

# The Impact of Qualitative Features of Financial Reporting on Investment Efficiency and Capital Structure Based on Bank Received Facilities: Looking at Companies with Low Investment and Information Asymmetry

Vahid Bekhradi Nasab<sup>\*</sup>, Fatemeh Mardani<sup>\*\*</sup>

## Abstract

According to agency theory, when managers have good information about the existence of profitable investment opportunities, they may not pursue it, and this is important because of the ethical risk problems that result from owning the company's cash by management, myopia, and Choosing the wrong plan, as well as the lack of available funds due to foreign financing and facilities received, is costly. Conservatism reduces the problems of incorrect selection and improves the company's investment policies by facilitating access to foreign funds and reducing the cost of these funds. The conservative oversight role helps the board and other corporate governance components, such as institutional ownership, to avoid value-destroying strategies such as the empire of managers. Accordingly, the purpose of this study is the effect of qualitative characteristics of financial reporting on the efficiency of investment and facilities received, looking at companies with low investment and information asymmetry. The statistical population of the present study includes all companies listed on the Tehran Stock Exchange during the period 2014 to 2019. The sample size based on the available statistical population includes 95 companies. Research evidence suggests that among the qualitative features of financial reporting, in low-investment companies, accounting conservatism has a positive and significant effect on investment efficiency. Also, in companies with information inequality, accounting conservatism has no significant effect on investment efficiency and information asymmetry does not affect the relationship between accounting conservatism and investment efficiency, which information inequality, low investment problems Intensifies. Another result of the research is that in low-investment companies, the quality characteristics of financial reporting do not have a significant effect on the facilities received.

**Keywords:** Conservatism, Investment Efficiency, Received Facilities, Information Asymmetry

---

\* Corresponding Author: PH.D in Accountancy, Department of Accountancy, Najafabad Branch, Islamic Azad University, Najafabad, Iran

\*\* MA In Accountancy, Imam Sadegh Nonprofit Higher Education Institute, Isfahan, Iran

---

This article is an open-access article distributed under the terms and conditions of the

Creative Commons Attribution Non-Commercial (CC-BY-NC) license.



شاپا چاپی: ۱۸۰۹ - ۲۷۱۷

شاپا الکترونیکی: ۱۹۹۳ - ۲۷۱۷

نشریه

«پژوهش‌های راهبردی بودجه و مالیه»

(سال دوم، شماره ۲، تابستان ۱۴۰۰: ۲۰۲ - ۱۶۷)



## تأثیر ویژگی‌های کیفی گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه متکی به تسهیلات دریافتی بانکی:

### با نگاه به شرکت‌های دارای کم‌سرمایه‌گذاری و ناقرینگی اطلاعاتی

وحید بخردی‌نسب\*، فاطمه مردانی\*\*

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۷/۲۸

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۲/۲۳

#### چکیده

منطقی بر نظریه نمایندگی، هنگامی که مدیران اطلاعات خوبی راجع به وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری پرمفعت داشته باشند، امکان دارد که آن را دنبال نکنند و این مهم به دلیل مشکلات مخاطره اخلاقی است که ناشی از تملک و جوه نقد شرکت به دست مدیریت، نزدیک‌بینی و گزینش طرح نامناسب و نیز کمبود جوه در دسترس ناشی از تامین مالی خارجی و تسهیلات دریافتی پرهزینه است. محافظه‌کاری، موجب کاهش مشکلات گزینش نادرست و بهبود سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت به وسیله سهولت دسترسی به جوه خارجی و کاهش هزینه این جوه می‌شود. نقش نظارتی محافظه‌کاری به هیئت‌مدیره و سایر اجزای راهبری شرکتی نظیر مالکیت نهادی کمک می‌کند تا از راهبردهای تخریب‌کننده ارزش‌ها مانند امپراتوری مدیران بر حذر باشند. بر این اساس هدف از پژوهش حاضر تأثیر ویژگی‌های کیفی گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری و تسهیلات دریافتی، با نگاه به شرکت‌های دارای کم‌سرمایه‌گذاری و ناقرینگی اطلاعاتی است. جامعه آماری پژوهش حاضر، شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ است. حجم نمونه براساس جامعه آماری در دسترس شامل ۹۵ شرکت است. شواهد پژوهش حاکی از آن است که از بین ویژگی‌های کیفی گزارشگری مالی، در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار، محافظه‌کاری حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد. هم‌چنین در شرکت‌هایی با نابرابری اطلاعاتی، محافظه‌کاری حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معنی‌دار ندارد و ناقرینگی اطلاعاتی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری مؤثر نمی‌باشد که نابرابری اطلاعاتی مشکلات کم‌سرمایه‌گذاری را تشدید می‌کند. از دیگر نتایج پژوهش این است که در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار، ویژگی‌های کیفی گزارشگری مالی بر تسهیلات دریافتی تأثیر معنی‌دار ندارد.

**کلیدواژه‌ها:** محافظه‌کاری؛ کارایی سرمایه‌گذاری؛ تسهیلات دریافتی؛ ناقرینگی اطلاعات.

\* نویسنده مسئول: دکتری تخصصی حسابداری، گروه حسابداری، واحد نجف‌آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، نجف‌آباد، ایران  
Vahid.bekhradinasab@gmail.com

\*\* کارشناس ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی صبح صادق، اصفهان، ایران  
Fmardani68@yahoo.com

این مقاله یک مقاله با دسترسی آزاد است که تحت شرایط و ضوابط مجوز (CC BY-NC) Creative Commons Attribution Non-Commercial

Commercial

توزیع شده است.



## طبقه‌بندی JEL: M41

### مقدمه

در چارچوب مفهومی مشترک، هیئت استانداردهای حسابداری مالی و استانداردهای بین‌المللی حسابداری مالی محافظه‌کاری، ویژگی کیفی مطلوب اطلاعات حسابداری در نظر گرفته نشده است (هیئت استانداردهای حسابداری مالی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸). این جریان موجب شد جریان پژوهش‌ها درباره تأثیر اقتصادی محافظه‌کاری بیشتر شود. مطالعات اخیر نشان می‌دهد مزایای اطلاعاتی محافظه‌کاری باعث کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی (لافوند و واتس<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸)، کاهش مدیریت سود (چن و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۰۷)، کاهش هزینه سرمایه (اوپلر و همکاران<sup>۴</sup>، ۱۹۹۹) شده است. هم‌چنین، تعهدات شرکت به گزارشگری محافظه‌کاری، به افشای کامل (گای و ورسچیا<sup>۵</sup>، ۲۰۰۷)، تسهیل نظارتی بر مدیریت و نظارت دقیق‌تر به‌منظور بهبود بر کارایی سرمایه‌گذاری منجر شده است (بوشمن و اسمیت<sup>۶</sup>، ۲۰۰۱). با این حال، منتقدان ادعا کردند افشای کامل، به ناکارایی حاکمیتی شرکت‌ها منجر می‌شود (عبداله و مهدصالح<sup>۷</sup>، ۲۰۱۴). در این راستا هرمالین و ویزبیج<sup>۸</sup> (۲۰۰۸) نشان دادند بر مبنای افشای کامل، مدیران انگیزه دارند تصمیم‌های بهینه به‌منظور سرمایه‌گذاری کارآمد داشته باشند؛ زیرا پژوهش‌های پیشین نظیر بیدل و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۰۹) نشان دادند که کیفیت گزارشگری مالی و اطلاعات حسابداری باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود و شرکت‌های محافظه‌کارانه‌تر مستعد کم‌سرمایه‌گذاری از طریق تأمین مالی از طریق بدهی هستند.

1. Financial Accounting Standards Board
2. LaFond and Watts
3. Chen et al
4. Opler et al
5. Guay and Verrecchia
6. Bushman and Smith
7. Abdullah and mohd Salehb
8. Hermalin and Weisbach
9. Biddle et al

پس یک واحد اقتصادی برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های مختلف، باید حد و میزان سرمایه‌گذاری را با توجه به محدودیت منابع، مورد توجه قرار دهد. این امر، از طریق روش‌های ارزیابی طرح‌ها، از جمله ارزش فعلی خالص انجام می‌شود. طبق این روش، در یک یا چند طرح وقتی سرمایه‌گذاری انجام می‌گیرد که ارزش فعلی خالص آن طرح، مثبت باشد. از این‌رو، تقبل طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد و صرف‌نظر کردن از طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت، منجر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌شود که عدم بهینه سرمایه‌گذاری را به دنبال خواهد داشت، زیرا مدیران باید به صورت بهینه و در طرح‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که برای شرکت ارزش آفرینی کند، یعنی طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت پذیرفته و طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی، رد شود. جریان نقد آزاد شرکت‌ها، از جمله دلایل اصلی در به وجود آمدن سرمایه‌گذاری بیش از حد در سطح شرکت است و موجب به وجود آمدن مسائلی هم‌چون کاهش کارایی سرمایه‌گذاری، افزایش تورم و توسعه ظاهری اقتصادی کلان می‌شود و به شدت به منافع سهام‌داران آسیب می‌رساند. از آن‌جا که سرمایه‌گذاری، یکی از مهم‌ترین اجزای تقاضای کل است و نقش بسیار تعیین‌کننده‌ای در نوسان‌های اقتصادی و رشد اقتصادی یک کشور ایفا می‌کند، شناخت رفتار سرمایه‌گذاری، بسیار مورد توجه اقتصاددانان و سیاست‌گذاران اقتصادی بوده است. بر این اساس، از دیرباز نظریه‌پردازان در صدد تهیه الگویی بوده‌اند تا بتوانند رفتار سرمایه‌گذاری را تبیین و مهم‌ترین عوامل مؤثر بر آن را شناسایی کنند. با در نظر گرفتن جنبه‌های اهمیت تصمیم‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری، شامل پروژه‌های بلندمدت سرمایه‌ای، از قبیل حجم بالای سرمایه‌گذاری، پیامدهای قابل توجه و بلندمدت و هم‌چنین تعهدات مالی عمده و تأثیری که تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را در شرایطی که به دلیل هزینه‌های انتقال و بازارهای نامتقارن، بازارهای ناقص وجود دارد، تحت تأثیر قرار می‌دهد. در چنین بازارهایی، مشکلات نمایندگی ناشی از برهم‌کنش میان سهام‌داران، اعتباردهندگان و مدیران به وجود می‌آید و متعاقب آن، انگیزه‌هایی برای سرمایه‌گذاری بیشتر یا کمتر از اندازه ایجاد می‌شود. چنین مشکلات نمایندگی ممکن است دامنه‌ای از سرمایه‌گذاری‌هایی را ایجاد کند که در جهت تأمین

منافع سهام‌داران نباشد (ابراهیمی و مقدم، ۱۳۹۴). براساس نظریه نمایندگی، زمانی که مدیران اطلاعات خوبی راجع به وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری پرمفعت داشته باشند، امکان دارد که آن را دنبال نکنند و این به دلیل مشکلات مخاطره اخلاقی است که ناشی از تملک وجوه نقد شرکت به دست مدیریت، نزدیک‌بینی و گزینش طرح نامناسب و نیز کمبود وجوه در دسترس ناشی از تأمین مالی خارجی پرهزینه است (گارسیا لارا و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰).

هم‌چنین براساس تئوری نئوکلاسیک، شرکت‌ها به‌منظور حداکثر کردن ارزش خود باید تا زمانی سرمایه‌گذاری کنند که منافع نهایی و هزینه نهایی این سرمایه‌گذاری برابر شود. اما براساس مکتب کینزی، که میزان سرمایه‌گذاری براساس اولویت رشد یا امنیت مالی تعیین می‌شود و چارچوب نمایندگی که مسأله نابرابری اطلاعاتی را در نظر می‌گیرد، شرکت‌ها ممکن است از سطوح بهینه سرمایه‌گذاری خود فاصله بگیرند و این‌گونه دچار ناکارایی سرمایه‌گذاری شوند (هاشمی و همکاران، ۱۳۹۳). مبحث سرمایه‌گذاری که یکی از موضوعات مهم در فرآیند ارزش‌آفرینی شرکت‌ها می‌باشد با مسائلی هم‌چون نابرابری اطلاعاتی ارتباط عمیقی دارد. اعتقاد بر این است که نابرابری اطلاعاتی، به اصطکاک بازار و عدم کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی که با محدودیت نقدینگی مواجه هستند، می‌افزاید.

ناقربینگی و نابرابری اطلاعاتی می‌تواند انتخاب پروژه و هزینه‌های تأمین وجوه را تحت تأثیر قرار دهد. برای مثال نابرابری اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران معمولاً به‌عنوان مشکل انتخاب ناسازگار مطرح می‌شود. یک محرک مهم برای هزینه‌های شرکت در زمان افزایش سرمایه موردنیاز برای تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. مایزر و ماجلوف<sup>۲</sup> (۱۹۸۴) مدلی ایجاد کردند که نابرابری اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران موجب سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌شود. زمانی که مدیران در طرفداری از سهام‌داران موجود عمل می‌کنند و شرکت به افزایش وجوه برای تأمین مالی یک پروژه با خالص ارزش فعلی مثبت نیاز دارد، مدیران ممکن است افزایش وجوه با قیمت تنزیل شده را نپذیرند حتی اگر به معنی صرف‌نظر از فرصت‌های

1. Garsia Lara et al  
2. Myers and Majluf

خوب سرمایه‌گذاری باشد. هم‌چنین نابرابری اطلاعاتی می‌تواند به دلیل رتبه تفاضلی اطلاعات بین مدیران و سهام‌داران، از کارایی سرمایه‌گذاری ممانعت نماید از آن‌جا که مدیران رفاه شخصی خود را افزایش می‌دهند، آن‌ها می‌توانند فرصت‌های سرمایه‌گذاری را انتخاب نمایند که بهترین منفعت برای سهام‌داران نباشد (خدائی ولهزاقرد و یحیایی، ۱۳۸۹). این عامل باعث می‌شود تأثیر سرمایه‌گذاری و تأمین مالی بیشتری از طریق محافظه‌کاری در حضور تشدید عدم‌تقارن اطلاعاتی صورت گیرد (کراوت<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴). در پی این استدلال‌ها، ادبیات مالی نشان می‌دهد محافظه‌کاری باعث بهبود سرمایه‌گذاری و کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد مدیریت می‌شود. بنابراین، محافظه‌کاری نقش به‌سزایی در کارایی سرمایه‌گذاری دارد و این موضوع در شرکت‌هایی برجسته‌تر می‌شود که با مشکلات تأمین مالی (بدهی یا حقوق صاحبان سهام) روبه‌رو می‌شوند و محدودیت‌های مالی، توانایی مدیران را برای تأمین مالی محدود می‌سازد. شرکت‌هایی که با محدودیت تأمین مالی روبه‌رو هستند، ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد تأمین مالی از قبول و انجام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت صرف‌نظر کنند که این کار به کم‌سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. در شرکت‌هایی که کم‌سرمایه‌گذار هستند، شیوه فراهم کردن سرمایه بر موفقیت سرمایه اثر زیادی دارد. شرکت‌ها از طریق انتشار سهام یا ایجاد بدهی تأمین مالی خارجی می‌کنند. در این راستا، محافظه‌کاری باعث کاهش مشکلات نمایندگی و کاهش محدودیت مالی می‌شود (گارسیالارا و همکاران، ۲۰۱۶).

ضرورت نیاز به محافظه‌کاری حسابداری برای به رسمیت شناختن دست‌آوردهای اقتصادی مربوط به زیان‌ها بسیار مشهود است. ادبیات موجود در این زمینه نشان داده است که محافظه‌کاری حسابداری می‌تواند با کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد توسط مدیریت باعث بهبود بهره‌وری سرمایه‌گذاری شود و تأثیر محافظه‌کاری بر کارایی سرمایه‌گذاری جزء مباحث پژوهش‌های پیش‌رو مالی بوده است و این موضوع در محیط‌هایی با عدم‌تقارن اطلاعاتی و مشکلات تأمین مالی شرکت‌ها برجسته‌تر می‌شود. پژوهش‌های پیشین شواهدی ارائه داده‌اند که محافظه‌کاری با

1. Kravet

کارایی سرمایه‌گذاری، محافظه‌کاری و تصمیم‌های تأمین مالی، محافظه‌کاری و عدم تقارن اطلاعاتی و دیگر موضوعات بررسی شده است، اما اهمیت تأثیر ناقص‌ترین اطلاعاتی بر محافظه‌کاری با کارایی سرمایه‌گذاری و در محیط‌های با نوع تأمین مالی از طریق تسهیلات بانکی بررسی نشده است. بنابراین، یافته‌های این پژوهش برای سرمایه‌گذاران، مدیران و اعتباردهندگان قابل اهمیت است. در ادامه، مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش، روش پژوهش، یافته‌های پژوهش و نتیجه‌گیری بیان می‌شود.

## مروری بر مبانی نظری، پیشینه و توسعه فرضیه‌های پژوهش

### محافظه‌کاری

محافظه‌کاری عبارت است از کاربرد درجه‌ای از مراقبت که در اعمال قضاوت برای انجام برآورد در شرایط ابهام مورد نیاز است به گونه‌ای که درآمدها یا دارایی‌ها بیشتر از واقع و هزینه‌ها یا بدهی‌ها کمتر از واقع ارائه نشود. به عبارت دیگر محافظه‌کاری یکی از میثاق‌های تعدیل‌کننده حاکم بر حسابداری و گزارشگری مالی است. بدین مفهوم که در بعضی شرایط محافظه‌کاری ایجاد می‌کند که رویه‌ای انتخاب و اعمال شود که دارای کم‌ترین اثر مساعد بر دارایی‌ها، درآمدها، سود و در نتیجه حقوق صاحبان سرمایه باشد. هدف از محافظه‌کاری سیل عظیم رسوایی‌های مالی اخیر در سطح جهان، از انرون و ورلدکام در آمریکا تا پارلامنت در اروپا، سبب شده است که انگشت اتهام به سمت گزارشگری مالی نشانه رود. صورت‌های مالی هسته اصلی فرآیند گزارشگری مالی را تشکیل می‌دهند. صورت‌های مالی و در رأس آن‌ها صورت سود و زیان (رقم سود خالص) در کانون توجه سرمایه‌گذاران قرار دارد. در سال‌های اخیر مبحث کیفیت سود گزارش شده مورد توجه بسیاری از محققان قرار گرفته است. یکی از جنبه‌های کیفیت سود محافظه‌کاری است؛ بدان معنا که هر چه محافظه‌کاری سود بیشتر باشد، کیفیت آن بالاتر است.

محافظه‌کاری یکی از ویژگی‌های برجسته گزارشگری مالی است که در سال‌های اخیر به‌خاطر رسوایی‌های مالی در شرکت‌هایی نظیر انرون و ورلدکام، توجه بیشتری را به خود جلب

کرده است و برخی مطالعات اخیر نظیر واتس<sup>۱</sup> (۲۰۰۳)، واتس و رویچوداری<sup>۲</sup> (۲۰۰۵) و لافوند و واتس<sup>۳</sup> (۲۰۰۶) به‌طور ویژه بر محافظه‌کاری تمرکز کرده‌اند. هر چند بسیاری از حسابداران بر وجود محافظه‌کاری در تنظیم صورت‌های مالی توافق دارند، تعریفی جامع و مانع از آن ارائه نشده است. با وجود این، در متون حسابداری دو خصوصیت عمده محافظه‌کاری مورد بررسی قرار گرفته است. نخست، جانبداری رو به پایین ارزش دفتری سرمایه نسبت به ارزش بازار آن است و دیگر گرایش به تسریع در شناسایی هزینه‌ها و تعویق شناخت درآمدها. واتس (۲۰۰۳)، از بلیس<sup>۴</sup> (۱۹۲۴) در تعریف محافظه‌کاری چنین نقل کرده است «محافظه‌کاری به‌طور سنتی با ضرب‌المثل هیچ سودی را پیش‌بینی نکنید، اما همه زیان‌ها را پیش‌بینی کنید» تعریف شده است. در ادبیات حسابداری این ضرب‌المثل به‌صورت «گرایش حسابداری به الزام درجه بالاتری از تأییدپذیری برای شناسایی اخبار خوب، یعنی سود نسبت به شناسایی اخبار بد یعنی زیان است» (رضازاده و آزاد، ۱۳۸۷).

از دیدگاه تهیه‌کنندگان صورت‌های مالی، محافظه‌کاری به‌عنوان کوششی برای انتخاب روشی از روش‌های پذیرفته‌شده حسابداری است که به شناخت کندتر درآمد فروش، شناخت سریع‌تر هزینه و ارزش‌یابی کم‌تر دارایی‌ها و یا ارزشیابی بیشتر بدهی‌ها منتج می‌شود. در کشور ایران، کمیته فنی سازمان حسابرسی در مفاهیم نظری گزارشگری مالی، محافظه‌کاری را به‌عنوان یکی از مولفه‌های خصوصیت کیفی قابل‌اتکا بودن در نظر گرفته، اما واژه محافظه‌کاری را به‌کار نبرده است، بلکه از واژه احتیاط به‌جای آن استفاده کرده است.

احتیاط عبارت است از کاربرد درجه‌ای از مراقبت که در اعمال قضاوت برای انجام برآورد در شرایط ابهام مورد نیاز است به‌گونه‌ای که درآمدها یا دارایی‌ها بیشتر از واقع و هزینه‌ها یا بدهی‌ها کم‌تر از واقع ارائه نشود. تعریف بالا نشان می‌دهد که محافظه‌کاری محصول ابهام است و هرگاه حسابداران با ابهام روبه‌رو شوند، محافظه‌کاری را به‌کار می‌برند (رضازاده و آزاد، ۱۳۸۷).

1. Watts
2. Watts and Roychowdhury
3. LaFond and Watts
4. Bliss



در حسابداری، محافظه‌کاری مفهومی است که سابقه‌ای طولانی دارد. باسو<sup>۱</sup> (۱۹۹۷) معتقد است که محافظه‌کاری طی قرن‌ها تئوری و عمل حسابداری را تحت تأثیر قرار داده است. ثبت‌های تاریخی اوایل قرن پانزدهم میلادی درباره معاملات مشارکتی و تضامنی نشان می‌دهند که حسابداری در اروپای قرون وسطی محافظه‌کارانه بوده است. مفهوم محافظه‌کاری زمانی ایجاد شد که صورت وضعیت مالی مهم‌ترین و اغلب تنها صورت مالی بود و اجزای سود یا سایر نتایج عملیات به‌ندرت در خارج از شرکت‌ها ارائه می‌شد. استرلینگ<sup>۲</sup> (۱۹۷۰) محافظه‌کاری را مؤثرترین اصل ارزشیابی در حسابداری می‌داند. پژوهش‌های تجربی اخیر در مورد محافظه‌کاری نشان می‌دهند که نه تنها رویه‌های حسابداری محافظه‌کارانه است، بلکه در کشورهای انگلیسی، طی ۳۰ سال گذشته این رویه‌ها محافظه‌کارانه‌تر شده است (باسو، ۱۹۹۷).

### کارایی سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری عبارت است از هر گونه فدا کردن ارزشی در حال حاضر که معمولاً مشخص است، به امید به‌دست آوردن هر گونه ارزشی در زمان آینده که معمولاً اندازه یا کیفیت آن نامعلوم است. به عبارتی سرمایه‌گذار در حال حاضر، ارزش مشخصی را فدا می‌کند تا در قبال آن در آینده ارزش خاصی که مورد نظرش است به‌دست آورد (مثل پرداخت وجهی بابت خرید سهام به امید به‌دست آوردن سودهای مشخصی از آن در آینده). یکی از عوامل مهم در جهت حل مسائل اقتصادی کشورها، بسط و توسعه سرمایه‌گذاری است. اما این امر به‌تنهایی کافی نیست و با توجه به محدودیت منابع مالی، علاوه بر مسأله توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری نیز از جمله مسائل با اهمیت است (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷). به‌طور مفهومی، کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت فقط در تمامی طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری کند. البته این سناریو در صورتی کارساز است که بازار کامل باشد و هیچ‌یک از مسائل بازار ناقص از جمله گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته

1. Basu  
2. Sterling

باشد (وردی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶؛ بیدل و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹). علاوه بر این، کارایی سرمایه‌گذاری و یا سرمایه‌گذاری در حد بهینه، مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش از حد مطلوب انجام شده است، جلوگیری شود و از سوی دیگر، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد، هدایت شود (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷).

کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت فقط در تمامی طرح‌های با ارزش فعلی خالص مثبت، سرمایه‌گذاری کند. از این رو، کارایی سرمایه‌گذاری به‌عنوان قرینه اندازه انحراف از سرمایه‌گذاری مورد انتظار، در نظر گرفته شده است؛ زیرا هر چه اندازه انحراف کوچک‌تر باشد، سرمایه‌گذاری کارا تر تلقی می‌شود (وردی، ۲۰۰۶). حداقل دو معیار نظری برای تعیین کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد. اول اینکه یک شرکت نیاز دارد تا به‌منظور تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع را جمع‌آوری نماید، در یک بازار کارا، همه پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت باید تأمین مالی شوند. هر چند، بخش عمده‌ای از ادبیات موجود در حوزه مالی نشان داده است که محدودیت‌های مالی، توانایی مدیران را برای تأمین مالی محدود می‌سازد (هوبارد<sup>۳</sup>، ۱۹۹۸).

یکی از مواردی که می‌توان استنباط نمود آن است که شرکت‌های مواجه با محدودیت تأمین مالی ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد تأمین مالی، از قبول و انجام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت صرف‌نظر نمایند که این کار به کم‌سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. دوم اینکه، اگر یک شرکت تصمیم به تأمین مالی بگیرد، هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی با آن انجام شود. به‌عنوان مثال مدیران ممکن است با پروژه‌های نامناسب در جهت منافع خویش و یا حتی سوءاستفاده از منابع موجود، اقدام به سرمایه‌گذاری ناکارا نمایند. چارچوب نظری موجود در این حوزه پیش‌بینی می‌کند که انتخاب پروژه‌های ضعیف می‌تواند سبب کم‌سرمایه‌گذاری گردد

---

1. Verdi  
2. Biddle et al  
3. Hubbard

(برترند و مولاناثان<sup>۱</sup>، ۲۰۰۳). کارایی سرمایه‌گذاری را به‌عنوان انحرافات از سرمایه‌گذاری مورد انتظار در یک مدل سرمایه‌گذاری که سرمایه‌گذاری مورد انتظار را به‌عنوان تابعی از فرصت‌های رشد، پیش‌بینی می‌کند، اندازه‌گیری می‌کنند. مطابق نظریه‌های نئوکلاسیک، شرکت‌ها به‌منظور بیشینه‌سازی ارزش خود تا زمانی سرمایه‌گذاری می‌کنند که مزایای حاشیه‌ای برابر با هزینه‌های حاشیه‌ای این سرمایه‌گذاری باشد (ابل<sup>۲</sup>، ۱۹۸۳).

### تسهیلات دریافتی

تسهیلات دریافتی و بدهی، تعهدی است که واحد تجاری را به انتقال دارایی‌ها یا خدمات به شخص دیگر ملزم می‌سازد. به‌طور کلی بدهی دارای سه ویژگی باشد. نخست تعهدی وجود داشته باشد که بتوان تنها با انتقال یک دارایی یا خدمات به واحد دیگر ایفا شود، دوم رویدادی که موجب وقوع این تعهد شود و سوم تعهد باید محتمل و غیرقابل اجتناب باشد. بدهی جاری، تعهدی است که انتظار می‌رود طی یک سال مالی یا یک چرخه عملیاتی (هر کدام که طولانی‌تر است)، از محل دارایی جاری و یا از محل ایجاد یک بدهی جاری دیگر تسویه شود (مانند حساب‌های پرداختنی، اسناد پرداختنی و ذخیره مالیات). بدهی بلندمدت، تعهدی است که مستلزم استفاده از دارایی‌های جاری برای بازپرداخت (یا ایجاد بدهی جاری دیگر) در طی چرخه عملیاتی آتی یا دوره گزارشگری بعدی، هر کدام طولانی‌تر است، نمی‌باشد. بدهی‌های بلندمدت (غیرجاری) مانند اوراق قرضه پرداختنی، حصه‌های غیرجاری، ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان و غیره می‌باشد. بدهی احتمالی، تعهدی غیرقطعی است که از رویدادهای گذشته ناشی می‌شود و وجود آن‌ها تنها از طریق وقوع یا عدم وقوع یک یا چند رویداد نامشخص آتی که به‌طور کامل در کنترل واحد تجاری نیست یا تعهد فعلی است که از رویدادهای گذشته ناشی می‌شود. اما به این دلیل شناسایی نمی‌شود که خروج منافع اقتصادی برای تسویه تعهد محتمل نیست و مبلغ تعهد را نمی‌توان با قابلیت اتکای کافی اندازه‌گیری نمود. به‌طور کلی واحد تجاری نباید بدهی احتمالی را

1. Bertrand and Mullainathan

2. Abel

شناسایی کند، بلکه باید اطلاعات مربوط به بدهی احتمالی را در یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی افشا نماید (خواجوی و ابراهیمی، ۱۳۹۴).

## ارتباط ویژگی‌های کیفی گزارشگری مالی، کارایی سرمایه‌گذاری و ناقربنگی اطلاعاتی

محافظه‌کاری به‌عنوان اولین ویژگی کیفی گزارشگری مالی، دست‌کاری حسابداری توسط مدیریت را با اجازه نمودن به سایر منابع اطلاعاتی و ایجاد به‌موقع پیام‌های هشداردهنده به مالکان نهادی به‌عنوان سازوکار حاکمیت شرکتی، محدود می‌کند. بنابراین، این مسأله موجب کمک به تسهیل فرآیند نظارت پس از واقعه بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیران می‌شود. مدیران، نگران اثر درآمدی ناشی از تصمیم‌های سرمایه‌گذاری خود در طی دوره تصدی هستند و نمی‌توانند آن‌ها را به مدیران نسل بعد منتقل کنند. این مسأله، سرمایه‌گذاری در طرح‌های با ارزش فعلی خالص منفی پیش‌رویدادی را محدود کرده و موجب رها کردن زود هنگام طرح‌های اجرایی ضعیف پس از واقعه و استراتژی‌های بازدارنده از ادامه (بیش) سرمایه‌گذاری در طرح‌های در حال اجرا می‌شود (گارسایالارا و همکاران، ۲۰۱۰). علاوه بر این، به‌نظر می‌رسد محافظه‌کاری موجب تسهیل جذب وجوه خارجی کم‌هزینه‌تر و کاهش مشکلات سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌شود. محافظه‌کاری حسابداری، موجب دسترسی به بدهی کم‌ریسک‌تر و بنابراین، کاهش تأثیرات منفی ناشی از حجم عظیمی از بدهی، بر کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. محافظه‌کاری اغلب هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد. به‌نظر می‌رسد این کاهش در هزینه بدهی و کاهش هزینه سرمایه، موجب تسهیل سرمایه‌گذاری می‌شود. پس می‌توان بیان نمود که در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار، محافظه‌کاری حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری مؤثر باشد. هم‌چنین انتظار می‌رود که کیفیت گزارشگری مالی به‌عنوان دیگر ویژگی کیفی گزارشگری مالی کارایی سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد و مالکان نهادی به‌عنوان سازوکار حاکمیت شرکتی در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیرگذار باشد. بر این اساس فرضیه‌های

اول تا سوم به شرح زیر تبیین شده است.

**فرضیه اول:** در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار، محافظه‌کاری حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد.

**فرضیه دوم:** در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار، کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد.

**فرضیه سوم:** در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار، مالکیت نهادی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد.

نقص بازار به‌همراه ناقربینگی اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی، به اجرای طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی (سرمایه‌گذاری اضافی) و رد طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت (سرمایه‌گذاری ناکافی) منجر می‌شود. براساس نظریه نمایندگی، سرمایه‌گذاری اضافی و ناکافی را می‌توان از طریق بیان ناقربینگی اطلاعاتی بین ذی‌نفعان تشریح کرد (مشایخی و محمدپور، ۱۳۹۳). ناقربینگی اطلاعاتی مشکلات بیش‌سرمایه‌گذاری و کم‌سرمایه‌گذاری را تشدید می‌کند. زمانی که عدم‌تقارن اطلاعاتی بالاست، شرکت‌هایی که محدودیت مالی دارند و دچار کم‌سرمایه‌گذاری هستند، برای تأمین مالی از طریق وام، با مشکلاتی روبه‌رو می‌شوند. ناقربینگی اطلاعاتی بین شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران سبب می‌شود هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی متفاوت باشد. به‌طوری‌که تأمین مالی خارجی هزینه بیشتری برای شرکت به‌همراه خواهد داشت. به‌عبارت دیگر، ناقربینگی اطلاعاتی تأمین منابع مالی خارجی را مشکل‌تر می‌سازد. زیرا افراد خارج از شرکت می‌خواهند مطمئن باشند اوراق بیش از اندازه قیمت‌گذاری نشده باشد (اوپلر و همکاران، ۱۹۹۹). در مجموع می‌توان گفت ناقربینگی اطلاعاتی بر هزینه تأمین مالی تأثیر مهمی خواهد داشت. به‌عبارت دیگر، ناقربینگی اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران، محرکی مهم برای افزایش هزینه تأمین مالی شرکت‌هایی است که درصدد تأمین مالی برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود هستند و در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار، ناقربینگی اطلاعاتی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری، مؤثر است. هم‌چنین در شرکت‌هایی که

ناقرینگی اطلاعاتی بالاتر است، مشکلات بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری بیشتر است و محافظه‌کاری حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری مؤثر است. بر این اساس فرضیه‌های چهارم و پنجم به شرح زیر تبیین شده است.

**فرضیه چهارم:** در شرکت‌های با ناقرینگی اطلاعاتی، محافظه‌کاری حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد.

**فرضیه پنجم:** در شرکت‌های کم سرمایه‌گذار، ناقرینگی اطلاعاتی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری، تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد.

### ارتباط ویژگی‌های کیفی گزارشگری مالی، تسهیلات دریافتی و ناقرینگی اطلاعاتی

واتس (۲۰۰۳) در مورد محافظه‌کاری در حسابداری بیان می‌کند از آن‌جا که اعتباردهندگان به ریسک‌های نامطلوب نسبت به پتانسیل مطلوب عملکرد شرکت علاقه بیشتری دارند، قراردادهای بدهی یکی از مهم‌ترین عوامل تقاضا برای محافظه‌کاری به‌شمار می‌رود. اعتباردهندگان علاقه‌مند به کسب اطلاع از میزان احتمال پوشش طلب‌شان از طریق خالص دارایی‌ها و نقدینگی شرکت در آینده هستند. بخردی‌نسب و قاسمی (۱۳۹۵) معتقدند که ارزش بازار سهام نشأت گرفته از سیاست‌های پولی محافظه‌کارانه و نقدینگی بازار سهام شرکت‌ها باهم مرتبط هستند. در مورد ارتباط قراردادهای بدهی با انتخاب رویه‌های حسابداری دو فرضیه جایگزین وجود دارد. فرضیه نخست که فرضیه سنتی بدهی است، بیان می‌کند مدیران انگیزه دارند که رویه‌های حسابداری جسورانه (غیرمحافظه‌کارانه) را انتخاب نمایند. علت این امر این است که قراردادهای بدهی معمولاً دارای شروط تعیین شده مرتبط با پارامترهای حسابداری (برای مثال حداقل نسبت بدهی تعیین شده) هستند که نقص آن‌ها منجر به تحمیل هزینه بر شرکت می‌شود. رویه‌های حسابداری افزایش سود در جلوگیری از نقص این شروط سودمند هستند. فرضیه دوم بیان‌گر این است که مدیران می‌توانند از حسابداری غیرمحافظه‌کارانه برای افزایش سود و تلاش برای کم‌ریسک‌تر به نظر رسیدن شرکت از دیدگاه اعتباردهندگان استفاده کنند، که این امر موجب کاهش نرخ بهره مورد انتظار اعتباردهندگان شده و هزینه قرارداد را کاهش

می‌دهد. مرمن<sup>۱</sup> (۱۹۹۶) نشان داد که قراردادهای بدهی، روش‌های حسابداری محافظه‌کارانه خاصی را معین کرده و از این طریق توان مدیریت را برای تغییر رویه‌های حسابداری به صورت دلخواه، محدود می‌کنند. به عبارت دیگر، قرارداد بدهی یکی از عوامل ایجاد تقاضا برای حسابداری محافظه‌کارانه هستند (نیکلاو، ۲۰۰۷). بر این اساس انتظار می‌رود که در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار، محافظه‌کاری حسابداری بر تسهیلات دریافتی مؤثر باشد و در راستای کمک به سازوکارهای کنترل شرکتی جهت ایستادگی در برابر انگیزه‌های منفعت‌جویانه مدیران و حفظ منافع سهام‌داران اقلیت و بستانکاران در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار، مالکیت نهادی بر تسهیلات دریافتی تأثیرگذار باشد و با توجه به اینکه سرمایه‌گذاران در فرآیندهای تصمیم‌گیری در رابطه با سرمایه‌گذاری خود به ابعاد مختلف کیفیت اطلاعات حسابداری توجه ویژه‌ای دارند، در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار، کیفیت گزارشگری مالی بر تسهیلات دریافتی مؤثر است. بر این اساس فرضیه‌های ششم تا هشتم به شرح زیر تبیین شده است.

**فرضیه ششم:** در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار، محافظه‌کاری حسابداری بر تسهیلات دریافتی تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد.

**فرضیه هفتم:** در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار، کیفیت گزارشگری مالی بر تسهیلات دریافتی تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد.

**فرضیه هشتم:** در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار، مالکیت نهادی بر تسهیلات دریافتی تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد.

## روش‌شناسی پژوهش

در این بخش به نوع روش پژوهش از نظر ماهیت و هدف، جامعه، نمونه آماری و روش و ابزار جمع‌آوری و آماده‌سازی داده‌ها اشاره شده است.

## نوع پژوهش

این پژوهش از جهت نتیجه از نوع کاربردی است. این پژوهش هم‌چنین از نظر ماهیت از نوع علی-همبستگی است. روش گردآوری اطلاعات در این پژوهش کتابخانه‌ای است. روش گردآوری اطلاعات در این پژوهش در رابطه با محاسبه متغیرها روش اسنادکاوی است. پس از جمع‌آوری اطلاعات مربوطه، از نرم‌افزار صفحه گسترده اکسل، جهت طبقه‌بندی اطلاعات و محاسبه متغیرها استفاده می‌گردد. جهت بررسی مدل‌های پژوهش از روش رگرسیون چند متغیره با استفاده از نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است.

## مدل‌های پژوهش

به منظور آزمون فرضیه‌های اول تا سوم مدل (۱) به پیروی از پژوهش لارا و همکاران (۲۰۱۶) برازش شده است.

$$\begin{aligned} \text{Investment}_{t+1} = & \beta_t + \sigma_1 \text{Cons}_t + \sigma_2 \text{Under Invest}_t & \text{مدل (۱)} \\ & + \sigma_3 \text{Const} \times \text{Under Invest}_t + \sigma_4 \text{FRQ}_t \\ & + \sigma_5 \text{FRQ}_t \times \text{Under Invest}_t + \sigma_6 \text{Gov}_t \\ & + \sigma_7 \text{Gov}_t \times \text{Under Invest}_t \\ & + \lambda \text{Other Controls}_t + \varepsilon_t \end{aligned}$$

جهت پاسخ‌گویی به فرضیه اول ضریب  $\sigma_3$ ، فرضیه دوم ضریب  $\sigma_5$  و فرضیه سوم ضریب  $\sigma_7$  در مدل (۱) مورد بررسی قرار گرفته است.

به منظور آزمون فرضیه‌های چهارم و پنجم مدل (۲) به پیروی از پژوهش لارا و همکاران (۲۰۱۶) برازش شده است.

$$\begin{aligned} \text{Investment}_{t+1} = & \beta_t + \sigma_1 \text{Cons}_t + \sigma_2 \text{Info Asym}_t & \text{مدل (۲)} \\ & + \sigma_3 \text{Cons}_t \times \text{Info Asym}_t + \sigma_4 \text{Cons}_t \\ & \times \text{Under Invest}_t \times \text{Info Asym}_t \\ & + \lambda \text{Other Controls}_t + \varepsilon_t \end{aligned}$$



جهت پاسخ‌گویی به فرضیه چهارم ضریب  $\sigma_3$  و فرضیه پنجم ضریب  $\sigma_4$  در مدل (۲) مورد بررسی قرار گرفته است.

به‌منظور آزمون فرضیه‌های ششم تا هشتم مدل (۳) به پیروی از پژوهش لارا و همکاران (۲۰۱۶) برازش شده است.

$$\begin{aligned} \Delta Debt Assurance_{t+1} & \text{ مدل (۳)} \\ & = \beta_t + \sigma_1 Cons_t + \sigma_2 Cons_t \times Under Invest_t \\ & + \sigma_3 Under Invest_t + \sigma_4 FRQ_t + \sigma_5 FRQ_t \\ & \times Under Invest_t + \sigma_6 Gov_t + \sigma_7 Gov_t \\ & \times Under Invest_t + \lambda Other Controls_t + \varepsilon_t \end{aligned}$$

جهت پاسخ‌گویی به فرضیه ششم ضریب  $\sigma_2$ ، فرضیه هفتم ضریب  $\sigma_5$  و فرضیه هشتم ضریب  $\sigma_7$  در مدل (۳) مورد بررسی قرار گرفته است.

متغیرهای مدل (۱) تا (۳) عبارت است از Investment: سرمایه‌گذاری آتی،  $\Delta Debt$  Assuance: تسهیلات دریافتی، Under Invest: کم‌سرمایه‌گذاری، Cons: محافظه‌کاری، InfoAsym: ناقربینگی اطلاعاتی، FRQ: کیفیت گزارشگری، GOV: مالکیت نهادی، Other Controls: بردار متغیرهای کنترلی و  $\varepsilon$ : خطای مدل است. در ادامه نحوه سنجش متغیرها به تفکیک وابسته، مستقل، تعدیل‌گر و کنترلی بیان شده است.

### متغیرهای پژوهش

#### متغیرهای وابسته

**کارایی سرمایه‌گذاری (Investment):** اولین متغیر وابسته پژوهش کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد. معیار سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری آتی در کالاهای سرمایه‌ای و غیرسرمایه‌ای است. کارایی سرمایه‌گذاری به پیروی از پژوهش لارا و همکاران (۲۰۱۶) به‌عنوان وجه نقد پرداختی شرکت برای تحصیل یا ساخت دارایی‌های ثابت، دارایی‌های نامشهود یا سایر دارایی‌های غیر جاری تقسیم بر کل دارایی ابتدای دوره به شرح رابطه (۱) اندازه‌گیری شده است.

$$Investment_{it} = \frac{CF_{it}}{Total Asests_{it-1}} \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در این رابطه:

CF: وجه نقد پرداختی شرکت برای تحصیل یا ساخت دارایی‌های ثابت، دارایی‌های نامشهود یا سایر دارایی‌های غیر جاری.

Total Asests: کل دارایی ابتدای دوره.

**تسهیلات دریافتی ( $\Delta Debt Assurance$ ):** دومین متغیر وابسته پژوهش تسهیلات دریافتی می‌باشد. تسهیلات دریافتی به پیروی از پژوهش لارا و همکاران (۲۰۱۶) به شرح رابطه (۲) اندازه‌گیری اندازه‌گیری شده است.

$$\Delta Debt Assurance_{it} = \frac{Loan_t - Loan_{t-1}}{Total Asests_{it-1}} \quad \text{رابطه (۲)}$$

که در این رابطه:

Loan: حجم تسهیلات دریافتی شرکت از مؤسسات مالی و بانک‌ها.

Total Asests: کل دارایی ابتدای دوره.

### متغیرهای مستقل

**محافظه کاری (Cons):** محافظه کاری اولین متغیر مستقل می‌باشد. جهت سنجش محافظه کاری از مدل خان و واتز (۲۰۰۹) استفاده شده است. خان و واتز (۲۰۰۹) برای برآورد یک معیار سنجش محافظه کاری سال-شرکت از معیار عدم تقارن زمانی باسو (۱۹۹۷) استفاده کردند. باسو (۱۹۹۷) در عملیاتی نمودن مفهوم محافظه کاری بر این نکته تأکید کرد که سود، اخبار بد را سریع‌تر از اخبار خوب منعکس می‌کند. منطبق بر مدل باسو (۱۹۹۷) هر چه عدم تقارن زمانی بیشتر باشد، محافظه کاری در شرکت نیز بیشتر خواهد بود. مدل ترکیبی خان و واتز (۲۰۰۹) به شرح روابط (۳) تا (۶) می‌باشد.

$$Earn_j = \beta_0 + \beta_1 Neg_j + \beta_2 Ret_j + \beta_3 Neg_j Ret_j + \varepsilon_j \quad \text{رابطه (۳)}$$

$$G\_score = \beta_2 = \mu_1 + \mu_2 size_j + \mu_3 MTB_j + \mu_4 leverage_j \quad \text{رابطه (۴)}$$

$$Cons = C\_Score = \beta_3 = \lambda_1 + \lambda_2 size_j + \lambda_3 MTB_j + \lambda_4 leverage_j \quad \text{رابطه (۵)}$$

با جایگزین شدن  $\beta_2$  و  $\beta_3$  رابطه (۶) به دست می‌آید.

$$\begin{aligned}
 \text{مدل (۶)} \quad \text{Earn}_j = & \beta_0 + \beta_1 \text{Neg}_j + \text{Ret}_j (\mu_1 + \mu_2 \text{size}_j + \mu_3 \text{MTB}_j \\
 & + \mu_4 \text{leverage}_j) + \text{Neg}_j \text{Ret}_j (\lambda_1 + \lambda_2 \text{size}_j \\
 & + \lambda_3 \text{MTB}_j + \lambda_4 \text{leverage}_j) + \varepsilon_j
 \end{aligned}$$

که در این روابط:

**Earn**: سود خالص تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام.

**Neg**: متغیر مجازی است. در مواردی که اخبار بد است (نرخ بازده سالانه سهام منفی یا صفر) ارزشی برابر یک دارد و در مواردی که اخبار خوب است (نرخ بازده سالانه سهام مثبت) ارزشی برابر صفر دارد.

**Ret**: نرخ بازده سالانه سهام شرکت است.

**G-score**: به موقع بودن سود برای اخبار خوب است.

**C-score**: به موقع بودن سود برای اخبار بد است، که به عنوان معیار محافظه کاری در رابطه (۴) پژوهش نمایش داده می‌شود.

**Size**: اندازه شرکت که از لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید.

**MTB**: نسبت ارزش بازار به دفتری که از تقسیم ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام به دست می‌آید.

**Lev**: بیانگر اهرم مالی شرکت است که از تقسیم بدهی‌ها (حاصل جمع بدهی‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت)، به ارزش بازار سهام به دست می‌آید.

### متغیرهای تعدیل‌گر

**کم سرمایه‌گذاری (Investment Under)**: اولین متغیر تعدیل‌گر کم سرمایه‌گذاری است. کم سرمایه‌گذاری با استفاده از کارایی سرمایه‌گذاری به پیروی از پژوهش لارا و همکاران (۲۰۱۶) سنجیده می‌شود. به بیان دیگر معیار کم سرمایه‌گذاری با استفاده از میزان خطای رابطه (۷) اندازه‌گیری می‌شود.

$$Investment_{it} = \beta_0 + \beta_1 sales\ Growth_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۷)}$$

که در این رابطه:

Investment: سرمایه‌گذاری که از کل وجوه پرداختی بابت انواع مختلف سرمایه‌گذاری‌ها در سال t تقسیم بر کل دارایی ابتدای دوره به دست می‌آید.

Sales Growth: فرصت‌های رشد شرکت که با استفاده از نسبت رشد فروش شرکت اندازه‌گیری شده است. نسبت رشد فروش شرکت از تفاضل فروش در سال t تقسیم با سال t-1 تقسیم بر فروش در سال t اندازه‌گیری شده است.

$\varepsilon$ : خطای مدل که معرف سرمایه‌گذاری کمتر از حد (بیشتر از حد) است. اگر سرمایه‌گذاری سال آینده بیشتر از رشد فروش باشد، باقی‌مانده فرمول (۷) مثبت است و به این معنا است که سرمایه‌گذاری بیش از حد انجام شده است و اگر سرمایه‌گذاری سال آینده کمتر از رشد فروش باشد، باقی‌مانده رابطه (۷) منفی است و به این معنا است که سرمایه‌گذاری کمتر از حد انجام شده است.

در پژوهش حاضر به پیروی از پژوهش لارا و همکاران (۲۰۱۶)، سرمایه‌گذاری کمتر از حد به صورت مجازی سنجیده شده است. هنگامی که صفر باشد نشان دهنده سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و هنگامی که یک باشد، نشان‌دهنده سرمایه‌گذاری کمتر از حد است.

**ناقربینگی اطلاعاتی (InfoAsym):** دومین متغیر تعدیل‌گر ناقربینگی اطلاعاتی است. اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام نشانه نابرابری اطلاعاتی است که هر چه این رقم بزرگ‌تر باشد نشانه نابرابری اطلاعاتی بیشتری است. ناقربینگی اطلاعاتی به پیروی از پژوهش لارا و همکاران (۲۰۱۶)، براساس رابطه (۸) اندازه‌گیری شود.

$$InfoAsym_{it} = \frac{(Ap-Bp) \times 100}{\frac{Ap+Bp}{2}} \quad \text{رابطه (۸)}$$

که در این رابطه:

InfoAsym: دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام.

AP: میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت.

BP: میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت.

**کیفیت گزارشگری مالی (FRQ):** سومین متغیر تعدیل‌گر کیفیت گزارشگری مالی می‌باشد. جهت اندازه‌گیری کیفیت گزارشگری مالی به پیروی از پژوهش لارا و همکاران (۲۰۱۶)، از شاخص اقلام تعهدی به شرح رابطه (۹) استفاده شده است.

$$Acc = \alpha + \beta_1 cfo_{t-1} + \beta_2 cfo_t + \beta_3 cfo_{t+1} + \beta_4 \Delta S_t + \beta_5 FA_t + \varepsilon_t \quad (9)$$

که در این رابطه:

Acc: اقلام تعهدی سرمایه در گردش که به شرح رابطه (۱۰) اندازه‌گیری شده است.

$$Acc = (\Delta CA - \Delta C) - (\Delta CL - \Delta STD) - Dep \quad (10)$$

که در این رابطه:

Acc: اقلام تعهدی سرمایه در گردش

CA: تغییر در دارایی‌های جاری

C: تغییر در موجودی نقد

CL: تغییر در بدهی کوتاه‌مدت

STD: تغییر در تسهیلات مالی دریافتی کوتاه‌مدت پایان دوره

Dep: هزینه استهلاک دوره

CFO: جریان‌های نقدی عملیاتی دوره.

$\Delta S_t$ : تغییرات درآمد ناشی از فروش که از تفاضل فروش در سال t تقسیم با سال t-1 تقسیم بر فروش در سال t اندازه‌گیری شده است.

$FA_t$  (ppE): دارایی‌های ثابت پایان دوره (ارزش ناخالص اموال و ماشین‌آلات و تجهیزات).

کلیه متغیرهای رابطه (۹) و (۱۰) با تقسیم بر جمع دارایی‌های پایان دوره هم مقیاس شده‌اند.

$\varepsilon$ : خطای مدل که نشان‌دهنده کیفیت گزارشگری مالی است. میزان خطای باقی‌مانده در رابطه

(۱۱) بیان‌گر این است که خطای برآورد در اقلام تعهدی جاری ارتباطی با جریان وجه نقد

عملیاتی ندارد و به وسیله تغییر در درآمد و ماشین‌آلات و تجهیزات قابل تدوین نیست. در پژوهش حاضر قدم‌مطلق خطای باقی‌مانده به‌عنوان نماینده کیفیت گزارشگری مالی مورد استفاده قرار می‌گیرد.

**مالکیت نهادی (GOV):** سومین متغیر تعدیل‌گر مالکیت نهادی می‌باشد. جهت محاسبه مالکیت نهادی به پیروی از پژوهش لارا و همکاران (۲۰۱۶)، مجموع سهام در اختیار بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های تامین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سازمان‌ها و نهادهای دولتی و شرکت‌های دولتی بر کل سهام منتشره اندازه‌گیری شده است.

### متغیرهای کنترلی

**درماندگی مالی (Z-Score):** اولین متغیر کنترلی درماندگی مالی می‌باشد. برای اندازه‌گیری درماندگی مالی از معیار Z آلتمن (۱۹۶۸) به پیروی از پژوهش آقایی چادگان‌ی و بخردی‌نسب (۱۳۹۷) استفاده شده که به شرح رابطه (۱۰) اندازه‌گیری شده است.

$$Z = 1/2 x_1 + 1/4 x_2 + 3/3 x_3 + 0/6 x_4 + 0/99 x_5 \quad \text{رابطه (۱۰)}$$

که در این رابطه:

$x_1$ : سرمایه در گردش به کل دارایی

$x_2$ : سود انباشته به کل دارایی

$x_3$ : در آمد عملیاتی به کل دارایی

$x_4$ : ارزش بازار سهام به ارزش دفتری بدهی

$x_5$ : کل فروش به کل دارایی‌ها

**اندازه شرکت (Size):** دومین متغیر کنترلی اندازه شرکت می‌باشد. اندازه شرکت با استفاده از

لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، اندازه‌گیری شده است.

**نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MTB):** سومین متغیر کنترلی نسبت ارزش سهام به

ارزش دفتری سهام می‌باشد. نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق

صاحبان سهام از تقسیم ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام محاسبه شده است.  
**اهرم مالی (Lev):** چهارمین متغیر کنترلی اهرم مالی می‌باشد. اهرم مالی با استفاده از نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به اضافه بدهی‌های بلندمدت، به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام محاسبه شده است.

**دارایی‌های ثابت مشهود (Tang):** پنجمین متغیر کنترلی دارایی‌های ثابت مشهود می‌باشد. دارایی‌های ثابت مشهود با استفاده از نسبت اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات به کل دارایی‌های شرکت محاسبه شده است.

**جریان نقد آزاد (CFoSale):** ششمین متغیر کنترلی جریان نقد آزاد می‌باشد. جریان نقد آزاد با استفاده از تقسیم سود خالص منهای تغییر در دارایی‌های ثابت منهای تغییر در سرمایه در گردش بر جمع دارایی‌ها محاسبه شده است.

**کساد مالی (Slack):** هفتمین متغیر کنترلی کساد مالی می‌باشد. کساد مالی با استفاده از نسبت وجه نقد به اموال و ماشین‌آلات و تجهیزات محاسبه شده است.

**ساختار سرمایه صنعت (Industry capital structure):** هشتمین متغیر ساختار سرمایه صنعت می‌باشد. ساختار سرمایه صنعت با استفاده از نسبت بدهی‌های بلندمدت به مجموع بدهی‌های بلندمدت و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام برای شرکت‌های موجود در هر صنعت محاسبه شده است.

**زیان‌دهی (Loss):** نهمین متغیر کنترلی زیان‌دهی می‌باشد. زیان‌دهی یک متغیر ساختگی است که اگر سود خالص منفی باشد ارزشی برابر یک دارد و در غیراین صورت صفر می‌باشد.  
**سیاست تقسیم سود (Dividend):** دهمین متغیر کنترلی سیاست تقسیم سود می‌باشد. سیاست تقسیم سود یک متغیر ساختگی است که اگر شرکت سود سهام پرداخت کرده باشد ارزش آن برابر با یک است و در غیراین صورت صفر می‌گیرد.

**چرخه سرمایه‌گذاری (Incycle):** یازدهمین متغیر کنترلی چرخه سرمایه‌گذاری می‌باشد. چرخه سرمایه‌گذاری از طریق تقسیم هزینه استهلاک بر کل دارایی ابتدای دوره محاسبه شده

است.

**چرخه عملیاتی (Oper cycle):** دوازدهمین متغیر کنترلی چرخه عملیاتی می‌باشد. چرخه عملیاتی از حاصل جمع دوره گردش موجودی کالا و دوره وصول مطالبات به دست می‌آید. دوره گردش موجودی کالا با استفاده از نسبت ۳۶۰ به دفعات گردش موجودی کالا و دوره وصول مطالبات استفاده از نسبت ۳۶۰ به گردش مطالبات به دست می‌آید. دفعات گردش موجودی کالا با استفاده از نسبت بهای تمام شده کالای فروش رفته به متوسط موجودی کالا که متوسط موجودی کالا خود از میانگین موجودی کالای اول دوره و موجودی کالای پایان دوره و متوسط مطالبات با استفاده از میانگین مطالبات اول دوره و مطالبات پایان دوره بدست می‌آید.

**نوسان پذیری جریان وجوه نقد عملیاتی (Std cfo):** سیزدهمین متغیر کنترلی نوسان جریان وجوه نقد عملیاتی می‌باشد. نوسان جریان وجوه نقد عملیاتی با استفاده از انحراف معیار پنج سال گذشته جریان نقدی عملیاتی محاسبه شده است.

**نوسان پذیری فروش (Std sales):** چهاردهمین متغیر کنترلی نوسان فروش می‌باشد. نوسان فروش با استفاده از انحراف معیار پنج سال گذشته درآمد فروش محاسبه شده است.

**نوسان پذیری سرمایه‌گذاری (Std Investment):** پانزدهمین متغیر کنترلی نوسان سرمایه‌گذاری می‌باشد. نوسان سرمایه‌گذاری با استفاده از انحراف معیار پنج سال گذشته سرمایه‌گذاری محاسبه شده است.

### جامعه آماری در دسترس

جامعه آماری پژوهش حاضر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۳ تا پایان سال ۱۳۹۸ می‌باشد. ولی جهت سنجش برخی متغیرها اطلاعات از سال ۱۳۸۸ گردآوری شده است. جامعه آماری در دسترس با توجه به شرایط زیر انتخاب شد.

۱. پذیرش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران قبل از سال ۱۳۹۰ رخ داده باشد.
۲. شرکت‌ها تا انتهای سال ۱۳۸۸ از لیست بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده باشند.
۳. تغییر سال مالی شرکت‌ها در هیچ کدام از سال‌های دوره زمانی پژوهش رخ نداده باشد.



۴. داده‌های این شرکت‌ها در دوره مورد بررسی در دسترس باشند.

۵. شرکت‌های مورد بررسی واسطه‌گری مالی نباشند.

علت استفاده از اطلاعات سال ۱۳۸۸ به بعد گردآوری اطلاعات نوسان‌پذیری برخی متغیرها است که جامعه آماری در دسترس را محدود می‌نماید. با اعمال شرایط مذکور از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تعداد ۹۵ شرکت به‌عنوان جامعه آماری در دسترس انتخاب شدند.

### یافته‌های پژوهش

یافته‌های پژوهش به دو دسته آمار توصیفی و آمار استنباطی تقسیم شده که در ادامه به این دو بخش پرداخته شده است.

#### توصیف یافته‌ها

در جدول (۱) برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها، شامل میانگین، میانه، حداقل مشاهدات، حداکثر مشاهدات، چولگی، کشیدگی و انحراف معیار برای متغیرهای اصلی ارائه شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی

متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
کارایی سرمایه‌گذاری	۰/۱۷۳۱	۰/۰۲۸۸	۰/۷۵۸۴	۰/۰۰۰۱	۲/۴۵۰۸	۲۱/۴۸۱	۴/۶۵۳۵
تسهیلات دریافتی	۰/۱۰۶۵	۰/۰۷۸۷	۱/۸۳۳۹	-۰/۹۲۲۵	۰/۱۹۸۱	۱/۹۱۵۱	۱۴/۸۴۳۷
محافظه‌کاری	۰/۰۰۶۶	۰/۰۱۳۱	۱/۲۳۰۶	-۱/۰۹۳۶	۰/۱۷۶۴	-۰/۷۳۸۵	۱۶/۸۵۶۲
ناقرینگی اطلاعاتی	۲/۷۶۴	۳/۰۰۲۲	۵/۴۵۳۲	۰	۱/۱۸۶۶	-۰/۴۱۵۷	۲/۴۰۵۷

میانگین کارایی سرمایه‌گذاری برابر با ۰/۱۷ است که گویای این مهم است که ۱۷٪ از شرکت‌های عضو جامعه آماری از کارایی بالایی در سرمایه‌گذاری برخوردارند. هم‌چنین

میانگین تسهیلات دریافتی نشان‌دهنده این مهم است که شرکت‌های عضو جامعه آماری به صورت متوسط ۰/۱۰ از ساختار سرمایه آن‌ها متعلق به تسهیلات دریافتی است. هم‌چنین ۰/۰۰۶ از شرکت‌ها استراتژی‌های محافظه‌کارانه در گزارشگری مالی خود اتخاذ نموده‌اند. ۲/۷ از شرکت‌ها دارای نابرابری اطلاعاتی هستند.

### آمار استنباطی

نتایج آزمون فرضیه‌ها با در نظر گرفتن فروض کلاسیک در ادامه ارائه شده است.

### نتایج آزمون فرضیه‌های اول تا سوم

به منظور آزمون فرضیه‌های اول تا سوم از نتایج تخمین مدل ارائه شده در جدول (۲) بهره گرفته شده است. مقدار احتمال (یا سطح معنی‌داری)  $F$  برابر ۰/۰۰۰۰ است و چون این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود، یعنی مدل معنی‌دار است. مقدار آماره دورین-واتسون ۲/۱۶ می‌باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی خطاها را نشان می‌دهد. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد، تقریباً ۹/۳۵٪ تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند.

جدول ۲. نتایج تخمین مدل اول پژوهش

متغیر	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره $t$	احتمال
Cons	-۰/۱۰۰۴	۱/۳۱۵۲	-۰/۰۷۶۳	۰/۹۳۹
cons*underinvest	۲/۶۷۱۷	۱/۳/۵۴۴	۱/۷۳۰۰	۰/۰۸۴
underinvest	-۰/۲۸۳۴	۱/۰۳۸۱	-۰/۲۷۳	۰/۷۸۵
FRQ	-۶/۰۳۰۰	۶/۰۹۰۰	-۰/۰۹۹۰	۰/۹۲۱
FRQ*underinvest	-۲/۶۲۰۰	۶/۳۰۰۰	-۰/۰۴۱۵	۰/۹۶۶
GOV	۰/۹۹۳۹	۲/۲۰۱۶	۰/۴۵۱۴	۰/۶۵۱
GOV*underinvest	-۰/۳۶۹۲	۰/۳۵۸۷	-۰/۱۵۶۵	۰/۸۷۵
SIZE	-۰/۲۲۴۶	۰/۲۸۱۸	-۰/۷۹۶۸	۰/۴۲۶
MTB	۰/۰۷۹۸	۰/۰۷۴۳	۱/۰۳۳۵	۰/۳۰۱
LEV	-۱/۴۲۱۹	۱/۱۵۱۴	-۱/۲۳۴۹	۰/۲۱۷

متغیر	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
Z-Score	۰/۰۱۴۸	۰/۰۷۶۱	۰/۱۹۵۳	۰/۸۴۵
TANG	۱/۳۷۶۷	۰/۹۰۵۱	۱/۵۲۱۰	۰/۱۲۹
CFOSAL	-۲/۴۱۹۹	۰/۶۸۱۶	-۳/۵۵۰۱	۰/۰۰۰۰
SLAK	۰/۶۷۴۷	۰/۲۸۵۷	۲/۳۶۱۲	۰/۰۱۸
Industry capital structure	۰/۵۹۲۷	۱/۱۴۳۳	۰/۵۱۸۴	۰/۶۰۴
LOSS	۰/۱۹۱۰	۰/۴۸۸۹	۰/۳۹۰۷	۰/۶۹۶
Dividend	-۰/۸۱۱۵	۰/۳۱۳۳	-۲/۵۹۰۲	۰/۰۰۹
Incycle	-۱۰/۵۶۸۷	۷/۹۰۶۶	-۱/۳۳۶۶	۰/۱۸۲
Oper cycle	۰/۰۰۲۳	۰/۰۰۰۷	۳/۰۵۱۴	۰/۰۰۲
Std cfo	-۳/۰۷۰۰	-۱/۱۲۰۰	۰/۲۷۳۴	۰/۷۸۴
Std sales	-۳/۲۵۰۰	-۱/۸۳۰۰	-۰/۰۱۷۷	۰/۹۸۵
Std investment	-۲/۸۸۰۰	-۵/۷۸۰۰	-۰/۴۹۷۸	۰/۶۱۸
c	۳/۵۷۱۵	۳/۵۰۵۸	۱/۰۱۸۷	۰/۳۰۸
ضریب تعیین تعدیل شده	۳۵/۹٪	-	-	-
آماره دوربین-واتسون	-	-	۱۶/۲	-
آماره F	-	-	۱۱/۲	۰/۰۰۰
ناهمسانی واریانس	-	-	۰/۰۰۸	۰/۹۲۸
F لیمر	-	-	۱/۸۵۰	۰/۰۱۰
هاسمن	-	-	۱۵/۴	۰/۸۴۴

فرضیه اول بیان می‌دارد که در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار، محافظه‌کاری حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد. نتایج حاصل از مدل (۱) نشان می‌دهد که ضریب محافظه‌کاری حسابداری در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار برابر با ۲/۶۷۱۷۸۷ می‌باشد که مثبت و معنی‌دار است. لذا فرضیه اول پژوهش رد نمی‌شود و محافظه‌کاری حسابداری به‌عنوان ویژگی کیفی حسابداری تأثیر معنادار و هم‌سو بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد و در نتیجه می‌توان بیان نمود که در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار، محافظه‌کاری حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد.

ولی فرضیه دوم بیان می‌دارد که در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار، کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد. نتایج حاصل از مدل (۱) نشان می‌دهد که ضریب کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار برابر با  $2/620007$  - می‌باشد که معنی‌دار نمی‌باشد. لذا فرضیه دوم پژوهش رد می‌شود و کیفیت گزارشگری مالی به‌عنوان ویژگی کیفی حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری مؤثر نمی‌باشد و در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار، کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معنی‌دار ندارد.

هم‌چنین فرضیه سوم بیان می‌دارد که در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار، مالکیت نهادی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد. نتایج حاصل از مدل (۱) نشان می‌دهد که ضریب مالکیت نهادی در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار برابر با  $0/369237$  - می‌باشد که معنی‌دار نمی‌باشد. لذا فرضیه سوم پژوهش رد می‌شود و مالکیت نهادی بر کارایی سرمایه‌گذاری مؤثر نمی‌باشد و در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار، مالکیت نهادی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معنی‌دار ندارد.

#### نتایج آزمون فرضیه سوم و چهارم

به‌منظور آزمون فرضیه سوم از نتایج تخمین مدل ارائه‌شده در جدول (۳) بهره‌گرفته شده است. مقدار احتمال (یا سطح معنی‌داری)  $F$  برابر  $0/0000$  است و چون این مقدار کمتر از  $0/05$  است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود، یعنی مدل معنی‌دار است. مقدار آماره دوربین - واتسون  $2/15$  می‌باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی خطاها را نشان می‌دهد. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل‌شده نشان می‌دهد، تقریباً  $9/21\%$  تغییرات متغیر وابسته به‌وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند.

جدول ۳. نتایج تخمین مدل دوم پژوهش

متغیر	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره $t$	احتمال
cons	۲/۴۷۹۳	۷/۰۸۴۶	۰/۳۴۹۹	۰/۷۲۶
InfoAsym	-۰/۶۱۷۵	۱/۸۰۰۳	-۰/۳۴۳۰	۰/۷۳۱

متغیر	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
cons*InfoAsym	-۱/۸۷۳۲	۷/۳۵۳۸	-۰/۲۵۴۷	۰/۷۹۹
cons*InfoAsym*underinvest	۱/۱۸۰۸	۱/۹۰۷۲	۰/۶۱۹۱	۰/۵۳۶
SIZE	-۰/۱۰۸۶	۰/۲۵۳۳	-۰/۴۲۸۷	۰/۶۶۸
MTB	۰/۰۶۰۶	۰/۰۷۳۳	-۰/۸۲۷۳	۰/۴۰۸
LEV	-۱/۴۹۵۲	۱/۱۰۴۵	-۱/۳۵۳۷	۰/۱۷۶
Z-Score	۰/۰۱۰۳	۰/۰۷۴۵	-۰/۱۳۸۹	۰/۸۸۹
TANG	۱/۲۵۳۷	۰/۸۳۰۵	۱/۵۰۹۴	۰/۱۳۱
CFSAL	-۲/۲۵۶۱	۰/۶۷۴۸	-۳/۳۴۳۲	۰/۰۰۰۹
SLAK	۰/۶۲۳۹	۰/۲۷۹۸	۲/۲۲۹۵	۰/۰۲۶
Industry capital structure	۰/۵۷۳۳	۱/۱۴۳۱	۰/۵۰۱۵	۰/۶۱۶
LOSS	۰/۲۲۶۶	۰/۴۸۷۲	-۰/۴۶۵۱	۰/۶۴۲
Dividend	-۰/۸۲۵۳	۰/۳۱۳۱	-۲/۶۳۵۹	۰/۰۰۸
Incycle	-۹/۸۶۸۲	۷/۸۱۴۲	-۱/۲۶۲۸	۰/۲۰۷
Oper cycle	۰/۰۰۲۱	۰/۰۰۰۷	۲/۹۳۶۶	۰/۰۰۳
Std cfo	-۳/۶۰۰۰	-۱/۱۱۰۰	-۰/۳۲۵۸	۰/۷۴۴
Std sales	-۱/۵۱۰۰	-۱/۸۱۰۰	-۰/۰۸۳۲	۰/۹۳۳
Std investment	-۳/۶۵۰۰	-۵/۷۰۰۰	-۰/۶۴۰۱	۰/۵۲۲
c	۲/۲۵۲۶	۳/۰۸۱۷	۰/۷۳۰۹	۰/۴۶۵
ضریب تعیین تعدیل شده	۲۱/۹٪	-	-	-
آماره دوربین-واتسون	-	-	۲/۱۵	-
آماره F	-	-	۲/۴۲	۰/۰۰۰
ناهمسانی واریانس	-	-	۰/۰۰۶	۰/۹۳۵
F لیبر	-	-	۲/۱۶۱	۰/۰۰۲
هاسمن	-	-	۱۲/۹۶۱	۰/۸۴۰

فرضیه چهارم بیان می‌دارد که در شرکت‌هایی با ناقرینگی اطلاعاتی، محافظه کاری حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد. نتایج حاصل از مدل (۲) نشان می‌دهد که

ضریب محافظه‌کاری حسابداری در شرکت‌هایی با ناقرینگی اطلاعاتی برابر با ۱/۸۷۳۲۷۵- می‌باشد که معنی‌دار نیست. لذا فرضیه چهارم پژوهش رد می‌شود و محافظه‌کاری حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری مؤثر نمی‌باشد و در شرکت‌های با ناقرینگی اطلاعاتی، محافظه‌کاری حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معنی‌داری ندارد. هم‌چنین فرضیه پنجم بیان می‌دارد که در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار، ناقرینگی اطلاعاتی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری، تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد. نتایج حاصل از مدل (۲) نشان می‌دهد که ضریب محافظه‌کاری حسابداری و ناقرینگی اطلاعاتی در شرکت‌هایی با ناقرینگی اطلاعاتی برابر با ۱/۱۸۰۸۵۱ می‌باشد که معنی‌دار نمی‌باشد. لذا فرضیه پنجم پژوهش رد می‌شود و تعامل محافظه‌کاری حسابداری با ناقرینگی اطلاعاتی بر کارایی سرمایه‌گذاری مؤثر نمی‌باشد و در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار، ناقرینگی اطلاعاتی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری، تأثیر معنی‌دار ندارد.

#### نتایج آزمون فرضیه ششم تا هشتم

به منظور آزمون فرضیه ششم تا هشتم از نتایج تخمین مدل ارائه‌شده در جدول (۴) بهره‌گرفته شده است. مقدار احتمال (یا سطح معنی‌داری)  $F$  برابر ۰/۰۰۰۰ است و چون این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود، یعنی مدل معنی‌دار است. مقدار آماره دوربین- واتسون ۲/۲ می‌باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی خطاها را نشان می‌دهد. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل‌شده نشان می‌دهد، تقریباً ۱۶/۵۱٪ تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند.

جدول ۴. نتایج تخمین مدل سوم پژوهش

متغیر	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
cons	-۰/۰۲۸۰	۰/۰۵۰۴	-۰/۵۵۴۹	۰/۵۷۹
cons*underinvest	-۰/۰۰۵۳	۰/۰۸۲۷	-۰/۰۶۴۳	۰/۹۴۸
underinvest	۰/۰۰۱۲	۰/۰۵۳۹	۰/۰۲۳۴	۰/۹۸۱
FRQ	-۱/۶۱۰۰	-۲/۶۲۰۰	۰/۶۱۶۲	۰/۵۳۸

متغیر	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
FRQ*underinvest	-۲/۱۶۰۰	-۲/۸۷۰۰	-۰/۷۵۱۳	۰/۴۵۲
GOV	۰/۰۵۵۴	۰/۱۳۷۷	۰/۴۰۲۵	۰/۶۸۷
GOV*underinvest	-۰/۰۶۱۳	۰/۱۴۵۶	-۰/۴۲۱۰	۰/۶۷۳
SIZE	-۰/۰۲۶۲	۰/۰۲۱۰	۱/۲۵۱۶	۰/۲۱۱
MTB	۰/۰۰۷۶	۰/۰۰۷۷	۰/۹۸۷۴	۰/۳۲۴
LEV	۰/۳۹۳۴	۰/۱۴۴۷	۲/۷۱۸۲	۰/۰۰۶
Z-Score	۰/۰۰۲۴	۰/۰۰۶۳	۰/۳۹۵۳	۰/۶۹۲
TANG	۰/۰۴۶۲	۰/۰۹۱۹	۰/۵۰۳۳	۰/۶۱۴
CFOSAL	-۰/۱۵۱۴	۰/۰۸۹۲	-۱/۶۹۷۲	۰/۰۹۰
SLAK	۰/۰۰۸۷	۰/۰۲۹۲	۰/۲۹۷۹	۰/۷۶۵
Industry capital structure	-۰/۲۴۸۷	۰/۱۲۰۷	-۲/۰۵۹۵	۰/۰۴۰
LOSS	-۰/۰۴۳۰	۰/۰۴۰۷	-۱/۰۵۶۸	۰/۲۹۱
Dividend	۰/۰۶۰۹	۰/۰۳۱۴	۱/۹۴۱۸	۰/۰۵۲
Incycle	-۰/۳۷۲۰	۰/۴۴۲۵	-۰/۸۴۰۷	۰/۴۰۰
Oper cycle	-۸/۱۷۰۰	۰/۰۰۰۱	۰/۷۹۸۴	۰/۴۲۵
Std cfo	-۱/۴۷۰۰	۶/۳۶۰۰	-۲/۳۰۴۱	۰/۰۲۱
Std sales	-۲/۹۳۰۰	۱/۱۲۰۰	-۲/۶۱۵۱	۰/۰۰۹
Std investment	-۴/۸۷۰۰	۴/۰۴۰۰	-۱/۲۰۵۲	۰/۲۲۸
c	-۰/۴۷۴۴	۰/۲۶۳۲	-۱/۸۰۲۰	۰/۰۷۲
ضریب تعیین تعدیل شده	۵۱/۱۶٪	-	-	-
آماره دوربین-واتسون	-	-	۲/۲	-
آماره F	-	-	۴/۰۶	۰/۰۰۰
ناهمسانی واریانس	-	-	۴۰/۸۲۵	۰/۰۰۰
F لیمر	-	-	۱/۲۳۵	۰/۲۰۹

فرضیه ششم بیان می‌دارد که در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار، محافظه‌کاری حسابداری بر تسهیلات دریافتی تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد. نتایج حاصل از مدل (۳) نشان می‌دهد که نتایج

حاصل از مدل (۳) نشان می‌دهد که ضریب محافظه‌کاری حسابداری در شرکت‌های کم سرمایه‌گذار برابر با  $1/005326$  - می‌باشد که معنی‌دار نمی‌باشد. لذا فرضیه هشتم پژوهش رد می‌شود و محافظه‌کاری حسابداری بر تسهیلات دریافتی مؤثر نمی‌باشد و در شرکت‌های کم سرمایه‌گذار، محافظه‌کاری حسابداری بر تسهیلات دریافتی تأثیر معنی‌دار ندارد.

فرضیه هفتم بیان می‌دارد که در شرکت‌های کم سرمایه‌گذار، کیفیت گزارشگری مالی بر تسهیلات دریافتی تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد. نتایج حاصل از مدل (۳) نشان می‌دهد که نتایج حاصل از مدل (۳) نشان می‌دهد که ضریب کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌های کم سرمایه‌گذار برابر با  $2/160007$  - می‌باشد که معنی‌دار نمی‌باشد. لذا فرضیه هفتم پژوهش رد می‌شود و کیفیت گزارشگری مالی بر تسهیلات دریافتی مؤثر نمی‌باشد و در شرکت‌های کم سرمایه‌گذار، کیفیت گزارشگری مالی بر تسهیلات دریافتی تأثیر معنی‌دار ندارد.

فرضیه هشتم بیان می‌دارد که در شرکت‌های کم سرمایه‌گذار، مالکیت نهادی بر تسهیلات دریافتی تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد. نتایج حاصل از مدل (۳) نشان می‌دهد که نتایج حاصل از مدل (۳) نشان می‌دهد که ضریب مالکیت نهادی در شرکت‌های کم سرمایه‌گذار برابر با  $0/061347$  - می‌باشد که معنی‌دار نمی‌باشد. لذا فرضیه هشتم پژوهش رد می‌شود و مالکیت نهادی بر تسهیلات دریافتی مؤثر نمی‌باشد و در شرکت‌های کم سرمایه‌گذار، مالکیت نهادی بر تسهیلات دریافتی تأثیر معنی‌دار ندارد.

## بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش تأثیر ویژگی‌های کیفی گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری و تسهیلات دریافتی مورد بررسی قرار گرفت. از آنجایی که کارایی سرمایه‌گذاری هنگامی در واحد اقتصادی به وجود خواهد آمد که هیچ‌گونه عواملی هم‌چون کم سرمایه‌گذاری (صرف نظر کردن از طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت) و بیش سرمایه‌گذاری (تقبل طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی) و هم‌چنین عواملی که باعث کاهش کارایی سرمایه‌گذاری خواهد شد وجود نداشته



باشد از همین جهت است که واحد اقتصادی باید تنها در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری کند که ارزش فعلی خالص مثبت داشته باشد. ولی در هر جهت امکان خطا و اشتباه برای مدیران شرکت‌ها وجود دارد. پس می‌توان بیان کرد محافظه‌کاری با وجود اینکه هنوز هم برخی از افراد مخالف و برخی دیگر موافق با آن هستند می‌تواند در شرکت اعمال شود و باعث جلوگیری از عدم بهینه سرمایه‌گذاری شود. شواهد پژوهش نشان داد از بین ویژگی‌های کیفی گزارشگری مالی، محافظه‌کاری بر کارایی سرمایه‌گذاری مؤثر است و جهت آگاه ساختن مدیران، سرمایه‌گذاران و نهادهای حرفه‌ای حسابداری، نسبت به مطلوبیت محافظه‌کاری حسابداری به‌عنوان یک ویژگی کیفی اطلاعات حسابداری تمرکز دارند. ولی دیگر ویژگی‌های کیفی گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معنادار ندارند و نابرابری اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران موجب اعمال محافظه‌کاری بیشتری در گزارشگری مالی نمی‌شود. هم‌چنین ویژگی‌های کیفی گزارشگری مالی بر تسهیلات دریافتی تأثیر معنادار ندارند و محافظه‌کاری در شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاری کمتر از حد انجام می‌شود، سرمایه‌گذاری آتی را از طریق کاهش هزینه‌های تأمین مالی یا تسهیلات دریافتی افزایش یا کاهش نمی‌دهد.

پس به‌صورت کلی می‌توان نتیجه گرفت که محافظه‌کاری از عوامل مؤثر بر کارایی سرمایه‌گذاری است و می‌تواند باعث به‌وجود آمدن سرمایه‌گذاری بهینه در شرکت شود و محافظه‌کاری موجب بهبود نظارت بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری از طریق کاهش سرمایه‌گذاری در جایی که مدیران تمایل به سرمایه‌گذاری کمتر از حد دارند، می‌شود. نتایج پژوهش حاضر با پژوهش‌های لارا و همکاران (۲۰۱۶)، گارسیالارا و همکاران (۲۰۱۰)، گارسیالارا و همکاران (۲۰۰۹) و هم‌چنین با پژوهش‌های محمودآبادی و مهتری (۱۳۹۰) و فخاری و رسولی (۱۳۹۲) برای فرضیه اول پژوهش منطبق و هم‌سو می‌باشد. ولی برای دیگر فرضیه‌ها هم‌خوانی ندارد و دلایل زیادی را می‌توان برای رد شدن فرضیه‌ها مطرح نمود. به‌عنوان مثال تغییر مدل‌های مورد استفاده برای سنجش متغیرهای مستقل و وابسته می‌تواند نتایج پژوهش را دستخوش تغییر قرار دهد. بررسی مقیاس‌های جایگزین برای سنجش متغیرهای اصلی منجر به اضافه‌بار اطلاعاتی و

حجم شدن پژوهش حاضر می‌شد ولی شاید به‌جای استفاده از مدل خان و واتس (۲۰۰۹) شاید اگر از مدل‌های دیگر هم چون مدل بیور و رایان (۲۰۰۰)، گیولی و هاین (۲۰۰۰) و ... بهره گرفته شود نتایج تغییر کند. یکی دیگر از دلایل اختلاف نتیجه فرضیه پژوهش برای تسهیلات دریافتی برای پژوهش‌های داخل در مقایسه با پژوهش‌هایی با موضوع‌های مشابه در خارج را می‌توان تفاوت ساختار سرمایه و اقتصاد کشورها و بانکداری اسلامی دانست که امری بی‌بدیل و غیرقابل‌انکار است. لذا نمی‌توان انتظار داشت که نتایج پژوهش‌های داخل کشور با نتایج پژوهش‌های خارجی هم‌سو باشند. از دیگر عوامل دخیل بر نتایج را می‌توان بازه زمانی پژوهش ذکر کرد. نتیجه پژوهش در دوره‌های زمانی بیشتر و یا کمتر می‌تواند متفاوت باشد. هم‌چنین وجود تورم سبب می‌شود تا اطلاعات صورت‌های مالی متورم نتوانند وضعیت مالی و نتایج عملکرد شرکت‌ها را به نحو درستی نشان دهند. بنابراین با در نظر گرفتن اثر تورم، ممکن است نتایج متفاوتی حاصل شود.

این پژوهش هم مشابه دیگر پژوهش‌ها همواره با تنگناها و دشواری‌هایی همراه بوده است. ضعیف بودن ساختار بازار سرمایه ایران، به‌عنوان یک عامل مداخله‌گر می‌تواند نتایج پژوهش را دستخوش تغییراتی نماید که کنترل آن توسط محقق ممکن نمی‌باشد. این موضوع یکی از تنگناهای موجود در اجرای پژوهش‌های متکی بر بازار سرمایه از جمله پژوهش حاضر است. از دیگر عوامل مداخله‌گر که می‌تواند نتایج پژوهش حاضر را تغییر دهد، تعدیل نشدن صورت‌های مالی براساس تورم می‌باشد که از حیثه کنترل پژوهش‌گر خارج است و از محدودیت‌های این پژوهش به‌شمار می‌رود.

نتایج نشان داد که از محافظه‌کاری می‌توان به‌عنوان ابزاری تأثیرگذار بر تسهیلات دریافتی و سرمایه‌گذاری یاد کرد. لذا پیشنهاد می‌شود برای اتخاذ تصمیم‌گیری مناسب از اطلاعات مربوط به محافظه‌کاری با احتیاط بیشتری استفاده گردد. هم‌چنین به سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران و نهادهای قانون‌گذار پیشنهاد می‌شود تا هم‌زمان در کنار استفاده از ارقام ارائه‌شده در صورت‌های مالی به برخی معیارهای کیفیت سود از قبیل محافظه‌کاری توجه نمایند. مراجع مسئول تدوین

استانداردهای حسابداری که در تلاش هستند تا محافظه‌کاری را کم‌رنگ‌تر کنند، می‌توانند از نتایج این پژوهش در ارزیابی‌های خود استفاده کنند. پس منطبق بر فرضیه اول با توجه به اینکه در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار، رابطه بین محافظه‌کاری و کارایی سرمایه‌گذاری معنادار است، نتایج می‌تواند به مدیران کمک کند تا با کمترین هزینه، تأمین مالی داشته باشند و مشکل محدودیت مالی را کاهش دهند. هم‌چنین، اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران نیز می‌توانند در ارائه یا عدم ارائه اعتبار و سرمایه‌گذاری یا عدم سرمایه‌گذاری در واحدهای تجاری تصمیم‌گیری بهتری داشته باشند.

به پژوهش‌گران آتی پیشنهاد می‌شود بررسی روی سایر متغیرهای محافظه‌کاری و سرمایه‌گذاری انجام شود تا به تبیین بهتر ارتباط محافظه‌کاری بر کارایی سرمایه‌گذاری کمک نماید. توصیه می‌شود پژوهش‌گران آتی موضوع پژوهش حاضر را به تفکیک صنایع در شرکت‌های بورسی بررسی نماید. نمونه آماری این تحقیق شامل تمام صنایع بوده است، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آینده به تفکیک انواع صنعت انجام شود. هم‌چنین توصیه می‌شود محقق بعدی برای سنجش محافظه‌کاری از دیگر معیارهای موجود استفاده نمایند.

## منابع

- ابراهیمی سید کاظم، احمدی مقدم، منصور (۱۳۹۴). تأثیر اهرم مالی و محافظه‌کاری شرطی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصل‌نامه حسابداری مالی*. ۷ (۲۷)، ۱۰۲-۱۲۰.
- آقایی‌چادگانی، آرزو، بخردی‌نسب، وحید (۱۳۹۷). تأثیر درآمد غیربهره‌ای بر ریسک و سودآوری (مورد مطالعه: بررسی تطبیقی بانک‌های سالم مالی و بانک‌های در معرض خطر). *فصل‌نامه مطالعات مالی و بانکداری اسلامی*، ۴ (تابستان)، ۱۰۳-۱۴۰.
- بخردی‌نسب، وحید، قاسمی، سعید (۱۳۹۵). تأثیرسیاست‌های پولی محافظه‌کارانه و نوسانات نرخ تورم بر نقدینگی بازار سهام. *فصل‌نامه مطالعات مدیریت و حسابداری*، ۲(۴)، ۱۶۲-۱۷۱.
- خدائی ولهزاقرد، محمد، یحیایی، منیره (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران. *حسابداری مدیریت*، ۳(شماره ۲(پیاپی ۵))، ۱-۱۵.

- خواجه‌جوی، شکراله، ابراهیمی، مهرداد (۱۳۹۴). کیفیت حسابداری و محافظه‌کاری: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری و حسابداری*، ۷(۲۷)، ۴-۱۹.
- رضازاده، جواد، آزاد، عبدالله (۱۳۸۷). رابطه‌ی بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه‌کاری در گزارشگری مالی. *بررسی‌های حسابداری و حسابداری*، ۱۶(۱)، ۱۴-۴۵.
- مدرس، احمد، حصارزاده، رضا (۱۳۸۷). کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری. *فصل‌نامه بورس اوراق بهادار*، ۱۱(۲)، ۸۵-۱۱۶.
- مشایخی، بیتا، محمدپور، فرشاد (۱۳۹۳). کیفیت گزارشگری مالی، سررسید بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری. *راهنمای مدیریت مالی*، ۲(۴)، ۱-۱۴.
- Abdullah, A. A., & Mohd-Saleh, N. (2014). Impact of firms' life-cycle on conservatism: the Malaysian evidence. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 145, 18-28.
- Abel, A. B. (1983). Optimal investment under uncertainty. *The American Economic Review*, 73(1), 228-233.
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2006). The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition. *Journal of accounting research*, 44(2), 207-242.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of accounting and economics*, 24(1), 3-37.
- Beaver, W. H., & Ryan, S. G. (2000). Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book-to-market ratio to predict book return on equity. *Journal of accounting research*, 38(1), 127-148.
- Bertrand, M., & Mullainathan, S. (2003). Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences. *Journal of political Economy*, 111(5), 1043-1075.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of accounting and economics*, 48(2-3), 112-131.
- Bliss, J. H. (1924). *Management through accounts*. Ronald Press Company.
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of accounting and Economics*, 32(1-3), 237-333.
- Chen, Q., Hemmer, T., & Zhang, Y. (2007). On the relation between conservatism in accounting standards and incentives for earnings management. *Journal of Accounting Research*, 45(3), 541-565.
- Ebrahimi, Seyed Kazem; Ahmadi Moghaddam, Mansour. (2015). The Impact of Financial Leverage and Contingent Conservatism on Investment Failure of Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Accounting Research*, 7 (27), 120-120. (In Persian).
- Fakhari, Hossein; Rasuli, Shadi. (2013). Investigating the effect of conservatism and accrual quality on investment efficiency. *Empirical Accounting Research*, 2 (18), 81-100. (In Persian).
- Financial Accounting Standards Board. (2008). *Conceptual Framework for Financial Reporting: The Objective of Financial Reporting and Qualitative Characteristics and Constraints of Decision-useful Financial Reporting Information*. FASB, Norwalk.
- Garcia Lara, J. M., Garcia Osma, B. and penalva, F. (2016). Accounting Conservatism and

- Firm Investment Efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 61, Pp. 221-238.
- Garsia Lara, J. M., Garsia Osmá, B. and Penalva, F. (2010). Conditional Conservatism and Firm Investment Efficiency. <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=1383642>. [online] [30 October 2010].
- Garsia lara, J.M; Garsia Osmá, B; F, Penalva. (2010). Accounting Conservatism and firm investment efficiency. <http://papers.ssrn.com/online>[30 may2013].
- Garsia lara, J.M; Garsia Osmá, B; F, Penalva. (2009). Conditional Conservatism and firm investment efficiency. <http://papers.ssrn.com/so13/paper.cfm?abstract-id=1383642> [online][30 may2013].
- Givoly, D; Hayn, c. (2000). The changing time – series properties of earnings, cash flows and accruals: has financial accounting become more conservatism? *Journal of Accounting and Economics*, 29 ( 1 ), 287 – 320.
- Guay, W. and R. Verrecchia. (2007). *Conservative Disclosure. Working paper*, University of Pennsylvania.
- Hashemi, Seyed Abbas; Samadi, Saeed; Hadian, Reyhaneh. (2014). The effect of financial reporting quality and debt maturity on investment efficiency. *Journal of Empirical Studies of Financial Accounting*, 11 (44), 117-143. (In Persian).
- Hubard, R. (1998). Capital-market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature*, 36, 193-225.
- Khajawi, Shokrullah; Ebrahimi, Ebrahim. (2009). *Intermediate Accounting (1)*, Tehran: Termeh Publications. (In Persian).
- Khan, M; Watts, R. L. (2009). Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, 48, 132-150.
- khodai Valah Zaghrad, Mohammad; Yahyai, Monireh. (2010). Investigating the Relationship between Financial Reporting Quality and Investment Efficiency in Tehran Stock Exchange. *Journal of Management Accounting*, 2 (5), 1-15. (In Persian).
- Kravet, Todd, D. (2014). Accounting conservatism and managerial risk-taking: corporate acquisitions, *Journal of Accounting and Economics* , vol. 57, PP. 218-240.
- LaFond, R; Watts, R.L. (2006). “The Information Role of Conservatism”. *The Accounting Review*, 83 (2), 447-478.
- LaFond, R., and R. Watts. (2008). The Information Role of Conservatism. *The Accounting Review forthcoming*. Available at URL: <http://www.ssrn.com>.
- Lara J.M.G; Beatriz, G.O; Fernando, P. (2016). Accounting Conservatism and firm investment efficiency. *Journal of accounting and Economics*.
- Mahmoud Abadi, Hamid; Mehtari, Zeinab. (2011). The relationship between accounting conservatism and efficiency Investment of listed companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Progress*, 3 (2), 113-140. (In Persian).
- Modares, Ahmad; Hesarzadeh, Reza. (2008). Financial reporting quality and investment efficiency. *Journal of Stock Exchange*, 1 (2), 85-116. (In Persian).
- Mohrman, M. (1996). The use of fixed GAAP provisions in debt contracts. *Accounting Horizons*, 10(3), 78 – 91.
- 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.
- Nikolaev, V. (2007). *Debt covenant and accounting conservatism*. Working paper,

- university of Chicago.
- Opler, Tim, Pinkowitz, Lee, Stulz Rene, H. & Rohan Williamson. (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, Pp. 3-46.
- Rezazadeh, Javad; Azad, Abdollah. (2008). The relationship between information inequality and conservatism in financial reporting. *Accounting and Auditing Reviews*, 15 (54), 63-80. (In Persian).
- Safari Grayli, Mehdi; Ranaei, Fatemeh. (2017). Investigating the relationship between the quality of financial reporting and investment efficiency and the impact of debt maturity structure on this relationship. *Journal of Scientific Research Of Asset Management and Financing*, 5 (1), 83-98. (In Persian).
- Sarlak, Narges; Sheikh al-Islami, Faramarz; Izadpour, Mustafa. (2017). The Impact of Managers Ability on Investment Efficiency in Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Modern Research in Accounting and Auditing*, 1 (1), 73-92. (In Persian).
- Sterling, R. R. (1970). *The theory of the Measurement of Enterprise Income*. Lawrence, KS: University of Kansas Press.
- Verdi, Rodrigo. S. ( 2006 ). *Financial Reporting Quality and Investment Efficiency*, Working Paper, Sloan school of management, MIT.
- Watts, R. (2003). Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. *Accounting Horizons*, 17 (3) (Sep), 207.
- Watts, R. L. (2003). Conservatism in accounting, Part A: Explanations and implications, *Accounting HoriZons*, pp. 22-207.
- Watts. R. L; Roychowdhury, S. (2005). asymmetric timeliness Of earnings market –to– book and conservatism in financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 44, PP. 2-31.