

## محافظه کاری و جریان نقد آزاد

ساسان مهران

دانشیار گروه حسابداری دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

علی آطه‌ریان

کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تهران (مسئول مکاتبات)  
ali.taheirian66@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۱/۹/۱۸ تاریخ پذیرش: ۹۱/۱۱/۳۰

### چکیده

در این پژوهش به دنبال بررسی تاثیر جریان نقد آزاد یک واحد تجاری بر محافظه کاری در گزارشگری مالی هستیم. طبق نظر جنسن، افزایش حجم جریان نقد آزاد در یک واحد تجاری، می تواند سبب تشدید تضاد و ناهمسویی منافع مدیران و سهامداران و به تبع آن، سبب افزایش مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران گردد. محافظه کاری، یکی از مکانیزم های بالقوه برای مد نظر قرار دادن مشکلات نمایندگی است. در واقع پیش بینی ما این است که با افزایش جریان نقد آزاد در یک واحد تجاری و به تبع آن افزایش مشکلات نمایندگی، تقاضا برای محافظه کاری بیشتر شود. ما در این پژوهش با بررسی ۱۰۹ شرکت (۷۶۳ سال- شرکت)، از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال های ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۹، توانستیم شواهدی مبنی بر تایید پیش بینی خود، پیدا کنیم. بنابراین، ما در این پژوهش شواهدی از تقاضا برای محافظه کاری از جانب سهامداران، ارائه می نماییم.

**واژه‌های کلیدی:** محافظه کاری، جریان نقد آزاد، مشکلات نمایندگی.

## ۱- مقدمه

جنسن (۱۹۸۶)، معتقد است مشکل بودن انجام نظارت توسط سهامداران بر رفتار فرصت طلبانه مدیران، این امکان را به مدیران می دهد که، وجه نقدی را که در درون شرکت ایجاد شده، به نفع خودشان و نه در جهت حداکثرسازی ارزش شرکت، خرج کنند. در واقع طبق نظر جنسن، حجم بالای جریان نقد آزاد در یک واحد تجاری، می تواند سبب تشدید تضاد و ناهمسوئی منافع مدیران و سهامداران و به تبع آن، افزایش مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران گردد.

جنسن (۱۹۸۶)، به منظور جلوگیری از این تمایل مدیریت و کنترل رفتار فرصت طلبانه مدیریت، بر اهمیت سیستم های کنترلی شرکت، تاکید می کند. بسیاری از تحقیقات پیشین، حاکی از آن هستند که حسابداری محافظه کارانه، بخشی از سیستم های کنترلی شرکت ها، برای کاهش رفتار فرصت طلبانه مدیران و کاهش مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران، می باشد (بال و شیواکومار، ۲۰۰۵؛ واتس، ۲۰۰۳؛ بال، ۲۰۰۱).

اگر محافظه کاری حقیقتاً در کاهش مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران، نقش ایفا می کند، این انتظار وجود دارد که هر چه همسوئی منافع مدیران و سهامداران کمتر باشد، تقاضای بیشتری برای محافظه کاری وجود داشته باشد (لافوند و روی چادری، ۲۰۰۸). همان طور که در بالا توضیح داده شد، طبق نظر جنسن، افزایش حجم جریان نقد آزاد در یک واحد تجاری، می تواند سبب تشدید تضاد و ناهمسوئی منافع مدیران و سهامداران و به تبع آن، افزایش مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران گردد. در نتیجه، پیش بینی ما این است که تقاضا برای محافظه کاری ناشی از مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران، به طور مثبت با میزان جریان نقد آزاد، تغییر می کند. با توجه به پشتوانه نظری این موضوع، شواهد تجربی کمی در کشورمان در مورد این ادعا جمع آوری شده است. بنابراین، در این پژوهش به این سوال می پردازیم که آیا در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه معنی داری بین جریان نقد آزاد و محافظه کاری وجود دارد یا خیر؟

## ۲- ادبیات پژوهش و مروری بر پیشینه

جنسن (۱۹۸۶)، معتقد است که بین انگیزه ها و منافع مدیریت و سهامداران، می تواند بر سر موضوعاتی نظیر توزیع جریان های نقد و اندازه بهینه شرکت، تضاد وجود داشته باشد. وی بر این باور است که این تضاد و ناهمسوئی منافع مدیران و سهامداران، در شرکت هایی که حجم بالایی جریان نقد آزاد دارند، تشدید می شود. جنسن، جریان نقد آزاد را، وجه نقد مازاد بر میزان وجه نقد مورد نیاز برای تامین مالی همه پروژه های دارای خالص ارزش فعلی مثبت در دسترس شرکت، تعریف می کند.

به عقیده جنسن (۱۹۸۶)، مدیران تمایل دارند به جای توزیع جریان های نقد آزاد بین سهامداران، آن را مجدداً در شرکت سرمایه گذاری کنند، چرا که پرداخت وجه به سهامداران، می تواند موجب کاهش منابع تحت کنترلشان و در نتیجه کاهش قدرتشان شود. همچنین، این امر، احتمالاً به دلیل نیاز به جذب سرمایه جدید توسط شرکت، موجب افزایش نظارت بازار سرمایه خواهد شد، به عبارت دیگر انباشت جریان های نقد آزاد باعث کاهش توان نظارت بازار بر تصمیمات مدیریت می شود. هم چنین، مدیران تمایل به رشد شرکت بیش از اندازه بهینه آن دارند، زیرا رشد شرکت، افزایش منابع تحت کنترل مدیران، افزایش قدرت و افزایش پاداش ایشان را در پی خواهد داشت.

با توجه به متفاوت بودن اهداف مدیران و سهامداران، می توان انتظار داشت که وجود جریان های نقد ایجاد شده در داخل شرکت مازاد بر نقد لازم جهت تامین مالی پروژه های جدید با خالص ارزش فعلی مثبت، منجر به سرمایه گذاری این مبالغ در پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی گردیده و در نتیجه باعث ایجاد پتانسیل اتلاف این منابع خواهد شد (ریچاردسون، ۲۰۰۶). جنسن (۱۹۸۶)، به منظور جلوگیری از این تمایل مدیریت و کنترل رفتار فرصت طلبانه مدیریت، بر اهمیت سیستم های کنترلی شرکت، تاکید می کند. بسیاری از تحقیقات پیشین، حاکی از آن هستند که حسابداری محافظه کارانه، بخشی از سیستم های کنترلی شرکت ها، برای

سهامداران و به تبع آن، افزایش مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران گردد. در نتیجه، پیش بینی ما این است که تقاضا برای محافظه‌کاری ناشی از مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران، به طور مثبت با میزان جریان نقد آزاد، تغییر می‌کند.

در کنار استدلال فوق، دلیل دیگر ما مبتنی بر تحقیقاتی است که نشان می‌دهند محافظه‌کاری، به صورت بالقوه در کاهش مشکلات نمایندگی مرتبط با تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیر، مفید است. تحقیقات پیشین بر این باور هستند که محافظه‌کاری می‌تواند حداقل از دو راه به کاهش مشکلات نمایندگی مرتبط با تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیر کمک می‌کند. اول، بال و شیواکومار (۲۰۰۵)، بر این باور هستند که اگر مدیران از قبل بدانند که زیان‌ها، بر یک مبنای به موقع شناسایی می‌شوند، احتمال کمی وجود دارد که در پروژه‌های دارای خالص ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری کنند. در مقابل، اگر مدیران بتوانند شناسایی زیان را تا دوره‌هایی که در آنها، جریان‌های نقد کاهشی تشکیل دهنده خالص ارزش فعلی منفی محقق می‌شوند، به تعویق بیندازند، تأثیرات تصمیمات سرمایه‌گذاریشان روی سود، می‌تواند به نسل‌های بعدی مدیران منتقل شود. همچنین توانایی به تأخیر انداختن شناسایی زیان، برای مدیران انگیزه‌ای مبتنی بر حسابداری فراهم می‌آورد مبنی بر اینکه سرمایه‌گذاری‌های دارای خالص ارزش فعلی منفی در حال اجرا را ادامه دهند تا از زیان ناشی از فروش یا کنار گذاری اجتناب ورزند. این مشکلات نمایندگی، از طریق بکارگیری محافظه‌کاری و در نتیجه، شناسایی به موقع زیان، که سبب گزارش زیان در حول و حوش زمانی می‌گردد که انتظارات، "به سمت پایین" تعدیل و اصلاح می‌گردند (بدون توجه به تصمیمات مدیران مبنی بر ادامه یا کنار گذاری)، کاهش می‌یابند. از این رو شناسایی به موقع زیان، انگیزه‌های مدیران مبنی بر اقدام سریع در راستای محدود کردن زیان‌های اقتصادی را افزایش می‌دهد.

دوم، واتس (۲۰۰۳)، بر این باور است که مدیران، انگیزه‌هایی جهت پنهان کردن زیان‌های ناشی از پروژه‌های دارای عملکرد ضعیف دارند، چرا که آنها تمایل

کاهش رفتار فرصت طلبانه مدیران و کاهش مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران، می‌باشد.

ادبیات موجود، منافع متعددی را برای گزارشگری محافظه‌کارانه شناسایی می‌کند. از آن جمله، می‌توان به نقشی که محافظه‌کاری در کاهش مشکلات نمایندگی بین مدیر و سهامدار ایفا می‌کند، اشاره نمود. واتس (۲۰۰۳)، معتقد است محافظه‌کاری، به عنوان مکانیزمی ظاهر می‌شود که عقد قرارداد‌های کارا را تسهیل می‌کند. با بکارگیری استانداردهای نامتقارن، یعنی بکارگیری استانداردهای بیشتر و سخت‌تر جهت شناسایی اخبار خوب به عنوان سود در مقایسه با استانداردهای مورد استفاده جهت شناسایی اخبار بد به عنوان زیان، همواره خالص‌داری‌های گزارش شده در ترازنامه، نسبت به ارزش واقعی خالص‌داری‌های موجود جهت توزیع، کمتر از واقع ارزشگذاری می‌شوند. در نتیجه، تغییرات تجمعی در خالص‌داری‌ها، نشانگر برآوردی محافظه‌کارانه از ارزش ایجاد شده توسط مدیر است و می‌تواند به عنوان یک معیار جهت مقایسه با برآورد‌های خود مدیران از ارزشی که ایجاد کرده‌اند، بکار رود. همچنین، احتمال پرداخت پاداش اضافی به مدیران، می‌تواند از طریق مرتبط کردن پاداش مدیریتی به سود و یا از طریق استفاده از سود به منظور تایید خلق ارزش ادعا شده توسط مدیران، کاهش یابد.

به طور خلاصه، می‌توان گفت که فرض می‌شود گزارشگری مالی محافظه‌کارانه، عقد قرارداد بین مدیر و سهامدار را در زمان حضور مشکلات نمایندگی، تسهیل می‌کند (واتس، ۲۰۰۳؛ بال، ۲۰۰۱). لافوند و روی چادری (۲۰۰۸)، بر این باور هستند که اصولاً، مشکلات نمایندگی زمانی ایجاد می‌شوند که علایق و منافع مدیران و سهامداران، همسو نیستند. طبق نظر آنها، اگر محافظه‌کاری حقیقتاً در کاهش مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران، نقش ایفا می‌کند، این انتظار وجود دارد که هر چه همسویی منافع مدیران و سهامداران کمتر باشد، تقاضای بیشتری برای محافظه‌کاری وجود داشته باشد. همان‌طور که قبلاً اشاره شد، طبق نظر جنسن، افزایش حجم جریان نقد آزاد در یک واحد تجاری، می‌تواند سبب تشدید تضاد و ناهم‌سویی منافع مدیران و

امکان را به آنها می دهد که وجه نقدی را که در درون شرکت ایجاد شده را به نفع خودشان و نه در جهت حداکثرسازی ارزش شرکت، خرج کنند. در واقع طبق نظر جنسن، حجم بالای جریان نقد آزاد در یک واحد تجاری، می تواند سبب تشدید تضاد و ناهمسویی منافع مدیران و سهامداران و به تبع آن، افزایش مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران گردد. تحقیقات زیادی در تایید نظر جنسن، دریافتند که وجه نقد آزاد بیشتر، به مشکلات نمایندگی بزرگتر، منجر می شود.

اپلر و همکارانش (۱۹۹۹)، در تحقیق خود دریافتند که شرکت های دارای وجه نقد اضافی، تمایل دارند که حتی در زمانی که فرصت های سرمایه گذاری محدودی دارند، در پروژه های سرمایه ای، بیشتر خرج کنند. فولکندر و وانگ (۲۰۰۶)، در پژوهشی دریافتند، در زمانی که سطح بدهی و سطح نگهداشت وجه نقد توسط شرکت بالاتر است، یک دلار وجه نقد، توسط بازار، به مبلغی در حدود کمتر از ۰/۹۴ دلار ارزشگذاری می شود.

ریچاردسون (۲۰۰۶)، در تحقیق خود، به ارتباط مثبتی بین جریان نقد آزاد و بیش سرمایه گذاری دست یافت. در میان نمونه های مورد بررسی وی، شرکت های غیر مالی در طی دوره ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۲، به طور میانگین بیست درصد از جریان های نقد آزاد خود را بیش از حد بهینه سرمایه گذاری می کردند. تهرانی و حصار زاده (۱۳۸۸)، نیز در تحقیق خود در رابطه با این امر که آیا وجود جریان نقد آزاد، به سبب نبود تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران، می تواند منجر به بیش سرمایه گذاری شود یا خیر، به نتیجه ای مشابه نتایج ریچاردسون، دست یافتند. تهرانی و حصار زاده بر این باورند که این یافته آنها با نظر جنسن در رابطه اینکه مدیران، ممکن است از جریانات نقدی آزاد استفاده نموده و پروژه های با خالص ارزش فعلی منفی را جهت افزایش منافع خود بکار گیرند، مطابقت دارد.

گریفیث و کارول (۲۰۰۱)، بر این باورند که شرکت هایی که فاقد پروژه های دارای خالص ارزش فعلی مثبت هستند، وجه نقد خود را در پروژه های دارای خالص ارزش فعلی منفی سرمایه گذاری خواهند کرد. استورز و برگوف (۲۰۰۶)، بر این باورند که شرکت های دارای حجم

ندارند قبل از اتمام دوره تصدی خود اخراج شوند. وی بر این باور است که محافظه کاری علائمی را در اختیار اعضای هیات مدیره و سهامداران قرار می دهد تا دلایل زیان ها را بررسی کنند. چنین بررسی ای می تواند منجر به اقدامات اصلاحی همچون کنارگذاری یک پروژه دارای خالص ارزش فعلی منفی یا اخراج مدیران مسئول چنین پروژه هایی گردد. در مجموع، با توجه به استدلال های مطرح شده در بالا، می توان گفت که محافظه کاری: (الف) انگیزه هایی را برای اخذ تصمیمات کارای سرمایه گذاری، فراهم می کند، و (ب) نظارت اعضای هیات مدیره و سهامداران بر تصمیمات سرمایه گذاری مدیران را تسهیل می کند.

از طرفی، با توجه به متفاوت بودن اهداف مدیران و سهامداران، می توان انتظار داشت که وجود جریان های نقد ایجاد شده در داخل شرکت مازاد بر نقد لازم جهت تامین مالی پروژه های جدید با خالص ارزش فعلی مثبت، منجر به سرمایه گذاری این مبالغ در پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی گردیده و در نتیجه باعث ایجاد پتانسیل اتلاف این منابع شود (ریچاردسون، ۲۰۰۶). جنسن (۱۹۸۶)، معتقد است مشکل بودن انجام نظارت توسط سهامداران بر رفتار فرصت طلبانه مدیران، این امکان را به آنها می دهد که وجه نقدی را که در درون شرکت ایجاد شده را به نفع خودشان و نه در جهت حداکثرسازی ارزش شرکت، خرج کنند. بنابراین پیش بینی ما این است که با افزایش مقدار جریان نقد آزاد در یک واحد تجاری و به تبع آن، افزایش مشکلات نمایندگی مرتبط با تصمیمات سرمایه گذاری مدیران، تقاضا برای محافظه کاری، به منظور کاهش انگیزه های شخصی مدیران جهت سرمایه گذاری در پروژه های دارای خالص ارزش فعلی منفی یا به تاخیر انداختن کنارگذاری چنین پروژه هایی، بیشتر شود.

### پیشینه پژوهش

#### جریان نقد آزاد و شدت مشکلات نمایندگی

طبق فرضیه هزینه های نمایندگی ناشی از جریان های نقد آزاد جنسن (۱۹۸۶)، مشکل بودن انجام نظارت توسط سهامداران بر رفتار فرصت طلبانه مدیران، این

اطلاعاتی، می‌تواند سبب افزایش تقاضا برای محافظه‌کاری شود یا خیر. نتایج تحقیق آنها نشان داد که بالاتر بودن سطح عدم تقارن اطلاعاتی ما بین سرمایه‌گذاران خارج از شرکت و مدیران، با محافظه‌کارانه بودن بیشتر سود در ارتباط بوده و افزایش در عدم تقارن اطلاعاتی، منجر به محافظه‌کاری بیشتر می‌شود. در مجموع، نتیجه تحقیق آنها، فرضیه‌های تحقیق شان را، مبنی بر اینکه محافظه‌کاری پاسخی است پایدار به سهامداران جهت کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی ما بین سرمایه‌گذاران خارج از شرکت و مدیران، تایید کرد.

رضا زاده و آزاد (۱۳۸۷) و نیز، خوش طینت و یوسفی اصل (۱۳۸۶)، در پژوهشی مشابه تحقیق لافوند و واتس (۲۰۰۸)، به بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی ناشی از آن بر محافظه‌کاری پرداختند. نتایج تحقیق آنها حاکی از آن بود که با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و به تبع آن ایجاد هزینه‌های نمایندگی، تقاضا برای محافظه‌کاری افزایش می‌یابد؛ چرا که محافظه‌کاری، انگیزه و توانایی مدیران را برای دستکاری ارقام حسابداری کاهش داده و لذا موجب کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌گردد.

احمد و دولمان (۲۰۱۱)، در تحقیقی، بررسی کردند که آیا محافظه‌کاری، تمایلات مدیران به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای خالص ارزش فعلی منفی را کاهش می‌دهد؛ به عبارت دیگر، آیا شرکت‌های دارای حسابداری محافظه‌کارانه تر، سود آوری آتی بیشتری دارند و آیا احتمال و مقدار تغییرات اقلام خاص آتی کمتری دارند. آنها معتقدند تا زمانی که اقلام خاص بزرگ و منفی، ناشی از تصمیمات ناکارای گذشته هستند، نتایج تحقیق شان، حاکی از آن است که محافظه‌کاری، انگیزه‌های مدیران در پذیرش پروژه‌های دارای خالص ارزش فعلی منفی را کاهش می‌دهد. فرانسیس و مارتین (۲۰۱۰)، به طور مشابه، از طریق اثبات این مطلب که محافظه‌کاری، در زمان وجود هزینه‌های نمایندگی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی، منجر به تصمیمات تحصیل سودآور تر می‌شود، نشان دادند که بکارگیری محافظه‌کاری، مکانیزمی است که، این انگیزه را در مدیران ایجاد

بالایی از جریان نقد آزاد، نسبت به شرکت‌هایی که فاقد جریان‌های نقدی آزاد هستند، عواید غیر عادی کمتری دارند. در واقع، نتیجه تحقیق آنها بیانگر این است که سرمایه‌گذاران در شرکت‌های دارای جریان نقد آزاد، بر این باورند که مدیران این قبیل شرکت‌ها، تمایل به سرمایه‌گذاری این جریان‌های نقد در پروژه‌های دارای خالص ارزش فعلی منفی دارند. ونگ (۲۰۱۰)، در تحقیقی به بررسی تاثیر جریان نقد آزاد بر هزینه‌های نمایندگی پرداخت. نتایج تحقیق وی، حاکی از آن بود که جریان نقد آزاد، بواسطه رفتار فرصت طلبانه مدیریت، می‌تواند منجر به مشکلات نمایندگی گردد.

### محافظه‌کاری و مشکلات نمایندگی

تحقیقات اخیر، منافع گزارشگری محافظه‌کارانه را در کم کردن مشکلات نمایندگی، شناسایی نموده‌اند. این تحقیقات دریافته‌اند که گزارشگری محافظه‌کارانه، می‌تواند کاهش ارزش مرتبط با نگهداشت وجه نقد زیاد را از طریق تشویق به استفاده کارآتر از وجه نقد کم تر کند (لوئیس و همکارانش، ۲۰۱۲) و به سرمایه‌گذاران، از طریق تصمیمات سرمایه‌گذاری کارآتر منفعت برساند (احمد و دولمان، ۲۰۱۱). اگر سهامداران، این مزایای محافظه‌کاری را درک کنند، آنها احتمالاً در زمان وجود هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان‌های نقد آزاد، تقاضای گزارشگری محافظه‌کارانه تری را می‌نمایند (هاپونگ‌ها، ۲۰۱۱).

لافوند و روی چادری (۲۰۰۸)، در تحقیقی بر این موضوع تمرکز کردند که آیا محافظه‌کاری، با توجه به میزان مشکلات نمایندگی بین مدیر و سهامدار تغییر می‌کند یا خیر. آنها بر این باور هستند که می‌بایست تقاضا برای محافظه‌کاری، به طور مثبت با میزان این مشکلات نمایندگی تغییر نماید. آنها با در نظر گرفتن مالکیت مدیریتی به عنوان یک پروکسی معکوس از مشکلات نمایندگی، مطابق پیش‌بینی خود دریافته‌اند که بین محافظه‌کاری و مالکیت مدیریتی یک رابطه منفی وجود دارد.

لافوند و واتس (۲۰۰۸)، در تحقیقی به بررسی این امر پرداختند که آیا مشکلات نمایندگی ناشی از عدم تقارن

بعد از پایان سال مالی  $t$  و  $Dit$ ، متغیر مجازی است، در صورتی که اخبار بد ( بازده منفی ) وجود داشته باشد، برابر با یک و در غیر اینصورت، برابر با صفر می باشد.

در رابطه رگرسیونی (۱)،  $\beta_2$ ، همبستگی سود با بازده سهام را در شرکت های دارای اخبار خوب و  $\beta_2 + \beta_3$ ، همبستگی سود با بازده سهام را در شرکت های دارای اخبار بد می سنجد. به نظر باسو، در زمان وجود محافظه کاری، واکنش سود نسبت به اخبار بد، به هنگام تر و بیشتر از واکنش سود نسبت به اخبار خوب است، به عبارت دیگر،  $\beta_2 + \beta_3$  بزرگتر از  $\beta_2$  است ( $\beta_2 + \beta_3 > \beta_2$ )، در نتیجه  $\beta_3$ ، بزرگتر از صفر است ( $\beta_3 > 0$ ). در واقع،  $\beta_3$ ، تفاوت در حساسیت سود نسبت به اخبار خوب ( بازده مثبت ) و اخبار بد ( بازده منفی ) را می سنجد. باسو،  $\beta_3$  را ضریب عدم تقارن زمانی سود نامید که نشان دهنده محافظه کاری است. هر چه  $\beta_3$  بزرگتر باشد، عدم تقارن زمانی در شناسایی اخبار بد و اخبار خوب در سود حسابداری ( و در نتیجه محافظه کاری ) بیشتر خواهد بود.

در این تحقیق برای تعیین جریان های نقد آزاد واحد تجاری، از مدل لن و پلسن (۱۹۸۹)، استفاده می شود. بر اساس مدل مذکور، جریان های نقد آزاد از طریق فرمول زیر محاسبه می گردد:

$$FCFit = (INCit - TAXit - INTEXPit - PFDDIVit - COMDIVi) / Assetit-1 \quad (2)$$

که در آن:  $FCFit$ : جریان های نقد آزاد شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $INCit$ : سود عملیاتی قبل از کسر هزینه استهلاک شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $TAXit$ : کل مالیات بر درآمد شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $INTEXPit$ : هزینه بهره شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $PFDDIVit$ : سود سهام پرداختی به سهامداران ممتاز در سال  $t$ ؛  $COMDIVit$ : سود سهام پرداختی به سهامداران عادی در سال  $t$ ،  $Assetit-1$ : کل ارزش دفتری دارایی های شرکت  $i$  در سال  $t-1$ .

در این تحقیق، همانند بسیاری از تحقیقات پیشین مرتبط با محافظه کاری ( مثل لافوند و روی چادری، ۲۰۰۸؛ فرانسیس و مارتین، ۲۰۱۰)، از اهرم<sup>۲</sup> و اندازه شرکت، به عنوان متغیر کنترلی استفاده خواهد شد. مرم (۱۹۹۶) نشان داد قراردادهای بدهی، روش های

می کند که از تصمیمات ضعیف سرمایه گذاری پرهیز نمایند.

هایونگ ها (۲۰۱۱)، در تحقیقی به بررسی این سوال پرداخت که آیا هزینه های نمایندگی ناشی از جریان های نقد آزاد، می تواند سبب افزایش تقاضا برای محافظه کاری شود یا خیر. وی بر این باور است که محافظه کاری، بخشی از یک مکانیزم عقد قرارداد های کارا است که کاهش مشکلات نمایندگی را تسهیل می کند. وی، مطابق پیش بینی خود دریافت که با افزایش هزینه های نمایندگی ناشی از جریان های نقد آزاد، شرکت ها زیان ها را به موقع تر از سود ها، شناسایی می کنند. به عبارت دیگر، با افزایش مشکلات نمایندگی ناشی از جریان های نقد آزاد، تقاضا برای محافظه کاری بیشتر می شود.

### ۳- فرضیه پژوهش

با توجه به مبانی نظری مطرح شده و نیز پیشینه تحقیق، فرضیه تحقیق، به شرح زیر طرح می شود:

"رابطه معناداری بین محافظه کاری و جریان نقد آزاد، وجود دارد."

### ۴- روش شناسی پژوهش

تحقیق حاضر، تحقیقی توصیفی بوده که از حیث هدف کاربردی است. داده های واقعی شرکت ها به صورت پانل داده و سال- شرکت مورد بررسی قرار گرفت. این کار به کمک الگوهای رگرسیون انجام گرفت. در این پژوهش، از الگوی رگرسیون بسط یافته باسو (۱۹۹۷) برای تجزیه و تحلیل اثر جریان نقد آزاد، بر واکنش سریعتر سود به اخبار در مقایسه با واکنش سود به اخبار خوب، استفاده شده است. مدل ارائه شده توسط باسو (۱۹۹۷)، به شرح زیر است:

$$NIit = \beta_0 + \beta_1 Dit + \beta_2 Rit + \beta_3 RitDit + \epsilon it \quad (1)$$

در مدل فوق،  $NIit$ ، بیانگر سود خالص قبل از اقسام غیر مترقبه شرکت  $i$  در سال  $t$  تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان شرکت  $i$  در پایان سال  $t-1$  ( ابتدای سال  $t$ )،  $Rit$ ، بیانگر بازده سالانه سهام شرکت  $i$  در سال  $t$  ( بازده شرکت  $i$  از ۸ ماه قبل از پایان سال مالی  $t$  تا ۴ ماه

- ۱) قبل از سال ۱۳۸۳، در بورس اوراق بهادار تهران، پذیرفته شده باشند؛
  - ۲) پایان سال مالی شرکت ها، پایان اسفند ماه هر سال باشد؛
  - ۳) شرکت ها، طی سال های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹، سال مالی خود را تغییر نداده باشند؛
  - ۴) جزء بانک ها، موسسات اعتباری و سایر نهادهای پولی، شرکت های واسطه گری مالی و سرمایه گذاری، نباشند؛
  - ۵) اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه متغیر های مورد استفاده در پژوهش، در دسترس باشد.
- شرایط فوق منجر به انتخاب ۷۶۳ سال- شرکت (شامل ۱۰۹ شرکت) شده است که به عنوان نمونه نهایی تحقیق، مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند.
- در این پژوهش، به منظور تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه‌ها، از مدل رگرسیون چندگانه استفاده می- شود. داده های جمع آوری شده با استفاده از نرم افزار Excel، در قالب فایل های اطلاعاتی، تهیه، سپس متغیرهای مورد نظر محاسبه و در نهایت پس از سنجش اعتبار مدل، محاسبات آماری و برآورد ها، با استفاده از نرم افزار Eviews 7، انجام گردید.

#### ۵- یافته‌های پژوهش

به منظور ارائه تصویری بهتر از داده‌های مورد مطالعه، برخی از آماره‌های توصیفی مهم برای متغیر های مورد مطالعه در این پژوهش، در جدول یک، ارائه شده است.

طبق جدول شماره یک، که مربوط به ۷۶۳ سال - شرکت می باشد، میانگین بازده سالانه در نمونه مورد بررسی ما، ۲۱.۷٪ می باشد. رقم میانگین مربوط به متغیر مجازی، حاکی از آن است که تقریباً ۳۸٪ از سال- شرکت های مورد بررسی، بازده منفی دارند. این رقم، مشابه رقم مذکور در پژوهش های قبلی ( مثل لافوند و روی چادری، ۲۰۰۸، پورحیدری و غفارلو، ۱۳۹۰) است. همچنین با توجه به جدول شماره یک، می توان گفت که شرکت های مورد بررسی، به طور متوسط تقریباً ۶۸.۳٪ از دارایی های خود را از طریق بدهی، تامین مالی کرده اند.

حسابداری محافظه کارانه خاصی را معین کرده و از این طریق توان مدیریت را برای تغییر رویه های حسابداری به صورت دلخواه، محدود می کنند. به عبارت دیگر، قراردادهای بدهی یکی از عوامل ایجاد تقاضا برای حسابداری محافظه کارانه هستند (واتس، ۲۰۰۳). جهت اندازه گیری اهرم، از نسبت کل بدهی ها به کل دارایی های شرکت استفاده می شود (لافوند و روی چادری، ۲۰۰۸؛ لافوند و واتس، ۲۰۰۸). واتس و زیمرمن (۱۹۸۶)، معتقدند که هزینه های تحمیل شده به شرکت ها تابعی از اندازه ی آن ها است، زیرا شرکت های کوچک تر کمتر مورد توجه هستند و بنابراین کمتر در معرض انتقال سیاسی ثروت واقع می شوند؛ در نتیجه شرکتهای بزرگ که تحت فشارهای سیاسی هستند، انگیزه ی بیشتری برای استفاده از رویه های کاهنده ی سود خالص و در نتیجه حسابداری محافظه کارانه دارند. جهت اندازه گیری اندازه شرکت، از لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی های شرکت، استفاده می شود (فرانسیس و مارتین، ۲۰۱۰).

جهت آزمون فرضیه تحقیق، مدل باسو (۱۹۹۷) را از طریق گنجاندن جریان نقد آزاد و متغیر های کنترلی ( اهرم و اندازه شرکت )، به همراه تعامل آنها با متغیر های موجود در مدل باسو، به صورت زیر بسط می دهیم :

$$NI_{it} = \beta_0 + \beta_1 Dit + \beta_2 Rit + \beta_3 RitDit + \beta_4 FCFit-1 + \beta_5 FCFit-1Dit + \beta_6 FCFit-1Rit + \beta_7 FCFit-1 Dit Rit + \beta_8 levit-1 + \beta_9 levit-1Dit + \beta_{10} levit-1 Rit + \beta_{11} levit-1Dit Rit + \beta_{12} sizeit-1 + \beta_{13} sizeit-1Dit + \beta_{14} sizeit-1 Rit + \beta_{15} sizeit-1Dit Rit + \epsilon_{it}$$

در مدل فوق، مثبت و معنی دار بودن ضریب "  $\beta_7$  " (ناشی از تعامل بازده، متغیر مجازی و جریان نقد آزاد)، بیانگر این است که با افزایش جریان نقد آزاد در یک واحد تجاری، میزان محافظه کاری در حسابداری افزایش می یابد و بالعکس.

#### جامعه آماری و روش نمونه گیری

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. شرکت های مورد بررسی در این تحقیق، به روش حذفی و با اعمال شرایط زیر، انتخاب گردیدند :

جدول شماره ۱: آماره های توصیفی متغیر های پژوهش

متغیر مورد مطالعه	آماره توصیفی	میانگین	میانه	انحراف معیار	مینیمم	ماکزیمم
متغیر مجازی		۰.۳۸۴۰	۰.۰۰۰۰	۰.۴۸۶۷	۰.۰۰۰۰	۱.۰۰۰۰
بازده		۰.۲۱۷۳	۰.۰۹۵۰	۰.۵۷۳۹	۶۲۶۳.۱-	۵.۱۱۸۴
جریان نقد آزاد ابتدای دوره		۰.۰۵۳۷	۰.۰۵۲۰	۰.۱۴۸۹	۹۸۸۸.۱-	۰.۹۱۳۸
اهرم ابتدای دوره		۰.۶۸۳۰	۰.۶۵۸۱	۰.۳۱۹۱	۰.۰۶۴۳	۳.۶۱۰۲
اندازه شرکت ابتدای دوره		۱۳.۰۵۲۱	۱۲.۹۳۷۶	۱.۲۱۹۰	۹.۷۶۸۲	۱۶.۶۱۴۵

جدول شماره ۲: مدل باسو ( بدون وارد کردن جریان نقد آزاد و متغیر های کنترلی )

متغیر وابسته : سود خالص قبل از ارقام غیر مترقبه تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام اول دوره				
روش برآورد مدل : پنل حداقل مربعات				
دوره مورد بررسی : ۱۳۸۳-۱۳۸۹				
تعداد شرکت ها در هر دوره : ۱۰۹				
تعداد کل مشاهدات پنل : ۷۶۳				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
متغیر مجازی	۰.۰۷۳۸۴۵	۰.۰۳۶۱۶۹	۲.۰۴۱۶۵۸	۰.۰۴۱۶
بازده	۰.۱۱۷۶۹۳	۰.۰۲۵۱۱۴	۴.۶۸۶۲۹۸	۰.۰۰۰۰
تعامل بازده و متغیر مجازی	۰.۴۹۲۴۷۲	۰.۱۷۲۸۹۶	۲.۸۴۸۳۷۳	۰.۰۰۴۵
مقدار ثابت	۰.۱۷۸۸۳۳	۰.۰۱۳۵۱۱	۱۳.۲۳۶۳۱	۰.۰۰۰۰
۰.۴۶۳۸۵۷				
تعديل شده R <sup>2</sup>				
۰.۳۶۶۶۰۴				
آماره F				
۴.۷۶۹۵۵۵				
احتمال آماره F				
۰.۰۰۰۰۰۰				
آماره دوربین- واتسون				
۱.۹۵۶۷۷۷				

همان طور که در جدول شماره ۲، مشاهده می شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که مدل رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار است. از سوی دیگر ضریب تعیین تعدیل شده، برابر 0.3666 است، که این امر بیانگر آن است که حدوداً ۳۶ درصد از تغییر پذیری در متغیر وابسته را می توان به وسیله ای این مدل رگرسیون توضیح داد. افزون بر این، عدد مربوط به آماره دوربین- واتسون در محدوده ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد؛ لذا تخمین مدل مزبور فاقد خودهمبستگی است.

طبق جدول شماره ۲، ضریب متغیر حاصل از تعامل بازده و متغیر مجازی، که طبق تفسیر باسو مبین محافظه کاری است و تفاوت در واکنش سود نسبت به اخبار خوب

طبق تفسیر ارائه شده توسط باسو (۱۹۹۷)، در صورت وجود محافظه کاری انتظار می رود که همبستگی اخبار بد (بازده منفی) با سود، در مقایسه با همبستگی اخبار خوب (بازده مثبت) با سود، بیشتر باشد. در پژوهش حاضر، به دلیل استفاده از مدل باسو در سنجش محافظه کاری، لازم است که ابتدا این مدل در رابطه با نمونه حاضر، بدون در نظر گرفتن جریان نقد آزاد و متغیر های کنترل، مورد آزمون قرار گیرد و در صورت تایید وجود محافظه کاری با توجه به این مدل، جریان نقد آزاد و متغیر های کنترلی در مدل مذکور وارد شوند تا فرضیه پژوهش مورد بررسی قرار گیرد. نتایج مربوط به مدل برآورد شده، در جدول زیر ارائه شده است:



تر سود به اخبار بد نسبت به اخبار خوب را با توجه جریان نقد آزاد شرکت می‌سنجد، ۰.۸۱۵۱ حاصل شده، که با توجه به آماره  $t$  و سطح معنی داری آن، به لحاظ آماری معنادار است. به عبارتی فرضیه مورد بررسی در این پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار بین محافظه‌کاری و جریان نقد آزاد، تایید می‌شود. با تایید فرضیه مطرح در این پژوهش، می‌توان گفت که جریان نقد آزاد، می‌تواند بر واکنش سریع تر سود به اخبار بد نسبت به اخبار خوب، تاثیر بگذارد.

همچنین، جدول شماره ۳، حاکی از آن است که ضریب متغیر ناشی از تعامل بازده، متغیر مجازی و اهرم، که واکنش سریع تر سود به اخبار بد نسبت به اخبار خوب را با توجه به بدهی شرکت می‌سنجد، ۱.۳۴۳۴ حاصل شده، که با توجه به آماره  $t$  و سطح معنی داری آن، به لحاظ آماری معنا دار می‌باشد. به عبارت دیگر، مطابق با تحقیقات پیشین (به عنوان مثال، مهرانی، وافی و حلاج، ۱۳۸۹)، یکی از عوامل تقاضا برای محافظه‌کاری، قرارداد های بدهی می‌باشند. بعلاوه، جدول شماره ۳، حاکی از آن است که ضریب متغیر ناشی از تعامل بازده، متغیر مجازی و اندازه، که واکنش سریع تر سود به اخبار بد نسبت به اخبار خوب را با توجه به اندازه شرکت می‌سنجد، ۰.۲۲۶۱ شده، که با توجه به آماره  $t$  و سطح معنی داری آن، به لحاظ آماری معنا دار می‌باشد. به عبارت دیگر مطابق با تحقیقات پیشین (به عنوان مثال لافوند و روی چادری، ۲۰۰۸)، شرکتهای بزرگ که تحت فشارهای سیاسی هستند، انگیزه بیشتری برای استفاده از رویه های کاهنده ی سود خالص و در نتیجه حسابداری محافظه کارانه دارند.

و اخبار بد را می‌سنجد، ۰.۴۹۲۵ حاصل شده است که با توجه به آماره  $t$  و سطح معناداری مربوط به آن، به لحاظ آماری معنی دار است. در نتیجه، می‌توان این طور نتیجه گیری نمود که در نمونه مورد بررسی، واکنش سود نسبت به اخبار بد (بازده منفی) در مقایسه با واکنش سود به اخبار خوب (بازده مثبت)، بیشتر است؛ به عبارتی، محافظه‌کاری وجود دارد. از این رو، در ادامه می‌توان با وارد کردن جریان نقد آزاد و متغیرهای کنترلی در مدل باسو، به آزمون فرضیه تحقیق، پرداخت. به منظور آزمون فرضیه تحقیق، ابتدا از مدل رگرسیون اصلی تحقیق (رابطه رگرسیونی شماره ۳)، استفاده گردید، اما با توجه به عدم معناداری ضرایب برخی از متغیرها (شامل ضرایب مربوط به بازده، جریان نقد آزاد، تعامل جریان نقد آزاد و بازده، تعامل اهرم و بازده، اندازه)، متغیرهای مذکور از مدل رگرسیون اصلی، حذف شدند و سپس از طریق مدل رگرسیون اصلاح شده ای به شرح زیر، فرضیه تحقیق، مورد آزمون قرار گرفت.

همانطور که در جدول شماره ۳، مشاهده می‌شود، تمامی ضرایب این جدول، به لحاظ آماری در سطح اطمینان مورد نظر (۹۵٪)، معنادار هستند. همان طور که در جدول شماره ۳، مشاهده می‌شود، مقدار آماره  $F$  و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که مدل رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار است. از سوی دیگر ضریب تعیین تعدیل شده، برابر ۰.۴۸۵۹ است، که این امر بیان گر آن است که حدوداً ۴۹ درصد از تغییر پذیری در متغیر وابسته را می‌توان به وسیله‌ی این مدل رگرسیون توضیح داد.

در جدول شماره ۳، ضریب متغیر ناشی از تعامل بین بازده، متغیر مجازی و جریان نقد آزاد، که واکنش سریع

### جدول شماره ۳: نتیجه آزمون فرضیه تحقیق

متغیر وابسته : سود خالص قبل از ارقام غیر مترقبه تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام اول دوره				
روش برآورد مدل : پنل حداقل مربعات				
دوره مورد بررسی : ۱۳۸۳-۱۳۸۹				
تعداد شرکت ها در هر دوره : ۱۰۹				
تعداد کل مشاهدات پنل : ۷۶۳				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره $t$	احتمال
متغیر مجازی	۰.۸۳۲۸۷۴-	۰.۲۰۹۴۵۳	۳.۹۷۶۴۳۴-	۰.۰۰۰۱

۰.۰۰۰۰	۴.۸۳۱۶۸۸-	۰.۷۶۷۲۶۶	۳.۷۰۷۱۸۹-	تعامل بازده و متغیر مجازی
۰.۰۱۸۷	۲.۳۵۸۱۶۵	۰.۱۶۶۴۹۲	۰.۳۹۲۶۱۵	تعامل جریان نقد آزاد و متغیر مجازی
۰.۰۲۷۳	۲.۲۱۲۸۷۱	۰.۳۶۸۳۶۴	۰.۸۱۵۱۴۱	تعامل جریان نقد آزاد، بازده و متغیر مجازی
۰.۰۰۰۰	۴.۸۱۰۹۸۶-	۰.۰۲۸۴۸۶	۰.۱۳۷۰۴۴-	اهرم
۰.۰۰۶۹	۲.۷۱۲۴۱۶	۰.۱۱۱۰۳۹	۰.۳۰۱۱۸۳	تعامل اهرم و متغیر مجازی
۰.۰۰۰۴	۳.۵۸۱۵۸۸	۰.۳۷۵۰۷۹	۱.۳۴۳۳۸۰	تعامل اهرم، بازده و متغیر مجازی

ادامه جدول شماره ۳: نتیجه آزمون فرضیه تحقیق

۰.۰۰۰۰	۵.۶۵۴۶۸۱	۰.۰۰۱۸۳۲	۰.۰۱۰۳۵۸	تعامل اندازه شرکت و بازده
۰.۰۰۲۹	۲.۹۹۴۷۱۶	۰.۰۱۶۴۲۶	۰.۰۴۹۱۹۰	تعامل اندازه شرکت و متغیر مجازی
۰.۰۰۰۳	۳.۶۱۲۰۱۶	۰.۰۶۲۶۰۶	۰.۲۲۶۱۳۵	تعامل اندازه شرکت، بازده و متغیر مجازی
۰.۰۰۰۰	۱۱.۷۶۳۰۲	۰.۰۲۲۶۴۴	۰.۲۶۶۳۶۵	مقدار ثابت
۰.۵۶۹۵۹۵				
۰.۴۸۵۹۴۲				تعدیل شده $R^2$
۶۸.۰۹۰۵۸				آماره F
۰.۰۰۰۰۰۰				احتمال آماره F
۲.۱۰۴۹۴۱				آماره دوربین- واتسون

## ۶- نتیجه گیری و بحث

پیش بینی ما در این پژوهش، ضریب بدست آمده مثبت و به لحاظ آماری معنادار، است. به عبارتی فرضیه مورد بررسی در این پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار بین محافظه کاری و جریان نقد آزاد، تایید می شود. با تایید فرضیه مطرح در این پژوهش، می توان گفت که جریان نقد آزاد، می تواند به عنوان یکی از عوامل موثر بر واکنش سریع تر سود به اخبار بد نسبت به اخبار خوب، مد نظر قرار گیرد. در واقع می توان انتظار داشت که تقاضا برای محافظه کاری ناشی از مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران، به طور مثبت و معناداری با میزان جریان نقد آزاد، افزایش یابد. این نتیجه گیری منطبق با نتیجه تحقیقاتی است که حاکی از آن هستند که با افزایش مشکلات نمایندگی بین مدیر و سهامدار، تقاضا برای محافظه کاری افزایش می یابد. از جمله این تحقیقات، می توان به تحقیق احمد و دولمان (۲۰۱۱)، هایونگ ها (۲۰۱۱) و لافوند و روی چادری (۲۰۰۸) اشاره نمود.

### فهرست منابع

(۱) پورحیدری، امید، غفارلو، عباس، (۱۳۹۰)، تامین مالی و تغییرات سطح مشروط محافظه کاری

لافوند و روی چادری (۲۰۰۸)، بر این باور هستند که اصولاً، مشکلات نمایندگی زمانی ایجاد می شوند که علایق و منافع مدیران و سهامداران، همسو نیستند. طبق نظر آنها، اگر محافظه کاری حقیقتاً در کاهش مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران، نقش ایفا می کند، این انتظار وجود دارد که هر چه همسویی منافع مدیران و سهامداران کمتر باشد، تقاضای بیشتری برای محافظه کاری وجود داشته باشد. همان طور که در قسمت های پیشین توضیح داده شد، طبق نظر جنسن (۱۹۸۶)، افزایش حجم جریان نقد آزاد در یک واحد تجاری، می تواند سبب تشدید تضاد و ناهمسویی منافع مدیران و سهامداران و به تبع آن، افزایش مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران گردد. در نتیجه، پیش بینی ما این بود که تقاضا برای محافظه کاری ناشی از مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران، به طور مثبت با میزان جریان نقد آزاد، تغییر کند. پس از برآورد مدل و بررسی معناداری ضریب متغیر ناشی از تعامل بین بازده، متغیر مجازی و جریان نقد آزاد در آن، که واکنش سریع تر سود به اخبار بد نسبت به اخبار خوب را با توجه جریان نقد آزاد شرکت می سنجد، مشخص شد که مطابق با

- Quarterly Journal of Business and Economics, Vol.40, PP: 141-153.
- 13) Hyung Ha, Joo, (2011), agency costs of free cash flow and conditional conservatism, Ph.D. Dissertation in accounting, Oklahoma State University, ( presented at the American Accounting Association annual meeting proceedings in Denver in 2011 ) .
- 14) Jensen, M., (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, The American Economic Review, 76(2): 323.
- 15) LaFond, R., & Roychowdhury, S., (2008), Managerial ownership and accounting conservatism, Journal of Accounting Research, 46(1): 101.
- 16) LaFond, R., & Watts, R., (2008), The information role of conservatism, The Accounting Review, 83(2): 447.
- 17) Lehn, Kenneth and Poulsen, Annette, (1989), Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions, The Journal of Finance, Vol. 44, No. 3, pp. 771-787.
- 18) Louis, H., Sun, A. X., & Urcan, O, (2012), Value of cash holdings and accounting conservatism, Contemporary Accounting Research: forthcoming.
- 19) Mohrman, M., (1996), The use of fixed GAAP provisions in debt contracts, Accounting Horizons, 10(3), 78-91.
- 20) Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R., (1999), The determinants and implications of corporate cash holdings, Journal of Financial Economics, 52(1): 3-46.
- 21) Richardson, S., (2006), Overinvestment of free cash flow. Review of Accounting Studies, vol. 11, no. 2-3, pp159-189.
- 22) Sturz, D., Burghof H.P., (2006), Stock dividends and the Free Cash Flow Hypothesis, London College, Working paper.
- 23) Wang, George Yungchih, (2010), The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance, J. Service Science & Management, 3, 408-418.
- 24) Watts, L. R., (2003), Conservatism in accounting part I: Explanations and implications, Accounting Horizons, 17(3): 207.
- 25) Watts, R., and J. Zimmerman, (1986), Positive Accounting Theory, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall
- حسابداری، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۶.
- ۲) تهرانی، رضا، حصار زاده، رضا، (۱۳۸۸)، تاثیر جریان های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری، تحقیقات حسابداری، شماره ۳.
- ۳) خوش طینت، محسن، یوسفی اصل، فرزانه، (۱۳۸۶)، رابطه بین تقارن و عدم تقارن اطلاعاتی با محافظه کاری، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۲۰.
- ۴) رضا زاده، جواد، آزاد، عبدالله، (۱۳۸۷)، رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در گزارشگری مالی، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۴.
- ۵) مهرانی، کاوه، وافی ثانی، جلال، حلاج، محمد، (۱۳۸۹). رابطه ی قراردادهای بدهی و اندازه ی شرکت با محافظه کاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۵۹.
- 6) Ahmed, A. S., & Duellman, S., (2011), Evidence on the role of accounting conservatism in monitoring managers' investment decisions, Accounting & Finance, Volume 51, Issue 3, pages 609-633.
- 7) Ball, R., (2001), Infrastructure Requirements for an Economically Efficient System of Public Financial Reporting and Disclosure, Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 127-182.
- 8) Ball, R., and L. Shivakumar, (2005), Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness, Journal of Accounting and Economics, 39 (1): 83-128.
- 9) Basu, S. (1997), The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings, Journal of Accounting and Economics, 24, 3-37.
- 10) Faulkender, M., & Wang, R, (2006), Corporate financial policy and the value of cash, The Journal of Finance, 61(4): 1957-1990.
- 11) Francis, J. R., & Martin, X., (2010), Acquisition profitability and timely loss recognition, Journal of Accounting and Economics, 49(1-2): 161-178.
- 12) Griffith, J.M. and Carrol C., (2001), Free cash flow, leverage and investment opportunities,

#### یادداشت‌ها

<sup>1</sup> downward

<sup>2</sup> leverage