فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی/سال هفتم/ شماره ۲۷ /پاییز ۹٤/صفحات ۱۲۰- ۱۰۲

تأثیر اهرم مالی و محافظه‌کاری شرطی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

سید کاظم ابراهیمی *
منصور احمدی مقدم **

تاریخ دریافت: ۹۴/۰۲/۱۵ **تاریخ پذیرش:** ۹۴/۰۸/۲۷

چکیده:

این پژوهش به بررسی تأثیر اهرم مالی و محافظه‌کاری شرطی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌پردازد. متغیر اهرم مالی از طریق نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها محاسبه شده است و برای متغیر محافظه‌کاری شرطی از الگوی محافظه‌کاری که توسط احمد و دولمان (۲۰۰۷) با الهام از الگوی گیولی و هاین (۲۰۰۰) ارائه‌شده، استفاده شده است. نمونه آماری مورد مطالعه شامل ۱۰۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سالهای ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ است. در این پژوهش از الگوی رگرسیون چند متغیره و روش داده‌های تابلویی استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که اهرم مالی و محافظه‌کاری شرطی تأثیری معکوس و معناداری بر ناکارایی سرمایه‌گذاری می‌گذارد.

واژه‌های کلیدی: اهرم مالی، محافظه‌کاری شرطی، بیش سرمایه‌گذاری، کم سرمایه‌گذاری.

* استادیار حسابداری، دانشگاه سمنان، گروه حسابداری، سمنان، ایران (نویسنده مسئول)
Email; kebrahimi@semnan.ac.ir
** کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه سمنان، گروه حسابداری، سمنان، ایران.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۱- مقدمه

یکی از قابل‌ترین و چالش‌برانگیز ترین مسائل عصر حاضر، بحث توسعه‌ی اقتصادی است؛ به‌گونه‌ای که تحقق آن به یکی از اهداف اساسی سیاست‌گذاری‌ها و تصمیم‌گیری‌های اقتصادی کشورها تبدیل شده است (عظیمی،۱۳۷۵). از عوامل مؤثر بر رشد و توسعه‌ی پایدار اقتصادی، سرمایه‌گذاری مؤثر است. بدین منظور، یک واحد اقتصادی برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های مختلف، باید حد یا میزان سرمایه‌گذاری را با توجه به محدودیت منابع، مورد توجه قرار دهد (مدرس و حصار زاده، ۱۳۸۷). این امر، از طریق روش‌های ارزیابی طرح‌ها، ازجمله ارزش فعلی خالص انجام می‌شود. طبق این روش، در یک یا چند طرح وقتی سرمایه‌گذاری انجام می‌گیرد که ارزش فعلی خالص آن طرح، مثبت باشد. ازاین‌رو، مسئله‌ی اصلی پژوهش حاضر این است که تقبل طرح‌هایی باارزش فعلی خالص منفی، منجر به سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و صرف‌نظر کردن از طرح‌هایی باارزش فعلی خالص مثبت، منجر به سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد می‌شود که عدم بهینه سرمایه‌گذاری را به دنبال خواهد داشت (وردی[1]،۲۰۰۶)، زیرا مدیران باید به‌صورت بهینه و در طرح‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که برای شرکت ارزش‌آفرینی کند؛ یعنی طرح‌هایی باارزش فعلی خالص مثبت، پذیرفته و طرح‌هایی باارزش فعلی خالص منفی، رد شود. جریان نقد آزاد شرکت‌ها، ازجمله دلایل اصلی در به وجود آمدن سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد در سطح شرکت است و موجب به وجود آمدن مسائلی چون کاهش کارایی سرمایه‌گذاری، افزایش تورم و توسعه ظاهری اقتصاد کلان می‌شود و به‌شدت به منافع سهامداران آسیب می‌رساند (یانگ و جیانگ[2]، ۲۰۰۸). از آنجا که سرمایه‌گذاری، یکی از مهم‌ترین اجزای تقاضای کل است و نقش بسیار تعیین‌کننده‌ای در نوسان‌های اقتصادی و رشد اقتصادی یک کشور ایفا می‌کند، شناخت رفتار سرمایه‌گذاری، بسیار موردتوجه اقتصاددانان و سیاست‌گذاران اقتصادی بوده است. بر این اساس، از دیرباز نظریه‌پردازان درصدد تهیه‌ی الگویی بوده‌اند تا بتوانند رفتار سرمایه‌گذاری را تبیین و مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر آن را شناسایی کنند. با در نظر گرفتن جنبه‌های اهمیت تصمیم‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری، شامل پروژه‌های بلندمدت (سرمایه‌ای) از قبیل حجم بالای سرمایه‌گذاری، پیامدهای قابل‌توجه و بلندمدت و همچنین تعهدات مالی عمده و تأثیری که تصمیمات سرمایه‌گذاری بر ارزش شرکت دارند، اهمیت شناخت بهتر و دقیق رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را بیش‌ازپیش نمایان می‌سازد. در تئوری، نحوه تأمین مالی، تصمیمات سرمایه‌گذاری را در شرایطی که به دلیل هزینه‌های انتقال و بازارهای نامتقارن، بازارهای ناقص وجود دارد، تحت تأثیر

1 Verdi
2 Yang & Jiang

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

قرار می‌دهد. در چنین بازارهایی، مشکلات نمایندگی ناشی از برهم‌کنش میان سهامداران، اعتباردهندگان و مدیران به وجود می‌آید و متعاقب آن، انگیزه‌هایی برای سرمایه‌گذاری بیشتر یا کمتر از اندازه ایجاد می‌شود. چنین مشکلات نمایندگی ممکن است دامنه‌ای از سرمایه‌گذاری‌هایی را ایجاد کند که در جهت تأمین منافع سهامداران نباشد. یکی دیگر از عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری بهینه، محافظه‌کاری است. با توجه به نقش اطلاعاتی محافظه‌کاری، به نظر می‌رسد محافظه‌کاری موجب بهبود نظارت بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیریت از طریق کاهش سرمایه‌گذاری، درجایی که مدیران تمایل به سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد دارند و موجب تسهیل دسترسی به تأمین مالی خارجی ارزان‌قیمت از طریق افزایش سرمایه‌گذاری، درجایی که مدیران مایلند سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد داشته باشند، می‌شود (گارسیا لارا و همکاران[1]، ۲۰۱۰).

در پژوهش پیش رو به بررسی آثار اهرم مالی و محافظه‌کاری شرطی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری پرداخته می‌شود. بررسی این موضوع از این حیث اهمیت دارد که می‌تواند بینش عمیق‌تری را نسبت به تأمین مالی از طریق بدهی و محافظه‌کاری حسابداری فراهم کرده و نقش این رویه‌ها را در تصمیمات داخلی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، نشان دهد. بخش قابل‌توجهی از پژوهش‌های قبلی، نقش و منافع محافظه‌کاری را بر مخارج سرمایه‌گذاری تأیید کرده‌اند؛ اما به این موضوع پرداخته نشده است که رویه محافظه‌کاری می‌تواند با کاهش، بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، منجر به سرمایه‌گذاری بهینه (کارایی سرمایه‌گذاری) در شرکت‌ها شود. بررسی‌های این موضوع از طریق به‌کارگیری معیاری متفاوت از محافظه‌کاری و محاسبه ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با توجه به مخارج سرمایه‌گذاری و فرصت‌های رشد شرکت‌ها صورت گرفته و نیز، با توجه به اینکه تاکنون پژوهشی تأثیر اهرم مالی را بر ناکارایی سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار نداده‌اند، بنابراین بررسی تأثیر اهرم مالی (تأمین مالی برون‌سازمانی) بر بیش و کم سرمایه‌گذاری شرکت‌ها از نوآوری‌های پژوهش پیش رو هست. لذا این مسائل موجب شد که پژوهش حاضر انجام شود. اهمیت این پژوهش در این است که با توجه به نتایج پژوهش، به مدیران، اعتباردهندگان و پژوهشگران، کمک شایانی در فهم پیامدهای اقتصادی، سیاست‌های مالی و حسابداری شرکت، در رابطه با تصمیمات سرمایه‌گذاری کند.

با توجه به احساس نیاز، به شناخت بهتر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در ایران، این پژوهش به دنبال پاسخ این سؤال است که آیا اهرم مالی و محافظه‌کاری شرطی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد و در صورت مثبت بودن پاسخ، این تأثیر چگونه خواهد بود؟ تا گامی در جهت غنی ساختن پژوهش‌های حسابداری در این زمینه بردارد و با ارائه‌ی یافته‌های خود، بتواند

1 Garsia Lara et al

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی را در تجزیه‌وتحلیل بهتر، یاری رساند. با توجه به آنچه گفته شد، می‌توان به‌ضرورت و اهمیت انجام این پژوهش پی برد. برای این منظور پس از بیان مبانی نظری و دیدگاه‌های مربوطه که به‌اختصار در بخش دوم ارائه می‌گردد به مروری بر پژوهش‌های مشابه صورت گرفته، پرداخته می‌شود و فرضیه‌های پژوهش تدوین می‌گردد. در ادامه نیز مدل مورداستفاده، روش پژوهش و نتایج پژوهش ارائه می‌گردد. بخش پایانی پژوهش نیز به نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادها و محدودیت‌های پژوهش اختصاص می‌یابد.

۲- مبانی نظری

۲-۱- کارایی سرمایه‌گذاری

امروزه با گسترش سطح کیفی فعالیت و همچنین توسعه گستره امور اقتصادی، تصمیم‌های مالی شرکت‌ها ازجمله مسائل پیچیده‌ای است که در راستای کسب بهترین بازده و مطلوبیت در بهترین شرایط به وجود می‌آید. در این راستا مدیران مالی با توجه به آن‌که مسئولیت اصلی این تصمیم‌ها به آن‌ها برمی‌گردد در پی دستیابی به روابط عوامل شاخص در شرکت‌ها هستند. ازجمله این مسائل مبحث تصمیمات سرمایه‌گذاری است (آئون و هوانگ[1]،۲۰۰۸). یکی از عوامل مهم در جهت حل مسائل اقتصادی کشورها، بسط و توسعه‌ی سرمایه‌گذاری است؛ اما این امر به‌تنهایی کافی نیست و با توجه به محدودیت منابع مالی، علاوه بر مسئله‌ی توسعه‌ی سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری نیز ازجمله مسائل بااهمیت است (مدرس و حصار زاده،۱۳۸۷).

به‌طور مفهومی، کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت، فقط در تمامی طرح‌هایی باارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری کند. البته این سناریو در صورتی کارساز است که بازار کامل باشد و هیچ‌یک از مسائل بازار ناقص ازجمله گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد (وردی[2] (۲۰۰۶) و بیدل و همکاران[3] (۲۰۰۹)) افزون بر این، کارایی سرمایه‌گذاری و یا سرمایه‌گذاری در حد بهینه، مستلزم آن است که از یک‌سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش‌ازحد مطلوب انجام شده است، جلوگیری شود و از سوی دیگر، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد، هدایت شود (مدرس و حصار زاده،۱۳۸۷). سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و کمتر از حد بیانگر رفتارهای ناکارآمد سرمایه‌گذاری بوده که منجر به وقوع زیان و هدر رفتن سرمایه اجتماعی می‌شود. در این پژوهش،

1 Aoun & Hwang
2 Verdi
3 Biddle et al

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت فقط در تمامی طرح‌هایی باارزش فعلی خالص مثبت، سرمایه‌گذاری کند.

۲-۲- اهرم مالی و کارایی سرمایه‌گذاری

تأثیر تأمین مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها یکی از موضوعات اساسی در مدیریت مالی است. تأمین مالی و سرمایه‌گذاری دوروی یک سکه‌اند. وجوه حاصل از منابع مالی، صرف سرمایه‌گذاری می‌شود. تأمین مالی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها از دو محل آورده مالکان و همچنین از محل بدهی‌ها است. حال سؤال این است که بین تأمین مالی از طریق بدهی و ایجاد اهرم مالی، با تصمیمات سرمایه‌گذاری چه ارتباطی وجود دارد؟

میرز[1] (۱۹۹۷) در پژوهشی، تأثیر عواملی را که متعاقب بدهی ایجاد می‌شود، بر استراتژی سرمایه‌گذاری بهینه سهامداران و مدیران تحلیل نمود. وی بیان کرد که هر چه بدهی بیشتر شود، انگیزه‌های ائتلاف سهامدار- مدیر در کنترل شرکت، برای سرمایه‌گذاری در فرصت‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت کاهش می‌یابد، زیرا مزایای چنین سرمایه‌گذاری‌هایی (حداقل تا حدی) به‌جای سهامداران بر اعتباردهندگان منتقل شود. درنتیجه، شرکت‌هایی که اهرم مالی بالایی دارند، در مقایسه با شرکت‌هایی که اهرم مالی پایین‌تری دارند، فرصت‌های رشد کمتری خواهند داشت. وی در تئوری "سرمایه‌گذاری کمتر از اندازه" بر تأثیرات نقدینگی تمرکز می‌کند: شرکت‌هایی که تعهدات بدهی بیشتری دارند، بدون توجه به ماهیت فرصت‌های رشد خود، سرمایه‌گذاری کمتری انجام می‌دهند (میرز،۱۹۷۷). مشکل نمایندگی دیگری که بر اساس تئوری نمایندگی وجود دارد"سرمایه‌گذاری بیش‌ازاندازه" است که بر اساس تضاد مدیران و سهامداران شکل می‌گیرد: مدیران تمایل دارند اندازه شرکت را بزرگ کنند گر چه مجبور باشند پروژه‌های ضعیف را پذیرفته و ثروت سهامداران را کاهش دهند. اگر جریان‌های نقدی مازاد در دست نباشد، توانایی مدیران در رسیدن به این هدف محدود شده، ولی این محدودیت می‌تواند با تأمین مالی از طریق بدهی برطرف شود. متعاقب آن، مدیر باید اصل و بهره این بدهی‌ها را با وجه نقدی پرداخت کند که قرار بود در پروژه‌های ضعیف به کار گرفته شوند (نوروش ویزدانی،۱۳۸۹). ازاین‌رو، اهرم مالی مکانیسمی برای غلبه بر مسئله سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و کمتر از حد بهینه به شمار می‌رود و با کاهش ناکارایی سرمایه‌گذاری (بیش و کم سرمایه‌گذاری)، منجر به کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌شود.

1 Meyers

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۳-۲- محافظه‌کاری و کارایی سرمایه‌گذاری

کاربرد محافظه‌کاری از دو جنبه بااهمیت قابل‌توجه است: ابتدا، به‌کارگیری محافظه‌کاری می‌تواند به‌طور اثربخشی قابلیت اتکای سود را از طریق محدود کردن عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش هزینه‌های تأمین مالی برون‌سازمانی، بهبود ببخشد. دوم، اصل محافظه‌کاری نه‌تنها به‌عنوان یک ویژگی کیفی صورت‌های مالی به شمار می‌رود، بلکه مکانیزم مؤثری برای حاکمیت شرکتی نیز می باشد (بال[1] و همکاران،۲۰۰۰). با توجه به نقش اطلاعاتی محافظه‌کاری، به نظر می‌رسد محافظه‌کاری موجب بهبود نظارت بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیریت می‌شود.

بر اساس تئوری نمایندگی، زمانی که مدیران اطلاعات خوبی راجع به وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری پرمنفعت داشته باشند، امکان دارد که آن را به دلیل مشکلات مخاطره‌ی 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 که محافظه‌کاری، موجب کاهش مشکلات گزینش نادرست و بهبود سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت به‌وسیله‌ی سهولت دسترسی به وجوه خارجی و کاهش هزینه‌ی این وجوه می‌شود (گارسیا لارا و همکاران،۲۰۱۰).

محافظه‌کاری، دست‌کاری حسابداری توسط مدیریت را با اجازه‌ی نمو دادن به سایر منابع اطلاعاتی و ایجاد به‌موقع پیام‌های هشداردهنده به مکانیسم حاکمیت شرکتی، محدود می‌کند؛ بنابراین، این مسئله موجب کمک به تسهیل فرایند نظارت پس از واقعه بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیران می‌شود. مدیران، نگران اثر درآمدی ناشی از تصمیمات سرمایه‌گذاری‌شان در طی دوره‌ی تصدی خود هستند و نمی‌توانند آن‌ها را به مدیران نسل بعد منتقل کنند. این مسئله، سرمایه‌گذاری در طرح‌های باارزش فعلی خالص منفی پیش رویدادی را محدود کرده و موجب رها کردن زودهنگام طرح‌های اجرایی ضعیف پس از واقعه و استراتژی‌های بازدارنده از ادامه (بیش) سرمایه‌گذاری در طرح‌های در حال اجرا می‌شود. افزون بر این، به نظر می‌رسد محافظه‌کاری موجب تسهیل جذب وجوه خارجی کم‌هزینه‌تر و کاهش مشکلات سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد می‌شود. محافظه‌کاری حسابداری، موجب دسترسی به بدهی کم ریسک تر می‌شود.

ژیاودانگ و همکاران[2] (۲۰۱۳) عنوان می‌کنند که برای جلوگیری از توسعه رفتارهای نامناسب سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، باید محافظه‌کاری در اطلاعات افشاشده را افزایش داد تا از این طریق بتوان عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه نمایندگی را نیز کاهش داد. بکار گیری درست محافظه‌کاری،

1 Ball
2 Xiaodong et al

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

کیفیت اطلاعات حسابداری و تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری را بهبود بخشیده، از منافع سرمایه‌گذاران محافظت کرده و درنهایت تسهیم بهینه منابع در بازارهای سرمایه را ممکن می‌سازد (ژیائودانگ و همکاران،۲۰۱۳). ازآنجایی‌که محافظه‌کاری اغلب هزینه‌های سرمایه‌ای را کاهش می‌دهد، این کاهش در هزینه‌ی بدهی و کاهش هزینه‌ی سرمایه، موجب بهبود سرمایه‌گذاری می‌شود.

۴- پیشینه پژوهش

گماریز و بلاستا[1] (۲۰۱۴) اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی را بر کارایی سرمایه‌گذاری بررسی کردند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که افزایش کیفیت گزارشگری مالی و کاهش سررسید بدهی، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. همچنین در مورد شرکت‌هایی که بدهی کوتاه‌مدت کمتری دارند، اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری کمتر است.

سانتوش و همکاران[2] (۲۰۱۳) در پژوهشی با عنوان نقش کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثر محدودیت تقسیم سود بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاری رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و اثر تقسیم سود بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاری توسط شرکت‌ها را بررسی کردند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد، کیفیت بالا گزارشگری مالی اثر منفی تقسیم سود بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاری را به‌طور معنادار کاهش می‌دهد. همچنین نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری نقش مهمی در کاهش تضاد بین تصمیمات سرمایه‌گذاری و تصمیمات تقسیم سود دارد. به‌طوری‌که احتمال اینکه شرکت‌ها به دلیل پرداخت سود، از پروژه‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند اجتناب کنند را کاهش می‌دهد.

واتز و زو[3] (۲۰۱۳) در پژوهش خود به بررسی آثار محافظه‌کاری حسابداری بر ارزش شرکت‌ها طی دوره‌های بحران مالی پرداخته‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد شرکت‌هایی که قبل از دوره‌ی بحران سیاست‌های محافظه کارای را پیگیری می‌کنند، در دوره‌های بحران دسترسی بیشتری به منابع استقراضی داشته و همچنین شاهد کاهش بازده سهام کمتری هستند.

لنارد و یو[4] (۲۰۱۲)، در پژوهشی ارتباط بین کیفیت حسابرسی و تصمیمات سرمایه‌گذاری میان شرکت‌های چینی حسابرسی شده از سوی چهار موسسه بزرگ حسابرسی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که نسبت بیش سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی که دوره

1 Gomariz & Ballesta
2 Santhosh et al
3 Watts & Zou
1 Lenard & Yu

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

تصدی بیشتری برخوردارند، پایین است و برای شرکت‌هایی که دوره تصدی کمتری دارند، بیش سرمایه‌گذاری در حدود ۷۰ درصد است. درنتیجه شرکت‌هایی که دوره تصدی طولانی‌تری دارند، کارایی سرمایه‌گذاری آن‌ها به‌طور چشمگیری بالا است.

اوموتلو[1] (۲۰۰۹) در مطالعه‌ای، اثر اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری در بازارهای نوظهور را مورد بررسی قرارداد. وی چنین استدلال کرد که اثر اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری بااهمیت است، زیرا ارزش شرکت از طریق جریان‌های نقدی مورد انتظار حاصل شده از سرمایه‌گذاری‌ها تعیین می‌شود، اما کانالی که با اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد، مشخص نیست. نتایج پژوهش وی نشان می‌دهد اهرم مالی اثر منفی بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها دارد. ساختار سرمایه به‌عنوان ابزار سیاست مالی، تنها در شرکت‌های با فرصت‌های رشد کم بر سرمایه‌گذاری تأثیر منفی می‌گذارد.

مرادزاده فرد و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی رابطه بین محافظه‌کاری و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به وضعیت تأمین مالی و مالکیت نهایی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای این منظور تعداد ۱۰۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی ۱۳۸۷-۱۳۹۱، مورد بررسی قرار دادند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که 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 هست.

رمضان احمدی و آقا ابراهیمیان (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تأثیر محافظه‌کاری بر میزان افشاء اختیاری اطلاعات در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای این منظور تعداد ۹۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی ۱۳۸۵-۱۳۹۰، مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که بین محافظه‌کاری و میزان افشای اختیاری اطلاعات یک رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.

نمازی و غلامی (۱۳۹۳) در پژوهشی با عنوان تأثیر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در راستای بررسی این موضع، تعداد ۶۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را در بازه زمانی ۱۳۸۸-۱۳۸۷، مورد بررسی قرار دادند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که با اعمال بیشتر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی، میزان سرمایه‌گذاری‌های ناکارای شرکت‌ها نیز افزایش می‌یابد. همچنین

2 Umutlu

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که بین اقلام تعهدی اختیاری و سرمایه‌گذاری ناکارایی دوره مالی بعد نیز رابطه معنادار وجود دارد.

فخاری و رسولی (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی اثر محافظه‌کاری و کیفیت اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. برای این منظور از داده‌های ۱۱۱ شرکت، طی سالهای ۱۳۸۸-۱۳۸۵ استفاده نمودند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد، اعمال محافظه‌کاری، کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را افزایش داده اما رابطه‌ای معنی‌دار میان کیفیت اقلام تعهدی و کارایی سرمایه‌گذاری وجود ندارد.

محمود آبادی و مهتری (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. جامعه آماری پژوهش آن‌ها شامل ۹۶ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۷۸ است. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که بین محافظه‌کاری و سرمایه‌گذاری آتی در سطح شرکت‌ها و در سطح ۷ گروه از صنایع، رابطه‌ای معنی‌دار وجود دارد.

۴- فرضیه‌های پژوهش

بر اساس مبانی نظری پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به‌صورت زیر تدوین گردید.

فرضیه اول: اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری ناکارای (بیش سرمایه‌گذاری یا کم سرمایه‌گذاری) تأثیری معکوس و معنادار می‌گذارد.

فرضیه دوم: محافظه‌کاری بر سرمایه‌گذاری ناکارای (بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری) تأثیری معکوس و معنادار می‌گذارد.

۵- روش‌شناسی پژوهش، جامعه و نمونه‌ی آماری

این پژوهش ازنظر هدف، پژوهش کاربردی است و ازنظر روش، پژوهش توصیفی مبتنی بر تحلیل رگرسیونی است که در آن، از تحلیل داده‌های ترکیبی استفاده شده است. داده‌های موردنیاز از لوح فشرده تدبیر پرداز و سایت کدال جمع‌آوری شده است. تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از نرم‌افزارهای Stata, Eviews انجام شده است.

جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ هستند. در این پژوهش، نمونه‌گیری با استفاده از روش حذف نظام‌مند انجام شده است. لذا نمونه‌ی انتخابی شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده که شرایط زیر را دارا باشند:

۱-سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفندماه هر سال باشد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۲-طی بازه زمانی پژوهش، سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
۳-اطلاعات صورت‌های مالی آن‌ها از سال ۱۳۸۶ به‌طور کامل و پیوسته، در دسترس باشد.
۴-جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشد.
پس از اعمال محدودیت‌های فوق، تعداد ۱۰۷ شرکت انتخاب شد.

۶- متغیرهای پژوهش و الگوی پژوهش

۶-۱- متغیر وابسته

سرمایه‌گذاری ناکارا (بیش و کم سرمایه‌گذاری)

به‌منظور آزمون تجربی باید از مدلی استفاده شود که بتواند حد مطلوب سرمایه‌گذاری را تعیین نماید. بررسی پژوهش‌های قبلی برای تعیین این حد مطلوب نشان می‌دهد که بسیاری از پژوهشگران از مدل فرصت‌های رشد شرکت برای برآورد حد مطلوب سرمایه‌گذاری، استفاده نموده‌اند (بیدل و هیلاری[1]،۲۰۰۶؛ بیدل[2] و همکاران،۲۰۰۹). مبانی نظری این مدل، بر این نکته استوار است که فرصت‌های رشد شرکت باید سرمایه‌گذاری‌های جدید شرکت را توجیه نماید؛ به‌بیان‌دیگر، انتظار بر آن است که در رگرسیون بین این دو متغیر، فرصت‌های رشد، قابلیت توضیح سرمایه‌گذاری‌های شرکت را داشته باشند؛ بنابراین، درصورتی‌که فرصت‌های رشد نتواند سرمایه‌گذاری‌های شرکت را توضیح دهد، مقادیر خطای حاصل، ناکارایی سرمایه‌گذاری (بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری) را نشان خواهد داد. برای محاسبه سرمایه‌گذاری، عموماً از تغیر در دارایی‌های ثابت مشهود یا تغیر در کل دارایی‌ها یا تغیر در دارایی‌های غیر جاری یا تغیر در سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت استفاده می‌شود در این پژوهش برای محاسبه سرمایه‌گذاری از تغیر در کل دارایی‌ها استفاده شده است.

در این پژوهش، بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری با استفاده از رابطه (۱) که حاصل کار تهرانی و حصار زاده (۱۳۸۸) به‌عنوان مدل تعیین بیش و کم سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در ایران بوده، استفاده شده است.

رابطه (۱):

$$I_{it}=\beta_0+\beta_1 CFO_{it-1}+\beta_2 MTB_{it}+\beta_3 SG_{it-1}+\beta_4 ROA_{it-1}+\beta_5 OP_{it-1}+\varepsilon_{it}$$

CFO_{it-1}:جریان نقد عملیاتی سال جاری تقسیم بر کل دارایی‌های ابتدای سال.MTB_{it}: ارزش بازار به ارزش دفتری سهام شرکت.SG_{it-1}: رشد فروش که از تقسیم تغییرات فروش سال جاری

1 Biddle & Hilary
2 Biddle

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

با سال قبل تقسیم‌بر فروش سال قبل به دست می‌آید. ROA_{it-1}: بازده دارایی‌ها که برابر با سود خالص تقسیم بر دارایی‌های ابتدای سال جاری است. OP_{it-1}: سود عملیاتی سال جاری تقسیم بر دارایی‌های ابتدای سال جاری است. ε_{it}: جز خطا (که مقدار مثبت جزء خطا، بیش سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد و مقدار منفی جز خطا، کم سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد).

۲-۶- متغیرهای مستقل

۱-۲-۶- اهرم مالی: برای اندازه‌گیری اهرم مالی از نسبت (کل بدهی تقسیم برکل دارایی‌ها) استفاده شده است (اوموتلو[1]،۲۰۰۹).

۲-۲-۶- محافظه‌کاری: در این پژوهش برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری از محافظه‌کاری مشروط استفاده شده که برای اندازه‌گیری این نوع از محافظه‌کاری، از الگوی احمد و دولمان[2] (۲۰۰۷) با الهام از الگوی گیولی و هاین[3] (۲۰۰۰) استفاده شده است:
رابطه (۲):

$$CONS\text{-}C=\frac{\text{جریان نقد عملیاتی}-\text{هزینه استهلاک}+\text{سود عملیاتی}}{\text{جمع دارایی‌ها}} * (-1)$$

۳-۶- متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی عبارت‌اند از:OP: سود عملیاتی سال جاری تقسیم بر دارایی‌های ابتدای سال جاری.SG: رشد فروش که از تقسیم تغییرات فروش امسال با سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل به دست می‌آید. CFO جریان نقد عملیاتی سال جاری تقسیم بر کل دارایی‌های ابتدای سال.SIZE: اندازه شرکت که برابر با لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها در پایان دوره تعریف شده است.

۴-۶- الگوی پژوهش

در این پژوهش جهت آزمون فرضیه‌ها، از الگوی رگرسیون چند متغیره و رابطه (۳) استفاده شده است.

1 Umutlu
2 Ahmed & Duellman
3 Givoly & Hayn

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

رابطه (۳):

$$EI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{i,t} + \beta_2 CONS - C_{i,t} + \beta_3 OP_{i,t} + \beta_4 SG_{i,t} + \beta_5 CFO_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

EI: ناکارایی سرمایه‌گذاری (بیش و کم سرمایه‌گذاری)، LEV: اهرم مالی که برابر است با نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها، CONS-C: محافظه‌کاری شرطی، OP: سود عملیاتی سال جاری تقسیم بر دارایی‌های ابتدای سال جاری.SG: رشد فروش که از تقسیم تغییرات فروش امسال با سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل به دست می‌آید. CFO جریان نقد عملیاتی سال جاری تقسیم بر کل دارایی‌های ابتدای سال.SIZE: اندازه شرکت که برابر با لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها در پایان دوره.

۷- تجزیه و تحلیل داده‌ها

۷-۱- آمار توصیفی

آمار توصیفی شامل مجموعه روش‌هایی است برای جمع‌آوری، خلاصه کردن، طبقه‌بندی و توصیف حقایق عددی به کار می‌رود. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول شماره (۱) ارائه‌شده است.

جدول شماره (۱)، آمار توصیفی متغیرها.

نام متغیر	نماد	میانگین	میانه	کمینه	بیشینه	انحراف معیار
اهرم مالی	LEV	۰/۶۷۹	۰/۶۷۲	۰/۰۶۷	۰/۹۰۲	۰/۲۸۷
محافظه‌کاری مشروط	CONS-C	۰/۰۴۴	-۰/۰۴۴	-۰/۵۵۵	۰/۸۷۴	۰/۱۲۶
سود عملیاتی	OP	۰/۱۵۴	۰/۱۲۶	-۰/۲۶۶	۲/۴۱۱	۱/۰۸۶
رشد فروش	*SG*	۰/۳۴۱	۰/۲۰۸	-۰/۹۴۴	۱۵/۶۴۹	۱/۰۸۶
جریان نقد عملیاتی	CFO	۰/۰۱۵	۰/۰۰۵	-۰/۶۷۸	۱/۵۵۴	۰/۱۵۲
اندازه	SIZE	۶/۰۶۶	۵/۹۷۵	۴/۳۸۸	۸/۵۰۷	۰/۶۶۱
سرمایه‌گذاری ناکارا	EI	۰/۰۰۱	۰/۰۲۶	-۲/۴۵۸	۱/۴۱۰	۰/۲۷۸

منبع: یافته‌های پژوهشگران

در جدول شماره (۱) برخی مفاهیم آمار توصیفی شامل میانگین، میانه، کمینه، بیشینه مشاهده‌ها و انحراف معیار ارائه‌شده است. اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که بیانگر نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر اهرم مالی (LEV) برابر با ۰/۶۷۹ هست که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند؛ یعنی نزدیک به ۷۰ درصد سرمایه شرکت‌های نمونه از طریق بدهی تأمین شده است. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

نشان می‌دهد. با توجه به نتایج مقدار میانه برای اهرم مالی برابر با ۰/۶۷۲ می‌باشد که بیانگر این است که نیمی از شرکت‌ها اهرم مالی آن‌ها کمتر از ۶۷ درصد و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. انحراف معیار یکی از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی است و معیاری برای میزان پراکندگی مشاهدات از میانگین است و مقدار آن برای اهرم مالی برابر با ۰/۲۸۷ است.

۲-۶- آمار استنباطی

در این پژوهش به‌منظور آزمون فرضیه‌ها از روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. در داده‌های ترکیبی به‌منظور انتخاب بین داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی از آزمون F لیمر استفاده شده است. همچنین به‌منظور انتخاب بین الگوی اثرات ثابت و الگوی اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است. نتایج آزمون های مذکور در جدول شماره (۳) نشان داده شده است. برای برآورد پارامترهای مدل رگرسیون، آزمون فرض کلاسیک از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. ازجمله مهم‌ترین این فروض، فرض مربوط به بررسی عدم وجود خودهمبستگی، عدم وجود هم خطی و عدم وجود ناهمسانی واریانس بین باقیمانده‌های مدل هست. به‌منظور تشخیص وجود خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها، از آزمون دوربین واتسون (DW) استفاده شد. مقدار این آماره برای مدل پژوهش، حاکی از نبود خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها است. در خصوص بررسی هم خطی نیز قابل ذکر است که بااینکه استفاده از داده‌های ترکیبی، خود یکی از روش‌های جلوگیری از بروز هم خطی است، اما برای بررسی وجود احتمالی هم خطی از روش بررسی نسبت‌های R^2 (R^2 بالا اما آماره‌های t بی‌معنی باشند) استفاده شده است. همچنین آزمون تورم واواریانس (F) جهت بررسی هم خطی استفاده گردید. نتایج این بررسی‌ها نشان می‌دهد که بین متغیرهای مدل مورد آزمون، هم خطی وجود ندارد. به‌منظور بررسی وجود ناهمسانی واریانس بین باقیمانده‌ها، از آزمون والد استفاده شد. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس در جدول شماره (۲) نشان داده شده است. نتایج به‌دست‌آمده نشان می‌دهد که بین باقیمانده‌ها ناهمسانی واریانس وجود ندارد و لازم است از روش حداقل مربعات معمولی استفاده شود.

جدول شماره (۲) نتایج آزمون ناهمسانی واریانس (آزمون lr)

الگو	آماره	سطح معناداری	نتیجه
مدل آزمون	۵/۵٤	۱/۰۰	همسانی واریانس

منبع: یافته‌های پژوهشگران

ازآنجاکه داده‌ها به‌صورت ترکیبی هستند، در گام اول پژوهش، از آماره اف. لیمر به‌منظور انتخاب از بین مدل رگرسیون داده‌های تلفیقی و یا مدل رگرسیون داده‌های تابلویی، استفاده

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

شده است. درصورتی‌که رگرسیون داده‌های تلفیقی انتخاب شد، اقدام به انجام آزمون رگرسیون به روش داده‌های تلفیقی می‌شود؛ اما در صورت انتخاب داده‌های (تابلویی) پانل، گام بعدی تصمیم‌گیری در مورد انتخاب یکی از دو روش اثرات ثابت یا تصادفی است. برای بررسی اثرات ثابت یا تصادفی از آزمون هاسمن استفاده می‌کنند.

قبل از تخمین مدل لازم است که روش تخمین آن مشخص گردد که برای این منظور از آزمون F لیمر استفاده شده است. نتایج آزمون فوق در جدول شماره (۳) منعکس شده است.

جدول شماره (۳)، نتایج آزمون اف. لیمر و هاسمن.

آزمون	آماره	سطح معناداری	نتیجه
آزمون F لیمر	٦/۱۰٦	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی
آزمون هاسمن	۸۲/۷٥٤	۰/۰۰۰	اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهشگران

همان‌طور که نتایج نشان می‌دهد، سطح معناداری آماره F لیمر کوچک‌تر از ۵٪ است؛ بنابراین روش مورد استفاده برای تخمین، تابلویی (پانل) است. از آنجایی که سطح معناداری آزمون هاسمن نیز کوچک‌تر از ۵٪ است؛ لذا مدل موردنظر، از نوع اثرات ثابت است.

نتایج آزمون فرضیه اول و دوم

جدول شماره (٤)، نتایج آزمون فرضیه اول و دوم.

متغیر مستقل	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	β	-۱/٥۸٦	-۷/۱۹۳	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۰/٤۱۹	-۱۳/٤۱٤	۰/۰۰۰
محافظه‌کاری شرطی	CONS-C	-۰/۳۷۹	-٥/۳٤٤	۰/۰۰۰
سود عملیاتی	OP	-۰/۳٤۱	-٤/۸٤۲	۰/۰۰۰
رشد فروش	*SG*	-۰/۰۰۷	-۱/٥۲٥	۰/۱۲۷
جریان نقد عملیاتی	CFO	۰/۲٦۰	٤/٥٦۱	۰/۰۰۰
اندازه	SIZE	۰/۳۱٤	۸/۸٤۳	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل‌شده R^2	۰/٦٥	آماره F	F-Ststistic	۹/۸۹۸
آماره دوربین واتسون	۲/٤۱	سطح معناداری	Prob(F-Ststistic)	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگران

فرضیه اول و دوم پژوهش با استفاده از رابطه شماره (۳) آزمون شده است. با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول (۴) و با توجه آماره F به‌دست‌آمده (۹/۸۹۸) و سطح معناداری آن (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا کرد که در سطح اطمینان ۹۹ درصد، درمجموع الگوی رگرسیون از

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل‌شده به‌دست‌آمده برای الگو که برابر ۶۵ درصد است، می‌توان ادعا کرد که مجموع متغیرهای مستقل و کنترلی تحقیق ۶۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. همچنین آماره دوربین واتسون ۲/۴۱ می‌باشد که این مقدار بین ۱/۵ تا ۲/۵ است که نشان‌دهنده عدم خودهمبستگی بین متغیرها هست.

در فرضیه اول به بررسی تأثیر اهرم مالی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری پرداخته شده است. با توجه به نتایج به‌دست‌آمده در جدول (۴) از تخمین مدل و ضریب اهرم مالی (۰/۴۱۹-) و سطح معناداری آن (۰/۰۰۰) می‌توان ادعا کرد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، اهرم مالی تأثیر معکوس و معناداری بر ناکارایی سرمایه‌گذاری دارد.

در فرضیه دوم به بررسی تأثیر محافظه‌کاری شرطی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری پرداخته شده است. با توجه به نتایج به‌دست‌آمده در جدول (۴) از تخمین مدل و ضریب محافظه‌کاری (۰/۳۷۹-) و سطح معناداری آن (۰/۰۰۰) می‌توان ادعا کرد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، محافظه‌کاری تأثیر معکوس و معناداری با ناکارایی سرمایه‌گذاری دارد. همچنین جریان نقد عملیاتی و اندازه شرکت تأثیر مستقیم برناکارایی سرمایه‌گذاری دارند و نیز سود عملیاتی تأثیر معکوس و معناداری بر ناکارایی سرمایه‌گذاری دارد.

۷- نتیجه‌گیری

در پژوهش حاضر، تأثیر اهرم مالی و محافظه‌کاری شرطی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بررسی گردید. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد اهرم مالی با ناکارایی سرمایه‌گذاری ارتباط منفی و معناداری دارد. نتیجه این پژوهش با نتایج پژوهش اوموتلو[1](۲۰۰۹) و سانگ[2](۲۰۰۹) منطبق و همسو است. نتایج آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد که رابطه منفی و معناداری بین محافظه‌کاری شرطی و ناکارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد. نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش‌های فخاری و رسولی (۱۳۹۲) و گارسیا لارا و همکاران (۲۰۱۰) منطبق و همسو است.

پرداختن به ارتباط اهرم مالی و رفتار سرمایه‌گذاری، از این جنبه بااهمیت است که بسیاری از تئوری‌های ساختار سرمایه بیان می‌کنند که ارتباط بین اهرم مالی و سرمایه‌گذاری بدین دلیل است که احتمالاً شرکت‌هایی با اهرم مالی بالا نخواهند توانست از فرصت‌های رشد آتی خود استفاده کنند. همچنین، شرکت‌هایی با فرصت رشد آتی کمتر باید از مصرف کردن وجه نقد در

1 Umutlu
2 Sung

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

پروژه‌های ضعیف پرهیز نمایند. ازآنجاکه مدیران، میزان اهرم مالی را بر اساس اطلاعات محرمانه، انتخاب می‌کنند. سیاست بدهی می‌تواند معیاری بر سرمایه‌گذاری بهینه شرکت‌ها باشد. همچنین یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که محافظه‌کاری، دارای منابع اطلاعاتی است که موجب کاهش سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد بهینه و سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد بهینه و درنتیجه موجب کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. با توجه به نقش اطلاعاتی محافظه‌کاری، به نظر می‌رسد دلیل این امر این است که سیاست محافظه‌کاری موجب بهبود نظارت بر رفتار و تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت از طریق کاهش درجایی که مدیران تمایل به سرمایه‌گذاری بیش‌ازاندازه دارند، می‌شود و هم‌چنین موجب تسهیل دسترسی به تأمین مالی خارجی ارزان‌قیمت از طریق افزایش سرمایه‌گذاری درجایی که مدیران مایلند سرمایه‌گذاری کمتر از حد داشته باشند، می‌شود.

۸-پیشنهادهای پژوهش

۸-۱- پیشنهادهای حاصل از نتایج پژوهش

به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی ازجمله سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود قبل از هرگونه تصمیمی مبنی بر اینکه در چه شرکتی سرمایه‌گذاری کنند، فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت را در سال‌های گذشته، از طریق نسبت‌های معرفی شده در این پژوهش مورد تجزیه و تحلیل قرار دهند و شرکت‌هایی را انتخاب کنند که دارای نسبت بهتری هستند؛ و نیز به مدیران پیشنهاد می‌شود در تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری فقط به بازده کوتاه‌مدت آن توجه نکنند زیرا مخارج سرمایه‌ای در بلندمدت باعث افزایش ارزش شرکت و ثروت سهامداران خواهد شد. مراجع مسئول تدوین استانداردهای حسابداری از نتایج این پژوهش در ارزیابی‌هایشان برای پررنگ کردن نقش محافظه‌کاری استفاده نمایند.

۸-۲-پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود پژوهش حاضر را در سطح صنایع مختلف بورس مورد بررسی قرار دهند تا ویژگی‌های متفاوت صنایع و الزامات قانونی حاکم بر هر نوع خاص صنعت، در نظر گرفته شود. همچنین از آنجایی که افزایش کارایی سرمایه‌گذاری عاملی تأثیرگذار در افزایش ارزش شرکت و ثروت سهامداران است، اثر مکانیسم‌های دیگر همانند نقش حسابرس، سرمایه‌گذاران نهادی و یا حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار گیرد.

۹- محدودیت‌های پژوهش

محدودیت‌های که در اجرای پژوهش وجود داشته است و در تعبیر و تفسیر نتایج پژوهش و قابلیت تعمیم آن بایستی مورد ملاحظه قرار گیرد به شرح زیر است:

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۱) به علت برخی معیارهای گزینشی (مانند سال منتهی به پایان اسفندماه، عدم‌تغییر سال مالی و ...) در انتخاب شرکت‌ها و همچنین ناقص بودن داده‌های برخی شرکت‌ها، تعداد شرکت‌های مورد مطالعه به ۱۰۷ شرکت کاهش یافت؛ بنابراین، تعمیم نتایج این پژوهش به سایر شرکت‌ها با احتیاط صورت پذیرد.

۲) با توجه به استفاده از داده‌های مالی حسابرسی شده، طبیعی است که کیفیت نتایج این پژوهش تحت تأثیر کیفیت حسابرسی صورت‌های مالی قرار گیرد.

منابع و مآخذ

۱- تهرانی، رضا و حصار زاده، رضا (۱۳۸۸)؛" تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش و کم سرمایه‌گذاری"،**مجله‌ی تحقیقات حسابداری** ،۱(۳)، ۶۷-۵۰.

۲- رمضان احمدی، محمد و آقا ابراهیمیان، مریم (۱۳۹۳)؛" بررسی تأثیر محافظه‌کاری بر میزان افشاء اختیاری اطلاعات در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه حسابداری مالی**، ۶(۲۴)، ۹۸-۷۹.

۳- عظیمی، حسین (۱۳۷۵)؛ "نقش سیستم‌های حسابداری در توسعه‌ی اقتصاد ملی"، **ماهنامه‌ی حسابداری**،۱۰(۱۱۳)،۱۰-۳.

۴- فخاری، حسین و رسولی، شادی (۱۳۹۲)؛" بررسی اثر محافظه‌کاری و کیفیت اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری"،**پژوهش‌های تجربی حسابداری**، ۲(۸)، ۱۰۰-۸۱.

۵- محمود آبادی، حمید و مهتری، زینب (۱۳۹۰)؛"رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **مجله پیشرفت‌های حسابداری**،۲(۲)، ۱۴۰-۱۱۳.

۶- مدرس، احمد و حصار زاده، رضا (۱۳۸۷)؛" کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری"، **فصلنامه‌ی بورس اوراق بهادار**،۱(۲)،۱۱۶-۸۵.

۷- مراد زاده فرد، مهدی؛ فرج زاده، مریم؛ کرمی، شیما و عدل زاده، مرتضی (۱۳۹۳)؛" بررسی رابطه محافظه‌کاری و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به وضعیت تأمین مالی و مالکیت نهایی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی**،۱۱(۴۴)، ۱۱۶-۹۷.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۸- نمازی، محمد و غلامی، رضا (۱۳۹۳)؛" تأثیر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **دانش حسابداری**، ۵(۱۷)، ۴۸-۲۹.

۹- نوروش، ایرج و یزدانی، سیما (۱۳۸۹)؛" بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **پژوهش‌های حسابداری مالی**،۲(۲)، ۴۸-۳۲.

10- Ahmed, S. & Duellman, S (2007). "Accounting conservatism and board of director characteristics.An empirical analysis".**Journal of Accounting and Economics**, 43: 411-437.

11- Aoun, D. & Hwang, J. (2008). "The effects of cash flow and size on the investment decisions of ICT firms: A dynamic approach **"Information economics and policy**.Vol 20,120-134.

12- Ball, R., S. P. Kothari andA. Robin (2000). "The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings ". ***J*ournal of Accounting and Economics**, *29* (1): 1–52.

13- Biddle, G. & Hilary, G. (2006). "Accounting quality and firm-level capital investment".**The Accounting Review**, 81 (5), 963-982.

14- Biddle, G., Hilary, G. & Verdi, R. (2009). "How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency "Journal **of Accounting and Economics**, 48 (2-3), 112-131.

15- Garsia Lara, J. M., GarsiaOsma, B. & Penalva, F. (2010). "Accounting conservatism and firm investment efficiency".**http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1383642&http://www.google.com/search?hl=fa&q=Accounting+Conservatism+and+Firm+Investment+Efficiency&lr. [Online] [30 October 2010].**

16- Givoly, D. & C. Hayn. (2000). "The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: has financial reporting become more conservatism?" **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 29, pp. 287-320.

17- Gomariz, M. F. C.& Ballesta, J. P. S, (2014), "Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency" **Journal of Banking & Finance**, 40, 494–506.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

18- Lenard, M. & Yu, B. (2012). "Do Earnings Management and Audit Quality Influence Over-Investment by Chinese Companies? International".Journal of Economics and Finance, 4 (2): 21-30

19- Meyers, S. (1977). "Determinants of corporate borrowing".Journal **of Financial Economics**, 5, 147 -175.

20- Santhosh, R., Wang, Chan, Ch, & Yu, Y. (2013). "The Role of Financial Reporting Quality inMitigating the Constraining Effect of Dividend Policy on Investment decisions". **The Accounting review**, 88(3):1007-1039.

21- Sung C. Bae. (2009). "On the interactions of financing and investment decisions".**Managerial Finance,** 35 (8), 691-699.

22- Umutlu, M, (2009). "Firm leverage and investment decisions in an emerging market"**.Springer Science+Business Media B. V.**

23- Verdi, Rodrigo. S, (2006), "financial reporting quality and investment efficiency", **working paper, Sloan school of management, MIT.**

24- Watts, R. L. & Zou, l. (2013). "Accounting Conservatism and Firm Value: Evidence from the Global Financial Crisis". [On Line]: **http: //www. Ssrn .Com.**

25- Xiaodong. XU, Xia .WG, Nina .H (2013). "Accounting Conservatism, Ultimate Ownership and Investment Efficiency". **Electronic copy available at: http://ssrn.com/abstract =2103957**.

26- Yang, J. & Jiang, Y. (2008). "Accounting information quality, free cash flow and overinvestment: A chinese study ". **The Business Review**, 11 (1): 159-166.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]