



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال نهم / شماره سی‌وششم / زمستان ۱۳۹۹

ارزیابی تأثیر تصمیمات ناکارای سرمایه‌گذاری بر رابطه بین محافظه‌کاری و سرمایه‌گذاری جدید

محمد حسنی

مدیر گروه دکتری و ارشد حسابداری، حسابرسی و مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال، تهران، ایران. (نویسنده مسئول)
m_hassani@iau-tnb.ac.ir

سعید اسدیان فیلی

کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال، تهران، ایران
asadian.saeid@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۱/۲۲ تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۷/۱۷

چکیده

هدف این پژوهش بررسی رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و سرمایه‌گذاری جدید است؛ در ضمن تأثیر تصمیمات ناکارای سرمایه‌گذاری بر رابطه بین محافظه‌کاری و سرمایه‌گذاری جدید مورد ارزیابی قرار گرفته است. محافظه‌کاری بر مبنای الگوی گیولی و هاین (۲۰۰۰) اندازه‌گیری شده است. همچنین بیش سرمایه‌گذاری به عنوان نماینده ناکارایی سرمایه‌گذاری طبق الگوی مطرح شده توسط بیدل و همکاران (۲۰۰۹) در نظر گرفته شده است. برای این منظور، تعداد ۲۱۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ به روش حذفی سیستماتیک به عنوان جامعه آماری غربال شده پژوهش بررسی شدند. از مدل‌های رگرسیونی چند متغیره مبتنی بر داده‌های پانل و روش اثرات ثابت جهت آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است. نتایج نشان دادند محافظه‌کاری حسابداری تأثیر معنی‌دار و منفی بر میزان سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها دارد. همچنین، بیش سرمایه‌گذاری به عنوان نماینده ناکارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معنی‌دار و مثبتی بر میزان سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها دارد. در عین حال، یافته‌ها نشان دادند محافظه‌کاری حسابداری بر رابطه بین بیش سرمایه‌گذاری قبلی و سرمایه‌گذاری جدید تأثیر معنی‌داری ندارد.

واژه‌های کلیدی: محافظه‌کاری، سرمایه‌گذاری، ناکارایی سرمایه‌گذاری، بیش سرمایه‌گذاری.

۱- مقدمه

یکی از موضوعات قابل بحث در حوزه اقتصادی، توجه به بسترهای توسعه اقتصادی است؛ تحقق این امر به یکی از اهداف اساسی سیاست‌گذاری‌ها و تصمیم‌گیری‌های اقتصادی کشورها تبدیل شده است. سرمایه‌گذاری مناسب یکی از عوامل مؤثر بر رشد و توسعه پایدار اقتصادی 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). برای این منظور لازم است علاوه بر توسعه کمی سرمایه‌گذاری به مقوله کیفی آن نیز توجه شود. این موضوع در حیطه مبانی نظری به عنوان کارایی سرمایه‌گذاری در نظر گرفته شده است. کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت فقط در تمامی طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری کند؛ البته این سناریو در صورتی کارساز است که بازار کامل باشد و هیچ یک از مسائل بازار ناقص از جمله گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشند (وردی، ۲۰۰۶؛ بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). کارایی سرمایه مستلزم آن است که از یکسو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش از حد مطلوب انجام شده است، جلوگیری شود و از سوی دیگر، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد، هدایت شود (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷). کارایی سرمایه‌گذاری شامل شناسایی، تأمین مالی و اجرای پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت در نظر گرفته شده است و ناکارایی سرمایه‌گذاری نیز نادیده گرفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) و یا انتخاب پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه‌گذاری بیش از حد) تعریف شده است (گارسیا لارا و گارسیا اوسما، ۲۰۱۰).

سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد بیانگر رفتارهای ناکارآمد سرمایه‌گذاری بوده که منجر به وقوع زیان و هدر رفتن سرمایه اجتماعی می‌شود. برای پرهیز از توسعه رفتار نامناسب سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، باید محافظه‌کاری در اطلاعات افشاء شده را افزایش داد تا از این طریق بتوان عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه نمایندگی را نیز کاهش داد. محافظه‌کاری واکنش محتاطانه به عدم اطمینان‌های آتی است که با تسریع در شناسایی اخبار بد نسبت به اخبار خوب باعث افزایش کیفیت و قابلیت اتکای سود می‌شود (باسو، ۱۹۹۷) و بدین وسیله از عدم تقارن اطلاعاتی بازار کاسته و ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد (بال و همکاران، ۲۰۰۹). بکارگیری درست محافظه‌کاری، کیفیت اطلاعات حسابداری و تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری را بهبود بخشیده، از منافع سرمایه‌گذاران محافظت کرده و در نهایت تسهیم بهینه منابع در بازارهای سرمایه را ممکن می‌سازد (ژیابودانگ و همکاران، ۲۰۱۳). محافظه‌کاری، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران و در نتیجه هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد و به گزینش صحیح پروژه‌ها منجر می‌شود. اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از طریق رفع عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران خارجی می‌گردد (بیدل و هیلاری، ۲۰۰۶). تعهدات شرکت به گزارشگری محافظه‌کاری، به افشای کامل (گوای و ورچیا، ۲۰۰۷)، تسهیل نظارتی بر مدیریت و نظارت دقیق‌تر به منظور بهبود بر کارایی سرمایه‌گذاری منجر شده است (بوشمن و اسمیت، ۲۰۰۱). کیفیت اطلاعات حسابداری باعث بهبود بازدهی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌گردد. در برخی از مطالعات، ارتباط منفی (مثبت) بین کیفیت اطلاعات و سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های مستعد سرمایه‌گذاری بیشتر از حد (کمتر

از حد) مستند شده است (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹؛ گارسیالارا و همکاران، ۲۰۱۶). محافظه‌کاری، مدیران را برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی سست می‌کند و پروژه‌های دارای عملکرد ضعیف را کنار می‌گذارد و محرک‌ها و انگیزه‌هایی را برای رد پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت اما دارای ریسک بالا ایجاد می‌کند. همچنین محافظه‌کاری باعث کاهش مشکلات سرمایه‌گذاری کمتر از حد در میان شرکت‌هایی می‌شود که با مشکلات تأمین مالی مواجه هستند. این شرکت‌ها احتمالاً از مشکلاتی از قبیل ریسک توقف در پرداخت دیون و سوددهی پایین رنج می‌برند؛ زیرا در این شرکت‌ها، هزینه‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری‌های با خالص ارزش فعلی منفی یا سرمایه‌گذاری‌های با خالص ارزش فعلی مثبت با میزان ریسک بالا به شدت بالا هستند (گارسیا لارا و همکاران، ۲۰۱۶). شواهدی از کشورهای مختلف نشان داده‌اند محافظه‌کاری، سرمایه‌گذاری بیش از حد را از طریق شناسایی به موقع زیان ایجاد شده به وسیله مدیران محدود می‌سازد (بوشمن و همکاران، ۲۰۱۱).

تقابل بالقوه موجود میان مدیریت، مالکیت و وام‌دهندگان، بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت اثر گذاشته، به افزایش اخذ تصمیمات ناکارا توسط مدیریت و انجام سرمایه‌گذاری‌های غیر بهینه که هر دو از عوامل اصلی سرمایه‌گذاری کمتر و بیشتر از حد هستند، منجر می‌شود. مرور ادبیات پیشین روشن ساخته است که محافظه-کاری حسابداری می‌تواند موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه نمایندگی شده و نهایتاً بر سرمایه‌گذاری‌ها اثرگذار گردد؛ اما این اثر به شکل دقیق مشخص نیست؛ از یک سو ممکن است محافظه‌کاری سطح سرمایه‌گذاری را افزایش دهد و از سوی دیگر ممکن است محافظه‌کاری موجب افول سرمایه‌گذاری شود. طبق این مطالب، سؤالات اصلی پژوهش این است که آیا محافظه‌کاری بر میزان سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها تأثیر معنی‌داری دارد؟ آیا ناکارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری بر سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها تأثیر معنی‌داری دارد؟ همچنین اثر محافظه‌کاری بر رابطه بین ناکارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری قبلی و سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها چگونه است؟ اگر چه در سایر کشورها با بازارهای توسعه یافته تا حدودی به بررسی این موضوع پرداخته شده است، ولی به دلیل فقدان چنین تحقیقاتی در بازار سرمایه ایران این پژوهش درصدد است تا به بررسی این موضوع بر اساس شرایط حاکم در بازار سرمایه ایران بپردازد. در حقیقت، موضوع مورد بررسی این است که مشخص گردد چگونه گزارشگری محافظه‌کارانه شرکت‌ها می‌تواند تصمیمات سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد. همچنین چگونه ناکارایی در تصمیمات سرمایه‌گذاری قبلی شرکت‌ها می‌تواند هم سرمایه‌گذاری جدید آن‌ها و هم نقش گزارشگری محافظه‌کارانه در اعمال سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد. یافته‌های این تحقیق می‌تواند علاوه بر کمک به توسعه ادبیات مالی مربوط به موضوع، برای سیاست‌گذاران بورس و حسابداران از جهت الزامات گزارشگری و ارائه معیارهای عملی برای سرمایه‌گذاران جهت اخذ تصمیمات اقتصادی مفید واقع شود.

۲- چارچوب نظری پژوهش

در راستای دستیابی به اهداف توسعه اقتصادی باید موضوع سرمایه‌گذاری، الزامات و پیامدهای آن به طور دقیق مورد بررسی قرار گیرند. رشد و دگرگونی سریع روابط اقتصادی، منجر به رقابت شدیدی در عرصه تجارت،

صنعت و سرمایه‌گذاری شده است. از دیرباز نظریه پردازان درصدد تهیه الگویی بوده‌اند تا بتوانند رفتار سرمایه‌گذاری را تبیین و مهمترین عوامل تأثیرگذار بر آن را شناسایی کنند. با در نظر گرفتن جنبه‌های با اهمیت تصمیم‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری از قبیل حجم بالای سرمایه‌گذاری، پیامدهای قابل توجه بلندمدت و همچنین تعهدات مالی عمده و تأثیری که تصمیمات سرمایه‌گذاری بر ارزش شرکت دارند، اهمیت شناخت بهتر و دقیق رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را بیش از پیش نمایان می‌سازد. شرکت‌ها برای بقا و گسترش فعالیت‌های خود، نیاز به انجام سرمایه‌گذاری‌های مناسب، به موقع و کارآ دارند. مدیران باید به صورت بهینه و در طرح‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که برای شرکت ارزش آفرینی کند؛ یعنی طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت، پذیرفته و طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی، رد شود. جریان نقد آزاد شرکت از جمله دلایل اصلی در به وجود آمدن سرمایه‌گذاری بیش از حد در سطح شرکت است (یانگ و جیان، ۲۰۰۸). این موضوع سبب به وجود آمدن مسائلی چون کاهش کارایی سرمایه‌گذاری، افزایش تورم و توسعه ظاهری اقتصاد کلان می‌شود و به شدت به منافع سهام‌داران آسیب می‌رساند.

یکی از عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری بهینه، محافظه‌کاری است. با وجود محافظه‌کاری حسابداری، مدیران جهت کاهش زیان‌های اقتصادی ناشی از سرمایه‌گذاری‌هایی با عملکرد ضعیف انگیزه خواهند داشت؛ زیرا بدون چنین اقدامی زیان‌ها افزایش می‌یابند و در دوره تصدی آن‌ها شناسایی خواهند شد (بال و شیواکومار، ۲۰۰۵). با وجود محافظه‌کاری حسابداری انگیزه مدیران جهت اقدام سریعتر برای کاهش زیان‌های اقتصادی ناشی از پروژه‌هایی با عملکرد ضعیف نیز منجر به سودآوری بیشتر این شرکت‌ها نسبت به شرکت‌هایی خواهد شد که حسابداری خوش‌بینانه‌تری را به کار گرفته و در نتیجه پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی را ادامه می‌دهند (احمد و دوئلمن، ۲۰۱۰). کاربرد حسابداری محافظه‌کارانه از دو جنبه با اهمیت قابل توجه است؛ ابتدا، بکارگیری محافظه‌کاری می‌تواند به طور اثربخشی قابلیت اتکای سود را از طریق محدود کردن عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش هزینه‌های تأمین مالی برون سازمانی، بهبود بخشد. دوم، محافظه‌کاری نه تنها به عنوان یک ویژگی کیفی صورت‌های مالی به شمار می‌رود، بلکه مکانیزم مؤثری برای راهبری شرکتی نیز می‌باشد (بال و همکاران، ۲۰۰۰). با توجه به نقش اطلاعاتی محافظه‌کاری، به نظر می‌رسد محافظه‌کاری موجب بهبود نظارت بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیریت از طریق کاهش سرمایه‌گذاری هنگام مواجهه مدیران شرکت‌ها با سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و موجب تسهیل دسترسی به تأمین مالی خارجی ارزان قیمت از طریق افزایش سرمایه‌گذاری هنگام مواجهه مدیران شرکت‌ها با سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌شود (گارسیا لارا و گارسیا اوسما، ۲۰۱۰). محافظه‌کاری نقش اطلاعاتی مهمی دارد که می‌تواند سرمایه‌گذاری کمتر از حد و سرمایه‌گذاری بیشتر از حد را کاهش دهد. محافظه‌کاری موجب کاهش مشکلات نمایندگی مرتبط با تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران می‌شود؛ اما برخلاف دیدگاه استانداردها، محافظه‌کاری شاید یک ویژگی مطلوب در گزارشگری مالی نباشد (احمد و دوئلمن، ۲۰۰۷).

هدف این پژوهش، بررسی این موضوع است که آیا محافظه‌کاری دارای منافع اطلاعاتی است که دستیابی به سرمایه‌گذاری مطلوب را به دنبال داشته باشد یا خیر. محافظه‌کاری می‌تواند از چند طریق بر کارایی سرمایه‌گذاری دارای‌های سرمایه‌ای تأثیر گذار باشد؛ یک رویه مربوط به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران

و مدیران است و در این موارد محافظه‌کاری می‌تواند سبب تسهیل نظارت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران گرد (لافوند و اتز، ۲۰۰۸). نکته دیگر مربوط به برطرف کردن مشکلات ناشی از نقدینگی به دلیل استفاده از بهای تمام شده تأمین مالی خارجی با هزینه بالاتر است. محافظه‌کاری حسابداری می‌تواند از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، ریسک سهامداران و اعتبار دهندگان را کاهش داده و موجب تأمین مالی خارجی با هزینه کمتر گردد. از طرفی این موضوع با افزایش انگیزه‌های مدیر برای عدم پذیرش پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی همراه است؛ زیرا در صورت پذیرش این پروژه‌ها امکان به تعویق انداختن زیان‌های ناشی از آن‌ها به دلیل محافظه‌کاری وجود نخواهد داشت. با تعیین چگونگی این رابطه می‌توان نشان داد شرکت‌ها با افزایش گزارشگری و کیفیت اطلاعات ارایه شده، می‌توانند سرمایه‌گذاری‌های خود را به مرز کارایی نزدیک‌تر نمایند. در نتیجه علاقه‌مندی شرکت‌ها به تهیه و ارایه گزارش‌های مالی با کیفیت افزایش می‌یابد. همچنین استفاده‌کنندگان یا تصمیم‌گیرندگان مختلف از جمله سرمایه‌گذاران در تحلیل‌های خود می‌توانند بر گزارش‌های مالی به عنوان یکی از منابع مهم اطلاعاتی اتکا کرده و این موضوع به نحوی باعث انجام سرمایه‌گذاری‌های مناسب و تخصیص بهینه منابع می‌گردد. بخش دیگر این پژوهش به بررسی تأثیر محافظه‌کاری بر رابطه بین تصمیمات ناکارای سرمایه‌گذاری قبلی و میزان سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها اختصاص دارد. کیفیت بالاتر گزارشگری مالی سبب کاهش ناقربینگی اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی شده و به دنبال آن کارایی سرمایه‌گذاری افزایش خواهد یافت (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). طبق نظریه نمایندگی، زمانی که مدیران اطلاعات خوبی راجع به وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری پر منفعت داشته باشند، امکان دارد که آن را دنبال نکنند و این به دلیل مشکلات مخاطره اخلاقی است که ناشی از تملک وجوه نقد شرکت به دست مدیریت، نزدیک‌بینی و گزینش طرح نامناسب و کمبود وجوه در دسترس ناشی از تأمین مالی خارجی پرهزینه است (گارسیا لارا و گارسیا اوسما، ۲۰۱۰). محافظه‌کاری، موجب کاهش مشکلات گزینش نادرست و بهبود سیاست سرمایه‌گذاری شرکت به وسیله سهولت دسترسی به وجوه خارجی و کاهش هزینه وجوه می‌شود. نقش نظارتی محافظه‌کاری به هیأت مدیره و سایر اجزای راهبری شرکتی کمک می‌کند تا از راهبردهای تخریب‌کننده ارزش‌ها مانند امپراتوری مدیران بر حذر باشند (خدمای پور و پناهی‌گنهرانی، ۱۳۹۶). همچنین پیش‌بینی می‌شود اعمال محافظه‌کاری انگیزه مدیران را برای انجام پروژه‌های سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی منفی کاهش دهد؛ زیرا در این حالت زیان‌های ناشی از انجام پروژه‌های نامناسب به سرعت در طول دوره‌ها شناسایی شده و مدیران باید پاسخگوی نتایج تصمیمات سرمایه‌گذاری در دوره تصدی خود باشند. در این دیدگاه، محافظه‌کاری پاسخی در مقابل تضاد نمایندگی است (گارسیا لارا و گارسیا اوسما، ۲۰۱۰).

حسابداری محافظه‌کارانه را می‌توان به عنوان عامل علامت دهی بازار و مکانیزم راهبری داخلی با توجه به شرایط و محیط متفاوت به منظور تحت تأثیر قرار دادن تصمیمات سرمایه‌گذاری عنوان کرد. محافظه‌کاری در حسابداری زمانی که سرمایه داخلی شرکت برای سرمایه‌گذاری فعلی محدود باشد و نیاز به تأمین مالی برون سازمانی احساس شود، به عنوان عاملی علامت دهنده عمل می‌کند. زمانی هم که سرمایه داخلی برای سرمایه‌گذاری کافی باشد، حسابداری محافظه‌کارانه را می‌توان به عنوان نوعی کنترل داخلی بکار گرفت که نیاز به تأمین مالی برون سازمانی را مرتفع می‌سازد. با توجه به نقش کنترلی محافظه‌کاری، امکان سرمایه‌گذاری بیش از حد و

کمتر از حد و در نتیجه هزینه نمایندگی کاهش می‌یابد. نقش راهبردی محافظه‌کاری در کاهش هزینه‌های نمایندگی و نقش علامت‌دهی آن در کاهش هزینه اطلاعات، مبتنی بر عدم قطعیت می‌باشد. زمانی که سرمایه داخلی برای سرمایه‌گذاری کافی نباشد و نیاز به تأمین مالی برون سازمانی باشد، اطلاعات نقش اساسی را در سرمایه‌گذاری ایفا می‌کند. در این شرایط، نقش علامت‌دهی محافظه‌کاری حسابداری نسبت به نقش کنترلی برتری دارد. نقش علامت‌دهی محافظه‌کاری حسابداری باعث حذف عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و بازار سرمایه می‌شود و از طرفی، هزینه سرمایه تأمین مالی برون سازمانی را کاهش داده و سطح سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. همچنین زمانی که سرمایه داخلی برای سرمایه‌گذاری کافی بوده و نیازی به تأمین مالی برون سازمانی نباشد، نمایندگی مشکل اصلی به شمار آمده و نقش کنترل داخلی محافظه‌کاری برتری پیدا می‌کند. محافظه‌کاری استفاده نادرست از جریان‌های نقد آزاد توسط مدیریت برای سرمایه‌گذاری بیش از حد را با توجه به اثر کنترلی، محدود کرده و نیز هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد و سبب کاهش سرمایه‌گذاری می‌شود. زمانی که سرمایه داخلی کمتر از سرمایه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری باشد، مشکل عدم تقارن اطلاعاتی با محدودیت تأمین مالی برون سازمانی همراه شده و فاصله بین سطح واقعی و سطح بهینه سرمایه‌گذاری نیز بیشتر می‌شود که نتیجه آن عدم کفایت سرمایه‌گذاری است (فازاری و همکاران، ۱۹۸۸). با افزایش نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های سهامی، اثر محافظه‌کاری اطلاعات حسابداری بر سرمایه‌گذاری محدود می‌شود. زمانی که سطح سرمایه‌گذاری از ارزش خالص سرمایه داخلی بیشتر شود، نقش محافظه‌کاری در توسعه سرمایه‌گذاری با توجه به شدت مشکل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی، ضعیف‌تر می‌شود. زمانی هم که سرمایه‌گذاری کمتر از ارزش خالص سرمایه داخلی باشد، نقش محافظه‌کاری در حقیقت جلوگیری از مشکلات سرمایه‌گذاری با توجه به مشکل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد (ژباودانگ و همکاران، ۲۰۱۳).

از آنجا که محافظه‌کاری اغلب هزینه‌های سرمایه‌ای را کاهش می‌دهد، این کاهش در هزینه بدهی و هزینه سرمایه، موجب بهبود سرمایه‌گذاری می‌شود. با وجود محافظه‌کاری حسابداری، مدیران جهت کاهش زیان‌های اقتصادی ناشی از سرمایه‌گذاری‌هایی با عملکرد ضعیف انگیزه خواهند داشت؛ زیرا بدون چنین اقدامی زیان‌ها افزایش می‌یابند و در دوره تصدی آن‌ها شناسایی خواهند شد (بال و شیواکومار، ۲۰۰۵). بر این اساس، محافظه‌کاری برای اخذ تصمیمات بهینه جهت انجام سرمایه‌گذاری‌ها انگیزه ایجاد می‌کند و نظارت بر عملکرد و تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران را آسان می‌سازد. از طرفی، محافظه‌کاری می‌تواند موجب ایجاد انگیزه‌های ناسالم سرمایه‌گذاری توسط مدیران شود و آن‌ها از پذیرش پروژه‌های با ارزش فعلی مثبت صرف‌نظر کنند (تائو، ۲۰۱۰). با توجه به ابهامی که در زمینه نقش گزارشگری مالی محافظه‌کارانه در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها وجود دارد، لازم است این موضوع با توجه به شرایط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمادی از شرکت‌های فعال در حوزه اقتصادی کشور بررسی گردد.

۳- پیشینه پژوهش

احمد و دولمن (۲۰۰۷) نشان دادند شرکت‌هایی که به وسیله اقلام تعهدی، محافظه‌کاری بیشتری در صورت‌های مالی اعمال می‌کنند، معیارهای سودآوری بالاتری ارائه می‌دهند و شرکت‌هایی که سطح محافظه‌کاری بالاتری را اعمال می‌نمایند، کارایی سرمایه‌گذاری بالاتری دارند. لافوند و واتز (۲۰۰۸) دریافتند محافظه‌کاری می‌تواند موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران و مدیران شود و سبب تسهیل نظارت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران گردد. تائو (۲۰۱۰) نشان دادند محافظه‌کاری حسابداری و سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد همبستگی مثبتی دارند و همبستگی مثبت، بیش‌تر برای شرکت‌های دارای نوسان بازده بالا اعلام شده است. گارسیا لارا و همکاران (۲۰۱۰) دریافتند بیش‌تر شرکت‌های محافظه‌کار، تمایل کم‌تری به سرمایه‌گذاری بیش از حد و کم‌تر از حد دارند. زیودانگ و همکاران (۲۰۱۳) عنوان کردند برای جلوگیری از توسعه رفتارهای نامناسب سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، باید محافظه‌کاری را افزایش داد تا از این طریق بتوان عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه نمایندگی را کاهش داد. بکارگیری درست محافظه‌کاری، کیفیت اطلاعات حسابداری و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری را بهبود بخشیده، از منافع سرمایه‌گذاران محافظت کرده و در نهایت تسهیم بهینه منابع در بازارهای سرمایه را ممکن می‌سازد. ایشیدا و آیتو (۲۰۱۴) دریافتند هر چه شرکت‌ها دارای محافظه‌کاری بالاتری باشند، تمایل آن‌ها به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های جدید کمتر است. گارسیا لارا و همکاران (۲۰۱۶) دریافتند شرکت‌های محافظه‌کارتر، سرمایه‌گذاری بیشتری دارند و بدهی بیشتری منتشر می‌نمایند. این آثار به ویژه در شرکت‌هایی وجود دارد که عدم تقارن اطلاعاتی بالاتری دارند. آن‌ها دریافتند محافظه‌کاری با کاهش بیش سرمایه‌گذاری حتی در مورد سرمایه‌گذاری‌های ابهام‌آمیزی مانند تحقیق و توسعه در ارتباط است. بالاکریشن و همکاران (۲۰۱۶) دریافتند در مواجهه با بحران مالی جهانی، شرکت‌هایی که محافظه‌کاری کمتری داشته‌اند به مراتب کاهش شدیدتری در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری داشته‌اند. پن (۲۰۱۷) نشان داد شرکت‌هایی که محافظه‌کاری بیشتری دارند، کاراتر سرمایه‌گذاری خود را انجام می‌دهند. لاکس و ری (۲۰۱۷) دریافتند در شرکت‌هایی که محافظه‌کاری بیشتری اعمال می‌شود، انگیزه‌های بیش سرمایه‌گذاری و انگیزه‌های کم سرمایه‌گذاری کاهش پیدا می‌کند.

فروغی و صادقی (۱۳۸۹) نشان دادند بین محافظه‌کاری و سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی‌های سرمایه‌ای رابطه معنی‌دار و منفی و بین کارایی سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری رابطه معنی‌دار و مثبت وجود دارد. محمودآبادی و مهتری (۱۳۹۰) دریافتند بین محافظه‌کاری حسابداری و سرمایه‌گذاری آتی ارتباط معنی‌داری وجود دارد. حسنی (۱۳۹۲) نشان داد بین حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری حسابداری رابطه منفی معنی‌داری وجود دارد. این یافته با دیدگاه قراردادهای کارآ همخوانی دارد؛ به گونه‌ای که شرکت‌های با درجه بالاتر گزارشگری محافظه‌کارانه، حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری کمتری دارند. فخاری و رسولی (۱۳۹۲) دریافتند اعمال محافظه‌کاری سبب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها شده است. مرادزاده فرد و همکاران (۱۳۹۲) نشان دادند در شرکت‌هایی که نیاز به تأمین مالی خارجی ندارند، رابطه محافظه‌کاری با سرمایه‌گذاری منفی است و در شرکت‌هایی که نیاز به تأمین مالی خارجی دارند، این رابطه مثبت است. همچنین

در شرکت‌هایی که مالکیت نهایی آن‌ها در اختیار بخش دولتی و شبه‌دولتی است، رابطه محافظه‌کاری و سرمایه‌گذاری منفی است. ایزدی نیا و همکاران (۱۳۹۲) نشان دادند محافظه‌کاری شرطی با تصمیمات سرمایه‌گذاری رابطه معکوس دارد، اما رابطه بین محافظه‌کاری غیرشرطی و تصمیمات سرمایه‌گذاری مستقیم است. واعظ و رشیدی باغی (۱۳۹۳) دریافتند بین محافظه‌کاری و کارایی سرمایه‌گذاری در هر دو حالت بزرگ‌تر بودن سرمایه‌گذاری نسبت به ارزش خالص سرمایه داخلی و کوچک‌تر بودن سرمایه‌گذاری نسبت به ارزش خالص سرمایه داخلی، رابطه معنی‌دار وجود دارد؛ اما ارتباط بین محافظه‌کاری و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به سطوح مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی تأیید نگردید. مهتری و محمدیان (۱۳۹۳) نشان دادند بین محافظه‌کاری حسابداری و سرمایه‌گذاری آتی ارتباط معنی‌دار وجود دارد. همچنین شرکت‌های محافظه‌کارتر، تمایل کمتری به سرمایه‌گذاری دور از سطح بهینه دارند. ابراهیمی و مقدم (۱۳۹۴) نشان دادند محافظه‌کاری شرطی تأثیری معکوس و معناداری بر ناکارایی سرمایه‌گذاری دارد. حسنی و آزاد (۱۳۹۴) دریافتند بین محافظه‌کاری و اقدامات احتیاطی مدیران در فرآیند سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌دار معکوسی وجود دارد. در حقیقت، محافظه‌کاری و اقدامات احتیاطی مدیران در فرآیند سرمایه‌گذاری راه حل‌های جایگزین در مواجهه با عدم اطمینان هستند. برزگر و همکاران (۱۳۹۴) نشان دادند محافظه‌کاری شرطی با رفتار سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معنی‌داری دارد. اما محافظه‌کاری غیرشرطی رابطه مثبت و معنی‌دار با رفتار سرمایه‌گذاری داشته است. فیروزی و همکاران (۱۳۹۵) نشان دادند بین محافظه‌کاری و سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌دار وجود ندارد. ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۵) دریافتند محافظه‌کاری اثر منفی معنی‌دار بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در شرایط قبل و بعد از بحران مالی دارد. رزقی شیرسوار و نبوی چاشمی (۱۳۹۶) نشان دادند بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری آتی رابطه معنادار معکوس وجود دارد. خدای پور و پناهی‌گنهرانی (۱۳۹۶) دریافتند محافظه‌کاری در شرکت‌های با سرمایه‌گذاری کمتر از حد، سرمایه‌گذاری آتی را از طریق کاهش هزینه تأمین مالی افزایش می‌دهد. همچنین، بین محافظه‌کاری و تأمین مالی در شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

۴- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و به استناد پژوهش‌های تجربی پیشین، فرضیه‌های پژوهش حاضر عبارتند از:

- ۱) محافظه‌کاری حسابداری بر میزان سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها تأثیر معنی‌داری دارد.
- ۲) ناکارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری بر میزان سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها تأثیر معنی‌داری دارد.
- ۳) محافظه‌کاری حسابداری به طور معنی‌داری رابطه بین ناکارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری و میزان سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

۵- جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ می‌باشد. در این پژوهش از روش حذف سیستماتیک جهت غربال شرکت‌ها در جامعه استفاده شده است که نتایج آن در جدول شماره (۱) درج شده‌اند. بعد از مدنظر قرار دادن معیارها، تعداد ۲۱۶ شرکت به عنوان

جامعه غربالگری شده گزینش شدند و طی بازه زمانی ۶ ساله بررسی شده‌اند که در مجموع متشکل از ۱۲۹۶ مشاهده شرکت-سال هستند.

جدول (۱): شرایط غربال جامعه آماری پژوهش

۴۸۸	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۳۹۵
(۱۷۰)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ در بورس فعال نبوده‌اند
(۴۰)	تعداد شرکت‌هایی بعد از سال ۱۳۸۸ در بورس پذیرفته شده‌اند
(۴۶)	تعداد شرکت‌هایی که جز هلدینگ‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و لیزینگ‌ها بوده‌اند
(۱۴)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق تغییر سال مالی داده‌اند
(۲)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق اطلاعات مورد نیاز آن‌ها در دسترس نمی‌باشد
۲۱۶	تعداد شرکت‌های گزینش شده

۶- مدل‌های آزمون فرضیه‌ها و شرح متغیرهای پژوهش

با توجه به ماهیت فرضیه‌های پژوهش و بهره‌گیری از مدل‌ها و متغیرهای پژوهش‌های پیشین، در این پژوهش از مدل‌های رگرسیون‌های چند متغیره استفاده شده است:

$$INVEST_{i,t} = \alpha + \beta_1 CONS_{i,t-1} + \beta_n CONTROLS_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۱)}$$

$$INVEST_{i,t} = \alpha + \beta_1 CONS_{i,t-1} + \beta_2 INVINEF_{i,t-1} + \beta_n CONTROLS_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۲)}$$

$$INVEST_{i,t} = \alpha + \beta_1 CONS_{i,t-1} + \beta_2 INVINEF_{i,t-1} + \beta_3 CONS_{i,t-1} * INVINEF_{i,t-1} + \beta_n CONTROLS_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۳)}$$

متغیر وابسته:

$INVEST_{i,t}$: سرمایه‌گذاری؛ از طریق نسبت مبالغ خرید دارایی‌های ثابت طی دوره به ارزش دفتری دارایی‌ها اندازه‌گیری شد.

متغیرهای مستقل:

$INVINEF_{i,t}$: ناکارایی سرمایه‌گذاری؛ از طریق باقیمانده مدل بیدل و همکاران (۲۰۰۹) محاسبه شد:

$$INVEST_{i,t} = \alpha + \beta_1 SG_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

$INVEST_{i,t}$ سرمایه‌گذاری جدید از طریق مبالغ خرید دارایی‌های ثابت طی دوره اندازه‌گیری شد.
 $SG_{i,t-1}$: رشد فروش شرکت در یک دوره قبل.

ε_{it} : باقیمانده مدل رگرسیونی؛ اگر مثبت باشد، نشانگر بیش سرمایه‌گذاری و اگر منفی باشد، بیانگر کم سرمایه‌گذاری است. با بکارگیری متغیر مجازی، بیش سرمایه‌گذاری با مقدار یک و کم سرمایه‌گذاری با مقدار صفر مشخص گردید.

$CONS_{i,t-1}$: محافظه‌کاری؛ طبق الگوی گیولی و هاین (۲۰۰۰) و بر اساس قرینه نسبت اقلام تعهدی (تفاوت سود عملیاتی و جریان نقد عملیاتی) به ارزش دفتری دارایی‌ها در اول دوره اندازه‌گیری شد.

متغیرهای کنترلی:

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

$SVOL_{i,t}$: نوسان فروش؛ انحراف معیار سه ساله فروش.

$CFOTS_{i,t}$: جریان نقد؛ نسبت خالص جریان نقد عملیاتی به کل فروش.

$DIV_{i,t}$: پرداخت سود؛ اگر شرکت سود سهام بپردازد، مقدار یک و در غیر این صورت صفر است.

$LEV_{i,t}$: اهرم مالی؛ نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها.

$SIZE_{i,t}$: اندازه؛ لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌ها.

$LOSS_{i,t}$: زیان دهی؛ اگر شرکت زیان گزارش نماید، مقدار آن یک و در غیر این صورت صفر می‌باشد.

$SRET_{i,t}$: بازده سهام شرکت؛ شامل تغییرات قیمتی، سود نقدی و سایر مزایای متعلق به سهام است.

$DISTRESS_{i,t}$: درماندگی مالی؛ با الگوی تعدیلی آلمن برآورد شد (کردستانی و همکاران، ۱۳۹۳):

$$T = 0.291(WCTA) + 2.458 (RETA) - 0.301(EBITTA) - 0.079 (BVTL) - 0.05(TSTA)$$

$WCTA_{i,t}$: نسبت سرمایه در گردش به ارزش دفتری دارایی‌ها.

$RETA_{i,t}$: نسبت سود (زیان) انباشته به ارزش دفتری دارایی‌ها.

$EBITTA_{i,t}$: نسبت سود قبل از بهره و مالیات (سود و زیان عملیاتی) به ارزش دفتری دارایی‌ها.

$BVETL_{i,t}$: نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری بدهی‌ها.

$TSTA_{i,t}$: نسبت فروش خالص به ارزش دفتری دارایی‌ها.

محدوده‌های مدل تعدیل شده آلمن طبق تطبیق مراحل مختلف درماندگی مالی و ورشکستگی (نیوتن و آلمن) با استفاده از متغیر مجازی صفر و یک به صورت زیر تعریف شده است:

$$T \leq -0.14 \text{ : مرحله ورشکستگی} \quad -0.14 < T < 0.02 \text{ : مرحله درماندگی مالی کامل}$$

$$0.02 < T < 0.36 \text{ : مرحله کسری وجه نقد و عدم توانایی پرداخت دیون مالی یا تجاری}$$

$$0.36 < T < 0.6 \text{ : مرحله نهنفتگی درماندگی مالی} \quad T \geq 0.6 \text{ : مرحله سلامت مالی}$$

۷- یافته‌های پژوهش

در بخش آمار توصیفی، تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی، پراکندگی و توزیع انجام پذیرفته است. خلاصه وضعیت آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جداول (۲) و (۳) ارائه شده‌اند.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	مشاهده‌ها
INVEST _{it}	۰/۰۳۸۸	۰/۰۲۴۹	۰/۴۱۸۱	۰/۰۰۰۰	۰/۰۴۶۲	۲/۴۸۴۶	۱۳/۰۹۲	۱۲۹۶
CONS _{it-1}	-۰/۰۴۵۵	-۰/۰۲۶۷	۱/۹۵۴۲	-۱/۱۹۴۲	۰/۱۷۴۸	۰/۰۷۱۴	۲۰/۶۹۱	۱۲۹۶
MTB _{it-1}	۱/۹۲۷۵	۱/۹۶۷۸	۱۱۷/۹۸	-۱۸۶/۹۸	۱۰/۰۴۴	-۸/۲۵۶۲	۱۷۲/۷۹	۱۲۹۶
SVOL _{it-1}	۰/۱۵۵۰	۰/۱۰۸۱	۱/۶۰۶۹	۰/۰۰۴۹	۰/۱۵۵۱	۳/۰۴۵۷	۱۸/۵۴۶	۱۲۹۶
CFOTS _{it-1}	۰/۱۱۴۵	۰/۱۳۱۱	۱۹/۵۷۸	-۳۳/۰۷۴	۱/۴۳۵۱	-۱۱/۵۰۹	۳۱۳/۵۴	۱۲۹۶
LEV _{it-1}	۰/۶۰۱۱	۰/۶۰۴۱	۲/۰۱۷۲	۰/۰۸۷۲	۰/۳۲۰۹	۱/۰۸۷۸	۷/۹۲۷۹	۱۲۹۶
SIZE _{it-1}	۲۷/۰۱۶	۲۶/۸۲۴	۳۱/۸۷۲	۲۳/۰۸۳	۱/۴۵۱۲	۰/۷۷۸۰	۳/۷۷۸۴	۱۲۹۶
SRET _{it-1}	۰/۶۰۳۴	۰/۲۴۲۶	۸/۳۴۵۷	-۰/۷۰۲۱	۱/۰۸۵۷	۲/۵۰۲۴	۱۲/۵۰۹	۱۲۹۶

جدول (۳): شرح مشاهده‌های متغیرهای مجازی پژوهش

شرح	INVINEF _{it-1}		DIV _{it-1}		DISTRESS _{it-1}		LOSS _{it-1}	
	تعداد	درصد	تعداد	درصد	تعداد	درصد	تعداد	درصد
مقدار یک	۵۷۰	۴۴	۱۰۲۳	۷۹	۱۴۲	۱۱	۱۵۵	۱۲
مقدار صفر	۷۲۶	۵۶	۲۷۳	۲۱	۱۱۵۴	۸۹	۱۱۴۱	۸۸

نسبت خرید دارایی‌های ثابت دوره به عنوان معیار سرمایه‌گذاری جدید به طور میانگین حدود ۳/۸۸ درصد دارایی‌ها است. انباشتگی منفی ارقام تعهدی به عنوان معیار محافظه‌کاری به طور میانگین حدود ۴/۵۵ درصد دارایی‌ها است. به طور میانگین ارزش بازار شرکت‌های نمونه ۱/۹۲ برابر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آن‌ها است. فروش شرکت‌های نمونه به طور میانگین حدود ۱۵/۵ درصد دارای نوسان است. جریان نقد عملیاتی شرکت‌های نمونه به طور میانگین حدود ۱۱/۴ درصد فروش است. بدهی‌های شرکت‌های نمونه به طور میانگین حدود ۶۰/۱ درصد دارایی‌ها است. اندازه شرکت‌های نمونه به طور میانگین حدود ۲۷/۰۱ واحد لگاریتم طبیعی دارایی‌ها است. شرکت‌های نمونه به طور میانگین سالانه ۶۰/۳ درصد بازدهی را نصیب سهامداران کرده‌اند. طبق نتایج، ۴۴ درصد مشاهده‌ها سرمایه‌گذاری بیشتر از حد را تجربه کرده‌اند. ۷۹ درصد مشاهده‌ها سود پرداخت کرده‌اند. ۱۱ درصد مشاهده‌ها دارای درماندگی مالی بوده و ۱۲ درصد مشاهده‌ها زیانده بوده‌اند.

ماتریس همبستگی بین متغیرها در جدول (۴) ارائه شده است. با توجه به نتایج، بین برخی متغیرها به صورت دو بدو همبستگی معنی‌داری وجود دارد که جهت این همبستگی‌ها در مواردی مثبت و در موارد دیگر

منفی است؛ البته در برخی موارد همبستگی معنی‌داری بین متغیرها وجود ندارد. ارزیابی‌ها نشان داد همبستگی -ها قوی نیستند و نمی‌توانند باعث ایجاد هم‌خطی در تحلیل‌های آماری شوند.

جدول (۴): ماتریس ضرایب همبستگی بین متغیرهای پژوهش

متغیر	INVEST _{i,t}	CONS _{i,t-1}	INVINEF _{i,t-1}	MTB _{i,t-1}	SVOL _{i,t-1}	CFOTS _{i,t-1}	DIV _{i,t-1}	LEV _{i,t-1}	SIZE _{i,t-1}	LOSS _{i,t-1}	DISTRESS _{i,t-1}	SRET _{i,t-1}
INVEST _{i,t}	۱											
CONS _{i,t-1}	۰/۰۲۲۵	۱										
INVINEF _{i,t-1}	۰/۴۱۵۸	۰/۰۸۸۷	۱									
MTB _{i,t-1}	۰/۰۰۱۹	۰/۰۴۹۲	۰/۰۱۷۹	۱								
SVOL _{i,t-1}	۰/۰۸۴۵	۰/۰۷۵۱	۰/۰۳۹۹	۰/۰۲۰۲	۱							
CFOTS _{i,t-1}	۰/۰۰۸۹	۰/۰۰۱۹	۰/۰۵۰۲۶	۰/۰۴۶۱۵	۰/۰۰۹۲	۱						
DIV _{i,t-1}	۰/۰۰۱۹	۰/۰۸۹۵	۰/۰۱۳۴۷	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۳۳	۰/۰۷۱۲۵	۱					
LEV _{i,t-1}	۰/۰۰۰۰	۰/۰۱۲۶۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۹۴۱	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۱				
SIZE _{i,t-1}	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۱			
LOSS _{i,t-1}	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۱		
DISTRESS _{i,t-1}	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۱	
SRET _{i,t-1}	۰/۰۰۲۵۹	۰/۰۰۶۳۸	۰/۰۰۱۳۷۳	۰/۰۰۰۹۲	۰/۰۰۱۳۷	۰/۰۰۴۵۳	۰/۰۰۲۴۹	۰/۰۰۸۵۳	۰/۰۰۲۹۳	۰/۰۰۴۵۸	۰/۰۰۷۲۱	۰/۰۰۸۶۷

نتایج آزمون مدل اول پژوهش در جدول (۵) بیان شده‌اند. طبق نتایج آزمون چاو، باید در برآورد الگو از روش داده‌های پانل استفاده شود. طبق نتایج آزمون هاسمن باید الگو با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود. طبق نتایج آماره فیشر، معنی‌داری مدل تأیید شده است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل گویای آن است که درصد بالایی از تغییرات سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها توسط متغیرهای توضیحی مدل تبیین گردیده است. آماره دوربین-واتسون بیانگر استقلال باقیمانده‌ها است. طبق نتایج آزمون وایت، همسانی واریانس باقیمانده‌ها

تأیید شده است. همچنین با توجه به این که عامل تورم واریانس متغیرها کمتر از ۵ است، همخطی میان متغیرهای توضیحی مدل وجود ندارد.

جدول (۵) نتایج برآورد مدل اول پژوهش

متغیر وابسته $INVEST_{it}$					
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	احتمال	عامل تورم واریانس
C	۰/۲۳۶۱	۰/۰۲۷۳	۸/۶۲۱۱	۰/۰۰۰۰	-
$CONS_{i,t-1}$	-۰/۰۰۵۵	۰/۰۰۲۲	-۲/۴۹۱۱	۰/۰۱۲۸	۱/۲۰۵۵
$MTB_{i,t-1}$	-۰/۰۰۰۰۶	۰/۰۰۰۰۳	-۲/۱۰۳۸	۰/۰۳۵۲	۱/۰۱۵۷
$SVOL_{i,t-1}$	۰/۰۰۰۰۹	۰/۰۰۲۷	۰/۳۵۶۷	۰/۷۱۲۳	۱/۰۳۹۸
$CFOTS_{i,t-1}$	۰/۰۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰۴	۰/۲۹۹۷	۰/۷۵۵۳	۱/۰۹۵۰
$DIV_{i,t-1}$	-۰/۰۰۱۸	۰/۰۰۰۰۹	-۱/۸۸۰۵	۰/۰۵۹۷	۲/۷۷۳۰
$LEV_{i,t-1}$	-۰/۰۰۰۹۴	۰/۰۰۰۲۶	-۳/۴۸۳۴	۰/۰۰۰۰۵	۱/۴۶۴۸
$SIZE_{i,t-1}$	-۰/۰۰۰۶۸	۰/۰۰۰۰۹	-۷/۰۵۳۷	۰/۰۰۰۰۰	۱/۰۲۰۸
$LOSS_{i,t-1}$	-۰/۰۰۰۱۷	۰/۰۰۰۱۲	-۱/۳۹۷۹	۰/۱۶۱۱	۱/۷۶۲۲
$DISTRESS_{i,t-1}$	-۰/۰۰۰۳۳	۰/۰۰۰۰۷	-۴/۴۹۰۷	۰/۰۰۰۰۰	۲/۲۴۹۴
$SRET_{i,t-1}$	۰/۰۰۰۱۴	۰/۰۰۰۰۲	۶/۰۹۴۷	۰/۰۰۰۰۰	۱/۰۲۲۱
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۳۶۳		آماره دوربین واتسون	۲/۰۶۶۵	
آماره فیشر	۱۴/۷۲۹		احتمال آماره فیشر	۰/۰۰۰۰	
آماره وایت	۱/۰۷۲۱		احتمال آماره وایت	۰/۱۹۵۵	
آماره اف لیمر	۱۲/۴۱۴		احتمال آماره اف لیمر	۰/۰۰۰۰	
آماره کای دو	۲۸/۱۳۲		احتمال آماره کای دو	۰/۰۰۱۵	

آماره تی برای محافظه‌کاری معنی‌دار بوده و ضریب آن منفی می‌باشد؛ در نتیجه بین محافظه‌کاری و سرمایه‌گذاری جدید رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد. با افزایش محافظه‌کاری شرکت‌ها از سرمایه‌گذاری آن‌ها کاسته می‌شود. بنابراین فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود و گویای این است که محافظه‌کاری حسابداری در تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نقش دارد. با توجه به نقش اطلاعاتی محافظه‌کاری، انتظار می‌رود محافظه‌کاری منجر به بهبود فرآیند نظارت بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیریت شود (بال و همکاران، ۲۰۰۰). بر اساس تئوری نمایندگی، زمانی که مدیران اطلاعات خوبی راجع به وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری پرمفعت داشته باشند، امکان دارد آن را به دلیل مشکلات مخاطره اخلاقی که ناشی از تملک وجوه نقد شرکت توسط مدیریت، نزدیک‌بینی و گزینش طرح نامناسب است و نیز کمبود وجوه در دسترس که ناشی از تأمین مالی خارجی پرهزینه است، دنبال نکنند. به نظر می‌رسد محافظه‌کاری موجب کاهش مشکلات گزینش نادرست و بهبود سیاست‌های

سرمایه‌گذاری شرکت به وسیله سهولت دسترسی به وجوه خارجی و کاهش هزینه این وجوه می‌شود (گارسیا لارا و همکاران، ۲۰۱۰). برای جلوگیری از توسعه رفتار نامناسب سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، باید محافظه‌کاری در اطلاعات افشاء‌شده را افزایش داد تا از این طریق بتوان عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه نمایندگی را کاهش داد. بکارگیری درست محافظه‌کاری، کیفیت اطلاعات حسابداری و تصمیمات سرمایه‌گذاری را بهبود بخشیده، از منافع سرمایه‌گذاران محافظت کرده و تسهیم بهینه منابع در بازار سرمایه را ممکن می‌سازد (ژیاودانگ و همکاران، ۲۰۱۳). به دلیل نقش محافظه‌کاری حسابداری در کاهش هزینه سرمایه، این کاهش در هزینه بدهی و هزینه سرمایه سبب بهبود سرمایه‌گذاری می‌شود. با وجود محافظه‌کاری حسابداری، مدیران جهت کاهش زیان‌های اقتصادی ناشی از سرمایه‌گذاری‌هایی با عملکرد ضعیف انگیزه خواهند داشت؛ زیرا بدون چنین اقدامی زیان‌ها افزایش می‌یابند و در دوره تصدی آن‌ها شناسایی خواهند شد (بال و شیواکومار، ۲۰۰۵). بر این اساس، محافظه‌کاری برای اخذ تصمیمات بهینه جهت انجام سرمایه‌گذاری‌ها انگیزه ایجاد می‌کند و نظارت بر عملکرد و تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران را آسان می‌سازد. از طرفی، نکته مهم این است که محافظه‌کاری می‌تواند موجب ایجاد انگیزه‌های ناسالم سرمایه‌گذاری توسط مدیران شود و آن‌ها از پذیرش پروژه‌های با ارزش فعلی مثبت صرف‌نظر کنند (تائو، ۲۰۱۰).

نتایج آزمون مدل دوم پژوهش در جدول (۶) بیان شده‌اند. طبق نتایج آزمون چاو، باید در برآورد الگو از روش داده‌های پانل استفاده شود. همچنین طبق نتایج آزمون هاسمن باید الگو با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود. طبق نتایج آماره فیشر، معنی‌داری مدل تأیید شده است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل گویای آن است که درصد بالایی از تغییرات سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها توسط متغیرهای توضیحی تبیین شده است. طبق آماره دوربین-واتسون، استقلال باقیمانده‌ها پذیرفته شده است. با توجه به نتایج آزمون وایت، همسانی واریانس باقیمانده‌ها تأیید شده است. همچنین عامل تورم واریانس متغیرها کمتر از ۵ می‌باشد و همخطی میان متغیرهای توضیحی مدل وجود ندارد.

جدول (۶): نتایج برآورد مدل دوم پژوهش

متغیر وابسته $INVEST_{it}$					
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	احتمال	عامل تورم واریانس
C	۰/۱۹۷۰	۰/۰۲۷۹	۷/۰۴۷۸	۰/۰۰۰۰	-
$CONS_{i,t-1}$	-۰/۰۰۶۱	۰/۰۰۲۳	-۲/۶۲۹۵	۰/۰۰۸۴	۱/۲۱۱۱
$INVINEF_{i,t-1}$	۰/۰۰۱۶	۰/۰۰۰۴	۳/۲۴۷۰	۰/۰۰۱۲	۱/۰۰۴۸
$MTB_{i,t-1}$	-۰/۰۰۰۰۷	۰/۰۰۰۰۳	-۲/۵۵۴۹	۰/۰۱۰۵	۱/۰۱۹۷
$SVOL_{i,t-1}$	۰/۰۰۱۰	۰/۰۰۲۸	۰/۴۲۵۴	۰/۶۴۵۲	۱/۰۳۹۸
$CFOTS_{i,t-1}$	۰/۰۰۰۰۶	۰/۰۰۰۰۴	۰/۱۳۰۱	۰/۱۸۶۲۵	۱/۰۹۷۲
$DIV_{i,t-1}$	-۰/۰۰۱۶	۰/۰۰۱۰	-۱/۶۰۵۹	۰/۱۰۴۴	۲/۷۷۶۰
$LEV_{i,t-1}$	-۰/۰۰۹۴	۰/۰۰۳۰	-۲/۷۰۴۱	۰/۰۰۶۷	۱/۴۶۴۸
$SIZE_{i,t-1}$	-۰/۰۰۸۲	۰/۰۰۰۹	-۵/۶۲۵۱	۰/۰۰۰۰	۱/۰۲۰۸

متغیر وابسته $INVEST_{i,t}$					
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	احتمال	عامل تورم واریانس
$LOSS_{i,t-1}$	-۰/۰۰۵۵	۰/۰۰۱۱	-۰/۹۸۲۷	۰/۳۱۳۵	۱/۷۶۵۱
$DISTRESS_{i,t-1}$	-۰/۰۰۱۱	۰/۰۰۰۹	-۲/۶۶۷۶	۰/۰۰۷۵	۲/۲۵۳۴
$SRET_{i,t-1}$	۰/۰۰۱۳	۰/۰۰۰۲	۵/۹۶۹۹	۰/۰۰۰۰	۱/۰۲۲۵
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۸۵۵		آماره دوربین واتسون	۲/۰۶۰۹	
آماره فیشر	۱۱/۷۷۵		احتمال آماره فیشر	۰/۰۰۰۰	
آماره وایت	۱/۲۵۱۷		احتمال آماره وایت	۰/۰۶۰۸	
آماره اف لیمر	۱۰/۶۲۳		احتمال آماره اف لیمر	۰/۰۰۰۰	
آماره کای دو	۳۱/۵۹۸		احتمال آماره کای دو	۰/۰۰۰۷	

آماره تی برای محافظه‌کاری معنی‌دار بوده و ضریب آن منفی می‌باشد؛ در نتیجه بین محافظه‌کاری و سرمایه‌گذاری جدید رابطه معکوس و معنی‌داری وجود داشته و با افزایش میزان محافظه‌کاری شرکت‌ها از سرمایه‌گذاری جدید آن‌ها کاسته می‌شود. بنابراین به طور مجدد فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود. آماره تی برای بیش سرمایه‌گذاری به عنوان نماینده ناکارایی سرمایه‌گذاری معنی‌دار بوده و ضریب آن مثبت می‌باشد؛ در نتیجه بین بیش سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری جدید رابطه مستقیم و معنی‌داری وجود دارد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود و گویای این است که بیش سرمایه‌گذاری در تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت نقش دارد. در حقیقت، شرکت‌ها رفتاری افراطی در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود داشته و در هر دوره این رفتار سراپت داشته است. بدین معنی که انجام سرمایه‌گذاری ناکارا در دوره قبل توسط مدیران به ویژه از منظر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد بهینه، سبب شده است مدیران در دوره بعد از وقوع این رخداد نیز سرمایه‌گذاری جدید بیشتری انجام دهند.

نتایج آزمون مدل سوم پژوهش در جدول (۷) بیان شده‌اند. طبق نتایج آزمون چاو و هاسمن، لازم است در برآورد الگو از داده‌های پانل و روش اثرات ثابت استفاده شود. آماره فیشر بیانگر معنی‌داری مدل است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل گویای آن است که درصد بالایی از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی تبیین شده است. آماره دوربین-واتسون حاکی از استقلال باقیمانده‌ها است. با توجه به نتایج آزمون وایت، همسانی واریانس باقیمانده‌ها تأیید شده است. همچنین با توجه به عامل تورم واریانس متغیرها که کمتر از ۵ است، همخطی میان متغیرهای توضیحی وجود ندارد.

جدول (۷): نتایج برآورد مدل سوم پژوهش

متغیر وابسته $INVEST_{i,t}$					
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	احتمال	عامل تورم واریانس
C	۰/۱۸۷۹	۰/۰۲۷۸	۶/۷۴۱۸	۰/۰۰۰۰	-
$CONS_{i,t-1}$	-۰/۰۰۴۶	۰/۰۰۲۵	-۱/۸۲۹۱	۰/۰۷۶۹	۲/۰۰۲۲
$INVINEF_{i,t-1}$	۰/۰۰۱۳	۰/۰۰۰۴	۲/۸۰۱۹	۰/۰۰۴۹	۱/۰۴۲۹
$CONS_{i,t-1} * INVINEF_{i,t-1}$	-۰/۰۰۴۶	۰/۰۰۳۳	-۱/۴۱۸۱	۰/۱۴۷۶	۱/۷۶۳۱
$MTB_{i,t-1}$	-۰/۰۰۰۰۷	۰/۰۰۰۰۳	-۲/۵۴۴۴	۰/۰۱۰۶	۱/۰۰۶۰
$SVOL_{i,t-1}$	۰/۰۰۱۰	۰/۰۰۲۵	۰/۴۰۲۶	۰/۶۴۸۸	۱/۰۲۰۲
$CFOTS_{i,t-1}$	۰/۰۰۰۰۶	۰/۰۰۰۰۴	۰/۱۲۶۵	۰/۸۴۱۶	۱/۰۷۷۲
$DIV_{i,t-1}$	-۰/۰۰۱۵	۰/۰۰۰۰۹	-۱/۵۵۸۱	۰/۱۱۲۹	۲/۷۲۲۶
$LEV_{i,t-1}$	-۰/۰۰۰۷۸	۰/۰۰۰۲۹	-۲/۶۵۰۳	۰/۰۰۷۷	۱/۴۳۷۱
$SIZE_{i,t-1}$	-۰/۰۰۰۵۲	۰/۰۰۰۰۹	-۵/۳۳۴	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۱۸
$LOSS_{i,t-1}$	-۰/۰۰۱۰	۰/۰۰۰۱۱	-۰/۹۱۷۵	۰/۳۳۸۹	۱/۷۳۵۹
$DISTRESS_{i,t-1}$	-۰/۰۰۰۲۵	۰/۰۰۰۰۹	-۲/۶۲۸۲	۰/۰۰۸۲	۲/۲۱۰۲
$SRET_{i,t-1}$	۰/۰۰۱۳	۰/۰۰۰۰۲	۵/۹۹۵۷	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۷۶
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۸۹۱		آماره دوربین واتسون	۲/۰۷۸۹	
آماره فیشر	۱۱/۷۹۴		احتمال آماره فیشر	۰/۰۰۰۰	
آماره وایت	۱/۱۵۵۵		احتمال آماره وایت	۰/۱۲۰۸	
آماره اف لیمر	۱۰/۴۷۲		احتمال آماره اف لیمر	۰/۰۰۰۰	
آماره کای دو	۳۲/۱۸۱		احتمال آماره کای دو	۰/۰۰۰۹	

آماره تی برای محافظه‌کاری معنی‌دار بوده و ضریب آن منفی می‌باشد؛ این موضوع به مفهوم تأثیر معکوس و معنی‌دار محافظه‌کاری بر سرمایه‌گذاری جدید است. بنابراین به طور مجدد فرضیه اول پژوهش تأیید شد. آماره تی برای بیش سرمایه‌گذاری به عنوان نماینده فرآیند ناکارایی سرمایه‌گذاری معنی‌دار بوده و ضریب آن مثبت می‌باشد؛ در نتیجه بیش سرمایه‌گذاری تأثیر مستقیم و معنی‌داری بر سرمایه‌گذاری جدید دارد. بنابراین مجدد فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود. در عین حال، آماره تی تعامل بین بیش سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری معنی‌دار نیست؛ در نتیجه محافظه‌کاری حسابداری به طور معنی‌داری رابطه بین بیش سرمایه‌گذاری قبلی به عنوان نماینده ناکارایی سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار نمی‌دهد. بنابراین فرضیه سوم پژوهش تأیید نمی‌شود. هرچند نتایج نشان دادند بیش سرمایه‌گذاری عاملی جهت افزایش تصمیمات مربوط به انجام مخارج سرمایه‌ای توسط مدیران شرکت‌ها است و از طرفی محافظه‌کاری نقش کاهنده در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها دارد، اما این نقش به اندازه کافی قوی نیست و محافظه‌کاری حسابداری نتوانسته است به عنوان یک بازوی کنترلی نقش مناسبی ایفا کند؛ زیرا طبق مبانی نظری و شواهد تجربی انتظار می‌رود

محافظه‌کاری حسابداری به عنوان زیربنای ویژگی کیفی قابلیت اتکای اطلاعات ضمن کاهش مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی، بتواند سبب بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها شود؛ اما طبق نتایج پژوهش حاضر چنین نقشی محقق نشده است.

بر اساس مبانی نظری، محافظه‌کاری می‌تواند عامل علامت‌دهی بازار و مکانیزم راهبری و کنترلی داخلی با توجه به شرایط و محیط متفاوت به منظور تحت تأثیر قرار دادن تصمیمات سرمایه‌گذاری محسوب شود. زمانی که سرمایه داخلی برای سرمایه‌گذاری کافی نباشد و نیاز به تأمین مالی برون‌سازمانی باشد، اطلاعات نقش اساسی را در سرمایه‌گذاری ایفا می‌کند. در این شرایط، نقش علامت‌دهی محافظه‌کاری نسبت به نقش کنترلی آن برتری دارد. نقش علامت‌دهی محافظه‌کاری حسابداری باعث حذف عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و بازار سرمایه می‌شود و از طرفی، هزینه سرمایه تأمین مالی برون‌سازمانی را کاهش داده و سطح سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. همچنین زمانی که سرمایه داخلی برای سرمایه‌گذاری کافی بوده و نیازی به تأمین مالی برون‌سازمانی نباشد، نمایندگی مشکل اصلی به شمار آمده و نقش کنترل داخلی محافظه‌کاری برتری پیدا می‌کند. محافظه‌کاری استفاده نادرست از جریان‌های نقد آزاد توسط مدیریت برای سرمایه‌گذاری بیش از حد را با توجه به اثر کنترلی، محدود کرده، هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد و سبب کاهش سرمایه‌گذاری می‌شود. زمانی که سرمایه داخلی کمتر از سرمایه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری باشد، مشکل عدم تقارن اطلاعاتی با محدودیت تأمین مالی برون‌سازمانی همراه شده و فاصله بین سطح واقعی سرمایه‌گذاری و سطح بهینه سرمایه‌گذاری بیشتر می‌شود که نتیجه آن عدم کفایت سرمایه‌گذاری است (فازاری و همکاران، ۱۹۸۸). با افزایش نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های سهامی، اثر محافظه‌کاری اطلاعات حسابداری بر سرمایه‌گذاری محدود می‌شود. زمانی که سطح سرمایه‌گذاری از ارزش خالص سرمایه داخلی بیشتر شود، نقش محافظه‌کاری در توسعه سرمایه‌گذاری با توجه به شدت مشکل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی، ضعیف‌تر می‌شود. زمانی هم که سرمایه‌گذاری کمتر از ارزش خالص سرمایه داخلی باشد، نقش محافظه‌کاری در حقیقت جلوگیری از مشکلات سرمایه‌گذاری با توجه به مشکل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد (ژباودانگ و همکاران، ۲۰۱۳).

در ادامه روند پژوهش نتایج آزمون مقایسه‌ای محافظه‌کاری شرکت‌های دارای بیش سرمایه‌گذاری و شرکت‌های دارای کم سرمایه‌گذاری در جدول (۸) ارائه شده‌اند. طبق نتایج، تفاوت معنی‌داری بین محافظه‌کاری دو گروه مشاهده‌های بیش سرمایه‌گذار و کم سرمایه‌گذار وجود دارد. بدین ترتیب در مشاهده‌های مشمول بیش سرمایه‌گذاری در مقایسه با مشاهده‌های مشمول کم سرمایه‌گذاری، محافظه‌کاری بیشتری اعمال شده است. در حقیقت، وقوع پدیده ناکارایی سرمایه‌گذاری نسبت به کیفیت اطلاعات حسابداری در زمینه گزارشگری مالی محافظه‌کارانه حساس است و وجود این ویژگی کیفی اطلاعات حسابداری در بررسی کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها حائز اهمیت است.

جدول (۸): بررسی مقایسه‌ای محافظه‌کاری در شرکت‌های بیش سرمایه‌گذار و کم سرمایه‌گذار

متغیر	تفکیک سطح سرمایه‌گذاری	مشاهده‌ها	میانگین	آماره تی	احتمال آماره
CONS _{it-1}	بیش سرمایه‌گذاری	۵۷۰	-۰/۰۵۶۷	-۲/۳۱۴	۰/۰۱۹۳
	کم سرمایه‌گذاری	۷۲۶	-۰/۰۳۰۷		

۸- بحث و نتیجه‌گیری پژوهش

در راستای دستیابی به اهداف توسعه اقتصادی باید موضوع سرمایه‌گذاری، الزامات و پیامدهای آن به طور دقیق مورد بررسی قرار گیرند. نکته مهم مورد بررسی در این زمینه، توجه به کمیت و کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است. برخی مطالعات نظری و شواهد تجربی حاکی از تأثیر کیفیت اطلاعات مالی بر کمیت و کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است؛ با توجه به نقش اطلاعاتی محافظه‌کاری، به نظر می‌رسد محافظه‌کاری موجب بهبود نظارت بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیریت شود (بال و همکاران، ۲۰۰۰). محافظه‌کاری می‌تواند موجب کاهش مشکلات گزینش نادرست و بهبود سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت به وسیله سهولت دسترسی به وجوه خارجی و کاهش هزینه این وجوه شود (گارسیا لارا و همکاران، ۲۰۱۰). برای جلوگیری از توسعه رفتارهای نامناسب سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، باید محافظه‌کاری در اطلاعات افشاء‌شده را افزایش داد تا از این طریق بتوان عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه نمایندگی را کاهش داد. بکارگیری درست محافظه‌کاری، کیفیت اطلاعات حسابداری و تصمیمات سرمایه‌گذاری را بهبود بخشیده، از منافع سرمایه‌گذاران محافظت کرده و در نهایت تسهیم بهینه منابع در بازارهای سرمایه را ممکن می‌سازد. حسابداری محافظه‌کارانه را می‌توان به عنوان عامل علامت دهی بازار و مکانیزم راهبری داخلی با توجه به شرایط و محیط متفاوت به منظور تحت تأثیر قرار دادن تصمیمات سرمایه‌گذاری عنوان کرد. ایفای این نقش بسته به میزان سرمایه داخلی شرکت، نیاز به تأمین مالی برون سازمانی، هزینه‌های نمایندگی، محدودیت تأمین مالی، عدم تقارن اطلاعاتی و در نهایت امکان وقوع سرمایه‌گذاری بیشتر یا کمتر از حد متفاوت است (ژی‌یاودانگ و همکاران، ۲۰۱۳).

با توجه به اهمیت موضوع کیفیت گزارشگری مالی و به طور خاص ویژگی محافظه‌کاری حسابداری در ارتباط با تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و همچنین احتمال وقوع ناکارایی در تصمیمات سرمایه‌گذاری به واسطه استدلال فرضیه هزینه‌های نمایندگی و فرضیه محدودیت‌های مالی، در این پژوهش روابط بین تصمیمات ناکارای سرمایه‌گذاری، محافظه‌کاری و سرمایه‌گذاری جدید مورد بررسی قرار گرفت. طبق نتایج بدست آمده در پژوهش حاضر، بین محافظه‌کاری حسابداری و سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد و با افزایش میزان محافظه‌کاری شرکت‌ها از سرمایه‌گذاری آن‌ها کاسته شده است. بنابراین فرضیه اول پژوهش تأیید شده و گویای این است که محافظه‌کاری حسابداری در تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نقش کاهنده دارد؛ به طوری که شرکت‌های محافظه‌کارتر، گرایش کمتری به سرمایه‌گذاری دارند. نتایج آزمون فرضیه اول با نتایج پژوهش تائو (۲۰۱۰)، گارسیا لارا و همکاران (۲۰۱۰)، ایشیدا و آیتو (۲۰۱۴)، مرادزاده فرد و

همکاران (۱۳۹۲)، ایزدی‌نیا و همکاران (۱۳۹۲)، حسینی و آزاد (۱۳۹۴)، برزگر و همکاران (۱۳۹۴) و ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۵) هم راستا است؛ اما با نتایج پژوهش احمد و دونلمن (۲۰۰۷)، لافوند و واتز (۲۰۰۸)، بیدل و همکاران (۲۰۰۹)، ژباودانگ و همکاران (۲۰۱۳)، گارسیا لارا و همکاران (۲۰۱۶)، محمودآبادی و مهتری (۱۳۹۰)، مهتری و محمدیان (۱۳۹۳)، فیروزی و همکاران (۱۳۹۵) مغایرت دارد. همچنین فرضیه دوم پژوهش مبنی بر تأثیر بیش سرمایه‌گذاری بر سرمایه‌گذاری جدید شرکت تأیید شد. نتایج نشان دادند شرکت‌های مواجه با بیش سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری‌های جدید بیشتری انجام داده‌اند. نتایج آزمون فرضیه دوم با نتایج پژوهش گارسیا لارا و همکاران (۲۰۱۶) سازگار است. اما فرضیه سوم مبنی بر این که محافظه‌کاری به طور معنی‌دار بر رابطه بین بیش سرمایه‌گذاری و میزان سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد، تأیید نشد. در نتیجه، محافظه‌کاری اثر تعدیلی قابل ملاحظه بر رابطه بین ناکارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری قبلی شرکت‌ها و میزان سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها ندارد. نتایج آزمون فرضیه سوم با نتایج پژوهش گارسیا لارا و همکاران (۲۰۱۶) سازگار نیست.

با توجه به این که شناسایی عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها می‌تواند برای گروه‌های مختلف مفید واقع شود، در این پژوهش نیز این موضوع ارزیابی گردید. نتایج تحلیل مدل‌های مختلف پژوهش نشان دادند نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، اهرم مالی، اندازه و درمادگی مالی شرکت‌ها تأثیر معنی‌دار و منفی بر سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها دارند. همچنین، بازده سهام شرکت‌ها تأثیر معنی‌دار و مثبتی بر سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها دارد. اما، نوسان فروش، جریان نقد عملیاتی، وضعیت پرداخت سود و زیاندهی شرکت‌ها تأثیر معنی‌دار بر سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها ندارند.

بررسی تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها از موضوعات مهم در حوزه مالی محسوب می‌شود و در این زمینه لازم است به تأثیر جنبه‌های مختلف عملیاتی، ماهیت شرکت‌ها، وضعیت صنعت و شرایط اقتصادی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها توجه شود. به این ترتیب، لزوم انجام پژوهش‌های بیشتری احساس می‌گردد. با توجه به تأثیر راهبری شرکتی در اتخاذ تصمیمات مهم در شرکت‌ها، پیشنهاد می‌شود در بررسی روابط بین سرمایه‌گذاری، محافظه‌کاری و ناکارایی سرمایه‌گذاری به این امر توجه شود؛ همچنین با توجه به مطرح شدن فرضیه‌های نظارت کارآ و فرضیه همسویی منافع در این حوزه، پیشنهاد می‌شود نقش سهامداران نهادی و سایر ارکان مالکیت سهام و همچنین ویژگی‌های هیأت مدیره شرکت‌ها مورد بررسی قرار گیرد. پیشنهاد می‌شود موضوع مشکلات نمایندگی و محدودیت‌های تأمین مالی نیز در ارتباط با موضوع پژوهش حاضر بررسی شود. با توجه به ماهیت و نوع صنایع از جمله صنایع سرمایه‌محور و صنایع دانش‌محور، پیشنهاد می‌شود با تفکیک شرکت‌ها به دو گروه یاد شده موضوع پژوهش در قالب هر یک از این گروه شرکت‌ها به صورت جداگانه بررسی شود؛ پیشنهاد می‌شود اثر متغیرها و سیاست‌های پولی و مالی اقتصادی از جمله سیاست‌های انقباضی و انقباضی در کنار سیاست‌های مالی شرکت‌ها بر میزان، کیفیت و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بررسی شود. همچنین، ارزیابی نقش سطح و تمرکز رقابت در بازار محصول و نوع استراتژی‌های تجاری شرکت‌ها شامل استراتژی‌های تمایز، تنوع، رهبری هزینه، آینده‌نگر، تدافعی و تحلیل‌گرایانه می‌تواند در زمینه بررسی رابطه بین تصمیمات

سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری حسابداری جنبه‌های مفیدی را آشکار نماید. در ضمن ارزیابی مدیریت سود در گزارشگری مالی شرکت‌ها و همچنین مدیریت سود در حوزه فعالیت‌های واقعی که ممکن است تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را با چالش‌هایی مواجه نماید، می‌تواند پیشنهاد دیگری جهت توسعه مبانی پژوهش تلقی شود. همچنین تأثیر انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها جهت ارزیابی دسترسی مناسب به وجوه جهت انجام طرح‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند رابطه بین سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری را تحت‌الشعاع قرار دهد. بر این اساس پیشنهاد می‌شود این موضوع به صورت دقیق‌تر بررسی گردد.

فهرست منابع

- * ابراهیمی، سیدکاظم و احمدی مقدم، منصور. (۱۳۹۴)، "تأثیر اهرم مالی و محافظه‌کاری شرطی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، حسابداری مالی، سال هفتم، شماره ۲۷، صص ۱۰۲ تا ۱۲۰.
- * ابراهیمی، سیدکاظم و بهرامی‌نصب، علی و ذبیحی کوهی خیلی، سیده کوثر. (۱۳۹۵)، "بررسی تأثیر میزان محافظه‌کاری و عدم تقارن اطلاعاتی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در شرایط قبل و بعد از بحران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه سمنان.
- * ایزدی‌نیا، ناصر؛ حاجیان‌نژاد، امین و قائدی‌ها، حمیدرضا. (۱۳۹۲)، "بررسی تأثیر محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری"، پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، دوره ۲، شماره ۲، صص ۲۹ تا ۴۶.
- * برزگر، قدرت‌الله؛ کامیابی، یحیی و درویش، احسان‌محمد. (۱۳۹۴)، "بررسی تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران.
- * ثقفی، علی و معتمدی‌فاضل، مجید. (۱۳۹۰)، "رابطه میان کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با امکانات سرمایه‌گذاری بالا"، پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۳ (۴)، صص ۱ تا ۱۴.
- * حسنی، محمد و آزاد، پروین. (۱۳۹۵)، "کنکاشی پیرامون رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و اقدامات احتیاطی مدیران در فرآیند سرمایه‌گذاری"، چهارمین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، برلین، آلمان.
- * حسنی، محمد. (۱۳۹۲)، "مطالعه تجربی رابطه بین حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری حسابداری (دیدگاه قراردادهای کارآ یا دیدگاه تحریف سیستم‌های اطلاعاتی؟)"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دانشگاه تهران، دوره ۲۰، شماره ۳، صص ۵۹ تا ۸۴.
- * خدای‌پور، احمد و پناهی‌گنهرانی، رقیه. (۱۳۹۶)، "تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری با لحاظ عدم تقارن اطلاعاتی"، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال نهم، شماره سوم، صص ۹۱ تا ۱۱۰.

- * رزقی شیرسوار، ولی و نبوی چاشمی، سیدعلی. (۱۳۹۶) "بررسی ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و کیفیت گزارشگری مالی با کارایی سرمایه‌گذاری‌های آتی و تغییر بدهی‌های آتی شرکت"، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال ششم، شماره ۲۴، صص ۱۳ تا ۲۵.
- * فخاری، حسین و رسولی، شادی. (۱۳۹۲). "بررسی اثر محافظه‌کاری و کیفیت اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری"، پژوهش‌های تجربی حسابداری، شماره ۲ (۸)، صص ۸۱ تا ۱۰۰.
- * فروغی، داریوش و صادقی، محسن. (۱۳۸۹). "رابطه بین محافظه‌کاری با کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعات حسابداری، شماره ۲۷، صص ۱۳۹ تا ۱۵۸.
- * فیروزی، زهرا، مقدم، عبدالکریم و جان‌افزایی، نصراله. (۱۳۹۵). "بررسی رابطه محافظه‌کاری حسابداری و سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجموعه مقالات، پنجمین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت با رویکرد علوم پژوهشی نوین.
- * کردستانی، غلامرضا؛ تاتلی، رشید و کوثری‌فرد، حمید. (۱۳۹۳). "ارزیابی توان پیش‌بینی مدل تعدیل شده آلتمن از مراحل درماندگی مالی نیوتن و ورشکستگی شرکت‌ها"، دانش سرمایه‌گذاری، سال سوم، شماره نهم، صص ۸۳ تا ۱۰۱.
- * محمودآبادی، حمید و مهتری، زینب. (۱۳۹۰). "رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۳، شماره ۲، پیاپی ۶۱/۳، صص ۱۱۳ تا ۱۴۰.
- * مدرس، احمد و حصارزاده، رضا. (۱۳۸۷). "کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱، پیاپی ۲، صص ۸۵ تا ۱۱۶.
- * مرادزاده‌فرد، مهدی؛ فرج‌زاده، مریم، کرمی، شیما و عدل‌زاده، مرتضی. (۱۳۹۲). "بررسی رابطه محافظه‌کاری و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به وضعیت تأمین مالی و مالکیت نهایی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره ۱۱، شماره ۴۴، صص ۹۷ تا ۱۱۶.
- * مهتری، زینب و محمدیان، محمد. (۱۳۹۳). "تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر سطح بهینه سرمایه‌گذاری"، پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، دوره ۳، شماره ۲، صص ۹۹ تا ۱۲۲.
- * واعظ، سیدعلی و رشیدی باغی، محسن. (۱۳۹۳). "تأثیر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری"، پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۶، شماره ۲، صص ۱۶۷ تا ۱۹۵.
- * Ahmed, A. and Duellman, S., (2007), "Accounting Conservatism and Board of Director Characteristics: An Empirical Analysis", Journal of Accounting and Economics 43, pp.411-43.
- * Ahmed, A., and Duellman, S. (2010), "Evidence on the Role of Accounting Conservatism in Monitoring Managers Investment Decisions", <http://www.ssrn.com>
- * Ball, R., Kothari S. P and Robin, A., (2000), "The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings", Journal of Accounting and Economics, Vol. 29, No. 1, pp.1-52.
- * Ball, R., and Shivakumar, L. (2005), "Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness", Journal of Accounting and Economics 39:83-128.

- * Basu, S., (1997), "The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, No. 1, pp. 3-38.
- * Biddle, G. and Hilary, G., (2006), "Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment", *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 5, pp. 963-982.
- * Biddle, G. C, G. Hilary and R. S. Verdi., (2009), "How does financial reporting quality improve investment efficiency", *Journal of Accounting and Economics*.
- * Bushman, R., J. Piotroski and A. Smith, (2011), "Capital Allocation and Timely Accounting Recognition of Economic Losses", *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol 38, No 1/2, PP. 1-33.
- * Bushman, R.M. and A.J. Smith. (2001), "Financial Accounting Information and Corporate Governance", *Journal of Accounting and Economics*, Vol 32, Pp 237-333.
- * Cutillas Gomariz, F, Pedro Sánchez Ballesta, J., (2014), "Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency", *Journal of Banking & Finance*, 40, PP. 494-506.
- * Garcia Lara, J. M and Garcia Osma, B., (2010), "Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency", www.ssrn.com
- * García Lara, Juan M., Garcia Osma, Beatriz and Penalva, Fernando, (2016), "Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency", *Journal of Accounting and Economics*, No 61, PP: 221-238.
- * Givoly, D., Hayn, C., (2000), "The Changing Time-Series Properties of Earnings, Cash Flows and Accruals: Has Financial Accounting Become More Conservative?", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, No.3, pp. 287-320.
- * Guay, W. and R. Verrecchia. (2007), "Conservative Disclosure", Working Paper, University of Pennsylvania.
- * Ishida, Souhei, and Kunio Ito., (2014), "The Effect of Accounting Conservatism on Corporate Investment Behavior", *International Perspectives on Accounting and Corporate Behavior*, Chapter 3, PP. 59-80.
- * Jensen, M., (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- * LaFond, R. and R. Watts., (2008), "The information role of conservatism", *The Accounting Review*, VOL.2, NO.83, P.P.447-478.
- * Laux, Volker and Ray, Korok, (2017), "Effects of Accounting Conservatism on Investment Efficiency and Innovation", Available at SSRN: <https://ssrn.com>
- * Pan, X. (2017), "Accounting conservatism, bank lending and firm investment: Evidence from a quasi-experiment of China's stimulus package", *Pacific-Basin Finance Journal*, 44: 64-79.
- * Tao, M., (2010), "Accounting Conservatism and Underinvestment", Working Paper, Washington University in St. Louis-Olin Business School. <http://papers.ssrn.com>
- * Venkatesh, P.C., and Chiang, R., (1986), "Information Asymmetry and the Dealer's Bid -Ask Spread: A Case Study of Earning and Dividend Announcements", *The Journal of Finance*, No 41(5), PP: 1089-11020.
- * Verdi, R. S., 2006, "Financial reporting quality and investment efficiency", Working Paper, MIT.
- * Xiaodong. XU, Xia .WG, Nina. H., (2013), "Accounting Conservatism, Ultimate Ownership and Investment Efficiency", available at: <http://ssrn.com>.
- * Yang, J. and Jiang, Y., (2008), "Accounting Information Quality, Free Cash Flow and Overinvestment: A Chinese study", *The Business Review*, 11 (1): 159- 166.