

## تأثیر محافظه‌کاری مشروط بر هزینه‌ی سرمایه‌ی سبب سهام عادی

غلامرضا کردستانی<sup>۱</sup>

بداله اصل روستا<sup>۲</sup>

### چکیده

اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران دو گروه اصلی تامین کننده منابع مالی شرکت هستند. اعتباردهندگان به دنبال کسب اصل و بهره‌ی وام‌ها بوده و سهامداران بازده مورد انتظار خود را از محل سود حاصل از فعالیت‌های شرکت و تغییرات قیمت سهام دنبال می‌کنند. مدیران شرکت‌ها نیز برای کاهش هزینه‌های مالی و تحقق سود پایدار مورد انتظار سهامداران به دنبال کنترل هزینه‌ی سرمایه هستند. در این میان عمال محافظه‌کاری منجر به افزایش دقت اطلاعات و افزایش اطمینان در مورد مقدار و زمان بندی توزیع جریان نقدی آتی شده و از طریق بهره‌ی قنارت و کنترل کاهش هزینه‌های دعاوی حقوقی مورد انتظار، هزینه‌ی سرمایه را کاهش و ارزش شرکت را افزایش می‌دهد.

هدف اصلی این مقاله ارزیابی رباط بین محافظه‌کاری مشروط و هزینه‌ی سرمایه سبب سهام است. برای این منظور داده‌های ۱۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره‌ی زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار گرفته است. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد بین محافظه‌کاری مشروط و هزینه‌ی سرمایه‌ی سبب سهام عادی شرکت‌ها رابطه‌ی معنادار وجود دارد. واژگان کلیدی: محافظه‌کاری مشروط، اطلاعات نامتقارن، هزینه‌ی سرمایه‌ی سبب سهام، مدل فاما و فرنج.

۱. دانشیار گروه حسابداری دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)

۲. دانشیار ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد قزوین (نویسنده‌ی مسؤول)

Email: aslevoosta2000@yahoo.com

## ۱. مقدمه

در حسابداری سنتی، محافظه‌کاری به عنوان شناسایی سریع زیان‌ها و شناسایی با تاخیر سودها تعریف شده است. پیش‌بینی سودها به معنی شناسایی سود پیش از وجود ادعای قانونی نسبت به درآمدهایی که منشاء آن بوده و پیش از تاییدپذیر بودن آن درآمدهاست. در ادبیات تجربی محافظه‌کاری به صورت تمایل حسابداران جهت نیاز به درجه‌ی بالاتری از تاییدپذیری برای شناسایی اخبار خوب به عنوان سود، نسبت به شناسایی اخبار بد به عنوان زیان تفسیر شده است (باسو، ۱۹۷۷). محافظه‌کاری مشروط به تاییدپذیری متفاوت لازم برای شناسایی درآمدها و هزینه‌ها که منجر به کم‌نمایی سود و دارایی‌ها می‌شود، گفته می‌شود و به مفهوم شناسایی به موقع تر اخبار بد نسبت به اخبار خوب در سود است.

محافظه‌کاری مشروط به عنوان یک سازوکار راهبردی عمل می‌کند که ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. واتز (۲۰۰۳) بر این باور است که این افزایش در ارزش شرکت به وسیله‌ی حداقل کردن هزینه‌ی قراردادهای، دعاوی حقوقی و هزینه‌های نظارتی و مالیاتی به دست می‌آید. واتز و لافوند (۲۰۰۸) علاوه بر این مزایا استدلال می‌کنند، زمانی که «عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران برون سازمانی در سطح پایین باشد، اعمال محافظه‌کاری مشروط موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود، همچنین گزارش‌های مالی محافظه‌کارانه برای بازارهای سرمایه آگاهی بخش‌تر است. برای درک بیشتر از نقش محافظه‌کاری مشروط در بهبود عملکرد بازارهای سرمایه، گای و ورجیا استدلال می‌کنند که در یک سیستم گزارشگری نامتوازن طرف می‌داده، درخواست تخفیف می‌کند. آنها استدلال می‌کنند که مدیران در عمل تنها در یک چشم انداز خوب و با هدف افزایش نقد شوندگی برای اقبای اطلاعات راهبردی، انگیزه دارند (گای و ورجیا، ۲۰۰۱). در صورت عدم اجرای مقررات گزارشگری محافظه‌کارانه، مدیران اخبار خوب در کسب سود را زودتر شناسایی کرده و جریان وجوه نقد مورد انتظار آینده را در حد بالایی گزارش می‌کنند.

گای و ورجیا (۲۰۰۷) و سویجز (۲۰۰۸) استدلال می‌کنند که گزارش اطلاعات نامتوازن می‌تواند بر ارزش بازار شرکت و هزینه‌ی سرمایه تاثیر داشته باشد. آنها نشان دادند که گزارش اخبار بد تبعات زیر را به دنبال خواهد داشت:

- ۱- کاهش عدم اطمینان اطلاعاتی و در نتیجه‌ی کاهش بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران.
  - ۲- کاهش نوسانات قیمت سهام در آینده و در نتیجه کاهش ریسک سرمایه‌گذاری.
- تحقیق حاضر با اندازه‌گیری محافظه‌کاری خاص شرکت‌ها به دنبال بررسی این موضوع است که آیا شرکت‌های ب درجه‌ی محافظه‌کاری مشروط بالا یا پایین بازده مورد انتظار متفاوتی را تجربه می‌کنند؟<sup>۱</sup>

یکی از ابزارهای مهم جهت پیش‌بینی بازده سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار، مدل فاما و فرنچ است. با استفاده از این مدل، صرف ریسک در سطح پرتفوی رزیابی می‌شود. طبق تحقیقات صورت گرفته، مدل چند عاملی نسبت به مدل تک عاملی در بازار سرمایه‌ی ایران بهتر می‌تواند پراکتدگی بازار سهام را توضیح دهد (شعری و آغازیان، ۱۳۸۷). مطابق با الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ی، بازده مورد انتظار یک سهام عادی توسط بازده بدون ریسک و صرف ریسک تعیین می‌شود و صرف ریسک نیز تابعی از بتا است. بر اساس این مدل سرمایه‌گذاران با سرمایه‌گذاری بر روی یک پرتفوی، تنها ریسکی را که می‌پذیرند و بازار هم در مقابل آن ریسک، پاداش می‌دهد ریسک سیستماتیک (بتا) می‌باشد. شواهد اخیر نشان می‌دهد که علاوه بر بتا، نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار آن و اندازه‌ی شرکت و در این تحقیق مومنتوم<sup>۲</sup> و محافظه‌کاری مشروط نیز در بازار قیمت‌گذاری می‌شوند.

## ۲. دیدگاه‌های محافظه‌کاری مشروط

در تحقیقات اخیر محافظه‌کاری را به دو نوع تقسیم کرده‌اند:

- ۲.۱. محافظه‌کاری از دیدگاه سود و زیانی: محافظه‌کاری مشروط<sup>۳</sup> یا به وقوع پیوسته که در دوره‌های پس از شناسایی اولیه‌ی هر دارایی یا بدهی اعمال می‌شود. در محافظه‌کاری مشروط ارزش دفتری خالص دارایی‌ها در برابر اخبار نامساعد کاهش می‌یابد اما در برابر اخبار مساعد افزایش نمی‌یابد و در شناسایی سریعتر زبان‌ها نسبت به شناسایی سودها دیده می‌شود. شناسایی نامتوازن زیان‌های احتمالی در مقابل سودهای احتمالی، نمونه‌ای از این نوع محافظه‌کاری است. انگیزه‌ی اصلی برای محافظه‌کاری مشروط، خشی کردن انگیزه‌های مدیران برای گزارشگری اطلاعات حسابداری دارای جانبداری رو به بالا در موقعی که رویدادهای نامناسب اتفاق افتاده، است (آزاد، ۱۳۸۷، به نقل از بیور و رایان، ۲۰۰۴). به نظر

باسو (۱۹۹۷) در این دیدگاه محافظه‌کاری، اخبار بد مربوط به آینده را پیش‌بینی می‌کند. در واقع باسو محافظه‌کاری را در نتیجه‌ی انعکاس سریعتر اخبار بد نسبت به اخبار خوب در سود حسابداری تفسیر می‌کند.

۲.۲. محافظه‌کاری از دیدگاه ترازنامه‌ای - محافظه‌کاری غیرمشروط<sup>۶</sup> یا پیش‌بینی شده که منعکس‌کننده‌ی اراده‌ی کمتر از واقع ارزش دفتری خالص دارایی‌ها، و عمدتاً ناشی از عدم شناسایی سرفصلی است، به بیان دیگر محافظه‌کاری غیر مشروط از به کارگیری آن دسته از استانداردهای حسابداری ناشی می‌شود که سود را به گونه‌ای مستقل از اخبار اقتصادی جاری، می‌کهند. برای مثال، شناسایی بدون درنگ مخارج تبلیغات و تحقیق و توسعه به عنوان هزینه، حتی در صورتی که جریان‌های نقدی آتی مورد انتظار آن‌ها مثبت باشد، از این نوع است. انگیزه‌ی اصلی برای محافظه‌کاری نامشروط، سنگینی ارزیابی دارایی‌ها و بدهی‌هاست (آزاد، ۱۳۸۷ به نقل از بیور و رایان، ۲۰۰۴).

### ۳. محافظه‌کاری مشروط و هزینه‌ی سرمایه

محافظه‌کاری مشروط که توسط باسو (۱۹۹۷) مطرح شد، یک معیار دقیق‌تر برای شناخت اخبار خوب از اخبار بد در سود به عنوان یکی از ویژگی‌های فراگیر از اطلاعات حسابداری است. ادبیات قبلی محافظه‌کاری بیشتر منافع اعمال محافظه‌کاری را برجسته کرده است. محافظه‌کاری مشروط به عنوان یک سازوکار راهبردی عمل می‌کند که ارزش بدهی، سهام و ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. گای و ورجیا (۲۰۰۷) سازوکاری در زمینه پیش‌بینی ارتباط بین محافظه‌کاری مشروط و هزینه‌ی سرمایه بیان کرده‌اند. آنها نشان دادند که تعهد شرکت به گزارش به موقع منجر به افشای کامل اطلاعات و کاهش هزینه سرمایه می‌شود. در مدل آنها، عدم اطمینان درباره‌ی ساختار اطلاعات منجر به آشکار شدن صرف ریسک می‌شود و افشای کامل اطلاعات، عدم اطمینان در مورد جریان وجوه نقد مورد انتظار آیند، و هزینه‌ی سرمایه را کاهش می‌دهد. افشای کامل از طریق شناخت به موقع زیان قابل تأیید در صورت‌های مالی حسابرسی شده همراه با راهبرد افشای دولطلبان خبر خوب از طریق کانال‌های اطلاعات مختلف دیگر به دست می‌آید. اخبار بد در سود و زیان و اخبار خوب از طریق یادداشت‌های صورت‌های مالی، مذاکره‌های تلفنی و غیره افشا می‌شود.

این منابع اطلاعاتی تحت محافظه‌کاری شکرفا می‌شوند (واتز و لافوند، ۲۰۰۸). سوییچر نشان می‌دهد در یک سیستم گزارشگری محافظه‌کارانه که اخبار بد در مقابل اخبار خوب زودتر گزارش می‌شود، ارزش شرکت بالاتر و ریسک سرمایه‌گذاری کمتر خواهد بود. محافظه‌کاری مشروط از طریق بهبود نظارت و کنترل و کاهش هزینه‌های دعاوی حقوقی موجب افزایش ارزش شرکت به طور غیر مستقیم می‌شود. گای و ورچیا (۲۰۰۷) نشان دادند محافظه‌کاری ارزش شرکت را از طرق زیر افزایش می‌دهد:

- ۱) بهبود اداری شرکت که به نوبه‌ی خود موجب حذف زود هنگام مدیران با عملکرد ضعیف، اجتناب از درگیر شدن مدیران در پروژه‌هایی که خود تمایل دارند و باعث بهبود بهره‌وری سرمایه‌گذاری شرکت می‌شود.

- ۲) کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی از پاداش و جبران خدمت و قرارداد وام.

- ۳) کاهش هزینه‌های دعاوی حقوقی.

واتز (۲۰۰۳) مدعی است که این افزایش در ارزش شرکت از طریق حداقل کردن هزینه قراردادهای دعاوی حقوقی و هزینه‌های نظارتی و مالیاتی به دست می‌آید. اخیراً کار بر روی ارتباط ویژگی‌های اطلاعات مالی و هزینه‌ی سرمایه، ترکیبی از نظریه‌ها و شواهد متناقض را ارائه می‌کند. براساس اصل انشای کامل، فعالان بازار هم در مورد جریان‌های نقدی آینده بالا و هم پایین به موقع اطلاعات می‌دهند. این عمل عدم قطعیت اطلاعات را کاهش و دقت را برای سرمایه‌گذاران افزایش می‌دهد تا بتوانند جریان وجوه نقد آتی شرکت را بهتر ارزیابی کنند و تخفیف درخواستی در قیمت سهام را حداقل نمایند.

مطابق با این دیدگاه لمبرت و همکاران (۲۰۰۷، ۲۰۰۸) نشان دادند که به طور کلی، با بهبود کیفیت اطلاعات حسابداری، دقت اطلاعات افزایش یافته و فعالان بازار می‌توانند جریان وجه نقد آتی شرکت را دقیق‌تر ارزیابی کرده و در نتیجه هزینه سرمایه کاهش می‌یابد. محافظه‌کاری می‌تواند در بهبود کیفیت اطلاعات ارائه شده از سوی مدیریت موثر واقع شود. در واقع، تئوری نمایندگی تأیید می‌کند که مدیران برای افزایش منافع می‌کوشند تا اخبار بد مربوط به شرکت را پنهان و اخبار خوب را به سرعت گزارش کنند. این امر می‌تواند در کیفیت گزارش‌های ارائه شده تاثیر منفی داشته باشد؛ اما محافظه‌کاری ممکن است با تعدیل اثرهای منفی این تلاش‌ها، کیفیت

گزارش‌های ارائه شده از سوی مدیریت را افزایش دهد و باعث شفافیت صورتهای مالی گردد (فرانسس و همکاران، ۲۰۰۸).

#### ۴. پیشینه‌ی تحقیق

هاتمر و همکاران (۱۳۹۰) در پی تعیین تاثیر محافظه‌کاری مشروط و هزینه‌ی سرمایه سهام عادی در سطح شرکت و در سطح پرتفوی سهام برآمدند. در این پژوهش برای سنجش درجه‌ی محافظه‌کاری مشروط از الگوی کالن و همکاران استفاده شد. آنها به این نتیجه رسیدند که بین محافظه‌کاری مشروط و هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی شرکت رابطه‌ی معکوس و معناداری وجود دارد. همچنین نتایج، حاکی از آن بود که در سطح پرتفوی شرکت‌های با سطح محافظه‌کاری مشروط بالا هزینه‌ی سرمایه کمتری را تحمل می‌کنند. و شرکت‌هایی با سطح محافظه‌کاری پایین با افزایش ابهام در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آینده‌ی آنها، هزینه‌ی سرمایه‌ی پرتفوی بیشتری را متحمل می‌شوند.

صالحی و همکاران (۲۰۱۲) به بررسی ارتباط بین دو معیار محافظه‌کاری شامل عدم تقارن زمانی سود و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری<sup>۱</sup> با هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که بین محافظه‌کاری و سرمایه‌ی سهام عادی ارتباط قوی وجود ندارد. همچنین نتایج آنها بیانگر این موضوع بود که رابطه‌ی محافظه‌کاری بر اساس معیار عدم تقارن زمانی سود یا هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام در مقایسه با رابطه‌ی محافظه‌کاری بر اساس معیار دوم با هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام بیشتر بوده است.

لعل بر و همکاران (۲۰۱۲) به بررسی ارتباط بین محافظه‌کاری مشروط و هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام در سطح پرتفوی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام بر اساس مدل گوردن برآورد شد و به این نتیجه رسیدند که بین محافظه‌کاری مشروط و هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام در سطح پرتفوی ارتباط معناداری وجود دارد. همچنین آنها نشان دادند که محافظه‌کاری مشروط هزینه‌ی سرمایه را کاهش می‌دهد.

گری سی بیلد<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۱۲) نشان دادند که محافظه‌کاری مشروط با تحت تاثیر قرار دادن عدم تقارن اطلاعاتی و از طریق بهبود کیفیت افشاء، هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام را کاهش می‌دهد. آنها با آزمون فرضیه‌های تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که

محافظه‌کاری مشروط از طریق عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک عملیاتی، بر قیمت سهام تأثیر می‌گذارد. در نهایت آنها نشان دادند که بین محافظه‌کاری مشروط و هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام ارتباط مثبت وجود دارد.

لارا، اسما و پنالوا (۲۰۱۱) با استفاده از آزمون‌های قیمت‌گذاری دارایی، به این نتیجه رسیدند که محافظه‌کاری مشروط عدم اطمینان اطلاعاتی را نسبت به جریان‌های نقدی آتی کاهش داده، دقت اطلاعات و ارزش شرکت را افزایش می‌دهد، و باعث کاهش ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود که منجر به کاهش هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی خواهد شد.

هوی و همکاران (۲۰۰۹) به بررسی میزان ارتباط بین محافظه‌کاری و پیش‌بینی‌های سود توسط مدیریت پرداخته و نشان دادند که بین محافظه‌کاری و دقت و ویژگی پیش‌بینی سود مدیران ارتباط منفی وجود دارد. همچنین این پژوهش نشان می‌دهد که با کاهش بازده بازار، تأثیر محافظه‌کاری بر تعدد دفعات پیش‌بینی افزایش می‌یابد و همچنین پیش‌بینی اخبار بد نسبت به اخبار خوب بر قوی‌تر شدن این ارتباط تأثیر بسزایی دارد.

لی (۲۰۰۹) اثر محافظه‌کاری مشروط بر هزینه‌ی بدهی و هزینه‌ی سرمایه را در سطح کشورها بررسی کرده است. او پس از کنترل تفاوت موسسات قانونی و مقررات اوراق بهادار نشان داد که شرکت‌ها، در کشورهایی با یک سیستم محافظه‌کاری بالا، هزینه‌ی بدهی و هزینه‌ی سرمایه‌ی کمتری دارند.

جان، لین و استرونگ (۲۰۰۹) به این نتیجه رسیدند که محافظه‌کاری مشروط با کیفیت ضعیف‌تر اطلاعات حسابداری رابطه دارد و اعمال میزان بیشتری از محافظه‌کاری شرطی به هزینه‌ی سرمایه‌ی بیشتر منجر خواهد شد.

در این تحقیق ارتباط بین محافظه‌کاری مشروط و هزینه‌ی سرمایه‌ی سید سهام با استفاده از مدل فاما و فرنچ بررسی می‌شود. هدف اصلی تحقیق فراهم کردن پاسخی برای سؤال‌های زیر است:

اول - آیا محافظه‌کاری مشروط با هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی ارتباط دارد؟

دوم - آیا بین محافظه‌کاری مشروط و هزینه‌ی سرمایه‌ی سید سهام شرکت‌های با درجه‌ی محافظه‌کاری بالا (پابین) ارتباطی وجود دارد؟

## ۵. فرضیه های تحقیق

اول- بین محافظه‌کاری مشروط و هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی رابطه‌ی منفی وجود دارد.

دوم- هزینه سرمایه سید سهام شرکت‌های با درجه‌ی محافظه‌کاری بالا (پایین) کم (زیاد) است.

## ۶. مدل استفاده شده برای آزمون فرضیه ها

در این پژوهش برای آزمون فرضیه ها از مدل فاما و فرنچ استفاده شده است:

$$R_{P,t} - R_{F,t} = \alpha + \beta_1 (R_{M,t} - R_{F,t}) + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \beta_4 LMD_t + \epsilon_t \quad (1)$$

متغیرها:

الف) بازده اضافی پرتفوی: در این مدل متغیر وابسته بوده و از طریق  $(R_{P,t} - R_{F,t})$  به دست می‌آید.  $R_{P,t}$  میانگین ساده بازده پرتفوی تشکیل شده از شرکت‌های نمونه می‌باشد.  $R_{F,t}$  نرخ بازده بدون ریسک همان نرخ سود خلی الحساب سپرده‌های سرمایه گذاری کوتاه مدت اعلام شده توسط بانک مرکزی است. برای محاسبه بازده پرتفوی نیز ابتدا شرکت‌های نمونه در هر سال بر اساس درجه‌ی محافظه‌کاری (مدل باسو)، مرتب شده و شرکت‌های نمونه‌ی هر سال به ۱۰ گروه تقسیم شده و سپس میانگین بازده هر پرتفوی محاسبه شده است.

ب) صرف ریسک بازار: اولین عامل مرتبط به بازده اضافی صرف ریسک بازار است که همان عامل بتای ارائه شده توسط CAPM می‌باشد. این عامل از طریق  $(R_M - R_F)$  اندازه‌گیری می‌شود و در فرمول فاما و فرنچ عامل بازار نامیده می‌شود. انتظار می‌رود بین صرف ریسک بازار و میانگین بازده اضافی پرتفوی سهام رابطه‌ی مستقیم وجود داشته باشد.

ج) اثر اندازه (SMB): تفاوت بین میانگین بازده‌های پرتفوی سهام شرکت‌های کوچک و پرتفوی سهام شرکت‌های بزرگ است که به آن عامل اندازه می‌گویند. برای محاسبه این عامل ابتدا اندازه شرکت از طریق ضرب تعداد سهام پایان دوره در میانگین قیمت سهم طی آن سال به دست آمده و لگاریتم آن در مبنای عدد طبیعی محاسبه می‌شود. سپس شرکت‌ها بر مبنای اندازه مرتب شده است، ۵۱ درصد اول معرف



شرکت‌های بزرگ و ۵۰ درصد آخر معرف شرکت‌های کوچک هستند. سپس شرکت‌ها بر اساس نسبت B/M مجدداً مرتب شده و ۳۰ درصد اول معرف شرکت‌های با نسبت B/M بالا (High) و ۴۰ درصد میانی معرف شرکت‌های با نسبت B/M متوسط (Medium) و ۳۰ درصد آخر معرف شرکت‌های با نسبت B/M پایین (Low) می‌باشد. از ترکیب پرتفوی‌های محاسبه شده، شش پرتفوی بر اساس اشتراک دو پرتفوی مبنی بر اندازه و سه پرتفوی مبنی بر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار به صورت نگاره‌ی (۱) تشکیل شده است.

نگاره‌ی (۱): ترکیب پرتفوی‌های ششگانه بر مبنای اندازه و ارزشی بودن سهام

B/M \ Size	LOW	Medium	High
Small	S/L	S/M	S/H
Big	B/L	B/M	B/H

برای محاسبه صرف ریسک مرتبط با عمل اندازه از رابطه‌ی زیر استفاده می‌شود.

$$SMB = \frac{1}{3} (SH + SM + SL) - \frac{1}{3} (BH + BM + BL)$$

(د) متغیر HML: برای محاسبه این متغیر از رابطه‌ی زیر استفاده می‌شود.

$$HML = \frac{1}{2} (BH + SH) - \frac{1}{2} (BL + SL)$$

انتظار می‌رود بین این متغیر و بازده اضافی پرتفوی سهام رابطه‌ی معکوس وجود داشته باشد.

(و) مومنتوم: در مدل دوم این شاخص بیانگر تفاوت بازده پرتفوی تشکیل شده از شرکت‌های دارای عملکرد خوب با شرکت‌های دارای عملکرد بد است. برای محاسبه این متغیر از روش پرتفوی بندی لارا و همکاران (۲۰۱۰) استفاده شده است. پس از مرتب کردن شرکت‌ها بر اساس اندازه، شرکت‌ها بر اساس مقدار مومنتوم (بازده خرید

و نگهداری سهام در ۱۱ ماه)، مجدداً مرتب شده و ۳۰ درصد اول معرف شرکت‌های برنده و ۴۰ درصد میانی معرف شرکت‌های یکنواخت و ۳۰ درصد آخر معرف شرکت‌های بازنده هستند. از ترکیب پرتفوی های محاسبه شده، شش پرتفوی بر اساس اشتراک دو پرتفوی مبتنی بر اندازه و سه پرتفوی مبتنی بر مومنتوم تشکیل شد. نگاره‌ی (۲) ترکیب شش پرتفوی را نشان می‌دهد.

نگاره‌ی (۲): ترکیب پرتفوی های ششگانه بر مبنای اندازه و مومنتوم

مومنتوم \ Size	بازنده	یکنواخت	برنده
Small	S/D	S/I	S/U
Big	B/D	B/P	B/U

برای محاسبه عامل ریسک مرتبط با مومنتوم رابطه‌ی زیر محاسبه می‌شود.

$$UMD = \frac{SU + BU}{2} - \frac{SD + BD}{2}$$

عامل ریسک مرتبط با مومنتوم با UMD نشان داده می‌شود. انتظار می‌رود بین این متغیر و بازده اضافی پرتفوی سهام رابطه معکوس وجود داشته باشد. با افزایش بازده غیر عادی حاصل از راهبرد مومنتوم، صرف ریسک کاهش می‌یابد.

#### ۷. روش تحقیق

این تحقیق از نوع تحقیقات شبه تجربی و نوع پس رویدادی است که بر اساس اطلاعات واقعی بازار سهام و صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام می‌شود. تحقیق حاضر از نظر روش جمع آوری داده‌ها از نوع بررسی‌های میدانی است. به منظور آزمون فرضیه‌ی اول، ابتدا همه‌ی شرکت‌های نمونه در هر سال بر مبنای ضریب محافظه‌کاری رتبه‌بندی و دهک‌بندی (ده گروه) شدند. میانگین ارزش بازده‌های سالانه برای هر گروه برآورد شده و سایر متغیرها بر اساس سه عامل فاما و فرنچ و یک فاکتور مومنتوم محاسبه شده است. در نهایت با جمع آوری این شاخص‌ها برای دوره‌ی زمانی تحقیق (۸ سال)، ماتریس اعداد برای ۸۰ پرتفوی

تشکیل و آزمون فرضیه‌ی اول انجام شد. همچنین به منظور آزمون فرضیه‌ی دوم، از ۸۰ پرتفوی تشکیل شده در طی ۸ سال دوره‌ی تحقیق هر سال پنج پرتفوی را که دارای بالاترین سطح محافظه‌کاری بوده‌اند، انتخاب نموده و ۴۰ پرتفوی در مجموع به دست می‌آید. این عمل برای آزمون فرضیه‌ی سوم با انتخاب پنج پرتفوی که دارای پایین‌ترین سطح محافظه‌کاری بوده‌اند انجام شده است.

#### ۷.۱. جامعه و نمونه‌ی آماری

جامعه‌ی آماری این پژوهش «شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» در فاصله‌ی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹ است. نمونه آماری با در نظر گرفتن فاکتور مکانی و زمانی پژوهش بر اساس معیارهای زیر انتخاب شده است:

۱. شرکت‌های تولیدی که از سال ۱۳۸۲ یا قبل از آن در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
  ۲. به منظور حذف اثر زمان بر بازده سهام و افزایش قابلیت مقایسه، تاریخ پایان سال مالی شرکت‌ها باید ۲۹ اسفند هر سال باشد.
  ۳. شرکت‌هایی در طی بازه‌ی زمانی تحقیق، بیش از ۵ ماه وقفه‌ی معاملاتی نداشته باشند.
  ۴. در زمره‌ی شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه و بانک نباشند. همچنین شرکت‌های تولیدی کوچک و نساجی نیز از نمونه حذف شده‌اند.
  ۵. شرکت‌هایی که دارای حقوق صاحبان سهام عادی منفی نباشند و اطلاعات مالی مورد نیاز آنها در دسترس باشند.
  ۶. مشاهدات غیر عادی مثل بازده‌های غیر عادی شرکت‌ها در طول دوره‌ی تحقیق از نمونه مورد نظر حذف شده‌اند.
- با توجه به مجموع شرایط فوق در این تحقیق، تعداد ۱۰۰ شرکت در دوره‌ی زمانی تحقیق انتخاب شد که با توجه به دوره‌ی زمانی مورد مطالعه (۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹) تعداد مشاهده‌های کل نمونه تحقیق برابر ۸۰۰ سال-شرکت است که با فرار گرفتن این شرکت‌ها در پرتفوی‌های سهام، ۸۰ پرتفوی تشکیل شده است.

## ۸ یافته‌ها

آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق در نگاره‌ی (۳) ارائه شده است.

نگاره‌ی (۳): تحلیل توصیفی متغیرهای تحقیق در مدل تحقیق

آماره‌های توصیفی					متغیرها
انحراف معیار	میانگین	بیشترین	کمترین	تعداد نمونه	
۰/۱۹۱۰۸	۰/۰۰۷۲	۰/۵۳	-۰/۳۶	۸۰	$R_{i,t} - R_{f,t}$
۰/۵۰۱۷۷	۰/۲۱۳۷	۱/۱۸	-۰/۳۱	۸۰	$R_{SMB,t} - R_{f,t}$
۰/۰۵۰۵۱	-۰/۰۵۵۵	۰/۰۳	-۰/۱۳	۸۰	SMB
۰/۰۵۰۷۴	-۰/۰۶۴۶	۰/۰۰	-۰/۱۳	۸۰	HML
۰/۰۸۱۴۹	۰/۷۷۸۲	۰/۸۷	۰/۵۹	۸۰	UMD

همان‌طور که در نگاره‌ی (۳) مشاهده می‌شود با توجه به تعداد پرتفوی‌های تشکیل شده در هر سال (۱۰ پرتفوی) در طی ۸ سال دوره‌ی تحقیق جمعاً ۸۰ پرتفوی به عنوان نمونه‌ی مورد آزمون قرار گرفت. با توجه به نتایج به دست آمده درباره‌ی هر یک از متغیرها به صورت زیر می‌توان اظهار نظر نمود:

میانگین متغیر بازده اضافی پرتفوی‌های تشکیل شده، بر اساس محافظه‌کاری مثبت است که بیانگر این موضوع است که در مجموع پرتفوی‌های تشکیل شده در دوره‌ی تحقیق بازده اضافی کسب نموده‌اند و با توجه به مقدار انحراف معیار، پراکندگی حول محور میانگین پرتفوی‌های نمونه در سطح پایین است.

میانگین اثر اندازه (SMB) منفی است و می‌تواند به این معنی باشد که بازده شرکت‌های با اندازه‌ی کوچک در سطح پرتفوی، کمتر از شرکت‌های بزرگ است. البته از طرفی دیگر با توجه به محاسبه این متغیر به صورت موزون می‌توان دلیل منفی شدن میانگین این متغیر را وجود شرکت‌های بزرگ با بازده پایین یا زیان ده، عنوان کرد.

میانگین متغیر UMD مثبت و کمترین و بیشترین مقدار آن نیز مقدارهای مثبت است و به طور کلی بیانگر آن است که خرید سهام شرکت‌های برنده و فروش سهام بازنده در کوتاه مدت، بازده مثبت ایجاد کرده است. همچنین که چگادیش ویتمن به این نتیجه رسیده بودند که راهبرد سرمایه‌گذاری مومستوم که پرتفوی برنده را خریداری کرده، پرتفوی بازنده را می‌فروشد در میان مدت بازده غیر عادی معناداری به دست می‌آورد.

## ۸.۱. آزمون تشخیص مدل

داده‌های مدل تحقیق ترکیبی است. داده‌های ترکیبی با نابلویی و یا تنگنمی هستند. با انجام آزمون F نمر برای مدل تحقیق مقدار آن ۰/۰۸۹۶ برآورد شده است. این مقدار کوچکتر از عدد نگاره (نگاره‌ی معناداری آزمون F) است. معناداری این آماره در سطح ۹۵ درصد قابل تأیید است. بر این اساس داده‌های مدل پژوهش از نوع داده‌های تعلقیمی است.

## ۸.۲. نتایج فرضیه‌ی اول

ضریب اصلی مورد نظر در مدل تحقیق، مقدار ثابت معادله (α) است. اگر منفی مورد استفاده برای ایجاد پرتفوی (محافظه‌کاری مشروط) توسط بازار قیمت گذاری شده باشد، پس α باید به میزان قابل توجهی متفاوت از صفر باشد. در این مدل شاخص α نشان می‌دهد که آیا بازده غیر عادی می‌تواند از خرید و فروش کوناه مدت پرتفوی‌های تشکیل شده بر اساس محافظه‌کاری مشروط به دست آمده باشد. اگر نتیجه محافظه‌کاری کاهش هزینه‌ی سرمایه باشد انتظار می‌رود مقدار ثابت معادله α به میزان قابل توجه منفی باشد (لارا، اسما و پناورا، ۲۰۱۱). در نگاره‌ی (۴) نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی اول تحقیق ارائه شده است.

نگاره‌ی (۴): نتایج برآورد مدل (۱) - ایجاد بازده غیر عادی در تشکیل پرتفوی بر مبنای

## محافظه‌کاری

$$RP_{i,t} - RF_{i,t} = \alpha + \beta_1 (RM_{i,t} - RF_{i,t}) + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \beta_4 UMD_t + \mu_t \quad (1)$$

متغیر	اندازه ضریب	شطای معیار ضریب	بتا	آماره t	سطح معناداری
(Constant)	-۰/۵۰۷	۰/۲۱۸		-۲/۳۷۱	۰/۰۲۰
$RM_{i,t} - RF_{i,t}$	-۰/۰۲۱	۰/۰۶۹	-۰/۰۵۵	۰/۳۰۷	۰/۷۵۹
SMB	-۲/۶۴۹	۱/۲۸۶	-۰/۷۰۱	-۱/۹۱۳	۰/۰۶۰
HML	۱/۳۷۶	۱/۲۱۸	۰/۳۶۵	۱/۱۲۹	۰/۲۶۲
UMD	۰/۶۰۵	۰/۲۸۸	۰/۲۵۸	۰/۰۹۹	۰/۰۳۹
تعداد نمونه (پرتفوی)		۵۰	آماره F	۴/۸۶۴	
ضریب تعیین		۰/۲۰۶	سطح معناداری	۰/۰۰۲	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۰۶	آماره دوربین-واتسون	۱/۴۵۴	

آماره  $F$  برابر  $1/86$  در سطح خطای  $5\%$  معنادار است. در نتیجه روابط بین متغیرهای تحقیق در مدل (۱) خطی است. براساس نتایج ارائه شده در نگاره‌ی (۴) ضریب تعیین مدل  $20/6\%$  درصد از تغییرات متغیر وابسته را از طریق تغییرات متغیرهای مستقل تبیین نموده است. با توجه به مقدار آماره‌ی دوربین واتسون برابر  $1/454$  بین باقی مانده‌های مدل رگرسیونی (۱) خود همبستگی وجود ندارد. انتظار می‌رود مقدار  $\alpha$  منفی و معنادار باشد. همان طور که شاهدیم مقدار آن برابر  $-0/517$  و در سطح خطای  $5\%$  معنادار است. این نتیجه موافق با انتظارات قبلی تحقیق بوده و می‌توان نتیجه گرفت که راهبرد خرید سهام شرکت‌هایی با سطح محافظه‌کاری بالا و فروش سهام شرکت‌هایی با محافظه‌کاری پایین، بازده غیر عادی ایجاد می‌کند. بدین معنی که محافظه‌کاری مشروط با هزینه سرمایه ارتباط منفی معنادار دارد. بنابراین فرضیه‌ی اول تأیید می‌شود. از بررسی روابط بین سایر متغیرهای توضیحی با متغیر وابسته مشخص می‌شود که:

صرف ریسک بازار ( $RM_t - RF_t$ ) رابطه معکوس با بازده اضافی پرتفوی دارد و در سطح خطای  $5\%$  معنادار نیست. هر چند انتظار بر این بود که بین صرف ریسک بازار و میانگین بازده اضافی پرتفوی سهام رابطه‌ی مستقیم وجود داشته باشد.

ضریب SMB در سطح خطای  $5\%$  معنادار نیست. بنابراین پرتفوی شرکت‌های بزرگ بازده کمتری دارد.

ضریب متغیر HML مثبت و در سطح خطای  $5\%$  معنادار نیست. بنابراین پرتفوی شرکت‌های ارزشی و رشدی بازده متفاوتی ندارند.

ضریب متغیر UMD مثبت، آماره  $t$  برابر  $2/099$  و سطح اهمیت آن  $0/030$  است. لذا عامل مومنتوم یک فاکتور ریسک محسوب می‌شود.

### ۸.۳. آزمون فرضیه‌ی دوم

ضریب اصلی مورد نظر در این آزمون، مقدار ثابت معادله (۱۱) است. هر چه این مقدار ثابت منفی‌تر باشد نشان دهنده‌ی تاثیر درجه‌ی محافظه‌کاری بر کاهش هزینه‌ی سرمایه در شرکت‌هایی با سطح محافظه‌کاری بالا خواهد بود. در نگاره‌ی (۵) نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم تحقیق ارائه شده است.

نگاره‌ی (۵): تحلیل ضرایب متغیرهای مستقل در بررسی ارتباط محافظه‌کاری مشروط و هزینه

سرمایه شرکت‌های با محافظه‌کاری بالا

$$RF_{i,t} - RF_{f,t} = \alpha + \beta_1 (RM_{i,t} - RF_{f,t}) + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \beta_4 UMD_t + \mu_t \quad (5)$$

متغیر	اندازه‌ی ضریب	خطای معیار ضریب	بتا	آماره t	سطح معناداری
(Constant)	-۰٫۷۰۷	۰٫۳۰۴		-۲٫۳۲۵	۰٫۰۲۶
$RM_{i,t} - RF_{f,t}$	-۰٫۱۸۰	۰٫۰۹۶	-۰٫۴۸۶	-۱٫۸۷۸	۰٫۰۶۹
SMB	-۱٫۹۶۶	۱٫۹۲۲	-۰٫۲۵۰	-۲٫۴۷۰	۰٫۰۱۵
HML	۲٫۰۷۳	۱٫۶۹۸	۰٫۸۳۹	۱٫۸۰۹	۰٫۰۷۹
UMD	۰٫۸۶۸	۰٫۴۰۲	۰٫۲۵۱	۲٫۱۶۱	۰٫۰۳۸
تعداد مشاهدات (پرتوی)		۱۰	آماره F	۲٫۷۴۰	
ضریب تعیین		۰٫۲۳۸	سطح معناداری	۰٫۰۴۴	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰٫۱۵۱	آماره‌ی دوربین-واتسون	۱۰۰۷۹	

آماره F با مقدار ۲٫۷۴۰ در سطح خطای ۵٪ معنادار است. در نتیجه روابط بین متغیرهای تحقیق در مدل فرضیه‌ی دوم خطی است. با توجه به مقدار آماره‌ی دوربین واتسون برابر ۱۰۰۷۹ بین باقی مانده‌های مدل رگرسیونی خود همبستگی وجود ندارد. بر اساس نتایج ارائه شده در نگاره‌ی (۵) ضریب مقدار ثابت معادله یعنی  $\alpha$  به میزان -۰٫۷۰۷ در سطح خطای ۵٪ معنادار است که بیانگر تأثیر منفی محافظه‌کاری مشروط بر هزینه‌ی سرمایه سهام عادی است. مقدار این آماره منفی‌تر از مقدار نگاره‌ی قبل به دست آمده است؛ بدین معنی که شرکت‌هایی با سطح محافظه‌کاری بالا، هزینه‌ی سرمایه کم‌تری متحمل می‌شوند. به عبارت دیگر با افزایش محافظه‌کاری، هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی کاهش می‌یابد. بنابراین فرضیه‌ی دوم تحقیق تأیید می‌شود.

#### ۸.۴. آزمون فرضیه سوم

ضریب اصلی مورد نظر در این آزمون همانند آزمون‌های قبل، مقدار ثابت معادله ( $\alpha$ ) است. اما در این آزمون انتظار می‌رود مقدار ثابت معادله نسبت به فرضیه دوم

تحقیق به صفر نزدیکتر باشد، بدین معنی که اعمال محافظه‌کاری مشروط در سطح پایین، کاهش هزینه سرمایه چنین شرکت‌هایی را کمتر تحت تاثیر قرار خواهد داد. در نگاره‌ی (۶) نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی سوم تجربی ارائه شده است.

نگاره‌ی (۶): تحلیل ضرایب متغیرهای مستقل در بررسی ارتباط محافظه‌کاری مشروط و هزینه سرمایه شرکت‌های با محافظه‌کاری پایین

$$R_{P,t} - R_{F,t} = \alpha - \beta_1 (RM_{i,t} - RF_{i,t}) + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \beta_4 UMD_t + \mu_t$$

متغیر	اندازه‌ی ضریب	خطای معیار ضریب	بتا	آماره t	سطح معناداری
(Constant)	-۰/۳۲۷	۰/۳۰۱		-۶/۰۷۶	۰/۲۸۹
$RM_{i,t} - RF_{i,t}$	۰/۱۲۸	۰/۰۹۶	۰/۳۵۲	۱/۲۳۸	۰/۱۵۹
SMB	۰/۲۳۳	۱/۰۳۱	-۰/۰۸۶	-۰/۱۷۲	۰/۸۶۶
HML	-۰/۲۲۱	۱/۶۹۷	-۰/۱۸۳	-۰/۱۸۹	۰/۸۵۱
UMD	۰/۳۴۱	۰/۴۰۱	۰/۱۴۲	۰/۸۵۰	۰/۲۱۰
تعداد مشاهدات (پرتئوی)		۱۰	آماره F	۴/۰۶۸	
ضریب تعیین		۰/۳۱۷	سطح معناداری	۰/۰۰۸	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۳۹	آماره‌ی دوربین- واتسون	۲/۰۴۸	

با توجه به نتایج به دست آمده آماره F برابر ۴/۰۶۸ و در سطح خطای ۰/۵ معنادار است. در نتیجه روابط بین متغیرهای تحقیق در مدل فرضیه‌ی سوم خطی است. با توجه به مقدار آماره‌ی دوربین واتسون برابر ۲/۰۴۸ بین باقی مانده‌های مدل فرضیه‌ی سوم خود همستگی وجود ندارد. مقدار ثابت معادله یعنی  $\alpha$  به میزان -۰/۳۲۷ است که بیانگر تاثیر منفی کمتر محافظه‌کاری مشروط بر هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی است اما در سطح خطای ۰/۵ معنادار نیست. بنابراین فرضیه سوم تأیید نمی‌شود، بدین معنی که اعمال محافظه‌کاری سطح پایین شرکت‌ها با هزینه‌ی سرمایه‌ی آنها رابطه‌ی معناداری ندارد. در مقایسه‌ی تطبیقی نتایج فرضیه‌های اول تا سوم تحقیق مشخص می‌شود که نتایج به دست آمده همانند نتیجه‌ی تحقیق هاشمی و همکاران (۱۳۹۰) بوده است. در تحقیق مشابهی توسط لعل بر و همکاران (۲۰۱۲) آزمون ارتباط بین محافظه‌کاری مشروط و



هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام در سطح پرتفوی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران انجام شد. در این پژوهش هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام بر اساس مدل گوردن برآورد شد. آنها نتیجه گرفتند که بین محافظه‌کاری مشروط و هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام در سطح پرتفوی ارتباط معناداری وجود دارد. همچنین آنها نشان دادند که محافظه‌کاری مشروط هزینه‌ی سرمایه را کاهش می‌دهد.

#### ۹. نتیجه‌گیری

در این مقاله رابطه‌ی محافظه‌کاری مشروط و هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مورد بررسی قرار گرفته است. برای بررسی این ارتباط از رابطه‌ی محافظه‌کاری مشروط و بازده اضافی پرتفوی (صرف ریسک پرتفوی سهام) استفاده شد. نتایج نشان می‌دهد بین محافظه‌کاری مشروط و هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی رابطه‌ی منفی با اهمیت وجود دارد. شواهد نشان می‌دهد گزارشگری محافظه‌کارانه منجر به افزایش دقت اطلاعات و افزایش ارزش شرکت می‌شود. این امر موجب کاهش ریسک سرمایه‌گذاری شده و در نتیجه کاهش هزینه‌ی سرمایه را در پی خواهد داشت. در این تحقیق با تشکیل پرتفوی‌های سهام از مدل فاما و فرنچ برای بررسی رابطه بین محافظه‌کاری و هزینه‌ی سرمایه استفاده شده است، که با توجه به نتایج بدست آمده بین محافظه‌کاری و هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام رابطه‌ی معنادار و معکوس به دست آمده است. بدین معنی که شرکت‌ها با افزایش محافظه‌کاری مشروط، هزینه‌ی سرمایه کمتری در سطح پرتفوی متحمل می‌شوند. همچنین نتایج تحقیق حاکی از این موضوع بود که با تغییر سطح محافظه‌کاری، در هزینه‌ی سرمایه نیز تغییر معناداری ایجاد می‌شود. این تغییر به این صورت بود که بین محافظه‌کاری و هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام شرکت‌های با سطح محافظه‌کاری بالا، رابطه‌ی منفی معناداری مشاهده شد. بدین معنی که شرکت‌های با سطح محافظه‌کاری بالا هزینه‌ی سرمایه‌ی کمتری در سطح پرتفوی پرتفوی پرتفوی می‌کنند، اما در بررسی رابطه‌ی محافظه‌کاری مشروط با مقدار هزینه‌ی سرمایه‌ی شرکت‌هایی با محافظه‌کاری کم رابطه‌ی معناداری مشاهده نشده است.

## ۱۰. محدودیت های تحقیق

- ۱- مشخص نبودن نرخ دقیق بازده بدون ریسک محدودیتی است که ممکن است نتایج تحقیق را در مقایسه با نتایج سایر تحقیقات مشابه تحت تاثیر قرار دهد.
- ۲- وقفه‌های معاملاتی شرکت‌های عضو بورس در طول جمع آوری اطلاعات به عنوان محدودیت دیگر باعث شد تا شرکت‌ها یا از نمونه نهایی و یا از ماتریس نهایی حذف شوند، که در صورت در دسترس بودن این اطلاعات نتایج قابل تعمیم‌تری به دست می‌آید.

## ۱۱. پیشنهادها

وجود محافظه‌کاری در صورت‌های مالی، منابع اکثر گروه‌ها از جمله سرمایه‌گذاران، اعتبار دهندگان و شرکت‌ها را حفظ می‌کند. اعمال محافظه‌کاری منجر به کاهش عدم نفارن اطلاعاتی و ریسک سرمایه‌گذاری و کاهش بازده مورد انتظار و هزینه‌ی سرمایه می‌شود. این یافته‌ها می‌تواند در تصمیمات سرمایه‌گذاران مورد توجه قرار گیرد. علاقه‌مندان می‌توانند محافظه‌کاری مشروط را با مدل‌های مختلف ارزیابی و ارتباط آن را با هزینه سرمایه شرکت بررسی کنند.

## یادداشت‌ها:

1. Guay and Verrecchia
2. Suizs
3. Momentum
4. Conditional conservatism
5. Unconditional conservatism
6. M/B
7. Gary C. Biddle

## منابع و مأخذ

۱. اعتمادی، حسین و نوروش، ایرج و آذر، عادل و سرچی، ا. طراحی و آیین مدل پیش‌بینی محافظه‌کاری حسابداری با تأکید بر ارتباط آن با میانگین موزون هزینه‌ی سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات حسابداری، شماره ۲، صص ۱-۲.
۲. رضازاده، جواد و آزاد، عبدالله، ۱۳۸۷، «رابطه‌ی بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه‌کاری در گزارشگری مالی: بررسی‌های حسابداری و حسابرسی»، شماره ۵۴، صص ۶۵ و صص ۶۸.
۳. کردستانی، غلامرضا و حدادی، مجید، ۱۳۸۸، «بررسی رابطه بین محافظه‌کاری در حسابداری و هزینه سرمایه»، فصلنامه پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۱ سوم، صص ۳۶-۲۵.
۴. شعری، صابر و آنازاریان، نازبه، ۱۳۸۷، «آزمون تجربی توان مدل فاما و فرنج در تبیین بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۱۹، صص ۱۱۸-۱۱۹.
۵. هاشمی، سید عباس و فرهمند، شکوفه و شامیرزایی جشتوقانی، ناسر، ۱۳۹۰، «تاثیر محافظه‌کاری مشروط بر هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی»، مجله دانش حسابداری، شماره ۷، صص ۹.
6. Ali Laalbar, Mahdi Ghaem Maghami, 2012, "Examining the Relationship between Conditional Conservatism and Capital Cost Portfolio in Listed Firms at Tehran Stock Exchange", *American Journal of Scientific Research* ISSN 1450-223X Issue 43 (2012).
7. An Manuel Garcia Lara, Beatriz Garcia, Osma Fernando Penalva, 2011, "Conditional Conservatism and Cost of Capital", *Forthcoming in Review of Accounting Studies*, Vol. 16, No. 2.
8. Chan - Ann L.C, 2009, "Accounting conservatism and the cost of equity": *UK evidence, Managerial Finance*, Vol.35 No.4.
9. Gary C.Biddle, Mary L. Ma, Feng Wu, 2012, "Conditional Conservatism and the Cost of Equity Capital: Informational, Fundamental, and Behavioral Effects".
10. Jeroen Suijs, 2007, "On the value relevance of asymmetric financial reporting policies", *Journal of Accounting Research*, vol.46 (2008) nr.5 p.:297-332.
11. Mahdi Salehi, Mahmood Hematfar, Pymon Khazaei, 2012, "A Study of the Relationship between Conservatism and Capital Cost of Listed Companies: Some Iranian Evidences", *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, 6(2): 1-8.
12. Moza'far Khan, Ross L.Watts, 2009, "Estimation and Empirical properties of a Firm-Year Measure of Accounting Conservatism", Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=967348>

13. Tariq H. Ismail, Rasha M. Elbolek. 2011, "Do Conditional and Unconditional Conservatism Impact Earnings Quality and Stock Prices in Egypt?" , *Research Journal of Finance and Accounting* , Vol 2, No.12, 2011.
14. Tracy C. Artiach, Peter M. Clarkson, 2010, "Conservatism, Disclosure and the Cost of Equity Capital!" , Available at URL: <http://www.ssrn.com> .
15. Watts, R. 2003. Conservatism in accounting Part I: Explanations and implications. *Accounting Horizons*, 17 (3): 207-221.
16. Xi Li, 2010, " Accounting conservatism and the cost of capital: An international analysis " , Available at URL: <http://www.ssrn.com> .