

مجله‌ی پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز  
دوره‌ی ششم، شماره‌ی دوم، پاییز و زمستان ۱۳۹۳، پیاپی ۶۷/۳، صفحه‌های ۱۶۷-۱۹۵  
(مجله‌ی علوم اجتماعی و انسانی پیشین)

## تاثیر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری

دکتر سید علی واعظ\*  
محسن رشیدی باغی\*\*  
دانشگاه شهید چمران اهواز

### چکیده

بر اساس تئوری نمایندگی، ساختار مالکیتی نقش با اهمیتی را در راهبری رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران ایفا می‌کند. در این پژوهش تاثیر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به سطح سرمایه‌گذاری نسبت به ارزش خالص سرمایه داخلی، مورد بررسی قرار می‌گیرد. به همین منظور، داده‌های مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره‌ی زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۰ استخراج و از الگوی رگرسیونی داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری در هر دو حالت بزرگتر بودن سرمایه‌گذاری نسبت به ارزش خالص سرمایه داخلی و کوچک‌تر بودن سرمایه‌گذاری نسبت به ارزش خالص سرمایه داخلی، رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد اما، ارتباط بین محافظه‌کاری و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به سطوح مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی تایید نگردید.

**واژه‌های کلیدی:** کارایی سرمایه‌گذاری، محافظه‌کاری، ارزش خالص سرمایه داخلی، مالکیت مدیریتی، مالکیت نهادی

---

\* استادیار گروه حسابداری (نویسنده مسئول) sa.vaez@scu.ac.ir  
\*\* دانشجوی دکتری حسابداری Mohsen.rb67@yahoo.com

### ۱. مقدمه

اعتقاد عموم بر این است که عدم تقارن اطلاعاتی به همراه نوسانات بازار، در شرکت‌هایی که با محدودیت نقدینگی مواجه هستند، منجر به سرمایه‌گذاری غیرکارآمد می‌شود (فزاری و همکاران، ۱۹۸۸). این مشکل ناشی از سوء استفاده مدیران از جریان‌های نقد آزاد و سرمایه‌گذاری بیش از حد در پروژه‌های با ارزش فعلی منفی برای کسب منافع شخصی، می‌باشد (جنسن، ۱۹۸۶؛ استالز، ۱۹۹۰). سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد بیانگر رفتارهای ناکارآمد سرمایه‌گذاری بوده که منجر به وقوع زیان و هدر رفتن سرمایه اجتماعی می‌شود. سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد به رفتارهای سرمایه‌گذاری غیر مؤثری وابسته است که سبب زیان‌های هنگفت برای سرمایه‌گذاران و هدر رفتن سرمایه اجتماعی می‌شود.

کاربرد حسابداری محافظه کارانه از دو جنبه با اهمیت قابل توجه است: ابتدا، بکارگیری محافظه کاری می‌تواند به طور اثربخشی قابلیت اتکای سود را از طریق محدود کردن عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش هزینه‌های تامین مالی برون سازمانی، بهبود ببخشد. دوم، اصل محافظه کاری نه تنها به عنوان یک ویژگی کیفی صورت‌های مالی به شمار می‌رود، بلکه مکانیزم مؤثری برای حاکمیت شرکتی نیز می‌باشد (بال و همکاران، ۲۰۰۰). با توجه به نقش اطلاعاتی محافظه کاری، به نظر می‌رسد محافظه کاری موجب بهبود نظارت بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیریت از طریق کاهش سرمایه‌گذاری - در جایی که مدیران تمایل به سرمایه‌گذاری بیش از حد دارند - و موجب تسهیل دسترسی به تأمین مالی خارجی ارزان - قیمت از طریق افزایش سرمایه‌گذاری - در جایی که مدیران مایلند سرمایه‌گذاری کمتر از حد داشته باشند - می‌شود (گارسیا لارا و همکاران، ۲۰۱۱). از اینرو، محافظه کاری نقش اطلاعاتی مهمی دارد که می‌تواند سرمایه‌گذاری کمتر از حد و سرمایه‌گذاری بیش از حد را کاهش دهد. هدف این پژوهش، نشان دادن این موضوع است که محافظه کاری دارای منافع اطلاعاتی است که دستیابی به یک سرمایه‌گذاری مطلوب را به دنبال خواهد داشت.

با توجه به مطالعات صورت گرفته، عدم تقارن اطلاعات و مسائل نمایندگی بازار سرمایه دلیل اصلی سرمایه‌گذاری ناکارآمد به وسیله شرکت‌ها بشمار می‌روند. این در حالی است که در برخی موارد، حسابداری محافظه کارانه می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی (هوی و همکاران، ۲۰۰۹)، هزینه تامین مالی برون سازمانی (احمد و همکاران، ۲۰۰۲) و با توجه به راهبری داخلی، هزینه نمایندگی را نیز کاهش دهد (بال و همکاران، ۲۰۰۰).

حسابداری محافظه‌کارانه را می‌توان به عنوان عامل علامت‌دهی بازار و مکانیزم راهبردی داخلی با توجه به شرایط و محیط متفاوت به منظور تحت تأثیر قرار دادن تصمیمات سرمایه‌گذاری، عنوان کرد. محافظه‌کاری در حسابداری زمانی که سرمایه داخلی شرکت برای سرمایه‌گذاری فعلی محدود باشد و نیاز به تامین مالی برون سازمانی احساس شود، به عنوان عاملی علامت‌دهنده عمل می‌کند. زمانی هم که سرمایه داخلی برای سرمایه‌گذاری کافی باشد، حسابداری محافظه‌کارانه را می‌توان به عنوان نوعی کنترل داخلی بکار گرفت که نیاز با تامین مالی برون سازمانی را مرتفع می‌سازد. با توجه به نقش کنترلی محافظه‌کاری، امکان سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد و در نتیجه هزینه نمایندگی کاهش می‌یابد.

ژیاودانگ ژو و همکاران (۲۰۱۳) عنوان می‌کنند که برای جلوگیری از توسعه رفتارهای نامناسب سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، باید محافظه‌کاری در اطلاعات افشا شده را افزایش داد تا از این طریق بتوان عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی را نیز کاهش داد.

بکارگیری درست محافظه‌کاری، کیفیت اطلاعات حسابداری و تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری را بهبود بخشیده، از منافع سرمایه‌گذاران محافظت کرده و در نهایت تسهیم بهینه منابع در بازارهای سرمایه را ممکن می‌سازد (ژیاودانگ ژو و همکاران، ۲۰۱۳).

## ۲. مبانی نظری

محافظه‌کاری، واکنشی است احتیاطی که در شرایط نبود اطمینان به کار گرفته می‌شود و می‌کوشد نشان دهد که نبود اطمینان و ریسک ذاتی در وضعیت شرکت، به قدر کافی مطرح شده است. به اعتقاد بسیاری از پژوهش‌گران، این واکنش احتیاطی می‌تواند دارای اطلاعات بااهمیتی باشد و در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی موجود بین تهیه‌کنندگان صورت‌های مالی، نقش آفرینی کند. به اعتقاد این پژوهش‌گران، محافظه‌کاری نقش اطلاعاتی دارد و در واقع به محافظه‌کاری باید به عنوان نوعی ارسال نشانه از مدیریت به استفاده‌کنندگان نگرست (شورورزی و برزگر خاندوزی، ۱۳۸۸: ۵۷).

محافظه‌کاری راهی برای مقابله با شک و تردید موجود درباره رویدادهای آتی است که در صورت پیروی بیش از حد از آن، نه تنها بر مطلوبیت و مفید بودن اطلاعات نمی‌افزاید، بلکه راه ایجاد ذخایر پنهان در صورت‌های مالی را برای مدیران و حسابداران می‌گشاید (ستایش و جمالیان پور، ۱۳۸۹: ۸۷).

تغییرات در نحوه تامین مالی با توجه به شرایط بازار، شرکت‌های را مجبور به استفاده از محافظه‌کاری برای از بین بردن عدم تقارن اطلاعاتی می‌کند. برای نمونه، افزایش تضاد منافع

بین سهامداران و اعتباردهندگان را می‌توان عامل اصلی تقاضا برای محافظه‌کاری عنوان کرد. دیدگاه دیگر این است که صاحبان حقوق شرکت‌های سهامی گسترده می‌باشد به نحوی که تعداد زیادی از سهامداران توانایی درک و شناخت اطلاعات داخلی شرکت را ندارند و برای تصمیمات سرمایه‌گذاری به گزارش‌های مالی اتکا می‌کنند و نتیجه این که تقاضا برای محافظه‌کاری در صورت‌های مالی افزایش می‌یابد (پیک و همکاران، ۲۰۱۰). لافوند (۲۰۰۵) به این نتیجه رسید که شرکت‌های دارای مالکیت گسترده نسبت به دیگر شرکت‌های با ساختار مالکیتی متمرکز، گزارشگری مالی محافظه‌کارانه‌تری دارند و نیز بیان می‌کند که این تفاوت ناشی از ارتباطات خصوصی به عنوان سازوکاری غالب در انتقال اطلاعات بوده که تقاضا برای اطلاعات حسابداری محافظه‌کارانه را کاهش می‌دهد.

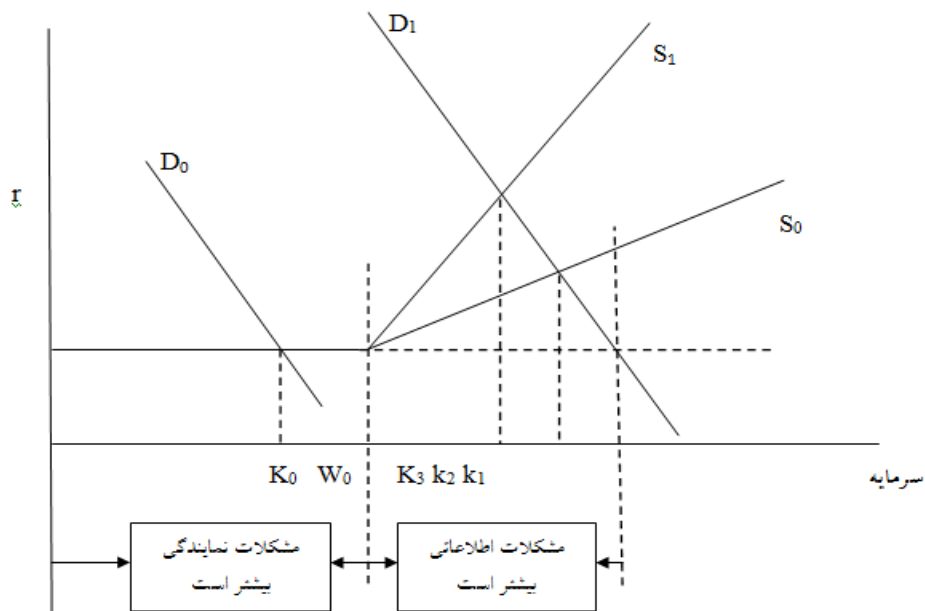
لافوند و واتس معتقدند (۲۰۰۸) که عدم تقارم اطلاعاتی بین سهامداران داخلی و برون سازمانی سرآغاز تقاضا برای گزارشگری مالی محافظه‌کارانه است که می‌تواند انگیزه و توانایی مدیران را برای دستکاری ارقام حسابداری و پنهان کردن زیان‌های ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی، کاهش دهد.

تصمیمات سرمایه‌گذاری به طور گسترده‌ای وابسته به عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی می‌باشند. عدم تقارن اطلاعاتی به همراه نوسانات بازار و تأثیری که بر تامین مالی برون سازمانی دارند، به سادگی منجر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد در شرکت‌های مواجهه با محدودیت مالی می‌شود (فزاری و همکاران، ۱۹۸۸؛ التی، ۲۰۰۳)، در حالی که مشکلات نمایندگی معمولاً ناشی از سرمایه‌گذاری بیش از حد مدیران با توجه به منافع شخصی و سرمایه‌گذاری نادرست جریان‌های نقد آزاد در پروژه‌های با ارزش فعلی منفی می‌باشد (جنسن، ۱۹۸۶؛ استالز، ۱۹۹۰).

تئوری سرمایه‌گذاری بر این اعتقاد است که شرکت‌ها مایل به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با نرخ بازده ثابت و بالاتر از هزینه سرمایه و نیازمند هزینه تامین مالی کمتر می‌باشند (میلر و مودیگلیانی، ۱۹۵۸). از طرفی، واتس و زیمرمن (۱۹۸۶) معتقدند که محافظه‌کاری می‌تواند سرمایه‌گذاری بیش از حد ناشی از رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران را محدود می‌کند.

همان طور که اشاره شد، نقش راهبردی محافظه‌کاری در کاهش هزینه‌های نمایندگی و نقش علامت‌دهی آن در کاهش هزینه‌ی اطلاعات، مبتنی بر عدم قطعیت می‌باشند. زمانی که یک شرکت به علت فزونی سرمایه داخلی آن نسبت به مخارج سرمایه‌ای نیاز به تامین مالی برون سازمانی ندارد، ممکن است با خطر سرمایه‌گذاری بیش از حد مواجه شود. در این صورت،

محافظه‌کاری می‌تواند به عنوان جایگزینی برای سازوکار حاکمیتی، هزینه‌های نمایندگی را کاهش داده و سرمایه‌گذاری بیش از حد را محدود سازد. در مقابل، زمانی که هزینه‌های سرمایه‌گذاری بیش‌تر از سرمایه داخلی بوده و تامین مالی برون سازمانی ضروری باشد، وظیفه محافظه‌کاری کاهش هزینه سرمایه از طریق حذف عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش سطح سرمایه‌گذاری می‌باشد. شکل ۱ ساختار مربوطه را نشان می‌دهد (ژیائودانگ ژو و همکاران، ۲۰۱۳):



نمودار ۱. تجزیه و تحلیل مشکلات نمایندگی و اطلاعاتی موثر بر سرمایه‌گذاری

در شکل (۱) محور  $X$  سرمایه‌گذاری و محور  $Y$  هزینه سرمایه است.  $D_0$  و  $D_1$  منحنی-های فرصت سرمایه‌گذاری یا تقاضا برای سرمایه بوده که بیانگر توانایی توسعه شرکت می‌باشند.  $S_0$  و  $S_1$  منحنی‌های سرمایه عرضه شده می‌باشند که توانایی تامین مالی شرکت را نشان می‌دهند و شیب آنها با توجه به سطح هزینه اطلاعات تعیین می‌شود.  $W_0$  ارزش خالص سرمایه داخلی موجود برای سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد و  $I_0$  هزینه سرمایه تامین مالی داخلی را نشان می‌دهد. زمانی که منحنی سرمایه بعد از  $W_0$  شروع به افزایش می‌کند نشان‌دهنده انتقال هزینه‌های عدم تقارن اطلاعاتی به بخش تامین مالی برون سازمانی است. زمانی که

شرکت با عدم تقارن اطلاعاتی به هنگام تامین مالی برون سازمانی مواجه می‌شود، شیب منحنی سرمایه تندتر شده و نشان‌دهنده‌ی هزینه اطلاعاتی بالاتر تامین مالی برون سازمانی می‌باشد. اگر  $W_0$  را سرمایه داخلی موجود برای سرمایه‌گذاری و  $D_0$  را فرصت‌های سرمایه‌گذاری در نظر بگیریم، در این صورت سرمایه‌گذاری تحت تاثیر هزینه سرمایه تامین مالی برون سازمانی قرار نمی‌گیرد. در برخی شرایط، سرمایه داخلی شرکت با فاصله گرفتن از نقطه  $K_0$  هنوز می‌تواند به اندازه  $W_0$  تا  $K_0$  از جریان‌های نقد آزاد به نحو بهینه استفاده کند. بنابراین، می‌توان گفت زمانی که سرمایه داخلی کافی وجود داشته باشد، هزینه اطلاعات تاثیر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری ندارد. در برخی موارد، نمایندگی بزرگ‌ترین مشکل در سرمایه‌گذاری بشمار آمده و شرکت‌های دارای مشکلات نمایندگی با استفاده نادرست از جریان‌های نقد آزاد مواجه خواهند شد. با فرض این که فرصت سرمایه‌گذاری به سمت  $D_1$  افزایش یابد، سرمایه بهینه مورد تقاضای شرکت برای سرمایه‌گذاری و با فرض ثبات بازار سرمایه (برای نمونه، بدون در نظر گرفتن هزینه اطلاعات تامین مالی برون سازمانی)،  $K_1$  می‌باشد. زمانی که منحنی عرضه سرمایه  $S_0$  و سرمایه داخلی  $W_0$  باشد، میزان بهینه تقاضا برای سرمایه‌گذاری  $K_2$  بوده و  $K_1$  بیانگر عدم کفایت سرمایه‌گذاری در نتیجه‌ی هزینه اطلاعات در بازار سرمایه می‌باشد. اگر  $W_0$  سرمایه داخلی موجود برای سرمایه‌گذاری باشد، منحنی عرضه سرمایه از  $S_0$  به  $S_1$  تغییر می‌یابد. در حالی که تقاضای بهینه برای سرمایه مربوط به سرمایه‌گذاری تغییرات از  $K_2$  به  $K_3$  می‌باشد و  $K_1$ - $K_3$  نشان‌دهنده‌ی عدم کفایت سرمایه‌گذاری بوده که ناشی از هزینه اطلاعات بازار سرمایه می‌باشد. بنابراین، مشکل اصلی سرمایه‌گذاری، اطلاعات است که شرکت‌ها به هنگام نیاز به سرمایه برون سازمانی برای سرمایه‌گذاری با آن مواجه می‌شوند. از طرفی، افزایش هزینه اطلاعات به هنگام تامین مالی برون سازمانی منجر به کاهش مخارج سرمایه‌ای برای سرمایه‌گذاری می‌شود.

#### نگاره ۱: وضعیت‌های مربوط به محافظه‌کاری

اثر کنترلی	اثر علامت‌دهی	
محدود کردن سرمایه‌گذاری	-	سرمایه‌گذاری > سرمایه داخلی
-	افزایش سرمایه‌گذاری	سرمایه‌گذاری < سرمایه داخلی

با تجزیه و تحلیل شکل فوق می‌توان به این نتیجه رسید که مشکلات نمایندگی باعث

مازاد سرمایه‌گذاری و مشکلات نمایندگی منجر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌شوند. با این وجود، مشکلات نمایندگی و اطلاعاتی با توجه به شرایط، متفاوت عمل می‌کنند. زمانی که سرمایه داخلی برای سرمایه‌گذاری کافی نباشد و نیاز به تامین مالی برون سازمانی داشته باشیم، اطلاعات نقش اساسی را در سرمایه‌گذاری ایفا می‌کند. در این شرایط نقش علامت‌دهی محافظه‌کاری حسابداری نسبت به نقش کنترلی برتری دارد. نقش علامت‌دهی محافظه‌کاری حسابداری باعث حذف عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و بازار سرمایه می‌شود و از طرفی، هزینه سرمایه تامین مالی برون سازمانی را کاهش داده و سطح سرمایه‌گذاری را افزایش می‌شود. به طور مشابه، زمانی که سرمایه داخلی برای سرمایه‌گذاری کافی بوده و نیازی به تامین مالی برون سازمانی نباشد، نمایندگی مشکل اصلی به شمار آمده و نقش کنترلی داخلی محافظه‌کاری برتری پیدا می‌کند. محافظه‌کاری استفاده نادرست از جریان‌های نقد آزاد توسط مدیریت برای سرمایه‌گذاری بیش از حد را با توجه به اثر کنترلی، محدود کرده و نیز هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد.

زمانی که سرمایه داخلی کمتر از سرمایه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری باشد، مشکل عدم تقارن اطلاعاتی با محدودیت تامین مالی برون سازمانی همراه شده و فاصله بین سطح واقعی و سطح بهینه سرمایه‌گذاری نیز بیشتر می‌شود، که نتیجه آن عدم کفایت سرمایه‌گذاری می‌باشد (فزاری، ۱۹۸۸). با افزایش نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های سهامی، اثر محافظه‌کاری اطلاعات حسابداری بر سرمایه‌گذاری محدود می‌شود (ژیائودانگ ژو و همکاران، ۲۰۱۳). زمانی که سطح سرمایه‌گذاری از ارزش خالص سرمایه داخلی بیشتر شود، نقش محافظه‌کاری در توسعه سرمایه‌گذاری با توجه به شدت مشکل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی، ضعیف‌تر می‌شود (ژیائودانگ ژو و همکاران، ۲۰۱۳). زمانی هم که سرمایه‌گذاری کمتر از ارزش خالص سرمایه داخلی باشد، نقش محافظه‌کاری جلوگیری از مشکلات سرمایه‌گذاری با توجه به مشکل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد.

مالکیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس عمدتاً در اختیار سهامداران عمده بوده و ساختار و ماهیت مالکیت سهامداران عمده بازتابی از مشکلات نمایندگی، اطلاعاتی و درجات متفاوت حفاظت از حقوق سرمایه‌گذاران است (لیو و همکاران، ۲۰۰۳؛ سو و ژو، ۲۰۰۳). بنابراین، ساختار مالکیتی متغیری عینی در ارتباط با مشکلات نمایندگی و اطلاعاتی است که شرکت‌ها با آن مواجه می‌شوند. مطالعات نشان می‌دهند که با افزایش درجه ساختار مالکیتی، مشکلات نمایندگی ناشی از جدایی مالکیت و کنترل کاهش می‌یابد (لاپورتا و همکاران، ۲۰۰۲)

اما، باعث افزایش تضاد منافع بین سهامدارن عمده و اقلیت می‌شود (کلیسنز، ۲۰۰۲). اگرچه شرکت‌هایی که مالکیت نهادی آنها بالاتر باشد با مشکلات نمایندگی و اطلاعاتی بیش‌تری مواجه می‌شوند اما، توانایی بیش‌تری برای کسب وجوه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری دارند زیرا، به علت ارتباطات خاص بین آنها و بانک‌ها، امکان تأمین مالی برای آنها ساده‌تر است (ژو و ژانگ، ۲۰۰۹). در شرکت‌هایی که مالکیت آنها مدیریتی است به علت مشکلات جدی اطلاعاتی و نمایندگی، عملکرد ضعیف‌تری دارند زیرا، در مقایسه با سایر شرکت‌هایی که مالکیت مدیریتی آنها محدودتر است، تمایل به داشتن ارتباطات نمایندگی متقابل و ترکیبی کمتر بوده و نیز نظارت برون‌سازمانی بر عملکرد آنها کمتر است (ژیا و فنگ، ۲۰۰۵).

شرکت‌هایی که با مشکلات اطلاعاتی جدی مواجه هستند، اثر علامت‌دهی در سطوح مشابه محافظه‌کاری در مقایسه با دیگر شرکت‌ها به علت اعتبار کمتر آنها، پایین‌تر است. به طور مشابه، شرکت‌هایی که با مشکلات نمایندگی جدی مواجه هستند، اثر کنترلی در سطوح مشابه محافظه‌کاری در مقایسه با دیگر شرکت‌ها به علت تضاد منافع بین اشخاص وابسته به نمایندگان شرکت، پایین‌تر است.

### ۳. پیشینه‌ی تحقیق

محمودآبادی و مهتری (۱۳۹۰) در تحقیق خود نشان دادند که محافظه‌کاری، دارای منافع اطلاعاتی است که موجب کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد و کم‌تر از حد و در نتیجه موجب کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. با توجه به نقش اطلاعاتی محافظه‌کاری، به نظر می‌رسد دلیل این امر این است که محافظه‌کاری موجب بهبود نظارت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت از طریق کاهش سرمایه‌گذاری در جایی که مدیران تمایل به سرمایه‌گذاری بیش از حد دارند، می‌شود و همچنین موجب تسهیل دسترسی به تأمین مالی خارجی ارزان قیمت از طریق افزایش سرمایه‌گذاری در جایی که مدیران مایلند سرمایه‌گذاری کمتر از حد داشته باشند، می‌شود.

همچنین نتایج حاصل از پژوهش آنها نشان می‌دهد که بین محافظه‌کاری حسابداری و سرمایه‌گذاری آتی در سطح شرکت‌ها و صنایع، ارتباط معنی‌دار وجود دارد. همچنین بین اندازه‌ی شرکت و سرمایه‌گذاری آتی در سطح کل شرکت‌ها و در صنایع شیمیایی، غذایی و دارویی، ارتباط معنی‌دار منفی، بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و سرمایه‌گذاری آتی در سطح کل شرکت‌ها و در صنایع چوب و نساجی، شیمیایی، فلزی و کاشی و سرامیک، ارتباط



معنی دار مثبت و بین اهرم مالی و سرمایه‌گذاری آتی در سطح کل شرکت‌ها و در صنایع غذایی و دارویی، ارتباط معنی‌دار منفی وجود دارد. علاوه بر این، محافظه‌کاری حسابداری، موجب کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد، در سطح شرکت‌ها و در صنایع مختلف می‌شود و بنابراین، افزایش محافظه‌کاری، کارایی سرمایه‌گذاری را به دنبال خواهد داشت (محمودآبادی و مهتری، ۱۳۹۰).

ابراهیمی کردلر و شهریاری (۱۳۸۸) رابطه‌ی بین هزینه‌های سیاسی و محافظه‌کاری (فرضیه‌ی سیاسی) در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمودند. نتایج پژوهش، نشان می‌دهد که بین اندازه و شدت سرمایه‌گذاری با محافظه‌کاری یک رابطه‌ی منفی و بین درجه رقابت در صنعت و مالکیت دولتی با محافظه‌کاری یک رابطه‌ی مثبت وجود دارد. همچنین نتایج پژوهش، نشان می‌دهد که بین نرخ مؤثر مالیاتی و ریسک با محافظه‌کاری رابطه معناداری وجود ندارد. مدرس و حصارزاده (۱۳۸۸) تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر عدم کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی نموده و به این نتیجه رسیدند که جریان نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی، به ترتیب سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد را به دنبال خواهد داشت.

لافوند و رویچادهاری (۲۰۰۸) به این نتیجه رسیدند که بین محافظه‌کاری حسابداری و مالکیت مدیریتی رابطه منفی وجود دارد. توضیح آنها این است که محافظه‌کاری در مورد گزارش‌های حسابداری به عنوان سازوکاری بالقوه برای برطرف کردن مشکلات نمایندگی بکار گرفته شده و با کاهش درصد سهام در اختیار مدیران، احتمال تشدید مشکلات نمایندگی کاهش می‌یابد و بنابراین، تقاضا برای محافظه‌کاری در گزارش‌های مالی افزایش می‌یابد.

احمد و همکاران (۲۰۰۲) به این نتیجه رسیدند که محافظه‌کاری حسابداری تضادهای مبتنی بر سرمایه بین سهامداران و اعتباردهندگان را محدود کرده و هزینه‌ی سرمایه‌تأمین مالی از طریق بدهی را کاهش می‌دهد.

احمد و همکاران (۲۰۰۲) نشان دادند که محافظه‌کاری حسابداری نقش بااهمیتی را در تعدیل تضاد بین سهامداران و دارندگان اوراق قرضه ایفا می‌کند و نیز هزینه‌تأمین مالی از طریق بدهی را کاهش می‌دهد. بیدل و هیلاری (۲۰۰۶) دریافتند که بالاتر بودن کیفیت حسابداری منجر به تعدیل عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران خارج از شرکت شده و کارایی سرمایه‌گذاری را نیز افزایش می‌دهد.

لافوند و واتس (۲۰۰۸) دریافتند که سرمایه‌گذاران، خود از متقاضیان محافظه‌کاری

حسابداری در بحث ارزش‌گذاری هستند. به این دلیل که محافظه‌کاری عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد. آنها عنوان می‌نمایند که اگر مدیریت از مزیت اطلاعاتی خود برای استثمار سرمایه‌گذاران استفاده نماید، آنگاه سرمایه‌گذار در معرض خطر انجام سوداگری‌های بی‌اهمیت قرار می‌گیرد. بر این اساس سرمایه‌گذار نمی‌تواند ریسک اطلاعاتی ناشی از گزارشگری فرصت-طلبانه‌ی مدیر را کاهش دهد، از این رو نیازمند بازده بالاتری برای تحمل نمودن این ریسک است و این خود موجب بالا رفتن هزینه سرمایه می‌شود. آنها همچنین به این نتیجه دست یافتند که محافظه‌کاری حسابداری شرطی می‌تواند گزارشگری فرصت‌طلبانه را محدود سازد، از این رو ریسک اطلاعاتی و هزینه‌ی سرمایه کاهش خواهد یافت.

گارسیا و همکاران (۲۰۱۱) با بررسی اثر محافظه‌کاری بر کارایی سرمایه‌گذاری به این نتیجه رسیدند که حذف محافظه‌کاری از حسابداری می‌تواند منجر به نتایج اقتصادی نامطلوبی گردد. همچنین، آنها بیان می‌کنند که می‌توان با افزایش کیفیت افشا و بهبود کیفیت گزارشگری مالی که از پیامدهای محافظه‌کاری حسابداری هستند، تا حدی مشکلات مربوط به عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش و متعاقب با آن کاهش در هزینه‌ی نمایندگی و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری‌ها را انتظار داشت.

لافوند و واتس (۲۰۰۸) به این نتیجه رسیدند که محافظه‌کاری حسابداری از سه طریق می‌تواند بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر بگذارد. اول این که موجب کاهش در عدم تقارن اطلاعاتی می‌گردد، در واقع محافظه‌کاری اثرات ناسازگاری ناشی از عدم تقارن میان مدیران و مالکان و سایر استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی را از طریق محدود کردن توانایی دست‌کاری حساب‌ها توسط مدیریت بهبود می‌بخشد. دوم این که محافظه‌کاری نقش خاص و بااهمیتی را در کاهش تضاد نمایندگی ایفا می‌کند، به این دلیل که در محافظه‌کاری، زیان در زمانی سریع‌تر از سود شناسایی خواهد شد و مدیران نسبت به این حقیقت آگاهی پیدا می‌کنند که دیگر قادر نخواهند بود نتایج ناشی از تصمیم‌های سرمایه‌گذاری خود را تا دوره‌های بعدی به تعویق انداخته و نیز این که آنها باید نتایج ناشی از تصمیم‌های اقتصادی خود را در دوره‌ی تصدی‌گری خودشان متحمل گردند. و سرانجام این که محافظه‌کاری موجب کاهش تضاد میان سهامداران و صاحبان اوراق قرضه در ارتباط با رویه‌های تقسیم سود سهام خواهد شد. این امر موجب کاهش هزینه‌های تامین مالی و زمینه‌ی دستیابی به بدهی با ریسک‌های کمتر را فراهم می‌سازد.

نتایج حاصل از تحقیق محمد زاده و حسینی (۱۳۹۰) نشان داد که در مجموع رابطه

مستقیم و معنی داری بین مالکیت مدیریتی و محافظه‌کاری وجود دارد. این نتایج بیان می‌دارد که سهام‌داران در مالکیت شرکت، تقاضا برای حسابداری محافظه‌کارانه را افزایش می‌دهد.

حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷) نشان دادند که سرمایه‌گذاران نهادی، ناظرانی فعال بر تصمیمات و رویه‌های اتخاذ شده از سوی مدیریت هستند و توان تنبیه مدیرانی را که در جهت منافعشان حرکت نمی‌کنند نیز دارا هستند.

ماگ (۱۹۹۸) به این نتیجه رسید که استفاده سرمایه‌گذاران نهادی از توانایی‌هایشان برای نظارت بر مدیریت، تابعی از میزان سرمایه‌گذاری آنهاست. هرچه سطح مالکیت نهادی بیشتر باشد، نظارت بر مدیریت بهتر انجام می‌شود و این یک ارتباط مستقیم است. باشی (۱۹۹۸) نیز بیان می‌دارد که سرمایه‌گذاران نهادی از طریق جمع‌آوری اطلاعات و قیمت‌گذاری تصمیمات مدیریت به طور ضمنی و از طریق اداره نحوه عمل شرکت به طور صریح بر شرکت نظارت می‌کنند. بر اساس این نگرش سرمایه‌گذاران نهادی، سهامدارانی متبخر هستند که دارای مزیت نسبی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات هستند. در مقابل، هنوز اندیشمندان زیادی هستند که معتقدند نهادها به طور مؤثر بر شرکت نظارت نمی‌کنند، چرا که آنها از تجربه کافی برخوردار نبوده، از حضور مفت سواران ناخشنودند. یا ممکن است سیاستمدارانه با مدیران کنار بیایند.

#### ۴. فرضیه‌های پژوهش

با توجه به اینکه هدف این تحقیق، بررسی تأثیر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری است، فرضیه‌های تحقیق به صورت زیر تدوین شده است:

##### فرضیه اول

بین محافظه‌کاری حسابداری زمانی که یک شرکت به علت محدودیت سرمایه داخلی نیاز به تامین مالی برون سازمانی برای سرمایه‌گذاری دارد و کاهش سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

##### فرضیه دوم

ارتباط معنادار بین محافظه‌کاری و سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که مالکیت آنها نهادی و یا مدیریتی باشد نسبت به سایر شرکت‌ها، ضعیف‌تر است.

### ۵. روش تحقیق

تحقیق حاضر بر اساس هدف، از نوع توصیفی و بر اساس ماهیت و روش از نوع همبستگی است. با توجه به اینکه این تحقیق می‌تواند در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار گیرد، نوع تحقیق کاربردی محسوب می‌شود. در اجرای طرح تحقیق توصیفی، محقق متغیرها را دستکاری نمی‌کند یا برای وقوع رویدادها شرایطی را به وجود نمی‌آورد. بر اساس این طبقه‌بندی به دلیل این که هیچ یک از متغیرهای تحقیق دستکاری نشده‌اند و به توصیف اطلاعات گردآوری شده بسنده می‌شود، روش تحقیق توصیفی است. این پژوهش از نظر هدف پژوهش، در زمره‌ی پژوهش‌های کاربردی جای می‌گیرد. در این نوع پژوهش‌ها، هدف کشف دانش تازه‌ای است که کاربرد مشخصی را درباره‌ی فرآورده یا فرایندی در واقعیت، دنبال می‌کند. به عبارت دقیق‌تر، پژوهش کاربردی تلاشی برای پاسخ دادن به یک معضل و مشکل عملی است که در دنیای واقعی وجود دارد. در پژوهش‌های کاربردی، نظریه‌ها و اصولی که در پژوهش‌های پایه تدوین می‌شوند، برای حل مسائل اجرایی و واقعی به کار گرفته می‌شوند (خاکی، ۱۳۸۲: ۲۰۲).

### ۶. روش گردآوری داده‌ها و اطلاعات

در این پژوهش برای گردآوری داده‌ها و اطلاعات، ابتدا از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. در روش کتابخانه‌ای، مبانی نظری پژوهش، از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری می‌شود. سپس، برای گردآوری داده‌های پژوهش حاضر از لوح‌های فشرده آرشیو تصویری و آماری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سایت رسمی شرکت بورس اوراق بهادار تهران و دیگر پایگاه‌های اینترنتی مرتبط، اطلاعات حسابداری شرکت‌های بورسی و دیگر منابع اطلاعاتی استفاده شده است.

### ۷. متغیرهای پژوهش

متغیرهای این پژوهش شامل سه دسته متغیرهای وابسته، مستقل و کنترل به شرح زیر می‌باشد:

#### ۷-۱. متغیر وابسته

##### ۷-۱-۱. مخارج سرمایه‌گذاری (INV)

در این تحقیق متغیر وابسته مخارج سرمایه‌گذاری است که از طریق نسبت مخارج

سرمایه‌گذاری به ارزش دفتری دارایی‌ها در پایان دوره به دست می‌آید. مخارج سرمایه‌گذاری نیز از طریق جریان‌های نقد خروجی ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در صورت جریان وجوه نقد، اندازه‌گیری می‌شود (باشمن و همکاران، ۲۰۰۸؛ گارسیا لارا، ۲۰۱۱).

## ۷-۲. متغیرهای مستقل

در این تحقیق متغیرهای مستقل، به شرح زیر می‌باشند:

### ۷-۲-۱. محافظه‌کاری حسابداری (CONACC)

باسو (۱۹۹۷) محافظه‌کاری را در نتیجه‌ی انعکاس سریع‌تر اخبار بد نسبت به اخبار خوب در سود تفسیر کرد. این تفسیر، بیانگر تفاوت سیستماتیک بین اخبار خوب و بد از جنبه‌ی به هنگامی و پایداری در سود است. در این تحقیق به منظور بررسی محافظه‌کاری از مدل گیوالی و هابین (۲۰۰۰) استفاده شده است:

$$CONACC = (NIO + DEP - CFO) * (-1) / TA \quad \text{مدل (۱)}$$

در مدل مزبور CONACC بیانگر محافظه‌کاری درآمدها بر مبنای اقلام تعهدی می‌باشد؛ NIO سود عملیاتی سال جاری؛ DEP استهلاک دارایی‌های ثابت در سال جاری؛ CFO خالص جریان‌های نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی در سال جاری و TA ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها در پایان سال می‌باشد.

### ۷-۲-۲. مالکیت نهادی (INST)

میزان مالکیت نهادی، از مجموع سهام در اختیار بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، نهادهای دولتی و شرکت‌های دولتی بر کل سهام منتشره شرکت بدست می‌آید.

### ۷-۲-۳. مالکیت مدیریتی (MGO)

مالکیت مدیریت که از تقسیم سهام نگهداری شده توسط هیئت مدیره بر کل سهام شرکت در هر دوره بدست می‌آید.

### ۷-۲-۴. ثروت خالص (Net Worth)

برابر با خالص سرمایه داخلی موجود برای سرمایه‌گذاری می‌باشد که از جمع نسبت جریان‌های نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها و نسبت آنی به دست می‌آید.

**۷-۲-۵. سهامداران عمده (Hif)**

برابر با درصد سهام در اختیار سهامدار عمده (ده سهامدار عمده) شرکت می‌باشد.

**۷-۲-۶. تامین مالی برون سازمانی (Finance)**

متغیری موهومی در ارتباط با نیاز به تامین مالی برون سازمانی می‌باشد. در صورتی که  $INV > Net\ Worth$  عدد یک و در غیر این صورت صفر می‌باشد.

**۷-۳. متغیرهای کنترل**

در این تحقیق متغیرهای کنترل به شرح زیر است:

**۷-۳-۱. اهرم مالی (LEV)**

نسبت بدهی‌های شرکت به دارایی‌های آن است.

**۷-۳-۲. اندازه شرکت (SIZE)**

لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت تعریف شده است.

**۷-۳-۳. رشد فروش (SaleGrowth)**

برابر با نسبت فروش سال جاری پس از کسر فروش سال گذشته، به فروش سال گذشته می‌باشد.

**۷-۳-۴. جریان نقد عملیاتی (OCF)**

برابر با جریان‌های نقدی عملیاتی است و از صورت جریان‌های نقدی استخراج می‌شود.

برای سهولت کار این عدد به جمع دارایی‌های اول دوره به شرح زیر تقسیم شده است:

در معادله ی مزبور  $TA_{it}$  برابر با جمع کل دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$  و  $Flow_{it}$

Cash جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت  $i$  در سال  $t$  است.

**۸. مدل تحقیق**

این تحقیق به دنبال بررسی تاثیر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری

و کارایی سرمایه‌گذاری است. بدین منظور از الگوهای مبتنی بر تحقیق ژو و همکاران (۲۰۱۳)

برای بررسی فرضیه‌ها و به شرح زیر استفاده شده است.

به منظور بررسی تأثیر محافظه‌کاری بر کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به نیاز به تامین مالی برون‌سازمانی از الگوی رگرسیونی زیر استفاده شده است:

مدل (۲)

$$INV = \beta_0 + \beta_1 CONACC + \beta_4 HIF1 + \beta_7 Size$$

در صورتی که شرکت نیاز به تامین مالی برون‌سازمانی نداشته باشد، با حذف متغیر تامین مالی در رابطه فوق به مدل رگرسیونی زیر دست پیدا می‌کنیم:

مدل (۳)

$$INV = \beta_0 + \beta_1 CONACC + \beta_4 Sale$$

به منظور بررسی تأثیر ساختار مالکیت نهادی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری، مدل (۳) به شکل زیر مورد تعدیل قرار می‌گیرد:

مدل (۴)

$$INV = \beta_0 + \beta_1 CONA + \beta_4 HI + \beta_7 St$$

به منظور بررسی تأثیر ساختار مالکیت مدیریتی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری، مدل (۳) به شکل زیر مورد تعدیل قرار می‌گیرد:

مدل (۵)

$$INV = \beta_0 + \beta_1 CONA + \beta_4 HI + \beta_7 St$$

در مدل‌های مزبور:

INV معیار کارایی سرمایه‌گذاری؛ CONACC محافظه‌کاری حسابداری؛ Net Worth خالص ثروت شرکت؛ Finance نیاز به تامین مالی برون‌سازمانی؛ Hif تمرکز مالکیت؛ Inst درصد مالکیت نهادی؛ Mgo درصد مالکیت مدیریتی؛ Lev اهرم مالی، Size اندازه‌ی شرکت صاحبکار و Sale Growth رشد شرکت است.  $i$  نماد شرکت مورد نظر و  $t$  نماد سال مورد نظر است.

### ۹. جامعه‌ی آماری و نحوه‌ی انتخاب شرکت‌ها

جامعه‌ی آماری مورد مطالعه‌ی این تحقیق، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۰ است. در این تحقیق، برای انتخاب نمونه، از کل داده‌های در دسترس استفاده شده است. نخست تمام شرکت‌هایی که می‌توانستند در نمونه-گیری شرکت کنند، انتخاب شدند. سپس، از بین کلیه شرکت‌های موجود، شرکت‌هایی که واجد هر یک از شرایط زیر نبوده‌اند، حذف شده و در نهایت شرکت‌های باقی مانده برای انجام آزمون انتخاب شده‌اند:

- ۱- به منظور همگن شدن نمونه‌ی آماری در سال‌های مورد بررسی، پیش از سال ۱۳۸۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
  - ۲- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره‌ی مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
  - ۳- نمونه آماری شامل شرکت‌های واسطه‌گری مالی، سرمایه‌گذاری، لیزینگ، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه نمی‌شود.
  - ۴- شرکت‌ها طی قلمرو زمانی این تحقیق تغییر فعالیت یا دوره‌ی مالی نداده باشند.
  - ۵- داده‌های مورد نظر شرکت‌ها در دسترس باشد.
- در نهایت شرکت‌های مورد بررسی در این تحقیق، شامل ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است.

### ۱۰. یافته‌های پژوهش

#### ۱۰-۱. آمار توصیفی

برای ارزیابی یک نمای کلی از خصوصیات مهم متغیرهای محاسبه شده، در جدول زیر برخی از مفاهیم آمار توصیفی این متغیرها، شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، حداقل و حداکثر مشاهدات ارائه شده است.



نگاره ۲: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق (درصد)

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
مخارج سرمایه‌گذاری	۰/۵۸۴۱	۰/۶۷۰۲	۰/۳۰۷۰	۰/۹۰۰۱	۰/۰۰۱
محافظه‌کاری	-۰/۰۵۳۴	-۰/۰۵۰۰	۰/۱۲۷۸	۱/۱۲۰۰	-۰/۷۰۰۰
مالکیت مدیریتی	۰/۹۳۸۲	۰/۶۹۱۵	۰/۵۱۸۷	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰۱
مالکیت نهادی	۰/۷۸۳۹	۰/۸۱۰۰	۰/۴۶۱۵	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰۰
درصد سهامداران عمده	۰/۸۷۹۶	۰/۸۰۲۳	۰/۴۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۴۹۵
ارزش خالص	۱/۲۶۰۱	۱/۲۱۵۰	۰/۴۹۳۵	۵/۲۳۰۰	۰/۰۶۰۰
اهرم مالی	۰/۶۷۰۰	۰/۶۷۰۰	۰/۱۷۲۴	۱/۷۲۰۰	۰/۱۵۰۰
اندازه شرکت	۵/۷۸۰۸	۵/۷۰۵۲	۰/۶۰۹۳	۸/۵۲۰۰	۴/۲۵۴۹
جریان نقد عملیاتی	۰/۱۱۷۱	۰/۱۱۳۹	۰/۱۲۲۲	۰/۶۹۹۱	-۰/۳۱۴۸
رشد شرکت	۰/۲۵۲۸	۰/۱۲۰۰	۲/۱۰۷۰	۴۳/۳۰۱۰	-۱/۰۰۰۰

میانگین سرمایه‌گذاری برابر با ۰/۵۸۴۱ بوده که نشان دهنده‌ی سرمایه‌گذاری کمتر نسبت به کل دارایی‌ها می‌باشد. ارزش میانگین محافظه‌کاری ۰/۰۵ می‌باشد که با توجه به مثبت بودن آن می‌توان گفت که شرکت‌ها محافظه‌کاری را بکار می‌برند. درصد تمرکز مالکیت برابر با ۸۸ درصد بوده که بیانگر راهبری فعالیت‌های شرکت توسط سهامداران عمده می‌باشد. همچنین درصد بالای مالکیت مدیریتی (۹۴ درصد) بیانگر این است که بیشتر سهام شرکت‌ها در اختیار اعضای هیئت مدیره می‌باشد که متشکل از نمایندگان اشخاص حقوقی می‌باشد. ارزش خالص سرمایه داخلی برابر با ۱/۲۶ است که کمتر از ارزش کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد و بیانگر محدود شدن ریسک استفاده نادرست از جریان‌های نقد آزاد توسط مدیریت و یا سهامداران عمده است. میانگین جریان نقد عملیاتی برابر با ۰/۱۱ می‌باشد و بیانگر این است که جریان‌های نقد عملیاتی تنها بخش محدودی از خالص ارزش سرمایه داخلی شرکت را تشکیل می‌دهند. با مقایسه میانگین و میانه متغیرها می‌توان گفت که ارزش هم‌هی میانگین‌ها به استثنای مالکیت نهادی، بزرگتر از میانه‌ها می‌باشد که نشان دهنده‌ی انحراف منطقی در توزیع هر متغیر می‌باشد. میانگین رشد شرکت نیز ۰/۲۵ می‌باشد که بیانگر رشد پایین شرکت‌های نمونه است.

آماره‌های انحراف معیار، ضریب کشیدگی و چولگی نیز به منظور بررسی نرمال بودن توزیع داده‌ها بکار گرفته می‌شوند (کلر و وارا، ۲۰۰۳). واوس (۲۰۰۲) عنوان می‌کند که زمانی که اندازه نمونه بزرگتر از ۱۰۰ باشد (معیاری تقریبی برای توزیع نرمال) احتمال نرمال بودن

داده‌ها افزایش می‌یابد.

## ۲-۱۰. آمار استنباطی

قبل از برآزش الگوها لازم است تا آزمون F لیمر به منظور بررسی استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت در مقابل روش داده‌های ترکیبی برای الگوی بالا انجام شود. نتایج حاصل از آزمون F لیمر برای الگوی تحقیق در نگاره شماره (۳) نشان داده شده است.

### نگاره ۳: نتایج آزمون F لیمر برای الگوهای تحقیق

الگوی تحقیق	آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
الگوی شماره ۲	۱۴/۳۰	۰/۰۰۰	الگوی اثرات ثابت
الگوی شماره ۳	۴/۱۵۱۰	۰/۰۰۰	الگوی اثرات ثابت
الگوی شماره ۴	۲/۱۱۹۲	۰/۰۰۰۲	الگوی اثرات ثابت
الگوی شماره ۵	۲/۲۲۰۳	۰/۰۰۰	الگوی اثرات ثابت

با توجه به آماره و سطح خطای آزمون F لیمر و رد فرضیه  $H_0$  برای الگوی تحقیق، لازم است برای انتخاب از بین الگوهای تابلویی با اثرات ثابت یا داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی، آزمون هاسمن نیز انجام شود. نتایج مربوط به آزمون هاسمن نیز در نگاره شماره (۴) نشان داده شده است.

### نگاره ۴: نتایج آزمون هاسمن برای الگوهای تحقیق

الگوی شماره ۲	آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
الگوی شماره ۳	۴۵/۶۰	۰/۰۰۰	الگوی اثرات ثابت
الگوی شماره ۴	۳۸/۸۸۱۳	۰/۰۰۰	الگوی اثرات ثابت
الگوی شماره ۵	۳۲/۱۸۳۰	۰/۰۰۰۱	الگوی اثرات ثابت
الگوی شماره ۲	۳۵/۵۴۶۷	۰/۰۰۰	الگوی اثرات ثابت

همانطور که در نگاره شماره (۴) قابل مشاهده است، نتایج حاکی از رد شدن فرضیه  $H_0$  برای الگوهای تحقیق بوده، در نتیجه الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت ارجح است.

بنابراین، برای تخمین الگوهای تحقیق از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت استفاده شده است.

در پژوهش حاضر، از آزمون دوربین-واتسون جهت تشخیص خود همبستگی مدل استفاده شده است. اگر مقدار آماره‌ی دوربین-واتسون نزدیک به عدد ۲ باشد، استقلال جمله‌ی خطای مدل می‌تواند پذیرفته شود. علاوه بر این، از آزمون فیشر جهت بررسی معناداری کل مدل استفاده شده است. نگاره‌ی شماره‌ی (۵) نتایج حاصل از برآورد مدل تحقیق را نشان می‌دهد.

نگاره ۵: نتایج حاصل از برآورد مدل‌های ۲ و ۳ تحقیق

متغیر	مدل ۲		مدل ۳	
	ضریب	آماره‌ی t	INV<Net Worth ضریب	INV>Net Worth آماره‌ی t
عرض از مبدا	-۰/۸۷۱۴	-۲/۷۳۹۷*	-۰/۷۲۱۸	-۳/۴۷۱۰*
(a) محافظه‌کاری	-۲/۱۰۱۰	-۵/۶۷۰۴*	-۳/۴۲۰۱	-۵/۸۹۲۳*
(b) تامین مالی	۱/۰۶۹۴	۲/۰۳۰۸*	-	-
a*b	۱/۲۱۰۱	۲/۱۵۸۹*	-	-
درصد سهامداران عمده	۰/۰۰۰۳	۰/۰۲۴۵	-۰/۱۷۷۹	-۰/۳۴۲۶
ارزش خالص	۰/۶۸۸۸	۶/۰۵۳۷*	۱/۲۴۱۷	۶/۳۲۸۳*
اهرم مالی	۱/۵۴۴۰	۴/۷۸۰۷*	۲/۵۸۵۱	۵/۴۸۹۱*
اندازه شرکت	-۰/۱۲۶۵	-۱/۵۵۵۳	-۰/۱۸۰۲	-۱/۴۱۵۵
جریان نقد عملیاتی	۲/۱۶۲۷	۵/۲۴۹۵*	۳/۰۳۴۲	۴/۷۵۶۶*
رشد شرکت	۰/۰۵۲۶	۳/۰۳۶۷*	۰/۰۱۳۱	۰/۲۱۹۳
ضریب تعیین	۰/۴۸۰۳		۰/۴۷۶۳	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۸۴۱		۰/۳۷۳۶	
آماره‌ی دوربین-واتسون	۱/۹۲۹۳		۱/۹۰۱۸	
F آماره‌ی	۴/۹۹۰۳		۴/۶۳۷۶	
F احتمال آماره‌ی	۰/۰۰۰		۰/۰۰۰	

\* و \*\* به ترتیب بیانگر معناداری در سطوح ۱٪ و ۵٪ درصد می‌باشند

در مدل (۲)،  $\beta_1$  ارتباط بین سرمایه‌گذاری و سطح محافظه‌کاری را با توجه به کمتر بودن سرمایه‌گذاری نسبت به ارزش خالص سرمایه داخلی، اندازه‌گیری می‌کند. در حالی که  $(\beta_1 + \beta)$  ارتباط بین سرمایه‌گذاری و سطح محافظه‌کاری را با توجه به بیشتر بودن سرمایه‌گذاری نسبت به ارزش خالص سرمایه داخلی، اندازه‌گیری می‌کند. با توجه به فرضیه اول، زمانی که سرمایه‌گذاری از ارزش خالص سرمایه داخلی بیشتر شود، محافظه‌کاری می‌بایستی باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شود و در صورت کمتر بودن سرمایه‌گذاری نسبت به ارزش خالص سرمایه داخلی می‌بایستی آن را محدود سازد. نتایج حاصل از تخمین مدل ۲ بیانگر ضریب همبستگی منفی معنادار برای  $\beta_1$  و ضریب همبستگی منفی معنادار برای  $(\beta_1 + \beta_3)$  می‌باشد. عدم پیروی جهت ضریب  $(\beta_1 + \beta_3)$  بیانگر عدم کارایی محافظه‌کاری با وجود نیاز به تامین مالی برون سازمانی می‌باشد زیرا، شرکت‌ها با توجه به اطمینان نسبت به تامین وجوه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری، به منظور کاهش هزینه‌های اطلاعاتی و بهبود سرمایه‌گذاری اقدام به محافظه‌کاری نمی‌کنند. همچنین، با توجه به این که به هنگام تامین مالی به نسبت‌های مالی و سایر مولفه‌های مربوط به وضعیت شرکت‌ها توجه نمی‌شود، نیاز به محافظه‌کاری مرتفع می‌شود.

در مراحل قبل، همه‌ی نمونه‌های مورد بررسی به دو زیر مجموعه بر اساس ارتباط بین سرمایه‌گذاری و خالص ارزش سرمایه داخلی تقسیم شده‌اند:

**زیرمجموعه (۱):** مشاهداتی که  $INV > Net\ Worth$  به عبارتی، سرمایه‌گذاری بیشتر از خالص ارزش سرمایه داخلی است.

**زیرمجموعه (۲):** مشاهداتی که  $INV < Net\ Worth$  به عبارتی، سرمایه‌گذاری کمتر از خالص ارزش سرمایه داخلی است.

با توجه به فرضیه اول، ضریب همبستگی  $\beta_1$  در مدل (۳) زیرمجموعه‌ی ۱ می‌بایستی به طور معناداری بزرگ‌تر از صفر باشد ولی همان طور که در جدول (۳) نیز می‌بینیم، ضریب مربوطه منفی بوده و بیانگر این است که محافظه‌کاری باعث کاهش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود زیرا، در شرایط فعلی بازار، محافظه‌کاری توانایی کاهش هزینه‌های اطلاعاتی تامین مالی برون سازمانی را ندارد. برای زیرمجموعه ۲ می‌بایستی به طور معناداری کوچک‌تر از صفر باشد و بیانگر این است که محافظه‌کاری با توجه به نقش کنترل داخلی که در کاهش هزینه‌های نمایندگی دارد، باعث بهبود سرمایه‌گذاری می‌شود. به عبارتی، محافظه‌کاری با توجه به اثر کنترل داخلی که دارد، استفاده نادرست از جریان‌های نقد آزاد توسط مدیریت و سرمایه‌گذاری

بیش از حد را زمانی که سرمایه‌گذاری کمتر از ارزش خالص سرمایه داخلی بوده و نیازی به تامین مالی برون سازمانی نباشد، محدود می‌سازد. متغیر درصد سهامداران عمده نیز در مدل ۲ و زیرمجموعه ۱ از مدل ۳ نیز معنادار نشده است. متغیر ارزش خالص سرمایه داخلی در هر دو مدل و هر دو زیرمجموعه معنادار و مثبت بوده و بیانگر این است که با سرمایه‌گذاری در همه‌ی شرایط مذکور ارتباط مثبتی را داشته و نیز نقش با اهمیتی را در سرمایه‌گذاری ایفا می‌کند.

نگاره ۵: نتایج حاصل از برآورد مدل‌های ۴ و ۵ تحقیق

متغیر	مدل ۴		مدل ۵	
	INV<Net Worth	INV>Net Worth	INV<Net Worth	INV>Net Worth
	ضریب	آماره‌ی t	ضریب	آماره‌ی t
عرض از مبدا	-۰/۵۲۴۴*	-۲/۴۵۹*	۰/۲۱۵۱	۲/۸۴۹*
(a) محافظه‌کاری	-۳/۵۰۶۹	-۲/۲۳*	-۰/۰۷۸۹	-۰/۲۱۵۴
(b) مالکیت مدیریتی	-	-	-	-
a*b	-	-	-	-
(c) مالکیت نهادی	۱/۴۴۲۰	۰/۵۵۴۲	-۰/۰۳۲۰	-۰/۸۲۸۸
a*c	۰/۲۲۵۸	۰/۱۷۸۱	-۰/۳۴۷۱	-۰/۷۶۹۷
درصد سهامداران عمده	-۰/۵۷۱۵	-۰/۹۱۹	۰/۰۰۶۸	۱/۸۶***
ثروت خالص	۱/۲۲۰۱	۶/۱۷۶۹*	۰/۳۱۱۳	۶/۶۳۳۶*
اهرم مالی	۲/۵۴۰۱	۵/۳۷۰۸*	۰/۵۶۸۱	۳/۴۸۳۳*
اندازه شرکت	-۰/۲۳۳۸	-۱/۷***	۰/۰۰۵۶	۰/۱۷۸۱
جریان نقد عملیاتی	۲/۹۸۰۷	۴/۵۹۳۴*	۰/۴۱۳۱	۲/۱۵۴۴*
رشد شرکت	۰/۰۲۳۴	۰/۳۸۷۲	۰/۰۱۲۵	۱/۷۵***
ضریب تعیین شده	۰/۴۷۷۶	۰/۵۵۰۰	۰/۴۷۶۸	۰/۵۲۶۲
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۶۹۸	۰/۴۴۸۳	۰/۳۶۹۴	۰/۴۲۰۴
آماره‌ی دوربین-واتسون	۱/۹۰۲۵	۱/۸۰۲۲	۱/۹۰۲۸	۱/۷۹۶۹
F آماره‌ی	۴/۴۳۳۲	۵/۴۰۸۵	۴/۴۳۷۴	۴/۴۳۷۴
F احتمال آماره‌ی	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰

\*, \*\*, و \*\*\* به ترتیب بیانگر معناداری در سطوح ۱٪، ۵٪ و ۱۰ درصد می‌باشند

در مدل ۴،  $\beta_1$  ارتباط بین سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری را برای شرکت‌هایی که مالکیت آنها نهادی نمی‌باشد، اندازه‌گیری می‌کند. این در حالی است که  $(\beta_1 + \beta_3)$  ارتباط بین سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری را برای شرکت‌هایی که مالکیت آنها نهادی است، اندازه‌گیری می‌کند. بنابراین،  $\beta_3$  اثر مالکیت نهادی بر ارتباط بین سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری را اندازه‌گیری می‌کند. در مدل ۴ نیز  $\beta_1$  ارتباط بین سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری را برای شرکت‌هایی که مالکیت آنها مدیریتی نمی‌باشد، اندازه‌گیری می‌کند. این در حالی است که  $(\beta_1 + \beta_3)$  ارتباط بین سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری را برای شرکت‌هایی که مالکیت آنها مدیریتی است، اندازه‌گیری می‌کند. بنابراین،  $\beta_3$  اثر مالکیت مدیریتی بر ارتباط بین سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری را اندازه‌گیری می‌کند. زمانی که سرمایه‌گذاری بیشتر از خالص ارزش سرمایه داخلی باشد، ضریب همبستگی  $\beta_1$  همواره به طور معناداری مثبت است. در حالی که  $\beta_3$  همواره و به طور معناداری منفی بوده و بیانگر این است که ارتباط مثبت بین محافظه‌کاری و سرمایه‌گذاری با توجه به سطوح مالکیت نهادی و مدیریتی محدود می‌شود. اگر سرمایه‌گذاری کوچک‌تر از ارزش خالص سرمایه داخلی باشد، ضریب همبستگی  $\beta_1$  همواره منفی و معنادار خواهد بود. در حالی که  $\beta_3$  همواره مثبت و معنادار بوده و نشان‌دهنده‌ی این است که ارتباط منفی بین سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری با توجه به سطوح مالکیت مدیریتی و نهادی محدود می‌شود. با توجه به نتایج حاصل از تخمین مدل‌های ۴ و ۵ می‌توان عنوان کرد که ساختار مالکیتی تاثیر معناداری بر ارتباط بین سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری ندارد و به عبارتی فرضیه دوم تحقیق تایید نمی‌شود زیرا، مدیران شرکت‌ها دانش تخصصی کافی در ارتباط با نحوه محافظه‌کاری و کاربردهای آن در جهت کاهش هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی، ندارند و همچنین، با توجه به تامین مالی بدون نیاز به محافظه‌کاری، ساختار مالکیتی تاثیر معناداری بر این ارتباط ندارد.

بر اساس نتایج تخمین مدل‌ها، می‌توان نتیجه گرفت که مدل تحقیق معنادار است؛ زیرا مقدار سطح خطای احتمال مربوط به آماره‌ی  $F$  برابر صفر است و کمتر از ۵ درصد است. در نتیجه، حتی در سطح اطمینان ۹۹ درصد نیز معنادار بودن مدل پذیرفته می‌شود. همچنین، با توجه به مقدار آماره‌ی دوربین-واتسون مدل‌های فوق می‌توان نتیجه گرفت که مدل‌های پژوهش مشکل خود همبستگی ندارد زیرا زمانی که آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد بیانگر وجود نداشتن خودهمبستگی بین متغیرها می‌باشد.

### ۱۱. نتیجه‌گیری

در این تحقیق، تأثیر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری، مورد مطالعه قرار گرفته است. فرضیه اول این تحقیق مبنی بر وجود رابطه‌ی معنادار بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری در سطوح مختلف سرمایه‌گذاری رد نشده است. نتایج حاکی از آن است که اثر محافظه‌کاری بر سرمایه‌گذاری، بستگی به این دارد که آیا نیاز به تامین مالی احساس می‌شود یا نه. زمانی که سرمایه‌گذاری بیشتر از خالص ارزش سرمایه داخلی باشد و نیاز به تامین مالی برون سازمانی باشد، ارتباط مثبتی بین سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری وجود دارد و نشان‌دهنده‌ی اثر توسعه‌دهندگی محافظه‌کاری بر سرمایه‌گذاری می‌باشد اما، با توجه به نتایج تخمین مدل ۳، رابطه بین محافظه‌کاری و سرمایه‌گذاری منفی است. به عبارتی، محافظه‌کاری توانایی توسعه فعالیت‌های سرمایه‌گذاری را نداشته و در هر صورت اثر منفی بر سرمایه‌گذاری دارد. زمانی که سرمایه‌گذاری کوچک‌تر از ارزش خالص سرمایه داخلی بوده و نیازی به تامین مالی برون سازمانی نباشد، رابطه بین محافظه‌کاری و سرمایه‌گذاری منفی بوده و بیانگر اثر محدودکنندگی محافظه‌کاری بر سرمایه‌گذاری می‌باشد. نتیجه‌ی پژوهش حاضر، با نتیجه‌ی مطالعه‌ی گارسیا لارا و همکاران (۲۰۱۱) سازگار است. آنها در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که بیش‌تر شرکت‌های محافظه‌کار، تمایل کم‌تری به سرمایه‌گذاری بیش از حد و کم‌تر از حد دارند اما، با نتایج پژوهش تائو (۲۰۰۹) با موضوع محافظه‌کاری حسابداری و سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد در تناقض است. تائو در پژوهش خود به این نتیجه رسید که محافظه‌کاری حسابداری و سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد، به صورت مثبت هم بستگی دارند.

نتایج حاکی از آن است که محافظه‌کاری حسابداری نقش فعالی را در سرمایه‌گذاری ایفا می‌کند اما، جهت و تأثیر آن با توجه به چگونگی نیاز به تامین مالی برون سازمانی متفاوت می‌باشد. زمانی که سرمایه‌گذاری بیشتر از خالص ارزش سرمایه داخلی بوده و نیاز به تامین مالی برون سازمانی باشد، محافظه‌کاری به عنوان علامت‌دهنده‌ای بکار می‌رود که باعث کاهش هزینه اطلاعات و هزینه سرمایه به هنگام توسعه سرمایه‌گذاری می‌شود. در مقابل، زمانی که سرمایه‌گذاری کوچک‌تر از خالص ارزش سرمایه داخلی بوده و نیازی به تامین مالی برون سازمانی نباشد، محافظه‌کاری با توجه به نقش کنترلی که دارد، تضادهای بین مدیریت و سهامداران را محدود کرده و هزینه‌ی نمایندگی را کاهش می‌دهد. نتایج این فرض با تحقیق محمودآبادی و مهتری (۱۳۹۰) مبنی بر این که بین محافظه‌کاری حسابداری و سرمایه‌گذاری آتی، در سطح

شرکت‌ها و در سطح ۷ گروه از صنایع، ارتباط معنی‌دار وجود دارد، همخوانی دارد ولی با این تفاوت که در این تحقیق سطح سرمایه‌گذاری با توجه به سرمایه داخلی مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری، تعدیل شده است.

فرضیه دوم این تحقیق مبنی بر این که ارتباط معنادار بین محافظه‌کاری و سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که مالکیت آنها نهادی و یا مدیریتی باشد نسبت به سایر شرکت‌ها، ضعیف‌تر است رد شده است. تاکنون در ایران تحقیقی که تاثیر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین محافظه-کاری و کارایی سرمایه‌گذاری را بسنجد انجام نشده است ولی نتایج حاصل از پژوهش حاضر با نتایج حاصل از تحقیق ژو و همکاران (۲۰۱۳) همخوانی ندارد. آنها در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که ارتباط معنادار بین محافظه‌کاری و سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که مالکیت آنها نهادی و یا مدیریتی باشد نسبت به سایر شرکت‌ها، ضعیف‌تر است. زمانی که ساختار مالکیت، نهادی باشد، مشکلات اطلاعاتی در نتیجه‌ی وجود چندین نماینده با تضاد منافع ایجاد شده و همچنین، نبود نظارت کافی از جانب سهامداران عمده بر عملکرد مدیریت، ریسک سرمایه‌گذاری بیش از حد را افزایش می‌دهد. زمانی که ساختار مالکیتی، مدیریتی باشد، عدم وجود محدودیت و سازوکارهای کنترلی و پیروی از منافع شخصی باعث بکارگیری سیاست‌های نامناسب و افراطی حسابداری شده و مشکلات نمایندگی و اطلاعاتی نیز بیشتر می‌شود. بنابراین، شرکت‌ها در هر دو حالت با مشکلات نمایندگی و اطلاعاتی مواجه هستند، در صورتی که نیاز به تامین مالی برون سازمانی باشد اثر توسعه‌دهندگی محافظه‌کاری بر سرمایه‌گذاری تضعیف می‌شود و در صورتی که تامین مالی برون سازمانی نیاز نباشد، اثر محدودکننده محافظه‌کاری بر سرمایه‌گذاری تضعیف می‌شود.

## ۱۲. پیشنهادهای تحقیق

شرکت‌ها با کسب شناخت از عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای سرمایه و هزینه‌های نمایندگی می‌توانند کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری را بالا برده و شرایط لازم برای حفظ منافع سرمایه‌گذاران را افزایش دهند که نتیجه‌ی آن حداکثرسازی ارزش شرکت و تکمیل وظایف ساختاری بازار سرمایه می‌باشد.

محافظه‌کاری سبب شناسایی سریع‌تر و به هنگام‌تر رویدادهای کاهنده‌ی سود و در مقابل عدم شناخت رویداد های افزایشدهنده‌ی سود خواهد شد. این امر منجر به شناسایی بخشی از هزینه‌های دوره‌ی آتی در دوره‌ی جاری می‌گردد، که خود از پایداری سود می‌کاهد و



هزینه‌های اخذ تصمیمات نادرست را بر سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه تحمیل می‌نماید. در نتیجه پیشنهاد می‌شود که این دسته از کاربران گزارش‌های مالی در زمان تصمیم‌گیری‌های اقتصادی به این مسئله توجه نمایند.

### ۱۳. پیشنهاد برای تحقیقات آتی

با انجام هر تحقیق، راه به سوی مسیری جدید باز می‌شود و ادامه راه مستلزم انجام تحقیق‌های دیگری است. بنابراین انجام تحقیق‌هایی به شرح زیر پیشنهاد می‌شود:

(الف) با اعمال محافظه‌کاری از آنجا که حساب‌برسان با ریسک کمتری در مقابل ارائه‌ی بیش از واقع سود و خالص‌داری‌ها روبه‌رو خواهند بود و احتمال قرار گرفتن در معرض دعاوی حقوقی کاهش خواهد یافت، رابطه بین محافظه‌کاری و حق‌الزحمه‌ی حساب‌برسان مورد بررسی قرار گیرد.

(ب) بررسی تأثیر کیفیت حساب‌رسی بر کارایی سرمایه‌گذاری

(ج) بررسی تأثیر عواملی چون مالکیت مدیریت و درجه اهرم مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورسی

### ۱۴. محدودیت‌های تحقیق

مهم‌ترین محدودیت‌های تحقیق حاضر به شرح زیر است:

(الف) به علت برخی معیارهای گزینشی (مانند سال مالی منتهی به پایان اسفند ماه، عدم تغییر سال مالی و ...) در انتخاب شرکت‌ها و همچنین ناقص بودن داده‌های برخی شرکت‌ها، تعداد شرکت‌های مورد مطالعه به ۱۲۰ مورد کاهش یافت. بنابراین، تعمیم نتایج این تحقیق به سایر شرکت‌ها باید با احتیاط صورت پذیرد.

(ب) شرایط تورمی کشور و عدم تعدیل اقلام صورت‌های مالی، بر محاسبه‌ی متغیرهای تحقیق بسیار مؤثر می‌باشد، اما به علت عدم انجام این کار در ایران، اثر تورم در تحقیق حاضر نادیده گرفته شده‌است.

(ج) اولین محدودیت مربوط به ویژگی خاص تحقیق‌های نیمه‌تجربی است که در حوزه‌ی علوم اجتماعی رایج است. به عبارت دیگر، تأثیر متغیرهای دیگری که کنترل آنها خارج از دسترس محقق است و امکان تأثیرگذاری آنها بر نتایج تحقیق دور از ذهن نیست. متغیرهایی مانند شاخص‌های عمده‌ی اقتصادی، وضعیت بازار سرمایه، عمر شرکت‌ها، تحصیلات و تجربه‌ی

مدیران شرکت‌ها و استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی و سایر اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه تعدادی از متغیرهایی هستند که ممکن است در این تاثیرگذاری نقش داشته باشند.

### منابع

#### الف. فارسی

- ابراهیمی کردلر، علی و شهریاری، علی رضا (۱۳۸۸). بررسی رابطه‌ی بین هزینه‌های سیاسی و محافظه‌کاری (فرضیه‌ی سیاسی) در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه‌ی بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۳-۱۶.
- حساس یگانه، یحیی، مرادی، محمد و اسکندر، هدی (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۵۲: ۱۰۷-۱۲۲.
- خاکی، غلامرضا (۱۳۸۲). *روش تحقیق با رویکردی به پایان‌نامه نویسی*. چاپ اول، تهران: بازتاب.
- ستایش، محمد حسین و جمالیان‌پور، مظفر (۱۳۸۹). بررسی وجود محافظه‌کاری در گزارش‌گری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۲ (۱): ۸۵-۱۱۹.
- شورورزی، محمدرضا و برزگر خاندوزی، عابدین (۱۳۸۸). نبود تقارن اطلاعاتی و نقش اطلاعاتی محافظه‌کاری: بررسی دیدگاه‌های متفاوت در باب محافظه‌کاری. *ماهنامه‌ی حسابدار*، ۲۴ (۲۱۰، شهریور): ۵۶-۶۳.
- محمودآبادی، حمید و مهتری، زینب (۱۳۹۰). رابطه‌ی بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۳ (۲، زمستان): ۱۱۳-۱۴۰.
- محمدرزاده سالطه، حیدر و محسن حسینی (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین مالکیت مدیریتی و محافظه‌کاری حسابداری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *همایش ملی ایده‌های نو در حسابداری و حسابرسی*، دانشگاه آزاد اسلامی واحد خوراسگان.
- مدرس، احمد و حصارزاده، رضا (۱۳۸۸). کیفیت گزارش‌گری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری. *فصلنامه‌ی بورس اوراق بهادار*، ۸۵-۱۱۶.

ب. انگلیسی

- 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*, 77 (4): 867–890.
- Alti, Aydogan (2003). How sensitive is investment to cash flow when financing is frictionless? *Journal of Finance*, 58: 707-722.
- 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*, 29 (1): 1–52.
- Biddle, G. and G. Hilary (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. *The Accounting Review*, 81 (5): 963-982.
- Bushee, B. J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *Accounting Review*, 73: 305-334.
- Bushman, Robert M., Abbie J. Smith and Frank Zhang. (2008). Investment-Cash Flow Sensitivities are Really Capital Investment-Working Capital Investment Sensitivities. Working Paper, Kenan-Flagler Business School, University of North Carolina at Chapel Hill, University of Chicago and Yale School of Management., [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=842085](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=842085).
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, L. H. P. Lang (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57 (6): 2741-2771.
- Fazzari, Steven, R. Glenn Hubbard and Bruce Petersen (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activities*, 1: 141-195.
- Garcia Lara, J. M, Osma, B. G. and F. Penalva. (2011). Conditional 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*, 29 (3): 287–320.
- Hui, Kai Wai, Steve Matsunaga and Dale Morse, (2009). The impact of conservatism on management earnings forecasts. *Journal of*

- Accounting and Economics*, 47(3): 192–207.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76: 323–329.
- Keller, G., & Warrack, B. (2003). Statistics for Management and Economics (6th ed.). *Pacific Grove, CA: Duxbury Press*.
- LaFond, R. (2005). The Influence of Ownership Structure on Earnings Conservatism and the Informativeness of Stock Prices: An International Comparison. *Working Paper, Massachusetts Institute of Technology (MIT) - Sloan School of Management*, October.
- LaFond, R. and Roychowdhury. (2008). Managerial ownership and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 46 (1): 101-135.
- Lafond, R and R.Watts (2008). The information role of conservative financial statement. *The Journal of Accounting and Economics*, 36:146-175.
- La Porta, R. F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny (2002). Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, 57 (3): 1147-1170.
- Liu, Shaojia, Sun, Pei and Liu, Naiquan (2003). The principle of ultimate ownership, ownership structure and corporate performance. *Economic Research Journal*, 4: 51-62.
- Modigliani & Miller (1958). The cost of capital corporate finance & theory of investment. *American Economic Review*.
- Maug, E. (1998). Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control? *Journal of Finance*, 53, 65–98.
- Peek, E., Cuijpers, R. and Buijink, W. F. J. (2010). Creditors' and shareholders' demand for accounting conservatism in public versus private firms: Evidence from Europe. *Contemporary Accounting Research*, 27(1): 49-91.
- Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1):3–27.
- Su, Qilin and Zhu, Wen (2003). Family control of listed companies and corporate value. *Economic Research Journal*, 38 (8): 36-45.
- Tao, M. (2009). Accounting conservatism and underinvestment. Working Paper, Washington University in St. Louis-Olin Business School.

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1505104](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1505104).  
[Online] [30 October 2010].

- Vaus, D. (2002). *Analyzing Social Science Data* (1st Ed.). London: SAGE Publications Ltd.
- 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*, 40(5): 40-51.
- Xiaodong XU, Xia WANG, Nina HAN (2013). Accounting Conservatism, Ultimate Ownership and Investment Efficiency. *Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2103957>*.
- Xu, Xiaodong and Zhang, Tianxi (2009). Corporate governance, free cash flow and ineffective investment in China. *Journal of Finance and Economics*, 35 (10): 47-58.