

بررسی تأثیر محافظه کاری حسابداری بر شیوه تأمین مالی شرکت‌ها و گرایش به نگهداری وجه نقد

احمد خدای پور*^۱، دینا تاج‌الدینی^۲

۱- دانشیار، دانشگاه شهید باهنر کرمان
khodamipour@uk.ac.ir
۲- کارشناس ارشد، دانشگاه شهید باهنر کرمان
dina.taj684@yahoo.com

چکیده:

به دلیل اهمیت گزارشگری مالی در تصمیمات استفاده‌کنندگان و تأثیری که رویه‌های محافظه کاری بر صورت‌های مالی و در نتیجه بر تصمیمات شرکت دارند، در این پژوهش به بررسی رابطه بین سطح محافظه کاری حسابداری و تصمیمات مالی مربوط به شیوه تأمین مالی و گرایش به نگهداری وجه نقد شرکت‌ها پرداخته شده است. بررسی این دو تصمیم که نمودی از انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها هستند، بر پایه دو دیدگاه منافع قراردادی و تحریف اطلاعات انجام گرفته است. این پژوهش بر اساس نمونه‌ای مستخرج از اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است که در آن، مدل اول به شکل رگرسیون چند متغیره و مدل دوم به صورت پروبیت تخمین زده شده‌اند. سنجش محافظه کاری با استفاده از معیار دیچو و تنگ (۲۰۰۸)، بر اساس داده‌های فصلی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۹-۱۳۹۰ به شیوه سری زمانی و به روش رولینگ برای سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۸۵ برای هر شرکت محاسبه شده است. نتایج حاکی از آن است که گرایش به نگهداری وجه نقد با دیدگاه تحریف اطلاعات مطابقت داشته و شرکت‌های با محافظه کاری حسابداری بیشتر، به نگهداری وجه نقد بیشتری نیز گرایش دارند. علاوه بر این، اگر چه رابطه معناداری بین محافظه کاری حسابداری و شیوه‌های تأمین مالی وجود دارد، از معناداری کل برخوردار بوده، اما به علت استفاده بیشتر از بدهی برای تأمین مالی در شرکت‌ها، امکان بررسی نوع رابطه وجود نداشت.

واژه‌های کلیدی: محافظه کاری حسابداری، شیوه تأمین مالی، گرایش به نگهداری وجه نقد.

مقدمه

مواجهه با شوک‌های منفی جلوگیری کرده و وقتی که فرصت‌های سودآور به وجود می‌آیند، به آسانی برای سرمایه‌گذاری خود، تأمین مالی کنند.

رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و انعطاف‌پذیری مالی را می‌توان بر اساس دو دیدگاه متضاد تفسیر نمود. طبق دیدگاه منافع قراردادی، محافظه‌کاری موجب افزایش نظارت سرمایه‌گذاران در ازای دریافت وام و منابع مالی با نرخ بهره پایین می‌شود، بنابراین، باید باعث تمایل بیشتر آنها به سرمایه‌گذاری در شرکت و در نتیجه، موجب دسترسی آسان شرکت‌ها به منابع مالی بیشتر و افزایش انعطاف‌پذیری آنها شود. لذا شرکت‌های با گزارشگری محافظه‌کارانه‌تر، باید دارای انعطاف‌پذیری بیشتری باشند.

طبق دیدگاه تحریف اطلاعات، محافظه‌کاری با انتخاب و به‌کارگیری مستمر رویه‌های حسابداری باعث می‌شود خالص دارایی‌های عملیاتی کمتر از ارزش اقتصادی خود گزارش شده و همچنین، با ایجاد ذخایر پنهان، موجب ارائه کمتر سود در سال‌های اولیه عمر دارایی و ارائه بیشتر سود در سال‌های آتی می‌شود. ظاهر شدن اثرهای این ضعف ممکن است باعث کاهش تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری بیشتر در شرکت شده و لذا شرکت‌های با گزارشگری محافظه‌کارانه‌تر، باید انعطاف‌پذیری کمتری داشته باشند.

طبق این دو دیدگاه، شرکت‌ها بر سر به‌کارگیری یا عدم آن و همچنین، میزان به‌کارگیری محافظه‌کاری دچار مشکل هستند. از یک طرف باید توجه داشت که دو گروه اصلی تأمین‌کننده منابع مالی شرکت، اعتباردهندگان و سرمایه‌گذارانند که هر دو به دنبال کسب منافع مورد نظرشان هستند و در این میان

هدف صورت‌های مالی، ایجاد امکان اتخاذ تصمیمات اقتصادی مفید توسط استفاده‌کنندگان آنهاست. استفاده‌کنندگان به اطلاعاتی نیاز دارند که هم قابلیت اتکای کافی داشته و هم به اندازه کافی مربوط باشند، اما موازنه بین این دو ویژگی مورد بحث است. محافظه‌کاری عاملی است که می‌تواند هم بر روی مربوط بودن و هم قابلیت اتکای اطلاعات اثرگذار باشد و اگر این دو ویژگی تغییر کنند، قدرت تصمیم‌گیری افرادی که بر اطلاعات مالی اتکا می‌کنند نیز دچار تغییر خواهد شد. استفاده‌کنندگان، اطلاعاتی می‌خواهند که علاوه بر اینکه بر تصمیمات اقتصادی آنها مؤثر و مربوط باشند، عاری از اشتباهات و تمایلات جانبدارانه بااهمیت نیز بوده و صادقانه معرف چیزی باشند که مدعی بیان آن هستند یا انتظار می‌رود که باشند. به دلیل اهمیت گزارشگری مالی در تصمیمات استفاده‌کنندگان و تأثیری که رویه‌های محافظه‌کاری بر صورت‌های مالی و در نتیجه بر تصمیمات شرکت دارند، اتخاذ رویکرد محافظه‌کارانه می‌تواند بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها اثرگذار باشد (جیمی لی، ۲۰۱۱). شیوه تأمین مالی شرکت‌ها و گرایش به نگهداری وجه نقد نیز به عنوان نمودهایی از انعطاف‌پذیری، از این مسأله مستثنا نیستند. در این پژوهش سعی شده است درباره تأثیر محافظه‌کاری بر این دو نمود مطالبی ارائه گردد.

مبانی نظری

انعطاف‌پذیری مالی، توانایی یک شرکت برای دسترسی و بازسازی منابع مالی خود با کمترین هزینه است. گامبا و تریانیتس^۲ (۲۰۱۱) بیان می‌کنند که شرکت‌های انعطاف‌پذیر می‌توانند از آشفتگی مالی در

بررسی این دو موضوع به بررسی این رابطه پرداخته می‌شود:

شیوه تأمین مالی شرکت‌ها: به گفته جفرسون^۸ (۲۰۰۱) برای یک واحد تجاری هیچ چیز مهمتر از فراهم کردن سرمایه نیست، اما باید توجه داشت که شیوه فراهم کردن آن اثر زیادی بر موفقیت مؤسسه دارد. شرکت‌ها می‌توانند از طریق انتشار سهام یا ایجاد بدهی تأمین مالی خارجی نمایند. مهم‌ترین مزیت استفاده از بدهی این است که پرداخت‌های بهره بدهی، مالیات کاه هستند. این سپر مالیاتی به شرکت اجازه می‌دهد تا زمانی که از بدهی در ساختار سرمایه استفاده می‌کند، نسبت به زمانی که تنها از سرمایه استفاده می‌کند، مالیات کمتری پرداخت کند (اریوتیس و سایرین^۹، ۲۰۰۷). این بدین معنی است که گنجاندن سهم بالایی از بدهی در ساختار سرمایه، باعث کاهش هزینه سرمایه شده که متعاقباً ارزش شرکت را بالا می‌برد. البته، باید یادآوری کرد که تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی، کم هزینه‌تر از تأمین مالی از طریق انتشار سهام است. مهم‌ترین ایراد استفاده از بدهی این است که هر چه بیشتر از بدهی در ساختار سرمایه شرکت استفاده شود، تعهدات قانونی بیشتری برای شرکت ایجاد می‌شود. در صورتی که این مبالغ برای سرمایه‌گذاری استفاده شوند، در دوره‌های با نرخ‌های بهره بالا، این احتمال هست که شرکت قادر به ایفای تمام تعهدات بدهی نباشد که در نهایت این می‌تواند به ورشکستگی شرکت منجر گردد.

بدهی می‌تواند به عنوان ابزار کاهش هزینه‌های نمایندگی استفاده شود (گراسمن و هارت^{۱۰} ۱۹۸۲؛ جنسن^{۱۱}، ۱۹۸۶). چون از یک طرف، استفاده از بدهی محدوده اختیار مدیران را کاهش می‌دهد؛ به این نحو

شرکت‌ها با در اختیار گرفتن منابع مالی از هر دو گروه باید قادر باشند که انتظارات آنها را برآورده سازند؛ برای دستیابی به این هدف، حداقل نرخ بازدهی که شرکت به دست می‌آورد، باید برابر با میانگین موزون هزینه سرمایه آن باشد. پس با افزایش میانگین موزون هزینه سرمایه، منافع هر دو گروه که شامل پرداخت اصل و فرع وام‌های دریافتی به اعتباردهندگان و تأمین سود مورد انتظار سهامداران است، به خطر می‌افتد. از آنجا که در ایران با افزایش میانگین موزون هزینه سرمایه و هزینه‌های مالی شرکت، شرکت‌ها به جای اخذ اعتبار از بانک‌های دولتی مجبور به اخذ وام از شرکت‌های خصوصی و تحمل بهره‌های بالاتر می‌شوند که این نهایتاً به کاهش سود حاصل از منافع شرکت و سود ناشی از افزایش قیمت سهام منجر شده و بازده مورد انتظار سهامداران را محقق نخواهد نمود. در صورت اخذ وام از بانک‌های دولتی نیز به دلیل وثیقه قرار گرفتن برخی از دارایی‌ها، کاهش انعطاف‌پذیری شرکت رخ داده که باز به کاهش سود منجر می‌شود. در چنین شرایطی عدم اندازه‌گیری محافظه کارانه سود و توزیع سود نقدی غیرمحافظه کارانه سهام، به معنای توزیع منابع شرکت به جای توزیع سود از محل منافع حاصل از فعالیت شرکت است. از طرف دیگر، شرکت‌ها به دنبال امکان تأمین مالی هر چه بیشتر پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت خود هستند و هر چه انعطاف‌پذیری کاهش یابد، شرکت‌ها با مشکلات بیشتری برای تأمین مالی پروژه‌های خود از خارج شرکت مواجهند. بر اساس موارد گفته شده، در این پژوهش رابطه بین محافظه کاری حسابداری و انعطاف‌پذیری بررسی می‌شود و از آنجایی که انعطاف‌پذیری در تصمیمات مالی نمود می‌یابد، با

که به پرداخت‌های بهره اجباری منجر می‌شود که به جریان خروجی وجه نقد می‌انجامد و از طرف دیگر، بدهی بالا احتمال ورشکستگی شرکت را افزایش می‌دهد، که این برای مدیران ایجاد خطر می‌کند، چون می‌تواند باعث از دست دادن شغل آنها شود و یا به شهرت آنها صدمه بزند.

کارهای قبلی ادعا می‌کنند که محافظه‌کاری، قراردادهای بدهی را تسهیل می‌کند و دلیل این ادعا را بر اساس یافته‌ها، سازگاری محافظه‌کاری با هزینه بدهی کمتر می‌دانند (ژانگ^۲، ۲۰۰۸). از منظر پژوهش‌های پیشین، محافظه‌کاری یک نقش مهم اطلاعاتی و هدایتی در کاهش هزینه قراردادهای بدهی و کاهش تضاد منافع مدیر و سهامداران دارد. محافظه‌کاری با محدود کردن امکان گزافه‌گویی مدیران در مورد عملکرد شرکت، کنترل و هدایت کمک و لذا انتقال حقوق کنترل به سرمایه‌گذاران را تسهیل می‌کند، اما از نظر ژانگ (۲۰۰۸) این نتیجه قطعی نیست، چون گزارشگری محافظه‌کارانه قدرت بیشتری را به قرض‌دهندگان از طریق افزایش احتمال نقض پیمان‌ها و مداخله آنها می‌دهد. اعتباردهندگان نرخ بهره پایین‌تری را در ازای انتقال حقوق کنترل بیشتر به خود می‌پذیرند (گیگلر و همکاران، ۲۰۰۹). روشن است که یک قرارداد بدهی با نرخ بهره پایین، اما با اعطای حقوق تصمیم‌گیری زیاد به اعتباردهندگان نمی‌تواند کارآمد باشد. بنابراین، هزینه بدهی نمی‌تواند تنها معیار برای ارزیابی منافع قراردادی محافظه‌کاری باشد، بلکه مهم است که بتوانیم رابطه بین محافظه‌کاری و انعطاف‌پذیری مالی را به منظور دستیابی به درکی کامل‌تر از تأثیرات محافظه‌کاری بر قراردادهای مالی، ارزیابی کنیم.

طبق دیدگاه منافع قراردادی، اگر محافظه‌کاری موانع مالی را تسهیل کند، انتظار می‌رود شرکت‌های محافظه‌کار سرمایه خود را از طریق ایجاد بدهی افزایش دهند. طبق دیدگاه تحریف اطلاعات، اگر محافظه‌کاری محدودیت‌های مالی را افزایش دهد، انتظار می‌رود که شرکت‌های محافظه‌کار سرمایه خود را از طریق انتشار سهام افزایش دهند و از این طریق هم سبب قویتر کردن ترازنامه‌شان و هم افزایش ظرفیت بدهیشان شوند. کیم و ویس باچ (۲۰۰۸) سازگار با این بیان، دریافتند که تصمیم شرکت برای انتشار سهام تا حدی از تمایل آن به ایجاد ذخیره‌های نقدی بر اثر پیش‌بینی نیازهای مالی آینده منتج می‌شود.

گرایش به نگهداری وجه نقد: درباره رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و گرایش به نگهداری وجه نقد، جیمی لی (۲۰۱۱) به نقل از میلر و اور، بیان می‌کند که شرکت‌های انعطاف‌پذیر همواره برای پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت خود، به منابع مالی دسترسی دارند و انگیزه کمی برای نگهداری وجوه نقد در آنها وجود دارد. با این حال، هنگامی که شرکت با ابهام و عدم اطمینان در مورد دسترسی به منابع مالی برای سرمایه‌گذاری‌های خود مواجه می‌شود، وجه نقد بیشتری برای مقاصد پیش‌گیرانه نگهداری می‌کند (آپلر، ۱۹۹۹). شرکت‌ها برای نگهداری وجه نقد، توازن بین منافع و هزینه‌های نگهداری آن را مورد توجه قرار می‌دهند. انگیزه‌های اصلی نگهداری وجه نقد عبارتند از:

۱. انگیزه معاملاتی: شرکت‌هایی که با کاهش منابع داخلی مواجه می‌شوند، می‌توانند آن را با فروش دارایی‌ها، انتشار سهام، استقراض و یا کاهش سود تقسیمی تأمین کنند. لذا شرکت‌هایی که برای

پیشینه پژوهش

فرانسوز و همکاران (۲۰۰۴)، در پژوهش خود به بررسی ارتباط بین محافظه کاری و هزینه سرمایه شرکت پرداختند و بیان کردند که محافظه کاری از یک طرف باعث کاهش انتظارات از عملکرد آتی و از طرف دیگر با بالا بردن کیفیت اطلاعات مالی، باعث کاهش ریسک کلی شرکت می‌شود که کاهش این دو عامل مؤثر بر هزینه سرمایه، متناسب هم بوده و با خنثی کردن اثر همدیگر باعث می‌شوند هزینه سرمایه شرکت ثابت باقی بماند. بوهید (۲۰۰۷) در پژوهشی با عنوان *اثر محافظه کاری بر روی هزینه‌های استقراض از طریق بدهی*، بیان کرد که هزینه بدهی به شدت تحت تأثیر محافظه کاری مشروط و کمتر تحت تأثیر محافظه کاری نامشروط است و شرکت‌هایی که رویه محافظه کاری مشروط اتخاذ کرده‌اند، هزینه بدهی بمراتب کمتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند. هارفورد و همکاران (۲۰۰۸) به بررسی رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ساختار حاکمیت شرکتی پرداختند و نتایج حاکی از آن است که شرکت‌های با مالکیت داخلی بیشتر نگهداشت وجه بیشتر و شرکت‌های با هیأت مدیره مستقل‌تر، نگهداشت وجه نقد کمتری دارند. جیمی لی (۲۰۱۱) نیز در پژوهش خود با عنوان *تأثیر محافظه کاری حسابداری بر تصمیمات مالی شرکت‌ها*، به بررسی ارتباط بین محافظه کاری حسابداری با گرایش به نگهداری وجه نقد و شیوه تأمین مالی پرداخت. نتایج حاکی از آن بود که با افزایش محافظه کاری شرکت‌ها وجوه نقد بیشتری نگهداری و از شیوه انتشار سهام جهت تأمین مالی استفاده می‌کنند. در پژوهش‌های داخلی، دسینه و احدی (۱۳۸۸)، در پژوهشی با عنوان *ارزیابی ارتباط بین ساختار تأمین*

پرداخت‌های خود با هزینه‌های بالای معاملاتی مواجهند، دارایی‌های نقد زیادی نگهداری می‌کنند (نقی نژاد و کاشانی پور، ۱۳۸۸).

۲. انگیزه احتیاطی: شرکت‌ها در شرایط بد اقتصادی برای کاهش احتمال بحران مالی، اقدام به نگهداری وجه نقد می‌نمایند. به عبارت دیگر، هنگامی که شرکت با عدم اطمینان در مورد دسترسی آینده به سرمایه برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های خود روبه‌رو باشد، وجه نقد بیشتری برای مقاصد پیشگیرانه نگهداری می‌کند (آپلر و همکاران، ۱۹۹۹).

۳. انگیزه سفته بازی: در شرایطی که تأمین مالی خارجی هزینه‌بر است، شرکت‌ها برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری غیر منتظره آتی، به نگهداری وجه نقد مبادرت می‌نمایند (آلمیدا، کامپل لو و ویزبچ، ۲۰۰۴).

طبق دیدگاه منافع قراردادی، محافظه کاری حسابداری به موجب افزایش نظارت سرمایه‌گذاران در ازای دریافت وام و منابع مالی با نرخ بهره پایین، به تمایل بیشتر سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری منجر شده و لذا شرکت‌های با گزارشگری مالی محافظه کارانه‌تر دارای انعطاف‌پذیری مالی بیشتری بوده و به آسانی به وجه نقد مورد نیاز دسترسی دارند؛ در نتیجه وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند (جیمی لی، ۲۰۱۱).

طبق دیدگاه تحریف اطلاعات، ظاهر شدن اثرهای ضعف ناشی از به کارگیری رویه‌های محافظه کاری باعث کاهش تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری بیشتر شده و لذا شرکت‌های محافظه کارانه‌تر، انعطاف‌پذیری کمتری داشته و به وجه نقد و منابع مالی کمتر دسترسی دارند، لذا وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند.

فرضیه‌های پژوهش

- بر اساس موارد گفته شده، در این پژوهش دو فرضیه زیر مطرح می‌شود:
۱. بین محافظه‌کاری حسابداری و گرایش به نگهداری وجه نقد رابطه معناداری وجود دارد.
 ۲. بین محافظه‌کاری حسابداری و شیوه تأمین مالی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ همبستگی و روش‌شناسی، از نوع شبه تجربی و در حوزه پژوهش‌های پس‌رویدادی و اثباتی حسابداری قرار دارد. این پژوهش با استفاده از اطلاعات واقعی صورت می‌گیرد و چون می‌تواند در فرایند استفاده از اطلاعات کاربرد داشته باشد، نوعی پژوهش کاربردی محسوب می‌شود.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از سال ۱۳۷۹ تا ۱۳۹۰ در بورس فعال بوده‌اند. نمونه آماری با توجه به جامعه، این‌گونه تعیین شد که شرکت‌های فاقد ویژگی‌های زیر، از نمونه حذف شدند:

۱. سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند باشد و دارای اطلاعات فصلی باشند؛
۲. شرکت‌ها تا قبل از اسفند ۱۳۷۸ در بورس پذیرفته شده باشند؛
۳. شرکت‌ها نباید سال مالی خود را طی دوره مورد مطالعه تغییر داده باشند؛
۴. شرکت‌ها در زمره شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی، به دلیل متفاوت بودن ماهیت فعالیت آنها، نباشند؛

مالی و تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری منابع در دارایی‌های شرکت‌ها به بررسی این رابطه پرداختند. نتایج حاکی از این است که سرمایه‌گذاری‌ها هیچ‌گونه ارتباط معناداری با شاخص‌های ساختار تأمین مالی ندارند و نتایج حاکی از تأیید وجود ارتباط بین ساختار تأمین مالی و تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری منابع در ساختار دارایی‌ها، در شرایطی دارد که فقط برخی متغیرهای خاص معرف شاخص ساختار تأمین مالی شرکت‌ها باشند. خدای پور و ترک‌زاده ماهانی (۱۳۸۹) در پژوهش مالیات و محافظه‌کاری در گزارشگری مالی و مربوط بودن اطلاعات حسابداری، به این نتیجه دست یافتند که شرکت‌هایی که خالص جریان نقدی عملیاتی آنها بزرگتر از درآمد مشمول مالیات آنهاست، محافظه‌کاری بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند، اما در مورد شرکت‌هایی که خالص جریان نقدی عملیاتی آنها بسیار کوچکتر از درآمد مشمول مالیات آنهاست، نمی‌توان گفت که محافظه‌کاری کمتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند. پورحیدری و غفارلو (۱۳۹۰) در پژوهشی دیگر با عنوان تأمین مالی و تغییرات سطح محافظه‌کاری مشروط حسابداری، رابطه بین این دو عامل را بررسی کردند و دریافتند شرکت‌هایی که از طریق بدهی بلند مدت تأمین مالی می‌کنند، برخلاف انتظار، نه در دوره تأمین مالی و نه در دوره قبل از آن سطح محافظه‌کاری مشروط را کاهش نمی‌دهند، اما شرکت‌هایی که از طریق حقوق صاحبان سهام تأمین مالی می‌کنند، هم در دوره تأمین مالی و هم در دوره قبل، سطح محافظه‌کاری مشروط در گزارشگری را کاهش می‌دهند.

$\Delta STDEBT_t$ است. متغیرها نسبت به ارزش بازار دارایی‌ها همگن شده‌اند.

برای آزمون فرضیه دوم از مدل زیر استفاده شده است:

$$\Pr(DISSUE_t) = \alpha + \beta_1 CONSV_{t-1} + \beta_2 PPE_t + \beta_3 SIZE_t + \beta_4 RET_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

$\Pr(DISSUE_t)$: متغیر وابسته مدل، نشان‌دهنده یک متغیر موهومی است که اگر شرکت از طریق ایجاد بدهی تأمین مالی کرده باشد، برابر با یک و اگر از طریق انتشار سهام تأمین مالی نموده باشد، برابر صفر است. شرکت‌هایی که تأمین مالی نداشته‌اند، از نمونه تحقیق حذف شده‌اند و مقیاس تشخیص تأمین مالی، بر اساس تأمین مالی به میزان ۵٪ ارزش بازار دارایی‌های شرکت است.

$CONSV_{t-1}$: متغیر مستقل مدل، محافظه کاری شرکت در سال $t-1$ است که از طریق مدل دیچو و تنگ (۲۰۰۸) محاسبه شده است. متغیرهای کنترلی مدل شامل: بازده سهام شرکت (RET_t)، نسبت مشهودیت دارایی‌ها (PPE_t) است که برابر با تقسیم دارایی‌های ثابت بر کل دارایی‌هاست و باید گفت که هر چه شرکت دارایی‌های وثیقه‌ای بیشتری داشته باشد، امکان تأمین مالی بیشتر از طریق بدهی وجود دارد. اندازه شرکت ($SIZE_t$)، که از لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت به دست می‌آید و هر چه اندازه شرکت بزرگتر باشد، با محدودیت‌های کمتری مواجه می‌شود.

روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این پژوهش روش‌های آماری شامل: رگرسیون، آزمون اف برای معناداری رگرسیون، آزمون تی برای

۵. اطلاعات مورد نیاز آنها برای انجام این پژوهش در دسترس باشد.

پس از اعمال شرایط فوق تعداد ۴۱ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند.

مدل و متغیرهای پژوهش

در این پژوهش برای محاسبه محافظه کاری از معیار دیچو و تنگ (۲۰۰۸) استفاده شده است که در آن Revenue بیانگر درآمد فروش و Exp معرف هزینه است که از تفریق سود یا زیان عملیاتی از درآمد فروش به دست می‌آید. این الگو از آن جهت مناسب تشخیص داده شده است، که از اصل تطابق درآمد و هزینه ناشی می‌گردد.

$$Revenue_t = \alpha_0 + \alpha_1 Exp_{t-1} + \alpha_2 Exp_t + \alpha_3 Exp_{t+1} + \varepsilon \quad (1)$$

برای آزمون فرضیه اول از مدل زیر استفاده شده است:

$$\Delta CASH_t = \alpha + \beta_1 FCF_t + \beta_2 CONSV_{t-1} + \beta_3 CAPEX_t + \beta_4 \Delta NWC_t + \beta_5 SIZE_t + \beta_6 \Delta STDEBT_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

متغیر وابسته $\Delta CASH_t$ معرف تغییرات وجه نقد در سال t است.

$CONSV_{t-1}$: متغیر مستقل مدل، محافظه کاری شرکت در سال $t-1$ است.

متغیر مستقل FCF_t نشان‌دهنده جریان وجوه نقد آزاد بوده که از تفاضل جریان وجوه نقد عملیاتی و مخارج سرمایه‌ای به دست می‌آید.

متغیرهای کنترلی شامل: مخارج سرمایه‌ای شرکت در سال t ($CAPEX_t$)، تغییر در سرمایه در گردش شرکت در سال t (ΔNWC_t)، اندازه شرکت در سال t ($SIZE_t$) و تغییر در بدهی کوتاه‌مدت شرکت در سال

داده‌ها انجام شود تا مشخص گردد که داده‌ها باید به شیوه پنل^{۱۸} یا پول^{۱۹} تخمین زده شوند. آزمون چاو به بررسی امکان ترکیب‌پذیری اثرهای زمانی و مقاطع می‌پردازد. پس از انجام آزمون چاو برای مدل آزمون فرضیه، طبق جدول شماره (۱) مشخص شد که مدل‌ها باید به صورت پول تخمین زده شوند.

معناداری ضرایب متغیرها، آزمون چاو برای تعیین نوع داده‌ها از لحاظ پول یا پنل بودن و آزمون دوربین واتسون که نشان‌دهنده وجود یا عدم خودهمبستگی است، استفاده شده است.

آمار استنباطی

پیش از برآورد مدل، ابتدا باید آزمون چاو برای

جدول (۱) نتایج آزمون چاو برای مدل پژوهش

مدل	آماره F	Prob	نتیجه	روش
مدل شماره (۲)	۱/۰۷۶	۰/۳۶۴	قبول H0	پول
مدل شماره (۳)	۱/۰۴	۰/۴۱	قبول H0	پول

معادل ۴/۴۶۷ است و در سطح ۹۹٪ معنادار بوده و مشهود است که بین محافظه‌کاری حسابداری و گرایش به نگهداری وجه نقد ارتباط مثبت معناداری وجود دارد.

نتایج آزمون فرضیه اول

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول، در جدول (۲) قابل مشاهده است. آماره F نشان‌دهنده معناداری کلی مدل رگرسیونی برآزش شده در سطح ۹۹٪ است. ضریب متغیر محافظه‌کاری معادل ۳/۲۳۱ و آماره t

جدول (۲) نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

$\Delta CASH_t = \alpha + \beta_1 FCF_t + \beta_2 CONSV_{t-1} + \beta_3 CAPEX_t + \beta_4 \Delta NWC_t + \beta_5 SIZE_t + \beta_6 \Delta STDEBT_t + \varepsilon_t$					
نام متغیر	علامت اختصاری	علامت پیش‌بینی شده	ضرایب	آماره t	Prob
عرض از مبدأ	C	+/-	-۳/۵۷۴	-۱/۰۰۲	۰/۳۱۷
جریان وجوه نقد آزاد	FCF	+/-	۰/۵۵۴	۲/۵۵۴	۰/۰۱۱
محافظه‌کاری	CONSV _{t-1}	+/-	۳/۲۳۱	۴/۴۶۷	۰/۰۰۰
مخارج سرمایه‌ای	CAPEX	+/-	۰/۱۳۰	۰/۶۰۳	۰/۵۴۶
تغییر در بدهی کوتاه‌مدت	$\Delta STDEBT$	+/-	-۰/۲۱۵	-۴/۳۰۶	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE _t	+/-	۰/۲۱۰	۰/۸۸۷	۰/۳۷۵
تغییر در سرمایه در گردش	ΔNWC	+/-	-۰/۲۸۰	-۵/۴۵۲	۰/۰۰۰
مفروضات مدل					
Adjusted R ²	F-statics	۰/۳۷۴	۱۸/۴۷۷		
D-W	Prob (F-statics)	۲/۳۹۵	۰/۰۰۰۰		

جدول آمار توصیفی، با توجه به مقدار میانگین متغیر اهرم مالی و متغیر شیوه تامین مالی، استدلال می‌شود که شرکت‌های نمونه بیشتر از شیوه ایجاد بدهی برای تامین مالی استفاده نموده، در ساختار سرمایه آنها، بدهی نقش عمده‌ای داشته است. از ۲۴۶ سال- شرکت نمونه، طی سال‌های ۹۰-۱۳۸۵، ۵۲ سال- شرکت به علت نداشتن تامین مالی حذف شده و از ۱۹۴ سال- شرکت مانده، تعداد ۱۸۳ سال- شرکت از طریق ایجاد بدهی و تنها ۱۱ سال- شرکت از طریق انتشار سهام تامین مالی نموده‌اند. بر اساس مطالب مذکور، می‌توان بیان کرد که به علت اهرمی بودن شرکت‌های نمونه و استفاده بیشتر از بدهی برای تامین مالی، امکان بررسی مدل و تعیین نوع رابطه از حیث مثبت یا منفی بودن، با اینکه مدل از معناداری کل برخوردار است، سلب می‌شود. لذا فرضیه مربوطه رد می‌گردد.

تا تاریخ نگارش، پژوهش مشابهی در پژوهش‌های داخلی برای مقایسه نتایج یافت نشد. در پژوهش‌های خارجی با موضوع مشابه، نتایج حاصل از پژوهش جیمی لی (۲۰۱۱)، حاکی از این است که طبق دیدگاه تحریف اطلاعات، محافظه کاری محدودیت‌های مالی را افزایش می‌دهد، لذا شرکت‌های محافظه کار سرمایه خود را از طریق انتشار سهام تامین می‌کنند و از این طریق هم سبب قویتر کردن ترانزنامه و هم افزایش ظرفیت بدهیشان می‌شوند.

با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده می‌توان گفت که ۳۷/۴٪ از تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای سمت راست مدل توضیح داده شده است. طبق دیدگاه تحریف اطلاعات، توصیف محافظه کاری از دیدگاه ترانزنامه، منجر به ارائه کمتر از واقع خالص دارایی‌ها و از دیدگاه سود و زیان موجب شناسایی بموقع زیان در مقابل سود می‌شود؛ که ظاهر شدن اثرهای این ضعف در ترانزنامه ممکن است باعث کاهش تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری بیشتر شود. بنابراین شرکت‌های محافظه کارتر، دارای انعطاف‌پذیری کمتر بوده و از این رو، شرکت برای رفع این نقیصه به نگهداری وجه نقد بیشتری گرایش دارد. یافته‌های پژوهش با نتایج حاکی از پژوهشی که جیمی لی (۲۰۱۱) در این باره انجام داده است، مطابقت می‌کند.

نتایج آزمون فرضیه دوم

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم، در جدول (۳) قابل مشاهده است. آماره LR نشان‌دهنده معناداری کلی مدل رگرسیونی برآزش شده در سطح ۹۵٪ بوده و همان گونه که مشاهده می‌شود، کل مدل از معناداری لازم برخوردار است که این نشان‌دهنده قابلیت توضیح‌دهندگی متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل است، اما قابل توجه است که به جز متغیر بازده سهام و اندازه شرکت، سایر متغیرها معنادار نیستند. بر اساس

جدول (۳) نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

Pr(DISSUE _t) = α + β ₁ CONSV _{t-1} + β ₂ PPE _t + β ₃ SIZE _t + β ₄ RET _t + ε _t					
نام متغیر	علامت اختصاری	علامت پیش‌بینی شده	ضرایب	آماره Z	Prob
عرض از مبدأ	C	+/-	۱/۹۰۴	۴/۹۷۰	۰/۰۰۰
محافظه کاری	CONSV _{t-1}	+/-	-۰/۳۶۲	-۰/۴۰۵	۰/۶۸۵
نسبت شهود	PPE _t	+/-	-۰/۰۹۰	-۰/۰۷۵	۰/۹۳۹
اندازه شرکت	SIZE _t	+/-	۰/۲۹۲	۱/۷۴۱	۰/۰۸۱
بازده سهام	RET _t	+/-	-۰/۱۲۰	-۰/۴۸۹	۰/۰۰۴
مفروضات مدل					
McFadden R-squared ۰/۱۵۳		LR – statics	۱۰/۶۹۷		
		Prob (F-statics)	۰/۰۳۰۱		

نتیجه گیری

در این پژوهش به بررسی تأثیر محافظه کاری حسابداری بر گرایش به نگهداری وجه نقد و شیوه تأمین مالی شرکت‌ها، بر اساس دو دیدگاه منافع قراردادی و تحریف اطلاعات پرداخته شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول، حاکی از وجود رابطه معنادار مثبت بین محافظه کاری حسابداری و گرایش به نگهداری وجه نقد است که می‌توان بیان کرد مطابق با دیدگاه تحریف اطلاعات، محافظه کاری باعث کاهش تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در شرکت و در نتیجه، افزایش محدودیت‌های مالی و کاهش انعطاف‌پذیری مالی شرکت می‌شود. در نتیجه، شرکت با کمبود وجه نقد و منابع مالی برای ایفای تعهدات مالی خود در مقابل بستانکاران و سهامداران و استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مواجه است، از این رو، شرکت‌های محافظه‌کارتر، به نگهداری وجه نقد بیشتری گرایش دارند.

این فرضیه، حاکی از معناداری کل آن در سطح اطمینان ۹۵٪ است، که نشان‌دهنده انتخاب متغیرهای مناسب برای تعیین این رابطه است، اما نتایج حاکی از عدم معناداری لازم برای یکایک متغیرها به جز بازده سهام و اندازه شرکت است. بر اساس نتایج آمار توصیفی، با توجه به میانگین متغیرهای اهرم مالی و شیوه تأمین مالی که به ترتیب برابر با ۱/۸۵۲ و ۰/۹۴۴ هستند، می‌توان استدلال نمود که شرکت‌های نمونه بیشتر از شیوه ایجاد بدهی برای تأمین مالی استفاده نموده‌اند و در ساختار سرمایه شرکت‌های آنها، بدهی نقش عمده‌ای داشته است. لذا به علت اهرمی بودن شرکت‌ها و استفاده بیشتر از بدهی برای تأمین مالی، امکان بررسی مدل و تعیین نوع رابطه از حیث مثبت یا منفی بودن، با اینکه مدل از معناداری کل برخوردار است، سلب می‌شود.

پیشنهادهای کاربردی پژوهش

با توجه به نتایج فرضیه اول و پیروی از دیدگاه تحریف اطلاعات، به مدیریت شرکت‌ها پیشنهاد

در ادامه پژوهش به بررسی رابطه محافظه کاری حسابداری با شیوه‌های تأمین مالی پرداخته شد. آزمون

- sensitivity of cash. *Journal of Finance*, vol59, pp1777-1804.
- [5]. Bauwhede, H.W. (2007). The Impact of Conservatism on the Cost of Debt: Conditional versus Unconditional Conservatism. Vlerick Leuven Gent Management School & Katholieke UniversiteitLeuven. <http://www.proquest.com>.
- [6]. Dichev, I.D., and Tang, V.W.(2008). Matching and the Changing Properties of Accounting. *Journal of Accounting & Economics*, vol. 35, pp 15-42.
- [7]. Eriotis, N, Vasiliou, D, and Ventoura-Neokosmidi, Z. (2007). How Firm Characteristic Affect Capital Structure: an Empirical Study. *Managerial Finance*, vol 33, PP 321-331.
- [8]. Francis, J, LaFond, R, Olsson, p and Schipper, K. (2004). Cost of Capital and Earnings Attributes. *Accounting Review*, vol.79, PP 967-1010.
- [9]. Gamba, A, and Triantis, A. (2008). The value of Financial Flexibility. *Journal of Finance*, vol.63(5), pp 2263-2296.
- [10]. Giglert, F, Kanodia, CH, Sapra, H and Venugopakan R. (2009). Accounting Conservatism and the Efficiency of Debt Contracts. Working Paper, www.ssrn.com.
- [11]. Grossman, S.J and Hart, O. (1982). Implicit Contract Under Asymmetric Information. *Quarterly. journal of Economic*, vol67, PP 217-248.
- [12]. Harford, J, Mansi, S.A, and Maxwell, W.F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, vol87, pp535-555.
- [13]. Jefferson, s. (2001). When Raising Fund, Start-ups Face the Debt vs. Equity Question. <http://www.proquest.com>.
- [14]. Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, vol. 76, pp 323-329.
- [15]. Kim, W., & Weisbach, M.S. (2008).

می شود بین سطح محافظه کاری شرکت و وجه نقد نگهداری شده تعادل ایجاد نمایند، تا شرکت‌ها از سطح انعطاف پذیری مالی قابل قبولی برای ایفای تعهدات مالی و استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری برخوردار باشند. از طرف دیگر، با توجه به اینکه در تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها، اتکا به وجوه نقد نگهداری شده به بهبود عملکرد شرکت منجر شده و تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها از منابع خارج شرکت، امکان سرمایه‌گذاری‌های بیشتر و رشد بیشتر شرکت را ایجاد می‌کند، به مدیران پیشنهاد می‌شود با ایجاد تعادل در استفاده از این منابع، هم امکان استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب و هم افزایش تمایل در سرمایه‌گذاران موجود را ایجاد نمایند.

منابع:

- [۱]. پورحیدری، امید و غفارلو، عباس. (۱۳۹۰). «تأمین مالی و تغییرات سطح محافظه کاری مشروط حسابداری»، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ش ۶۶، صص ۱۵-۲۸.
- [۲]. دسینه، مهدی؛ احدی، یوسف و نوری فرد، یداله. (۱۳۸۸). «ارزیابی ارتباط بین ساختار تأمین مالی و تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری منابع در دارایی‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *فصلنامه مدیریت*، سال ششم، ش ۱۶، صص ۱۸-۲۹.
- [۳]. کاشانی پور، محمد و نقوی نژاد، بیژن. (۱۳۸۸). «بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد»، *تحقیقات حسابداری*، ش ۲، صص ۷۲-۹۳.
- [4]. Almeida, H., Campello, M., and Weisbach, M.S. (2004). The cash flow

Motivations for Public Equity Offers: an International Perspective. *Journal of Financial Economics*, vol. 87, pp 281-307.

- [16]. Lee, Jimmy. (2011). The Role of Accounting Conservatism in Firms' Financial Decisions. Working Paper, www.proquest.com.
- [17]. Opler, T, Pinkowitz, L., Stulz, R., and Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, pp 3-46.
- [18]. Zhang, Jieying. (2008). The Contracting Benefits of Accounting Conservatism to Lenders and Borrowers. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 45, PP 27-54.