

اثر محافظه کاری و وجه نقد نگهداری شده بر بازده غیرعادی سهام

معصومه پوررجبی چهارده^۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۸/۱۵ تاریخ چاپ: ۱۴۰۳/۱۱/۳۰

چکیده

هدف اصلی این پژوهش، بررسی اثر محافظه کاری و وجه نقد نگهداری شده بر بازده غیرعادی سهام می باشد. نمونه آماری پژوهش شامل ۱۴۰ شرکت می باشد که در طی دوره زمانی ۱۳۹۷ لغایت ۱۴۰۲ از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده است. در پژوهش حاضر با استفاده از داده های ترکیبی و روش حداقل مربعات تعمیم یافته به بررسی صحت یا سقم فرضیه های پژوهش پرداخته شد. یافته های پژوهش حاکی از آن است که افزایش موجودی نقد منجر به افزایش بازده غیرعادی سهام شده و در مقابل محافظه کاری باعث کاهش آن می شود. در عین حال نتایج همچنین حاکی از آن است که افزایش متغیرهای وقفه ای موجودی نقد و اهرم مالی بازار، منجر به کاهش ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده می شود اما با ورود عامل محافظه کاری به مدل اثرات کاهنده دو عامل فوق بر ارزش بازار وجه نقد تعدیل یافته و در نتیجه ارزش نهایی یک ریال تغییر در وجه نقد نگهداری شده، در نتیجه دخالت دادن عامل محافظه کاری افزایش پیدا می کند.

واژگان کلیدی

بازده غیرعادی، موجودی نقد نگهداری شده، محافظه کاری حسابداری، ارزش نهایی وجه نقد

^۱ لیسانس حسابداری مالی.

مقدمه

محافظه کاری حسابداری یکی از مفاهیم بنیادی در حسابداری است و از ویژگی بارز گزارشگری مالی است. محافظه کاری محصول ابهام است و هر گاه حسابداران با ابهام روبرو شوند محافظه کاری را به کار می برند (بولو و همکاران، ۱۳۹۱). محافظه کاری زمانی در شناسایی و گزارش رویداد مالی اعمال می شود که نخست: مدیریت با ابهام نبود اطمینان مواجه بوده و ناگزیر از انتخاب یک گزینه از بین دو یا چند گزینه باشد و دوم روشی انتخاب و اجرا شود که به کمترین مقدار ممکن برای سود انباشته منجر شود (اسلامی بیدگلی و همکاران، ۱۳۹۰).

دو دیدگاه متفاوت درباره محافظه کاری حسابداری وجود دارد. بعضی محققان بحث می کنند که محافظه کاری برای کاربران صورتهای مالی مفید است و محتوای اطلاعاتی صورتهای مالی را تجزیه و تحلیل می کند. در مقابل، دیگران بحث می کنند که آن برای کاربران حسابداری و ارائه کنندگان نامطلوب است. طرفداران اولین دیدگاه تاکید می کنند که محافظه کاری برای افزایش کیفیت گزارشات مالی ایجاد شده و عدم تقارن اطلاعاتی ما بین ارائه کنندگان و کاربران گزارشات مالی را کاهش می دهد که به نوبه خود باعث کاهش هزینه نمایندگی سازمان می شود (شورورزی و همکاران، ۱۳۹۱). به علاوه آنها اشاره می کنند که محافظه کاری یک روش در عدم قطعیت است که ارزش شرکت را ایجاد می کند. در مقابل، مخالفان محافظه کاری نشان دادند که آن در کاهش کیفیت گزارشات مالی نقش دارد و آن ممکن است سرمایه گذاران و کاربران گزارش های مالی را با ضررهای بزرگ روبرو کند. در این دیدگاه محافظه کاری بیشتر با تقاضا برای تخمین کمتر درآمد، ارتباط مثبت دارد. پیک و همکاران (۲۰۰۷) محافظه کاری را به عنوان یک عامل در فرایند تشخیص درآمد، همراه کننده بیان کردند. اما آنها ادعا می کنند که آن علیه سود سرمایه گذاران و همچنین نقش گزارشات مالی است. دلیل دیگر برای مخالفان محافظه کاری تاثیر منفی آن روی گزارش های مالی شرکت است. آنها بحث می کنند که محافظه کاری سبب گرایش به افشای زود هنگام اطلاعات مالی می شود. این گرایش به افشای زود هنگام ممکن است یک مانع در افشای احتیاطی شود (فخاری، عرب، ۱۴۰۱).

موجودی نقد دارایی مهمی برای شرکتها است. میزان نگهداری وجه نقد کافی و یا مازاد با توجه به تصمیمات مدیریت و به منظور مواجه نشدن با مخاطرات عدم تقارن اطلاعاتی است. اگرچه وجه نقد نگهداری شده در ترازنامه دارایی مهمی برای شرکت به حساب می آید، نگهداری این دارایی بیش از اندازه می تواند نشانه ای از عدم کارایی تخصیص منابع باشد و هزینه هایی را به عهده شرکت تحمیل کند. برخی از هزینه ها شامل هزینه فرصت سرمایه و هزینه نمایندگی مرتبط با نظارت است. صورتهای مالی توام با ابهام و فاقد شفافیت، اعتماد سهامداران را کاهش داده و انگیزه آنها برای سرمایه گذاری را از بین می برد. از اینرو تامین وجه نقد کافی برای شرکت مشکل و شرکت وجه نقد بیشتری باید نگهداری کند. (قائم و علوی، ۱۳۹۰)

مهمترین عامل نگهداری وجه نقد مازاد، عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات ناشی از آن است. وجود عامل مزبور منجر به تحصیل وجه نقد پر هزینه می شود؛ در چنین شرایطی، شرکت ممکن است دارایی های جاری خود را به قصد کاهش

هزینه های تامین مالی برون سازمانی، افزایش دهد. مزیت عمده نگهداری وجه نقد در بازارهای سرمایه ناکارا افزایش توانایی شرکت برای استفاده از فرصت های سرمایه گذاری ارزشمند و پرهیز از تامین مالی خارجی گران قیمت است، با این وجود، نگهداری وجه نقد هزینه هایی نیز در بردارد، برای مثال مدیران و سهامداران کنترلی ممکن است با انگیزه های فرصت طلبانه و سودجویانه و در راستای دستیابی به اهداف شخصی خود، اقدام به نگهداری وجه نقد نمایند؛ اهدافی که لزوماً منطبق با اهداف شرکت نمی باشد (گارسیا و همکاران، ۲۰۰۹). بر این اساس، نگهداری بیش از اندازه وجوه نقد می تواند نشانه ای از عدم تخصیص کارای منابع بوده و هزینه هایی را بر شرکت تحمیل نماید (پارک و همکاران، ۲۰۱۷). نتایج پژوهشهای باتاچاریا و همکاران (۲۰۰۳)، فرانسیس و همکاران (۲۰۰۴ و ۲۰۰۵) و اوزکان و اوزکان (۲۰۰۴) نشان می دهد افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، انگیزه نگهداری داراییهای نقدی بالایی را برای شرکتها ایجاد می کند. به عبارت دیگر، وجود عدم تقارن اطلاعاتی باعث افزایش هزینه سرمایه شرکت شده و تأمین وجوه از بازارهای مالی به نفع شرکت نخواهد بود، بنابراین شرکتها ترجیح می دهند داراییهای نقدی زیادی نگهداری کنند تا در مواقع لازم وجوه مورد نیاز خود را از منابع داخلی تأمین کنند (اوزکان و اوزکان، ۲۰۰۴).

از سوی دیگر، استفاده از اصل محافظه کاری در گزارشگری مالی در صورتی که موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی گردد، تأمین مالی را برای شرکت ها تسهیل نموده و میزان نگهداری وجه نقد توسط شرکتها را کاهش میدهد. برخی از مطالعات انجام شده (فالکندر و ونگ، ۲۰۰۶) نشان می دهد که ارزش بازار یک ریال سرمایه گذاری در وجه نقد، کمتر از ارزش اسمی یک ریال است؛ یعنی به ازای هر واحد افزایش در وجه نقد، ارزش نهایی به مبلغ کمتری افزایش می یابد. این یافته منطبق با فرضیه جریان نقد آزاد جنسن است که عنوان می کند جریان های نقدی آزاد، دارای اثر معکوسی بر کارایی تصمیمات سرمایه گذاری است. مطالعات لويس و ارکان (۲۰۱۲) نشان می دهد که محافظه کاری می تواند باعث تعدیل در میزان کاهش ارزش نهایی وجه نقدی شود که به ازای افزایش در موجود نقد اتفاق می افتاد.

بررسی اخیر نشان داده که بازده غیر عادی می تواند تحت تاثیر اطلاعات مالی شرکتها باشد. به عبارت دیگر، عده ای از سرمایه گذاران توانسته اند با استفاده از تعدادی از نسبت های مالی، نرخ بازده مورد انتظاری را محاسبه کنند که به علت عدم اطلاع سایر سرمایه گذاران از این رابطه، این اطلاعات در قیمت واقعی سهام منعکس نشده و سبب ایجاد بازده اضافی برای آن گروه از سرمایه گذارانی شده که از این رابطه آگاهی داشته اند. بر اساس مباحث فوق سوال اصلی تحقیق عبارتست از: اثر محافظه کاری و وجه نقد نگهداری شده بر بازده غیرعادی سهام چگونه است؟

اغلب تحقیقات با سوال و فرضیه شروع می شوند. فنون آمار استنباطی برای پاسخ به سوالات تحقیق همان فنون تخمین آماری هستند که در کتب آمار بیان شده است. بسیاری از تحقیقات از مرحله سوال گذر کرده و به مرحله فرضیه می رسند. فرضیه عبارت است از حدس و گمان زیرکانه علمی درباره ماهیت و چگونگی روابط بین پدیده ها، اشیاء و متغیرها که محقق را در تشخیص نزدیکترین و محتمل ترین راه برای کشف مجهول کمک می کند. باید در نظر داشت فرضیه صرفاً یک حدس و گمان است یعنی درست یا غلط بودن آن باید مورد آزمایش قرار گیرد. در واقع هر حکمی

درباره جامعه را یک فرضیه آماری می نامند که قابل قبول بودن آن باید بر مبنای اطلاعات حاصل از نمونه گیری از جامعه بررسی شود. در طرح تحقیقات رفتاری و مدیریتی دو عنصر اصلی وجود دارد؛ فرضیه های تحقیق و متغیرهایی که برای آزمودن آنها به کار گرفته می شوند. فرضیه ها از نظریات و تحقیقات گذشته منتج می گردند و چراغ راه مطالعات جدید هستند. متغیرها، فرضیه ها را به صورتی نشان می دهند که محققان رفتاری و مدیریتی بتوانند آنها را مشاهده و اندازه گیری کنند. (عادل آذر، ۱۳۸۷). با توجه به مطالب فوق، مبنای نظری، فرضیه های تحقیق را می توان به شکل زیر مطرح نمود:

(الف) بین مقدار موجودی نقد نگهداری شده و بازده غیرعادی سهام رابطه ی معناداری وجود دارد.

(ب) بین مقدار محافظه کاری حسابداری و بازده غیر عادی سهام رابطه ی معناداری وجود دارد.

(ج) محافظه کاری، ارزش بازار یک ریال اضافی در وجه نقد نگهداری شده را افزایش می دهد.

در این پژوهش با توجه به هدف اعلام شده که به دنبال بررسی اثر محافظه کاری غیرشرطی و مقدار وجه نقد نگهداری شده بر بازده غیرعادی سهام می باشد، از مدل زیر برای آزمون فرضیه های پژوهش استفاده شده است. بر این اساس برای بررسی محافظه کاری از مدل گیولی و هین و برای بررسی موجودی نقد و بازده غیر عادی سهام از مدل توسعه یافته فالکندر و وانگ استفاده شده است. در این تحقیق، مدل فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) به وسیله اضافه کردن شاخص محافظه کاری و متغیر تعاملی محافظه کاری و تغییر موجودی نقد، بسط داده شده است:

$$ABRET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta C_{i,t} + \beta_2 CON_{i,t} + \beta_3 \Delta C_{i,t} * CON_{i,t} + \beta_4 \Delta E_{i,t} + \beta_5 \Delta NCA_{i,t} + \beta_6 \Delta I_{i,t} + \beta_7 \Delta D_{i,t} + \beta_8 NF_{i,t} + \beta_9 LAGE_{i,t} + \beta_{10} LAGC_{i,t} + \beta_{11} LAGL_{i,t} + \beta_{12} \Delta C_{i,t} * LAGC_{i,t} + \beta_{13} \Delta C_{i,t} * LAGL_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

در مدل فوق:

ABRET: بازده غیرعادی سهام، ΔC : تغییر در موجودی نقد، CON: شاخص محافظه کاری، ΔE : تغییر در سود (زیان) قبل از مالیات، ΔNCA : تغییر در دارایی های غیرنقد، ΔI : تغییر در هزینه بهره، ΔD : تغییر در سود نقدی تقسیم شده، NF: خالص جریان های نقد حاصل از تامین مالی، LAGE: نسبت سود قبل از مالیات به ارزش بازار سهام، LAGC: نسبت موجودی نقد به ارزش بازار سهام، LAGL: اهرم مالی (نسبت بدهی به دارایی)، $\Delta C_{i,t} * LAGC_i$: متغیر تعاملی تغییر در موجودی نقد در نسبت موجودی نقد به ارزش بازار، $\Delta C_{i,t} * LAGL$: متغیر تعاملی تغییر در موجودی نقد در اهرم مالی، β_0 : مقدار ثابت (عرض از مبدا)، $\beta_1, \dots, \beta_{13}$: ضرایب رگرسیون و $\epsilon_{i,t}$: خطای پسماند مدل می باشد.

روش تحقیق

پژوهش حاضر از نظر طبقه بندی بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات کاربردی و جهت آن پس رویدادی می باشد. تحقیق کاربردی، توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. همچنین پژوهش حاضر، از نظر روش و ماهیت، از نوع توصیفی و همبستگی است. جامعه آماری شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در دوره زمانی ۵ ساله ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۲ می باشد و حجم نمونه با روش سیستماتیک ۱۴۰ شرکت برآورد گردید. پس از تدوین مدل نهایی و

انجام آزمون های مربوط به فروض رگرسیون کلاسیک و آزمون های انتخاب مدل، برآورد ضرایب متغیرها با استفاده داده های تلفیقی و روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی (EGLS) و نرم افزار 9 EViews انجام گرفت.

یافته های تحقیق

در این قسمت برای ورود به مرحله تجزیه و تحلیل اطلاعات، آماره توصیفی داده ها شامل شاخص های مرکزی، پراکندگی و انحراف از قرینگی محاسبه گردیده و نتایج در جدول زیر درج شده است.

جدول ۱- آماره توصیفی داده های تحقیق

متغیرها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
ABRET	۲/۶۱۱	۱/۹۳۸	۶/۸۶۱	-۳/۳۷۸	۲/۲۶۱	۴/۶۱۳	۳۶/۵۱۲
ΔC	۰/۰۱۷	۰/۰۰۹	۱/۷۰۴	-۰/۷۹۰	۰/۱۲۵	۴/۸۱۲	۵۴/۴۳۶
CON	-۰/۰۴۲	-۰/۰۳۹	۱/۱۵۶	-۰/۷۸۱	۰/۱۸۲	-۱/۲۱۶	۱۸/۰۹۳
ΔE	۰/۰۱۷	۰/۰۲۸	۳/۵۴۱	-۲/۰۳۷	۰/۵۱۱	-۰/۷۲۹	۳۸/۲۱۷
ΔNCA	۰/۱۸۷	۰/۱۴۴	۴/۰۲۶	-۴/۰۶۱	۰/۸۹۴	۰/۲۱۱	۲۴/۰۵۴
ΔI	۰/۰۳۲	۰/۰۰۶	۱/۶۵۱	-۰/۷۱۳	۰/۰۸۸	۳/۰۹۷	۷۸/۱۶۵
ΔD	-۰/۰۱۱	۰/۰۰۰	۰/۰۴۱	-۰/۰۴۸	۰/۰۰۸	-۱/۵۸۷	۳۵/۸۹۳
NF	۰/۰۹۳	۰/۰۶۷	۴/۱۶۵	-۳/۰۵۴	۰/۴۸۷	۰/۸۹۲	۳۲/۶۱۳
LAGE	۰/۱۹۱	۰/۱۷۶	۱/۵۴۶	-۱/۷۱۲	۰/۳۹۸	۲/۸۱۶	۲۴/۸۲۴
LAGC	۰/۰۸۳	۰/۰۶۵	۱/۲۳۷	۰/۰۰۴	۰/۰۳۱	۴/۵۱۹	۴۷/۰۳۴
LAGL	۰/۶۵۷	۰/۶۹۸	۲/۶۴۶	۰/۱۶۵	۰/۱۸۹	-۲/۰۳۲	۲۲/۲۱۸

جدول مزبور آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می دهد. همان گونه که مشاهده می شود، ضریب چولگی در رابطه با کلیه متغیرهای پژوهش بجز CON، ΔD ، ΔE ، LAGL مثبت می باشد، این موضوع حاکی از وجود چوله به راست و تمایل متغیرها به مقادیر کوچکتر است. همچنین مثبت بودن ضرایب کشیدگی، حکایت از این مطلب دارد که توزیع متغیرها از توزیع نرمال بلندتر بوده و داده ها حول میانگین متمرکز شده است. همچنین مثبت بودن ضرایب کشیدگی، حکایت از این مطلب دارد که از توزیع نرمال بلندتر بوده و داده ها حول میانگین متمرکز شده است.

برای مقایسه مدل های اثرات ثابت و اثرات تصادفی از نظر قدرت توضیح دهنده گی، از آزمون هاسمن استفاده می شود فرض صفر در آزمون هاسمن، مناسب بودن مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل رگرسیونی می باشد و در مقابل فرض صفر، مدل اثرات ثابت تایید می گردد. بر اساس نتایج جدول زیر و با توجه به اینکه احتمال آماره آزمون کمتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر رد شده و مدل اثرات ثابت تایید می گردد.

جدول ۲- نتایج آزمون هاسمن

مدل های مورد آزمون	آماره	مقدار	P-Value	نتیجه آزمون
مدل پژوهش	کای دو	۷۸/۰۴۳	۰/۰۰۰	اثرات ثابت

جدول زیر نتایج حاصل از آزمون نرمالیت پسماند مدل های پژوهش را نشان می دهد. با توجه به اینکه p-value آزمون جارك برا، بزرگتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه فرضیه H_0 مبنی بر نرمال بودن جملات خطا در مدل های مذکور پذیرفته می شود.

جدول ۳- نتایج آزمون نرمال بودن خطای پسماند

فرضیه	روش	مقدار	احتمال
مدل پژوهش	Jarque-Bera	۴/۶۴۱	۰/۱۹۳

به منظور اطمینان از نتایج پژوهش و ساختگی نبودن روابط موجود در رگرسیون و معنی دار بودن متغیرها اقدام به انجام آزمون مانایی و محاسبه ریشه واحد متغیرهای پژوهش گردید.

جدول ۴- آزمون ریشه واحد برای متغیرها (آزمون مانایی)

متغیر	روش آزمون							
	لوین، لین و چو **		ایم، پسران و شین		فیشر-دیکی فولر		فیشر-فیلیپس-پرون	
	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال
ABRET	-۱۵/۲۴۲	۰/۰۰۰	-۱/۸۸۱	۰/۰۱۷۵	۱۷۲/۸۸	۰/۰۳۰۵	۲۴۹/۵۳	۰/۰۰۰
ΔC	-۱۸/۴۳۵	۰/۰۰۰	-۷/۱۰۱	۰/۰۰۰	۲۳۵/۳۰۲	۰/۰۰۰	۲۷۵/۸۳۱	۰/۰۰۰
CON	-۶۷/۶۵۸	۰/۰۰۰	-۱۷/۹۸۱	۰/۰۰۰	۳۶۳/۲۳۵	۰/۰۰۰	۴۵۱/۵۹۰	۰/۰۰۰
ΔE	-۱۶/۲۷۰	۰/۰۰۰	-۳/۶۱۵	۰/۰۰۱۱	۲۰۴/۹۷	۰/۰۰۰۴	۲۵۴/۴۳	۰/۰۰۰
ΔNCA	-۲۴/۰۵۶	۰/۰۰۰	-۱۷۳/۱۰۷	۰/۰۰۰۱	۲۸۵/۷۴	۰/۰۰۰	۳۳۵/۸۵	۰/۰۰۰
ΔI	-۱۱/۲۵۰	۰/۰۰۰	-۴/۱۲۱	۰/۰۰۰	۱۵۹/۸۰	۰/۰۰۰	۱۶۶/۶۱	۰/۰۰۰
ΔD	-۶/۴۵۳	۰/۰۰۰	-۲/۷۶۱	۰/۰۰۰	۵۰/۰۳۰	۰/۰۰۰	۴۱/۴۲۱	۰/۰۰۰
NF	-۲۶/۹۵۹	۰/۰۰۰	-۱۲/۴۵۸	۰/۰۰۰	۴۱۰/۶۳۴	۰/۰۰۰	۴۸۱/۹۱۰	۰/۰۰۰
LAGE	-۸/۵۲۳	۰/۰۰۰	-۱۱/۵۳۹	۰/۰۰۰	۳۶۷/۴۱۱	۰/۰۰۰	۴۵۷/۰۷	۰/۰۰۰
LAGC	-۱۱/۲۵۰	۰/۰۰۰	-۴/۱۲۱	۰/۰۰۰	۱۵۹/۸۰	۰/۰۰۰	۱۶۶/۶۱	۰/۰۰۰
LAGL	-۳۶/۶۳۳	۰/۰۰۰	-۲۰/۳۷۹	۰/۰۰۰	۱۸۰/۸۵	۰/۰۱۲۸	۲۳۳/۴۸	۰/۰۰۰

آزمون مزبور با استفاده از نرم افزار Eviews8 و روش های آزمون لوین، لین و چو (۲۰۰۲)، آزمون ایم، پران و شین (۲۰۰۳)، آزمون ریشه واحد فیشر - دیکی فولر تعمیم یافته و آزمون ریشه واحد فیشر - فلیس پرون (۱۹۹۴) انجام گردید. در آزمون ریشه واحد فرضیه صفر بیانگر وجود ریشه واحد بوده و در صورتیکه احتمال جدول کوچکتر از ۰/۰۵ باشد به احتمال ۹۵ درصد فرضیه صفر پذیرفته نمی شود. نتایج حاصل از آزمون مانایی نشان می دهد که متغیرهای پژوهش با همه روشها مانا می باشد. باتوجه به نتایج بدست آمده فرضیه ی صفر مبنی بر ریشه واحد داشتن متغیرها پذیرفته نمی شود.

آزمون فرضیه های پژوهش

همانگونه که قبلا تشریح شد، هدف پژوهش حاضر بررسی محافظه کاری غیرشرطی و مقدار وجه نقد نگهداری شده بر بازده غیرعادی سهام است. برای آزمون فرضیه های اول و دوم پژوهش از مدل ارائه شده در فصل سوم استفاده شده است. بر اساس این دو فرضیه، بین موجودی نقد و همچنین محافظه کاری حسابداری با بازده غیر عادی رابطه معنی داری وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون مدل مزبور با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی (EGLS) در جداول زیر ارائه گردیده است.

جدول ۵- نتایج آزمون فرضیه های اول و دوم

$ABRET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta C_{i,t} + \beta_2 CON_{i,t} + \beta_3 \Delta C_{i,t} * CON_{i,t} + \beta_4 \Delta E_{i,t} + \beta_5 \Delta NCA_{i,t} + \beta_6 \Delta I_{i,t} + \beta_7 \Delta D_{i,t} + \beta_8 NF_{i,t} + \beta_9 LAGE_{i,t} + \beta_{10} LAGC_{i,t} + \beta_{11} LAGL_{i,t} + \beta_{12} \Delta C_{i,t} * LAGC_{i,t} + \beta_{13} \Delta C_{i,t} * LAGL_{i,t} + \epsilon_{i,t}$				
متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره t	P-value
C	۰/۰۳۲	۰/۰۰۴	۷/۵۴۶	۰/۰۰۰
ΔC	۰/۸۱۲	۰/۳۹۳	۲/۰۶۴	۰/۰۳۹
CON	-۰/۰۱۱	۰/۰۰۴	-۲/۲۱۶	۰/۰۲۷
$\Delta C * CON$	۰/۴۲۳	۰/۱۱۷	۳/۵۹۱	۰/۰۰۰
ΔE	۰/۰۷۶	۰/۰۴۱	۱/۸۳۶	۰/۰۶۷
ΔNCA	۰/۱۴۹	۰/۰۵۹	۲/۵۲۲	۰/۰۱۱
ΔI	-۱/۴۱۲	۰/۳۶۵	-۳/۸۵۸	۰/۰۰۰
ΔD	۲/۱۶۱	۰/۴۴۷	۴/۸۳۴	۰/۰۰۰
NF	-۰/۰۹۱	۰/۰۳۹	-۲/۲۸۳	۰/۰۲۳

۰/۰۴۸	۱/۹۷۹	۰/۰۸۶	۰/۱۷۱	LAGE
۰/۰۰۲	۳/۰۸۰	۰/۶۲۰	۰/۱۹۱	LAGC
۰/۰۲۰	-۲/۸۸۱	۰/۴۳۲	-۱/۲۴۶	LAGL
۰/۰۲۶	-۲/۲۲۷	۰/۲۱۸	-۰/۴۸۷	$\Delta C * LAGC$
۰/۰۰۸	-۲/۶۶۵	۰/۱۴۸	-۰/۳۹۷	$\Delta C * LAGL$
۰/۵۶۷	ضریب تعیین		۲۱/۹۸۷ (۰/۰۰۰)	(احتمال) F آماره
۰/۵۳۱	ضریب تعیین تعدیل شده		۲/۲۱۳	آماره دورین – واتسون
منبع: محاسبات محقق				

شاخص نیکویی برازش مدل یعنی مقدار آماره F در سطح اطمینان ۹۹ درصد، معنی دار بوده و حاکی از معنی داری و برازش خوب مدل می باشد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده مدل ۵۳ درصد است. این عدد بیانگر آن است که ۵۳ درصد تغییرات متغیر وابسته (بازده غیرعادی) توسط متغیرهای توضیحی، تبیین شده است. در نهایت آماره دورین - واتسون نشان از عدم وجود خودهمبستگی مرتبه اول در بین خطاها دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های اول و دوم تحقیق نشان می دهد که افزایش موجودی نقد منجر به افزایش بازده غیرعادی سهام می شود، بر این اساس با توجه به ضریب متغیر ΔC که معادل ۰/۸۱۲ می باشد، می توان ادعا نمود که بین موجودی نقد و بازده غیرعادی سهام رابطه مستقیم و معنی داری وجود دارد (تایید فرضیه اول). این موضوع به این معنی است که افزایش یک درصدی در نسبت موجودی نقد به ارزش بازار سهام، می تواند افزایش ۸۱ صدم درصدی در بازده غیرعادی را ایجاد کند.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم، با توجه به ضریب متغیر محافظه کاری که معادل -۰/۰۱۱- می باشد، نشان دهنده وجود رابطه منفی و معنی دار بین محافظه کاری و بازده غیرعادی سهام می باشد (تایید فرضیه دوم). این موضوع به این معنی است که با افزایش محافظه کاری، بازده غیرعادی سهام کاهش می یابد.

فرضیه سوم پژوهش عنوان می کند که محافظه کاری، ارزش بازار یک ریال اضافی در وجه نقد نگهداری شده را افزایش می دهد. به منظور آزمون فرضیه مزبور، لازم است ارزش نهایی یک ریال وجه نقد قبل از دخالت دادن عامل محافظه کاری (حالت ۱) و بعد از دخالت دادن عامل مزبور (حالت ۲) محاسبه شود. انتظار این است که محافظه کاری باعث افزایش ارزش نهایی یک ریال وجه نقد شود. بر این اساس لازم است نتایج حاصل از برازش مدل پژوهش بدون در نظر گرفتن عامل محافظه کاری نیز ارائه شود (جدول ۶)

بر مبنای نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش و با استفاده از مدل مدل لویس و ارکان (۲۰۱۲)، می توان ادعا نمود که ارزش نهایی یک ریال تغییر در وجه نقد نگهداری شده، در نتیجه دخالت دادن عامل محافظه کاری افزایش پیدا می کند:

$$MV = \beta_1 + (\beta_{12} \times LAGC) + (\beta_{13} \times LAGL)$$

= ارزش نهایی یک ریال تغییر در وجوه نقد(حالت ۱)

$$0/764 + (-0/612 \times 0/083) + (-0/518 \times 0/657) = 0/373$$

= ارزش نهایی یک ریال تغییر در وجوه نقد(حالت ۲)

$$0/812 + (-0/487 \times 0/083) + (-0/397 \times 0/657) = 0/511$$

همچنین با توجه به رابطه ۷ و نتایج به دست آمده، می توان ادعا نمود که با افزایش متغیر LAGC (نسبت موجودی نقد به ارزش بازار سهام ابتدای سال) و نیز متغیر LAGL (متغیر وقفه ای اهرم مالی بازار)، ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده (MV) کاهش می یابد. بنابراین به نظر می رسد که عامل محافظه کاری سبب تعدیل اثرات کاهنده دو عامل فوق بر ارزش بازار وجه نقد شود (لحاظ کردن متغیر محافظه کاری باعث افزایش ارزش نهایی وجه نقد از ۳۷ درصد ریال به ۵۱ درصد شده است)

جدول ۶-آزمون مدل - بدون دخالت دادن عامل محافظه کاری

$ABRET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta C_{i,t} + \beta_4 \Delta E_{i,t} + \beta_5 \Delta NCA_{i,t} + \beta_6 \Delta I_{i,t} + \beta_7 \Delta D_{i,t} + \beta_8 NF_{i,t} + \beta_9 LAGE_{i,t} + \beta_{10} LAGC_{i,t} + \beta_{11} LAGL_{i,t} + \beta_{12} \Delta C_{i,t} * LAGC_{i,t} + \beta_{13} \Delta C_{i,t} * LAGL_{i,t} + \epsilon_{i,t}$				
متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره t	P-value
C	۰/۰۳۸	۰/۰۰۷	۵/۴۱۷	۰/۰۰۰
ΔC	۰/۷۶۴	۰/۲۱۶	۳/۵۲۸	۰/۰۰۰
ΔE	۰/۰۸۱	۰/۰۴۷	۱/۷۱۴	۰/۰۸۷
ΔNCA	۰/۱۳۲	۰/۰۵۳	۲/۴۵۷	۰/۰۱۴
ΔI	-۱/۳۹۸	۰/۴۶۹	-۲/۹۷۶	۰/۰۰۲
ΔD	۲/۲۳۱	۰/۸۸۴	۲/۵۲۲	۰/۰۱۱
NF	-۰/۰۵۱	۰/۰۱۲	-۴/۰۲۹	۰/۰۰۰
LAGE	۰/۱۸۲	۰/۰۶۹	۲/۶۱۹	۰/۰۰۹
LAGC	۰/۱۷۱	۰/۰۷۴	۲/۲۸۳	۰/۰۲۳
LAGL	-۰/۰۶۹	۰/۰۱۷	-۳/۹۳۴	۰/۰۰۰
$\Delta C * LAGC$	-۰/۰۶۱۲	۰/۲۶۰	-۲/۳۴۶	۰/۰۱۹
$\Delta C * LAGL$	-۰/۰۵۱۸	۰/۱۷۸	-۲/۹۱۰	۰/۰۰۳
(احتمال) F آماره	۲۰/۵۱۷ (۰/۰۰۰)	ضریب تعیین	۰/۵۲۶	
آماره دوربین - واتسون	۱/۸۹۴	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۷۰	
منبع: محاسبات محقق				

این موضوع می تواند با تکیه بر تئوری نمایندگی و کاهش تضاد منافع بین سهامداران و مدیران توجیه شود. به این معنی که محافظه کاری نقش اطلاعاتی داشته و انگیزه مدیران در دستکاری اطلاعات حسابداری را تقلیل و هزینه های نمایندگی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می دهد. کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و در نهایت افزایش کیفیت اطلاعات به نوبه خود می تواند زمینه ساز افزایش کارایی و جوه نقد و استفاده موثر از آن شود. همچنین محافظه کاری می تواند انگیزه اضافی برای اتخاذ تصمیمات کارای سرمایه گذاری ایجاد کرده و نظارت بر تصمیمات سرمایه گذاری مدیریت را تسهیل نموده و در نهایت باعث بهبود ارزش نهایی وجه نقد می شود (لوپس و ارکان، ۲۰۱۲). با توجه به مطالب فوق، می توان ادعا نمود که فرضیه سوم پژوهش نیز قابل تایید می باشد.

جدول ۶- خلاصه نتایج آزمون فرضیات

نتیجه	فرضیه ها
تأیید	فرضیه اول. بین موجودی نقد نگهداری شده و بازده غیر عادی سهام رابطه معناداری وجود ندارد.
تأیید	فرضیه دوم. بین محافظه کاری و بازده غیر عادی سهام رابطه معناداری وجود ندارد.
تأیید	فرضیه سوم. محافظه کاری، ارزش بازار یک ریال اضافی در وجه نقد نگهداری شده را افزایش می دهد.

بحث و نتیجه گیری

نتایج آماری بدست آمده سه فرضیه پژوهش را در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید کرده و بیان می کند که افزایش موجودی نقد منجر به افزایش بازده غیرعادی سهام می شود. همچنین نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نشان دهنده وجود رابطه منفی و معنی دار بین محافظه کاری و بازده غیرعادی سهام می باشد. در عین حال نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها نشان می دهد که ارزش نهایی یک ریال تغییر در وجه نقد نگهداری شده، در نتیجه دخالت دادن عامل محافظه کاری افزایش پیدا می کند. همچنین طبق نتایج به دست آمده، می توان ادعا نمود که افزایش میزان جوه نقد و نیز اهرم مالی، باعث کاهش ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده می شود. با این وجود به نظر می رسد که عامل محافظه کاری سبب تعدیل اثرات کاهنده دو عامل فوق بر ارزش بازار وجه نقد شود. این موضوع می تواند با تکیه بر تئوری نمایندگی و کاهش تضاد منافع بین سهامداران و مدیران توجیه شود. به این معنی که محافظه کاری نقش اطلاعاتی داشته و انگیزه مدیران در دستکاری اطلاعات حسابداری را تقلیل و هزینه های نمایندگی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می دهد. کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و در نهایت افزایش کیفیت اطلاعات به نوبه خود می تواند زمینه ساز افزایش کارایی و جوه نقد و استفاده موثر از آن شود. همچنین محافظه کاری می تواند انگیزه اضافی برای اتخاذ تصمیمات کارای

سرمایه گذاری ایجاد کرده و نظارت بر تصمیمات سرمایه گذاری مدیریت را تسهیل نموده و در نهایت باعث بهبود ارزش نهایی وجه نقد می شود.

نتایج این تحقیق در رابطه با وجود رابطه معنی دار بین موجودی نقد و بازده غیرعادی سهام با نتایج تحقیق پالازو (۲۰۱۱) و سی موتین (۲۰۱۱) مطابقت می کند. همچنین رحیمیان و همکاران در سال ۱۳۹۱ نشان دادند که نقدینگی زیاد، موجب افزایش توان رقابتی شرکت در به دست آوردن پروژه های سرمایه گذاری با بازده (و البته ریسک) بالاتر و جلب توجه سرمایه گذاران بالقوه و در نهایت کسب بازده بیشتر سهام می شود. به عبارت دیگر، شرکت هایی که وجه نقد بیشتری نگهداری می کنند، نسبت به سایر شرکتها بازده سهام بیشتری نیز دارند. همچنین نتایج کار در رابطه با فرضیه دوم تحقیق (وجود رابطه منفی بین محافظه کاری و بازده غیرعادی) در مطابقت با نتایج تحقیق بولو و همکاران (۱۳۹۳)، می باشد. نتایج تحقیق در رابطه با فرضیه سوم نیز در مطابقت با نتایج تحقیق لوئیس و همکاران^۱ (۲۰۱۲) و فالكندر و وانگ (۲۰۰۶) می باشد.

با توجه به کارکرد مهم محافظه کاری که منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، سهولت دسترسی به منابع خارجی و عدم انباشت بیش از اندازه وجه نقد در شرکت ها شده، و در نهایت به بهبود ارزش نهایی وجه نقد و تقویت رابطه بین وجوه نقد نگهداری شده و بازده غیرعادی سهام می انجامد، به شرکت ها و نیز نهادهای تدوین کننده استانداردهای حسابداری توصیه می شود که به مفاهیم محافظه کاری اهمیت بیشتری داده و نهادهای ناظر نیز بر استفاده از مفاهیم مزبور در گزارش های مالی توجه بیشتری اعمال نمایند. علاوه بر این، با در نظر گرفتن نتایج می توان به مدیران و حسابداران توصیه کرد که در هنگام تهیه صورتهای مالی، مقدار محافظه کاری به کار رفته در صورتهای مالی را به نحو مناسبی و با دقت تعیین کنند. افزون بر این، با توجه به اینکه تعیین سطح مطلوب محافظه کاری دشوار و غیر ممکن است، سازمانهای تدوین کننده استاندارد باید در جهت نزدیک شدن به این سطح مطلوب تلاش کنند.

منابع و مآخذ

- آذر، عادل و منصور مومنی (۱۳۸۷). آمار و کاربرد آن در مدیریت، جلد اول و دوم، چاپ چهاردهم. تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاهها (سمت).
- اسلامی بیدگلی، غلامرضا و هاشم نیکومرام و بهمن بنی مهد و نیلوفر میر سپاسی (۱۳۹۰). محافظه کاری حسابداری و بحران مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. شماره نهم بهار ۱۳۹۰. صص ۱۴۶-۱۲۵.
- بولو، قاسم؛ باباجانی، جعفر و محسنی ملکی، بهرام (۱۳۹۱). رابطه بین وجه نقد بیشتر و کمتر از حد بهینه، با عملکرد آینده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش حسابداری، ۳(۱۱): ۲۹-۷.

¹ Louis, Sun, Urcan

شورورزی، محمدرضا و محسن مرادی و علی رستمی(۱۳۹۱). رابطه اقلام تعهدی اختیاری و محافظه کاری حسابداری. صص ۲۴-۱.

فخاری، حسین و خدیجه عرب(۱۴۰۱). مطالعه رابطه محافظه کاری با انعطاف پذیری در مدیریت وجوه نقد. مجله تحقیقات حسابداری و حسابرسی. صص ۱۹-۱.

قائم، محمد حسین و سید مصطفی علوی(۱۳۹۱). رابطه بین شفافیت اطلاعات حسابداری و موجودی نقد. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت. سال پنجم. شماره دوازدهم. بهار ۱۳۹۱. صص ۷۸-۶۷.

Faulkender, Michael and Rong Wang(2006). Corporate Financial policy and the value of cash. THE JOURNAL OF FINANCE, VOL. LXL, NO. 4. AUGUST 2006. P 1957-1990.

Garcia-Teruel, P. J., P. Matinez-Solano, J. P. Sanchez-Ballesta(2009). Accruals quality and corporate cash holding, JOURNAL OF ACCOUNTING AND FINANCE, VOL 49, PP. 95-115.

Jani, Elion and Martin Hoesli and Andre Bender (2004). Corporate cash holding and agency conflicts. Working Paper. PP. 1-30.

Louis, Henock and Amy Sun and Oktay Urcan(2015). Value of cash holding and accounting conservatism. PP.1-39.

Ozkan, Aydin and Neslihan Ozkan(2004). Corporate cash holding: An empirical investigation of UK companies, JOURNAL OF BANKING AND FINANCE 28. PP. 2103-2134.

Peak, Wonsun and Lucy Huajing Chen, Heibatollah Sami(2017). Accounting conservatism earning persistence and pricing multiples on eraning. Working Paper. PP.1-34.

The effect of conservatism and retained cash on abnormal stock returns

Masoumeh Pour Rajabi Chahardah¹

Abstract

The main objective of this study is to investigate the effect of conservatism and retained cash on abnormal stock returns. The statistical sample of the study consists of 140 companies that were selected from among the companies listed on the Tehran Stock Exchange during the period 1397 to 1402. In the present study, the validity of the research hypotheses was examined using mixed data and the generalized least squares method. The findings of the study indicate that an increase in cash balance leads to an increase in abnormal stock returns, while conservatism reduces them. At the same time, the results also indicate that an increase in the intervening variables of cash balance and market leverage leads to a decrease in the market value of cash held, but by entering the conservatism factor into the model, the reducing effects of the above two factors on the market value of cash are adjusted, and as a result, the final value of a rial change in cash held increases as a result of the inclusion of the conservatism factor.

Keywords

Abnormal returns, cash balance, accounting conservatism, final value of cash

¹ Bachelor of Financial Accounting.