

مجله دانش حسابداری / سال ششم / ش ۲۱ / تابستان ۱۳۹۴ / ص ۱۵۱ تا ۱۷۲

## ارزیابی نقش محافظه‌کاری حسابداری و کیفیت سود بر ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر حمید احمدزاده\*

دکتر افسانه سروش یار\*\*

### چکیده

یکی از مهمترین تصمیمات مالی مدیران تعیین سطح نگهداشت وجه نقد است. بررسی نتایج بسیاری از تحقیقات پیشین مؤید این واقعیت است که عدول از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد قادر است عملکرد شرکت و ارزش بازار آن را تضعیف نماید. در این راستا هدف پژوهش حاضر پاسخ به این سؤال است که آیا محافظه‌کاری در حسابداری و کیفیت سود قادر است ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد را بهبود بخشد. افزون بر این نقش محافظه‌کاری بر ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده در سطوح مختلف محدودیت تأمین مالی مورد مطالعه قرار می‌گیرد. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از تحلیل رگرسیون چند متغیره و اطلاعات مالی ۱۱۱ شرکت عضو نمونه بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۱ استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که محافظه‌کاری ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد را بهبود می‌بخشد. همچنین افزایش میزان محدودیت در تأمین مالی از نقش محافظه‌کاری در

---

\* عضو هیأت علمی گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرج، کرج، ایران.

\*\* عضو هیأت علمی گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اصفهان (خوراسگان)، اصفهان، ایران

نویسنده مسئول مقاله: حمید احمدزاده (Email: zhamidz@gmail.com)

این مقاله مستخرج از طرح پژوهش می‌باشد و با حمایت دانشگاه آزاد اسلامی کرج به رشته تحریر درآمده است.

تاریخ پذیرش: ۹۴/۳/۲

تاریخ دریافت: ۹۳/۵/۳

بهبودبخشی به ارزش‌بازار وجه‌نقد می‌کاهد. نتیجه دیگر تحقیق حاکی از رابطه منفی کیفیت سود و ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد است.

**واژه‌های کلیدی:** محافظه‌کاری حسابداری، کیفیت سود، نگهداشت وجه‌نقد، ارزش بازار شرکت

## مقدمه

دستیابی به رشد بلند مدت اقتصادی، مستلزم تخصیص بهینه منابع در سطح اقتصاد ملی است و این مهم بدون وجود بازار سرمایه کارآمد به سهولت امکان پذیر نیست. تخصیص بهینه منابع در بازار سرمایه نیازمند ارائه اطلاعات به موقع و مربوط به سرمایه‌گذاران جهت یاری نمودن آنان در اتخاذ تصمیماتی است که به حداکثر رساندن ثروت آن‌ها می‌انجامد. در مقابل عدم دسترسی به اطلاعات، بروز مشکلاتی را برای سرمایه‌گذاران و سایر ذینفعان واحد اقتصادی به همراه خواهد داشت. مسائل نامطلوب اطلاعاتی از عدم تقارن اطلاعاتی و انگیزه‌های متضاد سرمایه‌گذاران و مدیران ناشی می‌شود، که این امر به هم ریختگی عملکرد بازار سرمایه را موجب می‌گردد.

وجه نقد به عنوان یکی از مهم‌ترین اجزای سرمایه در گردش، همواره مورد توجه خاص مدیران و سرمایه‌گذاران قرار داشته است. نگهداشت وجه نقد در شرکت، علی‌رغم وجود مزایایی چون توانایی انجام معاملات تجاری، توانایی مواجهه با وقایع احتمالی، انعطاف‌پذیری به منظور تأمین مالی از محل منابع داخلی و اجتناب از، تضییع فرصت‌های سرمایه‌گذاری به هنگام محدودیت در تأمین مالی خارجی، زمینه‌ساز ایجاد مشکلاتی چون افزایش بالقوه سرمایه‌گذاری‌های غیربهره‌بخش به دلیل مسائل نمایندگی است (باوم و همکاران، ۲۰۰۴). در حضور مسائل نمایندگی که از عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و مالکان سرچشمه می‌گیرد، مدیران مایلند به جای توزیع وجوه در دسترس بین سهامداران، وجوه را به نفع خود و به هزینه سهامداران در شرکت نگهداری کنند. این امر باعث می‌شود که بازار به نگهداری وجوه‌مازاد که به دلیل مسائل نمایندگی شکلی پایدار به خود گرفته است، واکنشی منفی نشان داده و با کاهش بازده سهام، شرکت را جریمه نماید (لی و پاول، ۲۰۱۱).

برخی معتقدند اعمال رویه‌های حسابداری محافظه کارانه از طریق شناسایی زود هنگام زیان و تأخیر در شناسایی سود می‌تواند به عنوان جایگزینی برای نظارت برون سازمانی باعث کاهش تضادهای نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی شده و هزینه‌های ناشی از نگهداشت وجه نقد را تقلیل دهد. کاهش هزینه‌های نگهداری وجه نقد خود بهبود ارزش شرکت را در پی خواهد داشت. افزون بر این، کیفیت سود نیز عاملی تأثیرگذار بر میزان نگهداری وجه نقد بوده و واکنش بازار را در پی خواهد داشت. از این رو پژوهش حاضر بر آن است تا به مطالعه نقش محافظه کاری و کیفیت سود در رابطه بین تغییرات نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت بپردازد. رابطه فوق با لحاظ نمودن متغیرهایی چون محدودیت سرمایه نیز مورد بررسی قرار خواهد گرفت. در ادامه مقاله به بررسی ادبیات و پیشینه تحقیق پرداخته می‌شود؛ سپس فرضیه پژوهش و روش پژوهش بیان شده و در بخش بعدی، جامعه و نمونه آماری بررسی خواهد شد. در پایان یافته‌های تحقیق و سپس نتیجه‌گیری پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی مطرح می‌گردد.

### مروری بر ادبیات و پیشینه تحقیق

محافظه کاری یکی از محدودیت‌های حسابداری و گزارشگری مالی است که می‌تواند عاملی بازدارنده در جلوگیری از اندازه‌گیری‌های خوش‌بینانه مدیران باشد. در بیانیه مفهومی شماره دو هیأت تدوین استانداردهای حسابداری آمریکا (FASB) محافظه کاری به عنوان «واکنش محتاطانه نسبت به عدم اطمینان به منظور حصول اطمینان کافی از در نظر گرفتن ماهیت عدم اطمینان و ریسک در شرایط تجاری» تعریف شده است (هیأت استانداردهای حسابداری مالی<sup>۳</sup>، ۱۹۹۵). در واقع محافظه کاری را می‌توان محصول ابهام دانست (رضازاده و آزاد، ۱۳۸۷). اعمال محافظه کاری در تنظیم صورت‌های مالی به کاربرد صورت‌های مالی در قراردادهای استقراض، قراردادهای پاداش مدیران، دعاوی حقوقی و مالیات قابل انتساب است. در کلیه موارد فوق، محافظه کاری از عدم تقارن اطلاعاتی و عدم تقارن توابع زیان طرفین قرارداد، طرفین دعاوی حقوقی و مالیات دهنده و مالیات گیرنده ناشی می‌شود

(لافوند و واتز، ۲۰۰۸) عدم تقارن اطلاعاتی، شرایطی است که در آن حالات و گزینه‌های تصمیم‌گیری برای طرفین قرارداد به طوری است که کسان معلوم و مشخص نباشد و در نتیجه پیامد خاصی توسط یکی از طرفین در نظر گرفته نشود (هندریکسان و ون بردا، ۱۹۹۲). عدم تقارن اطلاعاتی افراد داخل شرکت (از جمله مدیران) و سرمایه‌گذاران خارج از شرکت باعث ایجاد تقاضا برای محافظه‌کاری می‌شود؛ زیرا محافظه‌کاری انگیزه و توانایی مدیران را در دستکاری اعداد حسابداری کاهش داده و باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و زیان‌های ناشی از آن می‌شود. هر چه عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد داخل و سرمایه‌گذاران خارج از شرکت بیشتر باشد، تقاضا برای محافظه‌کاری بیشتر خواهد بود (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۲). از این رو بسیاری از مباحث محافظه‌کاری مربوط به نقش آن در کاهش تضاد منافع بین مالکان، مدیران و بستانکاران و کاهش هزینه‌های بدهی است (واتز، ۲۰۰۳) به بیان دیگر رویه‌های محافظه‌کارانه در برابر انگیزه‌ها و تمایلات مدیریت ایستادگی کرده و ریسک سرمایه‌گذاری در سهام و سقوط احتمالی قیمت سهام را کاهش می‌دهد (لافوند و واتز، ۲۰۰۸).

از دیرباز وجه نقد به لحاظ عینیت آن به عنوان شاخصی از تداوم فعالیت و توانایی شرکت در انجام عملیات بدون مواجهه با مشکلات مالی و نیز به عنوان ابزاری جهت بهره‌برداری از فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری سودآور، مورد توجه استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی قرار داشته است. در مقابل سیال بودن وجه نقد و امکان سوء استفاده از آن، نگرانی‌هایی را در خصوص نگهداشت وجه نقد در شرکت به همراه داشته است. به عنوان مثال، عدم تقارن اطلاعاتی منجر به فزونی تمایل مدیران به پذیرش پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی (NPV) منفی و گسترش حکمرانی آن‌ها در شرکت می‌شود، که این امر کاهش ارزش نگهداشت وجه نقد را به همراه خواهد داشت. چنانچه محرک اصلی این کاهش ارزش، سرمایه‌گذاری بیش از حد<sup>۷</sup> شرکت باشد، انتظار می‌رود محافظه‌کاری بر ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد، تأثیری مثبت داشته باشد؛ چرا که محافظه‌کاری؛ شناسایی سریع تر زیان‌های ناشی از عملکرد ضعیف پروژه‌ها را ایجاد می‌کند که این خود احتمال

رسیدن به آستانه نقض قراردادهای بدهی و متعاقباً به مخاطره افتادن امنیت شغلی مدیر را به همراه خواهد داشت. بدین ترتیب انگیزه پذیرش پروژه‌هایی با NPV منفی کاهش خواهد یافت (بال و شیواکومار<sup>۸</sup>، ۲۰۰۵).

به اعتقاد واتز (۲۰۰۳) رویه‌های حسابداری محافظه کارانه به واسطه استفاده کارا از وجه نقد نگهداری شده می‌تواند باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی مرتبط با انگیزه‌های متضاد، بین سهامداران و مدیران گردد. بویژه محافظه کاری با ایجاد انگیزه پیش آزمون سرمایه گذاری‌ها و تسهیل نظارت بر تصمیمات سرمایه گذاری مدیران پس از اجرا، کاهش ارزش نگهداشت وجه نقد مازاد را تقلیل می‌دهد. برخی معتقدند که محافظه کاری به مدیران و سهامداران امکان دریافت سریع تر علائم مربوط به سودآوری پروژه‌های پذیرفته شده را می‌دهد. چنین علائمی فرصت مداخله به موقع و اتخاذ تصمیمات اصلاحی همچون کنارگذاشتن پروژه‌هایی با NPV منفی یا جایگزین کردن مدیران مسئول این پروژه‌ها را فراهم می‌سازد (لویس و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۱۱). از این رو، محافظه کاری، انگیزه مدیران را برای پذیرفتن پروژه‌های ضایع کننده ارزش کاهش می‌دهد (واتز، ۲۰۰۳).

بیدل و هیلری<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۶) نیز چنین استدلال می‌کنند که شرکت‌های با کیفیت گزارشگری مالی بالا، عدم تقارن اطلاعاتی کمتری دارند و حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه گذاری نیز ارتباطی منفی با کیفیت گزارشگری مالی دارد. بیدل و همکاران<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۹) دریافتند که کیفیت بالاتر گزارشگری مالی، از طریق تقلیل سرمایه گذاری بیش از حد یا سرمایه گذاری کمتر از حد نرمال<sup>۱۲</sup>، کارایی سرمایه گذاری را بهبود می‌بخشد (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). افزون بر این، با افزایش محدودیت در تأمین مالی، شرکت ناچار به نگهداری وجوه نقد بیشتری است تا بتواند در مواقع عدم دسترسی به منابع خارجی از وجوه نقد موجود در شرکت استفاده نماید. از این رو به نظر می‌رسد بازار این اقدام شرکت را منطقی تشخیص داده و واکنش منفی کمتری نشان دهد. بدین ترتیب محدودیت در تأمین مالی خود به عنوان یک عامل بهبود دهنده ارزش وجوه نقد نگهداری شده تلقی شده و نقش محافظه کاری در بهبود ارزش شرکت کمرنگ تر می‌شود.

وجود تضاد منافع بین مدیران و سرمایه‌گذاران، احتمال دستکاری سود توسط تهیه‌کنندگان اطلاعات را افزایش می‌دهد. از این رو کیفیت سود عاملی مؤثر در تعیین ارزش بازار شرکت است. چنین به نظر می‌رسد که با افزایش کیفیت سود، شرکت راحت‌تر و با هزینه‌ای کمتر قادر به تأمین مالی خواهد بود. از این رو نگهداری مقادیر زیاد وجه نقد ضرورتی ندارد. بدین ترتیب در شرکت‌های دارای کیفیت سود بالاتر، نگهداشت وجه نقد مازاد، منجر به واکنش منفی بازار و کاهش ارزش بازار شرکت خواهد شد. در ادامه به برخی از تحقیقات انجام شده در این رابطه اشاره می‌شود.

**کوسنادی و همکاران<sup>۱۳</sup>(۲۰۱۵)** به بررسی چگونگی اثرگذاری توسعه سازمانی و مالکیت دولت بر نگهداشت وجه نقد پرداختند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد شرکت‌های مستقر در ایالت‌هایی که دارای نهادهای دولتی توسعه یافته بیشتر هستند وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند. همچنین اثر مثبت توسعه سازمانی بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌هایی که فاقد مالکیت دولتی هستند برجسته‌تر است. **ونگ و همکاران<sup>۱۴</sup>(۲۰۱۴)** اثر تورم و چرخه عملیاتی را در بازار سرمایه چین مورد بررسی قرار داده و دریافتند که بین شاخص قیمت مصرف‌کننده و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه منفی و معنادار وجود دارد، اما هنگامی که تورم به سطح مشخصی برسد این رابطه بر عکس می‌شود. نتیجه دیگر پژوهش حاکی از این است که با طولانی‌تر شدن چرخه عملیاتی، شرکت وجه نقد کمتری نگهداری می‌کند، لیکن هنگامی که تورم به سطح مشخصی برسد به منظور کاهش ریسک، نگهداشت وجه نقد افزایش می‌یابد.

**النجار<sup>۱۵</sup>(۲۰۱۳)** عوامل تعیین‌کننده نگهداشت وجه نقد به‌ویژه ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود در کشورهای در حال توسعه (روسیه، هند، چین و برزیل) را مورد بررسی قرار داده است. یافته‌های پژوهش از تأثیرگذاری قابل ملاحظه ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود و اندازه شرکت بر نگهداشت وجه نقد حکایت می‌کند. **هارفورد و همکاران<sup>۱۶</sup>(۲۰۱۲)** اثر افق زمانی سرمایه‌گذاران را بر نگهداشت وجه نقد شرکت مورد بررسی قرار دادند. این پژوهش سه نتیجه عمده در برداشت: اولاً، شرکت‌هایی که دارای سرمایه‌گذارانی با افق

زمانی طولانی تر هستند وجه نقد بیشتری نگهداری می کنند. ثانیاً، شرکت هایی که وجوه نقد مازاد نگهداری می کنند، سرمایه گذاری آن ها کمتر و پرداخت های آن ها به سهامداران بیشتر است. ثالثاً، استفاده سود آور آن ها از وجوه مازاد در قیمت سهام منعکس می شود.

**لوئیس و همکاران (۲۰۱۱)** به بررسی تأثیر محافظه کاری حسابداری بر کاهش ارزش نگهداشت وجه نقد مازاد پرداختند. آنان دریافتند که در سیستم حسابداری محافظه کارانه، ارزش نگهداشت هر دلار وجه نقد مازاد افزایش می یابد. **لی و پاول (۲۰۱۱)** به مطالعه عوامل تعیین کننده میزان نگهداری وجه نقد در استرالیا و تأثیر وجه نقد مازاد نگهداری شده بر ثروت سهامداران پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که مازاد وجه نقد موقت نسبت به مازاد وجه نقد پایدار بازده بالاتری را ایجاد می نماید و این بدین معناست که بازار، شرکت ها را از بابت ذخیره وجه نقد جریمه می کند؛ همچنین ارزش نهایی وجه نقد با افزایش مانده وجه نقد و طولانی تر شدن مدت زمان نگهداری آن، کاهش می یابد.

**اولر و پیکونی<sup>۷</sup> (۲۰۱۴)** ضمن بررسی رابطه بین نگهداشت وجه نقد مازاد یا ناکافی و عملکرد آینده شرکت دریافتند که نگهداری وجه نقد مازاد یا ناکافی، بازده آینده سهام را از سطح بهینه کاهش می دهد. **جینگ لینگ و سادور<sup>۸</sup> (۲۰۰۷)** رابطه بین نگهداشت وجه نقد، کیفیت اداره کردن شرکت و محدودیت های مالی را مورد مطالعه قرار دادند. یافته های حاصل از پژوهش آن ها نشان داد در شرکت هایی که دارای محدودیت مالی نیستند، کیفیت اداره کردن شرکت بر نگهداری وجه نقد اثری ندارد، لیکن در شرکت هایی که با محدودیت هایی در تأمین مالی مواجه اند این نتیجه معکوس است.

**فروغی و فرزادی (۱۳۹۳)** تأثیر تغییرات جریان های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد را با در نظر گرفتن محدودیت تأمین مالی شرکت، مورد مطالعه قرار دادند. آنان با به کارگیری روش گشتاوری تعمیم یافته لحظه ای، بدین نتیجه دست یافتند که نوع جریان های نقدی با سطح نگهداشت وجه نقد رابطه عکس دارد. همچنین شرکت های دارای محدودیت های تأمین مالی، وجه نقد بیشتری نگهداری می کنند. **فخاری و روحی (۱۳۹۲)** به بررسی اثر نگهداشت وجه نقد و مدیریت سرمایه در گردش بر مازاد بازده سهام شرکت ها پرداختند. آنان دریافتند

که نگهداشت وجه نقد و سرمایه در گردش با مازاد وجه نقد رابطه مثبت دارد. **قربانی و عدیلی (۱۳۹۱)** رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت را در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی مورد مطالعه قرار دادند. نتایج حاصل شده نشان می‌دهد که در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت، رابطه معکوس و معنی داری وجود دارد.

**سدیدی و همکاران (۱۳۹۰)** طی پژوهشی به بررسی درجه محافظه‌کاری بر کیفیت سود و نرخ بازده پرداختند. نتایج پژوهش مذکور حاکی از این است که شاخص کیفیت سود معرفی شده بر مبنای شاخص محافظه‌کاری می‌تواند بخشی از تفاوت نرخ بازده دارایی‌های عملیاتی و نرخ بازده سهام جاری را با سال بعد بیان کند. **فروغی و همکاران (۱۳۹۰)** تاثیر کیفیت سود را بر میزان نگهداری وجه نقد بررسی نمودند. نتایج پژوهش نشان داده است که بین کیفیت سود و میزان نگهداری وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه منفی و معنی دار وجود دارد.

**رسائیان و همکاران (۱۳۸۹)** رابطه مکانیزم‌های نظارتی حاکمیت شرکتی و سطح نگهداشت وجه نقد را مورد مطالعه قرار دادند. در این پژوهش درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی به کار گرفته شدند. نتایج حاصل شده بیانگر این است که بین درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه منفی و معنادار وجود دارد، لیکن بین درصد سرمایه‌گذاران نهادی و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری وجود ندارد. **کاشانی پور و نقی نژاد (۱۳۸۸)** به بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر تغییرات سطوح نگهداشت وجه نقد در قبال تغییرات در جریان‌های نقدی پرداخته و دریافتند که جریان‌های نقدی، تأثیر معناداری بر سطوح نگهداشت وجوه نقد نداشته و نیز تفاوت معناداری بین حساسیت جریان نقدی وجه نقد شرکت‌های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی وجود ندارد.



### فرضیه‌های پژوهش

چنانکه پیش از این اشاره شد عدم تقارن اطلاعاتی باعث عدم اطمینان و بدبینی سرمایه‌گذاران نسبت به وجه نقد نگهداری شده در شرکت می‌شود. چنین انتظار می‌رود که اعمال رویه‌های محافظه‌کارانه در تهیه صورت‌های مالی قادر است این عدم اطمینان را کاهش داده و به تبع آن واکنش منفی بازار را نسبت به نگهداشت وجه نقد، تعدیل نماید. افزون بر این، به هنگام وجود محدودیت تامین مالی برای شرکت، نگهداشت وجه نقد توجیه پذیر است. از این رو، محدودیت تامین مالی به عنوان یک عامل تعدیل کننده برای واکنش منفی سرمایه‌گذاران به نگهداشت وجه نقد محسوب می‌شود. براین اساس، به نظر می‌رسد با وجود این عامل تعدیل کننده، تاثیر محافظه کاری بر بهبود نگهداشت وجه نقد کمرنگ تر شود.

علاوه بر دو عامل محافظه کاری و محدودیت تامین مالی که ممکن است بر ارزش نگهداشت وجه نقد تاثیر گذارد، کیفیت سود نیز می‌تواند به عنوان عاملی دیگر مطرح شود. با وجود کیفیت بالای سود، شرکت در بازار تامین سرمایه، وجهه بهتری یافته و این امر منجر به سهولت تامین مالی شرکت خواهد شد. بنابراین، نگهداشت وجوه نقد مازاد برای شرکت قابل توجه نیست؛ لذا، ممکن است با سرمایه‌گذاران در مقابل نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های با کیفیت سود بالا واکنش منفی نشان دهند. بر اساس مطالب بیان شده می‌توان فرضیه‌های زیر را تدوین نمود:

فرضیه ۱: محافظه کاری ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد را بهبود می‌بخشد.

فرضیه ۲: با افزایش محدودیت در تامین مالی، نقش محافظه کاری در بهبود ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد کاهش می‌یابد.

فرضیه ۳: کیفیت سود، ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد را تضعیف می‌نماید.

## روش تحقیق

پژوهش حاضر از لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ ماهیت و روش از نوع توصیفی همبستگی است. الگوی آماری به کار گرفته شده در این تحقیق رگرسیون چند متغیره است. الگوهای استفاده شده برای آزمون فرضیه‌ها از پژوهش لوئیس و همکاران (۲۰۱۱) اقتباس شده است. چنانکه پیش از این اشاره شد به نظر می‌رسد که نگهداشت یک ریال اضافی وجه نقد با تغییری کمتر از یک ریال در ارزش بازار شرکت همراه است. هدف از آزمون فرضیه اول تحقیق بررسی این نکته است که آیا محافظه‌کاری در حسابداری قادر است ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد را بهبود بخشد. به منظور پاسخ به این سؤال، الگوی رگرسیون شماره (۱) برآورد می‌گردد:

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Cash_{it} + \beta_2 CON_{it} + \beta_3 \Delta Cash_{it} * CON_{it} + \beta_4 \Delta E_{it} + \beta_5 \Delta NCA_{it} + \beta_6 \Delta I_{it} + \beta_7 \Delta DIV_{it} + \beta_8 NF_{it} + \beta_9 E_{it+1} + \beta_{10} Cash_{it+1} + \beta_{11} LEV_{it+1} + \beta_{12} \Delta Cash_{it} * Cash_{it+1} + \beta_{13} \Delta Cash_{it} * LEV_{it+1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

که در آن:

$MV_{it}$ : ارزش بازار شرکت  $i$  در سال  $t$  (که از حاصل ضرب تعداد سهام در قیمت بازار سهام حاصل می‌شود) تعدیل شده بر حسب ارزش بازار حقوق صاحبان سهام ابتدای دوره؛

$\Delta Cash_{it}$ : تغییر در مانده وجه نقد تعدیل شده بر حسب ارزش بازار حقوق صاحبان سهام ابتدای دوره برای شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

$CON_{it}$ : معیار محافظه‌کاری حسابداری که با استفاده از رویکرد گیولی و هاین<sup>۱۹</sup> (۲۰۰۰) و از طریق تقسیم منفی اقلام تعهدی غیر عملیاتی بر ارزش دفتری دارایی‌ها برای شرکت  $i$  در سال  $t$  حاصل می‌شود؛

$\Delta E_{it}$ : تغییر در سود خالص تعدیل شده بر حسب ارزش بازار حقوق صاحبان سهام ابتدای دوره برای شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

$\Delta NCA_{it}$ : تغییر در دارایی‌های غیر نقد تعدیل شده بر حسب ارزش بازار حقوق صاحبان سهام ابتدای دوره برای شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

$\Delta I_{it}$ : تغییر در هزینه‌های مالی تعدیل شده بر حسب ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

ابتدای دوره برای شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

$\Delta DIV_{it}$ : تغییر در سود سهام تعدیل شده بر حسب ارزش بازار حقوق صاحبان سهام ابتدای

دوره برای شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

$NF_{it}$ : متغیری موهومی است که اگر شرکت در سال  $t$  سهام جدید منتشر کرده باشد عدد

۱ و در غیر این صورت عدد صفر به آن اختصاص داده می‌شود؛

$E_{i,t-1}$ : سود خالص تعدیل شده بر حسب ارزش بازار حقوق صاحبان سهام ابتدای دوره

برای شرکت  $i$  در سال  $t-1$ ؛

$Cash_{i,t-1}$ : مانده وجه نقد تعدیل شده بر حسب ارزش بازار حقوق صاحبان سهام ابتدای

دوره برای شرکت  $i$  در سال  $t-1$ ؛ و

$LEV_{i,t-1}$ : اهرم مالی که از تقسیم کل بدهی‌های بهره دار بر حاصل جمع کل بدهی‌های

بهره‌دار و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام ابتدای دوره برای شرکت  $i$  در سال  $t-1$

حاصل می‌شود.

فرضیه دوم تحقیق بیان می‌دارد که با افزایش محدودیت در تأمین مالی، محافظه‌کاری

به میزان کمتری ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد را بهبود می‌بخشد. جهت آزمون این

فرضیه شرکت‌ها بر حسب میزان محدودیت در تأمین منابع مالی به سه گروه طبقه‌بندی و

مجدداً به تخمین الگوی شماره (۱) به تفکیک هر طبقه پرداخته شد. میزان اهرم مالی

شرکت (که از تقسیم کل بدهی‌های بهره دار بر حاصل جمع کل بدهی‌های بهره دار و

ارزش بازار حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود) به عنوان شاخصی برای این طبقه‌بندی

مورد استفاده قرار می‌گیرد.

به منظور آزمون فرضیه سوم تحقیق مبنی بر این که با افزایش کیفیت سود، ارزش

نهایی نگهداشت وجه نقد تضعیف می‌شود، الگوی شماره ۲ برآورد می‌گردد:

$$MV_{it} = \beta_1 \Delta Cash_{it} + \beta_2 EQ_{it} + \beta_3 \Delta Cash_{it} * EQ_{it} + \beta_4 \Delta E_{it} + \beta_5 \Delta NCA_{it} + \beta_6 \Delta I_{it} + \beta_7 \Delta DIV_{it} + \beta_8 NF_{it} \quad (2)$$

$$+ \beta_9 E_{i,t-1} + \beta_{10} Cash_{i,t-1} + \beta_{11} LEV_{i,t-1} + \beta_{12} \Delta Cash_{it} * Cash_{i,t-1} + \beta_{13} \Delta Cash_{it} * LEV_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$$

به منظور محاسبه متغیر کیفیت سود ( $EQ_{it}$ ) در رابطه فوق از الگوی مک نیکلز<sup>۲۰</sup> (۲۰۰۲) استفاده شده است؛ بدین گونه که رگرسیون زیر به صورت مقطعی برای هر سال برآورد شده و اجزای باقی مانده آن به عنوان شاخص مدیریت سود در نظر گرفته می‌شود. از آنجا که بالا بودن اجزای اخلال، نشان‌دهنده کیفیت پایین سود است، با ضرب نمودن آن‌ها در (-۱) شاخص کیفیت، سود ( $EQ_{it}$ ) حاصل می‌شود.

$$\Delta WC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{i,t-1} + \alpha_2 CFO_{it} + \alpha_3 CFO_{i,t+1} + \alpha_4 \Delta REV_{it} + \alpha_5 PPE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۳)$$

که در آن:

$\Delta WC_{it}$ : تغییر در سرمایه در گردش غیر نقدی شرکت  $i$  در سال  $t$  تعدیل شده بر حسب

ارزش دفتری کل دارایی‌های ابتدای دوره؛

$CFO_i$ : جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت  $i$  در سال  $t$  تعدیل شده بر حسب ارزش دفتری کل

دارایی‌های ابتدای دوره؛

$\Delta REV_{it}$ : تغییر در کل فروش شرکت  $i$  در سال  $t$  تعدیل شده بر حسب ارزش دفتری کل

دارایی‌های ابتدای دوره؛ و

$PPE_{it}$ : اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت  $i$  در سال  $t$  تعدیل شده بر حسب ارزش

دفتری کل دارایی‌های ابتدای دوره است.

به منظور تخمین الگوی شماره (۱) و (۲) از روش داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود.

در این روش برای انتخاب بین روش‌های داده‌های یکپارچه<sup>۲۱</sup> و پانل<sup>۲۲</sup> آزمون  $F$  لیمر انجام

می‌شود. در صورت انتخاب روش پانل، آزمون هاسمن جهت انتخاب از بین روش‌های

اثرات ثابت<sup>۲۳</sup> و اثرات تصادفی<sup>۲۴</sup> انجام می‌شود. لازم به ذکر است که داده‌ها از

صورت‌های مالی شرکت‌ها و نیز با کمک نرم افزار رهاورد نوین جمع آوری می‌شود. در

نهایت فرضیه‌های پژوهش از طریق آزمون  $t$ ،  $F$  فیشر و ضریب تعیین ( $R^2$ ) مورد بررسی

قرار می‌گیرد.

### جامعه آماری و نمونه

جامعه آماری تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۱ است. شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار که دارای شرایط زیر باشند به عنوان نمونه انتخاب شده اند:

- ۱) قبل از سال ۱۳۸۰ در بورس پذیرفته شده باشند.
  - ۲) سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
  - ۳) در قلمرو زمانی تحقیق، تغییر سال مالی نداشته باشند.
  - ۴) جزء شرکت‌های سرمایه گذاری و واسطه گری مالی نباشند.
  - ۵) اطلاعات مورد نیاز شرکت در دوره مورد بررسی در دسترس باشد.
  - ۶) ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آن در دوره تحقیق منفی نباشد.
- بر این اساس ۱۱۱ شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردید.

### یافته‌های پژوهش

به منظور مرور اجمالی متغیرهای پژوهش ابتدا نتایج آمار توصیفی آن‌ها استخراج شده و در جدول شماره ۱ منعکس گردیده است. با توجه به مثبت بودن میانگین تغییرات وجه نقد می‌توان چنین استنباط نمود که میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های نمونه در حال افزایش است. میانگین تغییر در سود و تغییر دارایی‌های غیرنقد به ترتیب ۰/۰۲۵ و ۰/۲۸۸ می‌باشد که نشان‌دهنده روند رو به رشد سود و جمع دارایی‌های شرکت است. همچنین نزدیک بودن میانه و میانگین محافظه کاری بیانگر توزیع متقارن این متغیر است. بزرگتر بودن این متغیر، از محافظه کاری بیشتر شرکت حکایت می‌کند. از این رو میانگین مثبت این متغیر، وجود محافظه کاری حسابداری در شرکت‌ها را نشان می‌دهد.

۱۶۴ / ارزیابی نقش محافظه‌کاری حسابداری و کیفیت سود بر ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد در...

جدول شماره ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش			
متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار
<i>p</i>	۱/۲۵۱	۱/۰۲۸	۰/۸۷۳
<i>ACash</i>	۰/۰۱۴	۰/۰۰۳	۰/۱۵۱
CON	۰/۰۲۷	۰/۰۳۳	۰/۰۶۷
$\Delta E$	۰/۰۲۵	۰/۰۱۴	۰/۳۰۷
$\Delta NCA$	۰/۲۸۸	۰/۱۶۸	۰/۶۷۶
$\Delta I$	-۰/۰۱۹	۰/۰۰۱	۰/۳۲۸
$\Delta DIV$	۰/۰۱۴	۰/۰۰۰۱	۰/۱۲۹
NF	۰/۳۰۱	۰/۰۰۰	۰/۴۵۸
E	۰/۱۵۲	۰/۱۵۵	۰/۲۲۳
Cash	۰/۰۸۱۲	۰/۰۴۳	۰/۱۴۷
LEV	۰/۳۰۲	۰/۲۶۰	۰/۲۳۶

نتایج مربوط به آزمون F لیمر و هاسمن نشان می‌دهد که کلیه الگوهای مورد استفاده در این پژوهش به روش اثرات ثابت برآورد شده است. بر اساس مبانی نظری تحقیق انتظار می‌رود محافظه‌کاری ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد را بهبود بخشد. این ادعا در قالب فرضیه اول تحقیق طرح شده است.

به منظور آزمون این فرضیه، اول الگوی رگرسیون (۱) برآورد و نتایج آن در جدول شماره ۲ ارائه شده است. همانطور که در جدول شماره ۲ ملاحظه می‌شود ضریب متغیر تعامل محافظه‌کاری و تغییرات وجه نقد معادل ۵/۳۳۹ و مثبت و در سطح ۱٪ معنادار است. این امر حاکی از این است که ورود متغیر محافظه‌کاری و تعامل آن با تغییرات وجه نقد در الگو، قادر است ارزش شرکت را فزونی بخشد. چرا که اعمال محافظه‌کاری در حسابداری از واکنش نامطلوب بازار به نگهداری مقادیر زیاد وجه نقد به واسطه هراس از مسائل نمایندگی می‌کاهد. بدین ترتیب می‌توان گفت فرضیه اول تحقیق پذیرفته می‌شود. لازم به ذکر است که همه متغیرهای کنترلی به جز سود خالص معنادار می‌باشند. ضریب تعیین تعدیل شده الگو معادل ۰/۲۵ بوده و آماره F فیشر نیز بیانگر معناداری کلی الگو می‌باشد.

همچنین آماره دوربین واتسون معادل ۲/۰۵۹ می باشد که از عدم وجود خود همبستگی حکایت می کند.

جدول شماره ۲. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Cash_{it} + \beta_2 CON_{it} + \beta_3 \Delta Cash_{it} * CON_{it} + \beta_4 \Delta E_{it} + \beta_5 \Delta NCA_{it} + \beta_6 \Delta I_{it} + \beta_7 \Delta DIV_{it} + \beta_8 NF_{it} + \beta_9 E_{i,t-1} + \beta_{10} Cash_{i,t-1} + \beta_{11} LEV_{i,t-1} + \beta_{12} \Delta Cash_{it} * Cash_{i,t-1} + \beta_{13} \Delta Cash_{it} * LEV_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
$\Delta Cash_{it}$	۳/۱۶۱	۶۱/۸۰۹	۰/۰۰۰
$CON_{it}$	۰/۶۱۴	۱۶/۴۵۱	۰/۰۰۰
$\Delta Cash_{it} * CON_{it}$	۵/۳۳۹	۱۶/۷۵۰	۰/۰۰۰
$\Delta E_{it}$	۰/۵۲۹	۶۷/۸۹۴	۰/۰۰۰
$\Delta NCA_{it}$	۰/۲۴۶	۶۹/۹۵۸	۰/۰۰۰
$\Delta I_{it}$	۰/۳۲۴	۴۴/۳۲۰	۰/۰۰۰
$\Delta DIV_{it}$	۱/۵۳۶	۸۸/۶۳۹	۰/۰۰۰
$NF_{it}$	۰/۲۲۹	۴۷/۰۹۳	۰/۰۰۰
$E_{i,t-1}$	-۰/۰۰۴	-۰/۴۱۳	۰/۶۷۹
$Cash_{i,t-1}$	۱/۰۷۵	۵۱/۰۰۷	۰/۰۰۰
$LEV_{i,t-1}$	-۰/۰۵۸	-۵/۳۰۴	۰/۰۰۰
$\Delta Cash_{it} * Cash_{i,t-1}$	۰/۷۴۰	۳۸/۱۵۷	۰/۰۰۰
$\Delta Cash_{it} * LEV_{i,t-1}$	-۴/۹۲۳	-۶۱/۱۷۸	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۵	آماره F	۳۱۵۷/۷۵۶
آماره دوربین واتسون	۲/۰۵۹	سطح معناداری F	۰/۰۰۰

فرضیه دوم تحقیق بیان می دارد که با افزایش محدودیت در تأمین مالی، نقش محافظه کاری در بهبود ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد کاهش می یابد. به منظور آزمون فرضیه دوم تحقیق ابتدا شرکت ها در سال های مختلف بر مبنای میزان محدودیت در تأمین مالی به سه گروه تقسیم شده و سپس الگوی شماره (۱) در هر یک از سه گروه به تفکیک برآورد شده است. همانطور که پیش از این اشاره شد میزان اهرم مالی شرکت (که از

۱۶۶ / ارزیابی نقش محافظه‌کاری حسابداری و کیفیت سود بر ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد در...

تقسیم کل بدهی‌های بهره‌دار بر حاصل جمع کل بدهی‌های بهره‌دار و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود) معیار این طبقه‌بندی است.

جدول شماره ۳. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Cash_{it} + \beta_2 CON_{it} + \beta_3 \Delta Cash_{it} * CON_{it} + \beta_4 \Delta E_{it} + \beta_5 \Delta NCA_{it} + \beta_6 \Delta I_{it} + \beta_7 \Delta DIV_{it} + \beta_8 NF_{it} + \beta_9 E_{i,t-1} + \beta_{10} Cash_{i,t-1} + \beta_{11} LEV_{i,t-1} + \beta_{12} \Delta Cash_{it} * Cash_{i,t-1} + \beta_{13} \Delta Cash_{it} * LEV_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$$

متغیرها	محدودیت تأمین مالی کم	محدودیت تأمین مالی متوسط	محدودیت تأمین مالی بالا
$\Delta Cash_{it}$	۱/۸۱۹°	۳/۴۶۱°	۱/۴۳۹°
	(۱۷/۴۱۲)	(۴۵/۵۳۹)	(۱۸/۸۷۰)
$CON_{it}$	۰/۶۵۰°	۰/۶۴۴°	۰/۰۲۴
	(۱۲/۶۲۱)	(۱۷/۲۱۲)	(۰/۳۷۰)
$\Delta Cash_{it} * CON_{it}$	۶/۵۳۴°	۴/۲۳۴°	۲/۰۷۰°
	(۹/۰۷۲)	(۱۱/۵۸۷)	(۴/۸۸۸)
$\Delta E_{it}$	۳/۱۷۴°	۰/۴۵۱°	۰/۰۷۲°
	(۱۰۵/۹۹۳)	(۲۹/۰۹۴)	(۹/۱۸۰)
$\Delta NCA_{it}$	۱/۰۱۵°	۰/۳۸۳°	۰/۰۷۲°
	(۸۵/۰۷۵)	(۷۲/۸۷۱)	(۲۰/۳۷۶)
$\Delta I_{it}$	-۱/۹۱۵°	۱/۰۹۵°	۰/۲۵۸°
	(-۱۷/۰۹۹)	(۳۸/۴۱۷)	(۳۹/۵۷۰)
$\Delta DIV_{it}$	۰/۸۷۳°	۰/۰۶۷°	۱/۴۵۳°
	(۲۵/۹۰۸)	(۳/۹۸۴)	(۵۲/۰۹۷)
$NF_{it}$	۰/۱۹۵°	۰/۱۰۷°	۰/۰۸۰°
	(۲۹/۰۱۹)	(۲۲/۷۰۳)	(۹/۹۲۳)
$E_{i,t-1}$	-۰/۱۸۴°	-۰/۲۸۱°	۰/۱۰۵°
	(-۵/۲۹۳)	(-۱۵/۰۰۵)	(۱۰/۵۲۱)
$Cash_{i,t-1}$	۱/۸۲۸°	۱/۹۵۸°	۰/۲۶۴°
	(۲۰/۹۵۷)	(۶۲/۵۶۲)	(۱۲/۶۲۸)
$LEV_{i,t-1}$	۱/۵۹۳°	۱/۷۷۴°	۱/۰۹۱°
	(۳۹/۹۴۸)	(۹۴/۰۶۶)	(۵۷/۰۴۱)
$\Delta Cash_{it} * Cash_{i,t-1}$	-۲۰/۷۶۸°	۲/۵۲۱°	۰/۲۸۴°
	(-۳۲/۵۸۸)	(۱۰/۲۷۶)	(۱۵/۸۶۳)
$\Delta Cash_{it} * LEV_{i,t-1}$	۵/۶۶۰°	-۶/۰۱۹°	-۲/۳۵۸°
	(۱۱/۴۲۰)	(-۲۳/۹۰۳)	(-۲۰/۹۹۹)
آماره F	۵۹۸۵/۰۶۶	۵۰۹۵/۴۶۵	۷۴۳/۸۷۸
(سطح معناداری)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۶	۰/۶۲	۰/۱۹
آماره دوربین واتسون	۱/۴۸۸	۱/۰۶۱	۲/۵۴۴

\* در سطح ۱٪ معنادار است.



یافته‌های حاصل از تخمین الگوی شماره (۱) در هر یک از سه گروه به شرح جدول شماره ۳ می‌باشد. یافته‌های به دست آمده نشان می‌دهد که ضریب متغیر تعامل محافظه کاری و تغییرات نگهداشت وجه نقد ( $\Delta Cash_{it} * CON_{it}$ ) در هر سه سطح از محدودیت تأمین مالی مثبت و معنادار است. مقدار عددی این ضریب در سطوح کم، متوسط و زیاد محدودیت در تأمین مالی به ترتیب ۶/۵۳۴، ۴/۲۳۴ و ۲/۰۷۰ می‌باشد. بنابراین، می‌توان گفت با افزایش محدودیت تأمین مالی مقدار این ضریب کاهش می‌یابد. این نتایج منطبق با انتظارات تنوریک بوده و چنین توجیه می‌شود که محدودیت در تأمین مالی، عاملی است که به خودی خود نگهداشت وجه نقد را در شرکت ارزشمندتر و ضروری‌تر می‌سازد. از این رو، با حضور این محدودیت نقش محافظه کاری در بهبود ارزش نگهداشت وجه نقد کم رنگ‌تر خواهد شد. طبیعتاً با افزایش محدودیت در تأمین مالی این امر مصداق بیشتری پیدا کرده و از مقدار ضریب متغیر تعامل محافظه کاری و تغییرات نگهداشت وجه نقد کاسته می‌شود. بنابراین، فرضیه دوم تحقیق پذیرفته می‌شود. همچنین کلیه متغیرهای کنترلی معنادار می‌باشند. لازم به ذکر است که آماره F فیشر حاکی از معناداری کلی الگو بوده و آماره دوربین واتسون نیز بیانگر عدم وجود خودهمبستگی است. ضریب تعیین تعدیل شده سه الگو نیز به ترتیب ۰/۶۶، ۰/۶۲ و ۰/۱۹ می‌باشد.

به موجب فرضیه سوم تحقیق انتظار می‌رود که با افزایش کیفیت سود، ارزش نگهداشت وجه نقد تضعیف گردد. در راستای آزمون این فرضیه، ابتدا الگوی شماره ۳ به صورت مقطعی برآورد شده و منفی اجزای باقیمانده به عنوان شاخصی از کیفیت سود استخراج و سپس این متغیر و نیز تعامل آن با تغییرات وجه نقد در معادله، (۱) جایگزین محافظه کاری شده و بدین وسیله الگوی شماره (۲) ایجاد و تخمین زده شده است. یافته‌های به دست آمده در جدول شماره ۴ ملاحظه می‌شود. با مراجعه به جدول شماره ۴ مشاهده می‌شود که ضریب متغیر تعامل کیفیت سود با تغییرات وجه نقد ( $\Delta Cash_{it} * EQ_{it}$ ) معادل ۰/۶۲۳- و در سطح اطمینان بیش از ۹۹٪ معنادار است. از این رو چنین به نظر می‌رسد که کیفیت سود اثری فزاینده بر ارزش نگهداشت وجه نقد ندارد. این نتیجه چنین توجیه

۱۶۸ / ارزیابی نقش محافظه‌کاری حسابداری و کیفیت سود بر ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد در ...

می‌شود که با افزایش کیفیت سود، توانایی تأمین مالی شرکت بیشتر و هزینه آن کمتر می‌شود. بدین ترتیب ضرورت نگهداشت وجه نقد و ارزش آن کاهش می‌یابد. بدین ترتیب می‌توان گفت فرضیه سوم تحقیق پذیرفته می‌شود. در این الگو نیز تمامی متغیرهای کنترلی معنادار می‌باشند. همچنین آماره F فیشر بیانگر معناداری کلی الگو بوده و آماره دوربین واتسون عدم وجود خودهمبستگی را در الگو نشان می‌دهد. ضریب تعیین تعدیل شده نیز ۰/۲۵ می‌باشد.

جدول شماره ۴. نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

$$MV_{it} = \beta_1 \Delta Cash_{it} + \beta_2 EQ_{it} + \beta_3 \Delta Cash_{it} * EQ_{it} + \beta_4 \Delta E_{it} + \beta_5 \Delta NCA_{it} + \beta_6 \Delta I_{it} + \beta_7 \Delta DIV_{it} + \beta_8 NF_{it} + \beta_9 E_{it-1} + \beta_{10} Cash_{it-1} + \beta_{11} LEV_{it-1} + \beta_{12} \Delta Cash_{it} * Cash_{it-1} + \beta_{13} \Delta Cash_{it} * LEV_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

متغیرها	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
$\Delta Cash_{it}$	۳/۲۸۱	۶۳/۱۵۷	۰/۰۰۰
$EQ_{it}$	-۰/۰۱۲	-۱/۱۱۱	۰/۲۶۶
$\Delta Cash_{it} * EQ_{it}$	-۰/۶۲۳	-۷/۶۶۲	۰/۰۰۰
$\Delta E_{it}$	۰/۴۴۹	۶۰/۱۵۶	۰/۰۰۰
$\Delta NCA_{it}$	۰/۲۴۲	۶۷/۶۷۵	۰/۰۰۰
$\Delta I_{it}$	۰/۳۲۳	۴۳/۹۹۲	۰/۰۰۰
$\Delta DIV_{it}$	۱/۵۹۵	۹۱/۹۴۷	۰/۰۰۰
$NF_{it}$	۰/۲۳۲	۴۷/۲۲۵	۰/۰۰۰
$E_{i,t-1}$	-۰/۰۴۷	-۴/۶۳۲	۰/۰۰۰
$Cash_{i,t-1}$	۱/۱۱۶	۵۲/۴۲۱	۰/۰۰۰
$LEV_{i,t-1}$	-۰/۰۴۵	-۴/۰۷۷	۰/۰۰۰
$\Delta Cash_{it} * Cash_{i,t-1}$	۰/۶۸۰	۲۹/۴۲۱	۰/۰۰۰
$\Delta Cash_{it} * LEV_{i,t-1}$	-۴/۴۶۹	-۵۷/۰۱۸	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۵	آماره F	۳۰۷۶/۶۲۵
آماره دوربین واتسون	۱/۷۷۶	سطح معناداری F	۰/۰۰۰

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هدف پژوهش حاضر مطالعه نقش محافظه‌کاری و کیفیت سود در رابطه بین تغییرات نگهداشت وجه نقد و تغییرات ارزش شرکت می‌باشد. در این پژوهش سه فرضیه مورد آزمون قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش نشان می‌دهد که محافظه‌کاری قادر است ارزش نگهداشت وجه نقد را افزایش دهد. چرا که باعث کاهش تضادهای نمایندگی شده و از واکنش منفی بازار نسبت به نگهداشت وجه نقد مازاد می‌کاهد. کاهش نقش محافظه‌کاری در بهبود ارزش نگهداشت وجه نقد همگام با افزایش میزان محدودیت در تأمین مالی نیز از پذیرش فرضیه دوم تحقیق خبر می‌دهد. این نتایج منطبق با نتایج تحقیق **لویس و همکاران (۲۰۱۲)** است. نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه سوم مبنی بر تأثیر منفی کیفیت سود بر ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده نیز از تأیید این فرضیه حکایت دارد. این نتیجه مشابه با یافته‌های **قربانی و عدیلی (۱۳۹۱)** و **فروغی و همکاران (۱۳۹۰)** است. لیکن **لویس و همکاران (۲۰۱۲)** به شواهدی در راستای وجود رابطه‌ای معنادار در این خصوص دست نیافتند.

بر اساس نتایج حاصل شده به نظر می‌رسد که سرمایه‌گذاران می‌بایست ضمن لحاظ کردن میزان نگهداشت وجه نقد در ارزشیابی شرکت، به مواردی چون سطح محافظه‌کاری و میزان کیفیت سود شرکت در سیستم حسابداری نیز توجه نمایند. به علاوه، این نتایج مدیران را متوجه اهمیت تعیین میزان نگهداری وجه نقد بر اساس میزان محدودیت در تأمین مالی می‌سازد و آنان را به اتخاذ تصمیماتی صحیح‌تر که به افزایش ارزش شرکت و حداکثر رسیدن منافع سرمایه‌گذاران می‌انجامد، سوق می‌دهد. همچنین با توجه به نتایج این پژوهش می‌توان توصیه‌های زیر را برای پژوهش‌های آینده ارائه نمود:

۱. پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آینده اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر سطح نگهداشت وجه نقد مورد بررسی قرار گیرد.
۲. مطالعه واکنش بازار به سطح نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی، زمینه دیگری جهت انجام تحقیق فراهم می‌آورد.

## یادداشت‌ها

- |                             |                            |
|-----------------------------|----------------------------|
| 1. Baum                     | 2. Lee and Powell          |
| 3. FASB                     | 4. LaFond and Watts        |
| 5. Hendriksen and Van Breda | 6. Watts                   |
| 7. Over-investment          | 8. Ball and Shivakumar     |
| 9. Louis                    | 10. Biddle and Hilary      |
| 11. Biddle                  | 12. Under-investment       |
| 13. Kusnadi                 | 14. Wang                   |
| 15. Al-Najjar               | 16. Harford                |
| 17. Oler and Picconi        | 18. Ginglinger and Sadaoui |
| 19. Givoly and Hayn         | 20. McNichols              |
| 21. Pooling                 | 22. Panel                  |
| 23. Fixed Effect            | 24. Random Effect          |

## References

- Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: evidence from some emerging markets, *International Business Review*, 22(1), 77 – 88.
- Ball, R. and Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 83-128
- Baum, C., Caglayan, M. Ozkan, N. and Talavera, O. (2004). The impact of macroeconomic uncertainty on cash holdings for non-financial firms. *www.ssrn.com*. pp 1-38.
- Biddle, G. and Hilary, G. (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. *The Accounting Review*, 81, 963-982.
- Biddle, G., Hilary, G. and Verdi, R. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?, *Journal of Accounting and Economics*, 48, 112-131.
- Fakhari, H., & Roohi, G. (2013). Investigate the Effects of Holding Cash Flow and Working Capital Management on Firm's Surplus Return. *Journal of Accounting Knowledge*, 14, 27-49 [In Persian].
- FASB. (1995). Statement of Financial Accounting Concepts no. 2. *Qualitative Characteristics of Accounting Information*. pp 1021–1055.
- Foroughi, D. and S. Farzadi. (2011). The effect of cash flows changes on cash holdings regarding financial restriction in companies listed in Tehran Stock Exchange, *Assets Management and Finance*, 4 21-36 [In Persian].
- Foroughi, D., Saeedi, A. Rasaiian, A. and Zare, S. (2011). The effect of earnings quality on the level of cash holdings in Tehran Stock Exchange, *The Journal of Planning and Budgeting*, 16 (2). pp 57-82 [In Persian].

- Ghorbani, S. and Adili, M. (2012). Cash holding, company value and information asymmetry. *Journal of Accounting Knowledge*, 8, 131-149 [In Persian].
- Ginglinger, E. and Saddour, K. (2007). Cash holdings, corporate governance and financial Constraints. *www.ssrn.com*.
- Givoly, D., and Hayn, C. (2000). The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: has financial accounting become more conservative? *Journal of Accounting & Economics*. 29, 287-320.
- Harford, J., H. Keckes. and S. Mansi. (2012). Investor horizons and corporate cash holdings. *www.ssrn.com*.
- Hendriksen, Eldon .S., and F. Van Breda, Michael. (1992). *Accounting Theory*, McGraw-Hill.
- Kashani Pour, M., and Naghi Nezhad, B. (2009). Investigating the effects of financial restraints on cash flow sensitivity of cash, *Accounting researches*, 2, 72-93 [In Persian].
- Kusnadi, Y., Yang, ZH., and Zhou, Y. (2015). Institutional development, state ownership, and corporate cash holdings: Evidence from China. *Journal of Business Research*. 68 (2). 351-359.
- LaFond, R., and Watts. R., (2008). The information role of conservatism. *The Accounting Review*. 83 (2). 447-478.
- Lee, E., and Powell. R., (2011). Excess cash holdings and shareholder value. *Accounting & Finance*, 51(2), 549-574.
- Louis, H., Sun. A., and Urcan. O., (2011). Value of cash holdings and accounting conservatism. *Contemporary Accounting Research*, 29(4), 1249-1271.
- McNichols, M., (2002). Discussion of the quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*. 77 (1), 61-69.
- Mehrani K., Vafi Sani, J., and Hallaj. M., (2011). Relationship between debt contracts and firm size with conservation in firms accepted in Tehran Stock Market, *studying accounting and auditing*, 17 (59), 97- 112 [In Persian].
- Oler. D., and Picconi. M., (2014). Implications of insufficient and excess cash for future performance. *Contemporary Accounting Research*. 31(1), 253-283.
- Rasaian, A., Rahimi, F., and Hanjari. S., (2011). The effect of internal mechanisms of corporate governance on the level of cash holdings in Tehran Stock Exchange, *Journal of Financial Accounting Research*, 2(6), 125-144 [In Persian].
- Rezazadeh, J., and Azad A., (2008). Relationship between information asymmetry and conservation in financial reporting, *Accounting and Audit Studies*, 54, 63- 80 [In Persian].

- 
- Sadidi, M., Saghafi, A., and Ahmadi, S., (2011). Accounting conservatism and the effect of earnings' quality on return on assets and dividend yield, *Journal of Accounting Knowledge*, 6, 129. [ In Persian]
- Wang, Y., Ji, Y., Chen, X., and Song, C. (2014). Inflation, operating cycle, and cash holdings. *China Journal of Accounting Research*. 7. 263–276.
- Watts, R., (2003). Conservatism in accounting part I: explanations and implications. *Accounting Horizons*. 17. 207–221.