاسمن استفاده می شود. آزمون مزبور بر پایه وجود همبستگی بین متغیرهای مستقل و اثرات انفرادی طراحی شده است. در صورتی که جز خطای تصادفی (اثر انفرادی) با متغیرهای توضیحی همبستگی داشته باشد، در آن صورت مدل اثر تصادفی تورش دار بوده و در چنین حالتی لازم است مدل اثر ثابت بکار گرفته شود. با توجه به اینکه سطح احتمال محاسبه شده برای هر دو آماره چاو و هاسمن کوچکتر از ۵ درصد می باشد، بنابراین نتایج آزمون (به شرح جدول ۴) بیانگر عدم تایید فرضیه صفر و لزوم استفاده از روش داده های پانلی به روش اثر ثابت می باشد.

بررسی مفروضات رگرسیون

قبل از ارائه نتایج یافته ها، لازم است فرض کلاسیک رگرسیون به شرح زیر بررسی شوند:

الف. آزمون هم خطی متغیرهای توضیحی. به منظور بررسی وجود یا عدم وجود هم خطی بین متغیرهای پژوهش از ضرایب همبستگی پیرسون استفاده شد. نتایج به دست آمده نشان داد که هم خطی شدیدی بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد.

ب. آزمون ناهمسانی واریانس. در این پژوهش به منظور بررسی همسانی واریانس ها در داده های ترکیبی از آزمون والد تعدیل شده استفاده شده است. به دلیل در دسترس نبودن آزمون مزبور در ایویوز، از نرم افزار استاتا برای انجام آن استفاده شد. در آزمون مزبور، فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس ها و فرض مخالف آن ناهمسانی واریانس ها در نظر گرفته می شود. نتایج حاصله (جدول ۵)، نشان از ناهمسانی واریانس دارد که برای رفع آن از روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی (EGLS) استفاده شده است.

پ. آزمون عدم وجود خودهمبستگی: به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر از آماره دورین واتسون استفاده شده است. آماره دورین - واتسون محاسبه و گزارش شده در ذیل جدول ۵ بیانگر عدم وجود خودهمبستگی بوده و استقلال باقیمانده های اجزای خطا را نشان می دهد.

آزمون مانایی. به منظور اطمینان از نتایج پژوهش و ساختگی نبودن روابط موجود در

رگرسیون و معنی دار بودن متغیرها اقدام به انجام آزمون مانایی و محاسبه ریشه واحد متغیرهای پژوهش گردید (جدول ۴).

جدول ۴: نتایج آزمون ریشه واحد برای متغیرها (آزمون مانایی)

نتیجه	روش آزمون				متغیر
	فیشر-دیکی فولر		ایم، پسران و شین		
H ₀ رد می‌شود	احتمال	آماره	احتمال	آماره	
متغیر مانا است	۰/۰۰۰۵	۱۷۲/۸۸۰	۰/۰۰۰۰	-۵/۸۸۱	CON
متغیر مانا است	۰/۰۰۰۰	۲۳۵/۳۰۲	۰/۰۰۰۰	-۷/۱۰۱	EXCASH
متغیر مانا است	۰/۰۰۰۰	۱۸۹/۲۶۵	۰/۰۰۰۰	۱۰/۲۴۲	MTB
متغیر مانا است	۰/۰۰۰۱	۲۰۴/۹۷۰	۰/۰۰۰۰	-۴/۶۱۵	SIZE
متغیر مانا است	۰/۰۰۰۰	۲۸۵/۷۴۱	۰/۰۰۰۰	-۹/۱۰۷	GROWTH
متغیر مانا است	۰/۰۰۰۰	۱۵۹/۸۰۳	۰/۰۰۰۰	-۴/۱۲۱	LEV
متغیر مانا است	۰/۰۰۰۰	۲۱۱/۶۰۹	۰/۰۰۰۰	-۶/۲۱۹	StdSALE

آزمون مزبور با استفاده از نرم افزار Eviews انجام گردید. وجود متغیرهای غیر مانا در مدل‌های رگرسیونی باعث می‌شود که آزمون‌های تی‌استیودنت و فیشر اعتبار لازم را نداشته باشد. نتایج آزمون مانایی نشان می‌دهد که متغیرهای پژوهش در سطح ۵ درصد مانا بوده و در نتیجه فرضیه صفر مبنی بر ریشه واحد داشتن متغیرها پذیرفته نمی‌شود.

آزمون فرضیه‌ها و تحلیل مدل

فرضیه اول پژوهش عنوان می‌کند که وجوه نقد مازاد رابطه مستقیمی با محافظه کاری دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های مزبور با استفاده از روش EGLS در جدول ۵ ارائه گردیده است. همانگونه که از نتایج مشخص می‌باشد؛ متغیر مستقل وجوه نقد مازاد در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار بوده و نوع رابطه مثبت حاکی از تاثیر مستقیم متغیر مزبور بر محافظه کاری شرطی است. بنابراین با توجه به نتایج بدست آمده، فرضیه اول پژوهش مبنی بر اینکه وجوه نقد مازاد رابطه مستقیمی با محافظه کاری دارد، مورد تایید قرار می‌گیرد.

جدول ۵: نتایج آزمون فرضیه				
Model: $CON_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EXCASH_{i,t-1} + \beta_2 DISTD_{t-1} + \beta_3 DISTEQ_{t-1} + \beta_4 EXCASH_{i,t-1} * DISTD_{t-1} + \beta_5 EXCASH_{i,t-1} * DISTEQ_{t-1} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 MTB_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \beta_9 Growth_{it} + \beta_{10} CFO_{it} + \beta_{11} StdSALE_{it} + \varepsilon_{it}$				
P-value	آماره t	خطای استاندارد	ضریب برآورد شده	متغیر
۰/۰۰۰	۴/۵۸۳	۰/۰۲۷	۰/۱۲۷	C
۰/۰۱۸	۲/۳۶۳	۰/۰۳۰	۰/۰۷۳	EXCASH
۰/۰۷۰	-۱/۸۱۳	۰/۰۰۸	-۰/۰۱۵	DISTD
۰/۰۰۰	-۳/۸۲۰	۰/۰۰۴	-۰/۰۱۷	DISTEQ
۰/۱۰۷	-۱/۶۱۰	۰/۰۲۲	-۰/۰۳۶	DISTDEXCASH
۰/۰۴۸	-۱/۹۷۹	۰/۰۱۴	-۰/۰۲۸	DISTEQEXCASH
۰/۰۱۱	-۲/۵۵۱	۰/۰۴۶	-۰/۱۱۷	SIZE
۰/۰۲۴	-۲/۲۶۴	۰/۰۲۷	-۰/۰۶۲	MTB
۰/۰۵۹	۱/۸۸۳	۰/۰۵۰	۰/۰۹۵	LEV
۰/۰۹۱	۱/۶۸۹	۰/۰۶۱	۰/۱۰۴	GROWTH
۰/۰۳۸	-۲/۰۸۵	۰/۰۴۲	-۰/۰۸۹	CFO
۰/۰۶۴	۱/۸۵۸	۰/۰۰۴	۰/۰۰۹	StdSALE
(۰/۰۰۰)	آزمون والد (معنی داری)		(۰/۰۰۰) ۲۹/۰۸۷	آزمون F
(۰/۰۰۰)	آزمون چاو (معنی داری)		(۰/۱۸۰) ۱/۰۹۵	آزمون ولدریج
(۰/۰۰۰)	آزمون هاسمن (معنی داری)		۰/۵۴۲	ضریب تعیین تعدیل شده

فرضیه‌های دوم و سوم تحقیق به ترتیب عنوان می‌کنند که با افزایش خالص وجوه پرداختی به سهامداران و نیز خالص وجوه پرداختی به طلبکاران، شدت رابطه مثبت بین وجوه نقد مازاد و محافظه کاری، کاهش می‌یابد. نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که خالص وجوه پرداختی به سهامداران و نیز خالص وجوه پرداختی به طلبکاران به ترتیب در سطح اطمینان ۹۵ و ۹۰ درصد رابطه معکوسی با متغیر وابسته محافظه کاری دارد. منفی و معنی دار بودن ضرایب متغیر تعاملی خالص وجوه پرداختی به سهامداران و وجوه نقد مازاد (DISTEQEXCASH) نشان دهنده اثر تعدیلی متغیر مزبور بر رابطه بین وجوه نقد مازاد و محافظه کاری بوده و نشان می‌دهد که اثر مستقیم وجوه نقد مازاد بر محافظه کاری

در شرکت‌هایی که به سهامداران، وجوه نقد بیشتری می‌پردازند، در مقایسه با سایر شرکتها کمتر است. ضریب تاثیرگذاری متغیر وجوه نقد مازاد بر محافظه کاری در شرکت‌هایی که خالص پرداختی آنان به سهامداران بالاتر است معادل $0/045$ ($0/028 - 0/073$) می‌باشد که در مقایسه با ضریب تاثیرگذاری سایر شرکت‌ها ($0/073$)، پایین تر است. این موضوع به این معنی است که فرضیه دوم پژوهش مبنی بر اینکه با افزایش خالص پرداختی به سهامداران، رابطه مثبت بین وجوه نقد مازاد و محافظه کاری تعدیل می‌یابد، تایید می‌شود. بررسی سطح معنی داری متغیر تعاملی خالص وجوه پرداختی به طلبکاران و وجوه نقد مازاد (DISTDEXCASH) نشان می‌دهد که متغیر مزبور رابطه معنی داری با متغیر وابسته محافظه کاری نداشته و در نتیجه فرضیه سوم تحقیق مبنی بر نقش تعدیل کنندگی خالص وجوه پرداختی بر رابطه بین وجوه نقد مازاد و محافظه کاری تایید نمی‌شود. شاخص نیکویی برازش مدل یعنی مقدار آماره F در سطح اطمینان ۹۵ درصد، معنادار بوده و این موضوع حاکی از اعتبار کلی مدل می‌باشد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که متغیرهای استفاده شده در مدل فوق، ۵۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند.

بحث و نتیجه گیری

در این پژوهش به بررسی رابطه وجوه نقد مازاد و محافظه کاری شرطی با تاکید بر نقش تعدیل کننده خالص وجوه پرداختی به سهامداران و طلبکاران پرداخته شد. به منظور محاسبه محافظه کاری شرطی، روش خان و واتس (۲۰۰۹) به کار گرفته شد. همچنین جهت محاسبه وجوه نقد مازاد از مدل رگرسیونی اپلر (۱۹۹۹) استفاده شد. بر اساس نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها، رابطه مستقیم و معنی داری بین وجوه نقد مازاد و محافظه کاری مشاهده شد.

به نظر می‌رسد نتیجه فوق منطبق با مبانی نظری تحقیق باشد که عنوان می‌کند اعمال محافظه کاری در گزارشگری مالی می‌تواند موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شده و این امر تأمین مالی را برای شرکت‌ها تسهیل نموده و در نتیجه نیاز به نگهداری وجه نقد را کاهش می‌دهد. بدین ترتیب این انتظار منطقی وجود دارد که در شرکت‌هایی که با مشکل وجوه نقد مازاد مواجه هستند، تقاضا برای محافظه کاری بیشتر بوده و این شرکتها بتوانند با اتخاذ سیاست‌های محافظه کارانه، موجبات کاهش فرصت طلبی مدیریت را فراهم نموده و

به افزایش ارزش شرکت کمک نمایند (بال و شیواکومار، ۲۰۰۶، واتس، ۲۰۰۳، واتس و زیمرمن، ۱۹۹۰). همچنانکه برخی از مطالعات نشان می‌دهد که محافظه کاری می‌تواند با تشویق به استفاده کارآمدتر از وجه نقد، از زیان ناشی از نگهداشت دارایی‌های نقد جلوگیری نماید (لوییس، سان و ارکان، ۲۰۱۲). در عین حال، یافته فوق منطبق با نتایج‌ها (۲۰۱۹)، فرانسیس و مارتین (۲۰۱۷)، ویباوا و واردهانی (۲۰۱۷) و ایزدی نیا و طباطبایی (۱۳۹۴) می‌باشد.

یافته‌های تحقیق همچنین حاکی از آن است که خالص وجوه پرداختی به سهامداران بر شدت رابطه بین وجوه نقد مازاد و محافظه کاری، اثرگذار بوده و باعث تعدیل رابطه مستقیم بین دو متغیر مزبور می‌شود. همانگونه که پیشتر نیز اشاره شد، وجوه نقد مازاد که خود ریشه در عدم تقارن اطلاعاتی دارد، منجر به تشدید مشکل نمایندگی بین مدیران و سهامداران می‌شود. وجود چنین تضادی، می‌تواند تقاضا برای محافظه کاری را در شرکتها افزایش دهد. بنابراین به نظر می‌رسد که مولفه‌هایی نظیر توزیع سود نقدی بین سهامداران و یا بازخرید سهام، به جهت ایجاد محدودیت در مصرف جریان نقد آزاد، بتوانند در قالب مکانیزم‌های نظارتی در کاهش تقاضا برای محافظه کاری موثر باشند.

با توجه به نتایج فوق، به نظر می‌رسد که شرکتها با اعمال سیاست‌های محافظه کارانه بتوانند به واسطه اعمال نظارت بر مدیران، انگیزه‌هایی را برای تصمیمات سرمایه‌گذاری کارا به وجود آورده و در نهایت موجبات کاهش مشکلات نمایندگی را فراهم و از انباشت بی‌رویه وجوه نقد ممانعت به عمل آورند. در عین حال به جهت اثری که وجوه پرداختی به سهامداران در تعدیل رابطه مثبت بین وجوه نقد مازاد و محافظه کاری دارد، می‌توان ادعا نمود که چنین پرداختهایی می‌تواند نقش مکمل یا جایگزین را برای محافظه کاری بازی کرده و با کاهش هزینه‌های نمایندگی، به مدیریت بهینه وجه نقد کمک نماید. به منظور انجام تحقیقات آتی نیز پیشنهاد می‌شود پژوهشگران اثر محافظه کاری غیر شرطی را نیز بر رابطه بین متغیرهای تحقیق مورد بررسی قرار داده و همچنین اثر متقابل محافظه کاری حسابداری را نیز بر وجوه نقد مازاد مطالعه نمایند.

یادداشتها:

- | | |
|-----------------------|------------------------|
| 1. Mikkelson & Partch | 2. Jensen |
| 3. Guney et al. | 4. Bhattacharya |
| 5. Ball & Shivakumar | 6. Watts |
| 7. Zimmerman | 8. Louis, Sun & Urcan |
| 9. Ahmed & Duellman | 10. García Lara et al. |
| 11. Harvey et al. | 12. Opler |
| 13. Myeres & Majluf | 14. Jensen & Meckling |
| 15. Ferreira & Vilela | 16. Harvey |
| 17. Atwa | 18. Francis & Martin |
| 19. Wibawa & Wardhani | 20. Beatty |
| 21. Khan & Watts | 22. Basu |

منابع

- احمدزاده، حمید و سروش یار، افسانه. (۱۳۹۴). ارزیابی نقش محافظه کاری حسابداری و کیفیت سود بر ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله دانش حسابداری*، ۶(۲۱)، ۱۵۱-۱۷۲.
- اصولیان، محمد، تجویدی، الناز و پازوکی، یاسمن. (۱۴۰۰). وجه نقد مازاد، ارزش شرکت و ریسک نقدشوندگی سهام در شرکت‌های دارای فرصت رشد یا محدودیت مالی، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۸(۲)، ۲۴۸-۲۷۳.
- ایزدی نیا، ناصر و طباطبایی، سیده زهرا. (۱۳۹۴). تأثیر وجه نقد مازاد بر اثرگذاری محافظه کاری حسابداری بر پرداخت سود سهام، *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۷(۳)، ۱۷-۳۶.
- ایزدی نیا، ناصر، حاجیان نژاد، امین و قانندی‌ها، حمید رضا. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر محافظه کاری شرطی و غیرشرطی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری، *پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی*، ۲(۳): ۲۳-۴۶.
- رضازاده، جواد و آزاد، عبدالله. (۱۳۸۷). رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در گزارشگری مالی، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۵(۵۴)، ۶۳-۸۰.
- فروغی، داریوش و ساکیانی، امین. (۱۳۹۶). تاثیر سود سهام پرداختی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام با در نظر گرفتن اثر جریان نقد آزاد و عدم تقارن اطلاعاتی، *پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی*، ۶(۱۱): ۱۳۱-۱۵۸.

منصورفر، غلامرضا، حجازی، رضوان و نوری فر، زینب. (۱۳۹۹). نقش توزیع وجه نقد به سهامداران بر رابطه بین هزینه نمایندگی و محافظه کاری مشروط، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۹(۲۶)، ۱۱۵-۱۳۸.

مهرانی، ساسان، شیخی، کیوان و پارچینی، مهران. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین محافظه کاری در گزارشگری مالی و میزان نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۲(۷)، ۱۷-۳۳.

Ahmadzadeh, H., & Soroushyar, A. (2015). Role of Accounting Conservatism and Earnings Quality on Marginal Value of Cash Holdings in Companies Listed in Tehran Stock Exchange, *Journal of Accounting Knowledge*, 6(21), 155-176. [In Persian].

Ahmed, A.S., & Duellman, S. (2011). Evidence on the Role of Accounting Conservatism in Monitoring Managers' Investment Decisions. *Accounting & Finance*, 51(3), 609-633.

Al-Najjar, B. & Hussainey, K. (2009). The Association between Dividend Payout and Outside Directorships. *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 10, No. 1, Pp. 4- 19

Atwa, R., Bsoul, R., Kharabsheh, B. & Azzam, M. (2022). The Association between Accounting Conservatism and Cash Holding, Dividends and Leverage, *Academic Journal of Interdisciplinary Studies*, 11(4), 204-213.

Ball, R. A. Y. & Shivakumar, L. (2006). The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition. *Journal of Accounting Research*, 44(2), 207-242.

Basu, S. (1997). The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 3-37.

Bhattacharya, U., Daouk, H. and Welker, M. (2003), The world pricing of earnings opacity, *Accounting Review*, 78, 641-678.

Beatty, A., Weber, J. & Yu, J. J. (2008). Conservatism and debt. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 154-174.

Chay, J.B., & Jungwon Suh. (2009). Characteristics of Institutional Investors and Discretionary Accruals. *International Journal of Accounting and Information Management*, 17(1), 5-26.

Easley, D., Hvidkjaer, S., O'Hara, M., (2002), "Is Information Risk a Determinant of Asset Returns?", *Journal of Finance* 57(5), 2185-2221.

Ferreira, M., & Vilela, A. (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries, *European Financial Management*, 10, 295-319.

- Foroghi, D., & Sakiani, A. (2018). The Effect of Dividend Payment on Future Stock Price Crash Risk with Considering Effect Free Cash Flow and Information Asymmetric, *Journal of Applied Research in Financial Reporting*, 6(11): 131-158. [In Persian].
- Francis, J. R. & Martin, X. (2017). Acquisition profitability and timely loss recognition, *Journal of Accounting and Economics*, 49(1-2), 161-178.
- García Lara, J.M., Garcia Osma, B. & Penalva, F. (2016). Conditional conservatism and firm investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 61, 221-238.
- Guney, Y., Ozkan, A. & Ozkan, N. (2009), "International Evidence on The Non-Linear Impact of Leverage on Corporate Cash Holdings", *Journal of Multinational Financial Management*, 17, 157-192.
- Ha, Joohyung. (2019). Agency costs of free cash flow and conditional conservatism, *Advances in Accounting*, Volume 46, <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2019.04.002>.
- Harvey, C. R., Lins, K. V. & Roper, A. H. (2004). The effect of capital structure when expected agency costs are extreme. *Journal of Financial Economics*, 74(1), 3-30.
- Izadinia, N., Tabatabaei, S.Z. (2015). The Impact of Excess Cash on Conservatism Influence on Dividend Payout, *Financial Accounting Research*, 7(3): 17-36. [In Persian].
- Izadinia, N., Hajiannejad, A, Ghaediha, H.R. (2013). An Investigation of Conditional and Unconditional Conservatism Effects on Corporate Investment Behavior, *Journal of Applied Research in Financial Reporting*, 2(3): 29-46. [In Persian].
- Osoolian, M., Tajvidi, E. & Pazouki, Y. (2021). Investigating Excess Cash, Firm Value and Stock Liquidity Risk in Firms with Growth Opportunities or Financial Constraints, *Accounting and Auditing Review*, 28(2), 248-273. [In Persian].
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of FCF, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- 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.
- Khan, M., & Watts, R. L. (2009). Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 132-150.
- Louis, H., Sun, A. X. & Urcan, O. (2012). Value of cash holdings and accounting conservatism, *Contemporary Accounting Research*, 29(4), 1249-1271.

- Mansourfar, G., Hejazi, R. & Nourifar, Z. (2020). Cash Distributions to Shareholders and The Relation between Agency Costs and Conditional Conservatism, *Journal of Empirical Research in Accounting*, 9(26): 115-138. [In Persian].
- Mehrani, S., Sheykhi, H. & Parchini, M. (2013). The Investigation the Relationship between the Conservatism in the Financial Reporting and the Cash Holdings of the Listed Companies in TSE, *Journal of Empirical Research in Accounting*, 2(7): 17-33. [In Persian].
- Myeres, S., & Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Finance Economics*, 13, 187-221.
- Mikkelson, W. H. & Partch, M. M. (2003). Do persistent large cash reserves hinder performance? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(2), 275-294.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46.
- Ozkan, A. and Ozkan, N. (2004), "Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies", *Journal of Banking & Finance*, 28(9), 103-134.
- Rezazadeh, J. & Azad, A. (2009). The Link between Information Asymmetry and Conservatism in Financial Reporting, *Accounting and Auditing Review*, 15(54), 63-80. [In Persian].
- Smith, C., Watts, R.L., (1992), "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies", *Journal of Financial Economics* 32, PP. 263-292.
- Watts, R. L. (2003a). Conservatism in accounting, part I: Explanations and implications. *Accounting Horizons*, 17(3), 207-221.
- Watts, R. L. (2003b). Conservatism in accounting, part II. Evidence and research opportunities. *Accounting Horizons*, 17(4), 287-301.
- Watts, R. L. & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: A ten year perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131-156.
- Wibawa, B. A. & Wardhani, R. (2018). The Effect of Conditional Conservatism and Agency Cost on Investment-Cashflow Sensitivity. *International Research Journal of Business Studies*, 10(2), 69-88.