

## Conservatism and Stock Value Performance in Financial Crisis

Hossein Etemadi<sup>1\*</sup>, Leila Abdoli<sup>2</sup>

1- Associate Professor, Tarbiat Modarres University faculty of Management & Economics, Accounting Department  
etemadih@modares.ac.ir

2- Msc Student, Tarbiat Modarres University Faculty of Management & Economics, Accounting Department  
lamastiyan@gmail.com

### Abstract

The main purpose of this research is to consider the relationship between conservatism and stock value performance (measured by stock return and abnormal returns) in financial crisis. Using information in the financial statements of 71 financial distressed companies and 71 financial non-distressed companies during the period 2004 to 2014. Criteria for the classification of financial distressed companies include: (1) three consecutive years of losses report, (2) dividend every year over the previous year more than 40% declined and (3) Article 141 of the Commercial Code. To test research hypotheses multivariate regression models is utilized. The results show that for the financial non-distressed companies, there is significant negative relation between conservatism with return stock and abnormal return stock. However, for the financial distressed companies, there is significant positive relation between conservatism with return stock and abnormal return stock. In other words, the financial distressed companies adopt more conservative policies than do the financial non-distressed companies, which shows loss of value of their stock is less than that of the financial non-distressed companies.

**Keywords:** Conservatism, Stock value performance, Financial crisis.

## محافظه کاری و عملکرد ارزش سهام در بحران مالی

حسین اعتمادی<sup>۱\*</sup>، لیلا عبدلی<sup>۲</sup>

۱- دانشیار دانشگاه تربیت مدرس دانشکده مدیریت و اقتصاد - گروه حسابداری

etemadih@modares.ac.ir

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد، دانشگاه تربیت مدرس دانشکده مدیریت و اقتصاد - گروه حسابداری

lamastiyan@gmail.com

### چکیده

هدف اصلی این پژوهش، بررسی رابطه محافظه کاری و عملکرد ارزش سهام (که براساس بازده سهام و بازده غیرعادی سهام اندازه گیری شده است) در شرایط بحران مالی است. اطلاعات لازم از صورت های مالی ۷۱ شرکت دارای بحران مالی و ۷۱ شرکت بدون بحران مالی در بازه زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۲ جمع آوری شده است. ملاک طبقه بندی بحران مالی شرکت ها عبارت است از: ۱. سه سال متوالی زیان گزارش کند، ۲. سود تقسیمی هر سال نسبت به سال قبل بیش از ۴۰ درصد کاهش پیدا کرده باشد، ۳. مشمول ماده ۱۴۱ قانون تجارت شده باشد. برای آزمون فرضیه های پژوهش، رگرسیون چندمتغیره با استفاده از داده های ترکیبی استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می دهد در شرکت های بدون بحران مالی، بین محافظه کاری با بازده سهام و بازده غیرعادی سهام، رابطه منفی و معناداری وجود دارد، در حالی که در شرکت های دارای بحران مالی بین محافظه کاری با بازده سهام و بازده غیرعادی سهام، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد که نشان می دهد شرکت های دارای بحران مالی، سیاست های محافظه کارانه بیشتری نسبت به شرکت های بدون بحران مالی اتخاذ می کنند. در نتیجه زیان ارزش سهام آنها کمتر از شرکت های بدون بحران مالی است.

**واژه های کلیدی:** محافظه کاری، عملکرد ارزش سهام، بحران مالی

## مقدمه

بررسی رابطه بین محافظه کاری و عملکرد ارزش سهام در بحران مالی است. همچنین بررسی محافظه کاری و عملکرد ارزش سهام در دوره بدون بحران مالی به عنوان مقایسه در کنار هدف اصلی پژوهش مطرح شده است؛ بنابراین بر اساس این، شرکت‌ها به دو گروه شرکت‌های بدون بحران مالی و شرکت‌های دارای بحران مالی تفکیک شده و سعی شده است به این پرسش پاسخ داده شود که آیا مدیران شرکت‌های دارای بحران مالی با حسابداری محافظه کارانه بیشتر به بهبود عملکرد ارزش سهام (بازده سهام و بازده غیرعادی سهام) کمک می‌کنند یا خیر؟ به عبارت دیگر در شرکت‌های دارای بحران مالی، حسابداری محافظه کارانه تا چه حد در عملکرد ارزش سهام تأثیر می‌گذارد؟

## مبانی نظری پژوهش محافظه کاری

محافظه کاری در حسابداری، گرایش و تمایل برای به کارگیری سطح بالاتری از تأییدپذیری برای شناسایی اخبار مساعد در مقایسه با اخبار نامساعد است [۳۲]. هندریکس و نوبردا<sup>۲</sup> (۱۹۹۲) علت وجود محافظه کاری را که ناشی از عدم اطمینان است، در دو عامل تداوم فعالیت واحد تجاری در آینده‌ای پیش‌بینی‌پذیر و الزام به برآورد یا تخمین برخی از مبالغ می‌دانند. آنها همچنین دلایلی را برای کاربرد محافظه کاری برشمردند؛ از جمله اینکه بدبینی حاصل از اصل محافظه کاری در فرایند گزارشگری مالی موجب تعدیل خوش‌بینی برآوردهای عمده مدیریت درباره عملکرد واحد تجاری است [۱۲]. لافوند و واتس

این پژوهش، تأثیر حسابداری محافظه کارانه را در عملکرد ارزش سهام در بحران مالی بررسی می‌کند. بحران مالی وضعیتی است که شرکت برای کسب منابع مالی کافی برای ادامه عملیات ناتوان است و در انجام امور خود دچار زحمت می‌شود [۲۶]. در این وضعیت شرکت برای عمل به تعهدات خود در سررسید ناتوان است [۲۸]. همچنین شرکت در تولید وجه نقد کافی برای رفع نیازهای همچون پرداخت‌ها به وام‌دهندگان و ... توانایی کافی را ندارد [۱۶]. برخی از پژوهش‌های حسابداری نشان داده‌اند مدیران شرکت‌ها در موقع بحران مالی، به انتقال اطلاعات و اخبار خوب به بازار سرمایه مایل هستند تا اینگونه از کاهش ارزش شرکت جلوگیری کنند [۳۱، ۶]. واتس<sup>۱</sup> (۲۰۰۳) معتقد است محافظه کاری حسابداری به عنوان یک ساز و کار مؤثر در تنظیم قرارداد میان گروه‌های مختلف با به تأخیر انداختن شناخت اخبار خوب مانند سود، رفتار جانبدارانه مدیر را در شناسایی سود خنثی می‌کند. با توجه به مطالب فوق، در این پژوهش، تأثیرات حسابداری محافظه کارانه در عملکرد ارزش سهام (که با بازده سهام و بازده غیرعادی سهام اندازه‌گیری شده است) در بحران مالی بررسی شده است؛ بنابراین به این دلیل، این موضوع برای پژوهش انتخاب شد که هیچ پژوهش در خور توجهی درباره محافظه کاری در شرکت‌های دارای بحران مالی و بدون بحران مالی که در آن شرکت‌ها از لحاظ قابلیت مقایسه در صنایع مشابه و از نظر اندازه (لگاریتم طبیعی فروش) همسان انتخاب شده باشند و نیز تأثیر آن در عملکرد ارزش سهام (که با بازده سهام و بازده غیرعادی سهام اندازه‌گیری شده است) انجام نشده است. هدف اصلی این پژوهش،

سرمایه گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش‌بینی‌ها از آن استفاده می‌کنند. همچنین هدف سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری، کسب سود و در نهایت به حداکثر رساندن ثروت است. برای تحقق این امر، سرمایه‌گذاران در دارایی‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که بازده بالا و ریسک نسبتاً پایینی دارد. چنانچه نرخ بازده یک سرمایه‌گذاری بیش از نرخ بازده مدنظر باشد، ارزش آن دارایی بیشتر است و ثروت سرمایه‌گذار افزایش می‌یابد. پژوهشگران، رویکردهای مختلفی را در ارزیابی این محتوای اطلاعاتی در پیش می‌گیرند و الگوهای مختلفی نیز برای اثبات ادعاهای خود به کار می‌برند که از پرکاربردترین این الگوها، الگوهای مبتنی بر بازده غیرعادی سهام است.

پیامدهای اقتصادی محافظه کاری بر ارزش سهام نیز به درک مزایا و هزینه‌های محافظه کاری می‌تواند کمک کند. پژوهش‌های قبلی نشان داده‌اند در مواقع بحران مالی، مدیران واحدهای تجاری مایل هستند با انتشار اخبار خوب مانند شناسایی سودهایی که هنوز تحقق نیافته‌اند، سود شرکت را مثبت نشان دهند [۳۱، ۶]. واتس (۲۰۰۳) معتقد است اگر قراردادهای شرکت با گروه‌های مختلف مانند سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان براساس ارقام حسابداری تنظیم شود، آنگاه به علت وجود تضاد منافع میان مدیران و آن گروه‌ها، مدیران شرکت‌ها سعی خواهند کرد با انجام رفتارهای جانبدارانه، آن ارقام را به نفع خود دستکاری کنند؛ مثلاً سود و یا دارایی‌ها را افزایش و بدهی‌ها را کاهش می‌دهند [۳۲]. لافوند و واتس<sup>۳</sup> (۲۰۰۸) ادعا می‌کنند «گزارشگری مالی محافظه‌کارانه، یک ساز و کار قراردادی مؤثر است که توانایی مدیران را برای دستکاری و غلو عملکرد مالی کاهش می‌دهد و باعث

(۲۰۰۸) استفاده از محافظه کاری را به دلیل تعدیل‌کننده خوش‌بینی بیش از حد مدیریت در برآوردها الزامی می‌داند [۲۲]. باسو<sup>۱</sup> (۱۹۹۷) محافظه کاری را الزام به داشتن درجه بالایی از تأیید برای شناخت اخبار خوب مانند سود در مقابل شناخت اخبار بد مانند زیان تعریف می‌کند. این تعریف، محافظه کاری را از دیدگاه سود و زیان توصیف می‌کند؛ اما تعریف دیگر، تعریف محافظه کاری از دیدگاه ترازنامه است. براساس این دیدگاه، در مواردی که تردیدی واقعی در انتخاب وجود داشته باشد و یا چند روش گزارشگری مدنظر باشد، روشی باید انتخاب شود که کمترین اثر مطلوب را در حقوق صاحبان سهام داشته باشد. تعریف سوم درباره محافظه کاری بر پایه دیدگاه ترکیبی از سود و زیان و ترازنامه‌ای است، در این مفهوم محافظه کاری یعنی کاهش سود انباشته گزارش شده با شناخت دیرتر درآمد و شناخت سریع‌تر هزینه که به ارزیابی پایین‌داری و ارزیابی بالای بدهی منجر می‌شود [۱۴]. دسته‌بندی دیگری برای تعریف محافظه کاری را رایان<sup>۲</sup> (۲۰۰۶) ارائه کرده است که عبارت است از محافظه کاری شرطی و محافظه کاری غیرشرطی. محافظه کاری شرطی، محافظه کاری‌ای است که با استانداردهای حسابداری الزام شده است؛ یعنی شناخت به موقع زیان در صورت وجود اخبار بد و نامطلوب و نشناختن سود در مواقع وجود اخبار خوب و مطلوب [۳۰].

### محافظه کاری و عملکرد ارزش سهام

با توجه به اینکه یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم‌گیری در بورس، بازده سهام است، بازده سهام خود به تنهایی محتوای اطلاعاتی دارد و بیشتر

1 Basu  
2 Ryan

3 LaFond, & Watts

که محافظه‌کاری، نقش مهمی در ارائه اطلاعات با کیفیت بالا برای سرمایه‌گذاران دارد، اگر شرکتی به‌طور مداوم ارقام حسابداری محافظه‌کارانه‌تر به سرمایه‌گذاران خارجی گزارش دهد، کیفیت اطلاعات بالاتر آن را نشان می‌دهد؛ بنابراین انتظار می‌رود شرکت‌های با شیوه‌های حسابداری محافظه‌کارانه‌تر، کاهش کمتری در قیمت سهام در نتیجه ارزش شرکت در طول بحران داشته باشند [۴،۳]. سوم، اثر محافظه‌کاری شرکت‌ها در تأمین مالی، سرمایه‌گذاری و فعالیت‌های دیگر نیز به جلوگیری از زیان ارزش شرکت در طول دوره بحران می‌تواند کمک کند؛ به‌عنوان مثال، پژوهش‌های قبلی نشان می‌دهد محافظه‌کاری، به کاهش هزینه تأمین مالی [۳۳]، افزایش بهره‌وری سرمایه‌گذاری [۱]، افزایش ارزش دارایی‌های نقدی [۲۴]، کنترل خطرات مختلف شرکت‌ها از جمله خطر ورشکستگی [۷] و خطر سقوط قیمت سهام [۲۰] منجر می‌شود. تأثیر محافظه‌کاری در این فعالیت‌ها می‌تواند در کاهش از دست دادن ارزش شرکت در طول بحران مالی مهم باشد.

در این پژوهش، رابطه محافظه‌کاری و عملکرد ارزش سهام (که با بازده سهام و بازده غیرعادی سهام اندازه‌گیری شده است) در دوره بحران مالی بررسی شده است.

### پیشینه پژوهش

اسدی و بیات (۱۳۹۴) ارتباط گزارشگری مالی محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی را با ارزش شرکت بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهد محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی با ارزش شرکت، رابطه مستقیم و معنادار دارد. هرچه میزان محافظه‌کاری بین مدیران بیشتر باشد، ارزش شرکت‌ها افزایش می‌یابد؛ بنابراین حسابداری

افزایش جریان نقدی و ارزش شرکت می‌شود» [۲۲]. از سوی دیگر، مخالفان محافظه‌کاری استدلال می‌کنند که چون محافظه‌کاری، تعصبات به گزارشگری مالی است، عدم تقارن اطلاعات را افزایش می‌دهد و به استنباط نادرست استفاده‌کنندگان گزارش‌های مالی از جمله سرمایه‌گذاران خارجی منجر می‌شود. در نتیجه محافظه‌کاری به‌طور بالقوه می‌تواند به تخصیص منابع ناکارآمد و کاهش ارزش شرکت منجر شود [۱۳،۱۵].

با توجه به مطالب فوق، شرکت‌های دارای بحران مالی با اتخاذ حسابداری محافظه‌کارانه‌تر، زیان ارزش کمتری در مقایسه با شرکت‌های بدون بحران مالی خواهند داشت. این اتفاق به چند دلیل است: اول، جنسن و مک‌لینگ<sup>۱</sup> (۱۹۷۶) و میتون<sup>۲</sup> (۲۰۰۲) معتقدند شرکت‌هایی که در بحران مالی قرار می‌گیرند، در معرض عدم تقارن اطلاعات بیشتر و مشکلات نمایندگی بیشتر هستند [۲۷،۱۷]. در این وضعیت، مدیران احتمال بیشتری برای دستکاری سود با استفاده از اطلاعات خصوصی برای منافع شخصی خود دارند [۱۹]. افزایش دستکاری سود و افزایش خطرات نمایندگی به سهامداران در طول دوره بحران، بازده منفی‌تر تحمیل می‌کنند؛ بنابراین محافظه‌کاری به‌عنوان یک ساز و کار انضباطی کارآمد، به کاهش مشکلات و خطرات نمایندگی و در نتیجه کاهش ارزش شرکت در طول دوره بحران منجر می‌شود [۹]. دوم، زمانی که اقتصاد خوب است، به دلیل فراوانی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران به احتمال زیاد، کمتر به کیفیت اطلاعات حسابداری توجه می‌کنند [۲۷]. با این حال، بحران می‌تواند سرمایه‌گذاران را مجبور کند ضعف در کیفیت اطلاعات حسابداری را که در تمام مدت وجود داشته است، به رسمیت بشناسند. از آنجا

1 Jensen & Meckling

2 Mitton

کمتری نسبت به اطلاعیه عرضه فصلی سهام تجربه می کنند [۱۸]. بیدل و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۰) با بررسی رابطه علی و معلولی دوطرفه میان محافظه کاری حسابداری و خطر ورشکستگی دریافتند محافظه کاری شرطی و غیرشرطی، رابطه منفی با خطر ورشکستگی دارد. همچنین آنها دریافتند خطر ورشکستگی با محافظه کاری غیرشرطی، رابطه مثبت و با محافظه کاری شرطی، رابطه منفی دارد. آنها در پژوهش خود به کارگیری رویه های محافظه کاری را به عنوان یک اصل مهم در حسابداری مالی مطرح کردند [۶]. وچیتساراونگ و انگ<sup>۴</sup> (۲۰۱۰) نشان دادند در کشورهای هنگ کنگ، مالزی، سنگاپور و تایلند در بحران مالی ۱۹۹۷، میزان به کارگیری محافظه کاری پایین بوده است و مدیران تمایل به ارائه زود هنگام اخبار خوب و ارائه اخبار بد با تأخیر دارند. نتیجه پژوهش آنها نشان داد به کارگیری محافظه کاری پس از بحران مالی آسیا افزایش پیدا کرده است. نتیجه پژوهش آنها به این موضوع اشاره دارد که تأثیر به کارگیری محافظه کاری و یا استفاده از رویه های محافظه کارانه حسابداری برای پس از دوره بحران مالی سودمند بوده است [۳۱]. کلین و مارکوآرت<sup>۵</sup> (۲۰۰۶) نشان دادند رابطه ای مستقیم میان افزایش محافظه کاری غیرشرطی و افزایش زیان دهی شرکت ها وجود دارد. آنها در یک دوره ۵۰ ساله از شرکت های امریکایی به رابطه مستقیمی میان محافظه کاری و زیان دهی شرکت ها دست یافتند [۲۱]. گیولی و هاین<sup>۶</sup> (۲۰۰۰) نشان دادند سودآوری در چهار دهه گذشته در امریکا کاهش یافته است؛ اما این کاهش، موجب کاهش جریان های نقدی نشده است. نتایج پژوهش آنها به این موضوع اشاره دارد که

محافظه کاری در عرضه و تقاضای سهام تأثیرگذار است و از این رو سبب تغییر در ارزش شرکت می شود [۲]. حاجیها و قائم مقامی (۱۳۹۱) نقش محافظه کاری را در کاهش خطر ورشکستگی شرکت بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان می دهد رابطه معناداری میان محافظه کاری و ریسک ورشکستگی وجود دارد و عملیات شرکت ها شامل اعمال حسابداری محافظه کارانه برای کاهش ورشکستگی است [۱۱]. اسلامی و همکاران (۱۳۹۰) محافظه کاری و بحران مالی شرکت های پذیرفته شده را بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان می دهد رابطه ای معنادار و مستقیم بین شاخص محافظه کاری با بحران مالی وجود دارد [۸]. ستایش و جمالیان پور (۱۳۸۹) عوامل مؤثر در محافظه کاری شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار را بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان می دهد در اغلب موارد، پاسخ نامتقارن بین سود حسابداری و بازده سهام (خواه در سطح کلیه شرکت ها و خواه در سطح صنایع مختلف) وجود ندارد. علاوه بر آن، ارقام برآمده از محافظه کاری مدیران و حسابداران، یعنی ارقام تعهدی غیرعملیاتی، با گذشت زمان تغییر در خور توجهی نداشته است [۲۹].

مگاناریس و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۵) رابطه بین ارزش اطلاعات حسابداری و محافظه کاری مشروطاً در بخش بانکی اروپا بررسی کردند. نتایج نشان داد ویژگی های خاص کشور نه تنها بر افزایش بالقوه در کیفیت حسابداری، بلکه رابطه بین ارزش و محافظه کاری مشروط نقش دارد [۲۵]. کیم و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۳) نقش حسابداری محافظه کاری در بازار سهام را مطالعه کردند. نتایج این پژوهش نشان داد شرکت ها با درجه محافظه کاری بالاتر، عکس العمل های منفی

3 Biddle et al

4 Vichitsarawong&Eng

5 Klein & Marquardt

6 Givoly&Hayn

1 Manganaris et al

2 Kim et al

این پژوهش از سال ۱۳۸۳ تا پایان سال ۱۳۹۲ است. ملاحظات مرتبط با انتخاب نمونه به شرح زیر است:

۱. جزء بانک‌ها، مؤسسات مالی، سرمایه‌گذاری، هلدینگ و لیزینگ نباشد؛ زیرا به دلیل ماهیت فعالیت خاص آنها، رابطه مؤلفه‌های بررسی شده در این پژوهش برای چنین مؤسساتی متفاوت است و تعمیم‌دانی به سایرین نیست.

۲. برای رعایت قابلیت مقایسه‌پذیری، سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفندماه هر سال باشد و تغییر دوره مالی نداشته باشند.

برای انتخاب شرکت‌های دارای بحران مالی در پژوهش‌های مختلف، شاخص‌های متفاوتی در نظر گرفته‌اند. انتخاب تنها یک شاخص برای بحران مالی باعث می‌شود شرکت‌هایی مدنظر قرار نگیرند که از جهات دیگر بحرانی هستند. در این پژوهش، سه شاخص مالی برای شرکت‌های دارای بحران مالی تعریف شده است و چنانچه شرکتی هر کدام از موارد فوق را داشته باشد، دارای بحران مالی تلقی می‌شود. این شاخص‌ها عبارت‌ند از:

۱. شرکت، سه سال متوالی زیان گزارش کند (جانتادج، ۲۰۰۶)، ۲. در صورتی که سود تقسیمی هر سال نسبت به سال قبل بیش از ۴۰ درصد کاهش یابد (جانتادج، ۲۰۰۶)، ۳. شرکت‌هایی که بر اثر زیان وارد شده، حداقل نیمی از سرمایه آنها از بین برود (ماده ۱۴۱ قانون تجارت).

شناخت زیان نسبت به سود زودتر انجام می‌شود و میزان محافظه‌کاری غیرشرطی و گزارش زیان به ۳۵ درصد در گزارشگری مالی امریکا افزایش یافته است [۱۴].

این پژوهش به دنبال یافتن پاسخی برای این پرسش است که آیا مدیران شرکت‌های دارای بحران مالی با حسابداری محافظه‌کارانه بیشتر به بهبود عملکرد ارزش سهام (بازده سهام و بازده غیرعادی سهام) منجر می‌شوند یا خیر؟ همچنین بررسی محافظه‌کاری و عملکرد ارزش سهام در دوره بدون بحران مالی که به عنوان مقایسه در کنار هدف اصلی پژوهش مطرح شده است. فرضیه‌های زیر متناسب با پرسش‌ها تدوین شده است:

فرضیه ۱) بین محافظه‌کاری و بازده سهام در شرکت‌های بدون بحران مالی، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۲) بین محافظه‌کاری و بازده سهام در شرکت‌های دارای بحران مالی، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۳) بین محافظه‌کاری و بازده غیرعادی سهام در شرکت‌های بدون بحران مالی، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۴) بین محافظه‌کاری و بازده غیرعادی سهام در شرکت‌های دارای بحران مالی، رابطه معناداری وجود دارد.

## روش پژوهش

جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بازه زمانی

جدول (۱) نمونه نهایی انتخاب شده

شرکت های دارای بحران مالی	
۱۰	سه سال زیان متوالی
۳۳	کاهش بیش از ۴۰ درصد سود تقسیمی
۲۸	ماده ۱۴۱ قانون تجارت
۷۱	تعداد کل شرکت های دارای بحران مالی

که در آن: **CONSEAVATISM**: محافظه کاری،  
**AFCC**: اقلام تعهدی عملیاتی (تفاوت سود خالص و  
جریان نقدی عملیاتی به علاوه هزینه استهلاک) و **TA**:  
ارزش دفتری دارایی ها.

بازده سهام، بازده به کل عایدی سرمایه گذار در  
طول مدت سرمایه گذاری وی اطلاق می شود و  
می تواند از دو محل ناشی شود. یکی از محل تغییر  
قیمت سهام و دوم پرداخت سود سهام که شرکت  
سرمایه پذیر انجام می دهد و در پژوهش حاضر با  
استفاده از رابطه زیر محاسبه شده است:

$$R_{it} = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_t}{P_{t-1}} * 100 \quad (2)$$

که در آن:  $R_{it}$ : بازده سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ ;  $P_t$ :  
قیمت سهام در پایان سال  $t$ ;  $P_{t-1}$ : قیمت سهام در  
ابتدای سال  $t$  و  $D_t$ : سود سهام پرداختی. با استفاده از  
الگوی (۳) که در برخی از پژوهش های مبتنی بر بازده  
سهام استفاده شده است، می توان تفاضل بازده شرکت  
با بازده بازار را مقایسه و تفاضل حاصل را بازده  
غیرعادی آن شرکت تلقی کرد (زیورسکی، ۲۰۰۴).

$$AR_i = R_{it} - RM_{it} \quad (3)$$

که در آن:  $AR_i$ : بازده غیرعادی سهام شرکت  $i$ ،  
 $R_{it}$ : بازده سهام شرکت  $i$  برای سال  $t$  و  $RM_{it}$ : بازده  
بازار سهام شرکت  $i$  برای سال  $t$ . بازده بازار سهام با  
استفاده از فرمول زیر محاسبه شده است:

برای تطابق با شرکت های دارای بحران، نمونه ۷۱  
تایی از شرکت های بدون بحران نیز انتخاب شدند. در  
انتخاب شرکت های بدون بحران مالی سعی شد به تعداد  
شرکت های دارای بحران مالی از شرکت های موجود در  
صنایع مشابه و از نظر اندازه (لگاریتم طبیعی فروش)  
همسان انتخاب شود. پس در مجموع، نمونه استفاده شده  
در پژوهش شامل ۱۴۲ شرکت (۷۱ شرکت دارای  
بحران مالی و ۷۱ شرکت بدون بحران مالی) است.  
داده های جمع آوری شده با استفاده از نرم افزار اکسل  
تلخیص شد و سپس متغیرهای مدنظر محاسبه شده اند.  
محاسبات آماری و برآوردها با استفاده از نرم افزار  
Eviews نسخه ۸ انجام شده است.

محافظه کاری، متغیر مستقل پژوهش را تشکیل  
می دهد. از الگوی گیولی و هاین استفاده شد که بر  
متغیرهای حسابداری مبتنی است. براساس این روش،  
وجود مستمر اقلام تعهدی عملیاتی منفی در یک دوره  
زمانی بلندمدت در شرکت ها، معیاری از محافظه کاری  
به شمار می رود؛ یعنی هرچه میانگین اقلام تعهدی  
عملیاتی در دوره مربوط، منفی و بیشتر باشد،  
محافظه کاری بیشتر خواهد بود. در عین حال نرخ  
انباشتگی خالص اقلام تعهدی منفی، نشان دهنده تغییر  
درجه محافظه کاری در طول زمان است. شاخص  
محافظه کاری گیولی و هاین (۲۰۰۰) به صورت زیر  
محاسبه می شود:

$$CONSEAVATISM_{i,t} = \frac{AFCC}{TA} * (-1) \quad (1)$$

$$\text{Beta} = \frac{\text{Cov}(R, \text{RM})}{\sigma^2 \text{RM}} \quad (۵)$$

که در آن: Beta: بتا، COV کوواریانس، R بازده سهام، RM بازده بازار و  $\sigma^2$  واریانس است. برای آزمون فرضیه‌های آماری و تحلیل داده‌ها از رگرسیون خطی چندمتغیره استفاده شده است. برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم از الگوی زیر استفاده شده است.

$$\begin{aligned} R_{it} = & \beta_0 + \beta_1(\text{Conservatism}_{i,t-1}) \\ & + \beta_2(\text{Leverage}_{i,t-1}) \\ & + \beta_3(\text{Cash Holdings}_{i,t-1}) \\ & + \beta_4(\text{Tangibility}_{i,t-1}) \\ & + \beta_5(\text{Firm Size}_{i,t-1}) \\ & + \beta_6(\text{MB}_{i,t-1}) \\ & + \beta_7(\text{ROA}_{i,t-1}) \\ & + \beta_8(\text{Sales Growth}_{i,t-1}) \\ & + \beta_9(\text{Beta}_{i,t-1}) + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (۶)$$

برای آزمون فرضیه سوم و چهارم از الگوی زیر استفاده شده است.

$$\begin{aligned} AR_{it} = & \beta_0 + \beta_1(\text{Conservatism}_{i,t-1}) \\ & + \beta_2(\text{Leverage}_{i,t-1}) \\ & + \beta_3(\text{Cash Holdings}_{i,t-1}) \\ & + \beta_4(\text{Tangibility}_{i,t-1}) \\ & + \beta_5(\text{Firm Size}_{i,t-1}) \\ & + \beta_6(\text{MB}_{i,t-1}) \\ & + \beta_7(\text{ROA}_{i,t-1}) \\ & + \beta_8(\text{Sales Growth}_{i,t-1}) \\ & + \beta_9(\text{Beta}_{i,t-1}) + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (۷)$$

### یافته‌ها

در جدول (۲) خلاصه‌ای از آمار توصیفی متغیرهای الگو برای شرکت‌های بدون بحران مالی و در جدول (۳) خلاصه‌ای از آمار توصیفی متغیرهای الگو برای شرکت‌های دارای بحران مالی آورده شده است.

$$\text{RM}_{it} = \frac{\text{TEDPIX}_t - \text{TEDPIX}_{t-1}}{\text{TEDPIX}_{t-1}} * 100 \quad (۴)$$

که در آن: TEDPIX<sub>t</sub> در سال t، TEDPIX<sub>t-1</sub>: بازده قیمت و سود نقدی سهام در سال t-1 متغیرهای کنترلی که شامل بازده دارایی، اهرم مالی، نگهداشت وجوه، اندازه شرکت، رشد شرکت، دارایی‌های مشهود، رشد فروش و ریسک سیستماتیک (بتا) هستند و ممکن است عملکرد ارزش سهام و ارزیابی عملکرد ارزش سهام را تحت تأثیر قرار دهند [۲۳، ۱۰].

اهرم مالی Leverage: از نسبت مجموع بدهی‌های کوتاه و بلندمدت بر کل دارایی‌ها محاسبه شده است. نگهداشت وجوه Cash Holdings: میزان وجه نقدی که شرکت‌ها در هر سال در حساب‌های بانکی و یا صندوق موجود در خود شرکت ذخیره می‌کنند. دارایی‌های مشهود Tangibility: اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات که در کل دارایی شرکت درج شده‌اند. اندازه شرکت Firm Size که از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها محاسبه شده است. رشد شرکت MB که از نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری آن محاسبه شده است. بازده دارایی‌ها ROA: از نسبت سودخالص پس از کسر مالیات بر کل دارایی‌ها محاسبه شده است. رشد فروش Sales Growth: تغییرات فروش در دو دوره متوالی t و t-1 محاسبه شده است.

Beta: ریسک سیستماتیک (بازار) است که با استفاده از رابطه زیر محاسبه شده است.

جدول (۲) آمار توصیفی متغیرهای الگو برای شرکت‌های بدون بحران مالی

نوع متغیر	متغیر	شاخص‌های مرکزی		شاخص پراکندگی	شاخص‌های توزیع	
		میانگین	میانه		ضریب چولگی	ضریب کشیدگی
مستقل	CONSERVATISM	-۰/۰۲۰۹	-۰/۰۰۳۱	۰/۱۱۵۵	-۰/۳۲۷۰	۲/۴۷۲۴
وابسته	R	۰/۳۱۴۸	۰/۲۵۰۱	۰/۳۸۲۱	۰/۶۷۸۳	۲/۸۵۷۰
	AR	۰/۰۴۵۳	۰/۰۲۲۸	۰/۰۵۹۳	۲/۷۶۴۸	۱۱/۸۰۴۱
کنترلی	FRIMSIZE	۵/۷۸۹۲	۵/۷۵۱۵	۰/۳۸۰۵	۰/۴۴۹۹	۲/۸۰۹۳
	ROA	۰/۱۱۶۴	۰/۱۰۵۷	۰/۰۸۲۹	۰/۸۹۱۳	۳/۱۵۱۹
	LEVERAGE	۰/۵۸۲۲	۰/۶۱۴۶	۰/۱۵۶۱	-۰/۶۰۲۵	۲/۸۵۰۳
	MB	۱/۵۷۷۶	۱/۲۹۵۳	۰/۹۶۲۴	۱/۲۴۵۵	۳/۹۴۷۴
	SALES GROWTH	۰/۱۹۹۸	۰/۱۶۰۷	۰/۲۳۵۷	۰/۷۳۳۶	۳/۲۶۵۷
	CASH HOLDINGS	۴/۲۰۹۷	۴/۳۰۸۰	۰/۴۶۱۶	۰/۰۷۵۹	۳/۰۲۴۵
	TANGIBILITY	۵/۰۶۲۴	۵/۰۲۶۵	۰/۴۵۷۰	۰/۴۲۱۶	۲/۶۱۶۷
	BETA	۰/۰۲۲۹	۰/۰۱۲۰	۰/۰۳۰۳۰	۰/۸۲۴۵	۰/۹۸۱۱

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است؛ برای مثال مقدار میانگین برای متغیر اندازه شرکت (FRIMSIZE) برابر با ۵/۷۸۹۲ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند.

همچنین پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. در بین متغیرهای پژوهش، بتا (BETA) کمترین و رشد شرکت (MB) بیشترین میزان پراکندگی را دارند.

جدول (۳) آمار توصیفی متغیرهای الگو برای شرکت‌های دارای بحران مالی

نوع متغیر	متغیر	شاخص‌های مرکزی		شاخص پراکندگی	شاخص‌های توزیع	
		میانگین	میانه		ضریب چولگی	ضریب کشیدگی
مستقل	CONSERVATISM	۰/۰۰۹۸	۰/۰۱۶۸	۰/۱۱۱۷	۰/۱۹۷۸	۲/۶۶۹۱
وابسته	R	۰/۲۱۸۰	۰/۱۲۷۳	۱/۶۶۳۲	۳/۰۲۲۶	۶۸/۲۷۷۵
	AR	۰/۰۰۴۴	۰/۰۰۰۳	۰/۰۷۰۸	۱۳/۵۳۰۶	۲۱۸/۹۴۲۲
کنترلی	FRIMSIZE	۵/۷۹۶۳	۵/۷۷۵۱	۰/۴۷۴۶	۰/۲۴۶۲	۲/۴۱۹۴
	ROA	۰/۰۱۹۹	۰/۰۲۹۵	۰/۰۸۳۰۷	-۰/۰۹۱۰۳	۳/۹۹۶۶
	LEVERAGE	۰/۷۷۹۷	۰/۷۵۸۶	۰/۲۲۱۶	۰/۹۴۳۶	۴/۱۴۱۱
	MB	۱/۳۵۴۳	۱/۲۵۱۵	۱/۳۰۲۷	-۰/۰۱۹۰	۴/۲۲۸۹
	SALES GROWTH	۰/۰۷۷۵	۰/۰۵۸۳	۰/۲۴۲۳	۰/۳۳۹۱	۳/۴۸۶۴
	CASH HOLDINGS	۴/۰۰۷۰	۳/۹۵۶۱	۰/۶۱۲۲	۰/۰۰۳۰	۲/۱۹۶۹
	TANGIBILITY	۵/۰۳۴۹	۵/۰۱۲۱	۰/۴۷۱۸	۰/۱۸۳۲	۲/۷۶۸۲
	BETA	-۰/۰۲۵۲	-۰/۰۲۷۲	۰/۰۳۲۰	۰/۵۰۶۵	۲/۸۹۵۵

می‌شود و در فرضیه ۴ رد شده و روش آثار ثابت پذیرفته می‌شود.

طبق فرضیه اول بین محافظه‌کاری و بازده سهام در شرکت‌های بدون بحران مالی، رابطه معناداری وجود دارد.

در تمامی فرضیه‌ها، فرض صفر آزمون F لیمرد شده و روش داده‌های تابلویی پذیرفته می‌شود. همچنین با توجه به مقدار سطح معناداری به دست آمده از آزمون هاسمن، در تمام فرضیه‌ها به جز فرضیه ۴، فرض صفر آزمون هاسمن تأیید شده و روش آثار تصادفی پذیرفته

جدول (۴) نتایج آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته بازده عادی سهام (R)				
$R = \beta(0) + \beta(1) * CONSERVATISM + \beta(2) * LEVERAGE + \beta(3) * CASHHOLDINGS + \beta(4) * TANGIBILITY + \beta(5) * FRIMSIZE + \beta(6) * MB + \beta(7) * ROA + \beta(8) * SALESGROWTH + \beta(9) * BETA + \epsilon$				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	-۱۷/۴۱۲۴	۲۲/۷۰۴۴	-۰/۷۶۶۹	۰/۴۴۳۸
CONSERVATISM	-۸/۸۲۷۲	۲/۴۸۹۸	-۳/۵۴۵۲	۰/۰۰۰۵
LEVERAGE	-۳/۸۹۱۱	۲/۴۰۷۴	-۱/۶۱۶۳	۰/۱۰۷۲
CASH HOLDINGS	-۱/۲۹۹۶	۱/۴۶۷۴	-۰/۸۸۵۶	۰/۳۷۶۶
TANGIBILITY	۶/۳۰۲۱	۳/۷۴۳۹	۱/۶۸۳۲	۰/۰۹۳۵
FRIM SIZE	۷/۶۹۸۳	۵/۹۸۳۲	۱/۲۸۶۶	۰/۱۹۹۳
MB	۰/۲۱۶۸	۰/۳۱۴۴	۰/۶۸۹۵	۰/۴۹۱۱
ROA	۳۵/۵۳۵۴	۴/۲۶۸۰	۸/۳۲۵۹	۰/۰۰۰۰
SALES GROWTH	۰/۷۶۱۲	۱/۱۰۲۰	۰/۶۹۰۷	۰/۴۹۰۳
BETA	۵۲/۵۰۹۹	۱۹/۸۱۱۹	۲/۶۵۰۴	۰/۰۰۸۵
آماره دورین واتسون		۱/۹۳۵۶	Adjusted R-squared	
Prob(F-statistic)		۰/۰۰۰۰	۰/۵۹۲۹	

با توجه به نتایج حاصل از آزمون الگوی رگرسیون به شرح جدول فوق، مشاهده می شود که مقدار سطح معناداری مربوط به آماره F، برابر ۰/۰۰۰۰ است و نشان می دهد الگو در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۵۹۲۹ است و نشان می دهد ۵۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته با متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی الگو، تبیین شدنی است. همچنین آماره دورین واتسون ۱/۹۳۵۶ است که نشان دهنده عدم خودهمبستگی بین متغیرها است. با

توجه به آماره t و سطح معناداری این متغیر، نتایج نشان دهنده معناداری این ضریب در سطح خطای ۵ درصد است. این یافته ها نشان می دهد بین محافظه کاری و بازده سهام در شرکت های بدون بحران مالی، رابطه منفی و معنادار وجود دارد. طبق فرضیه دوم بین محافظه کاری و بازده سهام در شرکت های دارای بحران مالی، رابطه معناداری وجود دارد.

### جدول (۵) نتایج آزمون فرضیه دوم

متغیر وابسته بازده عادی سهام (R)				
$R = \beta(0) + \beta(1) * CONSERVATISM + \beta(2) * LEVERAGE + \beta(3) * CASHHOLDINGS + \beta(4) * TANGIBILITY + \beta(5) * FRIMSIZE + \beta(6) * MB + \beta(7) * ROA + \beta(8) * SALES GROWTH + \beta(9) * BETA + \epsilon$				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۶۵/۳۶۲۳	۹/۳۰۷۶	۷/۰۲۲۴	۰/۰۰۰۰
CINSERVATISM	۳/۰۸۱۱	۰/۶۹۵۰	۴/۴۳۳۱	۰/۰۰۰۰
LEVERAGE	-۰/۶۱۲۱	۰/۶۲۸۱	-۰/۹۷۴۵	۰/۳۳۰۶
CASH HOLDINGS	۰/۷۲۵۷	۰/۲۸۶۸	۲/۵۲۹۵	۰/۰۱۲۰
TANGIBILITY	۴/۵۹۸۷	۱/۷۲۶۲	۲/۶۶۴۰	۰/۰۰۸۲
FRIM SIZE	-۱۰/۴۹۹۵	۲/۵۱۳۰	-۴/۱۷۷۹	۰/۰۰۰۰
MB	۰/۰۰۱۶	۰/۰۰۵۴	۰/۳۰۹۳	۰/۷۵۷۳
ROA	۹/۷۰۰۵	۰/۰۵۶۰	۴/۷۱۸۱	۰/۰۰۰۰
SALES GROWTH	-۰/۰۴۹۰	۰/۲۰۶۹	-۰/۲۳۶۷	۰/۸۱۳۰
BETA	-۱/۸۶۸۶	۱/۰۲۰۹	-۱/۸۳۰۱	۰/۰۶۸۳
آماره دوربین واتسون		۲/۰۴۰۵	Adjusted R-squared	
Prob(F-statistic)		۰/۰۰۰۰	۰/۵۲۴۶	

با توجه به نتایج حاصل از آزمون الگوی رگرسیون به شرح جدول فوق، مشاهده می شود که مقدار سطح معناداری مربوط به آماره F، برابر ۰/۰۰۰۰ است و نشان می دهد الگو در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۵۲۴۶/ است و نشان می دهد ۵۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته با متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی الگو، تبیین شدنی است. همچنین آماره دوربین واتسون، ۲/۰۴۰۵ است که نشان دهنده عدم خودهمبستگی بین متغیرها است. با

توجه به آماره t و سطح معناداری این متغیر، نتایج نشان دهنده معناداری این ضریب در سطح خطای ۵ درصد است. این یافته ها نشان می دهد بین محافظه کاری سود و بازده سهام در شرکت های دارای بحران مالی، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. مطابق با فرضیه سوم بین محافظه کاری و بازده غیرعادی سهام در شرکت های بدون بحران مالی، رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (٦) نتايج آزمون فرضيه سوم

متغير وابسته بازده غير عادي (AR)				
$AR = \beta(0) + \beta(1) * CONSERVATISM + \beta(2) * LEVERAGE + \beta(3) * CASHHOLDINGS + \beta(4) * TANGIBILITY + \beta(5) * FRIMSIZE + \beta(6) * MB + \beta(7) * ROA + \beta(8) * SALESGROWTH + \beta(9) * BETA + \epsilon$				
متغير	ضريب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معناداري
مقدار ثابت	-٢١/٩٦٩٧	٢٤/٤٨٣٢	-٠/٨٩٧٣	٠/٣٧٠٣
CONSEAVATISM	-٨/٨٤٢٣	١/٦٨٥٢	-٥/٢٤٦٨	٠/٠٠٠٠
LEVERAGE	-٣/١٣٥١	١/٩٢٥٤	-١/٦٢٨٢	٠/١٠٤٦
CASH HOLDINGS	١/٠٩٧٧	١/١٢٠٨	٠/٩٧٩٣	٠/٣٢٨٣
TANGIBILITY	٥/٦٤١١	٣/٩٠٣٤	١/٤٤٥١	٠/١٤٩٦
FRIM SIZE	٦/٧٦١٢	٦/٩٩٢٤	٠/٩٦٦٩	٠/٣٣٤٤
MB	٠/١٩٣٦	٠/٣٣٤٠	٠/٥٧٩٦	٠/٥٦٢٦
ROA	٣٩/٢١٠٣	٤/٠٩٦٣	٩/٥٧٢٠	٠/٠٠٠٠
SALES GROWTH	١/٨٠٣٩	١/٠٦٩٤	١/٦٨٦٨	٠/٠٩٢٨
BETA	٤٦/١٣١٦	٢٠/٦٤٩٠	٢/٢٣٤٠	٠/٠٢٦٣
آماره دوربين واتسون		١/٩٩٦٠	Adjusted R-squared	
Prob(F-statistic)		٠/٠٠٠٠	٠/٥٩٨٢	

با توجه به نتايج حاصل از آزمون الگوي رگرسيون به شرح جدول فوق، مشاهده مي شود كه مقدار سطح معناداري مربوط به آماره F، برابر ٠/٠٠٠٠ است و نشان مي دهد الگو در سطح اطمينان ٩٥ درصد معنادار است. ضريب تعيين تعديل شده برابر ٠/٥٩٨٢ است و نشان مي دهد تقريباً ٦٠ درصد تغييرات متغير وابسته با متغير مستقل و متغيرهاي كنترلي الگو، تبين شديني است. همچنين آماره دوربين واتسون، ١/٩٩٦٠ است كه نشان دهنده عدم خودهمبستگي بين متغيرها است. با

توجه به آماره t و سطح معناداري اين متغير، نتايج نشان دهنده معناداري اين ضريب در سطح خطاي ٥ درصد است. اين يافته ها نشان مي دهد بين محافظه كاري و بازده غير عادي سهام در شركت هاي بدون بحران مالي، رابطه اي منفي و معنادار وجود دارد. بر اساس فرضيه چهارم بين محافظه كاري و بازده غير عادي سهام در شركت هاي داراي بحران مالي، رابطه معناداري وجود دارد.

## جدول (۷) نتایج آزمون فرضیه چهارم

متغیر وابسته بازده غیرعادی (AR)				
AR = $\beta(0) + \beta(1) * CONSERVATISM + \beta(2) * LEVERAGE + \beta(3) * CASHHOLDINGS + \beta(4) * TANGIBILITY + \beta(5) * FRIMSIZE + \beta(6) * MB + \beta(7) * ROA + \beta(8) * SALES GROWTH + \beta(9) * BETA + \varepsilon$				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۶۰/۲۲۸۲	۴۱/۱۷۴۸	۱/۴۶۲۷	۰/۱۴۴۷
CONSERVATISM	۲/۵۴۱۶	۰/۳۹۳۱	۶/۴۶۴۱	۰/۰۰۰۰
LEVERAGE	-۴/۹۴۴۱	۱/۳۹۱۴	-۳/۵۵۳۱	۰/۰۰۰۴
CASH HOLDINGS	-۶/۴۲۲۲	۱/۴۳۱۹	-۴/۴۸۴۸	۰/۰۰۰۰
TANGIBILITY	۲۰/۲۳۹۰	۹/۱۴۶۷	۲/۲۱۲۷	۰/۰۲۷۷
FRIM SIZE	-۲۲/۳۴۵۹	۹/۹۰۰۹	-۲/۲۵۹۶	۰/۰۲۴۸
MB	-۰/۰۲۵۳	۰/۰۳۶۸	-۰/۶۸۷۳	۰/۴۹۲۵
ROA	۴/۷۸۵۶	۸/۸۶۰۸	۰/۵۶۰۰	۰/۵۸۹۶
SALES GROWTH	۳/۷۲۳۷	۲/۱۱۱۸	۱/۷۶۳۲	۰/۰۷۹۰
BETA	۱۷/۵۷۰۰	۹/۲۳۷۸	۱/۹۱۰۱۹	۰/۰۵۸۲
آماره دوربین واتسون		۲/۲۷۱۱	Adjusted R-squared	
Prob(F-statistic)		۰/۰۰۰۰	۰/۵۰۵۱	

و بازده غیرعادی سهام در شرکت‌های دارای بحران مالی، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

## نتیجه‌گیری و پیشنهادها

این پژوهش، محافظه‌کاری در شرکت‌های دارای بحران مالی و بدون بحران مالی و تأثیر آن بر عملکرد ارزش سهام (که با بازده سهام و بازده غیرعادی سهام اندازه‌گیری شده است) را بررسی می‌کند. نتایج به‌دست آمده از فرضیه‌های اول و دوم نشان می‌دهد در شرکت‌های بدون بحران مالی بین محافظه‌کاری و بازده سهام، رابطه منفی و معناداری وجود دارد و همچنین در شرکت‌های دارای بحران مالی، رابطه مثبت و معناداری

با توجه به نتایج حاصل از آزمون الگوی رگرسیون به‌شرح جدول فوق، مشاهده می‌شود مقدار سطح معناداری مربوط به آماره F برابر ۰/۰۰۰۰ است و نشان می‌دهد الگو در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۵۰۵۱ است و نشان می‌دهد تقریباً ۵۱ درصد تغییرات متغیر وابسته با متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی الگو، تبیین‌شدنی است. همچنین آماره دوربین واتسون، ۲/۲۷۱۱ است که نشان‌دهنده عدم خودهمبستگی بین متغیرها است. با توجه به آماره t و سطح معناداری این متغیر، نتایج نشان‌دهنده معناداری این ضریب در سطح خطای ۵ درصد است. این یافته‌ها نشان می‌دهد بین محافظه‌کاری

عملکرد آن شرکت‌ها و انجام اقدامات مقتضی درباره تعیین تکلیف شرکت‌های مذکور برای عضو شدن یا نشدن در بورس اوراق بهادار تهران و از همه مهم‌تر، اطلاع‌رسانی صحیح و به‌موقع به سهامداران و سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه این شرکت‌ها برای آگاهی از وضعیت شرکت‌های دارای بحران مالی برای حفظ و حمایت از ثروت سهامداران و سرمایه‌گذاران و به‌طور اعم، فعالان بازار سرمایه اقدام کند تا شاید اینگونه با شفاف‌سازی روند اطلاعات در بازار سرمایه، بازاری کارا و اثربخش بتوان ایجاد کرد. برای پژوهش‌های آینده پیشنهاد می‌شود از روش‌های دیگری استفاده شود که برای اندازه‌گیری محافظه کاری معرفی شده است و مشاهده کرد که نتایج حاصل از پژوهش را می‌تواند تحت تأثیر قرار دهند یا خیر. همچنین موضوع پژوهش را در صنایع مختلف می‌توان بررسی کرد و با توجه به تفاوت ماهیت فعالیت شرکت‌ها و صنایع مختلف، نتایج حاصل را با نتایج این پژوهش مقایسه کرد.

## References

- [1] Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2011). Evidence on the role of accounting conservatism in monitoring managers' investment decisions. *Accounting & Finance*. 51(3): 609-633.
- [2] Asadi, G. H., & Bayat, M. (2015). The impact of conditional and un conditional conservatism on firm value. *Journal of Management Accounting*. 24(8):1-12.
- [3] Ball, R., Kothari, S. P., & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*. 29(1): 1-51
- [4] Ball, R., & Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*. 39(1): 83-128.
- [5] Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings.

بین محافظه کاری و بازده سهام وجود دارد. نتایج به‌دست آمده از فرضیه‌های سوم و چهارم نشان می‌دهد در شرکت‌های بدون بحران مالی بین محافظه کاری و بازده غیرعادی سهام، رابطه منفی و معناداری وجود دارد؛ اما در شرکت‌های بدون بحران مالی بین محافظه کاری و بازده غیرعادی سهام، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. با توجه به نتایج به‌دست آمده از فرضیه‌ها، شرکت‌های دارای بحران مالی در طول دوره بحران مالی، سیاست‌های محافظه کارانه بیشتری نسبت به شرکت‌های بدون بحران مالی اتخاذ می‌کنند. در نتیجه زیان ارزش شرکت کمتری نسبت به شرکت‌های بدون بحران مالی دارند. همچنین در شرکت‌های دارای بحران مالی، محافظه کاری حسابداری می‌تواند رفتار جانبدارانه مدیر را در بیش‌نمایی سود خنثی کند و به تأخیر اندازد. در نتیجه پرداخت‌های اضافی به مدیر و سایر گروه‌ها نظیر سهامداران محدود می‌شود و ارزش شرکت نیز در بلندمدت افزایش می‌یابد؛ بنابراین افزایش محافظه کاری موجب ارتقاء ارزش شرکت‌های دارای بحران مالی در بلندمدت می‌شود. پس محافظه کاری حسابداری در تنظیم قرارداد با گروه‌های مختلف برای کاهش رفتار جانبدارانه مدیر به‌عنوان یک ساز و کار مؤثر می‌تواند عمل کند.

با توجه به نتایج فرضیه‌های این پژوهش به سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران توصیه می‌شود برای تصمیم‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و بلندمدت، در کنار استفاده از ارقام ارائه شده در صورت‌های مالی به روش‌های حسابداری شرکت‌ها از جمله اتخاذ شیوه‌های حسابداری محافظه کارانه در تولید ارقام مذکور توجه کنند. به بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود با شناسایی شرکت‌های دارای بحران مالی، نظارت بر

- Graduate College at the University of Nebraska.
- [17] Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. 3(4): 305-360.
- [18] Kim, Y., Li, S., Pan, & Zuo, L. (2013). The role of accounting conservatism in the quality market: Evidence from seasoned equality offering. [http://Paper.ssrn.com/sol3/Paper.cfm?abstract\\_id=2170179](http://Paper.ssrn.com/sol3/Paper.cfm?abstract_id=2170179)
- [19] Kim, J. B., & Yi, C. H. (2006). Ownership structure, business group affiliation, listing status, and earnings management: Evidence from Korea. *Contemporary Accounting Research*. 23(2): 427-464.
- [20] Kim, J.-B., & Zhang, L. (2010). Does accounting conservatism reduce stock price crash risk? Firm-level evidence. *Working paper*, City University of Hong Kong.
- [21] Klein, A., & Marquardt, C. (2006) Fundamentals of accounting losses, *The Accounting Review* 81(1):2-19.
- [22] LaFond, R., & Watts, R. L. (2008). The information role of conservatism. *The Accounting Review*. 83(2): 447-478.
- [23] Lemmon, M., & Lins, K. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: evidence from the East Asian financial crisis. *The Journal of Finance*. 58(4):1445-1468.
- [24] Louis, H., Sun, A., & Urcan, O. (2012). Value of cash holdings and accounting conservatism. *Contemporary Accounting Research, Forthcoming*.
- [25] Manganarisa, P., Spathisa, C., & Dasilasb, A. (2015). The effects of mandatory IFRS adoption and conditional conservatism on European bank values. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. 24:72-81.
- [26] McKee, T. M., Eilifsen, A., & Lensberg, T. (2006). Bankruptcy theory development and classification via genetic programming European. *Journal of Operational Research*. 169: 667-697.
- [27] Mitton, T. (2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*. 64(2): 215-241.
- Journal of Accounting and Economics*, 24(1): 3-37.
- [6] Biddle, G. C., Mary L. M. & Frank M. S. (2010) Accounting conservatism and Bankruptcy Risk, *Financial Accounting and Reporting Section*, Available at : [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 1-20.
- [7] Biddle, G., Ma, M., & Song, F. (2011). Accounting conservatism and bankruptcy risk. *Working paper, University of Hong Kong*.
- [8] Eslami B. G., Nikomaram, H & Banimahdi, B. (2012). Relation between accounting conservatism and financial crises in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Knowledge of Securities Analysis*. 1(9): 125-146.
- [9] Easley, D., O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *The Journal of Finance*. 59(4): 1553-1583.
- [10] Francis, B., Iftexhar, H., & Wu, Q. (2012). The benefits of conservative accounting to shareholders: Evidence from the financial crisis. *Lally School of Management and Technology, Working Paper*.
- [11] Haji, Z., & Ghaammaghmi, M. (2012). Investigation on the role of conservative the reduction of company bankruptcy risk. *Journal of Management Accounting*. 2(13): 1-15.
- [12] Hendriksen, E.S. & Berda, M. F. (1992). *Accounting theory*, 5th Edition, Irwin: Pence-Hill.
- [13] Gigler, F., Kanodia, C., Sapr, H., & Venugopalan, R. (2009). Accounting conservatism and the efficiency of debt contracts. *Journal of Accounting Research*. 47(3): 767-797.
- [14] Givoly, D. & Hayn, C. (2000), The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative? *Journal of Accounting and Economics*. 29(3):287-320.
- [15] Guay, W., & Verrecchia, R. (2006). Discussion of an economic framework for conservative accounting and bushman and piotroski (2006). *Journal of Accounting and Economics*. (42): 149-165.
- [16] Jantadej, P. (2006). *Using the combination of cash flow components to predict finance distress*. Ph.D. The

- International Financial Management and Accounting*. 21:32-61.
- [32] Watts, R. L. (2003) Conservatism in accounting, Part I: Explanations and implications. *Accounting Horizons*. 17(3):207-221.
- [33] Zhang, J. (2008). The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of Accounting and Economics* 45(1): 27-54.
- [34] Ziobrowski A. J., Ping C., James W. B., & Brigitte J. (2004). Abnormal returns from the common stock investments of the U.S. senate. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 39(4):98-195.
- [28] Pastena, V. & Ruland., W. (1986). The Merger / Bankruptcy alternative. *Journal of Accounting Research*. 61(2): 288-301.
- [29] Setayesh, M. & Jamalianpour, M. (2011). Studying existence of conditional conservatism and negative news of Future on listed companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Advances*. 3(58): 15-119.
- [30] Ryan, S. (2006) Identifying conditional conservatism. *European Accounting Review*. 15(4):511-525.
- [31] Vichitsarawong, T., & Eng, L. (2010). The impact of the Asian financial crisis on conservatism and timeliness of earnings: Evidence from Hong Kong, Alaysia, Singapore, and Thailand, *Journal of*

