

## هزینه نمایندگی، جریان وجه نقد آزاد و محافظه کاری

عاطفه قاسمی \*

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۲/۲۵ تاریخ چاپ: ۱۴۰۰/۰۳/۰۹

### چکیده

محافظه کاری با تأثیرگذاری بر میزان سود تقسیمی، سبب کارا تر شدن قراردادهای ضمنی منعقد شده بین گروه‌های ذینفع در واحد تجاری، به ویژه بین سهامداران و اعتباردهندگان، می‌گردد. با توجه به تئوری تضاد منافع بین مدیران و مالکان، ممکن است برخی از مدیران و ادار شوند جریان های نقد آزاد را در پروژه های با ارزش فعلی خالص منفی سرمایه گذاری کنند تا در کوتاه مدت برخی از منافع شخصی خود را تأمین نمایند. در این تحقیق به بررسی ارتباط بین هزینه نمایندگی، جریان وجه نقد آزاد و محافظه کاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. این تحقیق به روش توصیفی - همبستگی انجام شده و از نوع تحقیقات کاربردی است. جامعه آماری تحقیق را کلیه شرکت های پذیرفته شده در صنعت دارویی بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ تشکیل می دهند که تعداد ۱۳۱ شرکت در تمام طول دوره تحقیق در بازار بورس فعال بوده و مورد مطالعه قرار گرفته اند. داده های تحقیق از صورت های مالی شرکت ها استخراج گردیده و با استفاده از مدل های رگرسیونی به روش داده های ترکیبی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. یافته های تحقیق حاکی از وجود ارتباط معنادار بین هزینه های نمایندگی و جریان وجه نقد آزاد با محافظه کاری دارد؛ و همچنین جریان وجه نقد آزاد بر رابطه بین هزینه های نمایندگی و محافظه کاری تأثیر دارد.

### واژه های کلیدی

هزینه نمایندگی، جریان وجه نقد آزاد، محافظه کاری

۱. دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه مازندران

### مقدمه. بیان مسئله. پیشینه تحقیق

تحقیقات اثباتی حسابداری، سعی دارد تا ارتباطات رفتاری را در حسابداری بیان کند. تحقیقات مزبور، تحقیقاتی تجربی و مشاهده ای هستند که کوشش می کنند تا پاسخی برای این سؤال بیابند که چرا هیئت های تدوین استاندارد، روش خاصی را انتخاب می کنند، یا چرا مدیریت شرکت ها روش معینی را از میان روش های پذیرفته شده حسابداری برمی گزینند. فرضیه بازار کارآمد، نمی تواند پاسخی برای پرسش هایی نظیر پرسش های مذکور داشته باشد؛ زیرا بازار تنها می تواند اثر افشای اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام را نشان دهد و نمی تواند توضیح دهد که چرا مدیران شرکت ها از میان روش های مختلف حسابداری، تنها روش موردنظر را انتخاب می نمایند. توجیه رفتار مدیران تنها از عهده تئوری اثباتی حسابداری برمی آید. دودسته از تئوری هایی که در زمره تحقیقات اثباتی حسابداری، قرار میگیرند، یکی تئوری قرارداد و دیگری تئوری نمایندگی است (بنی مهد، ۱۳۸۹).

بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران به عنوان نمایندگان سهامداران، ممکن است به گونه ای عمل نمایند یا تصمیماتی را اتخاذ نمایند که الزاماً موجب به حداکثر رساندن ثروت سهامداران نگردد. تئوری نمایندگی، هزینه هایی را به عنوان هزینه های مرتبط با اهداف متفاوت بین نمایندگان (مدیران) و مالکان (سهامداران) تعریف می کند. هزینه های نمایندگی، به طور ذاتی زمانی ایجاد میشود که مدیران، منابع سازمانی را به جای حداکثر کردن ثروت سهامداران، در جهت منافع خود به کار گیرد. در واقع، این هزینه ها ناشی از تضاد منافع بین مدیران و سهامداران شرکت است. عدم تقارن اطلاعاتی، بدان معنی که مدیران در مقایسه با سهامداران اطلاعات بهتر یا بیشتری در اختیار دارند، علت اصلی تضاد منافع است (جبار زاده لنگرلویی و بایزیدی، ۲۰۱۰).

تحقیقات اخیر، منافع گزارشگری محافظه کارانه را در کم کردن مشکلات نمایندگی، شناسایی نموده اند. این تحقیقات دریافته اند که گزارشگری محافظه کارانه، می تواند کاهش ارزش مرتبط با نگهداشت وجه نقد زیاد را از طریق تشویق به استفاده کاراتر از وجه نقد کمتر کند (لوئیس و همکاران، ۲۰۱۲) و به سرمایه گذاران، از طریق تصمیمات سرمایه گذاری کاراتر منفعت برساند (احمد و دولمان، ۲۰۱۱). اگر سهامداران، مزایای محافظه کاری را درک کنند، احتمالاً در زمان وجود هزینه های نمایندگی ناشی از جریان های نقد آزاد، تقاضای گزارشگری محافظه کارانه تری را می نمایند (هایونگها، ۲۰۱۱).

یکی از مهمترین منابع اطلاعاتی که سرمایه گذاران و دیگر مشارکت کنندگان بازار سرمایه می توانند از آن برای برطرف کردن نیاز اطلاعاتی خود بهره جویند، اطلاعات تهیه شده در سیستم حسابداری است. چنین نیازی در حسابداری منجر به وجود دیدگاهی تحت عنوان سودمندی اطلاعات منظر تصمیم گیری (در مقابل دیدگاه مبتنی بر پاسخگویی) شد. سودمند بودن اطلاعات حسابداری برای تصمیم گیری بارها و بارها توسط محققین به بوته آزمایش گذارده شد. بال و براون (۱۹۶۸) نخستین شواهد و مدارک را در این باره ارائه نمودند؛ اما همواره این مسئله که تا چه حد این اطلاعات از نظر کیفی واجد شرایط (مفید برای تصمیم گیری) است و یا اینکه تا چه حد سرمایه گذاران و سایر استفاده کنندگان از اطلاعات حسابداری می توانند به این اطلاعات تکیه کنند، مسئله مهم و قابل بحث می باشد. برای

داشتن چنین خصوصیتی علاوه بر شناسایی اطلاعات مفید از نظر سرمایه گذاران (محتوای اطلاعات) و نحوه ارائه این اطلاعات به آنان، باید به تهیه کنندگان این اطلاعات و منافع و انگیزه هایی که آنها در تهیه این اطلاعات می توانند داشته باشند، توجه شود. در همین راستا گاهی مدیران برای حفظ منافع شخصی (مانند قراردادهای پاداش خود) و یا حفظ منافع شرکت (نظیر غرامت های سنگین قراردادهای وام) سعی در بالا نشان دادن عملکرد شرکت دارند، یک روش پر کاربرد توسط مدیریت برای رسیدن به این هدف از طریق به تعویق انداختن شناسایی اخبار بد در مقابل تسریع در انتشار اخبار خوب می باشد؛ اما همواره یک سطح نهایی برای انباشته ساختن اخبار بد در شرکت وجود دارد. انجمن حرفه ای حسابداری همواره برای کنترل چنین انگیزه هایی، راهکارهای خاصی را مدنظر قرار می دهند.

یکی از این راهکارها، وارد کردن محافظه کاری در حسابداری به عنوان یک طرز تفکر و عامل کنترلی می باشد. همواره محافظه کاری حسابداری توجه محققین بیشماری را به خود معطوف داشته است و موافقان و مخالفان زیادی در مورد وجود یا عدم وجود منافع و مزایای حاصل از آن در پی داشته است. محافظه کاری به عنوان تمایل حسابداران جهت نیاز به درجه بالاتری از تأیید پذیری برای شناسایی اخبار خوب نسبت به اخبار بد معرفی میشود. این بدان معنی است که محافظه کاری موجب میگردد واکنش نسبت به اخبار بد به هنگام تر از واکنش نسبت به اخبار خوب باشد. نخعی و احمدپور (۱۳۹۹) به تأثیر ساختار هیات مدیره و حاکمیت شرکتی بر معیارهای عملکرد و محافظه کاری غیرشرطی شرکت های ایرانی طی سال های ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۸ متشکل از ۱۳۶ شرکت پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که ساختار هیات مدیره بر نسبت کیوتوین تأثیر مثبت داشته و برای سایر متغیرها معنی دار نمی باشد. حاکمیت شرکتی نیز بر معیارهای سود تقسیمی، نرخ بازده دارایی ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و محافظه کاری غیرشرطی تأثیر مثبت دارد، لکن برای نسبت کیوتوین و بازده سهام معنی دار نیست. سعادت و پاک مرام (۱۳۹۸) تأثیر جریان های نقد آزاد، استقلال هیات مدیره و تمرکز مالکیت نهادی شرکت ها بر سطح سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دادند. در این راستا تعداد ۱۱۰ شرکت با روش نمونه گیری حذفی برای دوره زمانی ۱۳۸۹-۱۳۹۵ انتخاب گردید. از روش داده های ترکیبی برای آزمون فرضیه های پژوهش استفاده گردید. نتایج آن ها نشان داد که جریان های نقد آزاد تأثیر مثبت و معنی داری بر سطح سرمایه گذاری دارد در حالی که استقلال هیات مدیره و تمرکز مالکیت نهادی تأثیر منفی و معنی داری بر سرمایه گذاری دارد؛ بنابراین افزایش مالکیت اعضای خانواده هیات مدیره به عنوان یک سازوکار کنترلی می تواند از دسترسی بیش از حد مدیران به جریان های نقد آزاد، بکاهد. حاجیان نژاد و دانش سرارودی (۱۳۹۸) تأثیر هزینه نمایندگی و نقدشوندگی بر اجتناب مالیاتی از طریق سودآوری را بررسی کردند. نتایج نشان داد سودآوری، قابلیت تبیین هر یک از متغیرهای نقدشوندگی و هزینه نمایندگی را به عنوان متغیر درونزا دارد و با توجه به نتایج معادلات همزمان، نقدشوندگی بر اجتناب مالیاتی، تأثیر منفی و هزینه نمایندگی بر اجتناب مالیاتی، تأثیر مثبت داشته است. ایزدینیا و طباطبایی (۱۳۹۴) در تحقیقی تأثیر وجه نقد مازاد بر اثرگذاری محافظه کاری حسابداری بر پرداخت سود سهام مورد مطالعه قرار دادند. نتایج پژوهش نشان می دهد که محافظه کاری بر پرداخت سود سهام در شرکت های با وجه نقد مازاد در سطح بالا تأثیر منفی و معنیداری دارد؛ اما در شرکت های با

وجه نقد مازاد در سطح پایین، محافظه کاری تأثیر معنی داری بر پرداخت سود سهام ندارد، همچنین وجه نقد مازاد در سطح بالا، بر میزان اثرگذاری محافظه کاری بر پرداخت سود سهام تأثیر معنی داری دارد. زلّی و بیات (۱۳۹۴) در تحقیقی نقش دیدگاه حسابداری محافظه کاری در مدیریت نقدینگی موردبررسی قراردادند، شواهد تجربی حاکی از آن است که ارتباط معناداری بین محافظه کاری و مدیریت نقدینگی وجود دارد. همچنین بین محافظه کاری در حسابداری و گرایش به پسانداز رابطه منفی و معنادار مشاهده گردید. با توجه به نتایج تحقیق میتوان اظهار داشت هر چه میزان محافظه کاری افزایش یابد وجه نقد در دسترس شرکت ها کاهش می یابد به عبارتی دیدگاه سیستم اطلاعاتی تأیید می گردد.

لین و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۸) به بررسی ارتباط بین ارزش وجه نقد و محافظه کاری حسابداری در شرکت های تایوان پرداختند. نتایج آن ها مطابق با یافته های لوئیز و همکاران (۲۰۱۲)، نتایج ما نشان داد که محافظه کاری حسابداری باعث افزایش ارزش دارایی های نقدی شده است. ویگو و همکاران (۲۰۱۶) در تحقیقی محافظه کاری و تأمین مالی بدهی در برابر حقوق صاحبان سهام را موردبررسی قرار دادند. نتایج یافته ها حاکی از اثر مثبت محافظه کاری بر روی تأمین مالی از طریق سهام و اثر منفی آن بر روی بدهی است. در واقع محافظه کاری عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سهامداران را نسبت به عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و اعتباردهندگان، بیشتر کاهش می دهد. گریس لی و استیل (۲۰۱۵) در تحقیقی ساختار بدهی و محافظه کاری مشروط را بررسی کردند. نتایج با توجه به ویژگی های بدهی با تغییر سطح محافظه کاری همراه بوده است. بر اساس شواهد آنها تئوری قرارداد لینکی بین ساختار بدهی و محافظه کاری برقرار خواهد کرد؛ بنابراین هر کدام از ویژگی های بدهی باعث تغییرات متفاوت در محافظه کاری می شوند. همچنین شواهد نشان می دهد که نسبت بدهی تأثیر معنادار و منفی بر محافظه کاری مشروط دارد.

### فرضیه های تحقیق

فرضیه اول: بین هزینه های نمایندگی و محافظه کاری ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین جریان وجه نقد آزاد و محافظه کاری ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: جریان وجه نقد آزاد بر رابطه بین هزینه های نمایندگی و محافظه کاری تأثیر دارد.

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشند. در پژوهش حاضر از روش حذفی سیستماتیک به منظور نمونه گیری استفاده می شود که از جامعه آماری موردنظر، شرکت های نمونه با توجه به شرایط و محدودیت های زیر انتخاب می گردد:

برای انتخاب نمونه همگن، شرکت ها باید قبل از سال ۱۳۹۴ در بورس تهران پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال ۱۳۹۴ سهام آن ها در بورس مورد معامله قرار گرفته باشد.

بین سال های ۱۳۹۴ الی ۱۳۹۸ تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.

جزء نهادهای مالی، بانک‌ها، بیمه‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری نباشند.

برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیونی چند متغیره زیر استفاده می‌کنیم:

$$\text{Conservatism}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Agency}_{it} + \beta_2 \text{fcf}_{it} + \beta_3 \text{grw}_{it} + \beta_4 \text{lev}_{it} + \beta_5 \text{size}_{it} + \beta_6 \text{roa}_{it} + \epsilon_{it}$$

$$\text{Conservatism}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Agency}_{it} + \beta_2 \text{fcf}_{it} + \beta_3 (\text{fcf} \times \text{Agency})_{it} + \beta_4 \text{grw}_{it} + \beta_5 \text{lev}_{it} + \beta_6 \text{size}_{it} + \beta_7 \text{roa}_{it} + \epsilon_{it}$$

**متغیر وابسته: محافظه کاری حسابداری (Accounting Conservatism)**

که از مدل باسو (۱۹۹۷) برای اندازه‌گیری آن استفاده می‌شود.

$$E_{it}/P_{it-1} = \beta_0 + \beta_1 D_{it} + \beta_2 R_{it} + \beta_3 (R_{it} * D_{it}) + \epsilon_{it}$$

$E_{it}$ : سود حسابداری شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$P_{it-1}$ : ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$D_{it}$ : متغیر مجازی است در صورتی که اخبار بد وجود داشته باشد برابر با ۱ و در غیر اینصورت برابر با ۰ است.

$R_{it}$ : بازده سالانه سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$\beta_1$ : پاسخ و واکنش سود به بازده منفی را اندازه‌گیری می‌کند.

$\beta_2$ : پاسخ و واکنش سود به بازده مثبت را اندازه‌گیری می‌کند.

$\beta_3$ : در این مدل چنانچه مخالف صفر و مثبت باشد نشان‌دهنده میزان محافظه کاری است که برای هر شرکت به صورت جداگانه و در هر سال محاسبه می‌شود.

**متغیر مستقل و نحوه محاسبه آن**

هزینه نمایندگی: یک نوع از هزینه‌های داخلی شرکت است که باید به یک نماینده (عامل) به نیابت از مدیر پرداخت شود. هزینه‌های نمایندگی از مسائلی نظیر تضاد منافع بین سهامداران و مدیریت ناشی می‌شود. دوکاس و همکاران (۲۰۰۰)، عنوان کردند که هزینه نمایندگی به عنوان تابعی از ارتباط متقابل فرصت‌های رشد و جریان نقد آزاد می‌باشد.

در این پژوهش از کارایی هزینه‌های عملیات به عنوان معیاری از هزینه‌های نمایندگی استفاده خواهد شد. هرچه کارایی هزینه‌های عملیات کمتر باشد هزینه نمایندگی کم‌تر است. کارایی هزینه‌های عملیاتی از نسبت هزینه‌های عملیاتی به سود خالص محاسبه می‌شود.

<sup>2</sup> - Earning

<sup>3</sup> - Price

<sup>4</sup> - Returns

### متغیر تعدیل گر

جریان نقد آزاد: معیاری برای اندازه گیری عملکرد شرکت ها است و وجه نقدی را نشان میدهد که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی ها، در اختیار دارد. جریان نقد آزاد از این حیث دارای اهمیت است که به مدیران اجازه میدهد تا فرصت هایی را جستجو کنند که ارزش سهام شرکت را افزایش می دهد. نحوه اندازه گیری (مدل کاپلند، ۱۹۸۹)

جریان های نقد آزاد واحد تجاری عبارت است از سود عملیاتی پس از کسر مالیات به اضافه هزینه های غیر نقدی پس از کسر سرمایه گذاری، اموال، ماشین آلات، تجهیزات سایر دارایی ها.

$$FCF_t = E_t + NCc_t - \Delta WC_t - \Delta FA_t$$

که در آن:

$E_t$  = سود عملیاتی پس از کسر مالیات واحد تجاری در دوره  $t$

$NCc_t$  = هزینه های غیر نقدی از قبیل هزینه استهلاک، هزینه مطالبات مشکوک الوصول و... واحد تجاری در دوره  $t$

$\Delta WC_t$  = افزایش در سرمایه در گردش واحد تجاری در دوره  $t$

$\Delta FA_t$  = افزایش در ناخالص ارزش دفتری مجموع دارایی های ثابت واحد تجاری در دوره  $t$

### متغیرهای کنترلی

بازده دارایی (roa): این متغیر از تقسیم سود خالص بر کل دارایی ها محاسبه می شود. (با افزایش سودآوری، مسئولیت و تعهد حسابرسان نسبت به ادعاهای احتمالی در مورد سودآوری افزایش یافته که در نتیجه آن حسابرسان حق الزحمه بیشتری طلب می کنند.)

اندازه شرکت (size): برای محاسبه اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی ها استفاده می شود.

اهرم مالی (lev): این متغیر از طریق نسبت ارزش دفتری کل بدهی ها به ارزش دفتری کل دارایی ها در هر دوره به دست آمده است.

### ارزش بازار به ارزش دفتری (MTB)

پیش از برآزش مدل رگرسیونی به منظور تعیین تابلویی و یا تلفیقی بودن مدل، از آزمون چاو یا  $F$  مقید استفاده می شود. فرضیه صفر آماری در آزمون چاو مبنی بر مناسب بودن مدل تلفیقی و فرضیه مقابل آن مبنی بر مناسب بودن مدل پانل است. همچنین آزمون هاسمن فرض ثابت یا تصادفی بودن اثرات مقطعی در مدل را مورد آزمون قرار می دهد. در صورتی که مدل داده های تابلویی مناسب باشد، انجام این آزمون ضرورت می یابد. نتایج حاصل از این آزمون ها در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول ۱: نتایج آزمون های تشخیصی چاو

سطح معناداری	درجه آزادی	مقدار آماره	آزمون	مدل
0.5749	(130,648)	0.970544	چاو	مدل آزمون فرضیه اول
-	-	-	هاسمن	
0.5625	(130,641)	0.974724	چاو	مدل آزمون فرضیه دوم
-	-	-	هاسمن	

با توجه به سطح معناداری آزمون چاو در جهت تعیین معناداری اثرات مقطعی در مدل های تحقیق مشاهده می شود که سطح معناداری این آزمون برای هر دو مدل تحقیق بزرگتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده (p-value = ۰/۵۷۴۹ و p-value = ۰/۵۶۲۵ و p-value = ۰/۸۷۲۴) و نشان از عدم معناداری اثرات مقطعی در این مدل ها دارد. از این رو هر دو مدل تحقیق به روش داده های تلفیقی برازش داده شده اند.

نتایج آزمون فرضیه اول

به منظور آزمون فرضیه اول تحقیق، از تخمین مدل رگرسیونی زیر بهره گرفته شده است.

$$\text{Conservatism}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{AGENCY}_{it} + \beta_2 \text{FCF}_{it} + \beta_3 \text{MTB}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{SIZE}_{it} + \beta_6 \text{ROA}_{it} + \epsilon_{it}$$

جدول (۲) جزئیات نتایج برازش مدل را نشان می دهد.

جدول ۲: نتایج برآورد مدل اول

VIF	سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	متغیر توضیحی
6.112031	0.0009	-3.326567	0.074222	0.246905	AGENCY
5.751732	0.0000	5.075725	0.033985	0.172498	FCF
5.467704	0.0004	3.583337	0.252293	0.904051	MTB
6.154369	0.2270	-1.209049	0.013788	-0.016670	LEV
8.332502	0.9380	0.077825	0.018976	0.001477	SIZE
6.947385	0.6565	0.444962	0.111936	0.049807	ROA
-	0.0000	30.67677	0.010310	0.316288	C
مشخصات مدل رگرسیونی					
94.89627	آماره تحلیل واریانس		0.551740	ضریب تعیین تعدیل شده	
0.000000	معناداری مدل		2.058405	آماره دوربین واتسون	
0.6772	معناداری بروش پاگان گادفری		0.694055	آماره بروش پاگان گادفری	
0.5010	معناداری بروش گادفری (LM)		0.691769	آماره بروش گادفری (LM)	
0.2205	معناداری جاک-برا		4.956278	آماره جاک-برا	

### ➤ نیکویی برازش مدل

با توجه به سطح معناداری آزمون تحلیل واریانس مدل که کوچکتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده، معناداری کلی مدل مورد تایید است و می توان ادعا نمود که مجموعه متغیرهای توضیحی مدل به طور معناداری قابلیت تبیین و کنترل تغییرات متغیر وابسته را دارند. ضریب تعیین تعدیل شده مدل گویای آن است که ۵۵/۱۷ درصد از تغییرات موجود در محافظه کاری شرکت ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می گردد. به منظور بررسی تصریح الگوی رگرسیونی از آماره دورین واتسون استفاده شد. آماره این آزمون که در بازه مقادیر تجربی ۱/۵ تا ۲/۵ بدست آمده، نشان از تصریح مناسب الگوی رگرسیونی دارد. همچنین مقادیر شاخص VIF که در جهت سنجش عدم همخطی میان متغیرهای مستقل تحقیق محاسبه می شود، کوچکتر از مقدار بحرانی ۱۰ بدست آمده اند که نشان از عدم وجود همخطی شدید میان متغیرهای مستقل تحقیق دارد و از این رو می توان پذیرفت که دقت ضرایب تاثیر متغیرهای مستقل در مدل تحقیق، تحت تاثیر روابط درونی متغیرهای مستقل قرار نگرفته است.

آزمون بروش پاگان گادفری به منظور تایید همسانی واریانس اجزای خطای مدل انجام شده است. سطح معناداری این آزمون بزرگتر از ۰/۰۵ بدست آمده که موید همسانی واریانس اجزای خطای مدل است. به منظور آزمون استقلال پسماندهای مدل از آزمون بروش گادفری استفاده شد. سطح معناداری این آزمون نیز بزرگتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده که نشان از تایید فرض صفر آماری در این مدل، مبنی بر استقلال جملات خطای مدل دارد. نتایج آزمون جارک-برا در جهت تایید نرمال بودن توزیع تجربی اجزای خطا نیز با سطح معناداری بزرگتر از ۰/۰۵ نشان از نرمال بودن اجزای خطای مدل داشته است. از این رو می توان پذیرفت که مفروضات اولیه رگرسیون برقرار بوده و نتایج مدل در تعیین اثرات قابل استناد است.

### ➤ نتایج آزمون فرضیه اول

به منظور آزمون رابطه بین هزینه های نمایندگی و محافظه کاری حسابداری، معناداری ضریب تاثیر رگرسیونی هزینه های نمایندگی در مدل تحقیق مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان می دهد که سطح معناداری اثر هزینه های نمایندگی در مدل تحقیق کوچکتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده و نشان دهنده معناداری این اثر در مدل تحقیق بوده است. همچنین ضریب مثبت رگرسیونی این متغیر در مدل تحقیق نشان دهنده ارتباط مستقیم بین هزینه های نمایندگی و محافظه کاری حسابداری است و انتظار می رود که با افزایش هزینه های نمایندگی، به میزان محافظه کاری حسابداری شرکت ها افزوده شود. از این رو فرضیه اول تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ مورد تایید قرار گرفته است.

بنابراین می توان اینگونه استدلال نمود، شرکت ها به دلیل افزایش هزینه های نمایندگی تقاضای بیشتری برای گزارشگری حسابداری محافظه کارانه دارند. به عبارتی در این شرکت ها محافظه کاری می تواند به عنوان سازوکاری جایگزین به منظور کاهش تضاد منافع بین سهامداران و مدیران در شرکت ها مورد استفاده قرار گیرد.

نتیجه تحقیق با نتایج پورحیدری و غفارلو (۱۳۹۰)؛ تقفی و نادری کروندان (۱۳۹۰)؛ چالاکی و همکاران (۱۳۹۰)؛ عباس زاده و همکاران (۱۳۹۱)، جبارزاده لنگرلویی و همکاران (۱۳۹۱)؛ فخاری و همکاران (۱۳۹۳)، بال و همکاران (۲۰۰۸)؛ گریس لی و استیل (۲۰۱۵)؛ و ویگو و همکاران (۲۰۱۶) مطابقت دارد.



### ➤ نتایج آزمون فرضیه دوم

به منظور آزمون رابطه بین جریان وجه نقد و محافظه کاری حسابداری، معناداری ضریب تاثیر رگرسیونی جریان وجه نقد در مدل تحقیق مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان می دهد که سطح معناداری اثر جریان وجه نقد شرکت در مدل تحقیق کوچکتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده (p-value = ۰,۰۰۰۰) و نشان دهنده معناداری این اثر در مدل تحقیق بوده است. همچنین ضریب مثبت (beta = ۰,۱۷۲۴۹۸) رگرسیونی این متغیر در مدل تحقیق نشان دهنده ارتباط مستقیم بین جریان وجه نقد و محافظه کاری حسابداری است و انتظار می رود که با افزایش جریان وجه نقد آزاد، به میزان محافظه کاری حسابداری شرکت ها افزوده شود. از این رو فرضیه دوم تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ مورد تایید قرار گرفته است. می توان گفت که توزیع وجه نقد می تواند به عنوان یکی از عوامل مؤثر بر واکنش سریعتر سود به اخبار بد نسبت به اخبار خوب، مدنظر قرار گیرد. درواقع می توان انتظار داشت که تقاضا برای محافظه کاری ناشی از مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران، به طور مثبت و معناداری افزایش یابد.

**نتیجه تحقیق با نتایج اعتمادی و همکاران (۱۳۹۱) و ثقفی و نادری کرونداد (۱۳۹۰) و جوهانگ ها (۲۰۱۹) مطابقت دارد.**

### نتایج آزمون فرضیه سوم

به منظور آزمون فرضیه سوم تحقیق، از تخمین مدل رگرسیونی زیر بهره گرفته شده است.

$$\text{Conservatism}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Agency}_{it} + \beta_2 \text{fcf}_{it} + \beta_3 (\text{fcf} \times \text{Agency})_{it} + \beta_4 \text{mtb}_{it} + \beta_5 \text{lev}_{it} + \beta_6 \text{size}_{it} + \beta_7 \text{roa}_{it} + \epsilon_{it}$$

جدول (۳) جزئیات نتایج برازش مدل را نشان می دهد.

**جدول ۳: نتایج برآورد مدل فرضیه سوم**

VIF	سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	متغیر توضیحی
1.638452	0.0006	3.450756	0.087183	0.300846	AGENCY
1.558603	0.0000	5.297692	0.181010	0.958934	FCF
6.424865	0.0003	3.605408	0.238051	0.858271	AGENCY*FCF
6.202816	0.0570	1.907344	0.058136	0.110886	MTB
1.917809	0.2060	1.266207	3.659733	4.633982	LEV
5.900842	0.4020	-0.838670	0.001013	-0.000849	SIZE
1.956806	0.4942	-0.684056	0.916295	-0.626797	ROA
-	0.0024	3.048264	0.045873	0.139834	C
مشخصات مدل رگرسیونی					
64.31240	آماره تحلیل واریانس		0.598286	ضریب تعیین تعدیل شده	
0.000000	معناداری مدل		2.084434	آماره دوربین واتسون	
0.7621	معناداری بروش پاگان گادفری		0.743158	آماره بروش پاگان گادفری	
0.4615	معناداری بروش گادفری (LM)		0.674948	آماره بروش گادفری (LM)	
0.2081	معناداری جاک-برا		4.901885	آماره جاک-برا	

### ➤ نیکویی برازش مدل

با توجه به سطح معناداری آزمون تحلیل واریانس مدل که کوچکتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده، معناداری کلی مدل مورد تایید است و می توان ادعا نمود که مجموعه متغیرهای توضیحی مدل به طور معناداری قابلیت تبیین و کنترل تغییرات متغیر وابسته را دارند. ضریب تعیین تعدیل شده مدل گویای آن است که ۵۹/۸۲ درصد از تغییرات موجود در محافظه کاری شرکت ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می گردد. به منظور بررسی تصریح الگوی رگرسیونی از آماره دورین واتسون استفاده شد. آماره این آزمون که در بازه مقادیر تجربی ۱/۵ تا ۲/۵ بدست آمده، نشان از تصریح مناسب الگوی رگرسیونی دارد. همچنین مقادیر شاخص VIF که در جهت سنجش عدم همخطی میان متغیرهای مستقل تحقیق محاسبه می شود، کوچکتر از مقدار بحرانی ۱۰ بدست آمده اند که نشان از عدم وجود همخطی شدید میان متغیرهای مستقل تحقیق دارد و از این رو می توان پذیرفت که دقت ضرایب تاثیر متغیرهای مستقل در مدل تحقیق، تحت تاثیر روابط درونی متغیرهای مستقل قرار نگرفته است.

آزمون بروش پاگان گادفری به منظور تایید همسانی واریانس اجزای خطای مدل انجام شده است. سطح معناداری این آزمون بزرگتر از ۰/۰۵ بدست آمده که موید همسانی واریانس اجزای خطای مدل است. به منظور آزمون استقلال پسماندهای مدل از آزمون بروش گادفری استفاده شد. سطح معناداری این آزمون نیز بزرگتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده که نشان از تایید فرض صفر آماری در این مدل، مبنی بر استقلال جملات خطای مدل دارد. نتایج آزمون جارک-برا در جهت تایید نرمال بودن توزیع تجربی اجزای خطا نیز با سطح معناداری بزرگتر از ۰/۰۵ نشان از نرمال بودن اجزای خطای مدل داشته است. از این رو می توان پذیرفت که مفروضات اولیه رگرسیون برقرار بوده و نتایج مدل در تعیین اثرات قابل استناد است.

### ➤ نتایج آزمون فرضیه سوم

به منظور آزمون تاثیر جریان وجه نقد بر رابطه بین هزینه های نمایندگی، معناداری ضریب تاثیر رگرسیونی (FCF\*AGENCY) در مدل تحقیق مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان می دهد که سطح معناداری این اثر در مدل تحقیق کوچکتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده و نشان دهنده معناداری اثر جریان وجه نقد بر رابطه بین هزینه نمایندگی و محافظه کاری حسابداری بوده است. از این رو فرضیه سوم تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ مورد تایید قرار گرفته است. نتیجه تحقیق با نتایج جوهانگ ها (۲۰۱۹) مطابقت دارد.

### پیشنهادات کاربردی

به سرمایه گذاران و تحلیل گران پیشنهاد می شود تا در راستای تصمیمات سرمایه گذاری کوتاه مدت و بلندمدت، در کنار استفاده از ارقام ارائه شده در صورت های مالی به برخی معیارهای کیفیت سود از قبیل محافظه کاری توجه نمایند.

رویکردهای جدید حاکم بر استانداردهای حسابداری مالی بین المللی IFRS مبنی بر کاهش استفاده از محافظه کاری (بینکی و همکاران، ۲۰۱۳) با توجه به شرایط اقتصادی حاکم بر ایران تا زمان اجرای صحیح و دقیق اصل ۴۴ (خصوصی سازی) و انتقال مالکیت سهام از مالک عمده (دولت) به طیف گستردهای از سرمایه گذاران و بهبود معیارهای حاکمیت شرکتی، توصیه می شود تدوین کنندگان استانداردهای حسابداری ایران کماکان بر محافظه کاری به عنوان یکی از ویژگی های کیفی گزارش های مالی تأکید نمایند.

بر اساس نتایج این تحقیق به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود، در انتخاب شرکت ها به منظور سرمایه گذاری، نگاه خود را به سیاست های توزیع خالص وجوه نقد بین سهامداران و اندازه شرکت معطوف نمایند. همچنین، به تحلیل گران مالی توصیه می شود، به شیوه ای مشابه از نتایج تحقیق در تجزیه و تحلیل های خود استفاده نمایند.

### پیشنهادات برای مطالعات آینده

مطالعات آتی می توانند شرکت ها را بر اساس صنعت، طبقه بندی نموده و نتایج بدست آمده با نتایج این پژوهش مقایسه گردد.

بررسی رابطه پذیرش ریسک توسط مدیریت با نوسان های بازده سهام با در نظر گرفتن پاداش مدیران بررسی مقایسه ای موضوع تحقیق حاضر، در نمونه های تفکیک شده بر اساس مراحل چرخه عمر (رشد، بلوغ و افول) شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پیشنهاد می شود نقش تعدیل کنندگی سهامداران عمده بر موضوع حاضر مورد بررسی قرار گیرد.

### منابع

پورحیدری، امید، غفارلو، عباس. (۱۳۹۱). بررسی ارتباط بین ساختارهای رقابتی محصولات و محافظه کاری مشروط حسابداری. پژوهش های حسابداری مالی، 41-62، 4(2).

رضازاده، جواد و عبدالله آزاد. (۱۳۸۷). «رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در گزارشگری مالی»، بررسی - های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، ش ۵۴، صص ۶۳-۸۰.

ابراهیمی کردلر، علی و علی رضا شهریاری. (۱۳۸۸). «بررسی رابطه بین هزینه های سیاسی فرضیه سیاسی و محافظه کاری در بورس اوراق بهادار تهران»، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، ش ۵۷، صص ۳-۱۶.

محرومی، رامین. (۱۳۸۸). «رابطه ارزش اطلاعات مالی حسابداری محافظه کارانه و غیر محافظه کارانه»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید باهنر کرمان.

جبارزاده لنگرلویی، سعید. نورزاده دولتاآبادی، محمد. فیضی، سمیه. (۱۳۹۱). تأثیر ساختار بدهی بر محافظه کاری شرطی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۲، صص ۶۷ - 47.

ثقفی، علی و کاوه نادری کروندان (۱۳۹۰). محافظه کاری در گزارشگری مالی: مقایسه دیدگاه منافع قراردادی با دیدگاه تحریف اطلاعات. پژوهش های تجربی حسابداری مالی، شماره ۲، صص 28 - 2.

مهرانی، ساسان، محمد مرادی و هدی اسکندر. (۱۳۸۹). «رابطه نوع مالکیت نهادی و حسابداری محافظه کارانه»، پژوهش های حسابداری مالی، ش ۳، صص ۴۷-۶۲.

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.

ثقفی، علی؛ نادری کروندان، کاوه (۱۳۹۰). محافظه کاری در گزارشگری مالی: مقایسه دیدگاه منافع قراردادی با دیدگاه تحریف اطلاعات. پژوهش های تجربی حسابداری مالی، ۱(۲): ۲۸-۹.

- مشکی میاوقی، مهدی، الهی رودپشتی، سمانه. (۱۳۹۳). بررسی اثر محافظه کاری بر ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده. پژوهش های تجربی حسابداری، ۴(۱)، ۲۳-۴۳. doi: 10.22051/jera.2015.1882.
- رحیمیان، نظام الدین؛ صالح نژاد، سیدحسن؛ سالکی، علی. (۱۳۸۸). رابطه میان برخی ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۶ (۵۸): ۷۱-۸۶.
- رضازاده، جواد و آزاد، عبدالله (۱۳۸۷). رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در گزارشگری مالی، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۵ (۵۴). ۶۳-۸۰.
- مهرانی، ساسان؛ شیخی، کیوان و پارچینی، سید مهدی. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین محافظه کاری در گزارشگری مالی و میزان نگهداشت وجه نقد، پژوهش های تجربی حسابداری، ۲ (۷): ۱۷-۳۳.
- همتی، حسن و یوسفی راد، زهره (۱۳۹۲). ارتباط راهبرد تنوع بخشی و ارزش سطح نگهداشت وجه نقد با بازده غیر عادی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۱ (۳۷): ۱۴۸-۱۲۷.
- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2007). Evidence on the role of accounting conservatism in corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*; 43:Pp. 411-437.
- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2011). Evidence on the role of accounting conservatism in monitoring managers\_investment decisions, *Accounting & Finance*, Vol. 51, Issue 3, Pp 609-633.
- Agostinho, C. M. & Prudencio, N. M. (2010). The free cash flow, corporate governance and corporate social responsibility: An analysis for Euronext firms. Working paper.
- Al-Najjar, B. (2013). The Financial determinants of corporate cash holding: Evidence from some emerging markets. *International Business Review*. Vol. 22, Issue. 1, Pp. 77-80.
- Ball, R., Ashok R. & Sadka, G. (2008). Is financial reporting shaped by equity markets or debt markets? An international study of timeliness and earnings. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24.
- Baker, H. Kent. (2009). "Dividends and Dividend policy". Willy John & Sons Inc, Canada.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1): Pp. 3-37.
- Beekes, W., Pope, P., & Young, S. (2004). The link between earnings timeliness, earnings conservatism and board composition: evidence from the UK. *Corporate Governance*, 12(1): Pp.47-59.
- Beatty, A, Weber, J, & Yu, J. J. (2008). Conservatism and debt. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3): Pp.154-174.
- Bin Ke, Danqing.Y. & Zili Zhuang. (2013). Mandatory IFRS Adoption and Accounting Conservatism. *asia-conference-in-accounting*.
- Boubaker, S., Derouiche, I. & Nguyen, D. (2013). Does the board of directors affect cash holdings? A study of French listed firms. *Journal of Management & Governance*, 19(2): Pp.341-370.
- Brisker, E.R., Golak, G. & Peterson, D.R. (2013). Changes in Cash Holdings around the S&P 500 Additions. *Journals of Banking & Finance*, Vol. 37, No. 5. Pp. 1787-1807.
- Bushman, R. M., & Piotroski, J. D. (2006). Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2): Pp.107-148.
- Callen, J. L., Guan, Y., & Qiu, J. (2010). The market for corporate control and accounting conservatism. SSRN eLibrary.

- Chi, Wuchun. Liu, Chiawen. & Wang, Taychang. (2009). What Affects Accounting Conservatism: A Corporate Governance Perspective. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol.5(1), Pp.47-59.
- Ferreira, Miguel A.; Vilela, Antonio S. (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries, *European Financial Management*, 10, Pp.295-319.
- Francis, J. R., & Martin, X. (2010). Acquisition profitability and timely loss recognition, *Journal of Accounting and Economics*, 49(1-2): Pp.161-178.
- Grace Lee, H. S. (2009). Conditional Conservatism, Agency Costs, and the Contractual Features of Debt. working paper, University of Arizona, Eller College of Management.
- Garsia, T. J. Martinez, S. & Sanchez, B. J. (2009). Accruals quality and corporate cash holdings. *Journal of Accounting and Financ*, Pp. 95-115.
- Garsia Lara, J. M., Garsia Osma, B. and Penalva, F. (2010). Accounting conservatism and firm investment efficiency. <http://papers.ssrn>.
- Ghosh C, & L, Sun. (2013). Agency cost, dividend policy and growth: The special case of REITs. [www.springer.com](http://www.springer.com).
- Goh, B. W, D. Li, CHEE. Geraald J. L, & Yen, H. T. (2016). Conditional Conservatism and Debt versus Equity Financing. *Contemporary Accounting Research*, Wiley-Blackwell.
- Gompers I. & Metric. (2003). Corporate Governance and Equity prices, SSRN Papers.
- Jabbarzadeh, S. and Bayazidi, A. (2010). The Investigation of the Relationship between Ethics Values and Agency Costs in Accounting System of Iran. *International Journal of Academic Research*, 2 (5):Pp. 345-350.

## Agency fees, free cash flow and conservatism

Atefeh Ghasemi \*<sup>1</sup>

Date of Receipt: 2021/05/15 Date of Issue: 2021/05/30

### Abstract

Conservatism, by affecting dividends, makes implicit contracts concluded between stakeholders in a business unit, especially between shareholders and creditors. According to the theory of conflict of interest between managers and owners, some managers may be forced to invest free cash flows in current negative net worth projects to secure some personal gain in the short term. In this study, the relationship between agency costs, free cash flow and conservatism in companies listed on the Tehran Stock Exchange was investigated. This research is a descriptive-correlation method and is an applied research. The statistical population of the research consists of all companies listed in the pharmaceutical industry of Tehran Stock Exchange during the years 1394 to 1398 that 131 companies have been active in the stock market throughout the research period and have been studied. The research data were extracted from the financial statements of companies and analyzed using regression models using the combined data method. The findings show that there is a significant relationship between agency costs and free cash flow with conservatism. Also, free cash flow affects the relationship between agency costs and conservatism.

### Keywords

Agency fees, free cash flow, conservatism

1. Master student of Mazandaran University