

Research Article

## **The Effect of Institutional Shareholders on the Relationship between Accounting Conservatism and the Value of Cash Holding**

**Rezvan Hejazi\***

Professor of Accounting, Faculty of Social and Economic Science, Alzahra University, Tehran, Iran.

**Soraya Weysihsar**

MSc. of Accounting, KAR Higher Education Institute, Department of Management and Accounting, Qazvin, Iran.

**Ali Fateri**

Ph.D. Student of Accounting, Kish International Campus, University of Tehran

### **Abstract**

The main purpose of this research is to investigate the effect of institutional shareholders on the relationship between accounting conservatism and cash holding in listed companies in Tehran Stock Exchange. In order to investigate this research topic, research hypotheses based on a statistical sample consisting of 106 companies during 9-year period from 2009 to 2017 are tested using multivariable regression models. The results of the test show that accounting conservatism increases the market value of cash. Also, institutional shareholders have a negative and significant effect on the relationship between accounting conservatism and the market value of cash. The findings of this study indicate that conservatism reduces agency conflicts and lessens the market's negative reaction to cash holding. However, the effect of institutional shareholders consolidation reduces the positive effect of conservatism on cash value, which confirms the self-interest hypothesis.

**Key words:** Institutional shareholders, Accounting conservatism, Value of cash holding.

---

\* hejazi33@gmail.com

پژوهش‌های حسابداری مالی  
سال یازدهم، شماره اول، پیاپی (۳۹)، بهار ۱۳۹۸  
تاریخ وصول: ۱۳۹۷/۱۰/۲۸  
تاریخ بازنگری: ۱۳۹۸/۰۴/۰۱  
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۴/۱۱  
صص: ۸۱-۹۹

## مقاله پژوهشی

# اثر سهامداران نهادی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و ارزش نگهداشت وجه نقد

رضوان حجازی\*، ثریا ویسی حصار\*\*، علی فاطری\*\*\*

\*استاد حسابداری، عضو هیأت علمی دانشگاه الزهراء، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، تهران، ایران.

hejazi33@gmail.com

\*\*کارشناسی ارشد حسابداری، مؤسسه آموزش عالی کار، دانشکده مدیریت و حسابداری، قزوین، ایران.

soraiaweysihsar@yahoo.com

\*\*\*دانشجوی دکتری حسابداری، پردیس بین‌المللی کیش، دانشگاه تهران، ایران.

ali.fateri@ut.ac.ir

## چکیده

هدف اصلی این پژوهش، بررسی تأثیر سهامداران نهادی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و ارزش نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در راستای بررسی این موضوع، فرضیه‌های پژوهش بر مبنای یک نمونه آماری متشکل از ۱۰۶ شرکت طی دوره ۹ ساله از سال ۱۳۸۸ لغایت ۱۳۹۶ و با استفاده از الگوهای رگرسیونی چند متغیره مورد آزمون قرار گرفت. نتایج آزمون نشان می‌دهد که محافظه‌کاری حسابداری باعث افزایش ارزش بازار وجه نقد می‌شود. همچنین، سهامداران نهادی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و ارزش بازار وجه نقد تأثیر منفی و معناداری دارد. یافته‌های این مطالعه نشان می‌دهد محافظه‌کاری باعث کاهش تضادهای نمایندگی شده و از واکنش منفی بازار نسبت به نگهداشت وجه نقد می‌کاهد. با این وجود، تأثیر سنگربندی سهامداران نهادی باعث کاهش تأثیر مثبت محافظه‌کاری بر ارزش وجوه نقد می‌شود که مؤید فرضیه منافع شخصی است.

**واژه‌های کلیدی:** سهامداران نهادی، محافظه‌کاری حسابداری، ارزش نگهداشت وجه نقد.

## مقدمه

یکی از مهم‌ترین نیازهای اطلاعاتی استفاده‌کنندگان مانده وجه نقد است. به این صورت که مدیران، تمایل به نگهداری وجه نقد بیشتری دارند که به بهای از دست رفتن منافع سهامداران تمام می‌شود؛ زیرا بازده کمتر وجه نقد نسبت به سایر دارایی‌ها برای شرکت ایجاد هزینه فرصت می‌کند. در چنین شرایطی برای کاستن مشکلات ناشی از خوش‌بینی مدیران، اصول و رویه‌های حسابداری با هدف متعادل‌کردن خوش‌بینی مدیران، حمایت از حقوق ذی‌نفعان و ارائه منصفانه صورت‌های مالی، مفهوم محافظه‌کاری را به کار می‌برند [۱]. محافظه‌کاری حسابداری، اتلاف ارزش مرتبط با وجه نقد نگهداری شده را کاهش می‌دهد. این فرض با پژوهش واتز [۳۲] منطبق است؛ زیرا او ادعا می‌کند رویه‌های حسابداری محافظه‌کارانه، مشکلات نمایندگی را کاهش می‌دهد. به‌خصوص، محافظه‌کاری حسابداری، انگیزه‌هایی را برای تصمیمات سرمایه‌گذاری کارا به وجود می‌آورد و نظارت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران را آسان می‌کند؛ در نتیجه، اتلاف ارزش مرتبط با وجه نقد نگهداری شده را کاهش می‌دهد. او معتقد است محافظه‌کاری حسابداری، این امکان را به مدیران و سهامداران می‌دهد تا زودتر علائمی را درباره سودآوری پروژه‌های انجام‌شده توسط مدیران دریافت کنند. برخی از این علائم، آنها را به مداخله به‌موقع و اقدامات اصلاحی از قبیل متوقف‌کردن پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی یا جایگزینی مدیران پاسخگو برای چنین پروژه‌هایی قادر می‌کند. بال و شیواکومار [۱۵] استدلال می‌کنند به دلیل محافظه‌کاری حسابداری، زیان‌های ناشی از عملکرد ضعیف

پروژه‌ها در دوره تصدی مدیران شناسایی خواهد شد و به دوره‌های بعدی منتقل نخواهد شد؛ در نتیجه، مدیر از انتخاب پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی اجتناب می‌کند و به این طریق از مسئله نمایندگی کاسته می‌شود [۵].

ادبیات مالی نیز نشان داده است وجود سازوکارهای حاکمیت شرکتی، به‌نوبه خود بر ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد [۲۵]. سهامداران نهادی، یکی از سازوکارهای مؤثر حاکمیت شرکتی، اهمیت فزاینده‌ای دارند و با توجه به مالکیت بخش درخور توجهی از سهام شرکت‌ها، از نفوذ چشمگیری برخوردارند و بر رویه‌های حسابداری و گزارشگری مالی شرکت تأثیر می‌گذارند [۱۳]. آنان با دانش و تجربه کافی در زمینه‌های مالی و تخصصی مرتبط، بر مدیریت شرکت نظارت دارند. این امر، مبنایی برای همسوکردن منافع مدیریت با منافع گروه سهامداران در راستای حداکثرسازی ثروت سهامداران است (فرضیه نظارت فعال). با وجود این، مالکیت سهامداران نهادی، تأثیرات منفی نیز دارد؛ مانند دسترسی به اطلاعات محرمانه که اطلاعات نامتقارن را بین آنان و سهامداران کوچک‌تر ایجاد می‌کند (فرضیه منافع شخصی) [۶].

با توجه به موضوعات مطرح‌شده، در این پژوهش تأثیر سهامداران نهادی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و ارزش نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می‌شود. گفتنی است تأثیر بالقوه سهامداران نهادی بر رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و ارزش وجه نقد، موضوعی بسیار با اهمیت است که تاکنون نمونه آن در داخل کشور مطالعه نشده است.

فرصت ناشی از بازده کمتر وجه نقد نسبت به سایر دارایی‌ها ایجاد می‌شود [۴].

برخی معتقدند اعمال رویه‌های حسابداری محافظه‌کارانه از طریق شناسایی زودهنگام زیان و تأخیر در شناسایی سود، به‌منزله جایگزینی برای نظارت برون سازمانی، تضادهای نمایندگی و اطلاعات نامتقارن و نیز هزینه‌های ناشی از نگهداشت وجه نقد را کاهش می‌دهد. کاهش هزینه‌های نگهداری وجه نقد، بهبود ارزش شرکت را در پی خواهد داشت [۲۵]. به اعتقاد واتز [۳۲]، رویه‌های حسابداری محافظه‌کارانه با استفاده کارا از وجه نقد نگهداری شده، کاهش هزینه‌های نمایندگی مرتبط با انگیزه‌های متضاد بین سهامداران و مدیران را باعث می‌شود. برخی معتقدند محافظه‌کاری، به مدیران و سهامداران امکان دریافت سریع‌تر علائم مربوط به سودآوری پروژه‌های پذیرفته‌شده را می‌دهد. چنین علائمی فرصت مداخله به‌موقع و اتخاذ تصمیمات اصلاحی همچون کنارگذاشتن پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی یا جایگزین کردن مدیران مسئول این پروژه‌ها را فراهم می‌کند [۲۶]. از این رو، محافظه‌کاری، انگیزه مدیران را برای پذیرفتن پروژه‌های ضایع‌کننده ارزش کاهش می‌دهد [۳۲] و [۲]. بنابراین، شرکت‌هایی که حسابداری محافظه‌کارانه اتخاذ می‌کنند، به احتمال کمتری در فعالیت‌های بیش سرمایه‌گذاری مشارکت می‌کنند؛ زیرا شناخت به‌موقع زیان‌ها، میزان وجوه نقد اختیاری در دسترس را برای مدیران، محدود و بازدهی افزایش‌یافته، ارزش وجه نقد بیشتری را ایجاد می‌کند [۳۲ و ۲۷].

براساس مبانی نظری بالا، فرضیه اول پژوهش به شرح ذیل تدوین می‌شود:

در ادامه، پس از بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های آزموده‌شده و روش‌های به کار گرفته شده برای آزمون فرضیه‌ها ارائه می‌شوند. در پایان نیز پس از ارائه یافته‌های پژوهش، درباره موضوع پژوهش بحث و نتیجه‌گیری می‌شود.

## مبانی نظری، پیشینه و فرضیه‌های پژوهش

### پیشینه نظری

شرکت‌ها برای مقابله با کمبودهای غیرمترقبه وجه نقد و نیز تأمین مالی برای سرمایه‌گذاری‌های با ارزش خالص مثبت برای شرکت، سعی در نگهداری میزانی وجه نقد می‌کنند. ادبیات نگهداری وجه نقد شرکت نیز به دو انگیزه معاملاتی و احتیاطی، بیشتر توجه می‌کنند. انگیزه هزینه‌های معاملاتی نشان می‌دهد افزایش در وجوه حاصل از تأمین مالی خارجی، هزینه‌های متغیر و ثابتی را در بر دارد. این اجزای هزینه، شرکت را ملزم به نگهداری وجه نقد به‌عنوان سپری در برابر این هزینه‌ها می‌کند. در عوض، انگیزه احتیاطی بر اطلاعات نامتقارن، هزینه‌های نمایندگی و هزینه‌های فرصت سرمایه‌گذاری‌های از دست‌رفته تأکید می‌کند. همچنین، نگهداری وجه نقد ممکن است مشکلاتی به همراه داشته باشد. مهم‌ترین این مشکلات، مشکلات نمایندگی موجود بین سهامداران و مدیران است. مدیران می‌توانند به بهای از دست رفتن منافع سهامداران، به دنبال منافع شخصی خود باشند و از این لحاظ، نگهداری وجه نقد، منافع مدیران را بیشتر از سهامداران تحقق می‌بخشد. منافع شخصی مدیران ایجاب می‌کند وجه نقد زیادی را نگهداری کنند که به بهای از دست رفتن منافع سهامداران تمام می‌شود. این مشکل به‌صورت هزینه

**فرضیه اول:** محافظه‌کاری حسابداری بر ارزش بازار وجه نقد اثر معناداری دارد.

همچنین، سهامداران نهادی در تصمیمات سرمایه‌گذاری و سیاست‌گذاری وجوه نقد نقش مؤثری دارند که بر ارزش نگهداشت وجه نقد تأثیر می‌گذارد. سهامداران نهادی - که بر سیاست‌های عمده شرکت در خصوص تأمین مالی، سرمایه‌گذاری و ترکیبی از آنها تأثیر می‌گذارند - هم نقطه قوت و هم نقطه ضعف در فعالیت‌های شرکت در نظر گرفته می‌شوند. بیشتر مطالعات نشان می‌دهند هرچه تمرکز مالکیت بیشتر باشد، درجه محافظه‌کاری حسابداری پایین‌تر است [۳۱ و ۱۸]. این مطالعات نشان می‌دهند سهامداران نهادی به سنگربندی منافع سهامداران اقلیت گرایش دارند. به عبارت دیگر، وقتی سهامداران کنترل‌کننده فقط مراقب منافع خودند، گاهی به قیمت منافع سهامداران اقلیت دست به عمل می‌زنند. در این باره تأثیر سنگربندی سهامداران نهادی، کاهش تأثیر مثبت محافظه‌کاری بر ارزش وجوه نقد را باعث می‌شود؛ با این حال، وقتی منافع سهامداران نهادی همسو با منافع سهامداران اقلیت است، ممکن است تأثیر انگیزشی وجود داشته باشد. ارائه این استدلال منطقی است که ارزش وجوه نقد با افزایش در فعالیت نظارتی سهامداران نهادی افزایش می‌یابد. اگر این استدلال درست باشد، تأثیر انگیزشی سهامداران نهادی باعث ارتقای تأثیر مثبت محافظه‌کاری بر ارزش وجه نقد می‌شود.

لین و همکاران [۲۵] معتقدند شرکت‌های با مالکیت متمرکز ترجیح می‌دهند اطلاعات نامتقارن را با اطلاعات خصوصی به جای اطلاعات مالی عمومی حل کنند. براساس این، آنها تقاضا برای محافظه‌کاری حسابداری و در نتیجه، تأثیر مثبت محافظه‌کاری

حسابداری بر ارزش وجه نقد را کاهش می‌دهند. این مطالعات نشان می‌دهند سهامداران کنترل‌کننده، به سلب مالکیت و به تصرف در آوردن منافع سهامداران اقلیت گرایش دارند. سهامداران بزرگ معمولاً براساس منافع خود عمل می‌کنند؛ بنابراین، وقتی درجه انحراف بین حقوق جریان وجوه نقد و حقوق کنترل افزایش می‌یابد، تأثیر سنگربندی این سهامداران احتمالاً تشدید می‌شود [۱۷]. ماسولیس و همکاران [۲۹] نشان دادند هرچه انحراف بین حقوق جریان وجوه نقد و حقوق کنترل سهامداران کنترل‌کننده بیشتر باشد، ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت کاهش می‌یابد و این موضوع به ارزش شرکت آسیب می‌رساند. همچنین، آنها بیان کردند سهامداران کنترل‌کننده نمی‌توانند مشوق‌هایی به مدیران ارائه کنند تا فعالیت‌های حسابداری محافظه‌کارانه را به عنوان یک مکانیسم نظارت اتخاذ کنند و از این طریق، ارزش وجه نقد را حتی بیشتر کاهش می‌دهند. بنابراین، براساس فرضیه سنگربندی سهامداران کنترل‌کننده، تأثیر سنگربندی سهامداران کنترل‌کننده، اثرات مثبت فعالیت‌های محافظه‌کاری حسابداری بر ارزش وجه نقد را کاهش می‌دهد.

در مقابل، وقتی سهامداران کنترل‌کننده به حقوق بالاتری در خصوص جریان وجوه نقد نسبت به حقوق کنترل دست می‌یابند، انگیزه‌های نظارتی آنها تقویت می‌شود. براساس این، منطقی است وقتی فعالیت نظارتی سهامداران کنترل‌کننده افزایش می‌یابد، ارزش وجوه نقد نیز افزایش یابد؛ بنابراین، براساس فرضیه انگیزشی سهامداران کنترل‌کننده، تأثیر نظارتی سهامداران کنترل‌کننده، باعث تشدید رابطه مثبت بین محافظه‌کاری حسابداری و ارزش وجه نقد، حداقل به یک میزان غیرکاهشی می‌شود [۲۵].

نهادهای دولتی توسعه‌یافته بیشتر دارند، وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند. همچنین، اثر مثبت توسعه سازمانی بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌هایی برجسته‌تر است که مالکیت دولتی ندارند.

اولر و پیکونی [۳۰] در پژوهشی، رابطه بین نگهداشت وجه نقد مازاد یا ناکافی و عملکرد آینده شرکت را بررسی کردند. نتایج این پژوهش برای ۶۴۹۵۱ مشاهده سال - شرکت در دوره زمانی ۱۹۸۹ تا ۲۰۰۷ نشان می‌دهد نگهداری وجه نقد مازاد یا ناکافی، بازده آینده سهام را از سطح بهینه کاهش می‌دهد.

مارتینز سولا و همکاران [۲۸]، تأثیر وجه نقد نگهداری شده بر ارزش شرکت را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنها برای نمونه‌ای از شرکت‌های آمریکایی شامل ۴۷۲ شرکت در بازه زمانی ۲۰۰۷-۲۰۰۱ نشان می‌دهند یک سطح وجه نقد بهینه وجود دارد که ارزش شرکت را ماکزیم می‌کند. آنها نشان دادند این سطح برای شرکت‌های نمونه (آمریکایی) در دوره مطالعه شده حدود ۱۴٪ کل دارایی‌هاست. همچنین، انحراف (مثبت و منفی) از سطح بهینه وجه نقد، ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. نتایج آنها دلالت بر ارزش نهایی مثبت وجه نقد در زمانی دارد که وجه نقد، کمتر از سطح بهینه نگهداری شده است و ارزش نهایی منفی برای وجه نقد را در زمانی دارد که وجه نقد، بیشتر از سطح بهینه نگهداری می‌شود.

هارفورد و همکاران [۲۱] اثر افق زمانی سرمایه‌گذاران را بر نگهداشت وجه نقد شرکت‌های آمریکایی بررسی کردند. نمونه این پژوهش شامل ۹۱۵۴۰ سال - شرکت بین سال‌های ۱۹۸۵ تا ۲۰۰۹ است. این پژوهش سه نتیجه عمده در بر داشت: نخست، شرکت‌هایی که سرمایه‌گذارانی با افق زمانی

براساس مبانی نظری بالا، فرضیه دوم پژوهش به شرح ذیل تدوین می‌شود:

**فرضیه دوم:** سهامداران نهادی اثر تعدیل‌کننده بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و ارزش بازار وجه نقد دارند.

### پیشینه تجربی

لین و همکاران [۲۵] در پژوهشی، نقش سهامداران کنترل‌کننده را بر رابطه بین اقدامات حسابداری محافظه‌کارانه و ارزش وجه نقد تحلیل کردند. آنها نمونه‌ای متشکل از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس سهام تایوان را بین سال‌های ۲۰۰۶ و ۲۰۱۴ بررسی کرده‌اند. نتایج نشان می‌دهند در غیاب سهامداران کنترلی، ارزش وجه نقد با درجه بالاتری از محافظه‌کاری حسابداری افزایش می‌یابد. تأثیر سنگربندی سهامداران کنترلی نیز اثر مثبت محافظه‌کاری حسابداری بر ارزش وجه نقد را کاهش می‌دهد. در مقابل، تأثیر نظارتی سهامداران کنترلی، ارتباط مثبت ارزش وجه نقد و محافظه‌کاری حسابداری را قوی‌تر می‌کند. حاکمیت شرکتی قوی، ارتباط مثبت ارزش وجه نقد و محافظه‌کاری حسابداری را قوی‌تر می‌کند. حاکمیت شرکتی ضعیف نیز، اثر مثبت محافظه‌کاری حسابداری بر ارزش وجه نقد را کاهش می‌دهد. در نهایت، وقتی شرکت از مشکلات نمایندگی جدی در دوره بحران مالی رنج می‌برد، تأثیر سنگربندی سهامداران تشدید می‌شود.

کوسنادی و همکاران [۲۳]، چگونگی اثرگذاری توسعه سازمانی و مالکیت دولت بر نگهداشت وجه نقد را بررسی کردند. نتایج پژوهش برای ۹۷۴۳ مشاهده سال - شرکت در بازه زمانی ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۷ نشان می‌دهند شرکت‌های مستقر در ایالت‌هایی که

شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ انتخاب شده‌اند. نتایج پژوهش نشان می‌دهند مسئولیت اجتماعی از طریق ریسک غیرنظام‌مند بر نگهداشت وجه نقد، تأثیر مثبت و معنادار و از طریق ریسک نظام‌مند بر نگهداشت وجه نقد، تأثیر منفی و معنادار دارد. در نهایت، مسئولیت اجتماعی از طریق حاکمیت شرکتی بر نگهداشت وجه نقد، تأثیر مثبت و معنادار دارد.

احمدزاده و سروش‌یار [۲] در پژوهشی، نقش محافظه‌کاری حسابداری و کیفیت سود بر ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را ارزیابی کردند. به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، از تحلیل رگرسیون چندمتغیره و اطلاعات مالی ۱۱۱ شرکت عضو نمونه بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۱ استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهند محافظه‌کاری، ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد را بهبود می‌بخشد. افزایش میزان محدودیت در تأمین مالی نیز نقش محافظه‌کاری در بهبود بخشی به ارزش بازار وجه نقد را کاهش می‌دهد. نتیجه دیگر پژوهش بیان‌کننده رابطه منفی کیفیت سود و ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد است.

ملکیان و همکاران [۱۱] در پژوهشی، اثر محافظه‌کاری حسابداری بر ارزش وجه نقد اضافی شرکت‌ها را بررسی کردند. به‌منظور رسیدن به هدف بالا، نمونه‌ای مشتمل بر ۱۰۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار در سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۹۲، انتخاب و اطلاعات آنها تجزیه و تحلیل شدند. نتایج پژوهش نشان دادند ارزش یک ریال موجود در وجه نقد شرکت، از یک ریال اسمی کمتر است. همچنین،

طولانی‌تر دارند، وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند. دوم، شرکت‌هایی که وجوه نقد مازاد نگهداری می‌کنند، سرمایه‌گذاری آنها کمتر و پرداخت‌های آنها به سهامداران بیشتر است. سوم، استفاده سودآور آنها از وجوه مازاد در قیمت سهام منعکس می‌شود.

لویس و همکاران [۲۷] در پژوهشی، رابطه بین ارزش نگهداشت وجه نقد و محافظه‌کاری حسابداری را بررسی کردند. نتایج پژوهش برای ۱۰۱۲۲۱ مشاهده سال - شرکت آمریکایی در بازه زمانی ۱۹۷۴ تا ۲۰۰۶ نشان دادند ارزش بازار یک دلار اضافی در موجودی نقد کمتر از یک دلار است. مطالعات همچنین نشان می‌دهند محافظه‌کاری حسابداری، مشکلات نمایندگی را کم و انگیزه لازم را برای مدیران، به‌منظور تصمیمات سرمایه‌گذاری مؤثر فراهم می‌کند. آنها دریافتند محافظه‌کاری، ارزش بازار یک دلار اضافی در موجودی نقد را افزایش می‌دهد.

لی و پاول [۲۴]، عوامل تعیین‌کننده میزان نگهداری وجه نقد در استرالیا و تأثیر وجه نقد مازاد نگهداری شده بر ثروت سهامداران را مطالعه کردند. نتایج پژوهش برای ۱۸۱۷ شرکت (۱۳۷۸۳ مشاهده سال - شرکت) در بازه زمانی ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۷ نشان دادند مازاد وجه نقد موقت نسبت به مازاد وجه نقد پایدار، بازده بالاتری را ایجاد می‌کند و این بدین معناست که بازار، شرکت‌ها را به دلیل ذخیره وجه نقد جریمه می‌کند. همچنین، ارزش نهایی وجه نقد با افزایش مانده وجه نقد و طولانی‌تر شدن مدت زمان نگهداری آن، کاهش می‌یابد.

فروغی و همکاران [۹] در پژوهشی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر نگهداشت وجه نقد از طریق اثر هم‌زمان متغیرهای منتخب را بررسی کردند. برای آزمون فرضیه‌ها، نمونه‌ای شامل ۹۱ شرکت از

معنی‌داری وجود دارد. این رابطه در بین صنایع با تمرکز متوسط نیز اهمیت بیشتری دارد.

همتی و یوسفی راد [۱۴] نقش حسابداری محافظه‌کارانه در تصمیم‌گیری نسبت به سطح نگهداشت وجه نقد را بررسی کردند. تصمیم‌گیری نسبت به سطح نگهداشت وجه نقد، از دسته تصمیمات مالی شرکت‌ها و مرتبط با تصمیمات سرمایه‌گذاری به شمار می‌رود. نتایج، رابطه معکوس بین محافظه‌کاری حسابداری با وجه نقد نگهداری‌شده پایان دوره و تغییرات وجه نقد طی دوره را نشان می‌دهند.

مهرانی و همکاران [۱۲]، رابطه بین محافظه‌کاری در گزارشگری مالی و میزان نگهداشت موجودی نقد را بررسی کردند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهند طی دوره مطالعه، محافظه‌کاری بر میزان نگهداشت وجه نقد تأثیر نداشته است. دیگر نتایج بیان می‌کنند شرکت‌های بزرگ‌تر و شرکت‌های با سایر دارایی‌های جایگزین وجه نقد، وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند؛ درحالی‌که شرکت‌های دارای هزینه فرصت سرمایه‌گذاری بیشتر، وجه نقد بیشتری دارند.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر، توصیفی از نوع همبستگی است و بر مبنای هدف، از نوع پژوهش کاربردی و به روش پس‌رویدادی انجام شده است. جامعه آماری پژوهش، از کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل شده است که از ابتدای سال ۱۳۸۸ تا پایان سال ۱۳۹۶ در بورس فعال بوده‌اند. برای تعیین نمونه آماری از روش نمونه‌گیری به‌صورت هدفمند استفاده شد. به این صورت که در هر مرحله، از بین تمام شرکت‌های موجود در پایان

محافظه‌کاری با کاهش هزینه‌های نمایندگی، ارزش وجوه نقد اضافی شرکت‌ها را افزایش می‌دهد.

خانی و رجبی [۵] در پژوهشی، تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر رابطه وجه نقد نگهداری‌شده و بازده غیرعادی شرکت‌ها را بررسی کردند. در این پژوهش از اطلاعات ۶ ساله (۱۳۹۰-۱۳۸۵) شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهند ارزش بازار یک ریال وجه نقد نگهداری‌شده اضافی با ورود محافظه‌کاری حسابداری در شرکت‌ها افزایش می‌یابد و به استفاده کارا از وجوه نقد و کاهش اتلاف ارزش بازار مرتبط با وجه نقد نگهداری‌شده منجر می‌شود.

مشکی میاوقی و الهی رودپشتی [۱۰] در پژوهشی، اثر محافظه‌کاری بر ارزش بازار وجه نقد نگهداری‌شده را بررسی کردند. نمونه آماری پژوهش شامل ۹۴ شرکت است که طی دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهند تغییر یک ریال در وجه نقد نگهداری‌شده، تغییرات کمتری در ارزش بازار آن ایجاد می‌کند و همچنین، محافظه‌کاری، ارزش بازار یک ریال اضافی در وجه نقد نگهداری‌شده را افزایش می‌دهد.

عظیمی یانچشمه و شامحمدی قهساره [۷] در پژوهشی، رابطه بین سهم بازار و نگهداشت وجه نقد در محیط رقابتی بازار شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. به این منظور، از ۱۱۴ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۱ استفاده شده است. نتایج پژوهش بیان می‌کنند بین سهم بازار و نگهداشت وجه نقد رابطه معکوس و



$R_{it}$ ، بازده واقعی شرکت، برابر با تغییرات قیمت سهام و مزایای نقدی، سود سهمی و حق تقدم سهام تقسیم بر قیمت سهام در ابتدای دوره است که به شرح رابطه (۲) است.

رابطه (۲)

$$R_{it} = \frac{P_t(1 + \alpha + \beta) - (P_{t-1} + C_\alpha) + D_t}{P_{t-1} + C_\alpha}$$

$P_t$ ، قیمت سهام در پایان دوره  $t$   
 $P_{t-1}$ ، قیمت سهام در ابتدای دوره  $t$   
 $D_t$ ، سود نقدی پرداختی در سال  $t$   
 $\alpha$ ، درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی  
 $\beta$ ، درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته  
 $C$ ، مبلغ اسمی پرداخت شده توسط سرمایه‌گذار برای افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی

$R_m$ ، بازده بازار سهام

برای محاسبه بازده بازار، از شاخص قیمت و بازده نقدی بورس اوراق بهادار تهران (TEDPIX) استفاده شده است که به شرح رابطه (۳) است.

رابطه (۳)

$$R_m = \frac{TEDPIX_t - TEDPIX_{t-1}}{TEDPIX_{t-1}}$$

TEDPIX شاخص قیمت و بازده نقدی

(۲) بازده غیرعادی سهام  $(r - m)$  که از تفاوت بازده شرکت و بازده بازار به دست آمده است [۲۵].

بازده شرکت به شرح رابطه (۴) محاسبه شده است.

رابطه (۴)

$$r = \ln(P_t) - \ln(P_{t-1})$$

$r$  نرخ بازده سهام

$P$  آخرین قیمت سهام

بازده بازار به شرح رابطه (۵) محاسبه شده است.

رابطه (۵)

$$M = \ln(TEPIX_t) - \ln(TEPIX_{t-1})$$

$M$ ، بازده بازار

سال ۱۳۸۷، شرکت‌های فاقد شرایط زیر، حذف و شرکت‌های باقی‌مانده برای انجام آزمون انتخاب شدند:

- ۱- شرکت‌ها در طول دوره پژوهش، تغییر سال مالی نداده باشند.
- ۲- نوع فعالیت شرکت‌ها، تولیدی باشد؛ بنابراین، جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشد.
- ۳- پایان سال مالی شرکت‌های مطالعه‌شده منتهی به ۲۹ اسفندماه در هر سال باشد.
- ۴- وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشند.
- ۵- ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت‌های نمونه مثبت باشد. تعداد ۱۰۶ شرکت (۹۵۴ سال - شرکت)، نمونه آماری پژوهش در نظر گرفته شده‌اند.

### الگوها و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش به پیروی از فالکندر و وانگ [۱۹] و لوئیس و همکاران [۲۷]، الگوی (۱) به شرح ذیل برآورد می‌شود:

الگوی (۱)

$$VCH = \beta_0 + \beta_1 \Delta C + \beta_2 AC + \beta_3 \Delta E + \beta_4 \Delta NCA + \beta_5 \Delta RD + \beta_6 \Delta I + \beta_7 \Delta D + \beta_8 NF + \beta_9 C_{t-1} + \beta_{10} LEV + \beta_{11} \Delta C \times C_{t-1} + \beta_{12} \Delta C \times LEV + \beta_{13} \Delta C \times AC + \beta_{14} \Delta C \times AC \times CS + \varepsilon_{it}$$

در الگوهای بالا:

متغیرهای وابسته (VCH): شامل سه معیار به شرح

ذیل‌اند.

(۱) بازده غیرعادی سهام (AR) که از تفاوت بازده واقعی شرکت و بازده بازار به شرح رابطه (۱) به دست آمده است [۳].

رابطه (۱)

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

TEPIX، شاخص قیمت بازار

الگوی (۲)

$$EARN_{i,t} = a_1 + a_2 NEG\_DUM_{i,t} + a_3 RET_{i,t} + a_4 NEG\_DUM_{i,t} \times RET_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

EARN، نسبت سود خالص به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای سال  
RET، درصد بازده سالانه سهام  
NEG\_DUM یک متغیر مجازی است که اگر RET منفی باشد، ارزش یک و در غیر این صورت، ارزش صفر می‌گیرد.

خان و واتس [۲۲] نتیجه گرفتند محافظه‌کاری با اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی شرکت ارتباط دارد. براساس این، ضرایب  $a_3$  و  $a_4$  را بسط دادند و هرکدام را به صورت تابعی خطی از این سه ویژگی شرکت نوشتند. آنها این توابع را به صورت روابط (۸) و (۹) ارائه کرده‌اند.

مرحله ۲:

رابطه (۸) (G-Score) (درجه حساسیت سود نسبت به اخبار خوب)

$$a_{3i,t} = \delta_{1i,t} + \delta_{2i,t} SIZE_{i,t} + \delta_{3i,t} MB_{i,t} + \delta_{4i,t} LEV_{i,t}$$

رابطه (۹) (C-Score) (درجه حساسیت سود نسبت به اخبار بد)

$$a_{4i,t} = \gamma_{1i,t} + \gamma_{2i,t} SIZE_{i,t} + \gamma_{3i,t} MB_{i,t} + \gamma_{4i,t} LEV_{i,t}$$

SIZE، لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت  
MB، نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام  
LEV، نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها

در مرحله بعد، برابری‌های روابط (۸) و (۹) به جای ضرایب  $a_3$  و  $a_4$  در مدل باسو [۱۶] (الگوی (۲)) جایگذاری می‌شود و مدل خان و واتس [۲۲] به صورت الگوی (۳) شکل می‌گیرد.

(۳) بازده مازاد (ER): از تفاوت بین بازده واقعی و بازده پیش‌بینی شده به شرح رابطه (۶) به دست آمده است [۸].

رابطه (۶)

$$ER = ARet - Pret$$

ARet، بازده واقعی شرکت، به شرح رابطه (۲) محاسبه شده است.

PRet، بازده پیش‌بینی شده

برای اندازه‌گیری بازده پیش‌بینی شده از مدل CAPM (مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای) به شرح رابطه (۷) استفاده شده است.

رابطه (۷)

$$Pret = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

$R_f$ ، نرخ بازده بدون ریسک

$\beta$ ، شاخص ریسک سیستماتیک

$R_m$ ، بازده بازار سهام، به شرح رابطه (۳) محاسبه شده است.

متغیرهای مستقل:

AC، محافظه‌کاری حسابداری، شامل دو معیار به شرح ذیل است؛

(۱) محافظه‌کاری حسابداری (AC 1) با استفاده از مدل C-Score خان و واتس [۲۲] به دست آمده است. در این مدل، اخبار خوب با شاخص G-Score و اخبار بد با شاخص C-Score مشخص می‌شوند. خان و واتس [۲۲] برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری، الگویی را تکمیل کردند که باسو [۱۶] ارائه داد. باسو [۱۶] رابطه بین سود و بازده سهام را به صورت الگوی (۲) ارائه کرد.

مرحله ۱: مدل باسو [۱۶]

الگوی (۳)

$\Delta C$ ، نسبت تغییرات وجه نقد و معادل وجه نقد (سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت) به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای سال

متغیر تعدیل‌گر:

سهامداران نهادی (CS): درصد مالکیت سهامداران نهادی

متغیرهای کنترل:

$\Delta E$ ، نسبت تغییرات سود خالص قبل از کسر مالیات و هزینه بهره (مالی) به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای سال

$\Delta NCA$ ، نسبت تغییرات (کل دارایی‌ها منهای وجه نقد) به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای سال

$\Delta RD$ ، نسبت تغییرات هزینه‌های تحقیق و توسعه به

ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای سال

$\Delta I$ ، نسبت تغییرات هزینه بهره (مالی) به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای سال

$\Delta D$ ، نسبت تغییرات سود سهام نقدی به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای سال

NF، نسبت خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای سال

C، نسبت وجه نقد و معادل وجه نقد (سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت) به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای سال

LEV، نسبت کل بدهی‌ها به مجموع کل بدهی‌ها و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای سال

$$\begin{aligned} EARN_{i,t} = & a_1 + a_2 NEG\_DUM_{i,t} \\ & + (\delta_{1,t} + \delta_{2,t} SIZE_{i,t} \\ & + \delta_{3,t} MB_{i,t} + \delta_{4,t} LEV_{i,t}) \\ & \times RET_{i,t} \\ & + (\gamma_{1,t} + \gamma_{2,t} SIZE_{i,t} \\ & + \gamma_{3,t} MB_{i,t} + \gamma_{4,t} LEV_{i,t}) \\ & \times NEG\_DUM_{i,t} \times RET_{i,t} \\ & + \alpha_{1,t} SIZE_{i,t} + \alpha_{2,t} MB_{i,t} \\ & + \alpha_{3,t} LEV_{i,t} + \alpha_{4,t} SIZE_{i,t} \\ & \times NEG\_DUM_{i,t} + \alpha_{5,t} MB_{i,t} \\ & \times NEG\_DUM_{i,t} + \alpha_{6,t} LEV_{i,t} \\ & \times NEG\_DUM_{i,t} + \theta_{i,t} \end{aligned}$$

برای سنجش محافظه‌کاری، ابتدا الگوی (۳) به صورت مقطعی برآورد شده است. سپس مقادیر محاسبه شده برای  $\gamma_i$  در رابطه (۹) قرار داده شده و شاخص محافظه‌کاری برای هر شرکت محاسبه شده است. هرچه شاخص C\_Score برای شرکت بالاتر باشد، محافظه‌کاری نیز بالاتر است.

(۲) محافظه‌کاری حسابداری (AC 2) با استفاده از شاخص گیولی و هاین [۲۰] به شرح رابطه (۱۰) به دست آمده است. طبق این روش، وجود مستمر ارقام تعهدی عملیاتی منفی در یک دوره زمانی بلندمدت در شرکت‌ها، معیاری از محافظه‌کاری به شمار می‌رود؛ یعنی هرچه میانگین ارقام تعهدی عملیاتی طی دوره مربوطه منفی و بیشتر باشد، محافظه‌کاری بیشتر خواهد بود.

رابطه (۱۰)

$$AC = (-1) \times \frac{ACC_t}{TA_{t-1}}$$

$ACC_t$ ، ارقام تعهدی عملیاتی: سود خالص به‌علاوه هزینه استهلاک، منهای جریان وجوه نقد حاصل از عملیات

TA، ارزش دفتری کل دارایی‌ها در ابتدای سال t

## یافته‌های پژوهش

به‌منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات، ابتدا آمار توصیفی داده‌های بررسی‌شده، محاسبه و در نگاره (۱)، شاخص‌های مرکزی و پراکندگی ارائه می‌شود.

## آمار توصیفی

نگاره ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نماد متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشدگی
AR	۰/۱۲۶	-۰/۰۱۳	۷/۰۲۶	-۱/۲۵۰	۰/۸۲۱	۳/۲۴۲	۱۸/۴۶۱
r-m	-۰/۲۰۶	-۰/۲۰۵	۱/۶۵۰	-۱/۶۷۰	۰/۵۰۷	۰/۱۱۵	۳/۹۴۷
ER	۰/۱۵۶	۰/۰۲۲	۴/۳۱۸	-۱/۶۶۸	۰/۷۸۲	۲/۰۶۶	۱۰/۶۶۹
$\Delta C$	۰/۰۱۷	۰/۰۰۳	۰/۹۸۲	-۰/۶۳۵	۰/۱۳۳	۲/۳۹۶	۲۲/۶۲۴
AC 1	۰/۱۷۹	۰/۰۳۹	۹/۸۳۶	-۴/۳۲۵	۱/۳۰۷	۳/۳۷۸	۲۲/۵۶۶
AC 2	-۰/۰۳۲	-۰/۰۲۰	۰/۷۰۵	-۰/۸۹۰	۰/۱۵۲	-۰/۸۸۶	۹/۰۶۴
$\Delta E$	۰/۰۴۹	۰/۰۲۷	۰/۹۰۱	-۰/۶۵۶	۰/۲۰۰	۱/۱۲۰	۷/۳۰۷
$\Delta NCA$	۰/۲۴۲	۰/۱۴۸	۲/۰۸۰	-۱/۲۱۸	۰/۴۴۴	۱/۳۲۹	۷/۳۸۷
$\Delta RD$	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰	۰/۰۸۲	-۰/۰۸۸	۰/۰۰۵	-۱/۰۹۵	۲۳۲/۰۴۰
$\Delta I$	۰/۰۱۴	۰/۰۰۴	۰/۴۱۴	-۰/۲۵۴	۰/۰۴۷	۲/۰۱۸	۱۷/۸۵۰
$\Delta D$	۰/۰۰۳	۰/۰۰۱	۰/۶۲۴	-۰/۸۲۳	۰/۰۹۲	-۰/۴۵۳	۲۵/۱۰۷
NF	۰/۰۵۹	۰/۰۱۷	۱/۶۹۷	-۰/۸۶۲	۰/۲۵۱	۱/۵۴۸	۱۰/۵۷۱
C	۰/۱۲۵	۰/۰۷۰	۱/۹۱۲	۰/۰۰۰	۰/۱۸۱	۴/۶۶۸	۳۵/۱۸۰
LEV	۰/۵۳۲	۰/۵۱۷	۱/۶۱۳	۰/۰۳۳	۰/۲۵۶	۰/۴۴۶	۳/۲۵۸
CS	۰/۷۱۸	۰/۷۹۰	۰/۹۹۵	۰/۰۰۰	۰/۲۴۱	-۱/۴۵۵	۴/۴۷۲

منبع: یافته‌های پژوهش

میانگین تغییر در سود ( $\Delta E$ ) و تغییر دارایی‌های غیرنقد ( $\Delta NCA$ ) نشان‌دهنده روند رو به رشد سود و جمع دارایی‌های شرکت است. میانگین درصد سهام در اختیار سهامداران نهادی ۷۲٪ است.

میانگین بازده مازاد (ER) بیان می‌کند بازده واقعی شرکت‌های نمونه به‌طور متوسط طی یک سال، ۱۶٪ از بازده پیش‌بینی‌شده آنها بیشتر است. همچنین، میانگین منفی بازده غیرعادی (r-m) نشان می‌دهد نرخ بازده قیمت سهام شرکت‌های نمونه به‌طور متوسط، ۲۱٪ کمتر از نرخ بازده قیمت بازار است. در نهایت، میانگین مثبت بازده غیرعادی سهام (AR) نشان می‌دهد بازده واقعی شرکت‌های نمونه به‌طور متوسط، ۱۳٪ از بازده بازار آنها بیشتر است.

نتایج نگاره (۱) نشان می‌دهند ارزش میانه محافظه‌کاری حسابداری (AC 1) برآوردشده با مدل C-Score خان و واتس [۲۲] کمتر از ارزش میانگین آن است. چولگی راست این متغیر نشان می‌دهد بسیاری از شرکت‌های نمونه به‌طور بالقوه، درجه پایینی از محافظه‌کاری حسابداری دارند. متغیر نگهداشت وجه نقد (C) نیز توزیع راست را نشان می‌دهد (به این معنی که ارزش میانگین متغیر، بیشتر از ارزش میانه آن است) که بیان می‌کند تعداد کمی از شرکت‌های نمونه، وجه نقد زیادی نگهداری می‌کنند. با توجه به مثبت بودن میانگین تغییرات وجه نقد ( $\Delta C$ ) چنین استنباط می‌شود که میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های نمونه در حال افزایش است.

بررسی شده، ضریب کشیدگی مثبت دارند؛ یعنی بلندتر از توزیع نرمال‌اند.

### نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش با معیار اول محافظه‌کاری

قبل از برآزش الگوهای پژوهش، ابتدا لازم است آزمون تشخیصی F لیمر برای انتخاب از بین الگوهای داده‌های ترکیبی معمولی در مقابل الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت انجام شود که نتایج آن در نگاره (۲) آمده است.

انحراف معیار داده‌ها، پراکندگی داده‌ها از میانگین را نشان می‌دهد. انحراف معیار کم، نشان‌دهنده پراکندگی کم داده‌ها از میانگین و انحراف معیار زیاد، نشان‌دهنده پراکندگی زیاد داده‌ها از میانگین است. متغیر تغییرات هزینه‌های تحقیق و توسعه با انحراف معیار ۰/۰۰۵، کمترین پراکندگی از میانگین و متغیر محافظه‌کاری حسابداری (AC 1) برآوردشده با مدل C-Score خان و واتس [۲۲] با انحراف ۱/۳۰۷، بیشترین پراکندگی از میانگین را دارند. در بررسی ضریب کشیدگی دیده می‌شود تمام متغیرهای

نگاره ۲- نتایج آزمون تشخیصی F لیمر و آزمون هاسمن

الگو	نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	روش پذیرفته شده
بازده غیرعادی سهام (AR)	F لیمر	۰/۳۸۷	۱/۰۰۰	روش داده‌های ترکیبی معمولی
بازده غیرعادی سهام (r-m)	F لیمر	۰/۳۵۰	۱/۰۰۰	روش داده‌های ترکیبی معمولی
بازده مازاد (ER)	F لیمر	۷/۵۷۲	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی
	هاسمن	۲۴/۶۷۵	۰/۰۳۸	روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهش

روش داده‌های تابلویی پذیرفته می‌شود. با توجه به اینکه سطح معناداری به‌دست‌آمده از آزمون هاسمن، کمتر از ۰/۵٪ است، فرضیه صفر (روش اثرات تصادفی)، رد و روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود؛ بنابراین، برای تخمین الگو، از روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت استفاده می‌شود.

نتیجه به‌دست‌آمده از تخمین الگوهای پژوهش به‌همراه آزمون‌های تعیین اعتبار باقی‌مانده‌های الگوها در نگاره (۳) ارائه شده است:

نتایج تخمین الگوهای پژوهش با متغیرهای وابسته بازده غیرعادی سهام (AR) و (r-m) نشان می‌دهند سطح معناداری به‌دست‌آمده از آزمون F لیمر، بیشتر از ۰/۵٪ است؛ بنابراین، فرضیه صفر (داده‌های تلفیقی) پذیرفته می‌شود؛ در نتیجه، برای تخمین الگوها از روش داده‌های ترکیبی معمولی استفاده می‌شود. همچنین، سطح معناداری به‌دست‌آمده از آزمون F لیمر برای تخمین الگوی پژوهش با متغیر وابسته بازده مازاد (ER)، کمتر از ۰/۵٪ است؛ بنابراین، فرضیه صفر (داده‌های تلفیقی)، رد و

نگاره ۳- نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش با معیار اول محافظه‌کاری

بازده مازاد (ER)			بازده غیرعادی سهام (r-m)			بازده غیرعادی سهام (AR)			متغیر
سطح معناداری	آماره t	ضریب	سطح معناداری	آماره t	ضریب	سطح معناداری	آماره t	ضریب	
۰/۰۰۷	-۲/۷۰۰	-۰/۲۵۱	۰/۰۰۰	-۹/۱۸۶	-۰/۳۸۲	۰/۱۲۷	-۱/۵۳۰	-۰/۰۶۱	C
۰/۴۸۶	۰/۶۹۶	۰/۳۲۱	۰/۳۴۴	-۰/۹۴۷	-۰/۳۸۸	۰/۰۰۵	۲/۸۱۸	۱/۴۲۳	ΔC
۰/۰۰۲	-۳/۰۹۲	-۰/۰۲۱	۰/۰۰۰	-۵/۲۰۹	-۰/۰۴۶	۰/۰۰۱	-۳/۳۳۴	-۰/۰۳۸	AC 1
۰/۰۰۰	۵/۵۰۶	۱/۲۳۵	۰/۰۰۰	۱۴/۴۷۵	۰/۸۸۰	۰/۰۰۰	۱۴/۸۶۶	۱/۵۴۱	ΔE
۰/۰۸۷	۱/۷۱۲	۰/۱۳۴	۰/۰۱۴	۲/۴۵۱	۰/۰۹۲	۰/۰۰۰	۴/۹۸۵	۰/۲۸۶	ΔNCA
۰/۰۰۲	-۳/۰۷۲	-۴/۰۹۸	۰/۶۳۶	-۰/۴۷۴	-۰/۵۵۰	۰/۵۳۴	-۰/۶۲۲	-۱/۵۱۳	ΔRD
۰/۰۰۰	-۴/۷۵۷	-۱/۶۵۷	۰/۰۰۰	-۶/۴۴۴	-۱/۹۱۱	۰/۰۰۰	-۴/۲۳۷	-۱/۸۳۹	ΔI
۰/۶۲۷	-۰/۴۸۶	-۰/۰۶۵	۰/۷۷۳	-۰/۲۸۹	-۰/۰۴۸	۰/۳۱۷	-۱/۰۰۱	-۰/۱۷۲	ΔD
۰/۶۰۰	-۰/۵۲۵	-۰/۰۴۱	۰/۰۳۹	-۲/۰۷۲	-۰/۰۸۸	۰/۴۳۱	-۰/۷۸۸	-۰/۰۶۱	NF
۰/۷۲۲	۰/۳۵۵	۰/۰۴۸	۰/۱۶۷	۱/۳۸۲	۰/۰۷۳	۰/۳۸۸	۰/۸۶۳	۰/۰۹۳	C <sub>t-1</sub>
۰/۰۰۱	۳/۳۱۸	۰/۶۳۰	۰/۰۰۰	۳/۷۸۹	۰/۲۷۰	۰/۷۹۷	۰/۲۵۷	۰/۰۲۲	LEV
۰/۶۰۹	-۰/۵۱۲	-۰/۲۲۴	۰/۸۹۴	۰/۱۳۴	۰/۰۴۰	۰/۲۶۲	-۱/۱۲۴	-۰/۵۱۵	ΔC*C <sub>t-1</sub>
۰/۵۵۶	-۰/۵۸۹	-۰/۲۴۴	۰/۵۰۴	۰/۶۶۹	۰/۲۶۷	۰/۰۱۱	-۲/۵۴۴	-۱/۵۸۱	ΔC*LEV
۰/۰۷۸	-۱/۷۶۴	-۰/۳۱۵	۰/۰۰۷	۲/۷۱۸	۰/۵۲۲	۰/۰۰۸	۲/۶۴۰	۱/۰۰۳	ΔC*AC 1
۰/۳۳۸	۰/۹۵۹	۰/۲۳۶	۰/۰۲۶	-۲/۲۳۴	-۰/۵۹۱	۰/۱۳۷	-۱/۴۸۷	-۱/۰۸۰	ΔC*AC 1*CS
(۰/۲۵۲) ۰/۳۴۵			(۰/۲۲۶) ۰/۲۳۷			(۰/۳۰۹) ۰/۳۱۹			ضریب تعیین (تعدیل شده)
۲/۴۹			۲/۳۴			۲/۴۰			آماره دوربین واتسون
(۰/۰۰۰) ۳/۶۹۹			(۰/۰۰۰) ۲۰/۸۲۳			(۰/۰۰۰) ۳۱/۴۲۵			آماره F فیشر (سطح معناداری)

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج به‌دست‌آمده در نگاره (۳) از برآورد الگوی پژوهش با متغیر وابسته بازده غیرعادی سهام (AR)، ضریب متغیر تعاملی تغییرات وجه نقد\*محافظه‌کاری حسابداری (ΔC\*AC 1)، برابر ۰/۰۰۳ و سطح معناداری آن، برابر ۰/۰۰۸ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است؛ بنابراین، محافظه‌کاری حسابداری بر ارزش بازار نگهداشت وجه نقد تأثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین، ضریب متغیر تعاملی تغییرات وجه نقد\*محافظه‌کاری حسابداری\*سهامداران نهادی (ΔC\*AC 1\*CS)،

نتایج نگاره (۳) نشان می‌دهند مقدار آماره دوربین - واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد؛ بنابراین، نبود همبستگی در اجزای باقی‌مانده الگوهای رگرسیونی بالا را تأیید می‌کنند. سطح معنی‌داری آماره F فیشر کمتر از ۰/۵ است؛ بنابراین، معناداری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود. مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده الگوها نشان می‌دهد در مجموع، ۳۱٪، ۲۳٪ و ۲۵٪ از تغییرات به‌دست‌آمده در متغیرهای وابسته، با متغیرهای مستقل و معنی‌دار شده در این الگوها توضیح داده می‌شوند.

تعاملی تغییرات وجه نقد\*محافظة کاری حسابداری برابر با ۰/۱۳۷- و سطح معناداری آن، برابر با ۰/۱۳۷ بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است؛ بنابراین، سهامداران نهادی بر ارتباط بین محافظة کاری حسابداری و ارزش بازار نگاهداشت وجه نقد تأثیر معناداری ندارند.

همچنین، نتایج به دست آمده در نگاره (۳) از برآورد الگوی پژوهش با متغیر وابسته بازده غیرعادی سهام (r-m) بیان می‌کنند ضریب متغیر تعاملی تغییرات وجه نقد\*محافظة کاری حسابداری برابر با ۰/۰۰۷- و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است؛ بنابراین، محافظة کاری حسابداری بر ارزش بازار نگاهداشت وجه نقد تأثیر مثبت و معناداری دارد.

همچنین، ضریب متغیر تعاملی تغییرات وجه نقد\*محافظة کاری حسابداری برابر با ۰/۲۳۶- و سطح معناداری آن، برابر با ۰/۳۳۸ بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است؛ بنابراین، سهامداران نهادی بر ارتباط بین محافظة کاری حسابداری و ارزش بازار نگاهداشت وجه نقد تأثیر معناداری ندارند.

#### نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش با معیار دوم محافظة کاری

قبل از برآزش الگوهای پژوهش، ابتدا لازم است آزمون تشخیصی F لیمر برای انتخاب از بین الگوهای داده‌های ترکیبی معمولی در مقابل الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت انجام شود که نتایج آن در نگاره (۴) آمده است.

برابر ۱/۰۸۰- و سطح معناداری آن، برابر با ۰/۱۳۷ بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است؛ بنابراین، سهامداران نهادی بر ارتباط بین محافظة کاری حسابداری و ارزش بازار نگاهداشت وجه نقد تأثیر معناداری ندارند.

همچنین، نتایج به دست آمده در نگاره (۳) از برآورد الگوی پژوهش با متغیر وابسته بازده غیرعادی سهام (r-m) بیان می‌کنند ضریب متغیر تعاملی تغییرات وجه نقد\*محافظة کاری حسابداری برابر با ۰/۰۰۷- و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است؛ بنابراین، محافظة کاری حسابداری بر ارزش بازار نگاهداشت وجه نقد تأثیر مثبت و معناداری دارد.

همچنین، ضریب متغیر تعاملی تغییرات وجه نقد\*محافظة کاری حسابداری برابر با ۰/۰۰۷- و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است؛ بنابراین، سهامداران نهادی بر ارتباط بین محافظة کاری حسابداری و ارزش بازار نگاهداشت وجه نقد تأثیر منفی و معناداری دارند.

در نهایت، نتایج برآورد الگوی پژوهش با متغیر وابسته بازده مازاد (ER) نشان می‌دهند ضریب متغیر

نگاره ۴: نتایج آزمون تشخیصی F لیمر و آزمون هاسمن

الگو	نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	روش پذیرفته شده
بازده غیرعادی سهام (AR)	F لیمر	۰/۴۰۹	۱/۰۰۰	روش داده‌های ترکیبی معمولی
بازده غیرعادی سهام (r-m)	F لیمر	۱۹/۴۱۲	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی
بازده مازاد (ER)	F لیمر	۰/۸۵۳	۰/۸۴۷	روش داده‌های ترکیبی معمولی

منبع: یافته‌های پژوهش

سطح معناداری به دست آمده از آزمون F لیمر برای تخمین الگوی پژوهش با متغیر وابسته بازده غیرعادی سهام (r-m)، کمتر از ۰.۵٪ است؛ بنابراین، فرضیه صفر (داده‌های تلفیقی)، رد و روش داده‌های تابلویی پذیرفته می‌شود. با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده از آزمون هاسمن، بیشتر از ۰.۵٪ است، فرضیه صفر (روش اثرات تصادفی) پذیرفته می‌شود؛ بنابراین، برای تخمین الگو از روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات تصادفی استفاده می‌شود. همچنین، نتایج تخمین الگوهای پژوهش با متغیرهای وابسته

بازده غیرعادی (AR) و بازده مازاد (ER) نشان می‌دهند سطح معناداری به دست آمده از آزمون F لیمر، بیشتر از ۰.۵٪ است؛ بنابراین، فرضیه صفر (داده‌های تلفیقی) پذیرفته می‌شود؛ در نتیجه، برای تخمین الگوها از روش داده‌های ترکیبی معمولی استفاده می‌شود.

نتیجه حاصل از تخمین الگوهای پژوهش به همراه آزمون‌های تعیین اعتبار باقی مانده‌های الگوها در نگاره ۵) ارائه شده است.

نگاره ۵- نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش با معیار دوم محافظه‌کاری

بازده غیرعادی سهام (AR)			بازده غیرعادی سهام (r-m)			بازده مازاد (ER)			متغیر
ضرایب	آماره t	سطح معناداری	ضرایب	آماره t	سطح معناداری	ضرایب	آماره t	سطح معناداری	
۰/۰۷۳	-۱/۷۰۹	۰/۰۸۸	-۰/۴۸۱	-۱۲/۷۰۱	۰/۰۰۰	-۰/۰۲۴	-۰/۵۷۳	۰/۵۶۷	C
۱/۳۶۷	۲/۶۱۵	۰/۰۰۹	۰/۱۰۸	۰/۲۵۹	۰/۷۹۵	۰/۷۰۹	۱/۳۸۴	۰/۱۶۷	ΔC
-۰/۱۰۶	-۰/۸۰۴	۰/۴۲۲	-۰/۰۳۳	-۰/۲۷۵	۰/۷۸۴	۰/۰۹۸	۰/۸۱۲	۰/۴۱۷	AC 2
۱/۴۷۰	۱۳/۱۳۵	۰/۰۰۰	۰/۸۶۲	۹/۶۱۰	۰/۰۰۰	۱/۳۴۷	۱۱/۹۱۹	۰/۰۰۰	ΔE
۰/۲۹۲	۵/۰۵۵	۰/۰۰۰	۰/۰۲۰	۰/۴۱۳	۰/۶۸۰	۰/۲۴۱	۴/۰۱۴	۰/۰۰۰	ΔNCA
-۱/۴۵۱	-۰/۵۹۷	۰/۵۵۱	-۲/۵۸۷	-۰/۹۰۹	۰/۳۶۴	-۲/۰۹۱	-۰/۶۸۶	۰/۴۹۳	ΔRD
-۱/۸۳۰	-۴/۱۶۷	۰/۰۰۰	-۱/۳۳۹	-۳/۸۱۰	۰/۰۰۰	-۱/۹۰۳	-۴/۲۹۴	۰/۰۰۰	ΔI
-۰/۰۵۱	-۰/۲۸۳	۰/۷۷۷	۰/۰۶۸	۰/۴۵۷	۰/۶۴۸	-۰/۰۲۲	-۰/۱۴۴	۰/۸۸۶	ΔD
-۰/۰۹۹	-۱/۱۱۷	۰/۲۶۴	-۰/۰۹۶	-۱/۲۵۳	۰/۲۱۱	-۰/۰۲۶	-۰/۳۱۵	۰/۷۵۳	NF
۰/۰۹۹	۰/۸۸۸	۰/۳۷۵	۰/۰۴۰	۰/۴۷۰	۰/۶۳۹	۰/۰۱۲	۰/۱۰۵	۰/۹۱۷	C <sub>t-1</sub>
۰/۰۳۰	۰/۳۳۷	۰/۷۳۶	۰/۴۶۷	۶/۰۰۸	۰/۰۰۰	۰/۰۸۵	۰/۹۳۵	۰/۳۵۰	LEV
-۰/۵۰۷	-۱/۰۸۷	۰/۲۷۷	-۰/۱۴۱	-۰/۴۶۰	۰/۶۴۶	-۰/۳۳۱	-۰/۶۸۰	۰/۴۹۷	ΔC*C <sub>t-1</sub>
-۱/۴۲۳	-۲/۲۱۴	۰/۰۲۷	-۰/۱۹۱	-۰/۳۸۹	۰/۶۹۷	-۰/۶۵۵	-۱/۰۳۵	۰/۳۰۱	ΔC*LEV
۰/۷۹۶	۰/۳۲۳	۰/۷۴۷	۱/۸۱۹	۱/۶۷۳	۰/۰۹۵	۴/۳۹۱	۴/۸۸۱	۰/۰۰۰	ΔC*AC 2
-۱/۲۵۹	-۰/۳۵۲	۰/۷۲۵	-۳/۶۲۲	-۱/۹۹۴	۰/۰۴۷	-۸/۳۷۷	-۴/۸۳۰	۰/۰۰۰	ΔC*AC 2*CS
ضریب تعیین (تعدیل شده)			۰/۲۸۷ (۰/۲۷۰)			۰/۲۴۷ (۰/۲۳۶)			
آماره دورین واتسون			۲/۴۲			۲/۳۱			
آماره F فیشر (سطح معناداری)			۱۷/۰۵۰ (۰/۰۰۰)			۲۲/۰۰۷ (۰/۰۰۰)			



منبع: یافته‌های پژوهش

با ۰/۰۹۵ و بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است؛ بنابراین، محافظه‌کاری حسابداری بر ارزش بازار نگهداشت وجه نقد تأثیر معناداری ندارد. همچنین، ضریب متغیر تعاملی تغییرات وجه نقد\*محافظه‌کاری حسابداری\*سهامداران نهادی ( $\Delta C * AC 2 * CS$ )، برابر ۳/۶۲۲- و سطح معناداری آن، برابر با ۰/۰۴۷ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است؛ بنابراین، سهامداران نهادی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و ارزش بازار نگهداشت وجه نقد تأثیر منفی و معناداری دارند.

در نهایت، نتایج برآورد الگوی پژوهش با متغیر وابسته بازده مازاد (ER) نشان می‌دهند ضریب متغیر تعاملی تغییرات وجه نقد\*محافظه‌کاری حسابداری ( $\Delta C * AC 2$ )، برابر ۴/۳۹۱ و سطح معناداری آن، برابر با ۰/۰۰۰ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است؛ بنابراین، محافظه‌کاری حسابداری بر ارزش بازار نگهداشت وجه نقد تأثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین، ضریب متغیر تعاملی تغییرات وجه نقد\*محافظه‌کاری حسابداری\*سهامداران نهادی ( $\Delta C * AC 2 * CS$ )، برابر ۸/۳۷۷- و سطح معناداری آن، برابر با ۰/۰۰۰ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است؛ بنابراین، سهامداران نهادی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و ارزش بازار نگهداشت وجه نقد تأثیر منفی و معناداری دارند.

#### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این پژوهش، تأثیر سهامداران نهادی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و ارزش وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شد. به‌طور کلی، نتایج این پژوهش نشان

نتایج نگاره (۵) نشان می‌دهند مقدار آماره دوربین - واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد؛ بنابراین، نبود همبستگی در اجزای باقی‌مانده الگوهای رگرسیونی بالا را تأیید می‌کنند. سطح معنی‌داری آماره F فیشر کمتر از ۰/۵ است؛ بنابراین، معناداری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود. مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده الگوها نشان می‌دهد در مجموع، ۳۰٪، ۲۷٪ و ۲۴٪ از تغییرات به‌دست‌آمده در متغیرهای وابسته، با متغیرهای مستقل و معنی‌دار شده در این الگوها توضیح داده می‌شوند.

نتایج برآورد الگوی پژوهش با متغیر وابسته بازده غیرعادی سهام (AR) نشان می‌دهند ضریب متغیر تعاملی تغییرات وجه نقد\*محافظه‌کاری حسابداری ( $\Delta C * AC 2$ )، برابر ۰/۷۹۶ و سطح معناداری آن، برابر با ۰/۷۴۷ و بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است؛ بنابراین، محافظه‌کاری حسابداری بر ارزش بازار نگهداشت وجه نقد تأثیر معناداری ندارد. همچنین، ضریب متغیر تعاملی تغییرات وجه نقد\*محافظه‌کاری حسابداری\*سهامداران نهادی ( $\Delta C * AC 2 * CS$ )، برابر ۱/۲۵۹- و سطح معناداری آن، برابر با ۰/۷۲۵ و بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است؛ بنابراین، سهامداران نهادی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و ارزش بازار نگهداشت وجه نقد تأثیر معناداری ندارند.

همچنین، نتایج به‌دست‌آمده در نگاره (۵) از برآورد الگوی پژوهش با متغیر وابسته بازده غیرعادی سهام (r-m) بیان می‌کنند ضریب متغیر تعاملی تغییرات وجه نقد\*محافظه‌کاری حسابداری ( $\Delta C * AC 2$ )، برابر ۱/۸۱۹ و سطح معناداری آن، برابر

- می‌دهند محافظه‌کاری حسابداری، افزایش ارزش بازار وجه نقد را موجب می‌شود. همچنین، سهامداران نهادی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و ارزش بازار وجه نقد، تأثیر منفی و معناداری دارند. در توجیه این یافته‌ها گفتنی است محافظه‌کاری باعث کاهش تضادهای نمایندگی شده و از واکنش منفی بازار نسبت به نگهداشت وجه نقد مازاد می‌کاهد. به این معنی که محافظه‌کاری نقش اطلاعاتی دارد و انگیزه مدیران در دستکاری اطلاعات حسابداری و هزینه‌های نمایندگی ناشی از اطلاعات نامتقارن را کاهش می‌دهد. کاهش اطلاعات نامتقارن و در نهایت، افزایش کیفیت اطلاعات، به نوبه خود زمینه‌ساز افزایش کارایی وجوه نقد و استفاده مؤثر از آن می‌شود. همچنین، محافظه‌کاری، انگیزه اضافی برای اتخاذ تصمیمات کارای سرمایه‌گذاری را ایجاد و نظارت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت را آسان می‌کند و در نهایت، باعث بهبود ارزش نهایی وجه نقد می‌شود؛ با وجود این، مالکیت سهامداران نهادی تأثیرات منفی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و ارزش بازار وجه نقد داشته که نشان‌دهنده فرضیه منافع شخصی است. به عبارت دیگر، وقتی سهامداران کنترل‌کننده فقط مراقب منافع خود هستند، گاهی به قیمت منافع سهامداران اقلیت دست به عمل می‌زنند. در این مورد، تأثیر سنگربندی سهامداران نهادی، کاهش تأثیر مثبت محافظه‌کاری بر ارزش وجوه نقد را سبب می‌شود. نتایج این پژوهش هم‌راستا با نتایج احمدزاده و سروش‌یار [۲]، ملکیان و همکاران [۱۱]، مشکی میاوقی و الهی رودپشتی [۱۰]، لوئیس و همکاران [۲۷] و لین و همکاران [۲۵] است.
- با توجه به نتایج پژوهش پیشنهاد می‌شود:
- تأثیر محافظه‌کاری در کاهش هزینه‌های نمایندگی و به سبب آن، افزایش ارزش وجه نقد تأیید شد؛ بنابراین، به شرکت‌ها و نیز نهادهای تدوین‌کننده استانداردهای حسابداری توصیه می‌شود به مفاهیم محافظه‌کاری اهمیت بیشتری دهند و نهادهای ناظر نیز به استفاده از مفاهیم مزبور در گزارش‌های مالی توجه بیشتری اعمال کنند.
  - افزایش ارزش سهام شرکت و به تبع آن، افزایش ثروت سهامداران از اهداف اصلی شرکت‌های انتفاعی است؛ بنابراین، شرکت‌ها می‌توانند با الزام به محافظه‌کاری بیشتر در گزارشگری مالی خود، ارزش وجوه نقد نگهداری‌شده خود را افزایش دهند که نتیجه آن به شکل افزایش بازده سهام متجلی خواهد شد. همچنین، سهامداران نهادی، کاهش تأثیر مثبت محافظه‌کاری بر ارزش وجوه نقد را سبب می‌شوند؛ بنابراین، به استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی پیشنهاد می‌شود به سهامداران نهادی به‌عنوان عامل منفی توجه داشته باشند.
- به‌منظور انجام پژوهش‌های آتی، پیشنهادهای زیر ارائه می‌شود:
- بررسی تأثیر سایر معیارهای حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و ارزش وجه نقد شرکت‌ها؛
  - بررسی تأثیر توانایی مدیران بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و ارزش وجه نقد شرکت‌ها؛
  - بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و ارزش وجه نقد شرکت‌ها؛

بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات حسابداری و حسابرسی*، سال سوم، شماره ۱۱، ۳۰-۴۱.

(۶) رضایی، فرزین و ثریا ویسی حصار (۱۳۹۳). اثر روابط سیاسی با دولت بر رابطه بین تمرکز مالکیت با کیفیت گزارشگری مالی و هزینه سهام عادی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، سال بیست و یکم، شماره ۴، ۴۷۰-۴۴۹.

(۷) عظیمی یانچشمه، مجید و سمیه شامحمدی قهساره (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین نگهداشت وجه نقد و سهم بازار با استفاده از مدل پویا در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال ششم، شماره ۴، ۷۲-۵۵.

(۸) فخاری، حسین و قاسم روحی (۱۳۹۲). بررسی تأثیر وجه نقد نگهداری‌شده و مدیریت سرمایه در گردش بر مازاد بازده سهام شرکت‌ها. *دانش حسابداری*، سال چهارم، شماره ۱۴، ۴۹-۲۷.

(۹) فروغی، داریوش، امیری، هادی و مرضیه جوانمرد (۱۳۹۷). تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر نگهداشت وجه نقد از طریق اثر هم‌زمان متغیرهای منتخب. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال دهم، شماره ۱، ۳۶-۱۹.

(۱۰) مشکى میاوقی، مهدی و سمانه الهی رودپشتی (۱۳۹۳). بررسی اثر محافظه‌کاری بر ارزش بازار وجه نقد نگهداری‌شده. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، سال چهارم، شماره ۱۳، ۴۳-۲۳.

(۱۱) ملکیان، اسفندیار، حیدری کوچی، مهدی و محمد حسین فتحه (۱۳۹۴). محافظه‌کاری حسابداری و ارزش وجه نقد اضافی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش حسابداری*، شماره ۱۶، ۴۶-۲۹.

- بررسی تأثیر اندازه شرکت بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و ارزش وجه نقد شرکت‌ها؛

- انجام پژوهش حاضر با استفاده از سایر معیارهای اندازه‌گیری محافظه‌کاری حسابداری و ارزش بازار نگهداشت وجه نقد و مقایسه نتایج.

## منابع

(۱) احسانی امریی، سید حسین (۱۳۹۱). تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر ارزش نگهداشت وجه نقد. پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، اصفهان، ایران.

(۲) احمدزاده، حمید و افسانه سروش یار (۱۳۹۴). ارزیابی نقش محافظه‌کاری حسابداری و کیفیت سود بر ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله دانش حسابداری*، سال ششم، شماره ۲۱، ۱۷۲-۱۵۱.

(۳) حقیقت، حمید و سید مصطفی علوی (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین شفافیت سود حسابداری و بازده غیرعادی سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال پنجم، شماره ۱، ۱۲-۱.

(۴) حیدری کوچی، مهدی (۱۳۹۰). *محافظه‌کاری حسابداری و ارزش وجه نقد نگهداری‌شده*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، مازندران، ایران.

(۵) خانی، عبدالله و رضا رجبی (۱۳۹۳). بررسی تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر رابطه وجه نقد نگهداری‌شده و بازده غیرعادی شرکت‌ها در

- Earnings, Cash Flows and Accruals: Has Financial Accounting Become More Conservative? *Journal of Accounting & Economics*, 29, 287-320.
- 21) Harford, J., H. Keckes. And S. Mansi. (2012). *Investor Horizons and Corporate Cash Holdings*. www.ssrn.com.
- 22) Khan, M., & Watts, R. (2009). Estimation and Empirical Properties of a Firm-Year Measure of Conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, 48, 132-150.
- 23) 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.
- 24) Lee, E., and Powell, R., (2011). Excess Cash Holdings and Shareholder Value. *Accounting & Finance*, 51(2), 549-574.
- 25) Lin C.-M., Chan M.-L., Chien I.-H. & Li K.H., (2017). The Relationship between Cash Value and Accounting Conservatism: The Role of Controlling Shareholders, *International Review of Economics and Finance*, doi: 10.1016/j.iref.2017.07.017.
- 26) Louis, H., Sun, A., and Urcan, O., (2011). Value of Cash Holdings and Accounting Conservatism. *Contemporary Accounting Research*, 29 (4), 1249-1271.
- 27) Louis, Henock and Amy Sun and OktayUrcan (2012). Value of Cash Holding and Accounting Conservatism. *Contemporary Accounting Research*. NO. 5, PP. 1-39.
- 28) Martinez-Sola, Cristina, Garcia-Teruel, Pedro J. And Martinez-Solano, Pedro (2013). Corporate Cash Holding and Firm Value. *Applied Economics*, Vol. 45, Iss. 2
- 29) Masulis, R.W., Wang, C., & Xie, F. (2009). Agency Problems at Dual-class Companies. *Journal of Finance*, 64, 1697-1727.
- 30) Oler, D., and Picconi, M., (2014). Implications of Insufficient and Excess Cash for Future Performance. *Contemporary Accounting Research*, 31(1), 253-283.
- 31) Song, F. (2015). Ownership Structure and Accounting Conservatism: A Literature Review. *Modern Economy*, 6, 478-483.
- 32) Watts, R. L (2003). *Conservatism in Accounting, Evidence and Research Opportunities*, Working Paper, SSRN.
- ۱۲) مهرانی، ساسان، شیخی، کیوان و سید مهدی پارچینی پارچین. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین محافظه‌کاری در گزارشگری مالی و میزان نگهداشت وجه نقد. پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال دوم، شماره ۷، ۳۳-۱۷.
- ۱۳) مهرانی، ساسان، کرمی، غلامرضا، مرادی، محمد و هدی اسکندر (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و کیفیت گزارشگری مالی. مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، سال دوم، شماره ۱، شماره پیاپی (۵۸/۳): ۲۴۹-۲۲۷.
- ۱۴) همتی، حسن و زهره یوسفی راد (۱۳۹۲). ارتباط راهبرد تنوع‌بخشی و ارزش سطح نگهداشت وجه نقد با بازده غیرعادی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق. مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال یازدهم، شماره ۳۷، ۱۴۸-۱۲۷.
- 15) Ball, R. and L. Shivakumar, (2005). Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, No. 1, PP. 83-128.
- 16) Basu, S., (1997). The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 3-37.
- 17) Claessens, S., Djankov, S. J., Fan P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effect of Large Shareholding. *Journal of Financial*, 57 (6), 2741-2772.
- 18) Fan, J. P. H., & Wong, T. J. (2005). Do External Auditors Perform a Corporate Governance Role in Emerging Markets? Evidence from East Asia, *Journal of Accounting Research*, 43 (1), 35-72.
- 19) Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate Financial Policy and the Value of Cash. *Journal of Finance*, 61, 1957-1990.
- 20) Givoly, D., and Hayn, C. (2000). The Changing Time-Series Properties of

