

بررسی رابطه محافظه کاری و کارایی سرمایه گذاری با توجه به وضعیت تأمین مالی و مالکیت نهایی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

* مهدی مرادزاده فرد

** مریم فرج زاده

*** شیما کرمی

**** مرتضی عدل زاده

چکیده

هدف پژوهش حاضر، بررسی رابطه بین محافظه کاری و سطح سرمایه گذاری در شرایط نیاز یا عدم نیاز به تامین مالی و همچنین بررسی اثر مالکیت نهایی بر رابطه ی بین محافظه کاری و سطح سرمایه گذاری می باشد. جامعه آماری این پژوهش، شامل ۱۰۳ شرکت است که برای دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۹۱ بررسی شده اند. به منظور آزمون فرضیه های پژوهش از روش داده های ترکیبی با کنترل اثرات ثابت استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش نشان می دهد که در شرکتهایی که نیاز به تامین مالی خارجی ندارند، رابطه محافظه کاری با سرمایه گذاری منفی است و در شرکتهایی که نیاز به تامین مالی خارجی دارند این رابطه مثبت است. همچنین در شرکتهایی که مالکیت نهایی آنها در اختیار بخش دولتی و شبه دولتی است، رابطه محافظه کاری و سرمایه گذاری منفی می باشد. بر این اساس با شدت یافتن مسائل نمایندگی، محافظه کاری به عنوان یک مکانیزم کنترلی در جهت کاهش مسائل نمایندگی عمل می کند. واژگان کلیدی: محافظه کاری، کارایی سرمایه گذاری، مالکیت نهایی، عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه های نمایندگی.

* دانشیار، گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرج، نویسنده مسئول moradzadehfard@kiaou.ac.ir

** دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه علوم اقتصادی

*** کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه علوم اقتصادی

**** دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی

مقدمه

یکی از قابل تأمل ترین و چالش برانگیزترین مسائل عصر حاضر، بحث توسعه اقتصادی است و از عوامل موثر بر توسعه اقتصادی، سرمایه گذاری کارا است. سرمایه گذاری کارا به معنی پذیرش پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت و سرمایه گذاری غیر کارا به معنی صرف نظر کردن از پروژه‌های سرمایه گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت (سرمایه گذاری کمتر از حد) یا انتخاب پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه گذاری بیش از حد) است (رودریگو، ۲۰۰۶). سرمایه گذاری غیر کارا از دو عامل زیر ناشی می شود:

۱- عدم تقارن اطلاعاتی

۲- مسئله نمایندگی

در شرایطی که شرکت با محدودیت نقدینگی مواجه است، وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه گذاران باعث خواهد شد سرمایه گذاران به سبب پذیرش ریسک بیشتر، هزینه سرمایه ی بالایی را مطالبه نمایند (عرب مازار و طالبیان، ۱۳۸۷). که این امر باعث افزایش هزینه تأمین مالی بیرونی خواهد شد. در نتیجه، به دلیل هزینه های تأمین مالی بالا، واحد تجاری از قبول و انجام پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت صرف نظر خواهد کرد، که این امر منجر به سرمایه گذاری کمتر از حد می شود (رودریگو، ۲۰۰۶).

در حالی که مسئله نمایندگی باعث خواهد شد که مدیران برای افزایش منافع خود، از جریان های نقدی آزاد سوء استفاده نموده و در طرح های با خالص ارزش فعلی منفی سرمایه گذاری نمایند که این امر در نهایت منجر به سرمایه گذاری بیش از حد می شود (جنسن، ۱۹۸۶)، (استولز، ۱۹۹۰). محافظه کاری یک واکنش محتاطانه به عدم اطمینان های آتی است که با تسریع در شناسایی اخبار بد (زیان ها) نسبت به اخبار خوب (سود ها) باعث افزایش کیفیت و قابلیت اتکای سود می شود (بیسو، ۱۹۹۷) و بدین وسیله از عدم تقارن اطلاعاتی بازار کاسته و ریسک سرمایه گذاران و به تبع آن هزینه تأمین مالی بیرونی را کاهش می دهد (واتز، ۲۰۰۳)، (بال و همکاران، ۲۰۰۹). همچنین محافظه کاری با افزایش انگیزه های مدیر برای عدم پذیرش پروژه های با خالص ارزش فعلی منفی بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر می گذارد زیرا در صورت پذیرش این پروژه ها امکان به تعویق انداختن زیان های ناشی از آن به دلیل محافظه کاری وجود نخواهد داشت (فروغی و صادقی، ۱۳۸۹). بنابراین محافظه کاری، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران و در نتیجه هزینه های نمایندگی را کاهش می دهد و به گزینش صحیح پروژه ها منجر می شود.

از سوی دیگر باید به این موضوع توجه داشت که نوع مالکیت شرکت‌ها می‌تواند منعکس کننده مسائل گوناگون اطلاعاتی، نمایندگی و ... باشد. بر این اساس نوع مالکیت نهایی شرکت‌ها می‌تواند بر رابطه میان محافظه کاری و کارایی سرمایه گذاری اثرگذار باشد. در این پژوهش نخست به بررسی اثر محافظه کاری بر سرمایه گذاری پرداخته می‌شود. نکته حائز اهمیت در این بررسی آن است که شرکت‌ها با توجه به کفایت و یا عدم کفایت منابع داخلی برای انجام طرح‌های سرمایه گذاری، به دو دسته تقسیم شده و انتظار می‌رود که محافظه کاری در هر دسته از این شرکت‌ها نقش متفاوتی را ایفا نماید. سپس به بررسی رابطه محافظه کاری و سرمایه گذاری، پس از کنترل اثر مالکیت نهایی پرداخته می‌شود.

پیشینه تحقیق

تحقیقات داخلی

مدرس و حصارزاده (۱۳۸۷) به بررسی کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری پرداخته اند. یافته های این پژوهش، حاکی از آن است که کیفیت گزارشگری مالی از طریق کاهش سرمایه گذاری، می‌تواند موجب ارتقای کارایی سرمایه گذاری شود. تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر عدم کارایی سرمایه گذاری را بررسی نموده و به این نتیجه رسیدند که جریان نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی، به ترتیب سرمایه گذاری بیش از حد و سرمایه گذاری کمتر از حد را به دنبال خواهد داشت. حساس یگانه و شهریاری (۱۳۸۹)، به بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و محافظه کاری پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از رابطه منفی معنادار بین تمرکز مالکیت و محافظه کاری بود.

تحقیقات خارجی

بیدل و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهشی رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از تحقیق حاکی از وجود رابطه منفی بین کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه گذاری بیش از حد می‌باشد. این نتایج از وجود رابطه مثبت بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری حکایت می‌نماید. گارسیا و همکاران (۲۰۰۹) رابطه محافظه کاری و کارایی سرمایه گذاری را مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش مؤید رابطه منفی بین

محافظه کاری و سرمایه گذاری بیش از حد در دارایی های سرمایه ای بود. همچنین نتایج از وجود رابطه مثبت بین محافظه کاری و کارایی سرمایه گذاری واحد تجاری خبر می دهد. بنابراین شرکت هایی که گزارش های محافظه کارانه تری دارند، کارایی سرمایه گذاری شان بیشتر و پروژه هایشان سودآورتر، خواهد بود. چنگ و همکاران (۲۰۱۳) به بررسی این موضوع پرداختند که آیا افشای ضعف با اهمیت در کنترل های داخلی موجب بهبود کارایی سرمایه گذاری می شود؟ نتایج این تحقیق بیانگر آن بود که قبل از الزام به افشای ضعف با اهمیت در کنترل های داخلی، شرکت های دارای محدودیت (عدم محدودیت) مالی، دارای سرمایه گذاری کمتر از حد (بیش از حد) بوده اند. اما پس از الزام به افشای ضعف با اهمیت در نظام کنترل داخلی بر اساس قانون ساربینز آکسلی، شاهد بهبود با اهمیت کارایی سرمایه گذاری در این دسته از شرکت ها بوده ایم. گوماریز و بالستا (۲۰۱۴) به بررسی نقش کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی در کارایی سرمایه گذاری پرداختند. نتایج حاصل از این تحقیق بیانگر آن است که کیفیت گزارشگری مالی باعث از بین رفتن مسأله سرمایه گذاری بیش از حد می گردد. همچنین سررسید بدهی کوتاه مدت تر، موجب افزایش کارایی سرمایه گذاری از طریق حل هر دو مسأله سرمایه گذاری بیش از حد و کمتر از حد می شود. چنگ و همکاران (۲۰۱۴) با استفاده از داده های مربوط به شرکت های تازه خصوصی شده در ۶۴ کشور جهان رابطه نوع مالکیت و کارایی سرمایه گذاری را مورد کنکاش قرار دادند. بر اساس شواهد حاصل از این تحقیق، مالکیت دولتی موجب کاهش کارایی سرمایه گذاری و مالکیت خارجی موجب افزایش کارایی سرمایه گذاری می شود. شواهد حاصل از این تحقیق مؤید نقش با اهمیت نوع مالکیت در رفتار و کارایی سرمایه گذاری در شرکت می باشد.

توسعه فرضیه ها

مرور ادبیات پیشین روشن می کند که محافظه کاری حسابداری می تواند موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه نمایندگی و نهایتاً اثرگذاری بر سرمایه گذاری ها گردد؛ ولیکن این اثر به شکل دقیق مشخص نیست. از یک سو محافظه کاری سطح سرمایه گذاری را افزایش می دهد. احمد و همکاران (۲۰۰۲) مطالعاتی انجام داده اند که نشان می دهد، محافظه کاری حسابداری نقش با اهمیتی در حل مشکلات نمایندگی میان دارندگان اوراق قرضه و سهامداران ایفا می کند. ژانگ (۲۰۰۸) به این نتیجه دست یافت که محافظه کاری

حسابداری موجب تسهیل اخذ وام می‌گردد، چراکه دسترسی به نرخ‌های بهره پایین‌تر را تسهیل می‌کند. همچنین مطالعات صورت گرفته توسط ایسلی و اوهارا (۲۰۰۴)، اوهارا (۲۰۰۳)، و لامبرت (۲۰۰۷)، نشان داد که محافظه‌کاری کمک می‌کند تا خطرهای اطلاعاتی مشخصی که قابل حذف نیستند کاهش یافته و در نتیجه هزینه سرمایه کاهش یابد. بیدل و هیلاری (۲۰۰۶) دریافتند که اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از طریق رفع عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران خارجی می‌گردد. از سوی دیگر محافظه‌کاری موجب افول سرمایه‌گذاری می‌شود. واتر و زیمرمن (۱۹۸۶) عقیده داشتند که محافظه‌کاری می‌تواند از سرمایه‌گذاری بیش از اندازه به وسیله مدیران فرصت طلب جلوگیری نماید. لافوند و واتس (۲۰۰۸) محدودیت‌های ایجاد شده بر مدیران به وسیله محافظه‌کاری را شناسایی نمودند. بال و همکاران (۲۰۰۰) بر این عقیده بودند که محافظه‌کاری نه تنها یکی از ویژگی‌های بااهمیت کیفیت صورت‌های مالی می‌باشد بلکه می‌تواند به عنوان یکی از مکانیزم‌های موثر حاکمیت شرکتی تلقی گردد. محافظه‌کاری حسابداری می‌تواند به طور موثری تضاد منافع مدیران و سهامداران را حل نموده و در نهایت موجب کاهش هزینه‌های نمایندگی گردد. بوشمن و همکاران (۲۰۱۱) با تجزیه و تحلیل کشورهای مختلف دریافتند که محافظه‌کاری، سرمایه‌گذاری بیش از حد را از طریق شناسایی به موقع زیان ایجاد شده به وسیله مدیران محدود می‌سازد. بر این اساس باید گفت که نقش حاکمیتی محافظه‌کاری در کاهش هزینه‌های نمایندگی و نقش علامت‌دهی آن در کاهش هزینه‌های اطلاعاتی که در مطالعات قبلی نشان داده شده‌اند، قابل تامل و بررسی بیشتر می‌باشند. زمانی که شرکت به دلیل فزونی منابع داخلی بر مخارج سرمایه‌گذاری نیاز به تامین مالی خارجی ندارد، ریسک سرمایه‌گذاری بیش از حد افزایش می‌یابد. در چنین شرایطی محافظه‌کاری حسابداری به عنوان مکانیزم جانشین حاکمیت شرکتی منجر به کاهش هزینه‌های نمایندگی گشته و سرمایه‌گذاری بیش از حد را کنترل می‌نماید. در مقابل زمانی که منابع داخلی کاهش می‌یابد، تامین مالی خارجی ضروری می‌گردد. در چنین شرایطی محافظه‌کاری باعث کاهش هزینه‌ی سرمایه از طریق رفع عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش سطح محافظه‌کاری می‌گردد.

از مطالب بالا چنین نتیجه‌گیری می‌شود که وقتی منابع داخلی برای تامین نیازهای سرمایه‌گذاری کافی نباشد، شرکت نیاز به تامین مالی خارجی پیدا می‌کند و در این شرایط

مسئله عدم تقارن اطلاعاتی عمده‌ترین مسئله‌ی پیش‌روی سرمایه‌گذاران می‌باشد. در این شرایط محافظه‌کاری از طریق اعمال نقش علامت‌دهی خود منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه تامین مالی شده و سطح سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. و به طور مشابه زمانی که منابع داخلی برای تامین نیازهای سرمایه‌گذاری کافی باشد و نیاز به تامین مالی خارجی نباشد، مسئله نمایندگی عمده‌ترین مسئله‌ی پیش‌روی سرمایه‌گذاران می‌باشد. و محافظه‌کاری به عنوان مکانیزم جانشین حاکمیت شرکتی از سوء استفاده از جریان‌های نقدی آزاد توسط مدیران جلوگیری کرده و سبب کاهش هزینه‌های نمایندگی و کاهش سطح سرمایه‌گذاری می‌شود. بدین ترتیب فرضیه اول تحقیق به شرح زیر بیان می‌شود:

فرضیه ۱: زمانی که واحد تجاری به تامین مالی خارجی نیاز داشته باشد، محافظه‌کاری دارای رابطه مثبت با سرمایه‌گذاری‌ها و زمانی که نیاز به تامین مالی خارجی وجود نداشته باشد، محافظه‌کاری دارای رابطه منفی با سرمایه‌گذاری‌ها می‌باشد.

همچنین باید گفت که مالکیت شرکتهای بورسی اغلب در کنترل سهامداران عمده است و ساختار و ماهیت مالکیت تحت کنترل سهامداران عمده منعکس کننده‌ی مسائل گوناگون اطلاعاتی، نمایندگی و درجات متفاوتی از حمایت از منافع سرمایه‌گذاران در میان شرکتهای مختلف بورسی می‌باشد (لیو، ۲۰۰۳). بنابراین از آن به عنوان متغیر جانشین برای بررسی مسائل اطلاعاتی و نمایندگی پیش‌روی واحد تجاری استفاده می‌شود. مطالعات نشان داده‌اند که طبق فرضیه‌ی نظارت فعال، افزایش در تمرکز مالکیت به کاهش مسائل نمایندگی ناشی از تفکیک مالکیت از کنترل کمک می‌کند (لاپورتا و همکاران، ۲۰۰۳). اما در عین حال مطابق فرضیه‌ی منافع شخصی و اتحاد استراتژیک، تضاد منافع میان سهامداران عمده و اقلیت را افزایش می‌دهد (کلاسنز و همکاران، ۲۰۰۲). مطالعات زیادی نشان می‌دهند که مالکیت نهایی به نحو بهتری می‌تواند مسائل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی پیش‌روی واحد تجاری را نمایان سازد. شرکتهای بورسی که مالکیت نهایی آنها در کنترل دولت و یا اشخاص حقیقی می‌باشد به دلیل نظارت کمتر از طریق افراد برون‌سازمانی دارای مسائل نمایندگی بیشتری هستند (ژیا و همکاران، ۲۰۰۵). بنابراین می‌توان گفت در شرکتهایی که مالکیت نهایی آنها در کنترل بخش دولتی و یا شبه‌دولتی و نیز اشخاص حقیقی می‌باشد، به دلیل شدت یافتن مسائل نمایندگی، محافظه‌کاری به عنوان مکانیزمی جهت کاهش سرمایه‌گذاری و تخفیف مسائل نمایندگی عمل می‌کند. بر این اساس فرضیه‌های دوم و سوم تحقیق به شرح زیر تدوین یافته‌اند:

فرضیه ۲: در شرکت‌هایی که کنترل‌کننده نهایی آن‌ها بخش دولتی یا شبه‌دولتی می‌باشد، محافظه‌کاری رابطه منفی با سرمایه‌گذاری دارد.

فرضیه ۳: در شرکت‌هایی که کنترل‌کننده نهایی آن‌ها اشخاص حقیقی می‌باشند، محافظه‌کاری رابطه منفی با سرمایه‌گذاری دارد.

گزاره های تحقیق

روش شناسی تحقیق

تحقیق حاضر از لحاظ هدف کاربردی، به لحاظ معرفت‌شناسی از نوع تجربه‌گرا، سیستم استدلال آن استقرایی و به لحاظ نوع مطالعه، میدانی - کتابخانه‌ای می‌باشد. به لحاظ تحلیل آماری نیز این پژوهش از روش داده‌های ترکیبی استفاده نموده است. با در نظر گرفتن ماهیت و روشی که در این تحقیق استفاده شده، نوعی تحقیق اثباتی - علی به شمار می‌رود. در این تحقیق از تئوری‌های بازار کارا و نمایندگی استفاده شده است و پارادایم آن کارکردگرایی است.

جامعه آماری و محدوده ی زمانی و مکانی تحقیق

قلمرو مکانی تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی تحقیق، دوره ی پنج ساله بین سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ می‌باشد. نمونه‌گیری با روش حذفی صورت پذیرفته و شرکت‌هایی در نمونه لحاظ گردیده‌اند که حائز شرایط زیر بودند:

۱. به منظور همگن شدن نمونه آماری قبل از سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 ۲. در طی سال‌های مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند.
 ۳. به دلیل ماهیت خاص فعالیت، جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی نباشند.
 ۴. برای رعایت قابلیت مقایسه، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
 ۵. مخارج سرمایه‌ای یا خالص دارایی‌های آن‌ها منفی نباشد.
- تعداد واحدهای تجاری باقی‌مانده ۱۰۳ واحد بود که در مجموع ۵۱۵ سال - شرکت مشاهده را تشکیل می‌دهند.

مدل تحقیق برای آزمون فرضیه‌ها

در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری شاخص محافظه‌کاری حسابداری، از مدل تعدیل‌شده گیولی و هان (۲۰۰۰)، استفاده شده است. شاخص محافظه‌کاری بر اساس مدل مزبور به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{اقلام تعهدی عملیاتی} = \frac{\text{شاخص محافظه‌کاری}}{\text{جمع دارایی‌ها در اول دوره}} \times (-1)$$

اقلام تعهدی عملیاتی از تفاوت سود خالص و جریان نقدی عملیاتی بعلاوه هزینه استهلاک به دست می‌آید. به عقیده گیولی و هان (۲۰۰۰) رشد اقلام تعهدی می‌تواند شاخصی از تغییر در درجه محافظه‌کاری حسابداری در طول یک دوره بلند مدت باشد. به بیانی دیگر اگر اقلام تعهدی افزایش یابد، در آن صورت محافظه‌کاری کاهش می‌یابد و برعکس؛ از این رو برای تعیین جهت محافظه‌کاری اقلام تعهدی در عدد منفی یک ضرب می‌شود.

برای آزمون فرضیه‌های اول، دوم و سوم، به ترتیب از مدل‌های رگرسیونی ۱، ۲ و ۳ استفاده شده است. مدل‌های رگرسیونی مورد استفاده در این پژوهش و متغیرهای به کار رفته در آن به شرح زیر می‌باشند:

مدل رگرسیونی ۱:

$$\text{INV}_{it} = 0 + 1\text{CONACC}_{it} + 2\text{Finance}_{it} + 3\text{CONACC} * \text{Finance}_{it} + 4\text{Hif } 10_{it} + 5\text{Restrict}_{it} + 6\text{state}_{it} + 7\text{Net Worth}_{it} + 8 \text{ Sale Growth}_{it} + 9\text{Size}_{it} + 10\text{Leverage}_{it} + \text{ن}$$

مدل رگرسیونی ۲:

$$\text{INV}_{it} = 0 + 1\text{CONACC}_{it} + 2\text{Local}_{it} + 3\text{CONACC} * \text{Local}_{it} + 4\text{Hif } 10_{it} + 5\text{Restrict}_{it} + 6\text{Net Worth}_{it} + 7\text{Sale Growth}_{it} + 8\text{Size}_{it} + 9\text{Leverage}_{it} + \text{ن}$$

مدل رگرسیونی ۳:

$$\text{INV}_{it} = 0 + 1\text{CONACC}_{it} + 2\text{Private}_{it} + 3\text{CONACC} * \text{Private}_{it} + 4\text{Hif } 10_{it} + 5\text{Restrict}_{it} + 6\text{Net Worth}_{it} + 7\text{Sale Growth}_{it} + 8\text{Size}_{it} + 9\text{Leverage}_{it} + \text{£}$$

تعریف عملیاتی متغیرهای تحقیق به شرح زیر می‌باشد:

INV: سطح مخارج سرمایه‌گذاری، که عبارت است از جمع فرعی جریان وجه نقد خروجی بابت فعالیت‌های سرمایه‌گذاری تقسیم بر ارزش دفتری جمع دارایی‌ها.

CONACC: متغیر سطح محافظه‌کاری که از طریق مدل گیولی و هان (۲۰۰۰) مورد اندازه‌گیری قرار گرفته است. **Finance**: متغیر مجازی مربوط به وضعیت نیاز به تامین مالی بیرونی، که چنانچه $Net\ Worth > INV$ (کفایت منابع داخلی برای انجام سرمایه‌گذاری) برابر یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود. **Net worth**: خالص ارزش منابع داخلی آماده برای سرمایه‌گذاری که برابر است با خالص وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی (**CFO**) به علاوه نقدینگی ذخیره شده برای سرمایه‌گذاری (**liquidity**). **CFO**: خالص جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی طی دوره جاری که برای خنثی کردن اثر تورم بر آن، بر جمع ارزش دفتری دارایی‌های پایان دوره تقسیم می‌شود. **Liquidity**: نقدینگی، متغیر مصنوعی مالی است که منعکس‌کننده نقدینگی ذخیره شده برای سرمایه‌گذاری می‌باشد و عبارت است از: سرمایه پولی ابتدای دوره به علاوه خالص دارایی‌های مالی قابل معامله نگهداری شده در ابتدای دوره که برای خنثی کردن اثر تورم بر جمع ارزش دفتری دارایی‌های پایان دوره تقسیم می‌شود. **Hif 10**: متغیر اندازه‌گیری درجه تمرکز مالکیت، که عبارت است از جمع توان دوم نسبت مالکیت ده سهامدار عمده اول. **Restrict**: متغیر اندازه‌گیری درجه محدودیت مالکیت که عبارت است از نسبت حاصل از تقسیم جمع نسبت مالکیت سهامدار عمده دوم تا دهم بر نسبت مالکیت سهامدار عمده نخست. **State**: متغیر مجازی مربوط به ماهیت مالکیت که چنانچه سهامدار عمده نخست بخش دولتی یا شبه دولتی باشد برابر با یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود. **Local**: متغیر مجازی که در صورتی که کنترل‌کننده نهایی بخش دولتی و یا شبه دولتی باشد برابر با یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود. **Private**: متغیر مجازی، در صورتی که کنترل‌کننده نهایی شخص حقیقی باشد برابر با یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود. **Sales Growth**: نسبت رشد فروش که عبارت است از فروش دوره جاری منهای فروش دوره قبل، تقسیم بر فروش دوره گذشته. **Size**: اندازه شرکت که از طریق لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌ها در پایان دوره محاسبه می‌شود.

Leverage: اهرم که برابر است با نسبت دارایی به بدهی در پایان دوره.

روش آماری تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این مقاله از روش داده‌های ترکیبی (پانل) برای آزمون‌های آماری استفاده شده است. بدین منظور ابتدا داده‌ها در نرم افزار Excel به صورت بانک اطلاعاتی ذخیره شده و سپس با استفاده از نرم‌افزار اقتصادسنجی Statta آزمون‌های آماری صورت پذیرفته است. در این روش آماری قبل از اجرای آزمون‌ها باید نوع داده‌ها از جهت آنکه آیا بین مقاطع، ناهمگنی یا تفاوت‌های فردی وجود دارد و یا خیر، بررسی شوند. برای این منظور از آزمون لیمر که دارای آماره F می‌باشد استفاده شده است. در صورتی که بین مقاطع تفاوت معنی‌داری وجود نداشته باشد، باید از روش داده‌های تلفیقی و در صورت وجود تفاوت معنی‌دار بین مقاطع، باید از روش داده‌های تابلویی استفاده نمود. در آزمون لیمر فرضیه H_0 یکسان بودن عرض از مبداها و فرضیه مقابل H_1 ، ناهمسانی عرض از مبداها می‌باشد. در صورتی که نتایج آزمون لیمر نشان‌دهنده مناسب بودن روش داده‌های تابلویی باشد، باید این موضوع را مشخص کرد که کدام یک از روش‌های اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی برای تخمین آن مناسب‌تر هستند. برای بررسی این موضوع از آزمون هاسمن استفاده شده است. فرضیه H_0 در آزمون هاسمن بیانگر مناسب بودن استفاده از روش اثرات تصادفی می‌باشد. در صورت عدم پذیرش فرضیه H_0 باید از روش اثرات ثابت استفاده نمود.

در صورت استفاده از روش داده‌های ترکیبی دو مورد از مفروضات کلاسیک رگرسیون دارای اهمیت می‌باشند. نخست همسانی واریانس و دوم عدم وجود خودهمبستگی بین اجزای اخلاص. برای بررسی مورد اول از آزمون بروش پاگان استفاده شده است. فرضیه H_0 این آزمون بر همسانی واریانس دلالت دارد و در این صورت از روش حداقل مربعات معمولی (OLS) برای برآورد مدل استفاده می‌شود. در صورت عدم پذیرش فرضیه H_0 ، داده‌ها دارای ناهمسانی واریانس بوده و بدین ترتیب باید از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) استفاده نمود. برای بررسی وجود خودهمبستگی نیز از آزمون دوربین - واتسون استفاده شده است.

یافته‌های تحقیق

آمار توصیفی

جدول شماره ۱ نشان‌دهنده آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق است. این جدول شامل شاخص‌های میانگین، میانه، انحراف معیار، حداقل و حداکثر هر یک از متغیرها می‌باشد.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرها

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
INV	۰,۰۶۵۹۴۱۷	۰,۰۴۲۶۸۲۸	۰,۰۶۹۴۲۵۴	۰	۰,۴۱
CONACC	-۰,۰۵۹۱۶۵	-۰,۰۵۵۲۹۰۸	۰,۱۰۷۱۰۶۸	-۰,۵۶	۰,۵۵
Finance	۰,۷۲۲۰۳۸۸	۱	۰,۴۴۳۳۲۷۹	۰	۱
CONACC*Finance	-۰,۰۴۴۷۱۸۴	-۰,۰۱۴۰۱۲	۰,۰۹۱۱۷۳	-۰,۵۳	۰,۲۵
Hif 10	۰,۳۳۲۳۱۰۷	۰,۳۰۵۸۳۹	۰,۲۰۲۷۲۱۵	۰,۰۸	۱
Restrict	۱,۰۳۴۴۴۶۶	۰,۶۸۴۴۰۱	۱,۱۴۷۷۹۶	۰	۹,۰۹
State	۰,۷۸۴۴۶۶	۱	۰,۴۱۱۵۹۲۱	۰	۱
Net Worth	-۰,۰۶۶۱۵۵۳	-۰,۰۸۶۰۲	۰,۶۱۹۴۳۶۱	-۷,۰۲	۶,۱۷
Sale Growth	۰,۲۳۶۱۱۶۵	۰,۱۵۳۲۲۸	۰,۹۳۷۹۵۶	-۰,۹۱	۱۸,۸۶
Size	۵,۸۶۱۷۶۷	۵,۷۸۴۶۰۶	۰,۷۰۰۶۵۲۷	۴,۲۹	۷,۹۶
Leverage	۰,۵۸۵۸۶۴۱	۰,۶۰۰۵۰۷	۰,۱۷۸۰۲۷۹	۰,۰۹۶	۱,۱۴
Local	۰,۷۸۴۴۶۶	۱	۰,۴۱۱۵۹۲۱	۰	۱
CONACC * Local	-۰,۰۴۴۱۹۴۲	-۰,۰۲۴۸۱	۰,۱۲۶۳۳۹۸	-۰,۵۳	۰,۵۵
Private	۰,۲۱۵۵۳۴	۰	۰,۴۱۱۵۹۲۱	۰	۱
CONACC * Private	-۰,۰۱۱۴۱۷۵	۰	۰,۰۵۴۹۴۰۱	-۰,۵۶	۰,۳۱

آمار استنباطی

آزمون فرضیه اول

برای آزمون فرضیه اول از مدل رگرسیونی شماره ۱ استفاده شده است. قبل از ارائه نتایج حاصل از اجرای مدل، نتایج حاصل از پیش‌آزمون‌های صورت گرفته ارائه شده است. این پیش‌آزمون‌ها شامل آزمون‌های لیمر، هاسمن و بروش پاگان می‌باشد. جدول ۲ نشان‌دهنده نتایج این آزمون‌ها می‌باشد.

جدول ۲. نتایج آزمون های لیمر ، هاسمن و بروش پاگان

نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	فرض H_0	نتیجه
F لیمر	آماره F: ۳,۸۹	۰,۰۰۰۰	رد فرضیه	استفاده از روش داده های تابلویی
هاسمن	آماره کای دو: ۳۹,۱۵	۰,۰۰۰۰	رد فرضیه	استفاده از روش اثرات ثابت
بروش پاگان	آماره کای دو: ۸۵,۱۸	۰,۰۰۰۰	رد فرضیه	استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته

نتایج حاصل از هر سه آزمون بیانگر رد فرضیه H_0 می باشد. نتایج آزمون لیمر بیانگر مناسب بودن استفاده از روش داده های تابلویی می باشد. آزمون هاسمن نیز بر استفاده از روش اثرات ثابت دلالت دارد. نتایج آزمون بروش پاگان نیز نشان می دهد که باید از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برای اجرای مدل استفاده کرد. جدول شماره ۳ نشان دهنده نتایج اجرای مدل رگرسیونی ۱ می باشد.

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه اول

مدل تحقیق = $INV = \beta_0 + \beta_1 CONACC + \beta_2 Finance + \beta_3 CONACC * Finance + \beta_4 Hif\ 10 + \beta_5 Restrict + \beta_6 state + \beta_7 Net\ Worth + \beta_8 Sale\ Growth + \beta_9 Size + \beta_{10} Leverage + \xi$			
متغیر	ضریب متغیر	آماره Z	$P > Z $
Cons	-۰,۰۱۶۹۶۶۲	-۲,۰۰	۰,۰۴۵
CONACC	۰,۰۵۹۶۴۱۲	۳,۱۹	۰,۰۰۱
Finance	-۰,۰۰۸۲۴۹۴	-۳,۴۱	۰,۰۰۱
CONACC*Finance	-۰,۰۰۲۰۱۱۵	-۲,۲۵	۰,۰۲۵
Hif 10	۰,۰۰۵۴۰۹۳	۰,۹۴	۰,۳۴۹
Restrict	۰,۰۰۴۸۲۲۱	۳,۵۲	۰,۰۰۰
State	-۰,۰۱۰۲۶۸۵	-۳,۱۹	۰,۰۰۱
Net Worth	۰,۰۰۱۵۱۶۴	۰,۹۹	۰,۳۲۲
Sale Growth	۰,۰۰۵۰۷۶۱	۳,۹۵	۰,۰۰۰
Size	۰,۰۱۵۴۸۰۱	۱۳,۶۹	۰,۰۰۰
Leverage	-۰,۰۳۹۶۱۸۷	-۵,۱۶	۰,۰۰۰
آماره کای دو در آزمون والد: ۴۷۶,۸۴		آماره دوربین-واتسون: ۱,۷۴	سطح معنی داری: ۰,۰۰۰

برای آزمون معنی داری مدل از آماره کای دو در آزمون والد استفاده شده است. مقدار این آماره برابر با ۴۷۶٫۸۴ می باشد و سطح معنی داری آن ۰٫۰۰۰ می باشد، که نشان دهنده رد فرضیه H_0 مبنی بر عدم معنی داری مدل می باشد. مطابق با نتایج جدول بالا ضریب متغیر CONACC مثبت می باشد. که نشان دهنده رابطه مثبت محافظه کاری با سرمایه گذاری به صورت کلی می باشد. اما ضریب متغیر CONACC*Finance که نشان دهنده رابطه محافظه کاری با سرمایه گذاری در شرکت هایی که نیاز به تامین مالی خارجی ندارند می باشد، منفی می باشد. این موضوع نشان می دهد که در شرکت هایی که نیاز به تامین مالی خارجی ندارند، محافظه کاری در جهت کاهش سرمایه گذاری عمل نموده و با آن رابطه منفی دارد. با توجه به مثبت بودن ضریب CONACC می توان نتیجه گرفت که محافظه کاری در شرکت هایی که نیاز به تامین مالی خارجی دارند، در جهت افزایش سرمایه گذاری عمل کرده و با آن رابطه مثبت دارد. به طور کلی می توان گفت که با توجه به نتایج بالا، فرضیه اول پژوهش تایید شده است.

آزمون فرضیه دوم

در این جا نیز ابتدا نتایج حاصل از پیش آزمون های صورت گرفته در جدول شماره ۴ ارائه می شود.

جدول ۴. نتایج آزمون های لیمر ، هاسمن و بروش پاگان

نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	فرض H_0	نتیجه
F لیمر	آماره F: ۴٫۲۴	۰٫۰۰۰۰	رد فرضیه	استفاده از روش داده های تابلویی
هاسمن	آماره کای دو: ۳۲٫۰۱	۰٫۰۰۰۳	رد فرضیه	استفاده از روش اثرات ثابت
بروش پاگان	آماره کای دو: ۹۸٫۸۵	۰٫۰۰۰۰	رد فرضیه	استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته

نتایج این سه آزمون نیز نشان دهنده رد فرضیه H_0 می باشد. تحلیل نتایج مشابه با فرضیه اول می باشد. جدول شماره ۵ نشان دهنده نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم می باشد.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه دوم

مدل تحقیق : $INV = \beta_0 + \beta_1 CONACC + \beta_2 Local + \beta_3 CONACC * Local + \beta_4 Hif\ 10 + \beta_5 Restrict + \beta_6 Net\ Worth + \beta_7 Sale\ Growth + \beta_8 Size + \beta_9 Leverage + \epsilon$			
متغیر	ضریب متغیر	آماره Z	P> Z
Cons	۰,۰۶۳۴۶۲	۲,۲۴	۰,۰۲۵
CONACC	۰,۰۴۳۰۱	۴,۹۵	۰,۰۰۰
Local	-۰,۰۱۷۴۸۷۴	-۶,۷۸	۰,۰۰۰
CONACC * Local	-۰,۰۲۲۴۶۷۶	-۳,۱۱	۰,۰۰۱
Hif 10	۰,۰۲۵۲۳۴	۵,۲۰	۰,۰۰۰
Restrict	۰,۰۰۰۲۲۳۹	۰,۳۴	۰,۷۳۲
Net Worth	۰,۰۰۳۸۵۴	۱,۹۰	۰,۰۵۷
Sale Growth	۰,۰۰۵۱۱۲۶	۴,۹۸	۰,۰۰۰
Size	۰,۰۱۱۲۵۲۶	۶,۰۷	۰,۰۰۰
Leverage	-۰,۰۶۶۰۶۲	-۸,۵۴	۰,۰۰۰
آماره کای دو در آزمون والد:		آماره دورین-واتسون: ۱,۵۱	سطح معنی داری: ۰,۰۰۰
۲۰۶,۱۶			

آماره کای دو در آزمون والد برابر با ۴۷۶,۸۴ می باشد و سطح معنی داری آن ۰,۰۰۰ می باشد، که نشان دهنده رد فرضیه H_0 مبنی بر عدم معنی داری مدل می باشد. مطابق با جدول ۵ ضریب متغیر CONACC مثبت و معنی دار می باشد. این موضوع نشان دهنده وجود رابطه مثبت بین محافظه کاری و سرمایه گذاری به صورت کلی است. اما ضریب متغیر $CONACC * Local$ که نشان دهنده رابطه محافظه کاری و سرمایه گذاری در شرکت هایی که مالکیت نهایی آن ها در اختیار بخش دولتی و شبه دولتی قرار دارد می باشد، منفی و معنادار است. این موضوع را می توان این گونه تفسیر نمود که علیرغم آن که محافظه کاری به صورت کلی رابطه مثبتی با سطح مخارج سرمایه گذاری دارد، اما در شرکت های با مالکیت دولتی و شبه دولتی به دلیل وجود مشکلات نمایندگی بیشتر، در جهت کاهش سرمایه گذاری عمل نموده و با آن رابطه منفی دارد. بدین ترتیب نتایج و شواهد ارائه شده در بالا، نشان دهنده پذیرش فرضیه دوم تحقیق می باشد.

آزمون فرضیه سوم

در این جا نیز ابتدا نتایج حاصل از پیش آزمون‌های صورت گرفته در جدول شماره ۶ ارائه می‌شود.

جدول ۶. نتایج آزمون‌های لیمر، هاسمن و بروش پاگان

نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	فرض H_0	نتیجه
F لیمر	آماره F: ۴,۴۸	۰,۰۰۰۰	رد فرضیه	استفاده از روش داده‌های تابلویی
هاسمن	آماره کای دو: ۳۵,۶۶	۰,۰۰۰۰	رد فرضیه	استفاده از روش اثرات ثابت
بروش پاگان	آماره کای دو: ۹۸,۷۶	۰,۰۰۰۰	رد فرضیه	استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته

نتایج این سه آزمون نیز نشان دهنده رد فرضیه H_0 می‌باشد. تحلیل نتایج مشابه با فرضیه اول و دوم می‌باشد. جدول شماره ۷ نشان دهنده نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم می‌باشد.

جدول ۷. نتایج آزمون فرضیه سوم

مدل تحقیق: $INV = \beta_0 + \beta_1 CONACC + \beta_2 Private + \beta_3 CONACC * Private + \beta_4 Hif\ 10 + \beta_5 Restrict + \beta_6 Net\ Worth + \beta_7 Sale\ Growth + \beta_8 Size + \beta_9 Leverage + \epsilon$			
متغیر	ضریب متغیر	آماره Z	$P > Z $
Cons	-۰,۰۱۶۰۳۰۹	-۱,۵۴	۰,۱۲۳
CONACC	۰,۰۴۱۴۵۲	۳,۵۵	۰,۰۰۰
Private	۰,۰۱۱۶۶۵۶	۳,۲۹	۰,۰۰۱
CONACC * Private	۰,۰۴۱۶۹۱	۱,۵۴	۰,۱۲۴
Hif 10	۰,۰۳۲۱۴۵	۵,۰۵	۰,۰۰۰
Restrict	۰,۰۰۰۳۸۷۷	۰,۶۰	۰,۵۴۶
Net Worth	۰,۰۰۲۷۴۱	۲,۱۰	۰,۰۳۶
Sale Growth	۰,۰۰۵۱۴۴۹	۴,۷۲	۰,۰۰۰
Size	۰,۰۱۴۱۳۴۳	۹,۷۶	۰,۰۰۰
Leverage	-۰,۰۴۵۷۵۳۷	-۶,۳۰	۰,۰۰۰
آماره کای دو در آزمون والد:		آماره دورین-واتسون: ۱,۶۳	سطح معنی داری: ۰,۰۰۰
۲۲۱,۴۷			

آماره کای دو در آزمون والد برابر با ۲۲۱,۴۷ می باشد و سطح معنی داری آن ۰,۰۰۰ می باشد، که نشان دهنده رد فرضیه H_0 مبنی بر عدم معنی داری مدل است. مطابق با جدول ۷ ضریب متغیر CONACC مثبت و معنی دار است. این موضوع نشان دهنده وجود رابطه مثبت بین محافظه کاری و سرمایه گذاری به صورت کلی می باشد. اما ضریب متغیر CONACC * Private که نشان دهنده رابطه محافظه کاری و سرمایه گذاری در شرکت هایی که مالکیت نهایی آن ها در اختیار اشخاص حقیقی قرار دارد می باشد، مثبت و غیر معنادار است. فرضیه سوم تحقیق آن بود که به دلیل وجود مشکلات نمایندگی بیشتر در شرکت های با مالکیت نهایی اشخاص حقیقی، محافظه کاری در جهت کاهش مخارج سرمایه گذاری عمل نموده و با آن رابطه منفی دارد. اما نتایج بالا نشان دهنده وجود رابطه مثبت می باشد، هر چند که این رابطه از لحاظ آماری معنادار نیست. بدین ترتیب شواهدی مبنی بر پذیرش فرضیه سوم بدست نیامده و این فرضیه رد می شود.

بحث و نتیجه گیری

نتایج برخی از مطالعات پیشین نشان داده اند که محافظه کاری به عنوان یک مکانیزم کنترلی در جهت کاهش مسائل نمایندگی عمل می نماید. از سوی دیگر برخی از مطالعات نیز بر نقش علامت دهی و اثر آن بر کاهش مساله عدم تقارن اطلاعاتی تاکید داشته اند. از این رو چنین به نظر می رسد که محافظه کاری در شرایط گوناگون نقش های متفاوتی را ایفا نموده و از کارکردهای متفاوتی بهره مند می باشد. بدین ترتیب در این پژوهش به بررسی اثر محاذله کاری در شرایط مختلف بر سطح مخارج سرمایه گذاری پرداخته شد. مطابق با فرضیه اول تحقیق، زمانی که واحد تجاری به دلیل عدم کفایت منابع داخلی برای رفع احتیاجات سرمایه گذاری به تامین مالی خارجی نیاز داشته باشد، محافظه کاری در جهت ارتقای سرمایه گذاری ها از طریق رفع عدم تقارن اطلاعاتی عمل می نماید و زمانی که به دلیل کفایت منابع داخلی نیاز به تامین مالی خارجی وجود نداشته باشد، محافظه کاری در جهت کاهش سرمایه گذاری ها از طریق کاهش هزینه های نمایندگی عمل می کند. شواهد بدست آمده از این تحقیق نشان دهنده پذیرش این فرضیه در سطح ۹۵ درصد اطمینان بود.

از سوی دیگر مطالعات زیادی نشان می دهد که مالکیت نهایی به نحو بهتری می تواند مسائل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی پیش روی واحد تجاری را نمایان سازد. شرکت های بورسی که مالکیت نهایی آن ها در کنترل دولت و یا اشخاص حقیقی می باشد

به دلیل نظارت کمتر از طریق افراد برون سازمانی دارای مسائل نمایندگی جدی‌تری هستند. بدین ترتیب برای کنکاش پیرامون نقش محافظه‌کاری در حالت‌های مختلف مالکیتی، فرضیه‌های دوم و سوم پژوهش تدوین یافتند. فرضیه دوم تحقیق آن بود که در شرکت‌هایی که کنترل‌کننده نهایی آنها بخش دولتی و یا شبه دولتی می‌باشد، محافظه‌کاری رابطه منفی با سرمایه‌گذاری دارد. شواهد بدست آمده در این تحقیق حاکی از پذیرش این فرضیه در سطح ۹۵ درصد اطمینان بود.

در نهایت فرضیه سوم این تحقیق آن بود که در شرکت‌هایی که کنترل‌کننده نهایی آنها اشخاص حقیقی می‌باشند، محافظه‌کاری رابطه منفی با سرمایه‌گذاری دارد. نتایج حاصل از تحقیق، شواهدی در جهت پذیرش این فرضیه را فراهم نموده و این فرضیه رد گردید.

با توجه به نتایج حاصل از این تحقیق می‌توان بیان داشت که محافظه‌کاری با عنوان یک ویژگی کیفی اطلاعاتی، می‌تواند عهده‌دار نقش‌های گوناگون بوده و در شرایط متفاوت به حل مسائل گوناگون کمک نماید. در شرایط حاضر و با توجه به بحث‌های جاری در میان مراجع استانداردگذار از قبیل هیأت تدوین استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی در رابطه با حذف احتیاط از ویژگی‌های کیفی اطلاعات، نتایج این تحقیق و تحقیقات مشابه می‌تواند مورد توجه قرار گیرد. همچنین شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران می‌توانند به این موضوع توجه داشته باشند که رعایت محافظه‌کاری می‌تواند به آنها در حل مسائل گوناگون کمک کرده و در شرایط متفاوت به حل مسأله‌های خاص شرکت کمک نماید. بر این اساس در صورتی که مسأله اصلی شرکت نیاز به تأمین منابع مالی باشد، محافظه‌کاری از طریق ایفای نقش علامت‌دهی می‌تواند به حل این مسأله کمک نماید؛ و زمانی که مسأله اصلی شرکت موضوع نمایندگی و هزینه‌های نمایندگی باشد، محافظه‌کاری از طریق ایفای نقش کنترلی به تخفیف و کاهش در این مسأله منجر می‌شود.

در پایان باید اشاره داشت که هر تحقیق دارای محدودیت‌های خاص خود است. محدودیت اصلی این تحقیق، پیچیده و مبهم بودن ساختار مالکیتی بسیاری از شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد؛ که در این شرایط تشخیص کنترل‌کننده نهایی و نوع آن دارای پیچیدگی و ابهامات بوده و نیاز به اعمال قضاوت از سوی محقق دارد.

منابع

- تهرانی، رضا و حصارزاده، رضا، (۱۳۸۸)، "تاثیر جریان های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری"، *مجله تحقیقات حسابداری*، ش ۳، پاییز، ص ۵۰-۶۷
- حساس یگانه، یحیی و شهریاری، علیرضا، (۱۳۷۹)، "بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و محافظه کاری در بورس اوراق بهادار تهران"، *مجله پژوهش های حسابداری مالی*، سال دوم، ش ۲، ص ۷۷-۹۴
- عرب مازار یزدی، محمد و طالبیان، سید محمد، (۱۳۸۷)، "کیفیت گزارشگری مالی، ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه"، *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ش ۲۱، بهار، ص ۱
- فروغی، داریوش و صادقی، محسن، (۱۳۸۹)، "رابطه محافظه کاری و کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار"، *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*، پاییز، ش ۲۷، ص ۱۳۹-۱۵۸
- مدرس، احمد و حصارزاده، رضا، (۱۳۸۷)، "کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری"، *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ش ۲، ص ۸۵-۱۱۶

- Ahmed, S., Billings, B.K., Morton, R.M., Stanford-Harris, M. (2002), "The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder–Shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs", *The Accounting Review*, Vol. 77, No. 4, pp. 867–890.
- Ball, R., S. P. Kothari and A. Robin, (2000), "The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, No. 1, pp. 1–52.
- Basu, S. (1997). "The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, No. 1, pp. 3-38.
- Biddle, G. and G. Hilary, (2006), "Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment", *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 5, pp. 963-982.
- Biddle, G. C.; Hilary, G. and Rodrig, S. Verdi. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48 (2/3): 112-131.

- Bushman, R., J. Piotroski and A. Smith, (2011), "Capital Allocation and Timely Accounting Recognition of Economic Losses". *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 38, No. 1/2, pp. 1-33.
- Chen, R., Ghoul, S.E., Ghoulb, O. and Wang, H, (2014), "Do State and Foreign Ownership Affect Investment Efficiency? Evidence From Privatization". *Journal of Corporate Finance*, In Press, Corrected Proof, Available online 18 September 2014.
- Cheng, M. Dhaliwal, D. and Zhang, Y, (2013), "Does investment efficiency improve after the disclosure of material weaknesses in internal control over financial reporting? ". *Journal of Accounting and Economics*, Volume 56, Issue 1, July 2013, pp. 1-18
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, L. H. P. Lang, (2002), "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance*, Vol. 57, No.6, pp. 2741~2771.
- Easley, D. and M. O'Hara, (2004), "Information and the Cost of Capital". *Journal of Finance*, Vol.59, No.4, pp. 1553-1583.
- García Lara, J.M., B. García Osma and F. Penalva, (2011). "Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency". *Review of Accounting Studies*. Forthcoming
- Givoly, D., Hayn, C, (2000), "The Changing Time-Series Properties of Earnings, Cash Flows and Accruals: Has Financial Accounting Become More Conservative?" *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, No.3, pp. 287-320.
- Gomariz, M. F. C., Ballesta, J. P. S, (2014), "Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency" *Journal of Banking & Finance*, Volume 40, March 2014, pp. 494-506
- Jensen, M, (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers". *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- LaFond, R., Watts, R.L, (2008), "The Information Role of Conservatism", *The Accounting Review*, Vol.83, No.2, pp. 447-478.
- Lambert, R., C. Leuz and R. E. Verrecchia, (2007), "Accounting Information, Disclosure and the Cost of Capital", *Journal of Accounting Research*, Vol.45, No.2, pp. 385-420.
- La Porta, R. , F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, (2002), "Investor Protection and Corporate Valuation", *Journal of Finance*, Vol.57, No.3, pp.1147~1170.
- Liu, Shaojia, Sun, Pei and Liu, Naiquan (2003), "The Principle of Ultimate Ownership, Ownership Structure and Corporate Performance", *Economic Research Journal*, No.4, pp. 51-62(in Chinese).
- O'Hara, M., (2003), "Presidential Address: Liquidity and Price Discovery". *Journal of Finance*, Vol.58, No.4, pp. 1335~1354.

- Stulz, R. M. , (1990), “Managerial Discretion and Optimal Financing Policies”. *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, No. 1, pp. 3–27.
- Verdi, Rodrigo. s, (2006), "financial reporting quality and investment efficiency", working paper, sloan school of management, MIT.
- Watts, (2003), “Conservatism in Accounting Part: Explanations and Implications”. *Accounting Horizons*, Vol.17, No.3, pp. 207-221.
- Watts R. L., J. L. Zimmerman, (1986), “Positive Accounting Theory”, Englewood Cliffs, NJ.: Prentice Hall.
- Xia, Lijun and Fang, Zhiqiang (2005), “Government Control, Institutional Environment and Firm Value: Evidence from the Chinese Securities Market”, *Economic Research Journal*, Vol. 40, No. 5, pp. 40-51 (in Chinese).
- Zhang, J., (2008), “The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers”. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 45. No1., pp. 27-54.

