

مطالعه تجربی رابطه بین

حساسیت جریان نقد سرمایه گذاری و محافظه کاری حسابداری (دیدگاه قراردادهای کار آ یا دیدگاه تحریف سیستم های اطلاعاتی؟)

محمد حسینی^۱

چکیده: این پژوهش به دنبال این است که نشان دهد چگونه گزارشگری محافظه کارانه بر تصمیم های مالی شرکتها، به خصوص حساسیت جریان نقد سرمایه گذاری آنها اثر می گذارد. بر این اساس، رابطه بین حساسیت جریان نقد سرمایه گذاری و محافظه کاری حسابداری و همچنین کنش رفتاری برخی متغیرهای کنترلی در بیان این رابطه مورد بررسی و آزمون قرار گرفت. این پژوهش در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی سال های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ انجام شد. روش آماری پژوهش، استفاده از روش رگرسیون چند متغیره است و برای برآورد مدل، از روش رگرسیون داده های ترکیبی استفاده شد. نتایج نشان داد بین شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه گذاری و شاخص محافظه کاری حسابداری، رابطه منفی معناداری وجود دارد. این یافته با دیدگاه قراردادهای کار آ همخوانی دارد. به گونه ای که شرکت های با درجه بالاتر گزارشگری محافظه کارانه، حساسیت جریان نقد سرمایه گذاری کمتری خواهند داشت.

واژه های کلیدی: دیدگاه قراردادهای کار آ، دیدگاه تحریف سیستم های اطلاعاتی، محافظه کاری حسابداری، حساسیت جریان نقد سرمایه گذاری.

۱. استادیار حسابداری، مدیر گروه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۲/۰۲/۳۰

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۲/۰۵/۲۹

نویسنده مسئول مقاله: محمد حسینی

E-mail: m_hassani@iau-tnb.ac.ir

مقدمه

اصول پذیرفته‌شده حسابداری در شرایطی انحراف عمده‌ای را در محدوده اندازه‌گیری دارایی‌ها، بدهی‌ها، هزینه‌ها و درآمدها مجاز شناخته است. در شرایطی که ابهام و تردید منطقی در مورد اندازه‌گیری عناصر حسابداری وجود دارد، مفهوم محافظه‌کاری حکم می‌کند که فرآیند اندازه‌گیری معیاری، به‌منزله شناختی در نظر گرفته شود که بر گرایش به کمتر نشان دادن دارایی‌ها و درآمدها و بیشتر نشان دادن بدهی‌ها و هزینه‌ها در مواردی که تردید منطقی در ارزش‌های پذیرفته‌شده متفاوت وجود دارد، تأکید شده است. در دنیای امروز، مفهوم محافظه‌کاری از اعتبار کمتری برخوردار است؛ زیرا هرگونه خوش‌بینی یا بدبینی زیاد، منجر به تصمیم‌گیری نادرست می‌شود و فرصت سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. گزارشگری مالی باید با ارائه اطلاعات مناسب به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان کمک کند، تا بتوانند عملکرد بهتری در ارزیابی امکان دسترسی به میزان مبالغ وجه نقد، زمان‌بندی و میزان ابهام در مورد پیش‌بینی جریان وجه نقد آتی داشته باشند. از آنجا که جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به جریان‌های نقدی واحد انتفاعی بستگی دارند، واحدهای انتفاعی در منابع غیرنقدی سرمایه‌گذاری کرده که علاوه بر به‌دست آوردن وجه نقد اضافی، به‌دنبال بازده سرمایه‌گذاری نیز هستند. این فرآیند در مفاهیم نظری گزارشگری مالی، انعطاف‌پذیری مالی نامیده می‌شود. انعطاف‌پذیری مالی یعنی، توانایی واحد تجاری مبنی بر اقدام مؤثر برای تغییر میزان و زمان جریان‌های نقدی، به‌گونه‌ای که واحد تجاری بتواند در برابر رویدادها و فرصت‌های غیرمنتظره واکنش نشان دهد. انعطاف‌پذیری مالی، واحد تجاری را قادر می‌کند تا از فرصت‌های غیرمنتظره سرمایه‌گذاری به‌خوبی بهره‌برداری کرده و هنگامی که جریان‌های نقدی حاصل از عملیات، به‌دلیل کاهش غیرمنتظره در تقاضا برای محصولات تولیدی واحد تجاری در سطح پایین و احتمالاً منفی قرار دارد، به فعالیت اقتصادی خود ادامه دهد. بدیهی است هرچه انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری بیشتر باشد، توانایی پاسخ‌گویی در برابر فرصت‌های غیرمنتظره بیشتر می‌شود. انعطاف‌پذیری مالی معمولاً در زمینه تصمیمات مالی مطرح است. بر اساس مبانی نظری، مواردی همچون تصمیمات مربوط به مدیریت وجه نقد، پس‌انداز، توزیع سود، نحوه تأمین مالی، سرمایه‌گذاری و مانند آنها را می‌توان نمونه‌هایی از این‌گونه تصمیمات مالی بیان کرد. در این پژوهش به‌طور خاص به جنبه تصمیمات سرمایه‌گذاری توجه شده و بر میزان حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی تمرکز شده است. این پژوهش تلاش دارد تا نشان دهد چگونه گزارشگری محافظه‌کارانه، بر تصمیمات مالی شرکت‌ها به‌خصوص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد. بر این اساس، رابطه بین حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری و

محافظه‌کاری حسابداری و همچنین رفتار برخی متغیرها، در بیان این رابطه مورد بررسی و آزمون قرار گرفت. از آنجاکه در مبانی نظری، دو دیدگاه مقابل در این زمینه مطرح شده است که عبارتند از دیدگاه قراردادهای کاراً و دیدگاه تحریف سیستم‌های اطلاعاتی، بررسی این روابط از اهمیت شایانی برخوردار است. در واقع، هدف اصلی پژوهش این است که مشخص کند، کدام‌یک از این دیدگاه‌ها بر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران حاکم است. این بررسی به‌ویژه از این جنبه قابل بررسی است که در ایران تا کنون، پژوهشی به‌طور خاص به این جنبه از تصمیمات مالی نپرداخته است. به‌گفته دیگر، بررسی رابطه بین حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری حسابداری، نوآوری این پژوهش به‌شمار می‌رود. البته در کشورهای دیگر، مواردی از این پژوهش‌ها یافت شد که در بخش پیشینه پژوهش به آنها اشاره خواهد شد.

مبانی نظری

ادبیات پیشین در سطح گسترده‌ای نقش محافظه‌کاری را در گزارشگری مالی مورد بررسی قرار داده است. با وجودی که مطالعات قبلی نقش محافظه‌کاری را بیان می‌کنند، اما در رابطه با اینکه چطور گزارشگری محافظه‌کارانه، تصمیمات مالی شرکت، به‌خصوص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری را شکل می‌دهد، بررسی کاملی وجود ندارد.

یکی از دستاوردهای مهم مطالعات درباره موضوعات حسابداری، افزایش آگاهی نسبت به نقش رویه‌های حسابداری است. به‌کارگیری رویه‌های حسابداری از سوی مدیریت و تأثیر متقابل آنها بر رویه‌های مالی، یکی از مباحث اساسی است که همواره مورد توجه اندیشمندان و صاحب‌نظران این حوزه قرار می‌گیرد. به‌همین دلیل رویدادهای انتخابی که عملکرد مدیریت را تحت تأثیر قرار می‌دهند، یکی از موارد مهم در ادبیات مالی هستند. رویه‌های محافظه‌کارانه عامل مؤثری بر فعالیت‌های مالی و تصمیم‌گیری به‌شمار می‌روند. بر این اساس، بررسی رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و تصمیمات مالی شرکت‌ها از اهمیت زیادی برخوردار است. محافظه‌کاری حسابداری با تسهیل نظارت سرمایه‌گذاران و اداره بهتر امور، خوش‌بینی مدیران را نسبت به عملکرد مالی شرکت محدود می‌کند (جیمی لی، ۲۰۱۰). اگر محافظه‌کاری حسابداری موجب افزایش نظارت سرمایه‌گذاران شود، در این صورت آنها باید تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری داشته باشند؛ به‌گفته‌ای دسترسی شرکت‌ها به منابع مالی بیشتر تسهیل خواهد شد. در این شرایط، انتظار بر این است که شرکت‌هایی با درجه‌های بالاتر گزارشگری محافظه‌کارانه، انعطاف‌پذیری مالی بیشتری را تجربه کنند. این مباحث با دیدگاه قراردادهای کاراً^۱ همخوانی

دارد. از سوی دیگر، محافظه‌کاری حسابداری با انتخاب و به‌کارگیری مستمر رویه‌های حسابداری منجر به گزارش خالص دارایی‌ها به ارزشی کمتر از ارزش اقتصادی خود خواهد شد و با ایجاد ذخایر پنهان، موجب ارائه کمتر سود در سال‌های اولیه عمر دارایی و ارائه بیشتر سود در سال‌های آتی می‌شود. محافظه‌کاری حسابداری از دیدگاه ترازنامه‌ای، به شناسایی کمتر خالص دارایی‌ها منجر شده و از دیدگاه سود و زیانی به شناسایی به‌هنگام زیان در مقابل سود می‌انجامد. آثار این ضعف در ترازنامه، ممکن است سبب کاهش تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری بیشتر شود. در این شرایط، انتظار بر این است که شرکت‌هایی با درجه‌های بالاتر گزارشگری محافظه‌کارانه، انعطاف‌پذیری مالی کمتری را تجربه کنند. این مباحث با دیدگاه تحریف سیستم‌های اطلاعاتی^۱ منطبق است.

این پژوهش، اثر محافظه‌کاری را بر فعالیت‌های مالی شرکت به‌طور عام و بر حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری (به‌طور خاص) بررسی می‌کند. حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری به‌منزله یکی از مؤلفه‌های تصمیمات مالی مطرح است؛ چرا که توان سرمایه‌گذاری شرکت به‌گونه‌ای تحت تأثیر توان تأمین مالی شرکت قرار دارد و در نتیجه نوعی تصمیم‌گیری مالی به‌شمار می‌رود. سؤالی که در ادبیات مالی مطرح است اینکه حساسیت مالی چگونه بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر خواهد داشت؟ به‌طور تجربی، در بازار سرمایه تا جایی که بازده سرمایه‌گذاری معادل هزینه سرمایه شود، شرکت‌ها اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند (هاپاشی^۲، ۱۹۸۲). بر این اساس، مادامی که شرکت‌ها توان تأمین وجوه مورد نیاز خود را داشته باشند، در فرصت‌های با سودآوری مناسب، سرمایه‌گذاری خواهند کرد. در مواردی که حساسیت‌های مالی وجود داشته و شرکت‌ها با محدودیت‌های تأمین مالی مواجه باشند، سرمایه‌گذاری‌ها نیز تحت تأثیر توان نقدینگی شرکت قرار خواهند گرفت (فازاری، هوبارد و پترسن^۳، ۱۹۸۸). هنگامی که گزارشگری محافظه‌کارانه، محدودیت‌های مالی را تسهیل بخشیده و زمینه‌ساز افزایش دسترسی شرکت به وجوه شود، انتظار بر این است که شرکت‌های با درجه بالاتر گزارشگری محافظه‌کارانه، حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری کمتری داشته باشند. این دیدگاه همان مفهومی است که در دیدگاه قراردادهای کاراً مطرح است. در نقطه مقابل، اگر گزارشگری محافظه‌کارانه به کاهش انعطاف‌پذیری مالی منجر شود، انتظار بر این است که شرکت‌های با درجه بالاتر گزارشگری محافظه‌کارانه، حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری بیشتری را تجربه کنند. این دیدگاه همان مفهومی است که در دیدگاه تحریف سیستم‌های اطلاعاتی مطرح است.

1. Distortion of Information Systems View

2. Hayashi

3. Fazzari, Hubbard and Petersen

همان‌گونه که در ادبیات نظری بیان خواهد شد، در دیدگاه قراردادهای کاراً، انتظار بر این است که شرکت‌های با درجه بالاتر گزارشگری محافظه‌کارانه، حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری کمتری داشته باشند. از سوی دیگر، در دیدگاه تحریف سیستم‌های اطلاعاتی انتظار بر این است که شرکت‌های با درجه بالاتر گزارشگری محافظه‌کارانه، حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری بیشتری را تجربه کنند. در واقع هدف کلی، نخست کسب اطمینان از وجود رابطه بین حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری و در مرحله دوم تعیین جهت رابطه است که در قالب فرضیه زیر ارائه شده است:

فرضیه اول: بین حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری حسابداری رابطه معناداری وجود دارد.

در صورت وجود رابطه و مثبت‌بودن جهت رابطه، دیدگاه تحریف سیستم‌های اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران حاکم است؛ اما در صورت وجود رابطه و منفی بودن جهت رابطه، دیدگاه قراردادهای کاراً در بورس اوراق بهادار تهران حاکم است.

چنانچه فرضیه اول پژوهش تأیید شود، انتظار بر این است که شرکت‌ها از سطوح متفاوت حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری حسابداری برخوردار باشند؛ برای آزمون اینکه آیا شرکت‌ها از حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری متفاوتی در سطوح متفاوت محافظه‌کاری حسابداری برخوردارند یا نه و نیز، برای آزمون اینکه آیا شرکت‌ها از محافظه‌کاری حسابداری متفاوتی در سطوح متفاوت حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری برخوردارند یا نه، فرضیه‌های دوم و سوم پژوهش به شرح زیر ارائه شده‌اند:

فرضیه دوم: بین حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در سطوح مختلف محافظه‌کاری حسابداری اختلاف معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین محافظه‌کاری حسابداری شرکت‌ها در سطوح مختلف حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری اختلاف معناداری وجود دارد.

پیشینه پژوهش

حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری

فازاری، هوبارد و پترسن (۱۹۸۸)، نشان دادند شرکت‌های با نرخ‌های پایین پرداخت سود، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی بالاتری را تجربه خواهند کرد.

کاپلان و زینگالس^۱ (۱۹۹۷)، دریافتند که در شرکت‌هایی که کمتر با محدودیت مالی روبه‌رو هستند، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی بیشتر است. آنها به این نتیجه رسیدند که حساسیت بالای سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی، نمی‌تواند شواهدی بر این مدعی باشد که شرکت‌های مربوطه از محدودیت مالی بیشتری برخوردارند.

گواریگلیا^۲ (۲۰۰۷)، دریافت که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در سطوح مختلف محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی متفاوت است. همچنین وی دریافت، در شرکت‌های دارای محدودیت مالی خارجی که از سطح نسبتاً بالای وجوه داخلی برخوردارند، وابستگی سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی شدیدتر است.

آگکا و موزومدار (۲۰۰۸)، به بررسی اثر نقایص بازار سرمایه بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی پرداختند و نتیجه گرفتند که در شرکت‌هایی که با محدودیت‌های تأمین مالی بالاتری روبه‌رو هستند، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی داخلی بیشتر است.

دوچین، ازبس و سن‌سوی^۳ (۲۰۱۰)، به بررسی اثر بحران‌های مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداخته و دریافتند که با افزایش هزینه تأمین مالی خارجی، شرکت‌ها برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی داخلی رو آورده و در نتیجه، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی داخلی افزایش می‌یابد.

کریمی و صادقی (۱۳۸۸)، به بررسی محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی و رابطه آن با سرمایه‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای پرداختند. نتایج پژوهش آنها حاکی از افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در قبال افزایش محدودیت‌های مالی خارجی و نیز افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در قبال کاهش محدودیت‌های مالی داخلی بود.

کاشانی‌پور و همکاران (۱۳۸۹)، به بررسی محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی پرداختند. نتایج حاصله نشان داد که شرکت‌های با محدودیت مالی، نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی، از حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری بالاتری برخوردارند و در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، بر جریان‌های نقدی داخلی تأکید بالایی می‌کنند.

محافظه‌کاری حسابداری

پنمن و ژانگ (۲۰۰۲) نشان دادند که رویه‌های محافظه‌کارانه حسابداری، به هزینه بردن مخارج سرمایه‌ای سرعت می‌دهند. این موضوع می‌تواند موجب کاهش سود و ایجاد ذخایر منفی شود. در نتیجه کیفیت سود به‌واسطه محافظه‌کاری کاهش می‌یابد.

1. Kaplan & Zingales

2. Guariglia

3. Duchin, Ozbas & Sensoy

فرانسیس و همکاران^۱ (۲۰۰۳)، به بررسی رابطه محافظه‌کاری و هزینه‌های مالی پرداختند که نتایج بیانگر وجود رابطه منفی بین محافظه‌کاری و هزینه‌های مالی بود. پائیک و همکاران^۲ (۲۰۰۷) دریافتند با افزایش محافظه‌کاری، پایداری سود کاهش می‌یابد. آنها استدلال کردند تصویب استانداردهای حسابداری که حاوی رویه‌های محافظه‌کارانه باشد، متضمن هزینه‌هایی برای بازار سرمایه است. این استانداردها قابلیت پیش‌بینی سود را کاهش داده و سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه را از قرار گرفتن در مسیر تصمیمات صحیح اقتصادی منحرف می‌کنند.

بنی مهد (۱۳۸۵)، الگویی برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری ارائه داد. یافته‌های پژوهش وی حاکی از کاهش محافظه‌کاری به دلیل کاهش بازده دارایی‌ها و بازده نقدی دارایی‌ها و افزایش محافظه‌کاری به دلیل افزایش رشد در عملیات شرکت‌هاست و نسبت تقسیم سود بر محافظه‌کاری حسابداری تأثیر دارد؛ اما درخصوص اندازه شرکت و نسبت ذخیره مالیات به دارایی‌ها، تأثیر معناداری مشاهده نشد.

ثقفی و سدید (۱۳۸۷)، ارتباط میان محافظه‌کاری و کیفیت سود و بازده سهام را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که شاخص کیفیت سود معرفی شده بر مبنای محافظه‌کاری، می‌تواند بخشی از تفاوت نرخ بازده دارایی‌های عملیاتی و نرخ بازده سهام جاری را با سال بعد بیان کند.

کردستانی و حدادی (۱۳۸۸)، به بررسی رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و هزینه سرمایه پرداختند. نتایج نشان داد که بین هزینه سرمایه و محافظه‌کاری بر مبنای عدم تقارن زمانی سود، رابطه منفی معنادار و بین هزینه سرمایه و محافظه‌کاری بر مبنای نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام، رابطه مثبت معناداری وجود دارد.

اعتمادی و احمدی دستجردی (۱۳۸۹)، به بررسی عوامل اثرگذار بر محافظه‌کاری حسابداری در واحدهای تجاری پرداختند. براساس نتایج این پژوهش، بین محافظه‌کاری و سودآوری شرکت و میزان هزینه‌های پژوهش و توسعه و مخارج سرمایه‌ای، رابطه مستقیم و بین محافظه‌کاری و اهرم مالی و عمر شرکت رابطه معکوس برقرار است.

ستایش و جمالیان‌پور (۱۳۸۹)، به بررسی وجود محافظه‌کاری در گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش بیانگر آن است که در بیشتر موارد، پاسخ نامتقارن میان سود حسابداری و بازدهی سهام (چه در سطح کلیه شرکت‌ها

1. Francis & et al
2. Paek, Chen & Sami

و چه در سطح صنایع مختلف) وجود ندارد. علاوه بر آن، اقلام برآمده از محافظه‌کاری مدیران و حسابداران، یعنی اقلام تعهدی غیرعملیاتی با گذشت زمان تغییر قابل ملاحظه‌ای نداشته است. همچنین، بررسی تفاوت میزان چولگی‌های جریان وجه نقد عملیاتی و توزیع سود نقدی روشن کرد که در سطح کل شرکت‌ها، چولگی جریان وجه نقد عملیاتی بیشتر است، در صورتی که در سطح صنایع مختلف، چولگی توزیع سود نقدی افزون‌تر بود. به‌علاوه، نتایج حاصل از بررسی تفکیک اختلاف ارزش بازار و ارزش دفتری خالص دارایی‌ها نشان داد که محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی در هر دو سطح پژوهش، اعم از کل شرکت‌ها و صنایع مختلف وجود داشته و روند آن نیز افزایش یافته است.

مهرانی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی رابطه بین اقلام تعهدی غیرمنتظره و محافظه‌کاری در حسابداری در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که اقلام تعهدی غیرمنتظره حاصل از مدل جونز تعدیل شده، رابطه مثبت و معناداری با محافظه‌کاری دارد؛ اما درباره تأثیر اقلام تعهدی غیرمنتظره حاصل از مدل جونز تعدیل شده با جریان‌های نقدی غیرخطی بر محافظه‌کاری نتیجه معناداری مشاهده نشد.

خالقی مقدم و احمدخان بیگی (۱۳۹۰) به بررسی رابطه محافظه‌کاری و به‌هنگام بودن سود خالص با اندازه شرکت و اندازه مؤسسه حسابرسی پرداختند. نتایج نشان داد، در حالی که سود خالص شرکت‌ها به‌طور کلی محافظه‌کارانه است، اما طی زمان به‌هنگام‌تر و محافظه‌کارانه‌تر نشده است. دو عامل اندازه شرکت و اندازه مؤسسه حسابرسی نیز تأثیری بر دو ویژگی مورد بررسی سود خالص در این پژوهش نداشته‌اند؛ به‌گونه‌ای که سود خالص شرکت‌های بزرگ نسبت به کوچک و سود خالص شرکت‌های حسابرسی شده توسط سازمان حسابرسی نسبت به سود خالص شرکت‌های حسابرسی شده توسط مؤسسه‌های حسابرسی معتمد بورس اوراق بهادار به‌هنگام‌تر و محافظه‌کارانه‌تر نیستند.

پورحیدری و غفارلو (۱۳۹۰) به بررسی تأمین مالی و تغییرات سطح محافظه‌کاری مشروط حسابداری پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد شرکت‌هایی که از طریق بدهی‌های بلندمدت تأمین مالی می‌کنند، بر خلاف انتظار نه در دوره تأمین مالی و نه در دوره قبل از آن سطح محافظه‌کاری مشروط را کاهش نمی‌دهند؛ اما شرکت‌هایی که از طریق حقوق صاحبان سهام تأمین مالی می‌کنند، مطابق انتظار هم در دوره تأمین مالی و هم در دوره پیش از آن، سطح محافظه‌کاری مشروط در گزارشگری مالی را کاهش می‌دهند؛ زیرا این کار سبب بهبود انتظارات سرمایه‌گذاران و سهام‌داران از عملکرد آتی شرکت شده و تأمین مالی کاراتری را به‌دنبال دارد.

اسدی و جلالیان (۱۳۹۱) به بررسی تأثیر ساختار سرمایه، سهام‌داران و بزرگی شرکت بر میزان اعمال محافظه‌کاری در شرکت‌ها پرداختند. در این پژوهش از مدل بیور و رایان (۲۰۰۰) و مدل گیولی و هاین (۲۰۰۰) برای محاسبه محافظه‌کاری استفاده شد. نتایج نشان داد در هر دو مدل، رابطه مستقیم و معناداری بین محافظه‌کاری و اهرم مالی به‌منزله نماینده ساختار سرمایه وجود دارد و بین محافظه‌کاری و تمرکز مالکیت رابطه‌ای مشاهده نشد. در مدل اول، بین درصد سهام‌داران نهادی و محافظه‌کاری رابطه‌ای مشاهده نشد، ولی در مدل دوم رابطه معکوس و معناداری مشاهده شد. در مدل دوم، بین اندازه شرکت و محافظه‌کاری رابطه‌ای مشاهده نشد، ولی در مدل اول رابطه معکوس و معناداری مشاهده شد.

مجتهدزاده و فرشی (۱۳۹۱) به بررسی رابطه محافظه‌کاری حسابداری و تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد بین معیار عدم تقارن در شناسایی به‌هنگام برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری با سودآوری آتی رابطه منفی معناداری وجود دارد. همچنین، معیار نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام برای سنجش محافظه‌کاری با سودآوری آتی رابطه معناداری ندارد.

رابطه حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری حسابداری

فرانسیس و مارتین^۱ (۲۰۱۰)، نشان دادند که هرچند محافظه‌کاری، بیش سرمایه‌گذاری را دچار محدودیت می‌کند، اما با افزایش محافظه‌کاری در گزارشگری مالی، حساسیت جریان وجه نقد سرمایه‌گذاری نیز افزایش می‌یابد.

جیمی لی^۲ (۲۰۱۰)، نقش حسابداری محافظه‌کارانه در تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت‌ها را مورد بررسی قرار داد و به آزمون رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و انعطاف‌پذیری مالی پرداخت. نتایج نشان داد شرکت‌های با درجه بالاتر محافظه‌کاری حسابداری، انعطاف کمتری از جنبه حساسیت جریان وجه نقد سرمایه‌گذاری دارند. به‌گفته‌ای با افزایش محافظه‌کاری در گزارشگری مالی، حساسیت جریان وجه نقد سرمایه‌گذاری نیز افزایش می‌یابد.

حسنی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی نقش حسابداری محافظه‌کارانه در تصمیم‌گیری نسبت به سطح نگه‌داشت وجه نقد پرداختند. تصمیم‌گیری نسبت به سطح نگه‌داشت وجه نقد، یکی از دسته تصمیمات مالی شرکت‌ها و مرتبط با تصمیمات سرمایه‌گذاری به‌شمار می‌رود. نتایج نشان‌دهنده رابطه معکوس بین محافظه‌کاری حسابداری با وجه نقد نگهداری شده پایان دوره و تغییرات وجه نقد طی دوره است.

1. Francis & Martin
2. Jimmy Lee

ثقفی و نادری کروندان (۱۳۹۰)، به بررسی محافظه‌کاری در گزارشگری مالی و مقایسه دیدگاه منافع قراردادی با دیدگاه تحریف اطلاعات پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان داد که شرکت‌های با گزارشگری محافظه‌کارانه‌تر، انعطاف‌پذیری مالی بیشتری در رابطه با تصمیمات مربوط به مدیریت وجوه نقد، پس‌انداز و توزیع سود دارند؛ اما در رابطه با تصمیمات نحوه تأمین مالی خارجی، انعطاف‌پذیری مالی کمتری دارند.

روش‌شناسی پژوهش

قلمرو موضوعی پژوهش در زمینه موضوعات حسابداری و نیز تصمیمات مالی قرار دارد. قلمرو مکانی پژوهش، بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی آن، بازه سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ است. این پژوهش در حوزه پژوهش‌های کاربردی و پژوهش‌های توصیفی از نوع رگرسیون و همبستگی است و بر مبنای ماهیت داده‌ها از نوع پژوهش کمی است. گردآوری اطلاعات در بخش ادبیات نظری، پیشینه پژوهش مبتنی بر روش کتابخانه‌ای و گردآوری داده‌های پژوهش به روش اسنادکاوی انجام گرفته است.

آزمون فرضیه اول پژوهش بر اساس روش رگرسیون داده‌های ترکیبی انجام گرفت. در ارزیابی مدل‌های رگرسیونی، مواردی همچون انتخاب مدل ترکیبی^۱ در مقابل مدل تلفیقی^۲، انتخاب مدل با اثرات تصادفی در مقابل مدل با اثرات ثابت، معناداری مدل رگرسیونی، معناداری ضرایب متغیرهای توضیحی مدل رگرسیونی، خودهمبستگی بین پسماندهای مدل رگرسیونی و توان تبیین مدل مورد بررسی قرار گرفتند.

در آزمون فرضیه‌های دوم و سوم، ابتدا هر کدام از متغیرهای حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری حسابداری به ترتیب نزولی مرتب شدند. سپس با بهره‌گیری از مفهوم آماری دهک، شرکت‌ها به ده گروه مساوی از دیدگاه این دو متغیر به صورت جداگانه تفکیک شدند. دهک‌های اول تا سوم به منزله شرکت‌های دارای سطوح بالای حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری یا شرکت‌های دارای سطوح بالای محافظه‌کاری حسابداری منظور شدند. در نقطه مقابل، دهک‌های هشتم تا دهم به منزله شرکت‌های دارای سطوح پایین حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری یا شرکت‌های دارای سطوح پایین محافظه‌کاری حسابداری منظور شدند. سپس با به کارگیری آزمون مقایسه زوجی میانگین‌ها، فرضیه‌های دوم و سوم پژوهش در سطوح بالا و پایین هر کدام از متغیرهای مربوطه آزمون شدند.

1. Panel
2. Pooled

جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش، ابتدا جامعه محدود شده و سپس نسبت به انتخاب شرکت‌های مورد نظر پژوهش اقدام شد. برای این کار، شرکت‌هایی انتخاب شدند که قبل از سال ۱۳۸۳ در بورس پذیرفته و تا پایان سال ۱۳۸۹ فعال باشند؛ طی دوره پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشند؛ وقفه معاملاتی بیش از شش ماه نداشته باشند؛ در گروه بانک‌ها، بیمه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها نباشند. با در نظر گرفتن این موارد در مجموع، ۲۲۸ شرکت بورسی انتخاب و با توجه به دوره زمانی هفت ساله، ۱۵۹۶ مشاهده شرکت - سال مورد بررسی قرار گرفت و داده‌های مربوطه از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها استخراج شد.

مدل و متغیرهای پژوهش

* مدل رگرسیونی رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری:

$$CFSI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * CONS_{i,t} + \beta_2 * BM_{i,t} + \beta_3 * SIZE_{i,t} + \beta_4 * DIV_{i,t} + \beta_5 * LEV_{i,t} + \beta_6 * PPE_{i,t} + \beta_7 * RET_{i,t} + \beta_8 * RETVOL_{i,t} + \beta_9 * OI_{i,t} + \beta_{10} * OIVOL_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

* متغیر وابسته:

متغیر وابسته پژوهش شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری است. در حقیقت این متغیر کنش حساسیتی بین سرمایه‌گذاری و جریان وجه نقد عملیاتی را فرموله می‌کند. در مبانی نظری، مدل‌های مختلفی برای استخراج این شاخص در نظر گرفته شده است. در مواردی متغیر براساس مدلی استخراج می‌شود که در آن سرمایه‌گذاری متغیر وابسته و جریان وجه نقد عملیاتی متغیر مستقل است. در این مدل، ضریب جریان وجه نقد عملیاتی، همان شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری است. در مدل‌های دیگر، روابط دیگری برای استخراج این شاخص مورد استفاده قرار گرفته است. در این پژوهش، شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری با توجه به پژوهش هاواکیمیان^۱ (۲۰۰۹) و لی^۲ (۲۰۱۰) از رابطه شماره ۱ به دست آمده است.

$$CFSI_t = \sum_{t=1}^n \left(I_{it} \times \frac{OCF_{it}}{\sum_{t=1}^n OCF_{it}} \right) - \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n I_{it} \quad \text{رابطه ۱}$$

1. Hovakimian
2. Lee

$CFSI_{i,t}$: شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری؛

$OCF_{i,t}$: جریان نقد عملیاتی (همگن شده بر حسب دارایی‌های ابتدای دوره)؛

$I_{i,t}$: مخارج سرمایه‌ای (همگن شده بر حسب دارایی‌های ابتدای دوره).

* متغیر مستقل:

متغیر مستقل پژوهش شاخص محافظه‌کاری حسابداری است. در مبنای نظری، مدل‌های مختلفی برای اندازه‌گیری این شاخص در نظر گرفته شده است. از جمله این موارد می‌توان به مدل‌های مبتنی بر خالص دارایی‌ها (مدل فلثام و اولسون^۱، ۱۹۹۵)، مدل‌های مبتنی بر روابط سود و بازده (مدل باسو^۲، ۱۹۹۷)، مدل‌های مبتنی بر ارزش بازار (بیور و رایان^۳، ۲۰۰۰) و مدل‌های مبتنی بر اقلام تعهدی (مدل گیولی و هاین^۴، ۲۰۰۰) اشاره کرد. در این پژوهش، شاخص محافظه‌کاری با توجه به پژوهش گیولی و هاین (۲۰۰۰) از رابطه شماره ۲ به دست آمده است.

$$CONS_{i,t} = ACC_{i,t} / BVA_{i,t-1} * (-1) \quad \text{رابطه ۲}$$

$CONS_{i,t}$: شاخص محافظه‌کاری حسابداری؛

$ACC_{i,t}$: اقلام تعهدی، عبارت است از اختلاف سود عملیاتی و جریان نقد عملیاتی (همگن

شده بر حسب دارایی‌های ابتدای دوره).

گیولی و هاین (۲۰۰۰) چنین اظهار کردند که محافظه‌کاری، سبب کاهش سود گزارش شده انباشته در طول زمان می‌شود. آنها بیان داشتند که اندازه اقلام تعهدی انباشته شده در طول زمان، یکی از معیارهای محافظه‌کاری حسابداری است. شرکت‌هایی که در مرحله ثبات قرار دارند و هیچ‌گونه رشدی ندارند و نیز در مورد استفاده از روش‌های گوناگون حسابداری بی تفاوت هستند، سودهایشان به جریان‌های نقدی نزدیک می‌شود و اقلام تعهدی ادواری آنها نیز به سمت صفر میل می‌کند. ثبات اقلام تعهدی منفی (مانند منظور کردن انواع ذخایر) در میان شرکت‌ها و در طول یک دوره بلندمدت، نشانه‌ای از وجود محافظه‌کاری حسابداری است. نرخ انباشتگی اقلام تعهدی منفی شاخصی از تغییر محافظه‌کاری حسابداری در طول زمان است.

* متغیرهای کنترلی:

$BM_{i,t}$: نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (شاخص کنترل فرصت رشد

شرکت)؛

-
1. Feltham & Ohlson
 2. Basu, S
 3. Beaver, W. & S. Ryan
 4. Givoly, D. & C. Hayn

$SIZE_{i,t}$: لگاریتم دارایی‌های شرکت (شاخص کنترل اندازه شرکت)؛
 $DIV_{i,t}$: در صورت پرداخت سود سهام، این شاخص برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر است (شاخص کنترل پرداخت سود سهام شرکت)؛
 $LEV_{i,t}$: نسبت بدهی‌های شرکت به دارایی‌های شرکت (شاخص کنترل اهرم شرکت)؛
 $PPE_{i,t}$: ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات همگن شده بر حسب دارایی‌ها (شاخص کنترل دارایی مشهود شرکت)؛
 $RET_{i,t}$: بازده سهام (شاخص کنترل عملکرد شرکت)؛
 $OI_{i,t}$: سود عملیاتی همگن شده بر حسب دارایی‌ها (شاخص کنترل عملکرد شرکت)؛
 $RETVOL_{i,t}$: نوسان بازده سهام (شاخص کنترل ریسک و نوسان‌پذیری شرکت)؛
 $OIVOL_{i,t}$: نوسان سود عملیاتی (شاخص کنترل ریسک و نوسان‌پذیری شرکت).

بر اساس پیشینه پژوهش و مبانی نظری، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، نماینده فرصت رشد شرکت‌هاست و در واقع، فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را نیز نشان می‌دهد و انتظار بر این است که بر تصمیمات سرمایه‌گذاری اثرگذار باشند. در مورد متغیرهای اندازه و پرداخت سود سهام، به نظر می‌رسد هرچه شرکت‌ها بزرگتر باشند و سود بیشتری تقسیم کنند، از ثبات بیشتری برخوردارند و محدودیت‌های مالی و سرمایه‌گذاری کمتری داشته باشند. انتظار بر این است که شرکت‌های با درجه اهرم مالی بالا و همچنین شرکت‌های دارای ریسک و نوسان‌پذیری بالا، از حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری بیشتری برخوردار باشند. در مورد نسبت دارایی مشهود شرکت، به نظر می‌رسد هرچه شرکت‌ها از دارایی‌های مشهود و قابل وثیقه بیشتری برخوردار باشند، دسترسی بهتری به منابع مالی داشته و حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری کمتری خواهند داشت. همچنین هرچه شرکت‌ها عملکرد بهتری داشته باشند، انتظار بر این است که با محدودیت‌های سرمایه‌گذاری کمتری روبه‌رو شوند.

یافته‌های پژوهش

آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول شماره ۱ ارائه شده‌اند. شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری شرکت‌های نمونه آماری پژوهش، به‌طور میانگین حدود ۳ درصد است. شاخص محافظه‌کاری حسابداری که مبتنی بر اقلام تعهدی است، به‌طور میانگین حدود ۱۱ درصد است.

جدول ۱. شاخص‌های آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	مرکزی		پراکندگی	توزیع	
	میانگین	میانه		چولگی	کشیدگی
$CFSI_{i,t}$	۰/۰۳۱۹۳۷	۰/۰۴۹۳۷۲	۰/۱۲۷۳۱۹	۳/۷۲۲۵۸۰	۹/۳۲۸۶۴۵
$CONS_{i,t}$	۰/۱۰۸۱۷۸	۰/۱۱۹۰۲۳	۰/۳۵۲۱۶۷	۱/۲۴۱۵۳۹	۴/۳۲۶۰۰۱
$BM_{i,t}$	۰/۷۴۵۶۱۴	۰/۵۵۸۰۰۰	۰/۶۳۲۴۹۰	۲/۳۸۷۴۷۷	۱۱/۵۵۱۴۱
$SIZE_{i,t}$	۱۱/۸۰۹۸۶	۱۱/۷۱۵۰۰	۰/۶۰۹۳۰۸	۰/۷۴۷۵۸۳	۳/۶۹۰۴۳۶
$DIV_{i,t}$	۰/۹۶۲۰۲۵	۱/۰۰۰۰۰۰	۰/۱۹۱۳۳۷	-۴/۸۳۴۵۴۳	۲۴/۳۷۲۸۱
$LEV_{i,t}$	۰/۷۹۹۰۸۴	۰/۶۴۷۵۰۰	۰/۵۲۵۲۸۶	۲/۱۳۰۲۲۸	۸/۵۷۶۳۸۳
$PPE_{i,t}$	۰/۲۷۷۹۲۴	۰/۲۱۵۰۰۰	۰/۲۲۸۶۱۲	۱/۵۰۳۳۰۷	۵/۳۳۵۹۰۳
$RET_{i,t}$	۰/۲۰۳۵۵۰۴	۰/۹۱۸۵۰۰۰	۵/۱۸۴۱۴۱	۱/۳۹۴۴۲۴	۶/۱۱۹۳۹۹
$RETVOL_{i,t}$	-۰/۸۳۶۶۸۸	-۰/۹۵۵۰۰۰	۱۰/۵۵۲۴۲	۰/۰۰۹۲۶۶	۲۱/۱۱۷۷۷
$OI_{i,t}$	۰/۱۶۸۲۳۷	۰/۱۷۴۵۲۲	۰/۷۳۶۱۱۵	۴/۱۷۵۸۹۳	۲۷/۰۳۴۸۲
$OIVOL_{i,t}$	-۰/۳۵۲۶۶۳	-۰/۳۷۸۲۹۰	۱/۱۱۴۶۲۸	-۵/۱۷۷۳۸۹	۲۲/۱۹۳۲۷

ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به‌طور میانگین حدود ۷۴ درصد ارزش بازار حقوق صاحبان سهام است. اندازه شرکت یا لگاریتم دارایی‌های شرکت به‌طور میانگین حدود ۱۲ است. به‌طور میانگین حدود ۹۶ درصد شرکت‌ها سود سهام پرداخت کرده‌اند. بدهی‌های شرکت به‌طور میانگین حدود ۸۰ درصد دارایی‌های شرکت است. اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات به‌طور میانگین حدود ۲۸ درصد دارایی‌های شرکت را تشکیل داده است. بازده سهام شرکت‌های نمونه آماری پژوهش به‌طور میانگین حدود ۲۰ درصد است که البته این شرکت‌ها نوسانی در جهت کاهش و به‌طور میانگین حدود ۸۴ درصد در بازده را تجربه کرده‌اند. سود عملیاتی به‌طور میانگین حدود ۱۷ درصد دارایی‌های شرکت است که البته این شرکت‌ها نوسانی در جهت کاهش و به‌طور میانگین حدود ۳۵ درصد در سودآوری عملیاتی را تجربه کرده‌اند.

تمام متغیرهای پژوهش به‌استثنای پرداخت سود سهام و نوسان سود عملیاتی دارای چولگی مثبت هستند. مثبت (منفی) بودن ضریب در خصوص چولگی، چوله به راست (چپ) را نشان می‌دهد. چولگی مثبت (منفی) توزیع متغیرهای پژوهش، نشان‌دهنده قرار گرفتن مشاهده‌های دور افتاده از شاخص‌های مرکزی در دامنه راست (چپ) مقیاس اندازه‌گیری است. تمام متغیرهای پژوهش از کشیدگی مثبت برخوردارند. مثبت بودن ضریب در خصوص کشیدگی، بلندی ارتفاع نمودار توزیع متغیرها را نشان می‌دهد. کشیدگی مثبت توزیع متغیرهای پژوهش نشان‌دهنده

بلندتر بودن منحنی توزیع این متغیرها نسبت به توزیع نرمال است. مقادیر کشیدگی و چولگی حاکی از نرمال نبودن توزیع تمام متغیرها است. در ادامه، نتایج آزمون‌های مربوط به نرمال بودن توزیع متغیرهای پژوهش و همچنین پایایی متغیرهای پژوهش در جدول ۲ ارائه شده‌اند.

جدول ۲. آزمون نرمال بودن و پایایی متغیرهای پژوهش

پایایی		نرمال بودن		متغیر
احتمال آماره	آماره تی	احتمال آماره	آماره جارکو- برا	
۰/۰۰۰	-۱۹/۹۳۶۲	۰/۰۰۰	۲۳۳۷/۴۳۱	$CFSI_{i,t}$
۰/۰۰۲۵	-۸۲/۵۹۶۴	۰/۰۰۰	۹۵/۴۵۶۳۲	$CONS_{i,t}$
۰/۰۰۰	-۱۵/۸۳۵۳	۰/۰۰۰	۱۸۹۴/۵۵۴	$BM_{i,t}$
۰/۰۰۰	-۵۵/۵۰۸۴	۰/۰۰۰	۵۳/۵۶۶۳۹	$SIZE_{i,t}$
۰/۰۱۶۲	-۴۳/۹۸۵۲	۰/۰۰۰	۱۰۸۶۸/۱۹	$DIV_{i,t}$
۰/۰۰۰	-۳۸۵/۳۶۶	۰/۰۰۰	۹۷۲/۶۳۸۷	$LEV_{i,t}$
۰/۰۰۰	-۱۱۱/۸۳۶	۰/۰۰۰	۲۸۶/۴۹۹۵	$PPE_{i,t}$
۰/۰۰۰	-۱۷/۶۳۳۴	۰/۰۰۰	۳۴۵/۷۸۹۳	$RET_{i,t}$
۰/۰۰۰	-۱۳۸/۸۸۸	۰/۰۰۰	۶۴۸۳/۰۱۹	$RETVOL_{i,t}$
۰/۰۰۰	-۷/۴۵۸۹۸	۰/۰۰۰	۱۲۱۶/۰۴۲	$OI_{i,t}$
۰/۰۰۰	-۵۱۹/۳۵۴	۰/۰۰۰	۱۰۲/۴۷۷۳	$OIVOL_{i,t}$

با توجه به نتایج ارائه شده، از آنجایی که احتمال آماره جارکو - برا^۱ در مورد تمام متغیرهای پژوهش کمتر از ۵ درصد است، این متغیرها از توزیع نرمال برخوردار نیستند؛ البته در تحلیل‌های آماری در مواردی که تعداد مشاهدات زیاد باشد، نرمال نبودن متغیرها در پژوهش خللی در ادامه تحلیل‌ها ایجاد نمی‌کند. همچنین برای حصول اطمینان از وجود متغیرهای پایا در مدل‌های رگرسیونی پژوهش و به پیروی از آن، انجام استنباط درست در زمینه رابطه بین متغیرها از آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو^۲ بر اساس آماره تی استفاده شده است. از آنجایی که احتمال آماره در مورد تمام متغیرهای پژوهش کمتر از ۵ درصد است، در نتیجه متغیرهای پژوهش فاقد ریشه کاذب بوده و پایایی متغیرها مورد تأیید قرار گرفت.

1. Jarque-Bera
2. Levin, Lin & Chu (t Stat)

برای بررسی همبستگی بین متغیرهای پژوهش و به پیروی از آن، بررسی همخطی بین متغیرهای توضیحی مدل از ضرایب همبستگی پیرسون استفاده شده که نتایج آن در جدول شماره ۳ ارائه شده است. در مواردی که احتمال مربوطه کمتر از ۵ درصد است، همبستگی معناداری بین زوج متغیرها وجود دارد که البته با توجه به نتایج، ضرایب همبستگی در سطح قوی نیستند و خللی در تحلیل مدل‌های رگرسیونی از بابت همخطی ایجاد نمی‌شود. در راستای آزمون فرضیه اول پژوهش، مدل‌های رگرسیونی مبتنی بر داده‌های ترکیبی مورد آزمون قرار گرفتند که نتایج حاصل از برازش مدل‌ها در جدول شماره ۴ ارائه شده است.

جدول ۴. نتایج برازش مدل‌های فرضیه اول پژوهش

متغیر وابسته: $CFSI_{i,t}$			
متغیرهای توضیحی	مدل اول	مدل دوم	مدل سوم
C	۰/۰۴۲۹۱۸***	۰/۰۳۳۰۱۰**	۰/۰۷۲۲۹۸***
$CONS_{i,t}$	-۰/۰۳۷۱۳۶***	-۰/۰۴۵۹۳۱***	-۰/۰۴۷۱۴۶***
$BM_{i,t}$		-۰/۰۵۱۸۸۲۵	
$SIZE_{i,t}$		۰/۰۰۲۴۱۹**	۰/۰۰۲۲۷۱***
$DIV_{i,t}$		۰/۰۴۸۲۷۷	
$LEV_{i,t}$		-۰/۰۳۱۱۰۶**	-۰/۰۳۲۸۹۳***
$PPE_{i,t}$		۰/۰۰۹۲۶۴**	۰/۰۱۳۵۷۲**
$RET_{i,t}$		-۰/۰۱۹۴۲۸۴	
$RETVOL_{i,t}$		-۰/۰۲۲۱۸۹**	-۰/۰۳۱۵۷۵**
$OI_{i,t}$		-۰/۰۱۳۰۰۴۸	
$OIVOL_{i,t}$		۰/۰۰۹۵۵۲۸**	۰/۰۰۸۱۴۶۹**
ضریب تبیین تعدیل شده	۰/۵۳۸۱۶۲	۰/۶۱۰۹۲۷	۰/۶۵۳۳۸۱
آماره دوربین-واتسون	۲/۴۱۷۵۵۳	۱/۸۷۰۵۲۸	۲/۰۱۱۵۶۹
آماره اف فیشر (احتمال آماره)	۱۲/۰۷۰۴۱۳ (۰/۰۰۰۰۰۰)	۱۳/۹۱۵۲۸۶ (۰/۰۰۰۱۰۲)	۱۶/۸۲۵۱۹۴ (۰/۰۰۰۰۹۱)
آماره جارکو-برا (احتمال آماره)	۹۲۵/۱۷۴۳ (۰/۰۰۰۰۰۰)	۳۷۲/۰۲۸۸ (۰/۰۰۰۰۰۰)	۵۱۱/۴۷۹۲ (۰/۰۰۰۰۰۰)
آماره اف لیمر آزمون چاو (احتمال آماره)	۵/۸۲۵۱۵۲ (۰/۰۰۰۰۰)	۶/۱۰۳۲۶۱ (۰/۰۰۰۰۰)	۴/۸۳۷۲۶۴ (۰/۰۰۰۰۰)
آماره کای دو آزمون هاسمن (احتمال آماره)	۴۵/۱۲۵۷۳۹ (۰/۰۰۰۰۰)	۴۹/۴۴۳۸۰۱ (۰/۰۰۰۰۰)	۴۹/۰۱۹۴۲۸ (۰/۰۰۰۰۰)
معناداری در سطح ۹۰٪	معناداری در سطح ۹۵٪	معناداری در سطح ۹۹٪	

آماره اف. لیمر آزمون چاو و احتمال مربوطه در همه مدل‌ها (کمتر از سطح خطای ۵ درصد) حاکی از مناسب بودن مدل ترکیبی است. آماره کای دو آزمون هاسمن و احتمال مربوطه در همه مدل‌ها (کمتر از سطح خطای ۵ درصد)، حاکی از مناسب بودن مدل ترکیبی با اثرات ثابت است. آماره اف. فیشر مدل‌ها و احتمال مربوطه (کمتر از سطح خطای ۵ درصد) حاکی از معناداری کل مدل‌های رگرسیونی است. آماره دوربین - واتسون مدل‌ها حاکی از استقلال پسماندهای مدل است؛ البته آماره جارکو - برا و احتمال مربوطه (کمتر از سطح خطای ۵ درصد) حاکی از نرمال نبودن توزیع مقادیر پسماندهای استاندارد شده مدل‌ها است.

مدل اول، رابطه بین شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری (متغیر وابسته) و شاخص محافظه‌کاری حسابداری (متغیر مستقل) را مورد بررسی قرار داده است. آماره تی و احتمال آن در سطح اطمینان ۹۹ درصد حاکی از معناداری عرض از مبدأ با اثرگذاری مثبت و شاخص محافظه‌کاری حسابداری با اثرگذاری منفی است. این بدان معناست که شاخص محافظه‌کاری حسابداری، رابطه منفی معناداری با شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری دارد. ضریب تبیین تعدیل شده مدل نشان می‌دهد. شاخص محافظه‌کاری حسابداری قادر به توضیح حدود ۵۴ درصد از تغییرات شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری است. بر این اساس، فرضیه اول پژوهش مورد پذیرش قرار گرفت. ضریب شاخص محافظه‌کاری حسابداری در این مدل برابر با 0.37136 - است؛ یعنی با افزایش یک واحد در شاخص محافظه‌کاری حسابداری، شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری به میزان 0.37136 واحد کاهش می‌یابد. درحقیقت شرکت‌های با درجه بالاتر محافظه‌کاری حسابداری، حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری کمتری داشته‌اند. این دیدگاه همان مفهومی است که در دیدگاه قراردادهای کاراً مطرح است. بر این اساس، با توجه به رابطه معکوس شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری و شاخص محافظه‌کاری حسابداری می‌توان گفت در شرکت‌های نمونه آماری پژوهش، دیدگاه قراردادهای کاراً بر دیدگاه تحریف سیستم‌های اطلاعاتی غالب است.

مدل دوم، رابطه بین شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری (متغیر وابسته) و شاخص محافظه‌کاری حسابداری (متغیر مستقل) با هدف بررسی کنش رفتاری برخی متغیرهای احتمالی اثرگذار (متغیرهای کنترلی) بر این رابطه را ارائه داده است. همان‌گونه که از نتایج مشاهده می‌شود با توجه به آماره تی و احتمال آن در سطح اطمینان ۹۹ درصد، شاخص محافظه‌کاری حسابداری از اثرگذاری معنادار و منفی برخوردار است. این بدان معناست که شاخص محافظه‌کاری حسابداری، رابطه منفی معناداری با شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری دارد؛ به گفته‌ای شرکت‌های با درجه بالاتر محافظه‌کاری حسابداری، حساسیت جریان نقد

سرمایه‌گذاری کمتری داشته‌اند. این موضوع در حقیقت تأییدی بر نتایج مدل اول بوده و حاکی از غالب بودن دیدگاه قراردادهای کاراً بر دیدگاه تحریف سیستم‌های اطلاعاتی، در زمینه ارتباط بین شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری و شاخص محافظه‌کاری حسابداری است. ضریب شاخص محافظه‌کاری حسابداری در این مدل برابر با $0/045931$ - است؛ یعنی با افزایش یک واحد در شاخص محافظه‌کاری حسابداری، شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری به میزان $0/045931$ واحد کاهش می‌یابد. این ضریب در مقایسه با ضریب تأثیر شاخص محافظه‌کاری حسابداری در مدل اول افزایش یافته است. در زمینه متغیرهای کنترلی، نتایج حاکی از اثرگذاری مثبت و معنادار اندازه، نسبت اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات ناخالص و نوسان سود عملیاتی است؛ در حالی که اثرگذاری اهرم و نوسان بازده سهام منفی و معنادار است. البته شواهدی مبنی بر اثرگذاری معنادار نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، پرداخت سود سهام، بازده سهام و نسبت سود عملیاتی در مدل یافت نشد. ضریب تبیین تعدیل شده مدل نشان می‌دهد شاخص محافظه‌کاری حسابداری در کنار سایر متغیرهای توضیحی مدل، قادر به توضیح حدود ۶۱ درصد از تغییرات شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری است. این نتیجه نشان‌دهنده بهبود توان تبیین متغیرهای توضیحی مدل دوم در بیان شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری است. ضمن اینکه افزایش نسبی آماره فیشر مدل نیز تا حدی بر بهبود مدل متمرکز است.

مدل سوم، روابط پیش‌گفته در مدل دوم، البته پس از حذف متغیرهای بی‌معنا، این مدل را ارائه داده است. با توجه به آماره تی و احتمال آن در سطح اطمینان ۹۹ درصد شاخص محافظه‌کاری حسابداری همچنان از اثرگذاری معنادار و منفی برخوردار است. به‌گفته‌ای شرکت‌های با درجه بالاتر محافظه‌کاری حسابداری، حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری کمتری داشته‌اند. این نتیجه تأییدی بر نتایج مدل‌های قبل بوده و حاکی از غالب بودن دیدگاه قرارداد کاراً بر دیدگاه تحریف سیستم‌های اطلاعاتی در زمینه ارتباط بین شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری و شاخص محافظه‌کاری حسابداری است. ضریب شاخص محافظه‌کاری حسابداری در این مدل برابر با $0/047146$ - است؛ یعنی با افزایش یک واحد در شاخص محافظه‌کاری حسابداری، شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری به میزان $0/047146$ واحد کاهش می‌یابد؛ این ضریب در مقایسه با ضریب تأثیر شاخص محافظه‌کاری حسابداری در مدل‌های قبل افزایش یافته است. نتایج اثرگذاری متغیرهای کنترلی نیز، نتایج مدل دوم را تأیید کرد. ضریب تبیین تعدیل شده مدل، نشان می‌دهد شاخص محافظه‌کاری حسابداری در کنار سایر متغیرهای توضیحی مدل (البته بدون متغیرهای کنترلی بی‌معنای مدل دوم)، قادر به توضیح حدود ۶۵ درصد از تغییرات شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری است. این نتیجه نشان‌دهنده بهبود

توان تبیین متغیرهای توضیحی مدل سوم در بیان شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری در مقایسه با مدل قبل است. ضمن اینکه افزایش آماره فیشر مدل نیز تا حدی بر بهبود نسبی مدل متمرکز است.

در راستای آزمون فرضیه دوم پژوهش با به‌کارگیری آزمون مقایسه زوجی میانگین‌ها، بین حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری شرکت‌های قرار گرفته در دهک‌های اول تا سوم به‌منزله شرکت‌های دارای سطوح بالای محافظه‌کاری حسابداری یا شرکت‌های دارای سیاست محافظه‌کارانه و شرکت‌های قرار گرفته در دهک‌های هشتم تا دهم، به‌منزله شرکت‌های دارای سطوح پایین محافظه‌کاری حسابداری یا شرکت‌های دارای سیاست جسورانه، مقایسه انجام شد. نتایج این مقایسه در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵. نتایج آزمون برابری میانگین‌های حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری دو گروه شرکت‌ها

شاخص	معیار تفکیک شرکت‌ها سطوح محافظه‌کاری حسابداری (شرکت‌های محافظه‌کار و جسور)
آماره تی	۱۴/۱۹۸۳۴
احتمال آماره	۰/۰۰۰۰

با مقایسه مقادیر آماره آزمون با مقدار بحرانی و نیز با توجه به احتمال آماره آزمون نسبت به سطح خطای ۵ درصد، بین میانگین‌های حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری در شرکت‌های محافظه‌کار و جسور برابری وجود ندارد. این بدان معناست که اختلاف معناداری بین میانگین‌های حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری دو گروه شرکت‌ها وجود دارد. به‌گفته‌ای شرکت‌های مورد بررسی که از سطوح مختلف محافظه‌کاری حسابداری برخوردار بوده‌اند، به‌طور میانگین حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری متفاوتی را تجربه کرده‌اند. بر این اساس، فرضیه دوم پژوهش مورد پذیرش قرار گرفت.

همچنین در راستای آزمون فرضیه سوم پژوهش با به‌کارگیری آزمون مقایسه زوجی میانگین‌ها، بین محافظه‌کاری حسابداری شرکت‌های قرار گرفته در دهک‌های اول تا سوم، به‌منزله شرکت‌های دارای سطوح بالای حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری و شرکت‌های قرار گرفته در دهک‌های هشتم تا دهم، به‌منزله شرکت‌های دارای سطوح پایین حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری، مقایسه انجام شد. نتایج این مقایسه در جدول ۶ ارائه شده است.

جدول ۶. نتایج آزمون برابری میانگین‌های محافظه‌کاری حسابداری دو گروه شرکت‌ها

شاخص	معیار تفکیک شرکت‌ها سطوح حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری (شرکت‌های با حساسیت بالا و پایین)
آماره تی	۸/۶۴۸۱۲۰
احتمال آماره	۰/۰۰۳

با مقایسه مقادیر آماره آزمون با مقدار بحرانی و نیز با توجه به احتمال آماره آزمون نسبت به سطح خطای ۵ درصد، بین میانگین‌های محافظه‌کاری حسابداری در شرکت‌های با حساسیت بالا و حساسیت پایین جریان نقد سرمایه‌گذاری برابری وجود ندارد. این بدان معناست که اختلاف معناداری بین میانگین‌های محافظه‌کاری حسابداری دو گروه شرکت‌ها وجود دارد. به‌گفته‌ای شرکت‌های مورد بررسی که از سطوح مختلف حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری برخوردارند، به‌طور میانگین محافظه‌کاری حسابداری متفاوتی را تجربه کرده‌اند. بر این اساس، فرضیه سوم پژوهش مورد پذیرش قرار گرفت.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

به‌طور کلی، نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که رابطه منفی و معناداری بین شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری و شاخص محافظه‌کاری حسابداری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. این بدان معناست که با افزایش گزارشگری محافظه‌کارانه، کنش رفتاری جریان نقد عملیاتی در قبال مخارج سرمایه‌ای، حساسیت داشته و به‌گفته‌ای حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری روند کاهشی خواهد داشت. این نتیجه منطبق با دیدگاه قراردادهای کارآ است.

همان‌گونه که در بخش پیشینه پژوهش بیان شد، نتایج پژوهش فرانسویس و مارتین (۲۰۱۰) نشان داد که با افزایش محافظه‌کاری در گزارشگری مالی، حساسیت جریان وجه نقد سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. همچنین، نتایج پژوهش جیمی لی (۲۰۱۰) نشان داد که شرکت‌های با درجه بالاتر محافظه‌کاری حسابداری، انعطاف‌پذیری کمتری از جنبه حساسیت جریان وجه نقد سرمایه‌گذاری دارند و با افزایش محافظه‌کاری در گزارشگری مالی، حساسیت جریان وجه نقد سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. نتایج مطالعات این پژوهشگران با دیدگاه تحریف سیستم‌های اطلاعاتی سازگاری دارد.

از سوی دیگر، نتایج پژوهش ثقفی و نادری کروندان (۱۳۹۰) و حسنی و همکاران (۱۳۹۰) نشان داد که شرکت‌های با گزارشگری محافظه‌کارانه‌تر، انعطاف‌پذیری مالی بیشتری دارند. نتایج پژوهش این محققان با دیدگاه قراردادهای کاراً سازگاری دارد. بر این اساس، در مقام مقایسه می‌توان گفت، نتایج پژوهش پیش‌رو با نتایج پژوهش ثقفی و نادری کروندان (۱۳۹۰) و حسنی و همکاران (۱۳۸۹) همراستا بوده، ولی با نتایج پژوهش فرانسیس و مارتین (۲۰۱۰) و جیمی لی (۲۰۱۰) همخوانی ندارد.

البته این نکته نیز گفتنی است که مقایسه نتایج پژوهش‌های انجام شده در مکان‌ها و زمان‌های مختلف، از سوی افراد مختلف، هر چند ممکن است از جنبه علمی چندان مناسب به نظر نرسد؛ اما از جنبه بیان سیر تکامل تدریجی پژوهش‌های انجام‌گرفته در حیطه موضوعی خاص، این موضوع حائز اهمیت است. نتایج پژوهش‌های انجام شده در مکان‌ها و زمان‌های مختلف به‌دست افراد مختلف، ناگزیر متأثر از شرایط مختلفی است و همخوانی یا ناهمخوانی نتایج پژوهش‌های با موضوع مشابه نمی‌تواند این شرایط متفاوت را نادیده انگارد.

با توجه به اینکه شاخص محافظه‌کاری حسابداری شرکت دارای محتوای اطلاعاتی با بار منفی و به‌گفته‌ای کنش رفتاری معکوس در بیان شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری شرکت است، به‌استفاده‌کنندگان از نتایج کاربردی پژوهش، پیشنهاد می‌شود در ارزیابی حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری شرکت به کنش رفتاری معکوس محافظه‌کاری حسابداری شرکت توجه کنند؛ چرا که در شرکت‌های نمونه آماری این پژوهش، می‌توان انتظار کاهش حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری شرکت را با افزایش محافظه‌کاری حسابداری شرکت داشت.

برای فراهم آوردن بستری مناسب برای انجام پژوهش‌های آینده، با توجه به اینکه در ادبیات نظری مدل‌های مختلفی برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری حسابداری و حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری مطرح شده‌اند، پیشنهاد می‌شود موضوع این پژوهش با تکیه بر مدل‌های دیگر مورد بررسی قرار گیرد و نتایج آنها مورد مقایسه قرار گیرد.

همچنین با توجه به وجود درجه‌های متفاوت اعمال محافظه‌کاری حسابداری و حساسیت متفاوت سرمایه‌گذاری به جریان نقد در صنایع مختلف، پیشنهاد می‌شود موضوع پژوهش برای صنایع مختلف بورس اوراق بهادار به‌طور مجزا انجام شود و مدل‌های تفکیکی به‌دست‌آمده مقایسه شوند.

پیشنهاد می‌شود نقش سرمایه‌گذاران نهادی که یکی از ارکان نظام راهبری شرکتی هستند، بر روابط پیش‌گفته آزمون شود. پیشنهاد می‌شود نقش محدودیت‌های مالی در بررسی حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری مورد آزمون قرار گیرد.

پیشنهاد می‌شود اثرگذاری کیفیت گزارشگری مالی بر وقوع محافظه‌کاری حسابداری و همچنین اثرگذاری آن بر رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری بررسی شود.

با توجه به مطرح شدن مفاهیم وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف‌پذیری مالی در بخش اهداف در مفاهیم نظری گزارشگری مالی ایران، پیشنهاد می‌شود با در نظر گرفتن معیارهای جداگانه‌ای برای هر کدام از آنها، رابطه محافظه‌کاری حسابداری با این مفاهیم مورد بررسی قرار گیرد و آثار آنها بر حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری نیز آزمون شود. پیشنهاد می‌شود نقش عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری بررسی شود.

منابع

اسدی، غ. و جلالیان، ر. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر ساختار سرمایه، سهام‌داران و بزرگی شرکت بر میزان اعمال محافظه‌کاری در شرکت‌ها. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۹، شماره ۶۷، صص. ۱۴-۱.

اعتمادی، ح. و احمدی‌دستجردی، ح. (۱۳۸۹). بررسی عوامل اثرگذار بر محافظه‌کاری حسابداری در واحدهای تجاری با استفاده از شاخص‌های مختلف محافظه‌کاری. پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس.

بنی‌مهد، ب. (۱۳۸۵). تبیین و ارائه الگو برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری حسابداری. رساله دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران.

پورحیدری، ا. و غفارلو، ع. (۱۳۹۰). تأمین مالی و تغییرات سطح محافظه‌کاری مشروط حسابداری. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۶، صص. ۲۸-۱۵.

ثقفی، ع. و سدید، م. (۱۳۸۷). تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر کیفیت سود و بازده سهام. فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۱۸، صص. ۲۴-۱.

ثقفی، ع. و نادری کروندان، ک. (۱۳۹۰). محافظه‌کاری در گزارشگری مالی: مقایسه دیدگاه منافع قراردادی با دیدگاه تحریف اطلاعات. مجله پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، سال اول، شماره ۲، صص. ۲۸-۹.

حسینی، م.، سعیدی، ع. و جمالی، ح. (۱۳۹۰). نقش حسابداری محافظه‌کارانه در تصمیم‌گیری نسبت به سطح نگه‌دائست وجه‌تقد. پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال.

خالقی مقدم، ح. و احمدخان بیگی، م. (۱۳۹۰). رابطه محافظه‌کاری و بهنگام بودن سود خالص با اندازه شرکت و اندازه مؤسسه حسابرسی. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۸، شماره ۶۴، صص. ۱-۱۸.

ستایش، م. و جمالیان‌پور، م. (۱۳۸۹). بررسی وجود محافظه‌کاری در گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پیشرفت‌های حسابداری، دانشگاه شیراز، سال دوم، شماره اول، پیاپی ۵۸، صص. ۷۴-۵۱.

کاشانی‌پور، م.، راسخی، س.، نقی‌نژاد، ب. و رسائیان، ا. (۱۳۸۹). محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پیشرفت‌های حسابداری، دانشگاه شیراز، سال دوم، شماره دوم، صص. ۷۴-۵۱.

کردستانی، غ. و حدادی، م. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین محافظه‌کاری در حسابداری و هزینه سرمایه. پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۳، صص. ۲۳-۵۰.

کریمی، ف. و صادقی، م. (۱۳۸۸). محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی و رابطه آن با سرمایه‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه حسابداری مالی، سال اول، شماره ۴، صص. ۴۳-۵۸.

مجتهدزاده، و. و فرشی، ز. (۱۳۹۱). بررسی رابطه محافظه‌کاری حسابداری و تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۹، شماره ۶۷، صص. ۹۱-۱۰۴.

مهرانی، ک. و ابراهیمی کردلر، ع. و حلاج، م. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین ارقام تعهدی غیرمنتظره و محافظه‌کاری در حسابداری در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۸، شماره ۶۳، صص. ۱۲۸-۱۱۳.

15. Agca, S., Mozumdar, A. (2008). The impact of capital market imperfections on investment-cash flow sensitivity. *Journal of Banking and Finance*, 32 (2): 207-216.

16. Duchin, R., Ozbas, O. and Sensoy, B. A. (2010). Costly external finance, corporate investment and the subprime mortgage financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 97 (3): 418-435.
17. Fazzari, S., Hubbard, G., and Petersen, B. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 141-195.
18. Francis, J., LaFond, R.Z., Olsson, P. and K. Schipper. (2003). *Costs of Capital and Earnings Attributes*. <http://www.ssrn.com>.
19. Francis, J.R. and Martin, X. (2010). Acquisition Profitability and Timely Loss Recognition. *Journal of Accounting and Economics*, 49 (1-2): 161-178.
20. Givoly, D. and Hayn, C. (2000). The Changing Time Series Properties of Earnings, Cash Flows and Accruals: Has Financial Accounting Become More Conservative?. *Journal of Accounting & Economics*, 29 (3): 287-320.
21. Guariglia, A. (2007). Internal Financial Constraints, External Financial Constraints, and Investment Choice: Evidence from a Panel of UK Firms. Centre for Finance and Credit Markets, *Working Paper*.
22. Hayashi, F. (1982). Tobin's Marginal Q and Average Q: A Neoclassical Interpretation. *Econometrica*, 50 (1): 213-224.
23. Hovakimian, A. and Hovakimian, G. (2009). Cash flow sensitivity of investment. *European Financial Management*, 15(1), 47-65.
24. Jimmy, L. (2010). *The Role of Accounting Conservatism in Firms' Financial Decisions*. Kellogg School of Management, Northwestern University.
25. Kaplan, S. and Zingales, L. (1997). Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?. *Quarterly Journal of Economics*, 112 (1): 169-215.
26. Paek, W., Chen, L.H. and Sami, H. (2007). *Accounting Conservatism, Earnings Persistence and Pricing Multiples on Earnings*. <http://www.ssrn.com>.

27. Penman, S., and Zhang, X. (2002). Accounting Conservatism, The Quality of Earnings and Stock Returns. *Accounting Review*, 77 (2): 237-264.