

## تأثیر محافظه کاری حسابداری بر سطح بهینه سرمایه گذاری

زینب مهتری\*، محمد محمدیان\*\*

### چکیده

اهمیت سرمایه گذاری در رشد اقتصادی به اندازه‌ای است که آن را به یکی از اهرم‌های قوی برای رسیدن به توسعه، بدل کرده است. اما باید به یاد داشت که به همان میزان که توجه به این امر می‌تواند باعث رشد و شکوفایی اقتصاد شود، عدم توجه به آن می‌تواند موجب افت اقتصادی شود. در این راستا، یکی از عوامل مؤثر بر سرمایه گذاری بهینه، محافظه کاری حسابداری است. هدف پژوهش حاضر نیز، بررسی تأثیر محافظه کاری حسابداری بر سطح بهینه سرمایه گذاری، جهت آگاه ساختن مدیران، سرمایه گذاران و نهادهای حرفه‌ای حسابداری نسبت به مطلوبیت محافظه کاری حسابداری به عنوان یک ویژگی کیفی اطلاعات حسابداری است. جامعه آماری پژوهش حاضر شامل ۱۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که طی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۰ مورد بررسی قرار گرفته‌اند. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که بین محافظه کاری حسابداری و سرمایه گذاری آتی هم در سطح شرکت‌ها و هم در سطح ۷ گروه از صنایع، ارتباط معنی دار وجود دارد. همچنین شرکت‌های محافظه کارتر، تمایل کمتری به سرمایه گذاری دور از سطح بهینه دارند.

**واژه‌های کلیدی:** محافظه کاری، سرمایه گذاری بهینه، سرمایه گذاری بیش از حد، سرمایه گذاری کمتر از حد

## مقدمه

یکی از عوامل مؤثر بر رشد و توسعه پایدار اقتصادی، سرمایه‌گذاری مؤثر است. بدین منظور، یک واحد اقتصادی برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های مختلف، باید حد یا میزان سرمایه‌گذاری را با توجه به محدودیت منابع، مورد توجه قرار دهد (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷). این امر، از طریق روش‌های ارزیابی طرح‌ها از جمله، ارزش فعلی خالص<sup>۱</sup> انجام می‌شود. طبق این روش، در یک یا چند طرح وقتی سرمایه‌گذاری انجام می‌گیرد که، ارزش فعلی خالص آن طرح مثبت باشد. از این رو، تقبل طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی، منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد<sup>۲</sup> و صرف نظر کردن از طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت، منجر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد<sup>۳</sup> می‌شود که عدم بهینه بودن سرمایه‌گذاری را به دنبال خواهد داشت، چرا که مدیران باید به صورت بهینه و در طرح‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که برای شرکت ارزش آفرینی کند (روکا و همکاران، ۲۰۰۷). یکی از عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری بهینه، محافظه‌کاری است. به نظر می‌رسد که محافظه‌کاری نقش اطلاعاتی مهمی دارد که می‌تواند بهینه بودن سرمایه‌گذاری را به دنبال داشته باشد.

محافظه‌کاری به‌عنوان نیاز به درجه تأییدپذیری بیشتر در شناخت سودها نسبت به زیان‌ها تعریف می‌شود. این عدم تقارن موجب می‌شود که به سختی در عایدات، زیان‌های اقتصادی (اخبار بد) سریع‌تر از سودهای اقتصادی (اخبار خوب) تأیید شود (باسو، ۱۹۹۷). در رابطه با بهینه بودن سرمایه‌گذاری، یک سیاست در صورتی بهینه است که کل طرح‌های با ارزش فعلی خالص مثبت تعیین شده، بلندمدت و انجام شده باشد. ضمن این که کل طرح‌های با ارزش فعلی خالص منفی رد شده‌اند. شرکت می‌تواند از این مطلوبیت انحراف داشته باشد به دلیل: (۱) مشکلات مخاطره اخلاقی که منجر به تلاش‌های مدیریت برای تملک وجوه نقد شرکت می‌شود، اما حتی در نبود تضاد نمایندگی به دلیل: (۲) مشکلات گزینش نادرست که منجر به محدودیت‌های تأمین مالی می‌شود (گارسیا لارا و همکاران، ۲۰۱۰). از این رو، در این پژوهش به مطالعه رابطه بین محافظه‌کاری و بهینه بودن سرمایه‌گذاری شرکت و همچنین تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر سطح بهینه سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها پرداخته می‌شود.

## مبانی نظری محافظه کاری

یکی از مفاهیم مهمی که همواره در مورد بازارهای سرمایه به ویژه بورس های اوراق بهادار مطرح می شود، بحث کارایی بازار است که طبق آن تمامی اطلاعات موجود در بازار، اثرهای خود را بر قیمت سهام منعکس می کنند. شاید بتوان از دیدگاه فرضیه بازار کارا، دلیل وجودی حسابداری را نبود تقارن اطلاعاتی بیان کرد که در آن یکی از طرفین مبادله، اطلاعات بیشتری را نسبت به طرف مقابل در اختیار دارد. این امر به علت وجود معاملات و اطلاعات درونی پدید می آید. تأثیرات منفی نبود تقارن اطلاعاتی، باعث پیدایش مفاهیم جدیدی در زمینه افشای اطلاعاتی حسابداری شده است. یکی از این مفاهیم که امروزه مورد توجه پژوهشگران بسیاری در عرصه مالی و حسابداری قرار گرفته، مفهوم محافظه کاری است. محافظه کاری یکی از قراردادهای مهم در گزارشگری مالی محسوب می شود که باعث کاربرد احتیاط در تشخیص و سنجش در آمد و دارایی ها می شود. محافظه کاری واکنشی است احتیاطی که در شرایط نبود اطمینان بکار گرفته می شود و می کوشد نشان دهد که نبود اطمینان و ریسک ذاتی در وضعیت شرکت به قدر کافی مطرح شده است. به اعتقاد بسیاری از پژوهشگران، این واکنش احتیاطی می تواند دارای اطلاعات بااهمیتی باشد و در کاهش تقارن اطلاعاتی موجود بین تهیه کنندگان صورت های مالی، نقش آفرینی کند. به اعتقاد این پژوهشگران، محافظه کاری نقش اطلاعاتی دارد و در واقع به محافظه کاری باید به عنوان نوعی ارسال نشانه از مدیریت به استفاده کنندگان نگرست (شوروزی و خاندوزی، ۱۳۸۸). محافظه کاری راهی است برای مقابله با شک و تردید موجود درباره رویدادهای آتی که در صورت پیروی بیش از حد از آن، نه تنها بر مطلوبیت و مفید بودن اطلاعات نمی افزاید، بلکه راه ایجاد ذخایر پنهان در صورت های مالی را برای مدیران و حسابداران می گشاید (ستایش و جمالیان پور، ۱۳۸۹).

محافظه کاری ریشه در قرون وسطی دارد. در قرون وسطی صاحبان املاک، اداره املاک خود را به مباشر می سپردند. مباشر می دانست اگر محافظه کاری پیشه کند و افزایش ارزش دارایی ها را پیش بینی نکند، خود را در قبال مسئولیتی که به او واگذار شده است، بیمه کرده است. زیرا اگر افزایش ها به واقعیت نمی پیوست، در آن صورت ممکن بود مالک مباشر را مقصر بداند. در اواخر قرن نوزدهم در انگلستان، دعاوی که پس از ورشکستگی از سوی سرمایه گذاران مطرح می شد، غالباً حسابرسان به عنوان خواننده به

دادگاه کشانده می‌شدند. از آن پس حساب‌رسان دریافتند که بر مبنای صورت‌های مالی محافظه کارانه، هرگز دعوی علیه آن‌ها اقامه نمی‌شود و فقط بیش از واقع نشان دادن سود و دارایی‌هاست که موجب چنین امری می‌شود (اعتمادی و همکاران، ۱۳۸۹).

یکی از تعاریف محافظه‌کاری در حسابداری به شکل سنتی، از این قرار است: "هیچ سودی را نپذیرید، اما تمام زیان‌ها را شناسایی کنید". نپذیرفتن سود را می‌توان به این شکل تفسیر کرد: قبل از اینکه به شکل قانونی ادعایی نسبت به درآمدها مطرح شود، آن را شناسایی نکنیم. محافظه‌کاری در حسابداری به این معنی نیست که نتوان هیچ سودی را قبل از دریافت وجوه نقد شناسایی کرد، بلکه مسأله اصلی قابلیت تأیید آن است. در متون موجود، بحث فوق به این صورت تفسیر می‌شود: "حسابداران به درجه بالاتری از قابلیت تأیید برای شناسایی اخبار خوب مانند سود، نسبت به شناسایی اخبار بد مانند زیان تمایل دارند" (باسو، ۱۹۹۷). محافظه‌کاری در واقع عدم تقارن قابلیت تأیید هزینه‌ها و درآمدها است. این تفسیر به درجات مختلفی از محافظه‌کاری منجر می‌شود: هر چه تفاوت قابلیت تأیید برای درآمد و هزینه بیشتر باشد، به درجات بالاتری از محافظه‌کاری منجر می‌شود (واتر، ۲۰۰۳).

### سطح بهینه سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری، از جمله مباحث اقتصادی مالی است که هم از دیدگاه کلان و هم به صورت خرد از اهمیت قابل ملاحظه‌ای برخوردار است. اگر سرمایه‌گذاری را، به تعویق انداختن مصرف فعلی برای دستیابی به امکان مصرف بیشتر در آینده تعریف نماییم، شناسایی فرصت‌هایی که بتوان از طریق آن‌ها وجوه بیشتری را برای مصرف در آینده به دست آورد اهمیتی دوچندان پیدا می‌کند. در واقع، سرمایه‌گذاری یکی از ارکان اساسی اقتصاد کشورها است. تردیدی نیست که افزایش تولید، که یکی از نخستین گام‌های فرآیند توسعه محسوب می‌شود، مستلزم افزایش سرمایه‌گذاری خواهد بود و به همین دلیل، نظریه‌هایی در علم اقتصاد مطرح است، که علت توسعه نیافتگی برخی کشورها را کمبود سرمایه و سرمایه‌گذاری پنداشته و دور باطل<sup>۴</sup> کمبود تولید را ناشی از نبود سرمایه‌گذاری می‌دانند. علاوه بر پیامدهای کلان اقتصادی سرمایه‌گذاری، این مقوله از دیدگاه سرمایه‌گذاران نیز پدیده‌ای مطلوب قلمداد می‌شود، چرا که افزون بر حفظ قدرت خرید پول در برابر تورم، سبب می‌شود تا ارزش زمانی پول و پاداش ناشی از تأخیر مصرف نیز،

مدنظر قرار گیرد. از این رو، سرمایه گذاری از هر دو جنبه عرضه و تقاضای سرمایه، امری ضروری و پیش نیاز حیاتی برای پیشرفت محسوب می شود (اسلامی بیدگلی و بیگدلو، ۱۳۸۵). خواسته سهامداران از مدیران شرکت این است که در طرحی سرمایه گذاری کنند که ارزش آن به بیش از بهای تمام شده برسد. ارزش فعلی خالص، نشان دهنده تفاوت بین ارزش طرح و بهای تمام شده آن است. مدیران شرکت ها می توانند از طریق سرمایه گذاری در طرح هایی با خالص ارزش فعلی مثبت و سرمایه گذاری نکردن در طرح هایی با خالص ارزش فعلی منفی، بهترین کمک ممکن را به سهامداران خود بنمایند و منافع آن ها را به بهترین شکل ممکن تأمین نمایند. در واقع، اگر مدیر یک شرکت فقط طرح هایی را به اجرا در آورد که خالص ارزش فعلی آن ها مثبت است، می تواند ارزش شرکت را به حداکثر برساند. سهامداران (موکلان) چگونه می توانند اطمینان یابند که مدیران (نمایندگان یا وکیلان آن ها) تنها در اندیشه تأمین منافع خود نیستند؟ در اینجا، مسأله وکیل و موکل مطرح می شود. سهامداران، موکلان اصلی و مدیران ارشد نماینده سهامداران هستند. از سوی دیگر، مدیران رده میانی و کارکنان، به نوبه خود، نماینده مدیران ارشد هستند. از این رو، مدیران ارشد، از یک سو نماینده سهامداران و از سوی دیگر برای کل شرکت نقش موکل را ایفا می نمایند. مسأله این است که بتوان همه افراد را گرد هم آورد تا همگی در راه به حداکثر رساندن ارزش شرکت تلاش نمایند (پارسائیان، ۱۳۸۶).

همان طور که ملاحظه می شود، فرصت های سرمایه گذاری از اهمیت ویژه ای در حداکثر کردن ثروت سهامداران و ارزش شرکت، برخوردار است. نکته برجسته ای که در این خصوص وجود دارد، این است که مدیران شرکت ها، سرمایه را به منظور اهداف خاصی از جمله تأمین مالی سرمایه گذاری های جدید، افزایش می دهند. این در حالی است که، فرصت های سرمایه گذاری به طور برابر در تمامی شرکت ها وجود ندارد. برخی شرکت ها دارای فرصت های سرمایه گذاری باارزشی هستند، در صورتی که فرصت های سرمایه گذاری در برخی شرکت ها، تنها طرح هایی با ارزش فعلی خالص منفی است (جکسون و همکاران، ۲۰۰۹). از این رو، مدیران باید به صورت بهینه و در طرح هایی سرمایه گذاری کنند که برای شرکت ارزش آفرینی کند. یعنی، طرح هایی با ارزش فعلی خالص مثبت پذیرفته شود و طرح هایی با ارزش فعلی خالص منفی رد شود (بیدل و هیلاری، ۲۰۰۶). با توجه به این که، تصمیم گیری در خصوص انتخاب طرح های سرمایه گذاری بر عهده مدیران است، نمی توان منافع شخصی آن ها

را در انتخاب این طرح‌ها نادیده گرفت. چراکه، مدیران دارای این انگیزه هستند، تا شرکت را فراتر از اندازه بهینه رشد دهند. رشد، قدرت مدیران را با افزایش منابع تحت کنترل آن‌ها، افزایش می‌دهد. همچنین، رشد شرکت با میزان پاداش مدیران در ارتباط است و تغییرات در پاداش، رابطه مثبتی با رشد فروش‌ها دارد. از این رو، نظارت بر فعالیت‌های مدیران و نوع ساختار مالکیت در تعیین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و انتخاب طرح‌ها، مؤثر هستند. علاوه بر این، نحوه تأمین مالی و فراهم نمودن وجوه کافی و همچنین مصرف این وجوه به نحو کارا، از جمله مسائلی است که در انتخاب طرح‌های سرمایه‌گذاری باید مدنظر قرار گیرد. به عنوان مثال، محدودیت‌های مالی، توانایی مدیران را برای تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری، محدود می‌سازد (جنسن، ۱۹۸۶). در نهایت، می‌توان چنین استنباط کرد که، نوع سیاست تأمین مالی و همچنین وجود ساختار مالکیت بهینه، از جمله عوامل مؤثر در انتخاب بهترین طرح‌های سرمایه‌گذاری و در نتیجه سرمایه‌گذاری در حد بهینه است. همچنین، به نظر می‌رسد محافظه‌کاری موجب کاهش مشکلات ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی (از جمله عدم بهینه بودن سرمایه‌گذاری) و بهبود سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت شود.

### پیشینه

مایرز<sup>۵</sup> (۱۹۷۷) و مایرز و مجلوف<sup>۶</sup> (۱۹۸۴) نشان دادند، در زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران بیرونی و مدیران داخلی در خصوص ارزش فعلی دارایی‌ها و بازده جریان‌های نقدی پیش‌بینی شده از طرح‌های سرمایه‌گذاری وجود دارد، تأمین مالی اوراق بهادار منتشر شده توسط واحد تجاری جهت اجرای طرح‌های سرمایه‌گذاری شده کمتر از حد و یا بیشتر از حد برآورد می‌شود، که ممکن است منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد و یا کمتر از حد شود.

جنسن (۱۹۸۶) نشان داد که وقتی مقدار زیادی از جریان نقدی آزاد در واحد تجاری وجود داشته باشد، مدیران واحد تجاری با احتمال بیشتری به سرمایه‌گذاری جریان نقدی آزاد در طرح‌هایی می‌پردازند که می‌تواند بازده غیر پولی را به وجود آورد و سرمایه‌گذاری واحد تجاری را گسترش دهد، که این امر موجب سرمایه‌گذاری بیش از حد واحد تجاری می‌شود.

گوچانگک<sup>۷</sup> (۲۰۰۰) در مطالعه خود با عنوان اطلاعات حسابداری، تصمیمات سرمایه‌گذاری

سرمایه‌ای و ارزشیابی حقوق صاحبان سهام نشان داد که چگونه محافظه کاری حسابداری، خصوصیات عایدات و ارزش دفتری را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

دورنو<sup>۸</sup> و همکاران (۲۰۰۴)، مطالعات خود را در سطح صنایع انجام دادند و رابطه بین آگاهی‌دهندگی قیمت و تخصیص بهینه سرمایه را مورد آزمون قرار دادند. نتایج پژوهش‌های آن‌ها نشان می‌دهد که، صنایعی که قیمت‌های سهام در آن‌ها از آگاهی‌دهندگی بیشتری برخوردار است، با انحرافات کمتری از سرمایه‌گذاری بهینه در ارتباط هستند.

انور و دولمن<sup>۹</sup> (۲۰۰۷) به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های دارای محافظه کاری حسابداری بیشتر: (۱) جریان‌های نقد آتی و حاشیه سود بالاتری دارند. (۲) احتمال و مقدار تغییرات اقلام خاص در شرکت‌هایی با محافظه کاری کم، کمتر است. علاوه بر این: (۱) محافظه کاری موجب کاهش مشکلات نمایندگی مرتبط با تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران می‌شود. (۲) برخلاف دیدگاه‌های استاندارد گذاران، محافظه کاری یک ویژگی مطلوب در گزارشگری مالی نیست.

گارسیا لارا<sup>۱۰</sup> و همکاران (۲۰۰۹) به بررسی محافظه کاری شرطی و بهینه بودن سرمایه‌گذاری شرکت پرداختند و به رابطه منفی بین محافظه کاری شرطی و معیار سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد یافتند و به وجود رابطه مثبت بین محافظه کاری و سودآوری آتی شرکت دست یافتند.

تائو<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۹) در پژوهش خود با عنوان محافظه کاری حسابداری و سرمایه‌گذاری کمتر از حد، به این نتیجه رسیدند که محافظه کاری حسابداری و سرمایه‌گذاری کمتر از حد به صورت مثبت همبستگی دارند و همبستگی مثبت، بیشتر برای شرکت‌های دارای نوسان بازده بالا اعلام شده است.

گارسیا لارا و همکاران (۲۰۱۰) به بررسی محافظه کاری حسابداری و بهینه بودن سرمایه‌گذاری شرکت پرداختند و دریافتند که بیشتر شرکت‌های محافظه‌کار، تمایل کمتری به سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد دارند.

یادونگ<sup>۱۲</sup> و همکاران (۲۰۱۲)، در پژوهشی که انجام دادند به بررسی رابطه بین سطح بهینه سرمایه‌گذاری و محافظه کاری حسابداری پرداخته‌اند. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که نحوه تامین مالی شرکت (از داخل یا از خارج) رابطه بین محافظه کاری حسابداری و سطح بهینه سرمایه‌گذاری شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

احمد و دولمان<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۳)، آثار بیش اطمینانی مدیریت بر محافظه‌کاری حسابداری را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج پژوهش نشان داد بیش اطمینانی اثر منفی بر محافظه‌کاری حسابداری داشته و نظارت خارجی این آثار منفی را کاهش خواهد داد.

گماریز و جان (۲۰۱۴) به بررسی تاثیر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی‌ها بر سطح بهینه سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج نشان داد که گزارش‌های مالی با کیفیت و بدهی‌هایی با سررسیدهای کوتاه مدت منجر به تقویت سطح بهینه سرمایه‌گذاری می‌شود.

بنی‌مهد (۱۳۸۵)، بر اساس اطلاعات یک دوره یازده ساله (۱۳۷۳ الی ۱۳۸۳) از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، عوامل مؤثر بر محافظه‌کاری حسابداری را تعیین و مدلی را برای اندازه‌گیری آن پیشنهاد داد. نتایج پژوهش او نشان داد که محافظه‌کاری حسابداری و شاخص سودآوری (بازده دارایی‌ها) در ایران طی دوره پژوهش به‌طور همزمان کاهش یافته است. اندازه شرکت‌ها و مالیات، بر محافظه‌کاری حسابداری اثری نداشته و محافظه‌کاری حسابداری نمی‌تواند به عنوان یک مکانیزم قراردادی کارآمد برای کاهش تعارض‌های تقسیم سود بین سهامداران و اعتباردهندگان محسوب شود.

خوش‌طینت و یوسفی (۱۳۸۶)، به بررسی رابطه بین تقارن و عدم تقارن اطلاعاتی با محافظه‌کاری پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که عدم تقارن اطلاعاتی مابین سرمایه‌گذاران آگاه و ناآگاه منجر به محافظه‌کاری می‌شود. از طرفی تغییرات عدم تقارن اطلاعاتی مابین سرمایه‌گذاران منجر به تغییرات محافظه‌کاری می‌شود. اما محافظه‌کاری منجر به عدم تقارن اطلاعاتی نمی‌شود. این نتایج مغایر با پیشنهاد هیأت استانداردهای حسابداری مالی است که عنوان می‌کند محافظه‌کاری منجر به ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود.

مدرس و حصارزاده (۱۳۸۷)، در خصوص میزان بهینه سرمایه‌گذاری، به بررسی کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند. یافته‌های این پژوهش، حاکی از تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر عدم کارایی سرمایه‌گذاری است. نتایج حاکی از آن است که کیفیت گزارشگری مالی از طریق کاهش بیش (کم) سرمایه‌گذاری، می‌تواند موجب ارتقاء کارایی سرمایه‌گذاری گردد.

ابراهیمی کردلر و شهریاری (۱۳۸۸)، رابطه بین هزینه‌های سیاسی و محافظه‌کاری (فرضیه سیاسی) در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمودند. نتایج پژوهش نشان داد که بین اندازه و شدت سرمایه‌گذاری با محافظه‌کاری رابطه منفی و بین درجه رقابت در صنعت و مالکیت



دولتی با محافظه‌کاری رابطه مثبت وجود دارد. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین نرخ مؤثر مالیاتی و ریسک با محافظه‌کاری رابطه معناداری وجود ندارد.

تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸)، تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر عدم کارایی سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که جریان نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی، به ترتیب سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد را به دنبال خواهد داشت.

بنی مهد و باغبانی (۱۳۸۸)، در تحقیقی به بررسی اثر محافظه‌کاری حسابداری، مالکیت دولتی، اندازه شرکت و نسبت اهرمی بر زیان‌دهی شرکت‌ها پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد، محافظه‌کاری حسابداری مکانیزم قراردادی مؤثر برای محدود نمودن رفتار جانبدارانه مدیر در بیش‌نمایی سود در شرکت‌های زیان‌ده است و از این‌رو، محافظه‌کاری موجب ارتقاء ارزش شرکت‌های زیان‌ده در بلندمدت می‌شود.

فروغی و صادقی (۱۳۸۹)، به بررسی رابطه محافظه‌کاری با کارایی سرمایه‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیات پژوهش از یک طرف گویای وجود رابطه معنی‌دار و منفی بین محافظه‌کاری و سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی‌های سرمایه‌ای و از طرف دیگر بیانگر وجود رابطه معنی‌دار و مثبت بین کارایی و محافظه‌کاری می‌باشد.

ثقفی و همکاران (۱۳۹۰) به مطالعه رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج به دست آمده از این پژوهش حاکی از آن است که هرچه کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت‌ها بالاتر باشد، مساله سرمایه‌گذاری بیش از حد، کمتر به وجود می‌آید و این رابطه در شرکت‌هایی با جریان نقد آزاد بیشتر رخ می‌دهد.

مجتهدزاده و فرش (۱۳۹۱)، به بررسی رابطه محافظه‌کاری حسابداری و تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بین معیار عدم تقارن در شناسایی به‌هنگام برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری با سودآوری آتی رابطه منفی وجود دارد؛ این رابطه از نظر آماری معنادار است. همچنین معیار نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام برای سنجش محافظه‌کاری با سودآوری رابطه مثبت دارد؛ این رابطه از نظر آماری معنادار نیست.

فخاری و رسولی (۱۳۹۲)، اثر محافظه‌کاری و کیفیت ارقام تعهدی را بر کارایی سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار دادند. یافته‌ها نشان داد که اعمال محافظه‌کاری، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد.

شهبازی و مشایخی (۱۳۹۳)، در پژوهشی به بررسی رابطه نسبت بدهی، اندازه و هزینه سرمایه شرکت با محافظه‌کاری مشروط و غیر مشروط پرداختند. نتایج نشان داد که بین نسبت بدهی و محافظه‌کاری در هر دو نوع مشروط و غیر مشروط رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. رابطه معنادار منفی اندازه شرکت تنها در الگوی محافظه‌کاری غیر مشروط مورد تایید قرار گرفت.

ستایش و همکاران (۱۳۹۴)، در پژوهشی به بررسی اثر تعاملی کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم تقارن اطلاعاتی بر عدم کفایت سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که بین اثر تعاملی کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم تقارن اطلاعاتی با کم سرمایه‌گذاری رابطه معنادار و مستقیم وجود دارد؛ اما این موضوع در رابطه با بیش سرمایه‌گذاری صدق نمی‌کند.

### فرضیه‌ها

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش، سه فرضیه به شرح ذیل طراحی گردید:

فرضیه ۱: بین محافظه‌کاری حسابداری و سرمایه‌گذاری آتی در سطح شرکت‌ها رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه ۲: بین محافظه‌کاری حسابداری و سرمایه‌گذاری آتی در سطح صنایع رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه ۳: شرکت‌های محافظه‌کارتر، تمایل کمتری به سرمایه‌گذاری دور از سطح بهینه دارند.

### متغیرها

#### متغیر وابسته

$Investment_{t+1}$ : معیار سرمایه‌گذاری آتی در کالاهای سرمایه‌ای و غیر سرمایه‌ای است. در این پژوهش، سرمایه‌گذاری به عنوان وجه نقد پرداختی شرکت برای تحصیل یا ساخت دارایی‌های ثابت، دارایی‌های نامشهود یا سایر دارایی‌های غیرجاری تقسیم بر کل دارایی‌های آغاز دوره در نظر گرفته می‌شود (یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸).

**متغیرهای مستقل**

در این پژوهش، محافظه کاری به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است. *CONS*: معیار محافظه کاری است. نحوه محاسبه متغیر محافظه کاری در ادامه بیان خواهد شد.

**متغیرهای کنترلی**

دلیل استفاده از متغیرهای کنترلی در این مدل‌ها، کنترل تأثیر عوامل شناخته شده و ناشناخته در رابطه بین متغیرهای وابسته و مستقل اصلی است. این متغیرها عموماً در متون گذشته شبیه به موضوع این پژوهش استفاده شده است. به عنوان مثال می‌توان به پژوهش‌های وردی<sup>۱۴</sup> در سال ۲۰۰۶، بیدل و هیلاری<sup>۱۵</sup> در سال ۲۰۰۶، ریچاردسون<sup>۱۶</sup> در سال ۲۰۰۶، یانگ و جیانگ<sup>۱۷</sup> در سال ۲۰۰۸، بیدل<sup>۱۸</sup> و همکاران در سال ۲۰۰۹ و گارسیا لارا و همکاران در سال ۲۰۱۰ اشاره کرد. این متغیرهای کنترلی به شرح زیر است:

اندازه شرکت (Size): با لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام اندازه‌گیری می‌شود. نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MTB): برابر است با نسبت ارزش بازار کل دارایی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

اهرم مالی (Lev): برابر با نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به اضافه بدهی‌های بلندمدت تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام است.

مشهود بودن (Tang): نسبت اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات به کل دارایی‌ها است.

نسبت جریان نقد عملیاتی به فروش (CFosale)

کساد مالی (Slack): نسبت وجه نقد به اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات است.

**نحوه سنجش محافظه کاری**

برای تخمین مدل‌های مورد استفاده در این پژوهش، نیاز به معیار خاصی از محافظه کاری یک شرکت است. بدین منظور شاخص خان و واتس<sup>۱۹</sup> (۲۰۰۹) به کار برده می‌شود که معیار شرکت - سال محافظه کاری را بر اساس مدل باسو (۱۹۹۷) تخمین می‌زند. خان و واتس (۲۰۰۹) محافظه کاری (CONS) و به موقع بودن عایدات برای اخبار خوب (GNews) را با تابع خطی ویژگی‌های یک شرکت خاص در هر سال بیان می‌کنند:

$$CONS = \beta_3 = \lambda_1 + \lambda_2 Size_i + \lambda_3 MB_i + \lambda_4 Lev_i \quad (1)$$

$$GNews = \beta_2 = \eta_1 + \eta_2 Size_i + \eta_3 MB_i + \eta_4 Lev_i \quad (2)$$

تخمین‌های تجربی  $\eta_i$  و  $\lambda_i$  در صورتی که  $i=1-4$ ، در شرکت‌ها ثابت هستند اما بر اساس زمان‌هایی که آن‌ها از رگرسیون مقطعی سالیانه تخمین زده شده‌اند، متفاوتند. با استفاده از این خصوصیت  $\beta_2$  و  $\beta_3$  در مدل با سو جابجا می‌شود تا به معادله ۵ دست یابیم.

(۳)

$$Earn_i = \beta_0 + \beta_1 Neg_i + Ret_i (\eta_1 + \eta_2 Size_i + \eta_3 MB_i + \eta_4 Lev_i) + Ret_i * Neg_i (\lambda_1 + \lambda_2 Size_i + \lambda_3 MB_i + \lambda_4 Lev_i) + \delta_1 Size_i + \delta_2 MB_i + \delta_3 Lev_i + \delta_4 Size_i * Neg_i + \delta_5 MB_i * Neg_i + \delta_6 Lev_i * Neg_i + \mu_t$$

مدل ۳ از جابجایی مدل‌های ۱ و ۲ حاصل شده است (گارسیا لارا و همکاران، ۲۰۱۰). متغیرهای موجود در مدل ۱، ۲ و ۳ با حذف اندیس‌های شرکت و زمان بدین شرح است (خان و واتر، ۲۰۰۹).

<i>Earn</i>	سود خالص قبل از اقلام غیر مترقبه تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام.
<i>Neg</i>	متغیر مجازی است؛ که در مواردی که اخبار بد (نرخ بازده سهام منفی یا صفر) است، ارزشی برابر یک و در مواردی که اخبار خوب (نرخ بازده سهام مثبت) است، ارزشی برابر صفر دارد.
<i>Ret</i>	نرخ بازده سالانه سهام شرکت است.
<i>CONS</i>	بیانگر محافظه کاری حسابداری است.
<i>GNews</i>	بیانگر به موقع بودن عایدات برای اخبار خوب است.
<i>Size</i>	اندازه شرکت است که از لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید.
<i>MB</i>	نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری آن است.
<i>lev</i>	بیانگر اهرم مالی شرکت است که از تقسیم جمع بدهی‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید.

### روش شناسی

طرح این پژوهش از نوع شبه تجربی و رویکرد آن پس‌رویدادی است. از روش پس‌رویدادی زمانی استفاده می‌شود که پژوهشگر پس از وقوع رویدادها به بررسی موضوع می‌پردازد (نمازی، ۱۳۷۹). این پژوهش از نظر روش پژوهش، در زمره پژوهش‌های توصیفی جای می‌گیرد. مطالعات توصیفی به توصیف و تفسیر شرایط و روابط موجود می‌پردازد (دلاور، ۱۳۸۷).

پژوهش حاضر از نظر هدف در زمره پژوهش‌های کاربردی جای می‌گیرد. در این نوع پژوهش‌ها، هدف کشف دانش تازه‌ای است که کاربرد مشخصی را درباره فرآورده یا فرایندی در واقعیت، دنبال می‌کند. به عبارت دقیق‌تر، پژوهش کاربردی تلاشی برای پاسخ دادن به یک معضل و مشکل عملی است که در دنیای واقعی وجود دارد. در پژوهش‌های کاربردی، نظریه‌ها و اصولی که در پژوهش‌های پایه تدوین می‌شوند، برای حل مسائل اجرایی و واقعی به کار گرفته می‌شوند (خاکی، ۱۳۸۲).

### جامعه و نمونه

جامعه آماری پژوهش حاضر شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که بر اساس معیارهای زیر محدود شده است:

- بر اساس دوره زمانی پژوهش (از ابتدای سال ۱۳۸۱ تا انتهای سال ۱۳۹۰) و با توجه به اطلاعات مورد نیاز برای یک سال بعد از دوره مورد بررسی، باید شرکت قبل از سال ۱۳۸۱ در بورس پذیرفته شده باشد و تا انتهای سال ۱۳۹۱، نام آن از فهرست شرکت‌های مذکور حذف نشده باشد.
- در راستای افزایش مقایسه‌پذیری و یکسان‌سازی شرایط شرکت‌های منتخب، سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد و طی دوره زمانی پژوهش، تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشد.
- به منظور تشابه نوع ارقام و طبقه‌بندی آن‌ها در صورت‌های مالی، شرکت‌های انتخاب شده تولیدی باشند و جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گران مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها) نباشند؛ زیرا

ساختار سرمایه این‌گونه شرکت‌ها متفاوت است و ممکن است رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری در چنین مؤسساتی متفاوت باشد و قابل تعمیم به سایرین نباشد.

اندازه نمونه پس از گذر از شرایط انتخاب نمونه، به تعداد ۱۰۰ شرکت رسید. بدین ترتیب داده‌های مربوط به سال‌های ۱۳۸۱ الی ۱۳۹۰ برای ۱۰۰۰ سال - شرکت جمع‌آوری شد. داده‌های این پژوهش مبتنی بر ارقام و اطلاعات واقعی بازار سهام و صورت‌های مالی شرکت‌ها است. مبانی نظری پژوهش از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین و داده‌های مورد نیاز از طریق مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، گزارش‌های هفتگی و ماهنامه بورس اوراق بهادار، پایگاه اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار و با استفاده از نرم‌افزارهای دناسهم، صحرا و تدبیرپرداز گردآوری شده است. در این پژوهش به منظور بررسی رابطه بین محافظه‌کاری و سرمایه‌گذاری آتی، متغیرهای مستقل و وابسته از دو جنبه متفاوت مورد بررسی قرار می‌گیرند. از یک سو در میان شرکت‌های مختلف و از سوی دیگر طی سال‌های مختلف. راه‌حل پیشنهادی در چنین مواردی، استفاده از تجزیه و تحلیل داده‌های تلفیقی است. در داده‌های تلفیقی<sup>۲۰</sup>، داده‌ها ترکیب می‌شوند. ترکیب داده‌های سری زمانی و داده‌های مقطعی منجر به داده‌هایی با ویژگی سری زمانی - مقطعی می‌شود (مومنی و فعال قیومی، ۱۳۸۸). اطلاعات گردآوری شده، به وسیله نرم افزار Eviews 6 مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

## مدل‌ها

به عنوان آزمون رابطه میان محافظه‌کاری و بهینه بودن سرمایه‌گذاری، این احتمال می‌رود که یک شرکت بر اساس سطح محافظه‌کاریش، از سطح بهینه سرمایه‌گذاری انحراف داشته باشد. بنابراین باقیمانده‌های مدل ۴ (مدل بیدل و همکاران - ۲۰۰۹) برای محاسبه سرمایه‌گذاری بیش (یا کمتر) از حد که می‌تواند به عنوان میزان انحراف یک شرکت خاص از سطح بهینه سرمایه‌گذاری شرکت تفسیر شود، بکار می‌رود. باقیمانده‌های این مدل مورد استفاده قرار می‌گیرد تا شرکت‌ها به سه گروه تقسیم شود. شرکت‌ها به صورت سالیانه، بر اساس باقیمانده‌های شرکت خاص به صورت چارک‌ها مرتب می‌شوند. مشاهدات شرکت - سال در چارک بالا (پایین) به عنوان سرمایه‌گذاری بیش (کمتر) از حد

طبقه‌بندی می‌شود. به نظر می‌رسد چارک‌های میانی نزدیک به سطح بهینه سرمایه‌گذاری هستند و به عنوان گروه ارزیاب مورد استفاده قرار می‌گیرند. با استفاده از این داده‌ها، مدل ۵ تخمین زده شده که احتمال این که یک شرکت از سطح بهینه سرمایه‌گذاریش انحراف داشته باشد را پیش‌بینی می‌کند.

$$Investment_{I,t+1} = \beta_0 + \beta_1 SalesGrowth_{I,t} + \mu_{I,t+1} \quad (4)$$

در مدل بالا، SalesGrowth نشان‌دهنده رشد فروش است که از تقسیم تغییرات فروش به فروش سال قبل حاصل می‌شود (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹ و گارسیالارا و همکاران، ۲۰۱۰) و Investment<sub>t+1</sub> معیار سرمایه‌گذاری آتی در کالاهای سرمایه‌ای و غیرسرمایه‌ای است که از تقسیم وجه نقد پرداختی شرکت برای تحصیل یا ساخت دارایی‌های ثابت، دارایی‌های نامشهود یا سایر دارایی‌های غیرجاری بر جمع دارایی‌های ابتدای دوره حاصل می‌شود (یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸).

(۵)

$$Prob(Investment\ extremes_{t+1} = j) = \alpha + \delta CONS_t + \gamma Controls_t + \varepsilon$$

اگر یک شرکت به عنوان کم سرمایه‌گذار<sup>۲۱</sup> طبقه‌بندی شده باشد، ارزشی برابر یک می‌گیرد. اگر شرکت متعلق به گروه ارزیاب باشد، ارزشی برابر ۲ می‌گیرد. اگر شرکت به عنوان بیش سرمایه‌گذار<sup>۲۲</sup> طبقه‌بندی شده باشد، ارزشی برابر ۳ می‌گیرد. ضریب اصلی مورد توجه در مدل ۵،  $\delta$  می‌باشد. اگر محافظه‌کاری، شرکت را از بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری باز دارد، انتظار می‌رود  $\delta$  منفی باشد؛ که نشان‌دهنده این است که شرکت‌های محافظه‌کارتر، تمایل کمتری به سرمایه‌گذاری دور از سطح بهینه‌شان دارند و بنابراین تمایل کمتری دارند که در چارک‌های بالا و پایین باشند (گارسیالارا و همکاران، ۲۰۱۰). متغیر محافظه‌کاری و متغیرهای کنترلی در این رگرسیون، مطابق توضیحات مذکور محاسبه می‌شود.

## آمار توصیفی

در جدول شماره ۱ آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق آورده شده است:

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

انحراف استاندارد	مینیمم	ماکزیمم	میانه	میانگین	تعداد مشاهدات	آمار توصیفی
						متغیرها
۰/۰۶۶۱	-۰/۵۳۲۰	۰/۸۰۲۰	۰/۰۰۰۳	-۰/۰۰۸۵	۱۰۰۰	سرمایه‌گذاری آتی
۰/۱۶۲۳	-۱/۲۷۲۱	۰/۹۷۲۰	-۰/۰۷۱۲	-۰/۰۸۵۱	۱۰۰۰	محافظه‌کاری
۰/۶۱۱۷	۹/۱۵۱۰	۱۳/۴۷۱۹	۱۱/۱۳۲۲	۱۱/۵۹۲۷	۱۰۰۰	اندازه شرکت
۱۲/۰۰۸۱	۰/۰۰۰۰۰۰	۱۳/۲۳۱۱	۵/۰۰۱۲	۷/۸۷۲۲	۱۰۰۰	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
۲/۴۷۵۲	۰/۰۴۹۲۵	۳۰/۱۸۷۵	۰/۸۹۲۲	۱/۵۹۲۳	۱۰۰۰	اهرم مالی
۰/۱۵۲۸	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۹۰۰۸	۰/۱۹۵۸	۰/۲۲۲۱	۱۰۰۰	مشهود بودن
۱/۷۳۹۲	-۱/۲۵۱۳	۴۰/۸۷۵۳	۰/۱۶۰۸	۰/۲۹۲۱	۱۰۰۰	نسبت جریان عملیاتی به فروش
۳/۶۶۳۲	۰/۰۰۰۰۰۰	۹۶/۲۳۲۵	۰/۱۷۳۲	۰/۵۶۱۸	۱۰۰۰	کساد مالی

نتایج آمار توصیفی نشان می‌دهد که متغیر مستقل محافظه‌کاری در سطح شرکت‌ها دارای ضریب تغییرات (حاصل تقسیم انحراف معیار بر میانگین) برابر با ۱/۹۰ و متغیر وابسته سرمایه‌گذاری آتی دارای ضریب تغییرات برابر با ۷/۷۷ است و لذا این موضوع نشان می‌دهد متغیر وابسته سرمایه‌گذاری آتی در طی دوره پژوهش دارای پراکندگی بسیار بالا و ثبات و پایداری بسیار پایین نسبت به متغیر مستقل محافظه‌کاری بوده است. این امر بیان‌گر این مطلب است که سرمایه‌گذاری آتی احتمالاً تحت تأثیر عوامل دیگری به جز محافظه‌کاری قرار دارد.

### آزمون فرضیه‌ها

به منظور آزمون پایایی (ایستایی) متغیرهای پژوهش، از آزمون ریشه واحد تلفیقی استفاده شده است. نتایج آزمون‌های ریشه واحد تلفیقی از نوع آزمون لوین، لین و چو، آزمون‌ایم، پسران و شین، دیکی - فولر تعدیل یافته و فلیس - پرون نشان می‌دهد که تمام متغیرهای پژوهش اعم از مستقل، کنترلی و وابسته در طی دوره پژوهش در سطح پایا بوده‌اند.



جدول ۲. پایایی متغیرهای پژوهش

آزمون‌ها متغیرها	آماره و معناداری	فلیپس - پرون	دیکی - فولر تعدیل یافته	ایم، پسران وشین	لوین، لین و چو
سرمایه گذاری آتی	آماره	۲۵۰/۵۱۹	۲۷۶/۸۱۷	-۳/۰۴۵	-۱۶/۷۵۰
	معناداری	۰/۰۰۶۹	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
انحراف از سطح بهینه سرمایه گذاری	آماره	۶۷۹/۱۷۹	۵۴۶/۵۰۸	-۱۳/۹۰۸	-۲۱/۱۱۰
	معناداری	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
محافظه کاری	آماره	۷۸۷/۶۴۲	۶۱۷/۴۵۷	-۱۹/۰۰۲	-۲۸/۲۴۳
	معناداری	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	آماره	۳۶۹/۰۰۱	۱۴/۱۴۱	-۵/۷۴۶	-۱۶/۸۲۴
	معناداری	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	آماره	۳۸۲/۸۹۱	۳۲۶/۱۱۳	-۵/۸۴۱	-۱۷/۰۰۲
	معناداری	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی	آماره	۲۶۶/۲۱۴	۲۳۹/۲۱۳	-۵/۱۲۶	-۱۵/۱۳۲
	معناداری	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۲۹	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
مشهود بودن	آماره	۵۱۲/۰۰۳	۴۳۹/۲۲۳	-۹/۰۰۱	-۲۶/۰۱۰
	معناداری	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
نسبت جریان نقد عملیاتی به فروش	آماره	۶۴۵/۱۷۲	۵۴۳/۱۱۰	-۱۷/۳۹۴	-۶۴/۱۵۱
	معناداری	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
کساد مالی	آماره	۴۸۸/۱۷۵	۴۵۹/۴۱۲	۱۲۱/۰۰۶	-۲۶/۰۳۹
	معناداری	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰

با توجه به اینکه مقدار معناداری آماره F در تمامی متغیرها کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین مدل‌ها در حالت کلی معنی‌دار بوده و با توجه به آماره دوربین - واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی است.

جدول ۳. بررسی معناداری مدل، خودهمبستگی و ضریب تعیین

فرضیه	سطح	آماره F	معناداری	آماره دوربین	ضریب
فرضیه ۱ و ۲	کل صنایع	۲/۵۲۱۲	۰/۰۰۰۰	۱/۶۹۱۴	٪۲۵
	صنایع چوب و نساجی	۳/۱۱۲۳	۰/۰۰۰۵	۱/۹۹۹۰	٪۵۰
	صنایع شیمیایی	۴/۰۱۲۱	۰/۰۰۰۰	۱/۹۶۹۲	٪۴۴
	صنایع غذایی	۲/۸۸۷۰	۰/۰۰۰۰	۱/۶۱۱۰	٪۲۱
	صنایع فلزی	۲/۸۸۷۰	۰/۰۰۰۰	۱/۶۹۹۰	٪۲۹
	صنایع کانی غیر فلزی	۳/۰۶۱۲	۰/۰۰۰۱	۱/۷۰۱۰	٪۲۴
	صنایع کاشی و سرامیک	۳/۰۶۱۲	۰/۰۰۰۱	۱/۶۹۹۲	٪۲۶
صنایع دارویی	۳/۰۶۱۲	۰/۰۰۰۱	۲/۲۴۲۰	٪۳۶	
فرضیه ۳		۳/۶۹۲۰	۰/۰۰۰۰	۱/۷۹۱۷	٪۳۳

جدول ۴. آزمون فرضیه اول و دوم ۰۳۳۰۵

SLACK	CFO SALE	TANG	LEV	MB	SIZE	CONS	سطح	
۰/۰۰۰۵	-۰/۰۰۰۳	-۰/۰۰۷۷	-۰/۰۰۴۰	۰/۰۰۱۶	-۰/۰۴۰۱	۰/۱۱۲۰	ضرایب متغیرها	شرکت‌ها کل
۰/۳۶۵۲	۰/۳۳۰	۰/۶۶۱۴	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۱۲۰	معناداری آماره t	
-۰/۰۲۱۲	۰/۱۲۳۳	۰/۰۶۲۰	-۰/۰۰۴۰	۰/۰۰۲۴	-۰/۰۳۳۳	۰/۴۰۱	ضرایب متغیرها	صنایع چوب و نساجی
۰/۸۸۱۸	۰/۰۲۵۳	۰/۴۰۰۲	۰/۳۹۳۳	۰/۰۰۸۷	۰/۲۰۲۵	۰/۰۰۰۰	معناداری آماره t	
۰/۰۰۸۹	-۰/۰۱۲۶	-۰/۰۴۰۷	-۰/۰۰۶۹	۰/۰۰۲۰	-۰/۱۲۲۶	۰/۰۸۷۷	ضرایب متغیرها	صنایع شیمیایی
۰/۴۰۳۰	۰/۵۵۰۰	۰/۲۵۲۰	۰/۳۹۶۳	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۱۰۲	معناداری آماره t	
۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۲۸	-۰/۰۱۱۲	-۰/۰۱۳۲	-۰/۰۰۰۱	-۰/۰۹۷۶	۰/۰۰۰۵	ضرایب متغیرها	صنایع غذایی
۰/۵۶۳۳	۰/۸۷۲۷	۰/۸۰۲۳	-۰/۰۱۲۲	۰/۹۱۰۳	۰/۰۱۴۲	۰/۰۴۰۲	معناداری آماره t	
-۰/۰۱۰۵	-۰/۰۰۰۲	۰/۱۶۰۲	-۰/۰۰۱۴	۰/۰۰۰۶۵	-۰/۰۱۰۰	۰/۰۱۲۲	ضرایب متغیرها	صنایع فلزی
۰/۰۰۰۰	۰/۳۳۴	۰/۰۰۵۴	۰/۳۰۳۱	۰/۰۴۵۲	۰/۳۳۰۵	۰/۰۱۱۱	معناداری آماره t	
-۰/۰۱۳۳	۰/۰۴۵۹	۰/۰۵۲۳	-۰/۰۰۱۵	۰/۰۰۴۸	-۰/۱۱۷۰	۰/۰۰۱۵	ضرایب متغیرها	صنایع کانی غیر فلزی
۰/۸۰۲۷	۰/۵۱۲۷	۰/۰۶۰۳۲	۰/۰۵۱۲	۰/۰۶۰۲	۰/۰۶۵۸	۰/۰۰۸۴	معناداری آماره t	
-۰/۰۶۲۸	-۰/۰۱۰۰	۰/۰۱۴۴	-۰/۰۱۵۱	۰/۰۰۲۹	-۰/۰۹۰۶	۰/۰۰۲۴	ضرایب متغیرها	صنایع کاشی و سرامیک
۰/۳۹۹۱	۰/۰۲۵۲	۰/۹۱۰۳	۰/۳۰۳۳	۰/۰۱۱۱	۰/۱۰۶۶	۰/۰۰۹۰	معناداری آماره t	
-۰/۰۰۵۶	-۰/۰۴۸۹	-۰/۰۲۰۱۴	-۰/۰۲۲۹	۰/۰۰۰۶	-۰/۰۴۹۸	۰/۱۲۱۷	ضرایب متغیرها	صنایع دارویی
۰/۰۳۰۱	۰/۸۸۷	۰/۰۲۳۳	۰/۰۰۰۶	۰/۰۹۶۲	۰/۰۰۰۹	۰/۰۲۵۶	معناداری آماره t	

آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که رابطه بین محافظه کاری حسابداری و بهینه بودن سرمایه گذاری در سطح شرکت‌ها نسبتاً ضعیف بوده، ولی از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. علاوه بر این، بین اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و اهرم مالی، با سرمایه گذاری آتی، در سطح کل شرکت‌ها ارتباط معنی‌دار وجود دارد. بنابراین فرضیه اول پذیرفته شد.

آزمون فرضیه دوم نشان داد که رابطه بین محافظه کاری حسابداری و سرمایه گذاری آتی در صنایع چوب و نساجی، شیمیایی، غذایی، فلزی، کانی غیرفلزی، کاشی و سرامیک و دارویی، نسبتاً ضعیف بوده ولی از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. علاوه بر این، بین اندازه شرکت و سرمایه گذاری آتی، در صنایع شیمیایی، غذایی و دارویی، ارتباط معنی‌دار منفی؛ بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و سرمایه گذاری آتی در صنایع چوب و نساجی، شیمیایی، فلزی و کاشی و سرامیک، ارتباط معنی‌دار مثبت و بین اهرم مالی و سرمایه گذاری آتی در صنایع غذایی و دارویی، ارتباط معنی‌دار منفی وجود دارد. بنابراین فرضیه دوم پذیرفته شد.

جدول ۵. آزمون فرضیه سوم

SLACK	CFOSALE	TANG	LEV	MB	SIZE	CONS	
۰/۰۰۱۰	-۰/۰۰۱۷	-۰/۰۰۷۹	-۰/۰۶۹۹	۰/۰۳۰۱	۰/۸۳۲۲	-۰/۱۷۵۹	ضرایب متغیرها
۰/۸۴۴۱	۰/۸۳۱۶	۰/۸۹۸۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۸۸	معناداری آماره t

در آزمون فرضیه سوم، به دلیل منفی و معنی‌دار بودن ضریب رگرسیونی محافظه کاری می‌توان گفت که شرکت‌های محافظه کارتر، تمایل کمتری به سرمایه گذاری دور از سطح بهینه دارند. بنابراین فرضیه سوم نیز پذیرفته شد.

### نتیجه گیری

یکی از عوامل مؤثر بر رشد و توسعه مناسب اقتصادی، سرمایه گذاری کافی و مؤثر است. بدین منظور، هر واحد اقتصادی برای سرمایه گذاری در طرح‌های مختلف، باید حد یا میزان سرمایه گذاری بهینه را با توجه به محدودیت منابع، مورد توجه قرار دهد. از سوی دیگر محافظه کاری از عواملی است که می‌تواند بر سرمایه گذاری بهینه مؤثر باشد.

یافته‌های حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که بین محافظه‌کاری حسابداری و سرمایه‌گذاری آتی هم در سطح شرکت‌ها و هم در سطح صنایع، ارتباط معنی‌دار وجود دارد. همچنین بین اندازه شرکت و سرمایه‌گذاری آتی در سطح کل شرکت‌ها و در صنایع شیمیایی، غذایی و دارویی، ارتباط معنی‌دار منفی؛ بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و سرمایه‌گذاری آتی در سطح کل شرکت‌ها و در صنایع چوب و نساجی، شیمیایی، فلزی و کاشی و سرامیک، ارتباط معنی‌دار مثبت و بین اهرم مالی و سرمایه‌گذاری آتی در سطح کل شرکت‌ها و در صنایع غذایی و دارویی، ارتباط معنی‌دار منفی وجود دارد. علاوه بر این، شرکت‌های محافظه‌کارتر، تمایل کمتری به سرمایه‌گذاری دور از سطح بهینه دارند. این پژوهش نشان داد که محافظه‌کاری دارای منافع اطلاعاتی است که موجب می‌شود شرکت‌های محافظه‌کارتر، تمایل کمتری به سرمایه‌گذاری دور از سطح بهینه باشند. با توجه به نقش اطلاعاتی محافظه‌کاری، به نظر می‌رسد دلیل این امر آن باشد که محافظه‌کاری اولاً موجب بهبود نظارت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت از طریق کاهش سرمایه‌گذاری در جایی که مدیران تمایل به سرمایه‌گذاری بیش از حد دارند، می‌شود و ثانیاً موجب تسهیل دسترسی به تأمین مالی خارجی ارزان قیمت از طریق افزایش سرمایه‌گذاری در جایی که مدیران مایلند سرمایه‌گذاری کمتر از حد داشته باشند، می‌شود. در پایان با توجه به یافته‌های این تحقیق پیشنهادهای زیر می‌شود

مراجع مسئول تدوین استانداردهای حسابداری که در تلاش هستند تا محافظه‌کاری را کم رنگ کنند، می‌توانند از نتایج این پژوهش در ارزیابی‌هایشان استفاده کنند. به دست اندرکاران بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود با اتخاذ روش‌های مناسب از میزان عدم تقارن اطلاعاتی کاسته و زمینه اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بهینه را فراهم نمایند. مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌توانند از نتایج این پژوهش در جهت افزایش آگاهی خود استفاده نمایند.

دانشجویان، پژوهشگران و سایر علاقه‌مندان می‌توانند با ادامه چنین پژوهش‌هایی، موجب شفاف نمودن سایر مزایای کاربرد محافظه‌کاری در حسابداری شوند و پیشنهاد می‌شود تا در مطالعات آتی، رابطه محافظه‌کاری و سطح بهینه سرمایه‌گذاری را با توجه به ساختار مالکیت، ساختار سرمایه، اندازه شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی مورد بررسی قرار دهند.

## یادداشت‌ها

- |                          |                             |
|--------------------------|-----------------------------|
| 1. Net Present Value     | 2. Overinvestment           |
| 3. Underinvestment       | 4 Vicious Circle of Poverty |
| 5. Myers                 | 6. Myers and Majluf         |
| 7. Guochang              | 8. Durnev                   |
| 9. Anwer and Duellman    | 10. Garsia Lara             |
| 11. Tao                  | 12. Xiaodong                |
| 13. Ahmed and Duellamanm | 14. Verdi                   |
| 15. Biddel and Hilary    | 16. Richardson              |
| 17. Yang and Jiang       | 18. Biddel                  |
| 19. Khan and Watts       | 20. Pool                    |
| 21. Under - Investor     | 22. Over - Investor         |

## منابع

- ابراهیمی کردلر، علی و شهریاری، علیرضا (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین هزینه‌های سیاسی و محافظه کاری (فرضیه سیاسی) در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۷، ۱۶-۳.
- اسلامی یدگلی، غلامرضا و بیگدلو، مهدی (۱۳۸۵). همسنجی بازده و ریسک فرصت‌های جایگزین سرمایه گذاری در ایران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۴، ۱۷۵-۱۴۹.
- اعتمادی، حسین و نوروش، ایرج و آذر، عادل و سراجی، حسن (۱۳۸۹). طراحی و تبیین مدل پیش‌بینی محافظه کاری حسابداری با تأکید بر ارتباط آن با میانگین موزون هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه تحقیقات حسابداری، سال دوم، شماره ۵، ۲۵-۶.
- بنی‌مهد، بهمن (۱۳۸۵). تبیین و ارائه الگو برای اندازه‌گیری محافظه کاری حسابداری. رساله دکتری رشته حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات تهران.
- بنی‌مهد، بهمن و باغبانی، ته‌مینه (۱۳۸۸). اثر محافظه کاری حسابداری، مالکیت دولتی، اندازه شرکت و نسبت اهرمی بر زیان‌دهی شرکت‌ها. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۸، ۷۰-۵۳.
- پارسائیان، علی (۱۳۸۶). مدیریت مالی پیشرفته، چاپ اول، تهران: انتشارات ترمه.
- تهرانی، رضا و حصارزاده، رضا (۱۳۸۸). تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری. تحقیقات حسابداری، سال اول، شماره سوم، ۶۷-۵۰.

ثقفی، علی و بولو، قاسم و محمدیان، محمد (۱۳۹۰). کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد. *مجله پیشرفت‌های حسابداری*، شماره ۲، ۶۳-۳۷. خاکی، غلامرضا (۱۳۸۲). *روش تحقیق با رویکردی به پایان‌نامه نویسی*، چاپ اول، تهران: انتشارات بازتاب.

خوش‌طینت، محسن و یوسفی، فرشته (۱۳۸۶)، *رابطه بین تقارن و عدم تقارن اطلاعاتی با محافظه‌کاری، مطالعات حسابداری*، شماره ۲۰، ۵۹-۳۷. دلاور، علی (۱۳۸۷)، *مبانی نظری و عملی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی*، چاپ ششم، تهران: انتشارات رشد.

ستایش، محمد حسین و محمدیان، محمد و مهتری، زینب (۱۳۹۴)، *بررسی اثر تعاملی کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم تقارن اطلاعاتی بر عدم کفایت سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پیشرفت‌های حسابداری*، دوره هفتم، شماره اول، ۱۰۶-۷۷.

ستایش، محمد حسین و جمالیان پور، مظفر (۱۳۸۹). *بررسی وجود محافظه‌کاری در گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پیشرفت‌های حسابداری*، دوره دوم، شماره اول، ۱۱۹-۸۵.

شوروزی، محمدرضا و برزگر خاندوزی، عابدین (۱۳۸۸)، *نبود تقارن اطلاعاتی و نقش اطلاعاتی محافظه‌کاری: بررسی دیدگاه‌های متفاوت در باب محافظه‌کاری. ماهنامه حسابداری*، سال بیست و چهارم، شماره ۲۱۰ (شهریور)، ۶۳-۵۶.

شهبازی، مجید و مشایخی، بیتا (۱۳۹۳)، *بررسی رابطه نسبت بدهی، اندازه و هزینه سرمایه شرکت با محافظه‌کاری مشروط و غیر مشروط. دانش حسابداری*، شماره ۱۶، ۵۴-۳۳.

فخاری، حسین و رسولی، شادی (۱۳۹۲)، *بررسی اثر محافظه‌کاری و کیفیت اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری، پژوهش‌های تجربی حسابداری*، شماره ۸، ۱۰۰-۸۱. فروغی، داریوش و صادقی محسن (۱۳۸۹)، *رابطه محافظه‌کاری و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات حسابداری*، شماره ۲۷، ۱۵۸-۱۳۹.

مجته‌زاده، ویدا و فرشعی، زهرا (۱۳۹۰)، *بررسی رابطه محافظه‌کاری حسابداری و تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار*

تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۷، ۱۰۴-۹۱.

مدرس، احمد و حصارزاده، رضا (۱۳۸۷)، کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری. فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال اول، شماره دوم، ۱۱۶-۸۵.

مؤمنی، منصور و فعال قیومی، علی (۱۳۸۸)، مقایسه انواع تحلیل های رگرسیونی برای داده های حسابداری. بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۸، ۱۱۲-۱۰۳.

نمازی، محمد (۱۳۷۹)، پژوهش های تجربی در حسابداری: دیدگاه روش شناختی، چاپ اول، شیراز: انتشارات دانشگاه شیراز.

- Ahmed, A. & Duellamann S. (2013). Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*. Vol. 51, No. 1.
- Anwer, S. A. & S. Dulleman (2007). Evidence on the role of accounting conservatism in monitoring managers' Investment decisions. AAA 2008 Financial Accounting and Reporting Section (FARS) Paper.
- [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1012347](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1012347).
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24: 3-37.
- Biddel, G. C. & G. Hilary (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. *The Accounting Review*, Vol. 81, pp. 963-982.
- Biddle, G. C.; Hilary, G.; & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality improve investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics* 48, pp. 112-131.
- Durnev, A.; Morck, R.; & Yeung, B. (2004). Value enhancing capital budgeting and firm-specific stock return variatio". *Journal of Finance*, Vol. 59 (1), pp. 65-105.
- Garsia Lara, J. M.; Garsia Osmá, B.; & Penalva, F (2009). Conditional conservatism and firm investment efficiency.
- [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1383642](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1383642). [Online] [30 October 2013].
- Garsia Lara, J. M.; Garsia Osmá, B.; & Penalva, F (2010). Accounting conservatism and firm investment efficiency.
- [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1383642](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1383642). [Online] [12 November 2010].
- Gomariz, M. F. C & Juan, P. S. B. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 40, 494-506.
- Guochang, Zh. (2000). Accounting information, capital investment decisions, and equity valuation: theory and empirical implications. *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, No. 2, pp. 271-295.

- Hubbard, R. (1998). Capital market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature*, Vol. 36, pp. 193-225.
- Jackson, S. B.; Liu, X.; & Cecchini, M (2009). Economic consequences of firms' depreciation method choice: evidence from capital investments. *Journal of Accounting and Economics* 48(1): 54-68.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- Jonathan, B. C. & Ross, S. M (2007). Financial fraud and investment efficiency. [http://sitemaker.umich.edu/jcohn/files/fraud\\_-\\_nov\\_20\\_2007.pdf](http://sitemaker.umich.edu/jcohn/files/fraud_-_nov_20_2007.pdf). [Online] [30 October 2013]
- Khan, M. & Watts R. L (2009). Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics* 48: 132-150.
- Myers, S. & Majluf, N (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp.187- 221.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowings. *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, pp. 147-175.
- Richardson, S. (2006). Overinvestment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, Vol. 11, pp. 159-189.
- Rocca, M. L.; Cariola, A & Elvira, T. L. R. (2007). Overinvestment and underinvestment problems: determining factors, consequences and solutions. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=835364](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=835364). [Online] [12 November 2010].
- Tao, M. (2009). Accounting conservatism and underinvestment. Working paper, Washington University in St. Louis - Olin Business School. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1505104](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1505104). [Online] [30 October 2013]
- Verdi, R. (2006). Financial reporting quality and investment efficiency. unpublished PhD dissertation, University of Pennsylvania, OR Working paper. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=930922](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=930922). [Online] [30 October 2013]
- Watts, R. (2003). Conservatism in accounting, Part i: explanation and implication. Working paper, The Bradley Policy Research Center.
- Xiaodong, X. U; Xia, W & N, HAN (2012). Accounting conservatism, ultimate ownership and investment efficiency. *China Finance Review International*, Vol. 2 No. 1, pp. 1-24.
- Yang, J. & Jiang, Y (2008). Accounting information quality, free cash flow and overinvestment: A Chinese Study. *The Business Review*, Vol. 11, N. 1, pp. 159-166.