

بررسی اثر محافظه کاری و کیفیت اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری

حسین فخاری*، شادی رسولی**

تاریخ دریافت: ۹۱/۰۹/۱۳

تاریخ پذیرش: ۹۲/۰۱/۲۰

چکیده

این پژوهش به بررسی رابطه‌ی میان محافظه کاری و کیفیت اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری می‌پردازد. برای اندازه‌گیری محافظه کاری از معیار خان و واتز (۲۰۰۹) و برای اندازه‌گیری کیفیت اقلام تعهدی از تفاوت سود عملیاتی و جریان وجه نقد عملیاتی استفاده شده است. در این پژوهش، داده‌های ۱۱۱ شرکت، طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۸ مورد آزمون قرار گرفته است. جهت بررسی ارتباط میان متغیرها، از روش تحلیل رگرسیون مبتنی بر داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد، اعمال محافظه کاری، کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را افزایش داده اما ارتباط معنی‌داری میان کیفیت اقلام تعهدی و کارایی سرمایه‌گذاری وجود ندارد. یافته مذکور تأکید مجددی بر نقش اقلام حسابداری در کمک به سرمایه‌گذاران می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: محافظه کاری، کارایی سرمایه‌گذاری، کیفیت اقلام تعهدی، بیش سرمایه‌گذاری، کم

سرمایه‌گذاری

طبقه‌بندی موضوعی: M41

مقدمه

به طور کلی مدیران در راستای عمل به برنامه‌ریزی‌های استراتژیک شرکت باید پروژه‌های با خالص‌ارزش فعلی مثبت را تأمین مالی و اجرا کنند. اما همیشه این گونه نیست. محققان معتقدند، عدم تقارن اطلاعاتی، به واسطه وجود اطلاعات محرمانه بین مالکان و مدیران شرکت‌ها و همچنین مشکلات نمایندگی ناشی از جدایی مالکیت و مدیریت می‌تواند دلایلی را در رابطه با انحراف میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها نسبت به قبول پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت و یا رد پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی، ارائه دهد (وردی ۲۰۰۶، وردی و هیلاری و بیدل ۲۰۰۹).

از سوی دیگر مطالعات بسیاری منافع اطلاعاتی محافظه کاری را مبنی بر کاهش مشکلات ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی بیان کرده‌اند (گارسیا لارا و اسما ۲۰۱۰). محافظه کاری در حسابداری از طریق الزام به شناسایی سریع تر زیان‌ها و تأیید پذیری بیشتر برای شناسایی سودها، به عنوان عاملی تأثیرگذار بر عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی محسوب می‌شود (وردی ۲۰۰۶).

تحقیقات حسابداری نیز نشان می‌دهد که، گزارش‌های مالی سالانه شرکت‌ها از منابع مهم اطلاعاتی مورد استفاده‌ی سهامداران و اعتباردهندگان، به عنوان دو گروه اصلی سرمایه‌گذاران در شرکت‌ها، تلقی می‌شوند. سهامداران در پی کسب منافع حاصل از افزایش قیمت سهام و یا سود حاصل از فعالیت‌های شرکت و اعتباردهندگان به دنبال کسب اصل و بهره وام‌های اعطایی، به‌عنوان بازده مورد انتظارشان، خواهان اطلاعات مربوط و قابل اتکا در گزارش‌های مالی سالانه شرکت‌ها هستند. بیدل و همکاران (۲۰۰۹) در تحقیقات خود نشان دادند، کیفیت بالاتر گزارشگری مالی، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی و به دنبال آن افزایش کارایی سرمایه‌گذاری را در پی خواهد داشت. آن‌ها از کیفیت ارقام تعهدی به عنوان معیار کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها استفاده کردند.

بر مبنای نظرات فوق این سوال قابل طرح است که چگونه محافظه کاری و کیفیت گزارشگری می‌تواند بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر بگذارد؟ اگر چه در سایر کشورها با بازارهای توسعه یافته تا حدودی به این سوال پاسخ داده شده ولی، به دلیل فقدان چنین

تحقیقاتی در بازار نوظهور سرمایه ایران این پژوهش درصدد است تا به باز آزمایی اثر محافظه کاری مشروط و کیفیت اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری، در شرکت‌هایی که جریان‌های نقدی آزاد یا محدودیت در تأمین مالی دارند، در بازار سرمایه ایران بپردازد. یافته‌های این تحقیق می‌تواند علاوه بر کمک به توسعه ادبیات مالی مربوط به کیفیت اقلام تعهدی، محافظه کاری و کارایی سرمایه‌گذاری، برای سیاست‌گذاران بورس و حسابداری از جهت الزامات گزارشگری و ارائه معیارهای عملی جدید برای سرمایه‌گذاران، جهت اخذ تصمیمات اقتصادی، مفید واقع شود. با توجه به ضرورت مطرح شده جهت انجام تحقیق، در ادامه به بررسی مبانی نظری، پژوهش‌های انجام شده پیشین، روش تحقیق، فرضیات و تحلیل نتایج آزمون فرضیات تحقیق پرداخته می‌شود.

مسئله‌ای که در این پژوهش به آن پاسخ داده خواهد شد این است که آیا محافظه کاری و کیفیت اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری موثرند؟

به صورت مفهومی، کارایی سرمایه‌گذاری، شناسایی، تأمین مالی و اجرای پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت در نظر گرفته شده است و ناکارایی سرمایه‌گذاری نیز نادیده گرفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) و یا انتخاب پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه‌گذاری بیش از حد) تعریف شده است (گارسیا لارا واسما ۲۰۱۰).

در بازارهای ناکارا تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی جدا از هم نیستند (مایرز و مجلوف ۱۹۸۴). در حقیقت ناکارایی بازار سرمایه ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی، می‌تواند باعث کم سرمایه‌گذاری^۱ (رد پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت) و بیش سرمایه‌گذاری^۲ (سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی) شود. دیگر عامل اثرگذار بر میزان سرمایه‌گذاری‌های سرمایه‌ای که در این پژوهش مورد بررسی قرار می‌گیرد مشکلات ناشی از هزینه‌های نمایندگی است. در این رابطه می‌توان جریان وجوه نقد آزاد در شرکت‌ها را به عنوان ساز و کاری اثرگذار بر بروز مشکلات نمایندگی دانست. جریان وجوه نقد آزاد، جریان نقدی مازاد بر وجه نقد سرمایه‌گذاری شده در دارایی‌هایی مانند موجودی انبار، وسایل و تجهیزات و سهام سایر شرکت‌ها و... توسط شرکت می‌باشد. زمانی که شرکت قادر است جریان نقدی مازاد بر مخارج شرکت، جهت ادامه بقا در تجارت

ایجاد نماید، دارای جریان وجوه نقد آزاد است که این وجوه را می‌تواند بین سهامداران تقسیم نماید و یا برای رشد بیشتر در شرکت نگهداری کند. مشکلات نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد زمانی ایجاد می‌شود که جریان وجوه نقد آزاد شرکت بالا باشد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد برای شرکت وجود نداشته باشد. در این صورت مدیران فرصت طلب به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی پرداخته تا از این طریق برای خود شهرت بیشتری کسب نمایند (رحیمی، ۱۳۹۰: ۱۶).

اگر انتظار داشته باشیم که مدیران شایسته در صددند در جهت افزایش ارزش شرکت به بهترین نحو کار می‌کنند، باید در تمام فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور، سرمایه‌گذاری نمایند اما ممکن است به دلیل وجود تضاد منافع میان مدیران و سهامداران، مدیران از جریان نقد آزاد شرکت، در جهت منافع شخصی خود، در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری کنند. این تضادها در نهایت می‌توانند موجب سرمایه‌گذاری بیشتر از اندازه شوند (روککا و دیگران، ۲۰۰۴).

از طرف دیگر وجود جریانهای نقدی آزاد ممکن است به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه بالای تأمین مالی ناشی از آن سبب شوند تا مدیران تمام پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت را به انجام نرسانند. آنچه که در ادبیات مالی به کم سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. لذا در این رابطه، پیش‌بینی می‌شود به کارگیری ابزارهایی چون بالاتر بودن کیفیت گزارشگری مالی و اعمال محافظه کاری بیشتر در روش‌های حسابداری، به مدیران جهت حل مشکلات هزینه نمایندگی و کاهش هزینه ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی کمک کند.

اینکه چگونه محافظه کاری می‌تواند نقش موثری در کاهش هزینه نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی دارد سبب شده تا مفهوم محافظه کاری نقش برجسته‌ای در حوزه مبانی نظری و تحقیقات تجربی داشته باشد.

انتظار می‌رود الزام به شناسایی سریع تر زیان‌ها، محدود شدن دست کاری مدیریتی در ارقام حسابداری، افشای کامل اطلاعاتی که مدیران تمایل به افشای آن‌ها ندارند و کاهش هزینه‌های تأمین مالی را به واسطه کاهش تضاد میان سهامداران و اعتباردهندگان در مورد سود تقسیمی، در پی خواهد داشت که از این منظر می‌توان محافظه کاری را واکنشی در برابر عدم تقارن اطلاعاتی تلقی نمود.

همچنین پیش‌بینی می‌شود اعمال محافظه‌کاری انگیزه مدیران را برای انجام پروژه‌های سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی منفی، کاهش دهد، زیرا در این حالت زیان‌های ناشی از انجام پروژه‌های نامناسب به سرعت در طول دوره‌ها شناسایی شده و در نتیجه مدیران باید پاسخ‌گوی نتایج تصمیمات سرمایه‌گذاری‌شان در دوره تصدی خود باشند. در این دیدگاه محافظه‌کاری پاسخی در مقابل تضادهای ناشی از نمایندگی است (گارسیا لارا واسما ۲۰۱۰).

بنابراین می‌توان گفت اعمال روش‌های محافظه‌کارانه‌ی حسابداری می‌توان مشکلات ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی و نمایندگی را بهبود بخشیده و مانع از انجام سرمایه‌گذاری کمتر (بیشتر) از حد توسط مدیران شرکت‌ها باشد.

کیفیت بالاتر گزارشگری مالی می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را از دو طریق بهبود بخشد. اول از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران و در نتیجه کاهش هزینه‌های تأمین مالی؛ چرا که اطلاعات حسابداری بهتر به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند کیفیت پروژه‌های سرمایه‌گذاری و خوب و بد بودن آن‌ها را تشخیص دهند. دوم تسهیل فرآیند نظارت سهامداران بر عملکرد مدیران (بیدل و دیگران، ۲۰۰۹). گزارش‌های مالی باکیفیت بالاتر منبع مهمی در مورد اطلاعات خاص شرکتی و عملکرد مدیران برای سرمایه‌گذاران به وجود خواهد آورد و بخشی از مشکلات ناشی از تضادهای نمایندگی را بهبود خواهد بخشید.

با توجه به چارچوب نظری ذکر شده می‌توان انتظار داشت محافظه‌کاری و کیفیت ارقام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیرگذارند. بر این اساس سوال اصلی تحقیق مبنی بر وجود ارتباط میان محافظه‌کاری و کیفیت ارقام تعهدی و کارایی سرمایه‌گذاری در بازار نوظهور ایران مطرح می‌شود. اینکه آیا محافظه‌کاری و کیفیت ارقام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری موثرند؟ و اثر تعدیل‌کنندگی مازاد و یا محدودیت نقدی بر این رابطه چگونه است؟

مرور پژوهش‌های انجام شده قبلی و نقد روش‌های تحقیق می‌تواند در پاسخ‌گویی به سوالات تحقیق مفید باشد.

لذا با توجه به مبانی نظری فوق فرضیات تحقیق به صورت زیر قابل طرح است:

۱. بین محافظه‌کاری در حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه‌ای مستقیم وجود دارد.

۲. بین کیفیت ارقام تعهدی و کارایی سرمایه گذاری رابطه‌ای مستقیم وجود دارد.

پیشینه پژوهش

مرور پژوهش‌های انجام شده قبلی می‌تواند در پاسخ‌گویی به سؤالات و تبیین فرضیات تحقیق مفید باشد.

در داخل کشور تنها یک مورد پژوهش انجام شده مستقیماً به بررسی ارتباط میان محافظه کاری در حسابداری و کارایی سرمایه گذاری پرداخته است. محمودآبادی و مهتری (۱۳۹۰) با بررسی نمونه‌ای شامل ۹۶ شرکت برای دوره ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۷ نشان دادند که بین محافظه کاری حسابداری و سطح سرمایه گذاری‌های آتی در سطح شرکت‌ها و هفت گروه از صنایع ارتباط معناداری وجود دارد.

ثقفی و عرب مازار (۱۳۸۹) رابطه میان کارایی سرمایه گذاری و کیفیت گزارشگری مالی را مورد آزمون قرارداداند. برای ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی از مدل‌های کیفیت ارقام تعهدی استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان داد در بورس تهران بر خلاف تحقیقات بیدل و دیگران (۲۰۰۶، ۲۰۰۷، ۲۰۰۹) و وردی (۲۰۰۶)، عملاً هیچ‌گونه همبستگی معناداری میان متغیرهای مزبور وجود ندارد.

تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) در تحقیق خود به بررسی تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش و کم سرمایه گذاری پرداخته‌اند در این تحقیق از اطلاعات مالی سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۵ استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و بیش سرمایه گذاری مستقیم و به لحاظ آماری معنی‌دار است ولی بین محدودیت در تأمین مالی و کم سرمایه گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد.

مهرانی و دیگران (۱۳۸۸) در تحقیق خود به بررسی رابطه بین محافظه کاری طبق تعریف باسو و ارقام تعهدی پرداختند. آن‌ها فرض کردند که سهم زیادی از عدم تقارن زمانی تحت تأثیر ارقام تعهدی (در مقایسه با جریان‌های نقد عملیاتی) است. در این تحقیق داده‌های ۱۰۶ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۷۶ با استفاده از روش

تجزیه و تحلیل رگرسیون ترکیبی مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاکی از آن بود که حدود ۷۸ درصد از عدم تقارن زمانی در سود حسابداری توسط اقلام تعهدی توضیح داده می‌شود.

رضازاده و آزاد (۱۳۸۷) در تحقیق خود به ارتباط میان عدم تقارن اطلاعاتی میان سرمایه‌گذاران و محافظه کاری در گزارشگری مالی پرداختند. آن‌ها برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری، به ترتیب از دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و معیار باسو استفاده کردند. دوره زمانی تحقیق سال‌های ۸۱ تا ۸۵ بوده است. نتایج حاصل حاکی از وجود یک رابطه مثبت و معنی‌دار میان عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران و محافظه کاری اعمال شده در صورت‌های مالی است. یعنی به دنبال افزایش عدم تقارن اطلاعاتی میان سرمایه‌گذاران، تقاضا برای اعمال محافظه کاری در گزارشگری مالی افزایش می‌یابد.

مدرس و حصارزاده (۱۳۸۷) در تحقیق خود تحت عنوان کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری با استفاده از اطلاعات مالی شرکت‌ها طی سال‌های ۷۹ تا ۸۵ نشان دادند که بین سطح کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری، رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد. علی‌رغم تحقیقات کم داخلی که مستقیماً به موضوع تحقیق مربوط باشد، در ادامه تحقیقات خارجی مرتبط با موضوع، ارائه می‌شود.

گارسیا لارا و اسما (۲۰۱۰) در تحقیق خود تحت عنوان محافظه کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری نشان دادند روش‌های حسابداری محافظه کارانه‌تر موجب کاهش سطح سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بیش سرمایه‌گذار و افزایش میزان سرمایه‌گذاری در شرکت‌های کم سرمایه‌گذار خواهد شد.

جکسون و دیگران (۲۰۰۹) در تحقیق خود نشان دادند که روش‌های استهلاک با تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران مرتبط است. آن‌ها نشان دادند شرکت‌هایی که از روش‌های استهلاک تسریعی (روش‌های استهلاک تسریعی نوعی محافظه کاری محسوب می‌شود) استفاده می‌کنند سرمایه‌گذاری‌های سرمایه‌ای بزرگ‌تری نسبت به شرکت‌هایی که از روش خط مستقیم استفاده می‌کنند، انجام می‌دهند.

احمد و دوئلمن (۲۰۰۷) در تحقیقات خود نشان دادند شرکت‌هایی که محافظه کارانه تر عمل می‌کنند، شاخص‌های سودآوری آتی بالاتری چون حاشیه سود ناخالص و جریان‌های نقدی، همچنین هزینه‌های ویژه‌ی کمتری دارند. آن‌ها در تفسیر یافته‌های خود بیان می‌کنند شرکت‌هایی که محافظه کارترند، به صورت کاراتری نیز سرمایه‌گذاری می‌کنند.

بیدل و هیلاری (۲۰۰۶) در تحقیق خود به این موضوع پرداخته‌اند که افزایش کیفیت حسابداری از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران، اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران، امکان بروز خطر اخلاقی و انتخاب نادرست را کاهش داده و در نهایت باعث کاهش ریسک و کاهش هزینه‌های مالی شرکت می‌شود. در این حالت احتمال ناکارایی سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری کمتر یا بیشتر از اندازه) کاهش می‌یابد.

روکا و دیگران (۲۰۰۴) مشکلات مربوط به بیش و کم سرمایه‌گذاری را بررسی نموده و نشان دادند که تقابل بالقوه موجود میان مدیریت، مالکیت و وام‌دهندگان بر ساختار سرمایه، حاکمیت شرکتی و سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت اثر گذاشته، به افزایش اخذ تصمیمات ناکارا توسط مدیریت و انجام سرمایه‌گذاری‌های غیر بهینه که هر دو از عوامل اصلی سرمایه‌گذاری کمتر و بیشتر از حد هستند، منجر می‌شود.

مورگادو و پیندادو (۲۰۰۳) در تحقیق خود با استفاده از داده‌های تابلویی نشان دادند که یک سطح بهینه‌ی سرمایه‌گذاری وجود دارد که در این سطح پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت انجام می‌شوند. شرکت‌هایی که بالاتر از این سطح سرمایه‌گذاری می‌کنند در فرآیند بیش سرمایه‌گذاری قرار گرفته‌اند که در نتیجه تضاد منافع میان سهامداران و مدیران در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی به وجود آمده است. در مقابل، شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاری‌شان کمتر از سطح بهینه است به دلیل وجود عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های بالای تأمین مالی کم سرمایه‌گذار هستند. در این حالت تضاد منافع میان سهامداران و اعتباردهندگان و سهامداران فعلی و آتی وجود دارد. همچنین آن‌ها نشان دادند شرکت‌هایی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند سطح بهینه سرمایه‌گذاری‌شان بالاتر از شرکت‌هایی است که چنین فرصت‌هایی را در اختیار ندارند.

احمد و دیگران (۲۰۰۲) در تحقیقات خود نشان داده‌اند که محافظه کاری از طریق اعلام به هنگام ریسک سبب می‌شود اعتباردهندگان با ریسک کمتری مواجه شده و همچنین قرض گیرندگان از طریق به دست آوردن نرخ بهره‌ی کمتر منتفع شوند.

مرور تحقیقات گذشته و بازنگری آن‌ها نشان دهنده فقدان انجام چنین تحقیقاتی در بازارهای نوظهور خصوصاً ایران می‌باشد لذا با توجه به اهمیت کارایی سرمایه گذاری به عنوان یکی از راه کارهای استفاده بهینه منابع محدود شرکت‌ها و بیان نقش حسابداران در این فرآیند لازم است تا به این موضوع در بازار سرمایه ایران پرداخته شود.

مدل مفهومی پژوهش

در این تحقیق از مدل تعدیل شده بیدل و هیلاری (۲۰۰۹) برای آزمون اثر کیفیت اقلام تعهدی و محافظه کاری بر کارایی سرمایه گذاری، استفاده می‌کنیم.

(۱)

$$\text{Investment}_{t+1} = \alpha_i + \beta_t + \delta_1 \text{CONS} + \delta_2 \text{CONS} * \text{HighFCF} + \delta_3 \text{AQ} + \delta_4 \text{AQ} * \text{HighFCF} + \gamma \text{Controls} + \varepsilon$$

متغیرهای این مدل به شرح ذیل محاسبه می‌شوند:

Investment: خالص جریان نقدی سرمایه گذاری است و برابر است با مخارج تحصیل یا تعمیرات اساس دارایی ثابت منهای نقد دریافتی حاصل از فروش اموال و ماشین آلات و تجهیزات تقسیم بر متوسط کل دارایی‌ها برای هر مشاهده سال- شرکت.

Cons: شاخص محافظه کاری است. که بر مبنای مدل تعدیل شده باسو بدست می‌آید

مدلی که باسو برای اندازه گیری محافظه کاری طراحی کرد به صورت زیر است:

(۲)

$$\text{Earn}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Neg} + \beta_2 \text{Ret}_i + \beta_3 \text{Ret}_i * \text{Neg} + \mu_i$$

که در آن:

Earn: سود خالص قبل از ارقام غیرمترقبه تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در اول دوره، Neg، متغیر مجازی، در صورت وجود بازده سهام منفی برابر با یک و در غیر این صورت صفر و Ret، نرخ بازده سالانه سهام شرکت، بازده سهام ۱۲ ماهه در پایان دوره مالی، برابر است با تفاوت قیمت هر سهم در ابتدای دوره بعلاوه تعدیلات ناشی از عایدات سهام، تقسیم بر قیمت هر سهم در ابتدای دوره می‌باشد.

Neg: برای شرکت‌هایی که بازده منفی یا صفر دارند (وجود اخبار بد) ارزشی برابر با ۱ و در حالتی که بازده سهام مثبت باشد (وجود اخبار خوب) ارزش برابر با صفر دارد. در این مدل چنانچه بازده سهام مثبت باشد ضریب β_2 حساسیت واکنش سود را نسبت به اخبار خوب می‌سنجد و چنانچه بازده سهام منفی باشد $\beta_2 + \beta_3$ حساسیت واکنش سود را نسبت به اخبار بد می‌سنجد. به نظر باسو واکنش سود نسبت به اخبار بد به هنگام تراز واکنش سود نسبت به اخبار خوب است. بنابراین $\beta_2 + \beta_3 > \beta_2$ و در نتیجه $\beta_3 > 0$. ضریب β_3 نشان‌دهنده‌ی محافظه کاری است.

مدل باسو هم در سطح سال-صنعت با استفاده از رگرسیون مقطعی و یا برای یک شرکت با استفاده از سری زمانی در سطح سال-شرکت برآورد می‌شود. هر دوی این روش‌ها محدودیت‌هایی دارند. در این تحقیق از مدل خان و واتز (۲۰۰۹) برای محاسبه معیار محافظه کاری استفاده می‌کنیم. خان و واتز محافظه کاری سالانه شرکت و حساسیت نسبت به اخبار خوب را به صورت تابعی خطی از ویژگی‌های شرکت بیان کردند:

(۳)

$$G_Score \equiv \beta_2 = \mu_1 + \mu_2 Size_i + \mu_3 M/B_i + \mu_4 Lev_i$$

(۴)

$$C_Score \equiv \beta_3 = \lambda_1 + \lambda_2 Size_i + \lambda_3 M/B_i + \lambda_4 Lev_i$$

که در آن Size، اندازه شرکت و برابر است با لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، M/B، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و Lev، اهرم و برابر است با مجموع بدهی‌های کوتاه مدت و بلندمدت تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام.

در این تحقیق C_Score یا همان CONS، معیار محافظه کاری است. برای محاسبه‌ی آن ضرایب 2 و 3 را در مدل اصلی با سو قرار می‌دهیم. مدل تعدیل شده با سو به صورت زیر است:

(۵)

$$\begin{aligned} \text{Earn}_i = & \beta_0 + \beta_1 \text{Neg} + \text{Ret}_i (\mu_1 + \mu_2 \text{Size}_i + \mu_3 \text{M/B}_i + \mu_4 \text{Lev}_i) + \text{Ret}_i \\ & * \text{Neg} (\lambda_1 + \lambda_2 \text{Size}_i + \lambda_3 \text{M/B}_i + \lambda_4 \text{Lev}_i) + \delta_1 \text{Size}_i \\ & + \delta_2 \text{M/B}_i + \delta_3 \text{Lev}_i + \delta_4 \text{Size}_i * \text{Neg}_i + \delta_5 \text{M/B}_i * \text{Neg}_i \\ & + \delta_6 \text{Lev}_i * \text{Neg}_i + \mu_i \end{aligned}$$

رگرسیون فوق برای هر سال نمونه، به صورت مقطعی برآورد می‌شود. در نهایت از این ضرایب برآوردی برای محاسبه‌ی C_Score (CONS)، همان گونه در معادله‌ی (۴) بیان شد، استفاده می‌کنیم.

HighFCF: این متغیر شاخص شرکت‌های بیش سرمایه‌گذار و کم سرمایه‌گذار است. به این صورت که برای هر مشاهده‌ی سال شرکت متغیرهای اهرم و جریان‌های نقدی آزاد را به شرح زیر محاسبه و معدل‌گیری کرده و سپس به صورت مقادیری بین صفر و یک محاسبه می‌شود.

اهرم برابر است با مجموع بدهی‌های کوتاه مدت و بلندمدت تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

جریان وجوه نقد آزاد برابر است با جریان وجوه نقد ناشی از فعالیت عملیاتی منهای وجوه نقد حاصل از فعالیت سرمایه‌گذاری منهای سود تقسیمی تقسیم بر متوسط کل دارایی‌ها

در صورتی که مقادیر این شاخص برابر با یک و یا نزدیک به یک باشد، تعیین کننده‌ی شرکت‌هایی است که وجه نقد آزاد (عدم محدودیت در تأمین مالی) داشته و بنابراین در شرایط بیش سرمایه‌گذاری قرار دارند.

همچنین ارزش‌های صفر و یا نزدیک به صفر این شاخص نشان‌دهنده‌ی شرکت‌هایی است که به شدت اهرمی هستند (محدودیت در تأمین مالی دارند) و در شرایط کم سرمایه‌گذاری قرار دارند. **CONS * HighFCF** نشان‌دهنده‌ی اثر متقابل محافظه کاری و شاخص بیش (کم) سرمایه‌گذاری شرکت‌هاست.

AQ، شاخص کیفیت ارقام تعهدی است. سود تعهدی که مبتنی بر اصل تحقق و شناسایی درآمد هست ممکن است با جریان‌های نقدی واقعی شرکت مطابقت نداشته باشد، در حقیقت میزان تطبیق سود شرکت با میزان جریان‌های نقدی ایجاد شده نشان‌دهنده‌ی کیفیت ارقام تعهدی است. قدر مطلق تفاوت سود عملیاتی و جریان وجه نقد عملیاتی به عنوان معیار کیفیت ارقام تعهدی و به طور کلی‌تر، کیفیت گزارشگری مالی در نظر گرفته شده است. همچنین **AQ * HighFCF** بیانگر اثر متقابل کیفیت ارقام تعهدی و شاخص بیش (کم) سرمایه‌گذاری است.

Controls، متغیرهای کنترلی موثر بر میزان سرمایه‌گذاری، به شرح ذیل در نظر گرفته شده‌اند:

Size (لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام)

MTB (نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری آن)

Tangibility (نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها)

Leverage (مجموع بدهی‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام)

Dividend (سود پرداختی، برابر با یک اگر شرکت سود پرداخت کند و در غیر این صورت صفر)

Loss (زیان، اگر سود خالص قبل از اقلام غیرمترقبه منفی باشد برابر با یک و در غیر این صورت صفر)

روش پژوهش

این تحقیق از نظر روش گردآوری داده‌ها، تحقیق توصیفی و مبتنی بر تحلیل رگرسیون با استفاده از داده‌های تابلویی^۳ است و از نظر هدف، تحقیقی کاربردی تلقی می‌شود. به این صورت که داده‌های مورد نیاز در طول چهار سال (۱۳۸۵-۱۳۸۸) برای ۱۱۱ شرکت جمع‌آوری و محاسبه شده است و در نهایت تحلیل داده‌ها و آزمون‌ها به کمک نرم‌افزارهای Excel Eviews انجام شده است.

برای انجام این تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری در نظر گرفته شدند و نمونه آماری به صورت حذف سیستماتیک از میان شرکت‌ها زیراستخراج گردید.

نمونه شامل شرکت‌هایی است که همه شرایط زیر را دارا باشند:

۱. پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند باشد.
۲. اطلاعات مالی آن‌ها قابل دسترس باشد.
۳. در طی دوره مورد بررسی (۱۳۸۵-۱۳۸۸) تغییر سال مالی نداشته باشند.
۴. جزو شرکت‌های مالی (مثل بانک‌ها، مؤسسات بیمه) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشد.
۵. غیر تلفیقی و حسابرسی شده باشند.

یافته‌های پژوهش

با توجه به مدل (۱) و با فرض اینکه محافظه‌کاری کارایی کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد، زمانی که کمتر از حد مطلوب سرمایه‌گذاری شده است (مقادیر شاخص **HighFCF** صفر و یا نزدیک به صفر باشد)، انتظار داریم δ_1 مثبت باشد؛ به این معنا که محافظه‌کاری سرمایه‌گذاری‌های سرمایه‌ای را در شرایطی که با کم سرمایه‌گذاری مواجه‌ایم افزایش دهد. زمانی که بیش سرمایه‌گذاری رخ می‌دهد (مقادیر شاخص **HighFCF** یک و یا نزدیک به یک

باشد) انتظار داریم که ضریب δ_2 مقداری منفی و بزرگ تر از δ_1 باشد به طوری که $(\delta_1 + \delta_2 < 0)$. به این معنا که محافظه کاری سرمایه گذاری را در شرایطی که با بیش سرمایه گذاری مواجهیم کاهش دهد. به همین ترتیب نیز انتظار داریم ضریب δ_3 در شرایط کم سرمایه گذاری مقادیر مثبت و ضریب δ_4 در شرایط بیش سرمایه گذاری مقادیری منفی و بزرگ تر از δ_3 را به خود اختصاص دهد، به طوری که $\delta_3 + \delta_4 < 0$.

پیش از بررسی معنی داری مدل رگرسیونی تحقیق و متغیرها و ضرایب آن‌ها، نگاهی داریم به آمار توصیفی تحقیق و آزمون‌های آماری مربوط به فرضیات کلاسیک مدل تحقیق

نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	مینیمم	ماکسیمم	انحراف استاندارد	میانه	میانگین
Investment	-۴۴.۰	۴۰.۰	۰۶.۰	۰۳.۰	۰۴.۰
Cons	-۰۴.۰	۱۹.۰	۰۲.۰	۰۰.۰	۰۱.۰
conc*HighFCF	-۰۳.۰	۰۶.۰	۰۱.۰	۰۰.۰	۰۰.۰
AQ	۰۰.۰	۴۲.۰	۰۳.۰	۰۲.۰	۰۲.۰
Size	۳۹.۸	۶۶.۱۶	۴۵.۱	۳۲.۱۲	۵۰.۱۲
MB	۵۴.۰	۱۴.۶	۶۴.۰	۱۵.۱	۳۵.۱
StdCFO	۰۰.۰	۳۲.۰	۰۴.۰	۰۴.۰	۰۵.۰
StdInvestment	۰۰.۰	۳۸.۰	۰۵.۰	۰۳.۰	۰۴.۰
Tangibility	-۰۱.۰	۹۱.۰	۱۷.۰	۲۲.۰	۲۶.۰
Leverage	-۰۵.۰	۶۳.۳۱	۳۴.۳	۲۷.۱	۲۲.۲
CFOsale	-۲۹.۱	۱۶.۱	۲۲.۰	۱۸.۰	۲۲.۰
Slack	۰۰.۰	۲۰.۳	۳۱.۰	۱۲.۰	۲۲.۰
Dividend	۰۰.۰	۰۰.۱	۱۷.۰	۰۰.۱	۹۷.۰
Loss	۰۰.۰	۰۰.۱	۲۹.۰	۰۰.۰	۰۹.۰

همچنان که از نگاره (۱) معلوم است میانگین سرمایه گذاری ۰۴.۰ و میانه آن ۰۳.۰ می باشد. یعنی نیمی از شرکت‌های بورس بیشتر از ۰۳.۰ و نیمی دیگر کمتر از آن سرمایه گذاری می کنند. دارای حداقل مقدار -۴۴.۰ و حداکثر مقدار ۴۰.۰ می باشد. و میانگین متغیر محافظه کاری ۰۱.۰ و میانه آن صفر است، نشان دهنده این مطلب است که میزان محافظه کاری در شرکت‌های بورس به هم نزدیک است. حداقل مقدار آن -۰۴.۰ و حداکثر مقدار آن ۱۹.۰

است. همان گونه که در جدول ۴-۱ مشاهده می‌شود، میانگین و میانه داده‌ها نزدیک به هم بوده و انحراف معیار کمی دارند، بنابراین داده‌ها دارای توزیع نرمال‌اند.

در رابطه با تست فرضیات کلاسیک مدل همچنان که در نگاره (۲) ارائه شده است آماره آزمون در سطح ۵ درصد معنادار است، بنابراین وجود ناهمسانی واریانس پذیرفته می‌شود. در این تحقیق برای رفع ناهمسانی واریانس از GLS استفاده است.

نگاره (۲): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس-آزمون وایت

شرح	مقدار آماره	احتمال
F-statistic	۸۲۷۳۷۱.۲	۰.۰۰۰
Obs*R-squared	۴۴۴۰.۲۰۳	۰.۰۰۰

برای آزمون معنی دار بودن استفاده از روش داده‌های تابلویی در برآورد رگرسیون از آزمون F و برای انتخاب بین روش اثرات ثابت^۴ و اثرات تصادفی^۵ از آزمون هاسمن استفاده می‌کنیم.

نگاره (۳): نتایج آزمون آماره F

شرح	مقدار آماره	درجه آزادی	احتمال
Cross-section F	۸۱۴۹۳۷.۲	(۱۱۰،۳۲۰)	۰.۰۰۰

نگاره (۴): نتایج آزمون هاسمن^۶

شرح	مقدار آماره	درجه آزادی	احتمال
Cross-section random	۹۷۲۱۶۶.۹۱	۱۳	۰.۰۰۰

نگاره (۵): نتایج برآورد مدل (۱)

متغیر	متغیر وابسته: سرمایه‌گذاری		
	ضریب	آماره t	احتمال
Cons	۸۷۷۹۸۲.۰۰	۷۱۶۶۸۵.۲	۰.۰۶۹
ConsHighFCF	-۲۰۹۹۸۳.۰۱	-۵۶۶۹۲۱.۲	۰.۱۰۷
AQ	-۹۴۸۶۷۱.۰۱	-۴۰۰۱۹۰.۰۱	۱۶۲۴
AQHighFCF	۲۲۱۱۵۶.۲	۲۹۹۱۷۰.۰۱	۱۹۴۸
Size	-۰.۲۱۹۶۵.۰۰	-۵۰۹۳۶۲.۰۱	۱۳۲۲
MTB	۰.۲۵۶۴۹.۰۰	۱۰۳۸۷۴.۰۸	۰.۰۰۰
Tangibility	-۱۵۱۱۲۴.۰۰	-۰.۷۸۹۰۱.۰۳	۰.۰۲۳
Leverage	-۰.۰۷۷۸۹.۰۰	-۵۱۷۳۱۶.۰۲	۰.۱۲۳
Dividend	۰.۰۷۱۴۵.۰۰	۳۷۵۳۸۳.۰۰	۷۰.۷۶
Loss	۰.۰۷۰۲.۰۰	۸۹۶۴۲۸.۰۰	۳۷۰.۷

با توجه به احتمال بدست آمده در هر دو آزمون، در این مدل از روش اثرات ثابت استفاده می‌شود.

همان گونه که در نگاره (۶) مشاهده می‌شود، سطح معنی داری آماره F کوچک‌تر از ۵ درصد است، بنابر این کل رگرسیون از اعتبار آماری لازم برخوردار است. آماره دوربین واتسن^۷ با مقدار ۴۷.۲ نشان دهنده‌ی عدم خودهمبستگی متغیرها است. ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۴۲.۰ است و نشان می‌دهد ۴۲.۰ تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل توضیح داده می‌شود. همان گونه که مشاهده می‌شود رابطه بین میزان سرمایه‌گذاری‌های آتی و معیار محافظه کاری

(Cons) با t آماری برابر با ۷۱۶۶.۲ و سطح معنا داری برابر با ۰.۰۰۶، در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. همچنین رابطه بین سرمایه‌گذاری و معیار بیش (کم) سرمایه‌گذاری (Cons * Highfcf) با t آماری برابر با ۵۶۶۹.۲ و سطح معنا داری برابر با ۰.۰۱، در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. ضریب Cons مثبت و برابر با ۰.۸۷ می‌باشد و نشان‌دهنده‌ی این است که شرکت‌هایی که محدودیت در تأمین مالی دارند و در نتیجه کم سرمایه‌گذار هستند (Highfcf آن‌ها صفر است)، به کارگیری محافظه کاری در حسابداری، میزان سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. همچنین ضریب Cons * Highfcf منفی و مقدار آن برابر با ۰.۱۲۰- می‌باشد. نشان‌دهنده‌ی این مطلب است که در شرکت‌هایی که با محدودیت در نقدینگی مواجه نیستند و یا جریان‌های نقدی آزاد دارند (Highfcf آن‌ها یک است) و در شرایط بیش سرمایه‌گذاری قرار دارند، حسابداری محافظه کارانه میزان سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. در نتیجه، می‌توان گفت، شرکت‌هایی که محافظه کارترند به واسطه کاهش بیش (کم) سرمایه‌گذاری، به صورت کاراتری نیز سرمایه‌گذاری می‌کنند. بنابر این فرضیه اول پذیرفته می‌شود. این نتایج، مطابق با یافته‌های پژوهش انجام شده توسط گارسیا لارا و همکاران می‌باشد. اما در مورد رابطه میان کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری نتایجی

نگاره (۶): نتایج برآورد مدل (۱)

آماره دوربین-واتسون	۴۷۴۶۸۵.۲	آماره F	۶۷۶۹۷۴.۳
ضریب تعیین تعدیل شده	۴۲.۰۳۳۷	احتمال آماره F

متفاوت از یافته‌های دیگر محققان حاصل شده است. متغیر کیفیت اقلام تعهدی با آماره ۱ برابر با ۴۰۰۱- و سطح معناداری برابر با ۱۶.۰ و همچنین معیار بیش (کم) سرمایه‌گذاری با آماره ۱ برابر با ۲۹۹۱ سطح معناداری برابر با ۱۹.۰، رابطه معنی‌داری با متغیر وابسته نشان نمی‌دهد؛ به عبارت دیگر، در مورد نمونه‌هایی که در آن، اعمال محافظه‌کاری، باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود، کیفیت اقلام تعهدی و به تبع آن کیفیت گزارشگری مالی، رابطه معنی‌داری را با میزان سرمایه‌گذاری‌های آتی‌ها نشان نمی‌دهد. بنابراین فرضیه دوم رد می‌شود. این در حالی است که بیدل و همکاران در سال ۲۰۰۹ و گارسیا لارا و همکاران در سال ۲۰۱۰ در تحقیقات خود با استفاده از شاخص کیفیت اقلام تعهدی به عنوان معیار کیفیت گزارشگری مالی و با آزمون نمونه بزرگی از بانک اطلاعاتی COMPUSTAT نشان دادند، کیفیت بالاتر گزارشگری مالی باعث کارآتر شدن سرمایه‌گذاری‌های سرمایه‌ای شرکت‌ها خواهد بود.

نتیجه‌گیری

در این تحقیق ارتباط میان محافظه‌کاری، کیفیت اقلام تعهدی و کارایی سرمایه‌گذاری در میان ۱۱۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طول سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۸۸ مورد بررسی قرار گرفته است. برای آزمون فرضیات از مدل تعدیل شده بیدل و همکاران (۲۰۰۹) استفاده شده و آزمون فرضیات به صورت تحلیل رگرسیون با استفاده از داده‌های تابلویی و به روش اثرات ثابت انجام شده است. نتایج تحقیق حاکی از وجود رابطه معنادار و مستقیم میان متغیر سرمایه‌گذاری‌های آتی و معیار محافظه‌کاری (Cons) و رابطه منفی میان متغیر وابسته تحقیق و اثر متقابل معیار بیش (کم) سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری (Highcf) می‌باشد. این روابط نشان می‌دهند در شرکت‌هایی که در تأمین مالی محدودیت دارند و یا دارای وجوه نقد آزاد بوده و کمتر اهرمی هستند، اعمال محافظه‌کاری میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را در جهت بهینه‌تدیل خواهد نمود. این نتایج مطابق با نتایج تحقیق گارسیا لارا و اسما (۲۰۱۰) می‌باشد.

در مورد ارتباط میان کیفیت اقلام تعهدی و میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در هر دو حالت بیش و یا کم سرمایه‌گذاری، ارتباط معنی‌داری میان متغیرهای مزبور مشاهده نشده است. ثقفی و عرب مازار نیز در تحقیق خود تحت عنوان رابطه کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی

سرمایه گذاری، رابطه منفی و بسیار ناچیزی میان کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه گذاری بیشتر (کمتر) از حد به عنوان نا کارایی سرمایه گذاری یافتند؛ ولی عملاً هیچ گونه همبستگی معناداری را میان متغیرهای مذکور تأیید نکردند. این محققان در مورد دلایل عدم معناداری رابطه کیفیت ارقام تعهدی و کارایی سرمایه گذاری معتقدند، سرمایه گذاران در بازار سرمایه ایران صرفاً بر کمیت ارقام مندرج در گزارش های مالی شرکت ها تأکید دارند و نه کیفیت محتوا و ارائه آن ها؛ بنابراین، این گزارش ها کاربردی نیستند و هیچ گونه ارتباطی با چگونگی بودجه بندی سرمایه ای شرکت و کارایی چنین سرمایه گذاری هایی ندارند. همچنین نبود مؤسسات رتبه بندی و یکسان بودن هزینه های تأمین مالی اکثر شرکت های فعال در بازار بورس ایران موجب گردیده تا کیفیت گزارشگری مالی تأثیری بر هزینه های تأمین مالی شرکت های بورسی ایران نداشته باشد.

آشکار است که انجام سرمایه گذاری های سرمایه ای در شرکت ها، علاوه بر مسائل مربوط به انتخاب مطلوب ترین پروژه ها جهت سرمایه گذاری، مستلزم خروج بخش عمده ای از منابع شرکت جهت انجام سرمایه گذاری ها است، از طرف دیگر رد پروژه های سودآور، منجر به کاهش فرصت های رشد و ارزش شرکت خواهد شد و در نتیجه در دراز مدت، کاهش شاخص های کلان اقتصادی کشور را به دنبال خواهد داشت. بنابراین لزوم شناسایی و تأکید بر عوامل موثر بر انجام هر چه کاراتر سرمایه گذاری های سرمایه ای حائز اهمیت خواهد بود. با توجه به نتایج به دست آمده از تحقیق حاضر، اهمیت به کارگیری میثاق محدودکننده محافظه کاری بر حذف مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه ایران، بدیهی است و می توان به لزوم برقراری بسترهایی چون افزایش سطح افشاء و الزام به بکارگیری محافظه کارانه تر برخی روش های حسابداری، واقف شد.

پی نوشت ها

Under investment	Random effects
Over investment	Hausman test
Panel data	Durbin-Watson statistic
Fix effects	

منابع

- استانداردهای حسابداری ایران. (۱۳۸۶). تهران: سازمان حسابرسی
- تهرانی، ر؛ حصارزاده، رضا. (۱۳۸۸). "تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری". تحقیقات حسابداری. شماره سوم: ۶۷-۵۰
- تقفی، علی؛ عرب مازار یزدی، محمد. (۱۳۸۹). "کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری". پژوهش‌های حسابداری مالی. سال دوم. شماره چهارم: ۲۰-۱
- رحیمی، ص. (۱۳۹۰). «رابطه بین جریان وجوه نقد آزاد و حق الزحمه حسابرسی». رساله کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران.
- رضا زاده، ج؛ آزاد، ع. (۱۳۸۷). «رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در گزارشگری مالی». بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. دوره ۱۵. شماره ۵۴: ۸۰-۶۳
- مدرس، ا؛ حصارزاده، رضا. (۱۳۸۷). «کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری». فصل نامه بورس اوراق بهادار. سال اول. شماره دوم. ۱۱۶-۸۵
- مهرانی، کاوه؛ حلاج، م؛ حسنی، ع. (۱۳۸۸). «بررسی محافظه کاری در سود حسابداری و رابطه آن با اقلام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران». تحقیقات حسابداری. شماره سوم. ۱۰۷-۸۸
- محمودآبادی، ح؛ مهتری، ز. (۱۳۹۰). «رابطه بین محافظه کاری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پیشرفت‌های حسابداری. دوره سوم. شماره دوم: ۱۴۰-۱۱۳

- Ahmed, A. S. , B. K. Billings, R. M. Morton and M. Stanford-Harris. 2002. The role of Accounting Conservatism in Mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. *The Accounting Review* 77(4) : 867-8
- Ahmed, A. S and S. Duellman. 2007b. Evidence on the role of accounting conservatism incorporate governance. *Journal of Accounting and Economics* 43: 411-437
- Basu, s. 1997. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 24: 3-37
- Bushman, R. M. and A. J. Smith. 2001. Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics* 32: 237-333.
- Biddle, G. C. , and G. Hilary. 2006. Accounting quality and firm-level capital investment. *The Accounting Review* 81 (5): 963-982.
- Biddle, G. C, G. Hilary and R. S. Verdi. 2009. How does financial reporting quality improve investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*.

- Khan, M. , and R. L. Watts. 2009. Estimation and Empirical Properties of a firm-year Measure of Accounting Conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, forthcoming.
- Garcia lara, J. M and Garcia Osmá, B. 2010. Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency. www.ssrn.com
- Jackson, S. B. , X. Liu and M. Cecchini. 2009. Economic consequences of firms depreciation method choice: evidence from capital investments. *Journal of Accounting and Economics*
- Morgando A. , Pindado J. , 2003, The underinvestment and overinvestment hypotheses: An analysis using panel data ,*working paper SSRN*.
- Myers S. , Majluf N. , 1984, Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do not Have , *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Rocca, Maurizio. L, Alfio Cariola and Elvira-Tiziana La Rocca, (2004), "Overinvestment and Underinvestment Problems: determininig factors, consequences and solutions", Working paper, University of Calabria.
- Verdi, R. S. 2006. Financial reporting quality and investment efficiency. Working paper, MIT.

