

## تاثیر سرمایه‌گذاری شرکت بر نوسانات آتی بازده سهام با در نظر گرفتن اثر تعدیلی محافظه کاری حسابداری

مهدی حقیقت شهرستانی<sup>۱</sup>، محسن دستگیر<sup>۲\*</sup>، افسانه سروش‌یار<sup>۳</sup>  
<sup>۱</sup> دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران  
<sup>۲</sup> استاد، گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران (عهده‌دار مکاتبات)  
<sup>۳</sup> استادیار، گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران  
تاریخ دریافت: اردیبهشت ماه ۱۳۹۹، اصلاحیه: مرداد ماه ۱۳۹۹، پذیرش: شهریور ماه ۱۳۹۹

### چکیده

مدیریت ریسک یکی از مهم‌ترین وظایف مدیران است. از یک طرف ریسک‌پذیری منجر به افزایش مزیت رقابتی می‌گردد و از طرفی دیگر طبق تئوری فرامدرن پرتفوی افزایش ریسک منجر به نوسانات احتمالی منفی بازدهی سرمایه‌گذاری‌ها می‌گردد. زمانی که سطح سرمایه‌گذاری‌های شرکت متناسب با سطح مناسب ریسک، تعیین شود می‌تواند برای شرکت ارزش آفرینی کند. محافظه کاری شرطی و غیرشرطی هر کدام به سبب ویژگی‌های خود می‌توانند بر کاهش یا افزایش ریسک اثرگذار باشند. بنابراین هدف پژوهش حاضر بررسی تاثیر سرمایه‌گذاری شرکت بر نوسانات آتی بازده سهام با در نظر گرفتن اثر تعدیلی کنندگی محافظه کاری شرطی و غیرشرطی است. در این راستا از اطلاعات مالی ۱۲۹ شرکت با استفاده از روش حذف سیستماتیک برای دوره مالی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۶ به صورت داده‌های ترکیبی استفاده گردید. جهت تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش از روش رگرسیون چند متغیره استفاده شد. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که محافظه کاری شرطی تاثیر منفی بر سرمایه‌گذاری آتی شرکت دارد. همچنین محافظه کاری غیرشرطی تاثیر مثبت بر سرمایه‌گذاری آتی شرکت دارد. سایر یافته‌ها حاکی از آن است که محافظه کاری شرطی تاثیر منفی بر رابطه بین سرمایه‌گذاری شرکت و نوسانات بازده آتی سهام دارد. در نهایت محافظه کاری غیرشرطی تاثیر مثبت بر رابطه بین سرمایه‌گذاری شرکت و نوسانات بازده آتی سهام دارد.

**واژه‌های اصلی:** نوسانات بازده سهام، ریسک‌پذیری، سرمایه‌گذاری، محافظه کاری شرطی، محافظه کاری غیرشرطی

### ۱- مقدمه

دارد و حتی بعد از این بیانیه مشترک نیز قابل تامل است. محافظه کاری از طریق شناسایی به موقع زیان‌ها باعث نظارت بر پروژه‌ها می‌گردد و به عمر پروژه‌های نامناسب خاتمه می‌دهد. لی و تانگ (۲۰۱۰) بیان می‌کنند، شرکت‌هایی که مدیران آنها محافظه کاری کمتری اعمال می‌کنند در معرض میزان قابل توجهی از ریسک قرار می‌گیرند و بیشتر در پروژه‌های پر مخاطره سرمایه‌گذاری می‌کنند، زیرا این مدیران بر پیش بینی‌های خوش بینانه تکیه می‌کنند و بازده سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ریسک زیاد را، بیش از واقع و احتمال شکست را کمتر از واقع، برآورد می‌کنند. محققان دو نوع از محافظه کاری را تحت عنوان محافظه کاری شرطی و غیرشرطی مطرح نموده‌اند اگر یک شرکت محافظه کار شرطی را اعمال کند به سختی می‌تواند تا دوره مدیریت بعدی شناسایی هزینه و زیان حسابداری از یک پروژه غیرسودمند را به تاخیر بیندازد [۱۹]. در این شرایط احتمال بیشتری وجود دارد که مدیران این هزینه یا زیان حسابداری را در طول دوره تصدی خود ثبت کنند.

یکی از اصلی‌ترین وظایف مدیریت، سر و کار داشتن با ریسک است و در شرایط متحول امروز، اساساً موفقیت هر بنگاه به تسلط آن بر ریسک‌ها و نوع مدیریتی است که بر انواع ریسک‌ها اعمال می‌کند. ریسک‌پذیری نقش بسیار با اهمیتی در حفظ مزیت رقابتی شرکت‌ها دارد و می‌تواند آنها را به سمت رشد اقتصادی بالاتر رهنمون سازد. ریسک‌پذیری تا حدودی برای بقا و توسعه شرکت‌ها اساسی است [۲۱]. در این پژوهش در وهله اول تاثیر محافظه کار شرطی و غیرشرطی بر سطح سرمایه‌گذاری آتی شرکت بررسی می‌گردد، سپس اثر تعدیلی کنندگی محافظه کاری بر رابطه سرمایه‌گذاری شرکت و نوسانات بازده آتی سهام بررسی می‌گردد. اخیراً هیات تدوین استانداردهای حسابداری آمریکا با همکاری هیات تدوین استانداردهای حسابداری بین‌المللی در بیانیه مفهومی مشترک خود در سال ۲۰۱۰ احتیاط را از ویژگی‌های کیفی اطلاعات حسابداری حذف کرده‌اند. اما آثار محافظه کاری در گزارشگری مالی در سراسر جهان وجود

\*mdastgir.accounting2020@yahoo.com

شود. در دیدگاه دوم ریسک به عنوان نوسانات احتمالی منفی بازدهی اقتصادی در آینده (ریسک نامطلوب) تعریف می‌شود. بر اساس این دو دیدگاه دو نظریه مدرن و فرامدرن پرتفوی شکل گرفته است که نظریه مدرن پرتفوی به سنجش ریسک از دیدگاه اول و نظریه فرامدرن پرتفوی به سنجش و ارزیابی ریسک از دیدگاه دوم (ریسک نامطلوب) می‌پردازد [۵]. بر اساس نظریه نمایندگی، زمانی که یک خطر اخلاقی در رابطه بین مدیران و سهامداران وجود دارد، مدیران ممکن است فرصت‌های سرمایه‌گذاری را با وجود ارزش فعلی خالص مثبت دنبال نکنند، حتی این امکان وجود دارد که منابع به پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص منفی اختصاص یابد. به عبارت دیگر، مدیران می‌توانند جهت دستیابی به منافع شخصی خود از جریان نقد آزاد استفاده کنند و تصمیمات تجاری را براساس اهداف کوتاه مدت انتخاب کنند. این خطر اخلاقی با وجود عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سهامداران بیشتر می‌شود. افشای اطلاعات حسابداری و گزارشگری مالی نقش مهمی در کاهش ناقربینی اطلاعات و خطر اخلاقی ایفا می‌کند و به عنوان ابزاری برای نظارت بر مدیران عمل می‌کند. از آنجایی که نهادهای استانداردگذار محافظه کاری را متضاد با بی‌طرفی می‌دانند در بیانیه‌های مفهومی خود هر کدام به طریقی آن را نادیده و کم‌رنگ نموده‌اند. اما همواره این سوال مطرح است که آیا مدیران ریسک‌گریز تمایل دارند پروژه‌های سرمایه‌گذاری را بر پایه خوش بینی‌گزینه‌کنند، از آنجایی که حقوق و مزایا و شهرت آنها در گرو تصمیمات کنونی است منطقی به نظر می‌رسد که نگرش مدیران در انجام سرمایه‌گذاری‌ها محافظه کارانه باشد [۲]. هیات استاندارد‌های حسابداری آمریکا محافظه کاری را واکنشی محتاطانه به ابهام در تلاش برای اطمینان از اینکه ابهام و ریسک‌های ذاتی شرایط تجاری به گونه‌های مناسب مدنظر قرار گرفته‌اند تعریف نمود.

محافظه کاری حسابداری در محدود کردن آزادی عمل و خوش بینی مدیران، حمایت از حقوق ذینفعان و حل بسیاری از مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی وارد عمل می‌شود. محافظه کاری به عنوان میزان تأیید پذیری بالاتر مورد نیاز، برای شناسایی سودها نسبت به زیانها، نگاه خوش بینانه مدیران را نسبت به شرکت خنثی می‌کند [۶]. از آنجایی که آثار محافظه کاری بر ریسک پذیری متفاوت است لازم است محافظه کاری به دو قسمت شرطی و غیرشرطی تفکیک گردد. محافظه کاری شرطی یک فرایند حسابداری است که به دنبال شناسایی اخبار بد یا زیان‌های اقتصادی به عنوان هزینه یا زیان حسابداری در یک رفتار به موقع است. در حالی که محافظه کاری غیرشرطی بر کمتر نشان دادن سود خارج از پیامدهای اقتصادی رویدادهای مالی متمرکز است. به عنوان مثال شناسایی بلا درنگ کاهش ارزش دارایی‌ها از نوع شرطی و استفاده از روش‌های گردش موجودی با قصد بیشتر نشان دادن بهای تمام شده از نوع غیرشرطی است [۱۰ و ۲۳].

انگیزه اصلی برای محافظه کاری غیرشرطی، سختی ارزیابی دارایی‌ها و بدهیها است. انگیزه اصلی برای محافظه کاری شرطی خنثی کردن انگیزه‌های مدیران برای گزارشگری اطلاعات حسابداری دارای جانب‌داری رو به

نظارت بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیران به این ترتیب شدیدتر است و این احتمال وجود دارد که مدیران از آغاز پروژه‌های سرمایه‌گذاری نه تنها با ارزش فعلی خالص منفی، بلکه با ارزش فعلی خالص مثبت با سوددهی اولیه کم خودداری کنند [۱۱ و ۱۳]. درخصوص محافظه کاری غیرشرطی می‌توان بیان کرد که افزایش این نوع محافظه کاری، ریسک‌پذیری مدیریت را افزایش می‌دهد و این موضوع می‌تواند منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد شود و تاثیر منفی بر کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش سهامداران داشته باشد. از طرفی محافظه کاری غیرشرطی فرایند نظارت پیشگیرانه را افزایش می‌دهد که می‌تواند منجر به کارایی سرمایه‌گذاری شود. در نتیجه با تحریک ریسک‌پذیری مدیر، از سرمایه‌گذاری کمتر از حد جلوگیری می‌کند. در واقع اثر محافظه کاری غیرشرطی بر رابطه سرمایه‌گذاری و ریسک‌پذیری هم می‌تواند اثر مثبت داشته باشد و هم می‌تواند اثر منفی داشته باشد [۱۶ و ۱۹]. در یک بازار ناکارا، وجود عدم تقارن اطلاعاتی، کیفیت پایین اطلاعات حسابداری و تضادهای نمایندگی، مانع از اتخاذ تصمیمات بهینه و سازگار با اهداف شرکت می‌شود. از این رو سرمایه‌گذاری به اندازه بهینه صورت نمی‌گیرد. چنانچه تصمیمات سرمایه‌گذاری کارا نباشند، وضعیت سودآوری شرکت دچار بحران خواهد شد که در نهایت آثار این تصمیمات در قیمت سهام شرکت منعکس خواهد شد و نوسانات منفی بازدهی سهام شرکت افزایش می‌یابد. پژوهش‌های محققان [۱۴، ۱۵ و ۲۰] در آمریکا نشان داد که محافظه کاری شرطی و غیرشرطی بر سطح سرمایه‌گذاری اثر گذار است. در ایران نیز پژوهش‌های مختلفی نظیر [۱۱، ۳ و ۹] به بررسی اثر محافظه کاری بر سرمایه‌گذاری و ارزش سهام به صورت مجزا پرداخته‌اند. اما پژوهش حاضر به دنبال تاثیر محافظه کاری شرطی و غیرشرطی بر سرمایه‌گذاری آتی و نوسانات بازده آتی سهام است به عبارتی در این پژوهش اثر محافظه کاری همزمان بر سرمایه‌گذاری آتی و نوسانات بازده آتی سهام بررسی می‌گردد. تا به امروز پژوهش‌های زیادی در مورد پیامدهای اقتصادی محافظه کاری انجام شده است [۱۰، ۲۳ و ۲]. با این حال، پژوهشگران کمتر بر منافع سرمایه‌گذاران بازار سهام متمرکز شده‌اند. علاوه بر این، پژوهش‌های بسیار کمی درباره تفاوت‌های احتمالی در پیامدهای اقتصادی دو نوع محافظه کاری انجام شده است. هدف این مقاله، پر کردن این شکاف تحقیق با بررسی چند فرضیه در مورد پیامدهای اقتصادی هر یک از دو نوع محافظه کاری در بازار سرمایه ایران از منظر سرمایه‌گذاران بازار سهام است. انجام پژوهش حاضر از این جهت حائز اهمیت است که می‌توان از طریق شناسایی محافظه کاری رفتار فرصت طلبانه مدیر را پیش بینی نمود و از این مطلب در خصوص تعیین ریسک و بازده سهام استفاده نمود.

## ۲- چارچوب نظری و پیشینه پژوهش

برای تعریف ریسک می‌توان دو دیدگاه ارایه کرد. در دیدگاه اول ریسک به عنوان هرگونه نوسانات احتمالی بازدهی اقتصادی در آینده تعریف می‌شود.

فعلی خالص منفی است را انجام دهند. به این ترتیب، محافظه کاری شرطی سرمایه گذاری در پروژه های غیر سودآور و یا کم سود را از طریق تقویت فرایند نظارت مدیران سرکوب می کند، علاوه بر این، تقویت فرایند نظارت زمانی که با ارزش فعلی خالص مثبت است، خروج از پروژه های با سودآوری پایین را ترویج می کند. محافظه کاری غیر شرطی یک فرایند حسابداری است که هزینه و زیان حسابداری را به زودی ثبت می کند، به جای اینکه بر استهلاک واقعی ارزش دارایی متمرکز شود این تقویت روند نظارت در هنگام بررسی پروژه های سرمایه گذاری، احتمال پیشرفت مدیران، تنها در پروژه های با ارزش فعلی خالص مثبت را افزایش می دهد.

برای بنگاه هایی که سطح بالایی از محافظه کاری شرطی دارند، ریسک نزولی سود حتی در ابتدا برای پروژه های با ارزش خالص مثبت نیز افزایش می یابد زیرا ثبت مقدار قابل توجهی از هزینه/زیان حسابداری در صورت بروز اخبار بد، هزینه/زیان اقتصادی و عطف به ماسبق ضروری خواهد بود. به همین دلیل، مدیران از ثبت هزینه ها / زیان های قابل ملاحظه در طول دوره تصدی خود می ترسند، و آنها را برای سرکوب سرمایه گذاری در پروژه هایی با سطح بالای ریسک تجاری برجسته می کنند و تمایل دارند زود هنگام صرف نظر کنند در مواردی که یک عطف به ماسبق ریسک پروژه را افزایش می دهد. به همین دلیل شرکت هایی که سطح بالایی از محافظه کاری شرطی دارند، سرمایه گذاری های کم ریسک را دنبال می کنند [۱۹].

هنگامی که محافظه کاری شرطی و غیرشرطی با یکدیگر همراه می شوند، محافظه کاری غیرشرطی نه تنها موجب ضعف حسابداری می شود بلکه اثر محافظه کاری شرطی را نیز سرکوب می کند. بنابراین هنگام اعمال سطح بالایی از محافظه کاری غیرشرطی به عنوان یک اقدام احتیاطی، هزینه یا زیان حسابداری نامعلوم در آینده در ارتباط با یک پروژه ثبت می شود و ریسک کاهش سود به دلیل اعمال محافظه کاری شرطی محدود می شود. در نتیجه، موانع روانی در مورد ریسک پذیری مدیریتی کاهش می یابد، بنابراین مدیران شروع یا ادامه سرمایه گذاری در پروژه هایی را که ارزش فعلی خالص مثبت است، در نظر می گیرند، حتی اگر پروژه ها دارای سودآوری پایین و ریسک تجاری بالایی باشند. که از آن به عنوان اثر تحریک کننده ریسک پذیری یاد می شود، بنابراین فرض بر این است که تصویب محافظه کاری غیرشرطی تاثیر مثبتی بر سطح سرمایه گذاری و ریسک پذیری دارد. زمانی که محافظه کاری غیرشرطی افزایش می یابد، ریسک پذیری مدیریت افزایش می یابد و این موضوع می تواند منجر به سرمایه گذاری بیش از حد شود و تاثیر منفی بر کارایی سرمایه گذاری و ارزش سهامداران داشته باشد. از طرفی محافظه کاری غیر شرطی فرایند نظارت پیشگیرانه را افزایش می دهد که می تواند منجر به کارایی سرمایه گذاری شود و در نتیجه با تحریک ریسک پذیری مدیر، از سرمایه گذاری کمتر از حد جلوگیری کند. در واقع اثر محافظه کاری غیر شرطی بر رابطه سرمایه گذاری و بازده سهام هم می تواند اثر مثبت

بالا در موقعی که رویدادهای نامناسب اتفاق افتاده است. انگیزه های مشابه نیز برای این دو نوع محافظه کاری وجود دارد. برای مثال، تابع نامتقارن زیان سرمایه گذاران موجب می شود اثر منفی که آنها از سود کسب می کنند کمتر از آسیب هایی باشد که از زیانی بااهمیت مشابه می بینند. این دو، مفاهیم مشابهی نیز دارند که می توان به فزونی ارزش بازار خالص دارایی ها به ارزش دفتری آنها اشاره کرد.

قابل تصور است که در بکارگیری محافظه کاری شرطی امکان بروز انعطاف پذیری توسط استانداردهای حسابداری محدود گردد. بنابراین مدیران کمتر می توانند از این طریق سیاست های سرمایه گذاری خود را مدیریت و حساب آرایبی کنند، اما با اعمال محافظه کاری غیرشرطی انعطاف آنها بیشتر می شود زیرا به عنوان مثال روش استهلاک را خود مدیر تعیین می کند، یا روش کاهش ارزش را به گونه ای انتخاب می کند تا ارزش واقعی از نظر دور بماند، بنابراین انتظار بر این است در شرکت های با محافظه کاری شرطی بالاتر، تمایل به سرمایه گذاری های نوآورانه کمتر باشد. زیرا شناسایی به هنگام تر هزینه ها و زیان های اولیه پروژه ها نسبت به درآمدهای آتی در صورت بروز شکست های اولیه در پروژه ها، موقعیت مدیران را به خطر می اندازد. آنها برای گریز از چنین وضعیتی، سرمایه گذاری های از این نوع را از میز گزینه های خود حذف می نمایند. از طرف دیگر شرکت هایی که دارای محافظه کاری غیرشرطی بالاتری هستند به سبب انعطاف پذیری بیشتر، گزینشی بودن روش ها و وجود فرصت های آرایش حساب ها می توانند شانس خود را در انتخاب پروژه های سرمایه گذاری خلاقانه امتحان کنند و کمتر از زیان ها و هزینه های شکست پروژه ها هراسان باشند [۱۵].

اگر یک شرکت محافظه کار شرطی را اعمال کند به سختی می تواند تا دوره مدیریت بعدی شناسایی هزینه و زیان حسابداری از یک پروژه غیرسودمند را به تاخیر بیندازد. احتمال بیشتری وجود دارد که مدیران این هزینه یا زیان حسابداری را در طول دوره تصدی خود ثبت کنند. در این حالت نظارت بر تصمیم های سرمایه گذاری مدیران به این ترتیب شدیدتر است و این احتمال وجود دارد که مدیران از آغاز پروژه های سرمایه گذاری نه تنها با ارزش فعلی خالص منفی، بلکه با ارزش فعلی خالص مثبت با سود دهی اولیه کم خودداری کنند [۱۱ و ۱۳]. رویه محافظه کاری شرطی فرایند نظارت بعد از اجرای سرمایه گذاری را قوی می کند. پانیک و لیسیس (۲۰۰۷) بیان می کنند که کاهش در قیمت سهام و افزایش در هزینه بدهی در زمان شناسایی هزینه ها و زیان ها به عنوان محرکی برای اعضای هیات مدیره، سهامداران اصلی و نهادهای نظارتی به منظور دخالت در امور مدیریت است. این می تواند باعث شود تا مدیران شرکت ها وقتی در معرض هزینه ها و زیان ها قرار می گیرند به رها کردن گزینه ها برای بهبود سریع عملکرد و لغو پروژه های غیر سودمند تعقیب شوند. به همین علت، محافظه کاری شرطی به عنوان محرکی منجر می شود مدیران رویه خروج زود هنگام قبل از ثبت کسری در پروژه هایی که سودآوری به وضوح پایین است یا وقتی که با ارزش

کاری دارند و رابطه منفی بین عدم تقارن اطلاعات دارند. این پیشنهادات در صورت وجود محافظه‌کاری کمتر می‌شود. مهربان‌پور و فرزانه [۸] رابطه محافظه‌کاری حسابداری و ریسک قیمت و بازده سهام را مورد مطالعه قرار دادند. آنها اینگونه نتیجه گرفتند که اگر مدیران توانایی مخفی کردن اخبار بد را داشته باشند، این اخبار انباشته خواهند شد و افشای یک‌باره آن تأثیرات منفی بر شرکت خواهد داشت، محافظه‌کاری به عنوان میثاقی محتاطانه و مفید از این امر جلوگیری می‌نماید. نتایج نشان می‌دهد بر خلاف انتظار بین محافظه‌کاری شرطی و ریسک قیمت سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد و بین محافظه‌کاری غیرشرطی و ریسک قیمت سهام نیز رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. بررسی محافظه‌کاری شرطی و ریسک بازده سهام حاکی از وجود رابطه مثبت و معنی‌دار است. اما بررسی محافظه‌کاری غیرشرطی و ریسک بازده سهام نشان‌دهنده وجود رابطه منفی و معنی‌دار است. حیدرپور و همکاران [۴] تاثیر محافظه‌کاری شرطی و محافظه‌کاری غیرشرطی بر ریسک پذیری مدیران را مورد مطالعه قرار دادند. بر اساس یافته‌ها از داده‌های ۱۵۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲، نشان داد که ارتباطی معکوس و معنی‌دار بین محافظه‌کاری حسابداری (شرطی و غیرشرطی) و ریسک پذیری مدیران برقرار است. مشایخ و میمنت آبادی [۷] به بررسی رابطه بین کیفیت افشا و کیفیت حسابداری از دو بعد اقلام تعهدی و محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی پرداختند یافته‌های آنها حاکی از رابطه معکوس بین کیفیت افشا و اقلام تعهدی اختیاری بود؛ اما بین کیفیت افشا و محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی رابطه معناداری یافت نشد. هم چنین برخلاف انتظار، در کیفیت افشای بالا بین محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی رابطه معکوس یافت نشد.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری پژوهش فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین شدند:

یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که محافظه‌کاری شرطی تاثیر منفی بر سرمایه‌گذاری آتی شرکت دارد. همچنین محافظه‌کاری غیرشرطی تاثیر مثبت بر سرمایه‌گذاری آتی شرکت دارد. سایر یافته‌ها حاکی از آن است که محافظه‌کاری شرطی تاثیر منفی بر رابطه بین سرمایه‌گذاری شرکت و نوسانات بازده آتی سهام دارد. در نهایت محافظه‌کاری غیرشرطی تاثیر مثبت بر رابطه بین سرمایه‌گذاری شرکت و نوسانات بازده آتی سهام دارد.

فرضیه اول: محافظه‌کاری شرطی تاثیر منفی بر سرمایه‌گذاری آتی شرکت دارد

داشته باشد و هم می‌تواند اثر منفی داشته باشد [۱۹]. سرمایه‌گذاران می‌توانند تاثیر قابل توجهی بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران داشته باشند، زیرا آنها منبع مالی اصلی بسیاری از شرکت‌ها هستند. افشای به موقع زیان‌های بالقوه نیز سرمایه‌گذاران را قادر می‌سازد تا موقعیت مالی شرکت را با دقت بیشتری ارزیابی نمایند. اگر شرکت‌ها به انجام سرمایه‌گذاری‌های افراطی علی‌رغم موقعیت مالی نامساعد ادامه دهند، سهامداران ممکن است سرمایه‌را فراهم نکنند و قیمت‌های سهام بر این اساس کاهش خواهد یافت. تشخیص به موقع زیان در درآمدهای کنونی می‌تواند سیگنالی منفی به بازار بدهد و مدیران را از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های غیرسودمند بازدارد. بر اساس این دلایل، ما پیش‌بینی می‌کنیم که محافظه‌کارای حسابداری مکمل مکانیزم‌های حاکمیتی است و به کنترل تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری فرصت‌طلبانه مدیران کمک خواهد نمود، بنابراین سرمایه‌گذاری افراطی را کاهش و نتایج منفی آن را کاهش خواهد داد. یوجونتا و یوجانیا [۲۲] در پژوهشی با عنوان محافظه‌کاری حسابداری و عملکرد شرکت‌های تجاری: با نقش اقلام تعهدی به بررسی رابطه منفی بین محافظه‌کاری حسابداری و عملکرد شرکت‌ها در بورس نیجریه پرداخت. این پژوهش در صنعت محصولات مصرفی انجام شد. بر خلاف مبانی نظری نتایج نشان داد که یک رابطه مثبت بین محافظه‌کاری و عملکرد وجود دارد. این بدان معنی است که شرکت‌ها در این صنعت محافظه‌کاری ندارند و کیفیت گزارشگری مالی پایین دارند. کیم و ژانگ [۱۶] در پژوهشی با عنوان محافظه‌کاری حسابداری و ریسک کاهش قیمت سهام» به بررسی رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و ریسک کاهش قیمت سهام طی سال‌های ۱۹۶۴ تا ۲۰۰۷ در آمریکا پرداختند. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان داد که محافظه‌کاری مشروط به احتمال کمتری موجب خرد شدن قیمت سهام در آینده می‌شود. همچنین، نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که ارتباط بین محافظه‌کاری و ریسک خرد شدن قیمت سهام برای شرکت‌هایی با عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر محتمل‌تر است. بطور کلی نتایج پژوهش آن‌ها با این مفهوم که محافظه‌کاری شرطی انگیزه و توانایی مدیران را برای مبالغه در عملکرد و پنهان کردن خبر بد از سرمایه‌گذاران، محدود می‌کند همسو است. ایشیدا و ایتو [۱۵] دریافتند که ضریب منفی میان سطح محافظه‌کاری شرطی و سطح سرمایه‌گذاری و ضریب مثبتی میان سطح محافظه‌کاری غیرشرطی و سطح سرمایه‌گذاری وجود دارد. فرانسیس و همکاران [۱۲] به یک رابطه مثبت بین میزان محافظه‌کاری (شرطی و غیرشرطی) و بازده غیرعادی سهام در طی بحران مالی رسیده‌اند. این یافته نشان می‌دهد بنگاه‌هایی که به هنگام بحران مالی، سابقه محافظه‌کاری بیشتری دارند، نسبت به بنگاه‌هایی که از سابقه کمتری برخوردارند، از اتلاف سرمایه کمتری رنج می‌برند. کیم و همکاران [۱۶]، آزمایشی را در مورد تاثیر محافظه‌کاری بر واکنش بازار به پیشنهادات فصلی سهام انجام داده‌اند. آنها دریافته‌اند که این پیشنهادات رابطه مثبتی با درجه محافظه

<sup>1</sup> Ugwunta & Ugwuanyi

<sup>2</sup> Kim and Zhang

<sup>3</sup> Ishida

<sup>4</sup> Ito

<sup>5</sup> Kim

اند که با ضریب  $\beta_3$  نشان داده میشود. میزان بالایی از  $\beta_3$  بدین معناست که سود حسابداری خیلی سریعتر به زیان اقتصادی واکنش نشان می دهد تا به سود اقتصادی. این امر نشان می دهد که سطح بالایی از محافظه کاری شرطی وجود دارد.

به منظور استفاده از رابطه فوق برای اندازه گیری سطح محافظه کاری شرطی هر شرکت باید یک رگرسیون سری زمانی برای هر شرکت انجام شود. اگر این کار با میزان قابل توجهی از نظارت مداوم انجام نشود، برآورد سطح محافظه کاری شرطی برای سال شرکت ممکن است محدود گردد. برای رهایی از این محدودیت خان و واتس (۲۰۰۹) مدل باسو را توسعه داده و مدل زیر را برای اندازه گیری سطح محافظه کاری شرطی بر سال شرکت تجاری ارائه کرده اند:

(۳)

$$NI_{i,t} = \alpha + \beta_1 D_{i,t} + \beta_2 R_{i,t} (\gamma_1 + \gamma_2 MV_{i,t} + \gamma_3 MtoBi_{i,t} + \gamma_4 Leverage_{i,t}) + \beta_3 D_{i,t} \times R_{i,t} (\delta_1 + \delta_2 MV_{i,t} + \delta_3 MtoBi_{i,t} + \delta_4 Leverage_{i,t}) + (\mu_1 MV_{i,t} + \mu_2 MtoBi_{i,t} + \mu_3 Leverage_{i,t}) + \mu_4 D_{i,t} \times MV_{i,t} + \mu_5 D_{i,t} \times MtoBi_{i,t} + \mu_6 D_{i,t} \times Leverage_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در این معادله  $MV_{i,t}$  لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام برای پایان دوره  $t$  برای شرکت  $i$  است.  $MtoBi_{i,t}$  نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام  $Leverage_{i,t}$  نسبت بدهی بهره دار حاصل از تقسیم بدهی بهره دار تقسیم بر مجموع بدهی ها و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در پایان دوره  $t$  است. بر اساس مدل خان و واتس (۲۰۰۹) توضیح دادن رابطه میان این دسته از ویژگیهای مختص شرکت تجاری و محافظه کاری شرطی از دیدگاه هزینه های شرکت امکان پذیر می شود. ما عموماً انتظار داریم که شرکتهای تجاری کوچکتر سخت تر از بقیه به اطلاعات دسترسی پیدا کنند، که این امر منجر به افزایش در هزینه های سازمانی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی می گردد. از طرفی دیگر، ما انتظار داریم که برای شرکتهای تجاری با فرصت های رشد، عدم تقارن اطلاعاتی افزایش یافته و بنابراین هزینه سازمانی افزایش می یابد. به طور کلی، در حالی که ارزش بازار حق مالی شامل انتظارات بازار با توجه به رشد شرکت تجاری است، این انتظار در ارزش دفتری حسابداری منعکس می شود. بنابراین نسبت دفتری به بازار در اینجا به عنوان معیاری برای رشد شرکت تجاری محسوب می گردد. از آنجایی که اهرم بالاتر جدال بهره میان سهامداران و اعتباردهندگان را افزایش می دهد، ما انتظار داریم که سطح محافظه کاری شرطی افزایش پیدا کند. به همین دلیل از این سه متغیر در این مقاله برای اندازه گیری سطح محافظه کاری شرطی استفاده می گردد.

به هنگام اجرای رگرسیون مقطعی برای هر سال با استفاده از رابطه فوق، هر ضریب برای این معادله را می توان برآورد کرد. با استفاده از  $CSCORE_{i,t}$  این مقدار برآورد شده، ( $\delta_1 \delta_2 \delta_3 \delta_4$ ) این ضرایب که نشان دهنده میزان تاثیر سه مشخصه مختص به شرکت تجاری هستند، برای هر مشاهده سالانه شرکت با استفاده از رابطه زیر محاسبه می گردد.

$$CSCORE_{i,t} = \delta_1 + \delta_2 MV_{i,t} + \delta_3 MtoBi_{i,t} + \delta_4 Leverage_{i,t} \quad (۴)$$

فرضیه دوم: محافظه کاری غیرشرطی تاثیر مثبت بر سرمایه گذاری آتی شرکت دارد.

فرضیه سوم: محافظه کاری شرطی تاثیر منفی بر رابطه بین سرمایه گذاری شرکت و نوسانات بازده آتی سهام دارد.

فرضیه چهارم: محافظه کاری غیرشرطی تاثیر مثبت بر رابطه بین سرمایه گذاری شرکت و نوسانات بازده آتی سهام دارد.

#### ۴- متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش شامل متغیر وابسته، مستقل، تعدیل گر و کنترلی است.

۴-۱- متغیر وابسته

متغیرهای وابسته در پژوهش حاضر شامل سطح سرمایه گذاری آتی و نوسانات بازده سهام است که نحوه اندازه گیری آنها به شرح زیر است:

- سطح سرمایه گذاری آتی ( $NETINV_{i,t+1}$ ): از تقسیم خالص سرمایه گذاری در دوره  $t+1$  (مانده سرمایه گذاری در دارایی ثابت در سال  $t+1$  تقسیم بر میانگین کل دارایی ها در آخر سال  $t$  محاسبه می گردد).

- نوسان بازده سهام آتی ( $TVOL_{i,t+1}$ ): جهت اندازه گیری نوسان بازده آتی سهام از انحراف معیار بازده های ماهانه سهام استفاده شده است.

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum (r_i - \bar{r})^2}{n}} \quad (۱)$$

۴-۲- متغیرهای مستقل

محافظه کاری شرطی ( $C-SCORE$ ): جهت اندازه گیری میزان محافظه کاری شرطی در هر سال- شرکت، از معیار محافظه کاری خان و واتس [۱۷] استفاده شده است. بر اساس رابطه (۲) تعیین شده است.

$$NI_{j,t} = \beta_{2t} D_{j,t} + \beta_{3t} R_{j,t} + \beta_{4t} D_{j,t} R_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (۲)$$

$NI_{j,t}$  = نشان دهنده سود خالص تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام.

$R_{j,t}$  = نشان دهنده بازده سهام شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ .

$D_{j,t}$  = متغیر مجازی است که اگر  $R_{j,t} < 0$  شود برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.

$\beta_{3j,t}$  = معیار بهنگام بودن اخبار خوب.

$\beta_{4j,t}$  = معیار بهنگام بودن تفاضلی اخبار بد نسبت به اخبار خوب (محافظه کاری شرطی).

$\varepsilon_{j,t}$  = باقیمانده یا پسماند مدل.

$NI_{j,t}$  نمایانگر سود حسابداری است و  $R_{j,t}$  نمایانگر متغیر سود اقتصادی است، ضریب  $\beta_2$  نشان دهنده میانگین تغییر در درآمدهای حسابداری در برابر نوسانات درآمدهای حسابداری در مواقع مواجهه با زیان اقتصادی است. مطالعات متعددی میزان عدم تقارن موجود در واکنش ها به سود اقتصادی و زیان اقتصادی بر اساس سود حسابداری را اندازه گیری کرده

میان مدیران و سهامداران را بدتر کند، تاثیری منفی بر ارزش سهام بگذارد [۱۹].

اندازه شرکت (Size): برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها در آخر دوره t. انتظار می‌رود که هرچه اندازه شرکت تجاری بزرگتر باشد، تحمل ریسک با توجه به سرمایه‌گذاری‌های بزرگ بیشتر خواهد بود [۱۹]. بنابراین تصور می‌شود اندازه شرکت رابطه مثبتی با خالص سرمایه‌گذاری‌های آتی داشته باشد. با این وجود، همانطور که ممکن است فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بزرگ و بالغ محدود باشد، تناسب میان این دو در شرکت‌های تجاری می‌تواند منفی باشد. همچنین شرکت‌های تجاری بزرگتر ریسک تجاری کمتری خواهند داشت زیرا تمایل بیشتری به داشتن اوراق بهادار تجاری متنوع‌تر دارند

دارایی ثابت مشهود (PPE): برابر است با مجموع دارایی‌های ثابت مشهود تقسیم بر کل دارایی‌ها در آخر دوره t. بالا بودن این گونه دارایی به مفهوم سرمایه‌گذاری تهاجمی است، ما انتظار داریم شاهد تناسب مثبتی میان خالص سرمایه‌گذاری آتی و سطح دارایی ثابت، خط تولید و تجهیزات باشیم. از طرفی دیگر، نسبت بالا به مفهوم این است که سطح سرمایه‌گذاری کافی است، تناسبی منفی با خالص سرمایه‌گذاری آتی را شاهد خواهیم بود [۱۹].

نرخ رشد فروش (SG): برابر است با فروش در آخر دوره t منهای فروش در اول دوره t تقسیم بر فروش اول دوره t. فرض بر این است که فرصت‌های بیشمار برای رشد منجر به افزایش در خالص سرمایه‌گذاری آتی می‌شود.

عدم قطعیت تجاری (VSG): برابر است با انحراف معیار نرخ رشد فروش شرکت در پنج سال گذشته. بدلیل اینکه شرکت تجاری ممکن است به هنگام مواجهه با سطح بالایی از عدم قطعیت تجاری میلی به سرمایه‌گذاری نداشته باشد، ما انتظار داریم شاهد تناسبی منفی میان عدم قطعیت تجاری و سرمایه‌گذاری خالص آتی باشیم.

اهرم مال (Lev): عبارت است از مجموع بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها در آخر دوره t. تصور بر این است که شرکت‌هایی که درجه اهرم بالاتری دارند با سختی بیشتری وجوه اضافی به دست می‌آورند بنابراین سرمایه‌گذاری آتی کمتری خواهند داشت [۱۹].

نرخ بهره وام (COD): نشان دهنده میانگین نرخ بهره وام‌های بلند مدت شرکت در دوره t. از آنجایی که هزینه‌های بدهی منجر به افزایش در هزینه‌های سرمایه‌گذاری می‌گردد، ما انتظار کاهش در سرمایه‌گذاری خالص آتی را داریم.

جریان‌های نقدی عملیاتی (CFO): تقسیم جریان‌های نقدی عملیاتی در دوره t بر فروش همان دوره. زمانی که نقدینگی فراوان

در این معادله  $CSCORE_{i,t}$  نشان دهنده سطح محافظه کاری شرطی مشاهده‌ی سالانه شرکت تجاری است، هرچه این مقدار بزرگتر باشد، سطح مورد انتظار محافظه کاری شرطی بالاتر است.

محافظه کاری غیرشرطی (UCC): برای اندازه‌گیری محافظه کاری غیرشرطی به پیروی از پژوهش بیور و رایان [۱۰] از رابطه (۵) به شرح زیر استفاده شد:

$$B \text{ to } M_{i,t} = \alpha_t + \beta_j + \beta_j \text{RETURN}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$B \text{ to } M$  = نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در پایان سال t.

$\alpha_t$  = نشان دهنده میزان محافظه کاری غیرشرطی سال جاری برای یک دوره پنج ساله از t-4 تا دوره جاری است.

$\text{RETURN}_{i,t}$  = بازده سالیانه سهام شرکت.

از آنجایی که رابطه ۹ از مدل اثرات ثابت برای برآورد استفاده می‌کند،  $\alpha_t$  و  $\alpha_i$  نمایانگر اثرات سال و اثرات شرکت به ترتیب هستند. به عبارتی دیگر برای اندازه‌گیری محافظه کاری غیرشرطی ابتدا مدل رگرسیون مقطعی فوق برآزش شده، سپس  $\alpha_i$  به عنوان معیار محافظه کاری غیرشرطی استفاده می‌شود. این به بخاطر این است که در  $B \text{ to } M$ ، سهمی که توسط بازده سهام گذشته توضیح داده نشد اما توسط اثرات ثابت شرکت تجاری تبیین شد (مانند پردازش آبی هزینه‌های مربوط به دارایی‌های نامشهود و استهلاک دارایی‌های ثابت مشهود)، ناشی از کم ارزش‌گذاری دارایی بر ارزش دفتری خالص ارزش دارایی در مقایسه با ارزش اقتصادی است. این تاثیرات که توسط رابطه (۵) برآورد می‌شود به این معناست که هرچه تاثیر برای هر شرکت بزرگتر باشد، سطح محافظه کاری غیرشرطی کمتر است. به منظور مرتب کردن جهت کدهای متغیرهای پروکسی برای محافظه کاری شرطی و غیرشرطی از مقدار  $\alpha_i$  ضرب در -۱ به عنوان متغیر پروکسی برای محافظه کاری غیرشرطی استفاده می‌کنیم. خالص سرمایه‌گذاری دوره جاری ( $\text{NETINV}_{i,t}$ ): از تقسیم خالص سرمایه‌گذاری شرکت i در دوره t تقسیم بر میانگین کل دارایی‌ها در دوره t به دست می‌آید.

#### ۳-۴- متغیرهای کنترلی

دلیل استفاده از متغیرهای کنترلی در این پژوهش، کنترل تأثیر عوامل شناخته‌شده بر متغیر وابسته است. این متغیرها که در پژوهشهای پیشین مورد استفاده واقع شده‌اند عبارت‌اند از:

- سطح نگه‌داشت وجه نقد (CASH): برابر است با میزان وجه نقد در پایان دوره t تقسیم بر کل دارایی‌ها در آخر دوره t. از آنجایی که نگهداشت وجه نقد می‌تواند به عنوان بودجه‌های سرمایه‌گذاری استفاده شود، انتظار می‌رود که سطح نگه‌داشت وجه نقد رابطه مثبتی با سرمایه‌گذاری خالص آتی داشته باشد. همچنین شرکت‌هایی که سطح بیشتری وجه نقد دارند ریسک دارایی کمتری دارند. در نهایت سطح بالایی از نقدینگی می‌تواند مشکلات نمایندگی

<sup>1</sup> Beaver & Rayn

جدول (۱): روند انتخاب نمونه

۳۵۲	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۳۹۷
(۶۲)	تعداد شرکت‌هایی که بیش از سه ماه نماد آنها بسته شده است
(۴۹)	تعداد شرکت‌هایی که جز هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و یا لیزینگ‌ها بوده‌اند
(۴۵)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش تغییر سال مالی داده و یا سال مالی آن منتهی به پایان اسفند نیست
(۶۷)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش اطلاعات آن‌ها در دسترس نیست یا عضو بورس نبوده‌اند
۱۲۹	تعداد شرکت‌های نمونه

همانگونه که ملاحظه می‌شود بنا به دلایل مطرح شده در بالا امکان انتخاب همه شرکت‌ها به عنوان نمونه آماری میسر نیست و در واقع فقط ۱۲۹ شرکت حائز این شرایط شدند.

### ۶- روش پژوهش

پژوهش حاضر بر اساس هدف، از نوع کاربردی است، چرا که نتایج آن مستقیماً می‌تواند توسط افراد مختلف استفاده گردد. بر اساس روش، از نوع توصیفی-همبستگی است. از بعد ماهیت داده‌ها، نوع پژوهش کمی است. افزون بر این، از بعد نوع استدلال، یک پژوهش قیاسی-استقرایی است؛ یعنی درصدد طراحی یک مدل کلی بر اساس مشاهدات تجربی و جمع‌آوری داده‌های کمی است. از نظر بعد زمانی نیز یک پژوهش گذشته نگر است. از لحاظ روشها و فنون جمع‌آوری اطلاعات از نوع اسنادکاوی است. از لحاظ ماهیت پژوهش نیز اصیل (دست‌اول) است. و نهایتاً، بر اساس طرح پژوهش، پس رویدادی است؛ در پژوهش حاضر، تجزیه و تحلیل داده‌ها در دو بخش آمار توصیفی و آمار استنباطی با استفاده از نرم‌افزار استتاً صورت گرفت. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از الگوی رگرسیون داده‌های ترکیبی برگرفته از پژوهش ناکانو و همکاران (۲۰۱۴) استفاده شد.

- تاثیر محافظه کاری شرطی و غیر شرطی بر سطح سرمایه گذاری آتی:

مدل (۱)

$$NETINV_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 Conservatism_{i,t} + \beta_2 NETINV_{i,t} + \beta_3 CASH_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 PPE_{i,t} + \beta_7 SG_{i,t} + \beta_8 VSG_{i,t} + \beta_9 CFO_{i,t} + \beta_{10} COD_{i,t} + \beta_{11} BANK_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$Conservatism : \{ CSCORE, UCC \}$

لازم به توضیح است برای برآورد ضریب  $\beta_1$  در مدل فوق یکبار محافظه کاری شرطی را وارد مدل می‌کنیم تا فرضیه اول را بسنجیم و بار دیگر محافظه کاری غیر شرطی را وارد مدل می‌کنیم تا فرضیه دوم را بسنجیم. اگر محافظه کاری شرطی و محافظه کاری غیرشرطی رفتار سرمایه گذاری را سرکوب کرده یا ارتقا دهند،  $\beta_1$  علامت منفی یا مثبت به ترتیب به خود می‌گیرد.

است، و جوجه سرمایه ای را می‌توان با ذخیره نقدی داخلی پوشش داد. بنابراین ما انتظار داریم رابطه ی مثبتی با سرمایه گذاری خالص آتی داشته باشد [۱۹].

• سهامداران نهادی بانکی (Bank): برابر است با درصد سهام در اختیار بانک‌ها و موسسات مالی و اعتباری. اگر این رابطه منجر به انعطاف پذیری بیشتری در رابطه با افزایش بودجه گردد، باید تناسبی مثبت میان سرمایه گذاری خالص آتی و نسبت سهامداری نهادی مالی وجود داشته باشد. همچنین وجود سهامداران نهادی بانکی به دلیل توانایی نظارت بر مدیران می‌تواند منجر به افزایش ارزش شرکت گردد [۱۹].

### ۵- جامعه آماری و انتخاب نمونه

جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. روش نمونه گیری، روش حذف سیستماتیک است. بدین منظور، شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر بوده جزء نمونه آماری لحاظ شده و آن دسته از شرکت‌هایی که این شرایط را نداشته‌اند از نمونه آماری حذف گردیده‌اند. شرایط مذکور به شرح زیر هستند:

- به‌منظور قابل‌مقایسه بودن، دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد و طی دوره موردبررسی، تغییر سال مالی نداشته باشند.
- از سال مالی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۷ در بورس اوراق بهادار تهران فعالیت داشته باشند (جهت محاسبه برخی متغیرها لازم است از اطلاعات سال ۱۳۸۴ به بعد استفاده گردد. همچنین برای برخی دیگر از متغیرها سال ۱۳۹۷ جهت پیش بینی استفاده شده است)
- در دوره زمانی مورد پژوهش حداقل هر سه ماه یکبار سهام آنها مبادله شده باشد.
- جزء صنایع واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری، لیزینگ و شرکت‌های بیمه نباشند. زیرا افشای اطلاعات مالی و ساختار این‌گونه شرکت‌ها با سایر شرکت‌ها متفاوت است.
- کلیه اطلاعات مالی و غیرمالی موردنیاز، در دسترس باشد.

بازه زمانی جمع‌آوری داده‌ها از سال ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۷ و دوره آزمون فرضیه‌ها از سال ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۶ است. با توجه به محدودیت‌های در نظر گرفته، تعداد ۱۲۹ شرکت (۱۱۶۱ سال-شرکت)، شرایط حضور در نمونه آماری را دارا بوده‌اند. به همین دلیل، همه شرکت‌هایی که شرایط موردبررسی در جامعه آماری را داشته‌اند، به‌عنوان نمونه آماری در نظر گرفته شده‌اند.

- تاثیر محافظه کاری شرطی و غیر شرطی و سطح سرمایه گذاری بر نوسانات بازده سهام:

مدل (۲)

$$TVOL_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 Conservatism_{i,t} + \beta_2 Conservatism_{i,t} * NETINV_{i,t} + \beta_3 NETINV_{i,t} + \beta_4 CASH_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 VSG_{i,t} + \beta_8 CFO_{i,t} + \beta_9 BANK_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Conservatism : { CSCORE , UCC }

اطمینان در تحلیل‌های آماری نیز بکار می‌رود. در مطالعات علمی، معمولاً داده‌های با انحراف معیار بیشتر از دو به عنوان داده‌های پرت در نظر گرفته می‌شوند. همانگونه که ملاحظه می‌شود انحراف معیار برای تمامی متغیرها کمتر از دو می‌باشد. کمترین انحراف معیار مربوط به متغیر سهامداران نهادی بانکی (۰/۰۲) و بیشترین انحراف معیار مربوط به متغیر اندازه شرکت (۱/۳۴) است.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرها

متغیر	چولگی	انحراف معیار	حداکثر	حداقل	میانه	میانگین
سطح سرمایه گذاری آتی	۱/۳۹۱	۱/۰۶۵	۰/۲۳۶	۰/۰۰۳	۰/۰۳۹	۰/۰۶۴
نوسان بازده سهام	۰/۶۳۳	۱/۳۶۷	۱/۳۰۱	۰/۰۹۸	۰/۴۵۳	۰/۵۴۲
محافظه کاری شرطی	۲/۱۱۹	۱/۳۰۶	۱/۰۷۰	-۰/۴۳۶	۰	۰/۰۵۵
محافظه کاری غیرشرطی	-۰/۳۸۳	۱/۴۱۶	۰/۷۸۴	-۰/۶۷۷	۰/۲۰۳	۰/۱۴۵
سطح سرمایه گذاری	۱/۲۹۵	۱/۰۵۱	۰/۱۸۷	۰/۰۰۳	۰/۰۳۵	۰/۰۵۴
سطح نگهداشت وجه نقد به کل دارایی	۱/۳۷۷	۱/۰۳۴	۰/۱۲۹	۰/۰۰۳	۰/۰۲۵	۰/۰۳۶
لگاریتم طبیعی داراییها	۰/۶۸۷	۱/۳۴۸	۱۶/۹۰۴	۱۱/۸۰۶	۱۳/۶۲۹	۱۳/۸۴۷
اهرم مالی	-۰/۲۳۶	۰/۱۷۷	۰/۸۷۹	۰/۲۵۴	۰/۶۰۴	۰/۵۹۴
دارایی ثابت مشهود به داراییها	۰/۷۲۴	۱/۱۶۹	۰/۶۴۸	۰/۰۴۵	۰/۲۲۴	۰/۲۶۳
نرخ رشد فروش	۰/۲۲۵	۱/۲۶۵	۰/۷۰۰	-۰/۳۱۷	۰/۱۴۶	۰/۱۵۶
عدم قطعیت تجاری	۱/۱۴۱	۱/۱۶۸	۰/۷۲۳	۰/۱۱۵	۰/۲۶۴	۰/۳۱۲
جریان نقد عملیاتی به فروش	۰/۳۷۷	۱/۱۰۹	۰/۳۴۶	-۰/۴۹	۰/۱۰۹	۰/۱۲۴
نرخ بهره وام	۰/۳۱۴	۱/۰۲۳	۰/۲۲	۰/۱۲۵	۰/۱۷	۰/۱۷۱
سهامداران نهادی بانکی	۰/۸۳۰	۱/۱۵۴	۰/۴۸	۰/۰۰۰	۰/۰۰۶	۰/۱۲۲

۲-۷- آمار استنباطی

۲-۷-۱- پیش آزمون‌های مربوط به مدل‌های رگرسیونی

نتایج آزمون F لیمر، برای مدل اول و دوم بیانگر تایید داده‌های تابلویی (پانل دیتا) است. مقدار سطح معنی داری آزمون هاسمن برای مدل اول و دوم کمتر از ۵ درصد است و بیانگر ثابت بودن اثرات عرض از مبدا است. نتایج این دو آزمون در جدول ۳ و ۴ ارائه گردیده است.

جهت آزمون فرضیه سوم و چهارم معنی داری ضریب  $\beta_2$  برآورد شده حاصل از تعامل میان  $Conservatism_{i,t}$  و  $NETINV_{i,t}$  بررسی می‌گردد. اگر شرکت‌های تجاری با سطح بالایی از محافظه کاری شرطی تمایل به اجتناب از سرمایه‌گذاری‌های پرریسک داشته باشند، آنگاه ضریب  $\beta_2$  منفی خواهد بود. برعکس، اگر اثر تحریک‌کننده ریسک‌پذیری ناشی از محافظه کاری غیرشرطی مدیران را به شروع یا ادامه پروژه‌های سرمایه‌گذاری با NPV مثبت ولی با سودآوری پایین و پرریسک وادار کند ضریب  $\beta_2$  مثبت خواهد بود.

#### ۷- یافته‌های پژوهش

یافته‌های پژوهش در دو قسمت آمار توصیفی و آمار استنباطی ارائه گردیده است.

#### ۷-۱- آمار توصیفی

برای ارائه یک نمای کلی از خصوصیات مهم متغیرهای محاسبه شده، برخی از مفاهیم آمار توصیفی این متغیرها، شامل میانگین، میانه، بیشینه، کمینه و انحراف معیار در جدول ۲ ارائه شده است. هماهنگی که در جدول ۲ مشخص است بهبود قابل ملاحظه‌ای در چولگی و کشیدگی برخی متغیرها بعد از انجام دستور وینزورایزینگ ایجاد شده است. آمار توصیفی شامل پارامتر مرکزی (میانگین) و پارامترهای پراکندگی (انحراف معیار، ماکزیمم و مینیمم) است. میانگین اصلیت‌ترین و مورد استفاده‌ترین شاخص مرکزی است. مقدار میانگین دقیقاً در نقطه تعادل و مرکز ثقل داده‌ها قرار می‌گیرد. به عنوان مثال میانگین خالص سرمایه‌گذاری سال بعد تقسیم بر میانگین کل دارایی‌های سال بعد ( $NETINV_{i,t+1}$ ) حدود ۰/۰۶ است این در حالی است که میانگین این متغیر برای دوره جاری ۰/۰۵ است. در پژوهش ناکانو و همکاران (۲۰۱۴) میانگین ( $NETINV_{i,t+1}$ ) برابر با ۰/۰۴ بوده است. میانگین اهرم مالی نیز حدود ۵۹٪ است و بیانگر این است که به طور میانگین حدود ۵۹ درصد از دارایی‌های شرکت توسط بدهی‌ها تامین شده است. بیشترین میزان نوسان بازده سهام به میزان ۱/۳۰۱ و کمترین میزان نوسان بازده سهام برابر با ۰/۰۹ است. انحراف معیار نشان‌دهنده پراکندگی داده‌ها از میانگین است. هر چقدر میزان انحراف از میانگین متغیرها کمتر باشد توزیع متغیرها مناسب‌تر خواهد بود. انحراف معیار برای تعیین ضریب



است که این مشکل در تخمین نهایی از طریق برآورد مدل ها به روش خطای استاندارد تصحیح شده پانل (PCSE) رفع گردیده است.

جدول (۶): آزمون تشخیص خودهمبستگی سریالی جملات خطا

نام مدل	نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معنی دار
مدل اول: محافظه کاری شرطی-سرمایه گذاری	والدریج	۱۱۹/۱۳۳	۰/۰۰۰
مدل اول: محافظه کاری غیرشرطی-سرمایه گذاری	والدریج	۱۱۲/۵۶۴	۰/۰۰۰
مدل دوم: محافظه کاری شرطی و سرمایه گذاری- نوسان بازده سهام	والدریج	۴۵۱/۵۳۸	۰/۰۰۰
مدل دوم: محافظه کاری غیرشرطی و سرمایه گذاری- نوسان بازده سهام	والدریج	۴۴۸/۳۸۷	۰/۰۰۰

همانطور که در جدول شماره ۶ مشاهده می شود، سطح معنی داری آزمون والدریج برای مدل های پژوهش کمتر از ۵٪ است که بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی در جملات خطا است. لازم به توضیح است این مشکل از طریق وارد کرد وقفه (1)AR در مدل نهایی و برازش رگرسیون به روش پرایس-وینستن مرتفع گردید.

۲-۲-۲- آزمون فرضیه اول پژوهش

فرضیه اول پژوهش بیان می کند محافظه کاری شرطی تاثیر منفی بر سرمایه گذاری آتی شرکت دارد. جهت آزمون این فرضیه از مدل (۱) استفاده شده است. نتایج در جدول (۷) گزارش شده است.

جدول (۷): تخمین فرضیه اول

محافظه کاری شرطی و سطح سرمایه گذاری			
$0 + \beta_1 CSCORE_{it} + \beta_2 NETINV_{it} + \beta_3 axtpcse NETINV_{i,t+1} = CASH_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 PPE_{it} + \beta_7 SG_{it} + \beta_8 VSG_{it} + \beta_9 CFO_{it} + \beta_{10} COD_{it} + \beta_{11} BANK_{it} + \varepsilon_{it}$			
نحوه تخمین پرایس-وینستن، خطای استاندارد تصحیح شده (PCSE)			
ضریب تعیین	۰/۳۱۱	ناهمسانی	Heteroskedastic
والد	۴۲۴/۱۰	خود	AR(1)
سطح معنی دار	۰/۰۰۰	همبستگی	
متغیرها	ضریب	خطای استاندارد	آماره Z
CSCORE	-/۰۳۳	۰/۰۱۰	-۳/۳۸
NETINV <sub>i,t</sub>	۰/۴۹۳	۰/۰۴۱	۱۱/۸۶
CASH	۱/۳۰	۰/۰۵۳	۲/۴۴
SIZE	۱/۰۱	۰/۰۰۱	۰/۹۰
LEV	-/۰۰۴	۰/۰۰۵	-۰/۹۱
PPE	۰/۰۰۷	۰/۰۰۹	۰/۸۰
SG	۰/۰۳۰	۰/۰۰۵	۵/۱۹
VSG	۰/۰۰۱	۰/۰۰۹	۰/۱۳
CFO	۰/۰۸۱	۰/۰۱۶	۴/۸۳
COD	-/۱۴۲	۰/۰۵۰	-۲/۸۳
BANK	۰/۱۰۳	۰/۰۸۰	۱/۳۰
Cons	۱/۰۴۲	۰/۰۱۹	۲/۲۰

جدول (۳): نتایج آزمون F لیمر (چاو)

نام مدل	آماره آزمون	سطح معنی دار	نتیجه
مدل اول: محافظه کاری شرطی - سرمایه گذاری	۲/۴۸	۰/۰۰۰	تابلویی (پانل)
مدل اول: محافظه کاری غیرشرطی - سرمایه گذاری	۲/۴۶	۰/۰۰۰	تابلویی (پانل)
مدل دوم: محافظه کاری شرطی و سرمایه گذاری- نوسان بازده سهام	۱۹/۲۴	۰/۰۰۰	تابلویی (پانل)
مدل دوم: محافظه کاری غیرشرطی و سرمایه گذاری- نوسان بازده سهام	۱۷/۸۷	۰/۰۰۰	تابلویی (پانل)

جدول (۴): نتایج آزمون هاسمن

نام مدل	آماره آزمون	سطح معنی دار	نتیجه
مدل اول: محافظه کاری شرطی - سرمایه گذاری	۳۸۵/۴۹	۰/۰۰۰	آثار ثابت
مدل اول: محافظه کاری غیرشرطی-سرمایه گذاری	۳۸۰/۹۵	۰/۰۰۰	آثار ثابت
مدل دوم: محافظه کاری شرطی و سرمایه گذاری- نوسان بازده سهام	۱۸/۸۴	۰/۰۲۶	آثار ثابت
مدل دوم: محافظه کاری غیرشرطی و سرمایه گذاری- نوسان بازده سهام	۱۹/۹۷	۰/۰۱۸	آثار ثابت

جهت تشخیص ناهمسانی واریانس جملات خطا از آزمون والد تعدیل شده و جهت تشخیص خودهمبستگی سریالی جملات خطا از آزمون والدیج استفاده گردید. نتایج این دو آزمون در جدول ۵ نشان داده شده است:

جدول (۵): آزمون تشخیص ناهمسانی واریانس جملات خطا

نام مدل	نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری
مدل اول: محافظه کاری شرطی - سرمایه گذاری	والد تعدیل شده	۲۱۴۴۹/۴۲	۰/۰۰۰
مدل اول: محافظه کاری غیرشرطی - سرمایه گذاری	والد تعدیل شده	۲۲۵۹۲/۱۸	۰/۰۰۰
مدل دوم: محافظه کاری شرطی و سرمایه گذاری- نوسان بازده سهام	والد تعدیل شده	۲۷۶۷۵/۵۶	۰/۰۰۰
مدل دوم: محافظه کاری غیرشرطی و سرمایه گذاری- نوسان بازده سهام	والد تعدیل شده	۳۰۲۳۴/۳۸	۰/۰۰۰

نتایج حاصل در جدول شماره ۳ نشان می دهد که سطح معنی داری آزمون والد تعدیل شده در مدل های پژوهش کمتر از ۵ درصد است و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات خطا است. لازم به توضیح

۰/۰۰۰	۵/۵۰	۰/۰۱۷	۰/۰۹۳	CFO
۰/۰۲۲	-۲/۲۸	۰/۰۵۰	-۰/۱۱۵	COD
۰/۱۲۸	۱/۵۲	۰/۰۸۰	۰/۱۲۲	BANK
۰/۱۷۵	۱/۳۶	۰/۰۱۸	/۰۲۵	Cons

نتایج حاصل از تخمین مدل در جدول ۸ نشان داد که سطح معنی داری متغیر محافظه کاری غیرشرطی (UCC) ۰/۰۲۰ و مقدار آماره z آن برابر با ۲/۳۲ است، پس در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌توان بیان کرد که ضریب این متغیر معنی دار است. بنابراین فرضیه پژوهش رد نمی‌شود. با توجه به ضریب ۰/۰۱۰ برای این متغیر می‌توان بیان کرد محافظه کاری غیرشرطی بر سرمایه‌گذاری آتی تاثیر مثبت دارد. ضریب به دست آمده برای متغیر سرمایه‌گذاری دوره جاری (NETINV<sub>i,t</sub>) معنی دار است زیرا سطح معنی این متغیر کمتر از سطح خطای ۵٪ است به همین دلیل می‌توان بیان کرد که سرمایه‌گذاری آتی وابسته به سرمایه‌گذاری دوره جاری است. ضریب به دست آمده برای متغیر سرمایه‌گذاری دوره جاری (NETINV<sub>i,t</sub>) معنی دار است زیرا سطح معنی این متغیر کمتر از سطح خطای ۵٪ است پس می‌توان بیان کرد که سرمایه‌گذاری آتی وابسته به سرمایه‌گذاری دوره جاری است.

مقدار ضریب تعیین نشان می‌دهد که ۳۰٪ از تغییرات متغیر وابسته، ناشی از تغییرات رخ داده در متغیرهای توضیحی است یا به عبارتی متغیرهای مستقل حدود ۳۰٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین و توضیح می‌دهند. بنابراین نیکویی براز مناسب ارزیابی می‌گردد. سطح معنی داری آزمون والد برابر با ۰/۰۰۰ است که کمتر از ۵٪ است به همین دلیل اعتبار کل مدل نیز تایید می‌گردد.

از میان متغیرهای کنترلی ضریب متغیرهای سطح نگه داشت وجه نقد (cash)، نرخ رشد فروش (SG)، جریان‌های نقدی عملیاتی (CFO)، نرخ بهره وام (COD) معنی دار است پس کنترل آنها لازم به نظر می‌رسد.

### ۳-۲-۳- آزمون فرضیه سوم پژوهش

در قسمت‌های قبل نتایج آزمون‌های ناهمسانی واریانس و خود همبستگی جملات خطا برای مدل آزمون فرضیه سوم نشان داد این مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس و خود همبستگی سریالی است. جهت رفع این دو مشکل مدل به روش خطای استاندارد تصحیح شده پانل (PCSE) و رگرسیون پرایس-وینستن تخمین زده شد. نتایج آزمون این فرضیه در جدول ۹ ارائه شده است.

نتایج حاصل از تخمین مدل در جدول ۵ نشان داد که سطح معنی داری متغیر محافظه کاری شرطی (CSCORE) برابر با ۰/۰۰۱ و آماره z آن برابر با ۳/۳۸- است، به همین دلیل در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌توان بیان کرد که ضریب این متغیر معنی دار است. بنابراین فرضیه پژوهش رد نمی‌شود. با توجه به ضریب ۰/۰۳۳- این متغیر می‌توان بیان کرد محافظه کاری شرطی بر سرمایه‌گذاری آتی تاثیر منفی دارد. ضریب به دست آمده برای متغیر سرمایه‌گذاری دوره جاری (NETINV<sub>i,t</sub>) معنی دار است زیرا سطح معنی این متغیر کمتر از سطح خطای ۵٪ است پس می‌توان بیان کرد که سرمایه‌گذاری آتی وابسته به سرمایه‌گذاری دوره جاری است. مقدار ضریب تعیین نشان می‌دهد که ۳۱٪ از تغییرات متغیر وابسته، ناشی از تغییرات رخ داده در متغیرهای توضیحی است یا به عبارتی متغیرهای مستقل حدود ۳۱٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین و توضیح می‌دهند. بنابراین نیکویی براز مناسب ارزیابی می‌گردد. سطح معنی داری آزمون والد برابر با ۰/۰۰۰ است که کمتر از ۵٪ می‌باشد پس اعتبار کل مدل نیز تایید می‌گردد.

از میان متغیرهای کنترلی ضریب متغیرهای سطح نگه داشت وجه نقد (cash)، نرخ رشد فروش (SG)، جریان‌های نقدی عملیاتی (CFO)، نرخ بهره وام (COD) معنی دار است به همین دلیل کنترل آنها لازم به نظر می‌رسد.

### ۲-۳- یافته‌های آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌کند محافظه کاری غیرشرطی تاثیر مثبت بر سرمایه‌گذاری آتی شرکت دارد. جهت آزمون این فرضیه از مدل (۱) استفاده شده است. نتایج در جدول (۸) گزارش شده است.

### جدول (۸)، تخمین نهایی مدل آزمون فرضیه دوم

محافظه کاری غیرشرطی و سطح سرمایه‌گذاری				
$o + \beta_1 UCC_{i,t} + \beta_2 NETINV_{i,t} + \beta_3 CASH_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 PPE_{i,t} + \beta_7 SG_{i,t} + \beta_8 VSG_{i,t} + \beta_9 CFO_{i,t} + \beta_{10} COD_{i,t} + \beta_{11} BANK_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
نحوه تخمین		پرایس-وینستن، خطای استاندارد تصحیح شده (pcse)		
ضریب تعیین	۰/۳۰۵	ناهمسانی	Heteroskedastic (balanced)	
والد	۴۰۸/۶۲	خود	AR(1)	
سطح معنی داری	۰/۰۰۰	همبستگی		
متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معنی داری (p-value)
UCC	۰/۰۱۰	۰/۰۰۴	۲/۳۲	۰/۰۲۰
NETINV <sub>i,t</sub>	۰/۴۹۸	۰/۰۴۱	۱۲/۰۴	۰/۰۰۰
CASH	۱/۵۲	۰/۰۵۳	۲/۸۸	۰/۰۰۴
SIZE	/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۲۲	۰/۸۳۰
LEV	-۰/۰۰۳	۰/۰۰۵	-۰/۷۱	۰/۴۷۹
PPE	۰/۰۱۰	۰/۰۰۹	۱/۰۱	۰/۳۱۱
SG	۰/۰۳۱	۰/۰۰۵	۵/۲۸	۰/۰۰۰
VSG	۰/۰۰۱	۰/۰۰۹	۰/۱۶	۰/۸۷۵

جدول (۹) تخمین نهایی مدل آزمون فرضیه سوم

محافظه کاری شرطی و سرمایه گذاری- نوسان بازده سهام				
$0 + \beta_1 CSCORE + \beta_2 CSCORE * NETINV_{i,t} + \beta_3 \alpha xtpcseTVOL = NETINV_{i,t} + \beta_4 CASH + \beta_5 SIZE + \beta_6 LEV + \beta_7 VSG + \beta_8 CFO + \beta_9 BANK + \varepsilon$				
نحوه تخمین				
پرایس-وینستن، خطای استاندارد تصحیح شده (pcse)				
ضریب تعیین	ناهمسانی	Heteroskedastic (balanced)		۰/۲۰
والد	۵۲/۶۴	panel-specific		
سطح معنی دار	۰/۰۰۰	AR(1)		خودهمبستگی
متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معنی داری
CSCORE	۰/۰۱۷	۰/۰۰۸	۲/۱۸	۰/۰۲۹
CSCORE* NETINV <sub>i,t</sub>	-۰/۰۲۷	۰/۰۱۲	-۲/۲۵	۰/۰۲۵
NETINV <sub>i,t</sub>	-۰/۰۲۴	۰/۰۱۱	-۲/۱۰	۰/۰۳۵
CAS	-۰/۰۴۱۱	۰/۰۷۹	-۵/۱۸	۰/۰۰۰
SIZE	۰/۰۱۶	۰/۰۰۵	۲/۹۰	۰/۰۰۴
LEV	-۰/۰۰۷۴	۰/۰۲۸	-۲/۵۷	۰/۰۱۰
VSG	۰/۰۱۳	۰/۰۱۴	۰/۹۲	۰/۳۵۶
CFO	۰/۰۵۶	۰/۰۲۵	۲/۲۱	۰/۰۲۷
BANK	۰/۱۱۰	۰/۱۴۹	۰/۷۴	۰/۴۵۹
Cons	۰/۹۵	۰/۰۸۰	۱/۱۹	۰/۲۳۶

نتایج حاصل از تخمین مدل در جدول (۹) نشان داد که سطح معنی داری متغیر تعاملی محافظه کاری شرطی و سرمایه گذاری (CSCORE\* NETINV<sub>i,t</sub>) برابر با ۰/۰۲۵ است که کمتر از ۵٪ است، پس در سطح اطمینان ۹۵٪ می توان بیان کرد که ضریب این متغیر معنی دار است. بنابراین فرضیه پژوهش رد نمی شود. با توجه به ضریب منفی این متغیر که برابر با -۰/۰۲۷ می توان بیان کرد که محافظه کاری شرطی تاثیر منفی بر رابطه بین سرمایه گذاری شرکت و نوسانات بازده آتی سهام دارد. ضریب به دست آمده برای متغیر سرمایه گذاری دوره جاری (NETINV<sub>i,t</sub>) و محافظه کاری شرطی (CSCORE) نیز معنی دار است زیرا سطح معنی این دو متغیر کمتر از سطح خطای ۵٪ است. در خصوص ضریب معنی دار و مثبت (CSCORE) می توان بیان نمود که هرچقدر محافظه کاری شرطی افزایش پیدا می کند، نوسانات بازده سهام نیز افزایش می یابد. مقدار ضریب تعیین نشان می دهد که ۲۰٪ از تغییرات متغیر وابسته، ناشی از تغییرات رخ داده در متغیرهای توضیحی است یا به عبارتی متغیرهای مستقل حدود ۲۰٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین و توضیح می دهند. بنابراین نیکویی براز مناسب ارزیابی می گردد. سطح معنی داری آزمون والد برابر با ۰/۰۰۰ است که کمتر از ۵٪ است به همین دلیل اعتبار کل مدل نیز تایید می گردد. از میان متغیرهای کنترلی ضریب متغیرهای سطح نگه داشت وجه نقد (cash)، اندازه شرکت (SIZE)، اهرم مالی (LEV) و جریان های نقدی عملیاتی (CFO) معنی دار است پس کنترل آنها لازم به نظر می رسد.

۲-۴- یافته های آزمون فرضیه چهارم

در قسمت های قبل نتایج آزمون های ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی جملات خطا برای مدل آزمون فرضیه چهارم نشان داد این مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی است. جهت رفع این دو مشکل مدل به روش خطای استاندارد تصحیح شده پانل (PCSE) و رگرسیون پرایس-وینستن تخمین زده شد. نتایج آزمون این فرضیه در جدول (۱۰) ارائه شده است.

جدول (۱۰): تخمین نهایی مدل آزمون فرضیه چهارم

محافظه کاری غیرشرطی و سرمایه گذاری- نوسان بازده سهام				
$0 + \beta_1 UCC + \beta_2 UCC * NETINV_{i,t} + \beta_3 \alpha xtpcseTVOL = NETINV_{i,t} + \beta_4 CASH + \beta_5 SIZE + \beta_6 LEV + \beta_7 VSG + \beta_8 CFO + \beta_9 BANK + \varepsilon$				
نحوه تخمین				
پرایس-وینستن، خطای استاندارد تصحیح شده (pcse)				
ضریب تعیین	ناهمسانی	Heteroskedastic (balanced)		۰/۲۰۸
والد	۷۱/۸۵	AR(1)		خودهمبستگی
سطح معنی دار	۰/۰۰۰	سطح معنی دار		خطای استاندارد
متغیرها	ضریب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معنی دار (value)
UCC	-۰/۰۲۶	۰/۰۰۸	-۳/۰۳	۰/۰۰۲
UCC* NETINV <sub>i,t</sub>	۰/۱۴۲	۰/۰۲۷	۵/۲۴	۰/۰۰۰
NETINV <sub>i,t</sub>	-۰/۰۶۸	۰/۰۱۶	-۴/۲۷	۰/۰۰۰
CASH	-۰/۴۲۶	۰/۰۸۶	-۴/۹۱	۰/۰۰۰
SIZE	۰/۱۱	۰/۰۰۴	۲/۵۲	۰/۰۱۲
LEV	-۰/۰۷۵	۰/۰۲۸	-۲/۷۰	۰/۰۰۷
VSG	۰/۰۱۴	۰/۰۱۵	۰/۸۹	۰/۳۷۲
CFO	۰/۰۴۹	۰/۰۲۷	۱/۷۹	۰/۰۷۴
BANK	۰/۱۳۸	۰/۱۴۹	۰/۹۲	۰/۳۵۷
Cons	۰/۱۴۸	۰/۰۶۸	۲/۱۶	۰/۰۳۱

نتایج حاصل از تخمین مدل در جدول (۱۰) نشان داد که سطح معنی داری متغیر تعاملی محافظه کاری غیرشرطی و سرمایه گذاری (UCC\* NETINV<sub>i,t</sub>) برابر با ۰/۰۰۰ است که کمتر از ۵٪ است، به همین دلیل در سطح اطمینان ۹۵٪ می توان بیان کرد که ضریب این متغیر معنی دار است. بنابراین فرضیه پژوهش رد نمی شود. با توجه به ضریب مثبت این متغیر که برابر با ۰/۱۴۲ می توان بیان کرد که محافظه کاری غیرشرطی تاثیر مثبت بر رابطه بین سرمایه گذاری شرکت و نوسانات بازده آتی سهام دارد. ضریب به دست آمده برای متغیر سرمایه گذاری دوره جاری (NETINV<sub>i,t</sub>) و محافظه کاری شرطی (UCC) نیز معنی دار است زیرا سطح معنی این دو متغیر کمتر از سطح خطای ۵٪ است. در خصوص ضریب معنی دار و منفی (UCC) می توان بیان نمود که هرچقدر محافظه کاری غیرشرطی افزایش پیدا می کند، نوسانات بازده سهام نیز کاهش می یابد. مقدار ضریب تعیین نشان می دهد که ۲۱٪ از تغییرات متغیر وابسته، ناشی از تغییرات رخ داده در متغیرهای توضیحی است یا

در طول دوره تصدی خود می‌ترسند، و آنها را برای سرکوب سرمایه گذاری در پروژه هایی با سطح بالای ریسک تجاری برجسته می‌کنند و تمایل دارند زودهنگام صرف نظر کنند در مواردی که یک عطف به ماسبق ریسک پروژه را افزایش می‌دهد. به همین دلیل شرکت هایی که سطح بالایی از محافظه کاری شرطی دارند، سرمایه گذاری های کم ریسک را دنبال می‌کنند. نتایج آزمون فرضیه چهارم پژوهش نشان داد محافظه کاری غیرشرطی تاثیر مثبت بر رابطه بین سرمایه گذاری شرکت و نوسانات بازده آتی سهام دارد. یافته های بدست آمده منطبق با این مطلب است که هنگامی که محافظه کاری شرطی و غیرشرطی با یکدیگر همراه می‌شوند، محافظه کاری غیرشرطی نه تنها موجب ضعف حسابداری می‌شود بلکه اثر محافظه کاری شرطی را نیز سرکوب می‌کند. بنابراین هنگام اعمال سطح بالایی از محافظه کاری غیرشرطی به عنوان یک اقدام احتیاطی، هزینه یا زیان حسابداری نامعلوم در آینده در ارتباط با یک پروژه ثبت می‌شود و ریسک کاهش سود به دلیل اعمال محافظه کاری شرطی محدود می‌شود. در نتیجه، موانع روانی در مورد ریسک پذیری مدیریتی کاهش می‌یابد، بنابراین مدیران شروع یا ادامه سرمایه گذاری در پروژه هایی را که ارزش فعلی خالص مثبت است، در نظر می‌گیرند، حتی اگر پروژه‌ها دارای سودآوری پایین و ریسک تجاری بالایی باشند. که از آن به عنوان اثر تحریک کننده ریسک پذیری یاد می‌شود، بنابراین فرض بر این است که تصویب محافظه کاری غیرشرطی تاثیر مثبتی بر سطح سرمایه گذاری و ریسک پذیری دارد. این یافته ها با تحقیقات بال و شیواکومار (۲۰۰۵)، فرانسیس و مارتین (۲۰۱۰) و ناکانو و همکاران (۲۰۱۴) منطبق است. یافته‌های این پژوهش برای محققانی که به دنبال تعادل مطلوب بین محافظه کاری و بی طرفی هستند و نیز برای نهادهای تدوین کننده استانداردهای حسابداری مهم است. همانطور که در تحقیق گذشته نشان داده شده است، هر دو نوع محافظه کاری سبب ساده سازی قراردادهای می‌شوند، اما نتایج این پژوهش نشان داد که ممکن است پیامدهای اقتصادی مختلفی در سطح سرمایه گذاری و ریسک سهام وجود داشته باشد. بنابراین، هنگام تنظیم استانداردهای حسابداری، از بین بردن محافظه کاری یا تغییر نوع محافظه کاری، مهم است که عواقب غیر منتظره اقتصادی این اقدامات را برای شرکت یا سرمایه گذاران بازار سهام در نظر بگیریم. با توجه به اینکه نتایج پژوهش نشان داد محافظه کاری شرطی و غیرشرطی می‌تواند سرمایه گذاری های آتی شرکت و ریسک شرکت را تحت تاثیر قرار دهد به سرمایه گذاران پیشنهاد می‌شود در هنگام اتخاذ تصمیمات در خصوص خرید سهام این شرکت ها اثرات محافظه کاری شرطی و غیر شرطی را در نظر بگیرند. پیشنهاد می‌شود تاثیر محافظه کاری شرطی و غیر شرطی بر رابطه سرمایه گذاری با ارزش سهام شرکت نیز بررسی گردد. در انجام پژوهش فوق برخی محدودیت ها وجود داشت که می‌تواند قدرت تعمیم نتایج را کاهش دهد. از جمله اینکه برای محاسبه محافظه کاری شرطی و غیر شرطی به ترتیب از مدل

به عبارتی متغیر های مستقل حدود ۲۱٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین و توضیح می‌دهند. بنابراین نیکویی براز مناسب ارزیابی می‌گردد. سطح معنی داری آزمون والد برابر با ۰/۰۰۰ است که کمتر از ۵٪ است، پس اعتبار کل مدل نیز تایید می‌گردد. از میان متغیر های کنترلی ضریب متغیر های سطح نگه داشت وجه نقد (cash)، اندازه شرکت (SIZE) و اهرم مالی (LEV) معنی دار است به همین دلیل کنترل آنها لازم به نظر می‌رسد.

#### ۸- نتیجه گیری

این پژوهش، نتیجه‌گیری‌های اقتصادی محافظه کاری را از دیدگاه سرمایه گذاران بازار سهام با تحلیل تاثیر دو نوع محافظه کاری شرطی و غیر شرطی بر روی سرمایه گذاری شرکت و نوسانات بازده آتی سهام، بررسی می‌کند. نتایج فرضیه اول نشان داد که سطح بالایی محافظه کاری شرطی مانع سرمایه گذاری در پروژه های جدید می‌شود و فروش سرمایه گذاری های موجود را تسهیل می‌کند. شرکت‌هایی که سطح بالای محافظه کاری شرطی را تجربه می‌کنند، تمایل به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های کم ریسک دارند محافظه کاری شرطی یک فرایند حسابداری است که به دنبال به رسمیت شناختن هزینه یا زیان، اخبار بد یا زیان های اقتصادی است. اگر یک شرکت محافظه کار شرطی را اعمال می‌کند، مشکل است تا زمان دوره بعدی مدیران، از تشخیص هزینه و زیان حسابداری از یک پروژه فاقد سود تاخیر کنند. احتمال بیشتری وجود دارد که مدیران این هزینه و زیان را در طول مدت اجرایی خود ثبت کنند. نظارت بر تصمیم گیری های سرمایه گذاری مدیریتی به این ترتیب شدیدتر است در مقابل، نتایج فرضیه دوم نشان داد که شرکت هایی که سطح بالایی از محافظه کاری غیرشرطی را به کار می‌گیرند، در پروژه‌های بیشتری سرمایه‌گذاری می‌کنند. همچنین این پروژه‌ها دارای ریسک بالاتری دارند. این نتایج سازگار با این ایده است که سطح بالایی از محافظه کاری غیرشرطی منجر به ریسک محدودی می‌شود. اگر فرض شود مدیران ریسک‌گریز هستند، محافظه کاری غیرشرطی، ظرفیت ریسک پذیری مدیریت را افزایش می‌دهد و سرمایه گذاری در پروژه های پر ریسک را ممکن می‌کند. به هر حال نتایج این دو فرضیه نشان می‌دهد که هر دو نوع محافظه کاری می‌تواند منجر به بهبود کارایی سرمایه گذاری ها شود. در قسمت دوم این پژوهش به دنبال تاثیر محافظه کاری شرطی و غیرشرطی بر رابطه بین سرمایه گذاری و نوسانات بازده سهام است. نتایج فرضیه سوم نشان داد محافظه کاری شرطی تاثیر منفی بر رابطه بین سرمایه گذاری شرکت و نوسانات بازده آتی سهام دارد. نتایج این فرضیه با این ایده سازگار است که بنگاه‌هایی که سطح بالایی از محافظه کاری شرطی دارند، ریسک نزولی سود حتی در ابتدا برای پروژه های با ارزش خالص مثبت نیز افزایش می‌یابد زیرا ثبت مقدار قابل توجهی از هزینه/ زیان حسابداری در صورت بروز اخبار بد، هزینه/ زیان اقتصادی و عطف به ماسبق ضروری خواهد بود. به همین دلیل، مدیران از ثبت هزینه/ زیان های قابل ملاحظه

- [18] Li, J., Tang, Y., (2010), **CEO Hubris, Managerial Discretion, and Firm Risk Taking**, *Academy of Management Journal*, 53 (1), 45-68.
- [19] Nakano, M., Otsubo, F., Takasu, Y., (2014), **Effects of Accounting Conservatism on Corporate Investment Levels, Risk Taking, and Shareholder Value**, Institute for Monetary and Economic Studies Bank of JAPAN.
- [20] Roychowdhury, S., (2010), **Discussion of Acquisition Profitability and Timely Loss Recognition**, *Journal of Accounting and Economics* 49 (1-2): pp.179-183.
- [21] Shapira, Z., (1995), **Risk-Taking**, New York: Russell Sage.
- [22] Ugwunta, D. O., Ugwuanyi, B. U., (2019), **Accounting Conservatism and Performance of Nigerian Consumer Goods Firms: An Examination of the Role of Accruals**. *International Journal of Financial Research*, 10(1), 1-9.
- [23] Vander, B. H., (2007), **The Impact of Conservatism on the Cost of Debt: Conditional Versus Unconditional Conservatism**, Leuven: Katholieke Universiteit Leuven.
- خان و واتس (۲۰۰۹) و بیور و رایان(۲۰۰۰) استفاده گردید که ممکن است استفاده از دیگر روش های اندازه گیری نتایج دیگری ایجاد کند.
- ### منابع و ماخذ
- [۱] اسدی، غلامحسین، بیات، مرتضی، (۱۳۹۴)، تاثیر حسابداری محافظه کاری بر ارزش شرکت، نشریه حسابداری مدیریت، دوره ۸، شماره ۲۴.
- [۲] ایزدی نیا، ناصر، حاجیان نژاد، امین، قایدی ها، حمید رضا، (۱۳۹۲)، بررسی تاثیر محافظ کاری شرطی و غیرشرطی بر تصمیمات سرمایه گذاری، فصلنامه پژوهش های کاربردی در گزارشگری مالی، ۳(۳): ۲۹-۴۶.
- [۳] پورزمانی، زهرا، منصور، فرناز، (۱۳۹۴)، تاثیر کیفیت افشاء، محافظه کاری و رابطه متقابل آنها بر هزینه سرمایه سهام عادی، فصلنامه پژوهش های حسابداری و حسابرسی، ۲۵(۷): صص ۸۵-۱۰۲.
- [۴] حیدرپور، فرزانه، جهانشاد، آرینا، مددی، نجمه، (۱۳۹۴)، تاثیر محافظه کاری شرطی و محافظه کاری غیرشرطی بر ریسک پذیری مدیران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی.
- [۵] زلفی، حسن، بیات، مرتضی، (۱۳۹۵)، تاثیر محافظه کاری بر ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک، مجله دانش حسابداری، سال شانزدهم.
- [۶] زنجیر دار، رفیعی، (۱۳۹۶)، تاثیر ضریب واکنش سود بر روابط اعتماد بیش از حد مدیریت و محافظه کاری مشروط، فصلنامه پژوهش های حسابداری و حسابرسی، ۹ (۳۴)، صص ۱۱۳-۱۳۶.
- [۷] مشایخ، شهناز، میمنت آبادی، شیوا، (۱۳۹۳)، افشای حسابداری، کیفیت حسابداری، محافظه کاری شرطی و غیر شرطی، فصلنامه پژوهش های حسابداری و حسابرسی، ۶(۲۴)، صص ۷۰-۵۳.
- [۸] مهربان پور، محمدرضا، فرزانه، مینا، (۱۳۹۵)، محافظه کاری مشروط و غیرمشروط و ریسک قیمت سهام، دو ماهنامه مدیریت، سال بیست و هفتم، شماره ۱۸۷.
- [۹] مسعودی، مهدی، محمود بخشی نژاد، ظفری، سبحان، (۱۳۹۷)، بررسی تاثیر محافظه کاری مشروط بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران، اولین کنفرانس ملی توسعه پایدار در علوم ومهندسی و فرهنگ ایرانی، تهران.
- [10] Beaver, W. H., Stephen G. R., (2000), **Biases and Lags in Book Value and Their Effects on the Ability of the Book-to-Market Ratio to Predict Book Return on Equity**, *Journal of Accounting Research*, 38(1), , pp.127-148.
- [11] Ball Ray, L., Lakshmanan, Sh., (2005), **Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness**, *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), pp.83-128.
- [12] Francis, B., Hasan, I., Wu, Q., (2013), **The Benefits of Conservative Accounting to Shareholders: Evidence from the Financial Crisis**, *Accounting Horizons*.
- [13] Francis, J., Martin, X., (2010), **Acquisition Profitability and Timely Loss Recognition**, *Journal of Accounting and Economics*.
- [14] Garcia, L., Juan, M., Beatriz, G. O., Fernando, P., (2010), **Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency**, Working Paper.
- [15] Ishida, S., Kunio I., (2014), **The Effect of Accounting Conservatism on Corporate Investment Behavior**, *International Perspectives on Accounting and Corporate Behavior*.
- [16] Kim, Y., Li, S., Pan, C., Zuo, L., (2013), **The Role of Accounting Conservatism in the Equity Market: Evidence from Seasoned Equity Offerings**, *Accounting Review*.
- [17] Khan, M., Watts, R.L., (2009), **Estimation and Empirical Properties of a Firm-year Measure of Accounting Conservatism**. *Journal of Accounting and Economics* 48 (2-3): pp.132-150.