

محافظه کاری حسابداری و کارایی سرمایه گذاری

نسیم دانش^۱

مهرداد گلیجانی^{۲*}

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۷/۱۲ تاریخ چاپ: ۱۴۰۲/۰۹/۳۰

چکیده

تأثیر محافظه کاری بر کارایی سرمایه گذاری شرکت ها از موضوعاتی است که پژوهش های زیادی را در ادبیات مالی موجب شده است. هدف از انجام تحقیق حاضر بررسی تأثیر محافظه کاری حسابداری بر کارایی سرمایه گذاری شرکت می باشد. داده های تحقیق برای ۱۱۶ شرکت نمونه آماری از میان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ انتخاب گردیده اند و به روش داده های تابلویی و مدل اثرات ثابت مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند. نتایج تحقیق نشان داد در شرکت هایی که میزان سرمایه گذاری کمتر است، محافظه کاری باعث افزایش کارایی سرمایه گذاری می شود، بنابراین فرضیه اول مبنی بر وجود ارتباط معنادار بین محافظه کاری و افزایش کارایی سرمایه گذاری تایید گردید. همچنین بنابر نتایج به دست آمده در شرکت هایی که میزان سرمایه گذاری بیشتر است، محافظه کاری باعث کاهش کارایی سرمایه گذاری می شود و به این ترتیب فرضیه دوم پژوهش نیز تایید شد. در نهایت بر مبنای نتایج، عدم تقارن اطلاعاتی اثر تعدیل کننده بر ارتباط بین محافظه کاری و کارایی سرمایه گذاری ندارد، بنابراین فرضیه سوم تحقیق مورد تایید قرار نگرفته است.

واژگان کلیدی

محافظه کاری، کارایی سرمایه گذاری، عدم تقارن اطلاعاتی.

۱- دانشجوی دکتری حسابداری، واحد تنکابن، دانشگاه آزاد اسلامی، تنکابن، ایران. (Nasim.danesh1028@gmail.com)

۲- استادیار گروه حسابداری، واحد تنکابن، دانشگاه آزاد اسلامی، تنکابن، ایران. (*نویسنده مسئول: m.goleyjani1@yahoo.com)

۱. مقدمه

محققان تاکنون تعاریف گوناگونی از محافظه‌کاری حسابداری ارائه داده‌اند. باسو^۱ (۱۹۹۷) محافظه‌کاری حسابداری را این چنین تعریف کرده است: روشی که طبق آن، در واکنش به اخبار بد، شناسایی عایدات و خالص دارایی‌ها کاهش می‌یابد و این در حالی است که در واکنش به اخبار خوب شناسایی عایدات و خالص دارایی‌ها افزایش نمی‌یابد. اما بیشتر محققان در مباحث مربوط به ارزش‌گذاری دارایی‌ها، طبق مبانی حسابداری، بیشتر به تعاریفی که فِلسام و اولسونز^۲ (۱۹۹۵) از محافظه‌کاری دارند اشاره می‌کنند. آن‌ها محافظه‌کاری حسابداری را این گونه تعریف می‌کنند: انتظار اینکه خالص ارزش دارایی‌های گزارش شده توسط یک شرکت در بلند مدت از ارزش بازار آن کمتر خواهد بود. طبق این تعریف استفاده از بهای تمام شده در شناسایی سرمایه‌گذاری‌ها باعث ایجاد انتظار خالص ارزش فعلی مثبت از سرمایه‌گذاری‌ها خواهد شد. زیرا تحلیل‌گران انتظار دارند که این سرمایه‌گذاری‌ها ممکن است کمتر از ارزش آن‌ها برآورد شده باشند. تحقیقات صورت گرفته توسط بیور و رایان^۳ (۲۰۰۰) نیز مشابه همین دیدگاه از محافظه‌کاری حسابداری می‌باشد که محافظه‌کاری حسابداری را تفاوت بین ارزش بازار و ارزش دفتری دارایی‌ها عنوان می‌کنند. پنمن و ژانگ^۴ (۲۰۰۲) نیز محافظه‌کاری حسابداری را انتخاب روش و برآوردی از حسابداری می‌دانند که ارزش دفتری دارایی‌ها را به گونه‌ای بارز، پایین نشان می‌دهد.

به‌طور کلی مدیران در راستای عمل به برنامه ریزی‌های استراتژیک شرکت باید پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت را تأمین مالی و اجرا کنند، اما همیشه این گونه نیست. محققان معتقدند، عدم تقارن اطلاعاتی، به‌واسطه وجود اطلاعات محرمانه بین مالکان و مدیران شرکت‌ها و همچنین مشکلات نمایندگی ناشی از جدایی مالکیت و مدیریت می‌تواند دلایلی را در رابطه با انحراف میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها نسبت به قبول پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت و یا رد پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی، ارائه دهد (وردی و هیلاری و بیدل^۵، ۲۰۰۹).

از سوی دیگر مطالعات بسیاری منافع اطلاعاتی محافظه‌کاری را مبنی بر کاهش مشکلات (ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی) بیان کرده‌اند. گارسیا لارا^۶ (۲۰۱۰) محافظه‌کاری در حسابداری از طریق الزام به شناسایی سریع‌تر زیان‌ها و تأیید پذیری بیشتر برای شناسایی سودها، به‌عنوان عاملی تأثیرگذار بر عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی محسوب می‌شود (وردی، ۲۰۰۶).

تحقیقات حسابداری نیز نشان می‌دهد که، گزارش‌های مالی سالانه شرکت‌ها از منابع مهم اطلاعاتی مورد استفاده سهامداران و اعتباردهندگان، به‌عنوان دو گروه اصلی سرمایه‌گذاران در شرکت‌ها، تلقی می‌شود. سهامداران در پی

¹. Basu

². Feltsom & Olsons

³. Beaver & Ryan

⁴. Penman & Zhang

⁵. Verdi & Hilary & Beadle

⁶. Garcia Lara

کسب منافع حاصل از افزایش قیمت سهام و یا سود حاصل از فعالیت‌های شرکت و اعتباردهندگان به دنبال کسب اصل و بهره و ام‌های اعطایی، به عنوان بازده مورد انتظارشان، خواهان اطلاعات مربوط و قابل اتکا در گزارش‌های مالی سالانه شرکت‌ها هستند (فخاری و رسولی^۷، ۱۳۹۱).

بیدل و همکاران^۸ (۲۰۰۹) در تحقیقات خود نشان دادند، کیفیت بالاتر گزارشگری مالی، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی و به دنبال آن افزایش کارایی سرمایه‌گذاری را در پی خواهد داشت. بر مبنای نظرات فوق این سؤال قابل طرح است که چگونه محافظه کاری می‌تواند بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد؟ اگر چه در سایر کشورها با بازارهای توسعه یافته تا حدودی به این سؤال پاسخ داده شده ولی، به دلیل فقدان چنین تحقیقاتی در بازار نوظهور سرمایه ایران این پژوهش در صدد است تا به باز آزمایی اثر محافظه کاری بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها بپردازد.

۲. مبانی نظری و ادبیات پژوهش

۲-۱. سرمایه گذاری

سرمایه‌گذاری تعهد پول یا سرمایه برای خرید مالی وسایل یا دارایی‌های دیگر، به منظور منفعت و برگشت‌های سودمند و مفید در قالب بهره، سود سهام یا قدردانی از ارزش و سایل (منافع سرمایه) است. اهمیت سرمایه‌گذاری برای رشد و توسعه اقتصادی و اجتماعی به اندازه ای است که از آن به عنوان یکی از اهرم‌های قوی برای رسیدن به توسعه یاد می‌شود. اما باید به یاد داشت که به همان میزان که توجه به این امر می‌تواند با افتادن در یک دور مثبت، باعث رشد و شکوفایی اقتصاد شود، عدم توجه به آن نیز می‌تواند موجب افت اقتصادی و فرو غلتیدن به یک سیر نزولی و دور منفی شود. بنابراین، باید گفت که رشد اقتصادی و افزایش رفاه عمومی در بلند مدت بدون توجه به سرمایه‌گذاری و عوامل مهم موجود در محیط سرمایه‌گذاری، که بر آن تأثیر می‌گذارد امکان‌پذیر نیست. یکی از این عوامل، ریسک و بازده سرمایه گذاری است (ابزری و همکاران^۹، ۱۳۸۵).

از دیدگاه کلی، سرمایه‌گذاری به معنای مصرف پول‌های در دسترس برای دستیابی به پول‌هایی بیشتر در آینده است. به عبارت دیگر سرمایه‌گذاری یعنی به تعویق انداختن مصرف فعلی برای دستیابی به امکان مصرف بیشتر در آینده (روان پاک ورجایی^{۱۰}، ۱۳۹۳).

۲-۲. محافظه کاری

محافظه کاری بیانگر این است که هزینه‌ها باید زودتر و درآمدها دیرتر شناسایی شود. در مفاهیم نظری حسابداری، محافظه کاری به عنوان (واکنش محتاطانه در مقابل عدم اطمینان) و به منظور حمایت از حقوق صاحبان سهام و

⁷. Fakhari & Rasouli

⁸. Biddle et al

⁹. Abzari et al

¹⁰. Rwanpak & Rajaei

اعتباردهندگان شناخته می‌شود، به‌طوری که برای شناسایی اخبار خوب در صورت‌های مالی نسبت به اخبار بد سطح بالاتری از قابلیت رسیدگی و تاییدپذیری را الزامی می‌نماید (مجتهدزاده و فرشی^{۱۱}، ۱۳۹۱).

در پاراگراف ۹۵ بیانیه مفاهیم حسابداری شماره دو نیز برای تشریح محافظه‌کاری چنین آمده است: اگر دو برآورد از یک مبلغ دریافتی یا پرداختنی آتی وجود داشته باشد و احتمال وقوع هر دو یکسان باشد، محافظه‌کاری استفاده از برآوردی را دیکته می‌کند که کمتر خوش‌بینانه است (هیئت استانداردهای حسابداری مالی^{۱۲}، ۱۹۸۰).

۳-۲. پیشینه تحقیق

۳-۲-۱. تحقیقات خارجی

کامپلو و گراهام^{۱۳} (۲۰۱۳) تأثیر حباب‌های قیمتی سهام را بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و نگهداشت وجه نقد شرکت‌های ایالات متحده بررسی کردند. تعداد نمونه مورد بررسی آنها ۱۹۴۳ شرکت و دوره زمانی پژوهش آنها طی سال‌های ۱۹۷۳ تا ۲۰۰۳ است. نتایج نشان داد که ارزشیابی نادرست تأثیر مثبت و معناداری بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاری برای هر دو گروه از شرکت‌ها دارد، اما این تأثیر برای شرکت‌های دچار محدودیت‌های مالی، قوی‌تر است. همچنین، نتایج نشان می‌دهد رابطه مثبت و معناداری بین قیمت‌های حبابی و نگهداشت وجه نقد برای شرکت‌های دچار محدودیت مالی وجود دارد و نتایج حاصل از بررسی تأثیر قیمت‌های حبابی بر روی انتشار سهام توسط شرکت‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌های دچار محدودیت مالی در واکنش به قیمت‌های حبابی (اجزای غیر بنیادی قیمت سهام) سهام بیشتری منتشر می‌نمایند (یوسف پور^{۱۴}، ۱۳۹۴).

ژو و همکاران^{۱۵} (۲۰۱۲) ارتباط بین محافظه‌کاری و کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی کردند نتایج نشان داد که افزایش اعمال محافظه‌کاری، منجر به افزایش کارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌شود.

احمد و دوئل من^{۱۶} (۲۰۱۱) به بررسی نقش محافظه‌کاری در تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران پرداختند. در این پژوهش، برای اندازه‌گیری تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران از دو معیار قابلیت سودآوری و هزینه‌های اقلام استثنائی استفاده کردند. شواهد تجربی این پژوهش نشان داد که بین محافظه‌کاری و قابلیت سودآوری ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد. همچنین بین محافظه‌کاری و هزینه‌های اقلام استثنائی آتی، ارتباط منفی وجود دارد. به این معنی که با افزایش محافظه‌کاری، قابلیت سودآوری آتی افزایش و هزینه‌های اقلام استثنائی آتی کاهش می‌یابد.

رینوفا و ترینگاهو^{۱۷} (۲۰۱۱) بر اساس نمونه‌ای از شرکت بورسی کشور مالزی طی دوره زمانی ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۷، نقش ارزشیابی نادرست را بر روی رفتار سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه شرکت‌ها بررسی کردند. نتایج نشان داد که ارزشیابی

¹¹. Mojtahedzadeh & Farshi

¹². Financial Accounting Standards Board

¹³. Kamplo & Graham

¹⁴. Yusefpour

¹⁵. Zhu et al

¹⁶. Ahmad & Doelman

¹⁷. Rinufa & Tringaho

نادرست بازار تأثیری مثبت بر روی رفتار سرمایه گذاری شرکت‌ها دارد، اما این تأثیر به مقدار ناچیز و بی اهمیت بین شرکت‌های با محدودیت مالی بالا و شرکت‌های بدون محدودیت مالی متفاوت است (نقش تئوری زمان بندی بازار) علاوه بر این، نتایج حاصل از بررسی ارزشیابی نادرست روی ساختار سرمایه شرکت‌ها نشان می‌دهد که ارزشیابی نادرست تأثیری منفی بر روی اهرم مالی دارد (یوسف پور، ۱۳۹۴).

گارسیا لارا و همکاران (۲۰۱۰) به بررسی محافظه کاری مشروط و کارایی سرمایه گذاری پرداختند. نتایج نشان داد که بین محافظه کاری و کارایی سرمایه گذاری ارتباط مثبت وجود دارد. در این پژوهش آن‌ها نشان دادند که محافظه کاری یکی از ویژگی‌های کیفیت بالای حسابداری است و محافظه کاری مشروط، بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری را با محدودیت مواجه می‌سازد. همچنین آن‌ها ارتباط بین محافظه کاری و پیامد آتی تصمیمات سرمایه گذاری را بررسی کردند. در این پژوهش، قابلیت سودآوری آتی و بازده آتی سهام به عنوان دو پیامد تصمیمات سرمایه گذاری مورد نظر قرار گرفت. آنها دریافتند که بین محافظه کاری و پیامد آتی تصمیمات سرمایه گذاری ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد. ماتائو^{۱۸} (۲۰۱۰) به بررسی اثرات محافظه کاری حسابداری بر انگیزه های سرمایه گذاری توسط مدیران پرداخت. نتایج بررسی بیانگر رابطه منفی بین محافظه کاری و سرمایه گذاری شرکت و عملکرد عملیاتی آتی برای شرکت‌هایی بود که با محدودیت مالی مواجه بودند. این همبستگی منفی بین سرمایه گذاری و محافظه کاری را می‌توان با استفاده از ادبیات موضوع توجیه کرد. به این صورت که محافظه کاری می‌تواند موجب ایجاد انگیزه‌های ناسالم در جهت سرمایه گذاری توسط مدیران شود و آنها از پذیرش پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت صرف نظر کنند.

بندی و همکاران^{۱۹} (۲۰۰۹) در تحقیقی به بررسی نقش محافظه کاری حسابداری در مربوط بودن و قابل اعتماد بودن سودهای جاری، پرداختند. نتایج آن‌ها علاوه بر مطابقت با بیانیه شماره ۲ مفاهیم حسابداری مالی، بیانگر این بود که محافظه کاری در حسابداری، قابل اعتماد بودن سود جاری را فدای مربوط بودن آن می‌کند. در این تحقیق، مربوط بودن به عنوان توانایی سود جاری در پیش بینی جریان‌های نقدی آتی و قابل اعتماد بودن به عنوان توانایی سود جاری در پیش بینی سودهای آتی در نظر گرفته شده است.

بیتی و همکاران^{۲۰} (۲۰۰۸) به بررسی شروط محافظه کارانه گنجانده شده در قراردادهای بدهی پرداختند. آنها بیان کردند هنگامی که هزینه‌های نمایندگی بدهی بالاتر است، این شروط قراردادی بیشتر مورد استفاده قرار می‌گیرند. با این حال شواهد ایشان بیانگر این بود که شروط قراردادی تقاضای اعتباردهندگان برای محافظه کاری را به تنهایی برآورده نمی‌سازد، بنابراین برای کاهش هزینه‌های نمایندگی بدهی نیاز به استفاده از حسابداری محافظه کارانه نیز می‌باشد.

¹⁸. Ma, T

¹⁹. Bendi et al.

²⁰. Betty et al

ژانگ^{۲۱} (۲۰۰۸) به بررسی مزایای حسابداری محافظه کارانه برای طرفین قراردادهای بدهی پرداخت. نتایج نشان داد که در صورت استفاده از حسابداری محافظه کارانه (وجود شروطی برای حسابداری محافظه کارانه در قرار داد بدهی)، چنانچه اعتبار گیرندگان این شروط را نقض نمایند، اعتباردهندگان از مزایایی مانند سر رسید نمودن پیش از موعد بدهی و تحمیل جریمه ناشی از تخطی اعتبار گیرندگان، بهره مند می شوند. از طرفی اعتباردهندگان نیز نرخ بهره کمتری از شرکت های استفاده کننده از حسابداری محافظه کارانه طلب کرده و استقراض کنندگان نیز از مزایایی مانند نرخ بهره پرداختی کمتر، ناشی از کاهش هزینه های نمایندگی بدهی، منتفع می شوند.

لارا و همکاران^{۲۲} (۲۰۰۷) نشان دادند محافظه کاری موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش هزینه سرمایه شرکت می شود. در این تحقیق نشان داده می شود که هرچه محافظه کاری پایین تر باشد. سرمایه گذاران انتظار کسب بازده بالاتری دارند. این تحقیق نشان می دهد که سرمایه گذاران برای محافظه کاری ارزش قائل هستند چرا که اولاً به سرمایه گذاران کمک می کند تا بین پروژه های سرمایه گذاری خوب و بد تمایز قائل شوند ثانیاً باعث کاهش مشکلات آتی بنگاه می شود ثالثاً به مدیران این اجازه را نمی دهد تا در گزارشات خود از عملکرد واقعی شرکت منحرف شوند یا هزینه های سنگینی را به خاطر این دستک آری به شرکت تحمیل کنند. همچنین محافظه کاری محدودی کمتری برای برآورد جریان های نقدی آتی شرکت فراهم می نماید که موجب می شود ریسک اطلاعاتی کاهش یابد و روشن می کند که جدا شدن از قابلیت اتکا برای رسیدن به مربوط بودن باعث افزایش ریسک سرمایه گذاران و هزینه سرمایه شرکت می شود.

لافوند و واتز^{۲۳} (۲۰۰۷) نشان دادند که عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران آگاه و ناآگاه در شرکت باعث به وجود آمدن محافظه کاری در صورت های مالی می شود. محافظه کاری باعث کاهش انگیزه و توانایی مدیران برای دست کاری در اعداد حسابداری شده و عدم تقارن اطلاعاتی و زیان های سنگین ناشی از این امر در شرکت کاهش می یابد که موجب افزایش در ارزش شرکت می شود.

واروج و همکاران^{۲۴} (۲۰۰۵) به بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری شرکت ها پرداختند. آن ها نمونه ای از شرکت های پذیرفته شده در بورس کانادا را طی سال های ۱۹۸۲ تا ۱۹۹۹ انتخاب کردند. دو اندازه از اهرم را مورد استفاده قرار دادند. نتایج نشان داد که بین اهرم مالی و سرمایه گذاری رابطه منفی وجود دارد. این رابطه منفی برای شرکت های با فرصت رشد کم قوی تر است. نتایج آنان مؤید این موضوع بود که اهرم در شرکت های با فرصت رشد ضعیف، نقش مهارکنندگی دارد (یوسف پور، ۱۳۹۴).

مک کانل و سرواز^{۲۵} (۱۹۹۵) در پژوهشی به بررسی رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری، ارزش شرکت و اهرم مالی پرداختند. آن ها نمونه ای از، شرکت های غیر مالی آمریکا را در سال های ۱۹۷۶، ۱۹۸۶ و ۱۹۸۸ انتخاب کردند. نتایج

²¹. Zhang, J

²². Lara et al

²³. Laffond & Watts

²⁴. Varuj et al.

²⁵. Mc Connell & servaz

تحقیق حاکی از این مطلب بود که برای شرکت‌های با فرصت رشد بالا بین ارزش شرکت و اهرم مالی رابطه منفی وجود دارد. اما در مورد شرکت‌های با فرصت رشد محدود این رابطه مثبت است. به عبارت دیگر افزایش بدهی‌ها الزاماً مانعی برای رشد شرکت‌ها نخواهد بود (یوسف‌پور، ۱۳۹۴).

۲-۳-۲. تحقیقات داخلی

اسدی و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر محافظه کاری حسابداری بر تصمیمات سرمایه گذاری مدیران پرداختند. این تحقیق به بررسی رابطه محافظه کاری حسابداری با سودآوری آتی، به عنوان معیاری از تصمیمات سرمایه گذاری مدیران، در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ می‌پردازد. باتوجه به مزایای محافظه کاری در بهبود کارایی تصمیمات سرمایه گذاری، فرض شده است که رابطه مستقیمی میان محافظه کاری حسابداری و سودآوری آتی وجود دارد. بر اساس یافته‌های تحقیق رابطه معناداری بین محافظه کاری حسابداری و معیارهای سودآوری آتی وجود نداشت. نتایج نشان داد که محافظه کاری حسابداری نقش بااهمیتی در تصمیمات سرمایه گذاری مدیران ایفا نمی‌کند.

حسینی (۱۳۹۲) به مطالعه رابطه بین حساسیت جریان نقد سرمایه گذاری و محافظه کاری حسابداری پرداخت. نتایج نشان داد بین شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه گذاری و شاخص محافظه کاری حسابداری رابطه منفی معناداری وجود دارد. این یافته منطبق بر دیدگاه قراردادهای کارا است. به گونه‌ای که شرکت‌های با درجه بالاتر گزارشگری محافظه کارانه، حساسیت جریان نقد سرمایه گذاری کمتری خواهند داشت.

ستایش و شمس‌الدینی (۱۳۹۲) به بررسی سازه‌های مؤثر بر سطوح محافظه کاری حسابداری شرکت‌ها پرداختند. نتایج حاکی از برتری روش مبتنی بر ارقام تعهدی بر روش مبتنی بر ارقام تعهدی غیرعملیاتی و برتری روش مبتنی بر ارقام تعهدی غیرعملیاتی بر روش بازار جهت محاسبه محافظه کاری است. نتایج پژوهش نشان داد که ارقام ترازنامه در مقایسه با ارقام گزارش سود یا زیان دارای ارتباط قوی تری با محافظه کاری می‌باشند.

خدای پور و مالکی نیا (۱۳۹۱) به بررسی رابطه بین میزان محافظه کاری شرطی و اخبار منفی آینده پرداختند. یافته‌ها نشان داد که رابطه منفی و معنادار بین محافظه کاری شرطی اعمال شده و احتمال اخبار منفی آینده وجود دارد. همچنین، نتایج حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین محافظه کاری شرطی و واکنش بازار به اخبار خوب و بد شرکت‌ها است. علاوه بر این، وجود رابطه معنادار بین اندازه شرکت و درجه اهرم مالی آن با بازده غیرعادی شرکت مورد تأیید قرار گرفت.

دستگیر و همکاران (۱۳۹۱) تأثیر جریان وجوه نقد عملیاتی و اندازه شرکت را بر تصمیم‌های سرمایه گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. نمونه مورد بررسی پژوهش ۱۰۴ شرکت در طی دوره ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ است. نتایج نشان داد که رابطه معنادار بین جریان وجوه نقد عملیاتی و تصمیم

سرمایه‌گذاری در دارایی سرمایه‌ای وجود دارد که این رابطه در شرکت‌های کوچک بیشتر است. همچنین، با افزایش اندازه شرکت تحصیل دارایی‌های سرمایه‌ای کاهش می‌یابد.

محمود آبادی و مهتری (۱۳۹۰) رابطه بین محافظه‌کاری و کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. نتایج نشان داد که محافظه‌کاری منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود.

کریمی و همکاران (۱۳۸۹) تأثیر اهرم مالی و فرصت‌های رشد را بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران سنجیدند. تعداد نمونه مورد بررسی، ۱۰۴ شرکت و دوره زمانی پژوهش از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ است. نتایج حاصل از پژوهش رابطه منفی و معنادار بین اهرم مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را نشان داد، بدین صورت که شرکت‌هایی با نسبت بدهی بالاتر، سرمایه‌گذاری کمتری انجام می‌دهند. همچنین، آن‌ها هیچ‌گونه رابطه معناداری بین فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پیدا نکردند.

صالحی و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی رابطه کیفیت حسابداری و محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی در گزارشگری مالی پرداختند. نتایج نشان داد بین دوره تصدی حسابرسان و محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی رابطه معناداری وجود ندارد، اما بین اندازه حسابرسان و محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی رابطه مستقیم و معنادار وجود دارد، به عبارتی، واحدهای تجاری به موازات استفاده از حسابرسان بزرگ، محافظه‌کاری بیشتری در گزارشگری مالی اعمال می‌کنند.

مهرانی و همکاران (۱۳۸۹) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین مالکیت نهادی و حسابداری محافظه‌کارانه پرداختند. آنها بیان کردند که رویه‌های حسابداری محافظه‌کارانه، مدیران را از رفتار فرصت طلبانه بازداشته و قابلیت اتکای اطلاعات مالی را افزایش می‌دهد. آنها به این نتیجه رسیدند که با افزایش سطح مالکیت نهادی، تمایل شرکت‌ها به استفاده از رویه‌های محافظه‌کارانه بیشتر می‌شود.

فروغی و صادقی (۱۳۸۹) به بررسی رابطه بین محافظه‌کاری و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. یافته‌های پژوهش آن‌ها بر اساس اطلاعات یک دوره نه ساله بیانگر این مطلب بود که محافظه‌کاری منجر به کاهش بیش سرمایه‌گذاری می‌شود. همچنین محافظه‌کاری حسابداری باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود.

نوروش و یزدان (۱۳۸۸) در تحقیقی به بررسی رابطه بین اهرم مالی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آن‌ها در این تحقیق ۹۸ شرکت که طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشتند را به عنوان نمونه انتخاب کردند. نتایج تحقیق آنها حاکی از وجود رابطه منفی بین اهرم مالی و سرمایه‌گذاری بود و این رابطه برای شرکت‌های با فرصت رشد کمتر، قوی‌تر است. این تحقیق به ترکیب پذیری رگرسیون تلفیقی توجه نکرده و در حالت‌های مختلف با اثرات ثابت و همچنین اثرات تصادفی آزمون‌ها را انجام داده است.

مهرانی و همکاران (۱۳۸۸) رابطه بین محافظه کاری و اقلام تعهدی سود را بررسی کردند. نتایج این تحقیق نشان داد که سود حسابداری شرکت‌ها، حساسیت بیشتری نسبت به بازده منفی (در مقایسه با بازده مثبت) دارد؛ و اقلام تعهدی بخش عمده‌ای از عدم تقارن زمانی در سود را توضیح می‌دهد.

۳. روش‌شناسی پژوهش

۳-۱. اهداف تحقیق

۳-۱-۱. هدف اصلی

تعیین تأثیر محافظه کاری حسابداری بر کارایی سرمایه گذاری شرکت.

۳-۱-۲. هدف فرعی

۱. تعیین نقش محافظه کاری در ارائه گزارش‌های مالی شرکت‌ها بر رفتار متقابل صاحبان سهام.
۲. تعیین اهمیت محافظه کاری حسابداری در تأمین مالی شرکت در شرایط مختلف مالی از نظر سرمایه گذاری.

۳-۲. فرضیه‌های تحقیق

۳-۲-۱. فرضیه اصلی

محافظه کاری حسابداری بر کارایی سرمایه گذاری تأثیر معناداری دارد.

۳-۲-۲. فرضیه های فرعی

۱. در شرکت‌هایی که میزان سرمایه گذاری کمتر است، محافظه کاری باعث افزایش سرمایه گذاری می‌شود.
۲. در شرکت‌هایی که میزان سرمایه گذاری بیشتر است، محافظه کاری باعث کاهش سرمایه گذاری می‌شود.
۳. عدم تقارن اطلاعاتی اثر تعدیل کننده بر ارتباط بین محافظه کاری و کارایی سرمایه گذاری دارد.

۳-۳. مدل‌ها و متغیرهای تحقیق

در این پژوهش جهت آزمون فرضیه‌ها از مدل پژوهش گارسیا لارا و همکاران (۲۰۱۵) استفاده می‌شود.

مدل (۱)

$$\begin{aligned} Investment_{t+1} = & \beta_t + \delta_2 CONS_t * UnderInvest_t + \delta_3 * UnderInvest_t \\ & + \delta_4 FRQ_t + \delta_5 FRQ_t * UnderInvest_t + \delta_6 GOV_t * UnderInvest_t \\ & + \gamma Controls_t + \varepsilon_{t+1} \end{aligned}$$

مدل (۲)

$$\begin{aligned} Investment_{t+1} = & \beta_1 + OVERINVSET + \beta_2 CONS * OVERINVSET + \beta_3 FRQ + \\ & \beta_4 FRQ * INVEST + \beta_5 GOV * OVERINVEST + \beta_6 COTROL + \varepsilon \end{aligned}$$

مدل (۳)

$$\begin{aligned} Investment_{t+1} = & \beta_t + \delta_2 CONS_t + \delta_2 CONS_t * InfoAsym_t + \delta_3 CONS_t * UnderInvest_t \\ & + \delta_4 CONS_t * UnderInvest_t * InfoAsym_t + \gamma Controls_t + \varepsilon_{t+1} \end{aligned}$$

۳-۳-۱. متغیر وابسته:

کارایی سرمایه گذاری

در این پژوهش باقیمانده مدل زیر به عنوان معیار کارایی سرمایه گذاری تعریف می شود:

مدل (۴)

$$Investment_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 salesGrowth_{i,t-1} + \mu_{i,t}$$

Investment: میزان سرمایه گذاری که برابر است با نسبت دارایی های مشهود به کل دارایی ها.

Salegrowth: نرخ رشد فروش که برابر است با نسبت تفاوت فروش در دو سال به فروش سال قبل.

۳-۳-۲. متغیر مستقل:

محافظه کاری

جهت محاسبه محافظه کاری (C-SCORE) در هر سال، شرکت از معیار خان و واتس (۲۰۰۹) استفاده شده است. C-

SCORE با استفاده از مدل باسو (۱۹۹۷) به شرح مدل زیر اندازه گیری می شود:

مدل (۵)

$$X_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D_{i,t} + \beta_2 R_{i,t} + \beta_3 D_{i,t} * R_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

$X_{i,t}$: نسبت سود خالص به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام اول دوره.

$D_{i,t}$: متغیر ساختگی که اگر بازده سهام منفی باشد یک و در غیر این صورت صفر است.

$R_{i,t}$: بازده سالانه سهم.

β_2 : معیار به موقع بودن اخبار خوب.

β_3 : معیار به موقع بودن اخبار بد نسبت به اخبار خوب (محافظه کاری).

ضرایب β_2 و β_3 مربوط به ویژگی های هر شرکت بوده و بر اساس روابط (۶) و (۷) محاسبه می شوند:

مدل (۶)

$$G-SCORE_{i,t} = \beta_2 = \lambda_1 + \lambda_2 SIZE_{i,t} + \lambda_3 MTB_{i,t} + \lambda_4 LEV_{i,t}$$

مدل (۷)

$$C-SCORE_{i,t} = \beta_3 = \delta_1 + \delta_2 SIZE_{i,t} + \delta_3 MTB_{i,t} + \delta_4 LEV_{i,t}$$

که در روابط فوق:

$G-SCORE_{i,t}$: معیار به موقع بودن اخبار خوب.

$C-SCORE_{i,t}$: معیار به موقع بودن اخبار بد نسبت به اخبار خوب (محافظه کاری).

UNDERINVESTMENT: یک متغیر دومی است بدین صورت که اگر کمتر از میانه متغیر *INVESTMENT*

باشد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می شود.

OVERINVESTMENT: یک متغیر دامی است بدین صورت که اگر بیشتر از میانه متغیر *INVESTMENT* باشد یک و در غیراینصورت صفر در نظر گرفته می شود.

FRQ: کیفیت گزارشگری مالی که بر اساس باقیمانده مدل دیچاو و دیچو (۲۰۰۲) اندازه گیری می شود.

مدل (۸)

$$CFO_t = CFO_{t+1} + CFO_t + CFO_{t-1} + \varepsilon$$

Gov: درصد مالکیت دولت در شرکت ها.

InfoAsymit: عدم تقارن اطلاعاتی، برای محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی از درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی استفاده شده است.

۳-۳-۳. متغیر کنترلی:

SIZE_{i,t}: لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در پایان دوره.

MTB_{i,t}: نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.

LEV_{i,t}: اهرم مالی که برابر است با نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام.

با جایگزینی مدل های (۶) و (۷) در مدل (۵)، مدل تعدیل شده با سو به صورت مدل زیر برآورد می شود:

مدل (۹)

$$X_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D_{i,t} + \beta_2 R_{i,t} (\lambda_1 + \lambda_2 SIZE_{i,t} + \lambda_3 MTB_{i,t} + \lambda_4 LEV_{i,t}) + \beta_3 D_{i,t} * R_{i,t} (\delta_1 + \delta_2 SIZE_{i,t} + \delta_3 MTB_{i,t} + \delta_4 LEV_{i,t}) + (\mu_1 SIZE_{i,t} + \mu_2 MTB_{i,t} + \mu_3 LEV_{i,t} + \mu_4 D_{i,t} * SIZE_{i,t} + \mu_5 D_{i,t} * MTB_{i,t} + \mu_6 D_{i,t} * LEV_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

۴-۳. روش تحقیق

این پژوهش از نظر ماهیت و روش، توصیفی-تحلیلی و از نوع همبستگی می باشد. در پژوهش حاضر ابتدا همبستگی بین متغیرهای پژوهش را مورد آزمون قرار داده و در صورت وجود همبستگی بین متغیرهای پژوهش اقدام به برآورد الگوی رگرسیون خواهیم نمود. برای برآورد الگو از رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده های تلفیقی استفاده می شود. پژوهش حاضر از نظر هدف از نوع کاربردی است.

۵-۳. جامعه و نمونه آماری

کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بین سال های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۳، جامعه آماری تحقیق حاضر را تشکیل می دهند. در پژوهش حاضر، به منظور نمونه گیری از روش نمونه گیری هدفمند، حذفی سیستماتیک استفاده شده است.

جدول ۱. روند انتخاب نمونه آماری

تعداد	تعداد	شرح
۴۹۵		کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تا پایان سال ۱۳۹۳
	۸۸	تعداد شرکت‌های که قبل سال ۸۸ از بورس حذف شدند یا وارد فرابورس شدند
	۶۴	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۱۳۸۹-۹۳ از بورس برون رفت داشته‌اند و یا لغو پذیرش شده باشند
	۲۵	تعداد شرکت‌های که بعد سال ۸۸ وارد بورس شدند
	۶۸	تعداد شرکت‌های فعال در صنعت مالی، سرمایه‌گذاری و بانک
	۶۷	به‌منظور همگن بودن، شرکت‌هایی که سال مالی آنها به ۱۲/۲۹ ختم نمی‌شود.
	۲۸	شرکت‌های دارای وقفه معاملاتی ۶ ماهه
	۱۳	شرکت‌های دارای داده‌های ناقص
	۲۶	شرکت‌های زیان‌ده
(۳۷۹)		مجموع شرکت‌های حذف‌شده
۱۱۶		تعداد شرکت‌های مورد بررسی

۴. یافته‌های پژوهش

۴-۱. آمار توصیفی

جدول ۲ آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل را نشان می‌دهد که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا می‌باشد. میانگین متغیر سرمایه‌گذاری^{۲۶} برابر با ۰/۲۶ می‌باشد، که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه متغیر سرمایه‌گذاری برابر با ۰/۲۱ می‌باشد که نشان می‌دهد نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند.

جدول ۲. آمار توصیفی مدل پژوهش

متغیر آماره	Investment	Underinvest	OVerinvest	Frq	Mtb	Size	Lev	Cons
میانگین	۰/۲۶	۰/۵۰۱	۰/۴۹۸	۱۸۵/۱۸	۲/۷۹	۱۱/۹۶	۱/۴۳	۰/۰۰۰۴
میانه	۰/۲۱	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۳۳۸۵۴/۵۸	۲/۲۲۴	۱۱/۸۷	۱/۴۴	۰/۰۴
پیشینه	۰/۸۵	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۱۵۶۴۸۵۶۳	۱۲۱/۳۷	۱۴/۱۹	۳۰۳/۸۲	۱/۴۵
کمینه	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۱۴۵۴۹۴۶۱	-۱۲۰/۷۷	۱۰/۶۲	-۶۲۸/۵۰	-۷/۶۹
انحراف معیار	۰/۱۸	۰/۵۰۰	۰/۵۰۰	۱۲۶۳۵۷۵/۰	۸/۰۶	۰/۶۹	۲۹/۳۸	۰/۴۲
چولگی	۰/۹۵	-۰/۰۰۶	۰/۰۰۶	۱/۳۷	-۱/۲۳	۰/۸۹	-۱۵/۲۰	-۱۱/۷۲

²⁶. Investment

کشیدگی	۳/۳۸	۱/۰۰۰۰۴	۱/۰۰۰۰۴	۸۱/۲۸	۱۸۰/۹۶	۳/۹۳	۳۸۶/۱۴	۱۹۴/۰۸
آماره جارك-برا	۹۲/۰۷	۹۶/۳۳	۹۶/۳۳	۱۴۷۷۶۸/۰	۷۶۲۸۶۸/۱	۹۸/۴۱	۳۵۵۷۷۳۲/۰	۳۹۲۵۹۰/۱
احتمال آماره جارك برد	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
مشاهدات	۵۷۸	۵۷۸	۵۷۸	۵۷۸	۵۷۸	۵۷۸	۵۷۸	۵۷۸

۴-۲. آمار استنباطی

۴-۲-۱. آزمون هم خطی

قبل از برآورد مدل لازم است تا عدم وجود هم خطی میان متغیرهای مستقل آزمون شود. برای بررسی وجود یا عدم وجود هم خطی میان متغیرهای مستقل پژوهش از تحلیل همبستگی استفاده شده است، که اینکار با محاسبه ضریب همبستگی پیرسون انجام می شود. جدول ۳ ضرایب همبستگی پیرسون میان متغیرهای مستقل مدل را نشان می دهد. با توجه به نتایج جدول ۳ مشخص گردید که مقادیر ضریب همبستگی خیلی زیاد یا خیلی کم (نزدیک به +۱ و -۱) که نتایج تحلیل رگرسیون را تحت تأثیر قرار دهد، مشاهده نمی شود. در نتیجه هم خطی میان متغیرهای مستقل پژوهش وجود ندارد.

جدول ۳. جدول ضریب همبستگی

متغیر	UNDER	FRQ	SIZE	MTB	LEV	OVER	CONTS	GOV
UNDER	۱							
FRQ	۰/۰۲۷	۱						
SIZE	۰/۰۱۱	۰/۰۶۲	۱					
MTB	-۰/۰۰۸	-۰/۱۰۸	۰/۱۰۸	۱				
LEV	-۰/۰۰۵	-۰/۰۷۴	۰/۰۳۷	۰/۸۷۲	۱			
OVER	-۱/۰۰	-۰/۰۲۷	-۰/۰۱۱	۰/۰۸۳	۰/۰۵۱	۱		
CONS	۰/۰۲۱	-۰/۰۰۴	۰/۰۰۰۳۵۷	-۰/۰۰۰۱۵۵	-۰/۰۰۰۳۲۶	۰/۰۱۲	۱	
GOV	۰/۰۴۳	۰/۰۰۴۵	-۰/۰۱۵	-۰/۰۰۹۶	۰/۰۰۴۹	-۰/۰۴۳	۰/۰۱۲۹	۱

۴-۲-۲. آزمون مانایی متغیرها

آزمون مزبور با استفاده از نرم افزار Eviews7 و روش آزمون لوین، لین و چو (۲۰۰۲) انجام گردید.

جدول ۴. آزمون ریشه‌های واحد

Levin, lin & chut		آزمون متغیر
P-Value	آماره	
۰/۰۰۰	-۱۵/۰۳	Investment
۰/۰۰۴	-۱/۷۳	Cons*underinvest
۰/۰۰۱	-۲/۹۸	Underinvest
۰/۰۰۰	-۴۴/۳۳	Frq
۰/۰۰۰	-۲۰/۴۸	Frq*underinvest
۰/۰۰۰۱	-۳/۸۸	Gov*underinvest
۰/۰۰۰	-۴۰/۷۷	Mtb
۰/۰۰۰	-۲۲/۹۷	Size
۰/۰۰۰	-۳۳/۴۰	Lev
۰/۰۰۱	-۲/۹۸	Cons
۰/۰۰۰	-۱۳/۰۰۳	Cons over
۰/۰۰۰	-۳۶/۲۳	Frq invest
۰/۰۰۰۱	-۳/۶۵	Gov over
۰/۰۰۰	-۱۷/۵۳	Cons InfoASym
۰/۰۰۵	-۲/۵۱	Cons*underinvest*infoAsym

با توجه به نتایج حاصل از جدول مشخص گردید که تمام متغیرها در سطح مانا هستند.

۴-۲-۳. آزمون F لیمر

جدول ۵. آزمون F لیمر مدل پژوهش

نتیجه آزمون	P-Value	مقدار	آماره	مدل اول
تابلویی	۰/۰۰۰	۲/۶۶	F لیمر	

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به اینکه P-Value بدست آمده از آزمون F لیمر کمتر از ۵ درصد است، به منظور برآورد این مدل‌ها از مدل داده‌های تابلویی استفاده خواهد شد.

۴-۲-۴. آزمون هاسمن

جدول ۶. نتایج آزمون هاسمن

شرح	مقدار آماره	درجه آزادی	احتمال
Cross-section F	۲۳۵/۰۳۷	۸	۰/۰۰۰

بر اساس نتایج آزمون هاسمن روشی که برای تخمین تابع مورد نظر ما انتخاب می‌شود، روش اثرات ثابت می‌باشد.

۴-۲-۵. بررسی خود همبستگی

به منظور بررسی عدم وجود خود همبستگی در مدل از آماره دورین - واتسون استفاده می‌شود. با توجه به آماره به دست آمده می‌توان بیان نمود که در مدل بیان شده عدم وجود همبستگی بین باقیمانده پذیرفته می‌شود.

جدول ۷. آزمون دورین واتسون

آماره آزمون	
۲/۲۰	آزمون دورین - واتسون

۴-۲-۶. آزمون ناهمسان واریانس

جدول ۸. آزمون ناهمسان واریانس

White's test for Ho: homoskedasticity against Ha: unrestricted heteroskedasticity	
۶۲۵/۲	مقدار آماره
۰/۳۵۰	سطح معنادار

با توجه به جدول مقدار سطح معنادار (۰/۳۵۰) بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین همسانی واریانس مشهود است.

۴-۲-۷. بررسی مدل اول پژوهش

جدول ۹. نتایج برآورد مدل اول پژوهش

$Investment_{t+1} = \beta_t + \delta_2 CONS_t * UnderInvest_t + \delta_3 * UnderInvest_t$ $+ \delta_4 FRQ_t + \delta_5 FRQ_t * UnderInvest_t + \delta_6 GOV_t * UnderInvest_t$ $+ \gamma Controls_t + \varepsilon_{t+1}$				
متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره t	P-value
C	-۰/۱۷	۰/۱۰۰۴	-۱/۶۹	۰/۰۹
CONSUNDERINVEST	۰/۶۹	۰/۰۳۰	۲۲/۷۲	۰/۰۰۰
UNDERINVEST	۰/۰۲	۰/۰۱۵	۱/۳۲	۰/۱۸
FRQ	-۰/۰۰۰۸۳	۰/۰۰۰۸۲۱	-۱/۰۱	۰/۳۱
FRQUUNDERVEST	-۰/۰۰۰۴۳۵	۱/۴۴	-۳/۱۴	۰/۰۰۱

۰/۸۹	۰/۱۳	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰۳	GOVUNDERINVEST
۰/۰۲	۲/۳۲	۰/۰۰۸	۰/۰۱۹	SIZE
۰/۰۰۰	۴/۴۸	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۴	MTB
۰/۰۰۰۱	-۴/۰۰۳	۰/۰۰۰۲	-۰/۰۰۱	LEV
۰/۷۴	ضریب تعیین تعدیل شده			ضریب تعیین
۰/۰۰۰	احتمال آماره F			آماره F
			۱۴/۴۷	

فرضیه اول پژوهش

در شرکت‌هایی که میزان سرمایه‌گذاری کمتر است، محافظه‌کاری باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. جدول ۹ نتایج حاصل از برآورد مدل مذکور را با استفاده از نرم‌افزار Eviews9 نشان می‌دهد. همان گونه که نتایج نشان می‌دهد،

P-value محاسبه شده برای متغیر مستقل محافظه‌کاری^{۲۷}، کمتر از سطح خطای ۵ درصد می‌باشد و ضریب برآورد شده آن متغیر معنادار می‌باشد. در نتیجه می‌توان اظهار داشت، در شرکت‌هایی که میزان سرمایه‌گذاری کمتر است، محافظه‌کاری باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود.

۴-۲-۸. بررسی مدل دوم پژوهش

جدول ۱۰. نتایج برآورد مدل دوم پژوهش

$\text{Investment}_{t+1} = \beta_1 + \text{OVERINVSET} + \beta_2 \text{CONS} * \text{OVERINVSET} + \beta_3 \text{FRQ} + \beta_4 \text{FRQ} * \text{INVEST} + \beta_5 \text{GOV} * \text{OVERINVEST} + \beta_6 \text{COTROL} + \varepsilon$				
P-value	آماره t	خطای استاندارد	ضریب برآورد شده	متغیر
۰/۰۰۰	۱۰/۸۷	۰/۰۴	۰/۵۱۱	C
۰/۰۰۰	۱۸/۷۹	۰/۰۰۷	۰/۱۴	OVER
۰/۰۰۰	-۴/۹۹	۰/۰۰۴	-۰/۰۲	CONS OVERINVEST
۰/۰۳۳	-۲/۱۳	۱/۳۱	-۲/۷۹	FRQ
۰/۱۴	۱/۴۵۹	۹/۷۳	۱/۴۲	FRQ INVEST
۰/۰۲۸	-۲/۱۹۹	۰/۰۳۰	-۰/۰۶۶	GOV OverInvest
۰/۰۰۰	۵/۳۰۱	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۱۸	MTB
۰/۰۰۰۲	-۳/۷۶	۹/۸۲	-۰/۰۰۰۳	LEV
۰/۰۰۰	-۱۲/۴۱	۰/۰۰۳	-۰/۰۴۸	SIZE

²⁷ . CONSUNDERINVEST

ضریب تعیین	۰/۹۷	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۹۶
آماره F	۱۵۱/۳۷	احتمال آماره F	۰/۰۰۰

فرضیه دوم پژوهش

در شرکت هایی که میزان سرمایه گذاری بیشتر است، محافظه کاری باعث کاهش کارایی سرمایه گذاری می شود.

جدول فوق نتایج حاصل از برآورد مدل مذکور را با استفاده از نرم افزار Eviews9 نشان می دهد:

همان گونه که نتایج نشان می دهد، P-value محاسبه شده برای متغیر مستقل محافظه کاری، کمتر از سطح خطای ۵ درصد می باشد و ضریب برآورد شده آن متغیر معنادار می باشد. در نتیجه می توان اظهار داشت که در شرکت هایی که میزان سرمایه گذاری بیشتر است، محافظه کاری باعث کاهش کارایی سرمایه گذاری می شود.

۹-۲-۴. بررسی مدل سوم پژوهش

جدول ۱۱. نتایج برآورد مدل سوم پژوهش

$vestment_{t+1} = \beta_t + \delta_2 CONS_t + \delta_2 CONS_t * InfoAsym_t + \delta_3 CONS_t * UnderInvest_t + \delta_4 CONS_t * UnderInvest_t * InfoAsym_t + \gamma Controls_t + \varepsilon_{t+1}$				
متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره t	P-value
C	۰/۷۵	۰/۰۵۱	۱۴/۶۹	۰/۰۰۰
CONS	-۰/۰۴	۰/۰۲	-۱/۹۸	۰/۰۴
CONS InfoAsym	۰/۰۱۸	۰/۰۸	۰/۲۲	۰/۸۲
CONS InfoAsym Underinvest	-۰/۱۵	۰/۱۱	-۱/۴۱	۰/۱۵
Cons underinvest	۰/۰۶	۰/۰۲۶	۲/۵۱	۰/۰۱
MTB	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۴	۴/۶۲	۰/۰۰۰
LEV	-۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۱	-۳/۱۷	۰/۰۰۱۶
SIZE	-۰/۰۰۶	۰/۰۰۴	-۱۴/۷۲	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۹۷	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۹۶	
آماره F	۱۴۰/۷۵	احتمال آماره F	۰/۰۰۰	

فرضیه سوم پژوهش

عدم تقارن اطلاعاتی اثر تعدیل کننده بر ارتباط بین محافظه کاری و کارایی سرمایه گذاری دارد.

جدول فوق نتایج حاصل از برآورد مدل مذکور را با استفاده از نرم افزار Eviews9 نشان می‌دهد. همان گونه که نتایج نشان می‌دهد، P-value محاسبه شده برای متغیر مستقل تعدیل کننده عدم تقارن اطلاعاتی^{۲۸}، بیشتر از سطح خطای ۵ درصد می‌باشد و ضریب برآورد شده آن متغیر معنادار نمی‌باشد. در نتیجه می‌توان اظهار داشت که عدم تقارن اطلاعاتی اثر تعدیل کننده بر ارتباط بین محافظه کاری و کارایی سرمایه گذاری ندارد.

جدول ۱۲. نتایج تحقیق

ردیف	فرضیه	نتیجه
۱	در شرکت‌هایی که میزان سرمایه‌گذاری کمتر است، محافظه کاری باعث افزایش کارایی سرمایه گذاری می‌شود	پذیرفته شد
۲	در شرکت‌هایی که میزان سرمایه‌گذاری بیشتر است، محافظه کاری باعث کاهش کارایی سرمایه گذاری می‌شود.	پذیرفته شد
۳	عدم تقارن اطلاعاتی اثر تعدیل کننده بر ارتباط بین محافظه کاری و کارایی سرمایه گذاری دارد.	پذیرفته نشد

۵. بحث و نتیجه گیری

فرضیه اول پژوهش بیانگر ارتباط معنادار بین محافظه کاری و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد. در نتیجه می‌توان اظهار داشت، در شرکت‌هایی که میزان سرمایه‌گذاری کمتر است، محافظه کاری باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. محافظه کاری حسابداری حداقل به دو طریق منجر به افزایش و ارتقای تصمیمات و کارایی سرمایه‌گذاری می‌گردد که به تبع آن بهبود عملکرد آتی شرکت‌ها و تقلیل هزینه‌های نمایندگی را در پی دارد. نخست اینکه چنانچه مدیران بدانند تحت حسابداری محافظه کارانه زیان‌های ناشی از پروژه‌های ضعیف در طی دوره تصدی آن‌ها باید شناسایی شود، انگیزه آن‌ها برای اجرای پروژه‌های دارای ارزش فعلی، خالص منفی کاهش می‌یابد. در حالی که تحت استفاده از حسابداری غیر محافظه کارانه مدیران قادر به تعویق شناسایی زیان‌ها هستند و لذا برای اجرای پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص منفی انگیزه خواهند داشت. دوم اینکه مدیران انگیزه و تمایل دارند برای اجتناب از عزل خود قبل از اتمام دوره تصدی، زیان‌های ناشی از پروژه‌های ضعیف را پنهان نمایند. محافظه کاری، علائم و نشانه‌هایی برای هیئت مدیره و سهامداران جهت بررسی دلایل به وجود آمدن زیان‌ها فراهم می‌کند، چنین بررسی‌هایی در نهایت می‌تواند منجر به اتخاذ عملکرد صحیح، نظیر صرف نظر کردن از پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص منفی و یا حتی سلب مسئولیت مدیران جهت اجرای پروژه‌ها شود. نتیجه پژوهش حاضر، با نتیجه‌ی مطالعه گارسیا لارا و همکاران (۲۰۱۰) سازگار است اما با نتایج پژوهش تائو (۲۰۰۹) با موضوع محافظه کاری حسابداری و سرمایه‌گذاری کمتر از حد در تناقض است.

²⁸. CONSInfoAsymUnderinvest

طبق فرضیه دوم در شرکت‌هایی که میزان سرمایه‌گذاری بیشتر است، محافظه‌کاری باعث کاهش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. محافظه‌کاری باعث کاهش گرایش مدیران برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی که خود تمایل دارند، می‌شود. بنابراین عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران کاهش یافته که باعث پایین آمدن هزینه سهامداران برای نظارت بر مدیران می‌شود. عدم تقارن اطلاعاتی موجب برهم زدن رابطه بین سهامداران و برهم زدن رابطه بین طرفین قرار داد می‌شود. با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی سود اکثر شرکت‌ها قابل‌اتکا نیست. به دلیل همین کارکرد عدم تقارن اطلاعاتی است که رویه‌های حسابداری و حسابرسی به دنبال اعداد محافظه‌کارانه هستند. از آنجایی که محافظه‌کاری باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود، منافع مورد انتظار و فرصت طلبی سرمایه‌گذاران آگاه از داخل شرکت را کاهش می‌دهد. در نتیجه باعث کاهش ریسک اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران غیر مطلع می‌گردد. بدین ترتیب، این مسائل باعث افزایش سرمایه‌گذاری در شرکت می‌شود. نتایج این پژوهش با نتایج مطالعه صورت گرفته از سوی مدرس و حصار زاده (۱۳۸۷) سازگار است.

فرضیه سوم پژوهش بیانگر عدم تأثیر تعدیل‌کنندگی عدم تقارن اطلاعاتی بر ارتباط بین محافظه‌کاری و کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد، در نتیجه می‌توان اظهار داشت که عدم تقارن اطلاعاتی اثر تعدیل‌کننده بر ارتباط بین محافظه‌کاری و کارایی سرمایه‌گذاری ندارد. نتایج تحقیق مشابه تحقیق محمود آبادی و مهتری (۱۳۹۰) می‌باشد.

۶. محدودیت‌ها و پیشنهادهای تحقیق

عمده‌ترین محدودیت‌های پژوهش حاضر که احتمالاً می‌توانند تعمیم‌پذیری نتایج حاصل از پژوهش را تحت تأثیر قرار دهند عبارتند از:

۱- در تمامی کشورها یکی از عوامل پیش‌برنده کار تحقیقاتی وجود منابع اطلاعاتی فراوان، به‌موقع و در دسترس می‌باشد. اما در کشورهای در حال توسعه به‌علت عدم وجود مراکز اطلاعاتی منسجم، عدم توانایی استفاده از قدرت کامپیوتر در بعد وسیع و ترس از فاش شدن اطلاعات، مانع به جریان در آمدن اطلاعات از طرف منابع به‌طرف محققین و مراکز تحقیقاتی شده‌است. در کشور ما نیز همین محدودیت‌ها در زمینه دستیابی به اطلاعات وجود دارد.

۲- با توجه به در دسترس نبودن اطلاعات مالی مربوط به تمام شرکت‌های فعال در صنایع به‌دلیل این که در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته نشده‌اند؛ در خصوص تعمیم نتایج پژوهش حاضر باید جانب احتیاط را رعایت کرد. با در نظر گرفتن نتایج حاصل از انجام تحقیق و با توجه به اینکه مسأله ریسک‌پذیری و ارزش آتی برای سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار دارای اهمیت ویژه است، پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌شود:

۱- این پژوهش نشان داد که محافظه‌کاری، دارای منافع اطلاعاتی است که موجب کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد و در نتیجه موجب کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. با توجه به نقش اطلاعاتی محافظه‌کاری، به نظر می‌رسد دلیل این امر این است که محافظه‌کاری موجب بهبود نظارت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت از طریق کاهش سرمایه‌گذاری در جایی که مدیران تمایل به سرمایه‌گذاری بیش از حد دارند، می‌شود و همچنین موجب تسهیل دسترسی

به تأمین مالی خارجی ارزان قیمت از طریق افزایش سرمایه گذاری در جایی که مدیران مایلند سرمایه گذاری کمتر از حد داشته باشند، می شود. بنابراین پیشنهاد می شود که مدیران شرکت ها به این امر توجه کامل داشته باشند.

۲- مراجع مسئول تدوین استانداردهای حسابداری که در تلاش هستند تا محافظه کاری را کمرنگ کنند، می توانند از نتایج این پژوهش در ارزیابی هایشان استفاده کنند.

۳- مدیران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، از نتایج این پژوهش در جهت افزایش آگاهی خود استفاده نمایند.

همچنین برای تحقیقات آتی پیشنهاد می شود:

۱- رابطه محافظه کاری و سرمایه گذاری به تفکیک صنایع مورد بررسی قرار گرفته و یا فقط در شرکت های غیر تولیدی مورد بررسی قرار گیرد.

۲- به بررسی رابطه بین محافظه کاری با تصمیمات سرمایه گذاری مدیران پرداخته شود.

۷. منابع و مأخذ

۱. اسدی، غلامحسین و همکاران (۱۳۹۲) تاثیر محافظه کاری حسابداری بر تصمیمات سرمایه گذاری مدیران، پژوهش های تجربی حسابداری، سال سوم، شماره ۵۱، زمستان ۱۳۹۲.
۲. حسنی، محمد، (۱۳۹۲) حساسیت محافظه کاری حسابداری نسبت به کیفیت حسابرسی، نشریه دانش حسابداری، سال ۱۳۹۲.
۳. ستایش، محمد حسین؛ شمس الدینی، کاظم (۱۳۹۲) بررسی سازه های مؤثر بر سطوح محافظه کاری حسابداری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری، پاییز ۱۳۹۲.
۴. خدامی پور احمد، مالکی نیا رحیمه (۱۳۹۱) بررسی رابطه بین میزان محافظه کاری شرطی و اخبار منفی آینده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه دانش حسابداری، سال ۱۳۹۱، دوره ۳.
۵. دستگیر، محسن، ساعدی، رحمان، باتقوا، حامد و زیودار، زهره (۱۳۹۱) تاثیر جریان وجوه نقد عملیاتی و اندازه شرکت بر تصمیم های سرمایه گذاری در دارایی های سرمایه ای شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های تجربی حسابداری، سال اول، شماره ۳.
۶. محمودآبادی حمید، مهتری زینب (۱۳۹۰) رابطه بین محافظه کاری حسابداری و کارایی سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه پیشرفت حسابداری، سال ۱۳۹۰، دوره ۳.
۷. کریمی، غلامرضا و حامد عمرانی (۱۳۸۹) تاثیر چرخه عمر شرکت و محافظه کاری بر ارزش شرکت، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۹۶-۷۹.
۸. صالحی و همکاران (۱۳۸۹) بررسی رابطه بین کیفیت حسابرسی و محافظه کاری شرطی و غیر شرطی در گزارش گری مالی شرکت، پژوهش نامه حسابداری و حسابرسی، دوره ۱.

۹. مهرانی، ساسان و همکاران (۱۳۸۸) تأثیر محافظه کاری بر پایداری اقلام تعهدی، نشریه حسابداری مالی.
۱۰. فروغی، داریوش، صادقی، محسن (۱۳۸۹) رابطه محافظه کاری و کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۲۷.
۱۱. نوروش، ایرج و یزدانی، سیما (۱۳۸۸)، بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره دوم، شماره پیاپی ۴، تابستان ۱۳۸۹.
۱۲. روان پاک، حمید و رجایی، امین (۱۳۹۳) بررسی ریسک سرمایه گذاری در ایران عنوان دفاع از پایان نامه دانشگاه آزاد اسلامی واحد قشم.
۱۳. فخاری، حسین و رسولی، شادی (۱۳۹۱) بررسی اثر محافظه کاری و کیفیت اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه گذاری پژوهش های تجربی حسابداری، سال دوم شماره ۸.
۱۴. مجتهدزاده و فرش (۱۳۹۱) بررسی رابطه محافظه کاری حسابداری و تصمیمات سرمایه گذاری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه: بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال ۱۳۹۱، دوره ۱۹، شماره ۶۷، صفحات ۹۱-۱۰۴.
۱۵. کریمی، فرزاد، اخلاقی، حسنعلی و رضایی مهر، فاطمه (۱۳۸۹) بررسی تأثیر اهرم مالی و فرصت های رشد شرکت بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۸، زمستان ۱۳۸۹.
۱۶. یوسف پور، نسرین (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر دشواری پیش بینی و تأمین مالی خارجی بر رابطه ی بین محافظه کاری و خطای پیش بینی سود مدیریت. دانش حسابداری مالی، دوره ۲، شماره ۴.
17. Ahmed, A, S, Scott Duellman (2011). Evidence on the Role of Accounting conservatism in Monitoring Managers' Investment, Journal of Accounting and finance, 51, pp 15-64
18. Ahmed, A. and Duellman, S. (2010), Evidence on the Role of Accounting Conservatism in Monitoring Managers' Investment Decisions, (Online), <http://www.ssrn.com>
19. Ball, R., and L. Shivakumar, (2005), Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness, Journal of Accounting and Economics, 39, 83-128
20. Basu, (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings . Journal of Accounting and Economics 24(1), 3-37
21. Beaver, W., Ryan, S. (2000). Biases and Lags in Book Value and their Effects on the Ability of the Book-to-Market Ratio to Predict Book Return on Equity). Journal of Accounting Research 38, 127-148 Biddle, G. C, G.
22. Beaver, W. and S. Ryan. 2004. Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling. Working paper, Review of Accounting Studies Conference, September.
23. Financial Accounting Standards Board (FASB), 1980. Statement of Financial Accounting Concepts no. 2, Qualitative Characteristics of Accounting Information. FASB, Norwalk, CT

24. Francis, J. and X. Martin. (2010). Acquisition profitability and timely loss recognition). *Journal of Accounting and Economics*, 49, pp 161-178.
25. Garcia lara, J. M and Garcia Osma, B. 2010. Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency. www.ssrn.com
26. Hilary and R. S. Verdi (2009). How does financial reporting quality improve investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*.
27. Hendriksen, E. S. (1982) *Accounting Theory*, 4th ed., Homewood: Irwin.
28. Tversky, A. and Kahneman, D.(1982). Judgements of and by Under uncertainty: Heuristics and Biasis Judgement representativeness Press, Cambridge Universit, UK, 84-100
29. Kwon. Young K, (2005), Accounting Conservatism and Managerial Incentives, *journal of management science*, 11. 1626–1632
30. Laffond, R. and R. L. Watts. 2006. The Information Role of Conservative Financial Statements. On Line: www.SSRN.Com
31. Lambert, R., C. Leuz and R. Verrecchia, (2007) (Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital), *Journal of Accounting Research*, 45(2): 385-420.
32. Ma, T., (2011). Accounting Conservatism and Corporate Investment, (Online), www.olin.wustl.edu/docs/CRES/Ma.pdf
33. Pae, J. D. Thornton and M. Welker, 2005. The Llink Between Earnings Cconservatism and The Price to Book Ratio. *Contemporary Accounting Research*, Vol 22 No. 3, 693717
34. Price, R.A., (2005). Accounting Conservatism and the Asymmetry in the Earnings Response to Current and Lagged Returnes, On line, <http://www.ssrn.com>
35. Penalva, Fernando, (2007) .Cost of Equity and Accounting Conservatism, IESE Business School, University of Navarra.
36. Roychowdhury, S. and Watts, R. (2006). Asymmetric Timeliness of Earnings, Market- to-Book and Conservatism in Financial Reporting. On line, [http](http://www.ssrn.com)
37. Ryan, GR, 2006, Identifying Conditional Conservatism. *European Accounting Review*, 15, 511525
38. Sterling, R. R. (1967) Conservatism: The Fundamental Principle of Valuation in Traditional Accounting, *Abacus*, 3(2), pp. 109-132. Lara, Juan Manuel Garcia, Osama, Beatriz Garcia
39. Verdi, R. S. 2006. Financial reporting quality and investment efficiency. Working paper, MIT.
40. Watts, RL, 2003. Conservatism in Accounting Part i: Explanations and Iimplications. *Accounting Horizons*, 17, 207221.-
41. Weber, E. and Milliman, R . (1997) . Perceived risk attitudes: Relating risk perception to risky choice. *Management Science*, Vol.43, No.2, 123-144
42. Xu, Xiaodong, Xia wang, Nina han, (2012), Accounting Conservatism, Ultimate Ownership and Investment Efficiency, working paper.
43. Zhang, J. (2008) , The Contracting Benefits of Accounting Conservatism to Lenders and Borrower, Working Paper. University of Southern California.

Accounting conservatism and investment efficiency

Nasim Danesh¹

Mehrdad Goleyjani^{*2}

Abstract

The effect of conservatism on the investment efficiency of companies is one of the topics that has caused many researches in the financial literature. The purpose of this research is to investigate the effect of accounting conservatism on the investment efficiency of the company. Based on the analysis of theoretical foundations and researches conducted in this research, three hypotheses were proposed: 1) In companies where the amount of investment is less, conservatism causes an increase in investment. 2) In companies where the amount of investment is more, conservatism causes a decrease in investment 3) Information asymmetry has a moderating effect on the relationship between conservatism and investment efficiency. In order to test the hypotheses, the research model of Garcia Lara et al. (2015) was used. Accepted in the Tehran Stock Exchange for the period of 2013-2014 and selected and analyzed using panel data and fixed effects model. The results of the research showed that in companies with less investment, conservatism increases investment efficiency. Therefore, the first hypothesis that there is a significant relationship between conservatism and increasing investment efficiency was confirmed. Also, according to the results obtained in In companies with higher investment, conservatism reduces investment efficiency, and in this way, the second hypothesis of the research was also confirmed. Finally, based on the results of information asymmetry, it does not have a moderating effect on the relationship between conservatism and investment efficiency. Therefore, the third hypothesis of the research has not been confirmed.

Keywords

conservatism, Investment efficiency, Information asymmetry.

1. PhD Student, Tonekabon Branch, Islamic Azad University, Tonekabon, Iran (Nasim.danesh1028@gmail.com)

2. Assistant Professor of Accounting Department, Tonekabon Branch, Islamic Azad University, Tonekabon, Iran (*Corresponding Author: m.goleyjani1@yahoo.com)