

بررسی نقش واسطه‌ای اهرم مالی در تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

حمیدرضا جعفری دهکردی*

تاریخ ۲۱ / ۰۲ / ۹۵

تاریخ ۳۰ / ۰۵ / ۹۵

چکیده

این پژوهش با هدف بررسی و تبیین اقلام تأثیرگذار بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، به بررسی نقش اهرم مالی بر تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۲ انجام گرفته است. نتایج نشان داد که محافظه‌کاری در حسابداری بر اهرم مالی شرکت تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد و هم‌چنین اهرم مالی شرکت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معنی‌داری دارد. برای بررسی نقش واسطه‌ای اهرم مالی در تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها از روش رگرسیون چندگانه، روش بارون و کنی، استفاده گردید. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که اهرم مالی در تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نقش واسطه‌ای نسبی دارد. به عبارت دیگر حدود ۲۴ درصد تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری از طریق اهرم مالی (تأثیر غیر مستقیم یا واسطه‌ای) و حدود ۷۶ درصد تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری مستقیم است.

واژه‌های کلیدی: محافظه‌کاری در حسابداری، اهرم مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری.

طبقه‌بندی موضوعی: G14

مقدمه

افزایش سرمایه‌گذاری ناشی از شناخت و ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند منجر به رشد و توسعه اقتصادی شود (برنزتین و همکاران، ۱۹۹۸). یکی از مهمترین هدف‌های کشورهای در حال توسعه از جمله ایران، دستیابی به توسعه‌یافتگی است. مقایسه شاخص‌های توسعه‌یافتگی مانند سطح درآمد، درآمد هر سرمایه، ارزش بازار شرکت‌ها و تولید خالص ملی در ایران با سایر کشورهای توسعه یافته در آسیا مثل کره جنوبی، ژاپن و سنگاپور، نشان‌دهنده فاصله زیاد ایران با کشورهای توسعه یافته است. توسعه سرمایه‌گذاری ناشی از افزایش فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منجر به افزایش درآمد، تولید خالص ملی (GDP) و در نهایت توسعه و رشد اقتصادی می‌گردد (برنزتین و همکاران، ۱۹۹۸). مفهوم فرصت‌های سرمایه‌گذاری برای اولین بار توسط مایرز (۱۹۷۷) مطرح شد. او معتقد است که ارزش فرصت‌های سرمایه‌گذاری عبارت است از ارزش اختیارات (آپشن‌ها) در ایجاد سرمایه‌گذاری‌های آتی نامحدود در پروژه‌هایی با ارزش فعلی مثبت. به عبارت دیگر، ارزش فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر اساس احتمال شناسایی و اجرای پروژه‌هایی با ارزش فعلی مثبت توسط شرکت تعیین می‌گردد. جانز (۲۰۰۱) معتقد است که فرصت‌های سرمایه‌گذاری منعکس‌کننده مجموعه‌ای از پروژه‌ها با خالص ارزش فعلی مثبت است که جهت سرمایه‌گذاری می‌تواند پذیرفت. بطور کلی فرصت‌های سرمایه‌گذاری نشان‌دهنده توانایی بالقوه شرکت جهت انجام سرمایه‌گذاری‌های سودآور می‌باشد و هر چه توانایی انجام سرمایه‌گذاری شرکت در آینده بیشتر باشد، شرکت دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری است.

از آنجایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری یکی از عناصر اساسی در افزایش درآمد، ارزش شرکت‌ها و رشد و توسعه اقتصادی است (مایرز، ۱۹۷۷) شناسایی عوامل تعیین‌کننده فرصت‌های سرمایه‌گذاری، یکی از مهم‌ترین مسایل امروزی است. یکی از عوامل موثر بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، محافظه‌کاری در حسابداری است. محافظه‌کاری در بیان سنتی عبارتست از این که در شرایط ابهام هیچ سودی را پیش‌بینی نکن اما همه زیان‌ها را پیش‌بینی کن. با وجود انتقادهایی که تا کنون به محافظه‌کاری شده است محافظه‌کاری در حسابداری برای قرن‌ها دوام پیدا کرده و به نظر می‌رسد در چندین سال گذشته افزایش یافته باشد (واتز، ۲۰۰۳). باسو (۱۹۹۷) بیان می‌کند که محافظه‌کاری عبارتست از استفاده از درجات بالاتر قابلیت اتکاء برای شناسایی سودها و اخبار خوشایند (افزایش ارزش‌ها) و در مقابل استفاده از

درجات پایین‌تر قابلیت اتکا برای شناسایی و ثبت زیان‌ها و اخبار ناخوشایند (کاهش ارزش‌ها). محافظه‌کاری بعنوان کم‌نمایی پیوسته ارزش دفتری خالص دارایی‌ها نسبت به ارزش بازار آن‌ها نیز تعریف شده است (احمد، ۲۰۰۲). طبق تئوری محافظه‌کاری در حسابداری، شناسایی زودتر بدهی‌ها نسبت به دارایی‌ها، خبرهای بد نسبت به خبرهای خوب، زیان‌ها نسبت به سودها، در شرایط عدم اطمینان یا ابهام ناشی از حسابداری محافظه‌کارانه، باعث گزارشگری محافظه‌کارانه و افزایش سطح اهرم مالی نسبت به اهرم مالی واقعی می‌شود. اهرم مالی شرکت‌ها یکی از معیارهای مورد توجه اعتباردهندگان است که از ترازنامه شرکت‌ها قابل استخراج است. اهرم مالی شرکت و بالتبع ترازنامه می‌تواند با تغییر روش حسابداری (حسابداری محافظه‌کارانه) دستخوش تغییرات قرار گیرد. اهرم مالی بعنوان کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های پایان دوره تعریف شده است (حساس یگانه و شهریاری، ۱۳۸۹). افزایش اهرم مالی باعث کاهش ظرفیت استقراض آتی شرکت می‌شود (حجازی و همکاران، ۱۳۹۵؛ زلی، ۲۰۱۱). براساس تئوری سلسله مراتبی، شرکت‌های با بدهی بالا و ظرفیت استقراض پایین، مجبور به نادیده گرفتن و از دست دادن فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور می‌شوند.

یکی از مهم‌ترین فعالیت‌ها قبل از سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها مطالعه و تجزیه و تحلیل وضعیت مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سودآوری شرکت‌ها جهت افزایش ثروت است. شناسایی و ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور، مدیران را در رسیدن به این هدف یعنی افزایش ثروت شرکت یاری می‌کند. به عبارت دیگر با شناسایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب و سرمایه‌گذاری در آن‌ها، می‌توان ارزش شرکت را افزایش داد. بنابراین بررسی و مطالعه عوامل افزایش دهنده (کاهش دهنده) فرصت‌های سرمایه‌گذاری و در نتیجه، افزایش ثروت یکی از مهمترین مسائل امروزی است. بررسی ادبیات پژوهش در زمینه مالی نشان می‌دهد پژوهش‌هایی را که تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری بر اهرم مالی و همچنین تأثیر اهرم مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بررسی کرده‌اند، اما تاکنون نقش واسطه‌ایی اهرم مالی را بر تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های ایرانی، هنوز مورد آزمون قرار نگرفته است. بنابراین، این مطالعه تلاش می‌کند تا با بررسی اقلام تأثیر گذار بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، به بررسی نقش واسطه‌ایی اهرم مالی بر تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری بر فرصت سرمایه‌گذاری پردازد و این شکاف موجود در ادبیات پژوهش مربوط را پوشش دهد. به عبارت دیگر این پژوهش در صدد یافتن پاسخ به این سوال

است: آیا اهرم مالی نقش واسطه‌ای در تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد؟

پیشینه پژوهش

مطالعات بسیاری عوامل تأثیرگذار بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری را بررسی کرده‌اند. یکی از مهمترین این مطالعات توسط گاور و گاور (۱۹۹۳) کالاپور و تروملی (۲۰۰۱) بوده که فرصت‌های سرمایه‌گذاری را به صورت بنیادی مورد مطالعه قرار داده‌اند. آنها استدلال کرده‌اند که فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به عناصری همچون ویژگی‌های خاص شرکت‌ها از قبیل؛ هزینه‌های تحقیق و توسعه، سرمایه‌های انسانی و سرمایه‌های فیزیکی و ویژگی‌های صنعت از جمله؛ موانع ورود به حرفه، چرخه تولید محصولات، عناصر کلان اقتصادی، محیط رقابتی شرکت‌ها، کیفیت و تمایز محصولات بستگی دارد. در مطالعه روی شرکت‌های مالی، جو و همکاران (۱۹۹۴) شواهدی یافتند که کاهش اهرم مالی دارای تأثیر مثبت بر روی فرصت‌های سرمایه‌گذاری ۱۰۴۴ شرکت ژاپنی در دوره مالی از ۱۹۸۶ تا ۱۹۹۰ دارد. مایرز (۱۹۸۴) بیان کرده است که شرکت‌ها با فرصت سرمایه‌گذاری بالا، به منظور حفظ ظرفیت بهینه استقراض و استفاده از ظرفیت استقراض در آینده برای واکنش نسبت به فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور آتی، بدهیها را (اهرم مالی) در سطح پایینی نگه می‌دارند. گاور و گاور (۱۹۹۳) و اسمیت و واتر (۱۹۹۲) با اشاره به تئوری قراردادی معتقدند که مدیران در شرکت‌ها با بدهی‌های بالای پر ریسک ممکن است فرصت‌های سرمایه‌گذاری و پروژه‌ها با خالص ارزش فعلی مثبت بالقوه (سرمایه‌گذاری ناکافی) را به دلیل ادعای زیاد اعتباردهندگان نسبت به جریان نقدی ناشی از پروژه‌ها، رد کنند. اثر مثبت انعطاف‌پذیری مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری توسط مارچیکا و مورا (۲۰۱۰) از طریق بررسی بر روی داده‌هایی از ۴۲۹۰ شرکت انگلیسی از سال ۱۹۶۵ تا ۲۰۰۸ تأیید شده است. آن‌ها بر این باورند که به رغم وجود مزایای مختلف مالیاتی در تامین مالی، شرکت‌ها به استفاده از حداکثر مقدار ممکن بدهی در ساختار سرمایه تمایل ندارند. شرکت‌ها انعطاف‌پذیری مالی خود در سطح مطلوب برای پاسخگویی به فرصت‌های سرمایه‌گذاری نگه می‌دارند. این نتایج مطابق است با استدلال تئوری سلسله مراتب که اولویت در تامین مالی با منابع داخلی است نه منابع خارجی. ریاحی بلکویه (۲۰۰۲) و النجار و ریاحی بلکویه (۲۰۰۱) استدلال می‌کنند که سودآوری یک عامل

تعیین‌کننده رشد شرکت است که در فرصت‌های سرمایه‌گذاری نهفته است. آنها اعتقاد دارند که ارزش بازار شرکت، مجموع ارزش بازار فرصت‌های سرمایه‌گذاری و دارایی‌های ثابت و مشهود است. شرکت‌ها با دارایی‌های ثابت و مشهود بیشتر دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش کمتر و بالعکس است. آنها استدلال می‌کنند که بازده دارایی‌های ثابت و مشهود (سودآوری) یک عامل تعیین‌کننده ارزش دارایی‌های ثابت و مشهود است. بنابراین، ارتباط بین سودآوری و فرصت‌های سرمایه‌گذاری دور از ذهن نیست، اگر ارزش بازار شرکت ثابت فرض شود. بدیهی است که شرکت‌های سودآور با دستیابی به سطح قابل توجهی از جریان‌های نقدی و سرمایه‌گذاری مجدد آن جریان‌های نقدی، ریسک مالی ناشی از نگهداشت نقدینگی شرکت را کاهش می‌دهند (واتایو، ۲۰۱۲). تئوری سلسله‌مراتبی حاکی از اثر منفی سودآوری بر اهرم مالی است که منجر به افزایش ظرفیت بدهی و انعطاف‌پذیری مالی شرکت و در نهایت منجر به ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری در آینده می‌شوند (مایرز و ماجلو، ۱۹۸۴). تأثیر منفی سودآوری بر اهرم مالی به طور تجربی توسط راجان و زینگالس (۱۹۹۵) و والد (۱۹۹۹) تأیید شده است. قالیباف اصل و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی تحت عنوان محافظه‌کاری شرطی و انعطاف‌پذیری مالی به بررسی رابطه بین محافظه‌کاری شرطی و انعطاف‌پذیری مالی در ۸۸ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد میان محافظه‌کاری و انعطاف‌پذیری مالی رابطه‌ی معناداری وجود ندارد ولی رابطه مثبت و معناداری میان محافظه‌کاری و اهرم مالی شرکت وجود دارد. بنی‌مهد و میرعباسی (۱۳۹۱) رابطه بین محافظه‌کاری در حسابداری و بدهی در ۴۲ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را برای دوره زمانی ۱۳۷۹ الی ۱۳۸۶ مورد بررسی قرار می‌دهد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که محافظه‌کاری حسابداری اثری فزاینده بر بدهی دارد. این موضوع از نظر تئوری پذیرفته‌شده و مشابه نتایج تحقیقات خارجی می‌باشد. همچنین متغیرهای مداخله‌گری که می‌تواند بر رابطه بین محافظه‌کاری و بدهی اثرگذار باشد در این تحقیق کنترل شده است. متغیرهای مذکور شامل سطح فروش، شاخص سودآوری، اندازه شرکت و درصد مالکیت دولت است. نتایج تحقیق بر وجود رابطه معنی‌دار میان متغیرهای فوق و بدهی تأکید دارد. تاوما (۲۰۱۱) در پژوهشی ارتباط منفی بین محافظه‌کاری با سرمایه‌گذاری‌های شرکت و عملکرد عملیاتی آتی شرکت‌های مالی پی برد. او بیان می‌کند که محافظه‌کاری در حسابداری می‌تواند باعث از بین رفتن تمایل مدیران بر سرمایه‌گذاری و فراموش کردن خالص ارزش

فعلی مثبت پروژه‌ها شود. مجتهدزاده و فرشعی (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی رابطه محافظه‌کاری حسابداری و تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج این پژوهش حاکی از تأثیر منفی محافظه‌کاری در حسابداری بر سرمایه‌گذاری آتی شرکت می‌باشد. بطور کلی، بررسی ادبیات پژوهش در زمینه موضوع پژوهش نشان می‌دهد پژوهش‌هایی را که تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری بر اهرم مالی و همچنین تأثیر اهرم مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بررسی کرده‌اند، اما تاکنون نقش واسطه‌ای اهرم مالی را بر رابطه بین محافظه‌کاری در حسابداری و فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های ایرانی، هنوز مورد آزمون قرار نگرفته است.

تئوری محافظه‌کاری در حسابداری بیان می‌کند در مواردی که تردیدی واقعی در انتخاب بین دو یا چند روش گزارشگری وجود دارد، آن روشی باید انتخاب شود که کمترین اثر مطلوب بر حقوق صاحبان سهام داشته باشد (فلتهام و اولسون، ۱۹۹۵). در حسابداری محافظه‌کارانه، دارایی‌ها در شرایط تردید به پایین‌ترین حد ممکن و بدهی‌ها به بالاترین حد ممکن ارزیابی می‌شوند. به‌طور کلی از دیدگاه تئوری محافظه‌کاری در حسابداری، افزایش محافظه‌کاری در حسابداری باعث افزایش اهرم مالی (بدهی‌ها) می‌شود. بنابراین به توجه به مطالب فوق، فرضیه اول (H_1) این پژوهش عبارت است از: محافظه‌کاری در حسابداری اهرم مالی شرکت تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد.

طبق تئوری هشداردهنده، شرکت‌ها باید ظرفیت بالقوهء گرفتن وام یا استقراض را برای خود نگه دارند تا در صورت فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور از این ظرفیت استفاده کنند و نه این که به ناگزیر سهام عادی منتشر کنند و شرایط را نامساعد کنند. طبق تئوری سلسله مراتب (ترجیحی) شرکت‌ها تأمین مالی درونی را ترجیح می‌دهند. مدیران شرکت‌ها یک سطح پایینی از اهرم مالی را در ساختار سرمایه شرکتشان در نظر می‌گیرند و ظرفیت استقراض خارجی خود را برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور آتی محفوظ می‌دارند (نوروش و یزدانی، ۱۳۸۹). اهرم حاوی هشدار حاکمی از اطلاعات مدیران درباره فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. تئوری‌های ساختار سرمایه بیان می‌کنند که مدیران شرکت‌هایی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب باید اهرم کمتری انتخاب نمایند، زیرا اگر آنها میزان بدهی خارجی خود را افزایش دهند، قادر نخواهند بود از مزایای فرصت‌های سرمایه‌گذاری‌شان استفاده کنند و در نتیجه ارتباط منفی میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اهرم ایجاد می‌شود، زیرا مدیران شرکت‌هایی با

فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا، اهرم پایین را انتخاب خواهند کرد. سانگک با (۲۰۰۹) به طور تجربی به بررسی ارتباط بین اهرم مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های صنعتی چین پرداخت. وی برای اندازه‌گیری اهرم مالی از چهار نسبت استفاده کرد؛ نسبت بدهی به ارزش دفتری سرمایه (ارزش دفتری سهام عادی بعلاوه ارزش دفتری سهام ممتاز)، نسبت بدهی به ارزش بازار سرمایه (ارزش بازار سهام عادی به اضافه ارزش دفتری سهام ممتاز)، نسبت بدهی بلندمدت به ارزش دفتری سرمایه (ارزش دفتری سهام عادی بعلاوه ارزش دفتری سهام ممتاز) و نسبت بدهی بلندمدت به ارزش بازار سهام (ارزش بازار سهام عادی به اضافه ارزش دفتری سهام ممتاز). برای اندازه‌گیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری از نسبت بازار به ارزش دفتری سهام عادی استفاده شد. همچنین شرکت‌ها با توجه به نوع صنعت طبقه‌بندی شدند. وی بیان نمود که انتظار می‌رود گرایش آن دسته از شرکت‌های چینی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری دارند، به سوی وام‌گیری کمتر باشد.

آستامی و تاور (۲۰۰۶) به بررسی ویژگی‌های شرکت و انتخاب روش‌های حسابداری در آسیای پاسیفیک (شامل استرالیا، هنگ‌کنگ، اندونزی، سنگاپور و مالزی) پرداختند. نتایج به دست آمده از پژوهش آنها نشان داد که اهرم مالی پایین‌تر، تمرکز مالکیت کمتر (پراکندگی مالکیت بیشتر) و مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر، به اعمال محافظه‌کاری بیشتری در صورت‌های مالی منجر می‌شود.

میرز (۱۹۹۷) در پژوهشی، تأثیر عواملی را که متعاقب بدهی ایجاد می‌شود، بر استراتژی سرمایه‌گذاری بهینه سهامداران و مدیران تحلیل نمود. وی چنین 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) به جای سهامداران بر اعتباردهندگان منتقل می‌شود. در نتیجه، شرکت‌هایی که اهرم بالایی دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که اهرم پایین‌تری دارند - فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد کمتری خواهند داشت. با توجه به مطالب ذکر شده فرضیه دوم (H_2) این پژوهش عبارت است از: اهرم مالی شرکت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معنی‌داری دارد.

رزاک و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی تأثیر محافظه کاری در حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های عضو بورس چین پرداختند. نتایج این پژوهش نشان از تأثیر مثبت و معنی داری محافظه کاری در حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری است. نتایج این پژوهش همچنین نشان داد که محافظه کاری مشروط و نامشروط حسابداری هر دو باعث کاهش بیش از حد و کمتر از حد سرمایه‌گذاری کردن می‌گردد. مرادزاده فرد و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی رابطه بین محافظه کاری و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به وضعیت تأمین مالی و مالکیت نهایی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای این منظور تعداد ۷۰۸ شرکت، طی ۱۳۸۷-۱۳۹۱، مورد بررسی قرار دادند. نتایج آنها نشان می‌دهد که در شرکت‌هایی که نیاز به تأمین مالی خارجی ندارند، رابطه محافظه کاری 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 شبه دولتی است، رابطه محافظه کاری و سرمایه‌گذاری منفی هست. گرجی چگینی نژاد و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی رابطه بین محافظه کاری مشروط و نامشروط بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای این منظور تعداد ۱۲۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی ۲۰۱۳-۲۰۰۹، مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاکی از تأثیر مثبت و معنی داری محافظه کاری مشروط بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تأثیر مثبت و عدم معنی داری محافظه کاری نامشروط بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. براساس مباحث نظری فوق این چنین می‌توان استدلال نمود که محافظه کاری در حسابداری باعث افزایش در اهرم مالی شرکت می‌شود (آوان و همکاران، ۲۰۱۰؛ اسدی و جلالیان، ۱۳۹۱) و افزایش در اهرم مالی شرکت باعث کاهش در فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌شود (ریاحی بلکوئی، ۲۰۰۲). عبارت دیگر می‌توان پیش‌بینی کرد که محافظه کاری در حسابداری با افزایش در اهرم مالی باعث کاهش فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌شود. بنابراین در راستای پاسخ به سوال اصلی این پژوهش و با توجه به مطالب ذکر شده فرضیه فرضیه سوم (H_۳) این پژوهش عبارت است از؛ اهرم مالی در تأثیر محافظه کاری در حسابداری شرکت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری نقش واسطه‌ای دارد.

روش پژوهش

پژوهش پیش رو با توجه به شیوه جمع آوری داده‌ها توصیفی و از نوع تحلیل همبستگی است. از نظر منطق اجرای پژوهش، این پژوهش قیاسی است همچنین این پژوهش از دید هدف، کاربردی است. از نوع داده‌ها، پژوهش حاضر از جمله پژوهش‌های کمی است. از لحاظ زمان انجام پژوهش، طولی و گذشته‌نگر است. نمونه آماری شامل ۸۹ شرکت طی ۷ سال در دوره زمانی ۱۳۹۲-۱۳۸۶ و ۶۴۴ مشاهده می‌باشد. در این پژوهش ابتدا آماری توصیفی متغیرها، بررسی می‌شود و سپس همبستگی بین متغیرهای مربوط با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بررسی می‌گردد. با استفاده از روش رگرسیون بارون و کنی (۱۹۸۶)، نقش واسطه‌ای اهرم مالی در رابطه بین محافظه‌کاری در حسابداری و فرصت سرمایه‌گذاری بررسی می‌گردد. در این پژوهش با استخراج مستقیم داده‌های مورد نیاز از صورتهای مالی، پایگاه اطلاعاتی تدبیر پرداز و سایت سازمان بورس، مجموع داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها جمع‌آوری شده است. با توجه به ویژگی داده‌ها یعنی مشاهدات مربوط به شرکت‌ها در در دوره‌های زمانی یکسان، روش داده‌های تابلویی متعادل استفاده می‌شود. آزمون فرضیه با استفاده از نرم افزار Stata انجام می‌شود. در این پژوهش برای اندازه‌گیری شاخص محافظه‌کاری، از مدل گیولی و هاین (۲۰۰۰) استفاده خواهد شد. شاخص محافظه‌کاری بر اساس مدل مزبور بصورت زیر محاسبه می‌شود:

اقدام تعهدی عملیاتی از تفاوت سود خالص و جریان نقدی عملیاتی بعلاوه هزینه استهلاک به دست می‌آید.

$$\text{اقدام تعهدی اختیاری} = \frac{\text{شاخص محافظه کاری}}{\text{جمع داراییهای اول دوره}} * (-1)$$

گیولی معتقد است اگر اقدام تعهدی افزایش یابد، در آن صورت محافظه‌کاری کاهش می‌یابد و بر عکس، از این رو برای تعیین جهت تغییرات محافظه‌کاری اقدام تعهدی در عدد منفی یک ضرب می‌شود. بعبارت دیگر، اگر تفاوت جمع سود خالص و استهلاک از خالص جریان نقد عملیاتی (اقدام تعهدی) بیشتر باشد یعنی اقدام تعهدی افزایش یافته و محافظه‌کاری در حسابداری کاهش می‌یابد. بنابراین اقدام تعهدی در عدد ۱- ضرب می‌شود تا شاخص محافظه‌کاری در حسابداری بدست آید.

کالاپور و ترامبلی (۱۹۹۹) معتقدند که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیانگر فرصت‌های رشد یک شرکت است که غیر قابل مشاهده می‌باشند و به وسیله متغیرهای شاخص آن تخمین زده می‌شود. شاخص‌های نماینده فرصت‌های سرمایه‌گذاری در ادبیات حسابداری و مالی در چهار دسته تقسیم می‌شوند: الف) شاخص‌های مبنی بر قیمت. ب) شاخص‌های مبنی بر سرمایه‌گذاری. ج) شاخص‌های مبنی بر واریانس. د) شاخص‌های ترکیبی. از آنجایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری متغیری غیر قابل مشهود است، اتفاق نظر در مورد شاخصی مناسب برای اندازه‌گیری فرصت سرمایه‌گذاری وجود ندارد. بنابراین جهت اندازه‌گیری فرصت سرمایه‌گذاری با استفاده از روش تحلیل عاملی یک شاخص ترکیبی از سه شاخص زیر بعنوان نماینده فرصت سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود. (ریاحی بلکوئه، ۲۰۰۲)

۱) ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها (هاتچینسون و گیول، ۲۰۰۴)

۲) ارزش بازار سرمایه به ارزش دفتری سرمایه (گاور و گاور، ۱۹۹۳)

۳) سود هر سهم به قیمت هر سهم (اسمیت و واتس، ۱۹۹۲)

ارزش بازار دارایی برابر است با ارزش بازار سرمایه بعلاوه ارزش بدهی‌ها می‌شود.

اهرم مالی متغیر واسطه‌ای است. یافته‌های جو و همکاران (۱۹۹۴) حاکی از این است که کاهش اهرم مالی دارای تأثیر مثبتی روی فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارد. اهرم مالی به شرح زیر محاسبه می‌گردد:

$$\text{اهرم مالی} = \frac{\text{بدهی‌های بلند مدت}}{\text{کل دارایی‌ها}}$$

جهت تصریح بهتر مدل رگرسیونی پژوهش از اندازه شرکت و سودآوری و انعطاف‌پذیری مالی به عنوان متغیر کنترل به شرح زیر استفاده خواهد شد.

لگاریتم کل دارایی‌های شرکت = اندازه شرکت = SIZ

$$\text{ROA} = \frac{\text{سود قبل از کسر بهره و مالیات}}{\text{کل داراییها}} = \text{سود آوری}$$

$$\text{FF} = \frac{\text{وجه نقد و معادل وجه نقد}}{\text{خالص ارزش دفتری داراییها}} = \text{انعطاف پذیری مالی}$$

مراحل اجرای روش رگرسیونی بارون و کنی (۱۹۸۶) و مدل‌های این پژوهش به شرح زیر است:
مرحله اول: اجرای رگرسیون بین محافظه کاری در حسابداری و فرصت سرمایه‌گذاری
(رابطه مستقیم)

مرحله دوم: اجرای رگرسیون بین محافظه کاری در حسابداری و اهرم مالی

مرحله سوم: اجرای رگرسیون بین اهرم مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری

مرحله چهارم: اجرای همزمان رگرسیون تأثیر محافظه کاری در حسابداری و اهرم مالی بر
فرصت‌های سرمایه‌گذاری

نقش واسطه‌ایی (تأثیر غیر مستقیم محافظه کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری از طریق اهرم مالی) می‌تواند به دو صورت کامل یا نسبی باشد. اگر تأثیر محافظه کاری در حسابداری (متغیر مستقل) روی فرصت‌های سرمایه‌گذاری (متغیر وابسته) در مدل چهارم کمتر از مدل اول باشد، اهرم مالی نقش واسطه‌ایی نسبی خواهد داشت، یعنی هر دو متغیر محافظه کاری در حسابداری و اهرم مالی می‌توانند فرصت‌های سرمایه‌گذاری (متغیر وابسته) را پیش‌بینی کنند. اگر تأثیر محافظه کاری در حسابداری (متغیر مستقل) روی فرصت‌های سرمایه‌گذاری (متغیر وابسته) در مدل چهارم معنی‌دار نباشد، اهرم مالی نقش واسطه‌ایی کامل خواهد داشت، بدین معنی که متغیر محافظه کاری در حسابداری تنها بواسطه اهرم مالی می‌تواند فرصت‌های سرمایه‌گذاری (متغیر وابسته) را پیش‌بینی کند. در غیر این صورت اهرم مالی نقش واسطه‌ایی ندارد. جهت تست مجدد معنی‌دار بودن تأثیر غیر مستقیم محافظه کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری از طریق اهرم مالی از تست سبل، آروین و گودمن (۱۹۸۲) استفاده می‌شود.

یافته‌های پژوهش

نگاره شماره ۱، بیان‌کننده آمار توصیفی مربوط به متغیرها برای دوره زمانی در نظر گرفته شده این تحقیق یعنی سال ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۲ بعد از ترمیم داده‌های پرت می‌باشد. آمار توصیفی گزارش شده نشان می‌دهد که مقادیر چولگی و کشیدگی پس از ترمیم داده‌های پرت در نزدیکی محدوده قابل قبول می‌باشد. دامنه مقادیر چولگی ۰/۹۱۴- به ۱/۷۱۳ در حالی که دامنه مقادیر کشیدگی از ۲/۵۵۸ به ۳/۸۳۴ است. نتایج آزمون نرمال بودن متغیرها (کلموگروف-

اسمیرنوف) حاکی از عدم توزیع نرمال داده‌ها می‌باشد. تاباچناک و فیدل (۲۰۰۷) بر این باورند که هنگامی که اندازه نمونه بزرگ باشد، یک متغیر با چولگی و کشیدگی زیاد از نظر آماری تأثیر معنی‌دار بر نتیجه تجزیه و تحلیل نمی‌گذارد و نمونه با حجم زیاد نرمال تلقی می‌شود. علاوه بر این در رگرسیون چندگانه، مسئله مهم‌تر توزیع نرمال باقیمانده است و عدم توزیع نرمال داده‌ها با حجم نمونه بالا کم اهمیت است (تاباچناک و فیدل، ۲۰۰۷).

نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آماره کلموگروف-اسمیرنوف	کشیدگی	چولگی	انحراف معیار	میانگین	حداکثر	حداقل	تعداد مشاهدات
***۱۰/۵۹۹	۳/۶۸۲	۱/۲۳۵	۰/۷۸۶	۰/۹۳۱	۰/۰۹۵	۰/۰۳۲	۶۲۳
***۵/۶۰۲	۳/۸۳۴	۱/۷۱۳	۰/۵۵۲	۰/۹۹۸	۳/۱۹۹	۰/۳۷۵	۶۲۳
***۸/۴۰۶	۲/۵۸۸	-۰/۳۱۴	۰/۲۱۵	۰/۱۹۲	۰/۶۹۹	-۰/۴۷۶	۶۲۳
***۱۰/۴۸۷	۳/۱۳۱	-۰/۴۶۳	۰/۲۳۲	-۰/۰۹۱	۰/۷۴۳	-۰/۷۹۱	۶۲۳
***۱/۴۷۲	۳/۸۲	-۰/۹۱۴	۰/۱۹۹	۰/۵۹۳	۰/۸۹۷	۰/۱۰۶	۶۲۳
***۱/۴۸۹	۲/۸۹	۰/۴۶۱	۰/۵۵۴	۶/۰۸۲	۷/۸۳۶	۴/۸۳۲	۶۲۳
***۹/۴۳۸	۳/۴۲۴	۱/۱۲۴	۰/۱۶۳	۰/۱۴۲	۰/۶۹۸	-۰/۲۳	۶۲۳
***۱۱/۷۴۶	۲/۶۵۲	۰/۸۶۶	۰/۲۳۱	۰/۲۷	۰/۸۸۴	۰/۰۱	۶۲۳

*** معنی داری در سطح ۰/۰۵

با توجه به نگاره ۱، میانگین محافظه‌کاری در حسابداری منفی می‌باشد (۰/۰۹۱-). این نشان‌دهنده عدم محافظه‌کاری در حسابداری در شرکت‌های عضو نمونه است. نگاره ۱ هم‌چنین نشان می‌دهد که میانگین ارزش بازار به ارزش دفتری سرمایه (MBVE=۰/۹۳۱) و میانگین ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها (MBVA=۰/۹۹۸) کمتر از یک است. یعنی ارزش بازار دارایی و سرمایه بیشتر از ارزش دفتری آن‌ها نیست. مایرز (۱۹۷۷) معتقد است که افزایش ارزش بازار دارایی و سرمایه نسبت به ارزش دفتری آنها نشان‌دهنده ارزش فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. بنابراین قابل پیش‌بینی است که میانگین فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های عضو نمونه آماری این پژوهش وضعیت مطلوبی نداشته باشند. فرصت سرمایه‌گذاری از طریق تجزیه مولفه‌های اصلی (تحلیل عاملی)، با ترکیبی از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی (MBVA)، نسبت ارزش بازار به حقوق صاحبان سهام (MBVE) و سود هر سهم به قیمت هر سهم (EP) برای تمام شرکت‌ها ساخته شده، و سپس تجزیه و تحلیل

رگرسیون انجام خواهد شد. در ابتدا مناسب بودن تحلیل عاملی با توجه به داده‌ها توسط تست آماری کمو ((Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) بررسی و سپس کفایت نمونه برای تحلیل عاملی از طریق آزمون بارتلت (Bartlett test) تعیین می‌شود. آماره آزمون کمو (KMO) باید حداقل ۰.۵۰ باشد و نتیجه آزمون بارتلت (Bartlett test) باید معنی‌دار باشد. نگاره ۲ خلاصه از نتایج تحلیل عاملی را نشان می‌دهد. با توجه به نگاره ۲ هر دو آزمون، مناسب بودن تحلیل عاملی با توجه به داده‌ها (KMO، ۰/۶۴۶ > ۰/۵) و مناسب بودن اندازه نمونه برای تحلیل عاملی مورد استفاده در پژوهش (آزمون بارتلت معنی‌دار است) تایید می‌شوند.

مقادیر ارزش ویژه بالاتر از ۱ نشان‌دهنده شاخص‌های فرصت سرمایه‌گذاری است. از آنجا که طبق نگاره ۲ تنها یک ارزش ویژه مقدارش بیشتر از ۱ است، پس تنها یک شاخص (عامل مشترک) برای اندازه‌گیری فرصت سرمایه‌گذاری وجود دارد. مطابق انتظارات با افزایش ارزش بازار، فرصت سرمایه‌گذاری افزایش یافته است، نگاره ۲ نشان می‌دهد که ارتباط بین عامل مشترک و هر دو MBVA و MBVE مثبت هستند، در حالی که ارتباط بین عامل مشترک و سود هر سهم تقسیم بر قیمت هر سهم (PE) منفی است. مایرز (۱۹۷۷) تایید می‌کند که ارزش بازار شرکت برابر با جمع ارزش دارایی‌های ثابت و ارزش فعلی فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. چونگ و همکاران (۱۹۹۱) استدلال می‌کنند که افزایش سودآوری مربوط به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت است نه فرصت‌های سرمایه‌گذاری و افزایش در ارزش سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت با فرض ثابت بودن ارزش بازار شرکت منجر به کاهش فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌شود. نگاره ۲ نشان می‌دهد که در تعامل بین سهم تغییر مورد استفاده برای اندازه‌گیری فرصت سرمایه‌گذاری، سهم (PE) بسیار پایین است (میزان مطلوب حداقل ۰/۵ است)، پس PE نمی‌تواند متغیر مطلوبی برای اندازه‌گیری فرصت سرمایه‌گذاری باشد. ضریب منفی PE در محاسبه فرصت سرمایه‌گذاری (۰/۱۱۰-) نیز حاکی از این واقعیت است. همچنین، نگاره ۲ نشان می‌دهد که سهم MBVA و MBVE در محاسبه فرصت‌های سرمایه‌گذاری ۰/۴۹۷، ۰/۴۹۹ و بیشتر از PE است. همان‌طور که در قسمت آمار توصیفی ذکر شده، میانگین MBVA و MBVE کمتر از ۱ است پس ارزش بازار کمتر از ارزش دفتری است. با در نظر گرفتن این میانگین پایین MBVA و MBVE و سهم بالای آنها در محاسبه فرصت سرمایه‌گذاری، انتظار پایین بودن فرصت‌های سرمایه‌گذاری برای این نمونه

آماره دور از ذهن نیست. نتایج نگاره ۲ نشان می‌دهد که میانگین فرصت‌های سرمایه‌گذاری (E۰۹-۴/۸۲-) بسیار پایین است.

نگاره (۲): خلاصه از نتایج تحلیل عاملی استفاده برای اندازه‌گیری فرصت سرمایه‌گذاری

MBVA	MBVE	PE	سه متغیر مورد استفاده برای اندازه‌گیری فرصت سرمایه‌گذاری
۰/۹۸۸	۰/۹۶۲	۰/۰۴۷	تعامل بین سه متغیر مورد استفاده برای اندازه‌گیری فرصت سرمایه‌گذاری
***۰/۹۸۱	***۰/۹۷۹	***۰/۲۱۷	همبستگی بین فرصت سرمایه‌گذاری و سه متغیر مورد استفاده
۱/۹۶۸	۰/۹۷۶	۰/۰۵۶	مقدار ارزش ویژه
۶۵/۵۸۸	۳۲/۵۴۷	۱/۸۶۵	درصد واریانس توضیح دهنده فرصت سرمایه‌گذاری توسط هر متغیر
۶۵/۵۸۸	۹۸/۱۳۵	۱۰۰/۰۰۰	جمع انباشته درصد واریانس توضیح دهنده فرصت سرمایه‌گذاری توسط هر متغیر
۰/۴۹۷	۰/۴۹۹	-۰/۱۱۰	ضریب امتیاز متغیر در محاسبه فرصت سرمایه‌گذاری
۰/۶۴۶			آماره تست کمو
***۱۳۸۳/۲۸			آماره آزمون بارتلت
میانگین	حداقل	حداکثر	آمار توصیفی فرصت سرمایه‌گذاری
-E۰۹-۴/۸۲	۱/۲۸۲-	۲/۳۹۳	
انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	
۱	۱/۳۶۲	۳/۳۳۶	

*** معنی داری در سطح ۰/۰۵، MBVE، ارزش بازار سرمایه تقسیم بر ارزش دفتری سرمایه = MBVA، ارزش

بازار دارایی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها = EP. سود هر سهم تقسیم بر قیمت هر سهم

برای بررسی نقش واسطه‌ای اهرم مالی در رابطه بین محافظه‌کاری در حسابداری و فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها از روش بارون و کنی (۱۹۸۶) استفاده گردید. با توجه به ساختار داده‌ها (پانل دیتا) و نتایج حاصل از آزمون‌های آزمون F (آزمون والد)، روش-پاگن لاگرانژ و هاسمن در نگاره ۳، روش اثرات ثابت برای همه مدل‌های این پژوهش استفاده گردید.

نگاره (۳): نتایج آزمون‌های مختلف برای انتخاب مدل مناسب در روش داده‌های با ساختار

پانل

مدل	نتیجه آزمون F (آزمون والد)	نتیجه آزمون چندگانه بروش-پاگن لاگرانژ	نتیجه آزمون هاسمن	نتیجه آزمون تأثیر زمان
۱	$F(4, 530) = 17/67***$	$\text{chibar}_2(0.1) = 146/90***$	$\text{chi}_2(4) = 30.37***$	$F(6, 524) = 31/63***$
۲	$F(4, 530) = 13/93***$	$\text{chibar}_2(0.1) = 98/56***$	$\text{chi}_2(4) = 30/69***$	$F(6, 524) = 1/69$
۳	$F(4, 530) = 20/98***$	$\text{chibar}_2(0.1) = 147/17***$	$\text{chi}_2(4) = 27/77***$	$F(6, 524) = 32/02***$
۴	$F(5, 529) = 19/23***$	$\text{chibar}_2(0.1) = 143/81***$	$\text{chi}_2(5) = 24/67***$	$F(6, 523) = 31/10***$

*** معنی داری در سطح ۰/۰۰۱

اکثر آزمون‌های آماری بر مفروضات زیربنایی در مورد متغیرهای مورد استفاده در تجزیه و تحلیل تاکید می‌کنند. اگر این مفروضات زیربنایی رعایت نشود نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل قابل اعتماد نیست. قبل از گزارش مدل رگرسیونی پژوهش، مفروضات اساسی رگرسیون بررسی می‌شود. نگاره ۴ خلاصه‌ای از نتایج مفروضات زیربنایی رگرسیون را نشان می‌دهد. آزمون والد تعدیل شده برای بررسی همسانی واریانس باقیمانده، آزمون ولدریج بررسی همبستگی در باقیمانده‌های مدل، از آزمون وابستگی مقطعی پسران برای بررسی وابستگی بین باقیمانده‌های مدل در یک شرکت با شرکت دیگر (وابستگی مقطعی / همبستگی همزمان) و آزمون عامل تورم واریانس جهت کشف همخطی بین متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد. براساس نگاره ۴ هیچ‌گونه ارتباطی بین باقیمانده‌های مدل در یک شرکت با شرکت دیگر وجود ندارد. از آنجایی که میانگین عامل تورم واریانس کمتر از ۱۰ است مشکل همخطی بین متغیرهای مستقل وجود ندارد، ولی باقیمانده‌ها مستقل نیستند و همچنین مشکل ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها وجود دارد. جهت برطرف کردن این مشکل‌ها از روش تخمین کوواریانس تحکیمی خوشه‌ای استفاده شده است.

نگاره (۴): آزمون‌های زیربنایی رگرسیون قبل از گزارش نتایج نهایی مدل‌های رگرسیون

مدل	نتیجه آزمون والد تعدیل شده	نتیجه آزمون ولدریج	نتیجه آزمون وابستگی مقطعی پسران
۱	$\chi^2(89) = 9216/57***$	$F(1, 88) = 19/891***$	Pesaran's test = -0/731
۲	$\chi^2(89) = 93517/80***$	$F(1, 88) = 6/296***$	Pesaran's test = -1/315
۳	$\chi^2(89) = 8197/10***$	$F(1, 88) = 17/737***$	Pesaran's test = -1/196
۴	$\chi^2(89) = 7279/36***$	$F(1, 88) = 16/979***$	Pesaran's test = -1/112
	نتیجه آزمون عامل تورم واریانس میانگین VIF		
۱	۱۰/۱		
۲	۱۰/۱		
۳	۱۷/۱		
۴	۲۱/۱		

***معنی داری در سطح ۰/۰۰۱

نگاره ۵ نتایج حاصل از رگرسیون را نشان می‌دهد. مطابق مطالب پیش گفته، در این پژوهش جهت آزمون فرضیه اصلی، یعنی نقش واسطه‌ای اهرم مالی در تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، از روش رگرسیونی بارون و کنی (۱۹۸۶) استفاده می‌شود. بر اساس این روش باید ابتدا تأثیر مستقیم محافظه‌کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری برآورد شود و سپس نقش واسطه‌ای اهرم مالی در تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بررسی گردد. نتایج مدل ۱ در نگاره ۵ نشان دهنده تأثیر مستقیم محافظه‌کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مدل ۴ نقش واسطه‌ای اهرم مالی در تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد. نتایج مدل ۲ در نگاره ۵ نشان دهنده تأثیر مثبت و معنی‌داری محافظه‌کاری در حسابداری بر اهرم مالی شرکت‌ها است (ضریب ۰/۱۴۶ و آماره تی ۳/۵۵۰). این نتیجه مطابق با پیش‌بینی‌های این پژوهش و تئوری محافظه‌کاری در حسابداری و پژوهش بنی مهد (۱۳۹۱) است و منجر به پذیرش فرضیه اول این پژوهش می‌گردد.

نگاره (۵): نتایج حاصل از رگرسیون

مدل	متغیر وابسته	متغیر مستقل و کنترلی	ضریب	آماره t	P> t
۱	IOS	CONSE	۰/۴۳۷-	۲/۹۲۰-	۰/۰۰۴
		SIZE	۰/۸۹۱-	۶۰۰. ۲-	۰/۱۱. ۰
		ROA	۱/۹۷۰	۵/۶۸۰	۰/۰۰۰
		FF	۰/۰۵۹	۰/۳۵۰	۰/۷۲۴
۲	LEVE	CONSE	۰/۱۴۶	۳/۵۵۰	۰/۰۰۱
		SIZE	۰/۱۲۸	۲/۲۶۰	۰/۰۲۶
		ROA	۰/۱۶۸-	۱/۶۹۰-	۰/۰۹۴
		FF	۰/۰۴۷-	۰/۵۳۰-	۰/۱۳۰
۳	IOS	LEVE	۰/۸۴۷-	۲/۵۹۰-	۰/۰۱۱
		SIZE	۰/۷۴۹-	۲/۵۴۰-	۰/۰۱۳
		ROA	۱/۸۹۸	۶/۰۹۰	۰/۰۰۰
		FF	۰/۰۳۲	۰/۱۹۰	۰/۸۴۸
۴	IOS	CONSE	۰/۳۳۴-	۲/۲۷۰-	۰/۰۲۶
		LEVE	۰/۷۶۹-	۲/۲۸۰-	۰/۰۲۵
		SIZE	۰/۷۵۰-	۲/۳۸۰-	۰/۱۹. ۰
		ROA	۱/۸۳۴	۵/۹۴۰	۰/۰۰۰
		FF	۰/۰۳۶	۰/۲۲۰	۰/۸۳۰

نتایج مدل ۳ در نگاره ۵ حاکی از تأثیر معنی‌دار و منفی اهرم مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری است (ضریب ۰/۸۴۷- و آماره تی ۲/۵۹۰-). این نتیجه مطابق با پیش‌بینی‌های این پژوهش و تئوری هشداردهنده و سلسله‌مراتب و پژوهش نوروش و یزدانی (۱۳۸۹) است و منجر به پذیرش فرضیه دوم این پژوهش می‌گردد. بر اساس روش رگرسیون بارون و کنی (۱۹۸۶) جهت آزمون فرضیه اصلی این پژوهش (فرضیه سوم) (اهرم مالی در تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری شرکت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری نقش واسطه‌ای دارد)، شرایط زیر باید حاکم باشد؛

(۱) محافظه‌کاری در حسابداری (متغیر مستقل) در مدل اول باید اثر معنی‌دار بر فرصت سرمایه‌گذاری (متغیر وابسته) داشته باشد. (۲) محافظه‌کاری در حسابداری (متغیر مستقل) در مدل دوم باید اثر معنی‌دار بر اهرم مالی (متغیر واسطه‌ای) داشته باشد. (۳) اهرم مالی (متغیر

واسطه‌ایی) در مدل سوم و چهارم باید اثر معنی‌دار بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری (متغیر وابسته) داشته باشد. نتایج نگاره ۵ حاکی از برقراری سه شرط فوق است. نقش واسطه‌ایی (تأثیر غیر مستقیم محافظه‌کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری از طریق اهرم مالی) می‌تواند به دو صورت کامل یا نسبی باشد. اگر تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری (متغیر مستقل) بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری (متغیر وابسته) در مدل چهارم نسبت مدل اول کمتر باشد، اهرم مالی نقش واسطه‌ایی نسبی خواهد داشت، یعنی هر دو متغیر محافظه‌کاری در حسابداری و اهرم مالی می‌توانند فرصت‌های سرمایه‌گذاری (متغیر وابسته) را پیش‌بینی کنند. اگر تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری (متغیر مستقل) روی فرصت‌های سرمایه‌گذاری (متغیر وابسته) در مدل چهارم معنی‌دار نباشد، اهرم مالی نقش واسطه‌ایی کامل خواهد داشت، یعنی متغیر محافظه‌کاری در حسابداری تنها بواسطه اهرم مالی می‌تواند فرصت‌های سرمایه‌گذاری (متغیر وابسته) را پیش‌بینی کنند. در غیر این صورت اهرم مالی نقش واسطه‌ایی ندارد. از آنجایی که نتایج در نگاره ۵ نشان می‌دهد که تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری بر روی فرصت‌های سرمایه‌گذاری در مدل ۴ (ضریب $0/334-$ و آماره تی $2/270-$) کمتر از مدل اول (ضریب $0/437-$ و آماره تی $2/920-$) است، بنابراین اهرم مالی نقش واسطه‌ایی نسبی در تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارد و دو متغیر محافظه‌کاری در حسابداری و اهرم مالی می‌توانند فرصت‌های سرمایه‌گذاری (متغیر وابسته) را پیش‌بینی کنند. این نتیجه مطابق با پیش‌بینی‌های این پژوهش و پژوهش‌های سانگ با (۲۰۰۹) و (ریاحی بلکوئی، ۲۰۰۲) است و منجر به پذیرش فرضیه سوم این پژوهش می‌گردد.

ضریب تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری در مدل اول $0/437-$ و در مدل چهارم $0/334-$ است. تفاوت این دو ضریب نشان‌دهنده میزان تأثیر واسطه‌ایی (غیر مستقیم) محافظه‌کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری از طریق اهرم مالی است. به عبارت دیگر در حدود ۲۴ درصد تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری از طریق اهرم مالی است و حدود ۷۶ درصد تأثیر مستقیم بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌گذارد.

$$\frac{(-0.334) - (-0.437)}{-0.437} * 100 = 23.6\%$$

نتایج نگاره ۶ نشان دهنده معنی دار بودن تأثیر غیر مستقیم محافظه کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری از طریق اهرم مالی از طریق آزمون سبل (۱۹۸۲) است. فرض صفر این آزمون عدم وجود نقش واسطه است که در این پژوهش این فرض رد شده و وجود نقش واسطه‌ای تایید می‌گردد.

نگاره (۶): نتایج آزمون سبل، آروین و گودمن

	Test statistic:	p-value
Sobel test	۱/۹۹۸۸-	۰/۰۴۵۰
Aroian test:	۱/۹۶۷۱-	۰/۰۴۹۹
Goodman test	۱/۹۷۵۰-	۰/۰۴۸۳

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل رگرسیون برای مدل‌های ۱، ۳ و ۴ در نگاره ۵ نشان می‌دهد که تأثیر مثبت و معنی دار بازده دارایی‌ها (ROA) (به عنوان شاخص سودآوری) بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری (IOS) است. این نتیجه سازگار با پیش‌بینی این پژوهش، و نتایج حاصل از ابور و همکاران (۲۰۱۰)، آدم و گوئیال (۲۰۰۸)، آلتنچار و ریاحی بلکویی (۲۰۰۱)، و اخترالدین و حسین (۲۰۰۸) است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل رگرسیون برای مدل‌های ۱، ۳ و ۴ در نگاره ۵ همچنین نشان می‌دهد که تأثیر انعطاف‌پذیری مالی (FF) بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری (IOS) معنی دار نیست. بعبارت دیگر انعطاف‌پذیری مالی (FF) بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری (IOS) تأثیری ندارد. اندازه شرکت (SIZE) تأثیر منفی و معنادار بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری (IOS) در مدل‌های ۱، ۳ و ۴ دارد. این نتیجه مغایر با پیش‌بینی این پژوهش و نتایج حاصل از پژوهش‌های قبلی مانند آلتنچار و ریاحی بلکویی (۲۰۰۱) و ریاحی بلکویی (۲۰۰۲) است. نگاره ۷ نشان‌دهنده سایر نتایج رگرسیون و مفروضات زیر بنایی آن می‌باشد.

ضریب تعیین تعدیل شده مدل در رگرسیون (R^2) نشان دهنده میزان دقت برازش داده‌ها توسط تابع رگرسیون (نیکویی برازش) است. ضریب تعیین نشان می‌دهد که تا چه حدی معادله رگرسیونی بدست آمده، تغییر در متغیر وابسته را نشان می‌دهد. به عنوان مثال ۳۵۲٪ تغییرات در فرصت‌های سرمایه‌گذاری در مدل ۱ به علت متغیرهای محافظه کاری در حسابداری، بازده دارایی‌ها، انعطاف‌پذیری مالی و اندازه شرکت است. یا مدل ۴ توان توضیح تا ۳۷۶٪ از تغییرات در فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت را دارد. علاوه بر ضریب تعیین، از آزمون F (F-statistic) جهت تعیین معنی داری متغیرهای توضیحی استفاده می‌شود. فرضیه صفر این

آزمون حاکی از این است که هیچ یک از ضرایب مدل آماری معنی‌دار نیست. اگر فرضیه صفر این آزمون رد نشود، یعنی این مدل ضعیف است و قادر به توصیف هر تغییر در متغیر وابسته نیست. نتایج نشان‌دهنده رد فرض صفر است. بنابراین مدل‌های آماری برآورد شده متناسب داده‌ها می‌باشند.

تکراه (۷): مفروضات زیر بنایی رگرسیون

مدل	F آماره	ضریب تبیین تعدیل شده	آزمون نرمال بودن باقیمانده ها-چارک برا	آزمون خطی بودن رابطه متغیر مستقل و وابسته
۱	F (۱۰/۸۸) =۱۸/۶۱***	۰/۳۵۲	Jarque-Bera = ۱/۲۶	F (۹/۸۸) = ۱/۳۱
۲	F (۴/۸۸) = ۸/۲۳***	۰/۲۱۸	Jarque-Bera = ۰/۲۹۱۲	F (۹/۸۸) = ۱/۹۷
۳	F (۱۰/۸۸) =۲۰/۷۲***	۰/۳۶۸	Jarque-Bera = ۵/۰۶	F (۹/۸۸) = ۱/۹۳
۴	F (۱۱/۸۸) =۱۹/۳۷***	۰/۳۷۶	Jarque-Bera = ۳/۹۲	F (۹/۸۸) = ۱/۳۰

***معنی داری در سطح ۰/۰۰۱

نگاره ۷ همچنین نتایج حاصل از تست خطی بودن رابطه بین متغیرهای وابسته و مستقل پس از برازش مدل رگرسیونی را نشان می‌دهد دستور Nlcheck توسط نرم افزار (STATA). فرضیه صفر این آزمون نشان‌دهنده رابطه خطی بین متغیرهای مستقل و وابسته است. از آنجایی که نتیجه این آزمون در همه ۴ مدل معنی‌دار نیست، فرض صفر این آزمون رد نمی‌شود و یکی دیگر از مفروضات اساسی رگرسیون برآورده می‌شود. در این پژوهش جهت بررسی نرمال بودن باقیمانده‌های ناشی از مدل رگرسیون، از آزمون چارک برا (Jarque-Bera) استفاده شده است. فرض صفر این آزمون نیز نشان‌دهنده توزیع نرمال باقیمانده‌ها بودند. نتایج نگاره ۷ مربوط به این آزمون حاکی از عدم معنی‌داری این آزمون و پذیرفته شدن فرض صفر این آزمون است. بنابراین فرض نرمال بودن باقیمانده‌ها به عنوان یکی از مفروضات اساسی رگرسیون برای هر ۴ مدل این پژوهش برآورده شد.

نتیجه‌گیری

هدف این مطالعه بررسی نقش واسطه‌ای اهرم مالی بر تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بود. بر این اساس فرض بر این است محافظه‌کاری در حسابداری با

افزایش اهرم مالی باعث کاهش فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌گردد که نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان داد که محافظه‌کاری در حسابداری بر اهرم مالی شرکت تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. این نتیجه مطابق با تئوری محافظه‌کاری در حسابداری که بیان می‌کند در مواردی که تردیدی واقعی در انتخاب بین دو یا چند روش گزارشگری وجود دارد، باید آن روشی انتخاب شود که کمترین اثر مطلوب بر حقوق صاحبان سهام داشته باشد (فلتهام و اولسون، ۱۹۹۵). در حسابداری محافظه‌کارانه، دارایی‌ها در شرایط تردید به پایین‌ترین حد ممکن و بدهی‌ها به بالاترین حد ممکن ارزیابی می‌شوند. این نتیجه مطابق با نتایج پژوهش انجام شده توسط بنی‌مهد (۱۳۹۱) در خصوص تأثیر مثبت محافظه‌کاری در حسابداری بر بدهی‌ها است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نشان داد، اهرم مالی شرکت تأثیر منفی و معنی‌داری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارد. این یافته مطابق با مباحث تئوری هشداردهنده است. بر اساس این تئوری، شرکت‌ها باید ظرفیت بالقوه گرفتن وام یا استقراض را برای خود نگه دارند تا در صورت فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور از این ظرفیت استفاده کنند و نه این که به ناگزیر سهام عادی منتشر کنند و شرایط را نامساعد کنند. طبق تئوری سلسله مراتب (ترجیحی) شرکت‌ها تأمین مالی درونی را ترجیح می‌دهند. مدیران شرکت‌ها سطح پایینی از اهرم مالی را در ساختار سرمایه شرکتشان در نظر می‌گیرند و ظرفیت استقراض خارجی خود را برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور آتی محفوظ می‌دارند (نوروش و یزدانی، ۲۰۱۰). این یافته همچنین مطابق است با نتایج پژوهش آوان و همکاران (۲۰۱۰) که در آن پژوهش تأثیر منفی اهرم مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های تولیدی در پاکستان اثبات گردید. همچنین این یافته مشابه یافته‌های پژوهش‌های انجام شده توسط فردیناند (۱۹۹۹) و ریاحی بلکویی (۲۰۰۰) در خصوص تأثیر منفی معنی‌دار اهرم مالی بر فرصت سرمایه‌گذاری است. مایرز (۱۹۸۴) بیان کرده است که شرکت‌ها با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا، بدهی‌ها را (اهرم مالی) در سطح پایینی نگه می‌دارند به منظور حفظ ظرفیت بهینه استقراض و استفاده از ظرفیت استقراض در آینده برای واکنش نسبت به فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور آتی می‌یابد. شرکت‌ها با سطح بالایی از اهرم مالی و ظرفیت بدهی کم، ریسک مالی بالاتری دارند و آنها باید بهره بیشتری برای تامین منابع مالی نسبت به نرخ بازدهی فرصت‌های سرمایه‌گذاری جدید بپردازند. در این صورت، اهرم مالی بالا منجر به کاهش فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌شود. به عبارت دیگر، هزینه سرمایه در شرکت‌هایی با ظرفیت بدهی بالا، پایین‌تر است نسبت به ظرفیت

بدهی پایین، که این باعث می‌شود که در خالص ارزش فعلی مثبت بیشتری ناشی از یک فرصت‌های سرمایه‌گذاری حاصل شود. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم بعنوان فرضیه اصلی این پژوهش نشان داد که اهرم مالی در تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری نقش واسطه‌ای دارد. این نتایج نشان داد که اهرم مالی نقش واسطه‌ای نسبی در رابطه بین محافظه‌کاری در حسابداری شرکت با فرصت‌های سرمایه‌گذاری نقش دارد. به عبارت دیگر حدود ۲۴ درصد تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری (CONSE) بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری (IOS) از طریق اهرم مالی (LEVE) (تأثیر غیر مستقیم یا واسطه‌ای) و حدود ۷۶ درصد تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری (CONSE) بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری (IOS) مستقیم است.

از آنجایی که اتخاذ رویکردهای گزارشگری محافظه‌کارانه منجر به کاهش ظرفیت استقراض در هنگام مواجهه با فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش‌بینی نشده می‌گردد، نتایج این تحقیق می‌تواند در اتخاذ رویکردهای گزارشگری محافظه‌کارانه، مورد توجه مدیران مالی قرار گیرد. به عبارت دیگر نتایج این پژوهش مدیران را از اهمیت نقش محافظه‌کاری در حسابداری، اهرم مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها آگاه می‌سازند. با توجه به تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری، اهرم مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، محققان و تحلیلگران اطلاعات مالی باید در پیش‌بینی برای رشد آتی شرکت به میزان بدهی‌ها و ظرفیت استقراض شرکت‌ها توجه نمایند. همچنین نهادهای استاندارد‌گذار باید در تدوین استانداردهای محافظه‌کاری به تأثیر این متغیر بر سایر متغیرهای اقتصادی از قبیل فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تابع سرمایه‌گذاری توجه خاص داشته باشند. در این پژوهش، برای سنجش میزان محافظه‌کاری از معیار باسو استفاده شده است. ممکن است استفاده از دیگر روش‌های اندازه‌گیری محافظه‌کاری مانند معیار خالص دارایی‌ها یا معیار مبتنی بر ارزش‌های بازار، نتایج متفاوتی به دنبال داشته باشد. در این پژوهش، برای اندازه‌گیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری از ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها، ارزش بازار سرمایه به ارزش دفتری سرمایه و سود هر سهم به قیمت هر سهم استفاده شده است. ممکن است استفاده از دیگر متغیرها مانند قیمت هر سهم به سود هر سهم یا مخارج تحقیق و توسعه به ارزش دفتری دارایی‌ها، نتایج متفاوتی به دنبال داشته باشد.

منابع

- اسدی، غلامحسین و جلالیان، رامین. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر ساختار سرمایه، سهامداران و بزرگی شرکت بر میزان اعمال محافظه کاری در شرکت‌ها. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۱۹، شماره ۶۷، ۱-۱۴.
- بنی مهد، بهمن و میر عباسی، سید سلمان فلاح. (۱۳۹۱). رابطه بین محافظه کاری حسابداری با تغییر حسابرس در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، دوره ۲، شماره ۷، ۹۵-۱۲۰.
- حجازی، رضوان و ولی زاده لاریجانی، اعظم و کیماسی، فرزانه. (۱۳۹۵). نقش ظرفیت بدهی در انتخاب استراتژیهای مؤثر به منظور کاهش مشکلات سرمایه گذاری کمتر از حد. *فصلنامه حسابداری مالی، سال هشتم*، شماره ۳۰، دوره دوم، ۹۳-۶۵.
- حساس یگانه، یحیی و شهریاری، علیرضا. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و محافظه کاری در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال دوم، شماره دوم، شماره پیاپی (۴). ۷۷-۹۴.
- قالیباف اصل، حسن و نیک روش، مهدی و دولت کامی، مصطفی و امامی، علی. (۱۳۹۴). محافظه کاری شرطی و انعطاف پذیری مالی. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، دوره ۴، شماره ۴، ۱۲۳-۱۰۷.
- مجتهدزاده، ویدا و فرشی، زهرا. (۱۳۹۱). بررسی رابطه محافظه کاری حسابداری و تصمیمات سرمایه گذاری مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۱۹، شماره ۶۷، ۹۱-۱۰۴.
- مراد زاده فرد، مهدی و فرج زاده، مریم و کرمی، شیما و عدل زاده، مرتضی. (۱۳۹۳). بررسی رابطه محافظه کاری و کارایی سرمایه گذاری با توجه به وضعیت تأمین مالی و مالکیت نهایی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*، دوره ۱۱، شماره ۴۴، ۹۷-۱۱۶.
- نوروش، ایرج و یزدانی، سیما. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *پژوهش‌های حسابداری مالی*، شماره ۲، ۳۵-۸۴.
- Abor, J. , Adjasi, C. K. D. , Bokpin, G. A. and Osei, K. A. (2010). Do Emerging Financial Markets Matter in Investment Opportunity Set? A Dynamic Panel Analysis. *Journal of Money, Investment and Banking* 14, 5-15.
- Adam, T. and Goyal, V. K (2008). The Investment Opportunity Set and its Proxy Variables: Theory and Evidence. *Journal of Financial Research* 31, 41-63.

- Ahmad, A. Billing, B K. Morton, R,M and Stanford-Harris, M. (2002). The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. *The Accounting Review*, 77, 867-890.
- Akhtaruddin, M. and Hossain, M. (2008). Investment opportunity set, ownership control and voluntary disclosures in Malaysia. *JOAAG*, 3, 25–39.
- Alnajjar, F. and Riahi-belkaoui, A. (2001). Growth opportunities and earnings management. *Managerial Finance*, 27, 72–81.
- Asadi, Gholam Hossein and Jalalian, Ramin. (1391). The Investigation of Impact of Capital Structure, Ownership Structure and Firm Size on Conservatism. *Accounting and Auditing Reviews, Volume 19 (67)*, 14-1. (In Persian)
- Astami, Emita. and Tower, Greg. (2006). Accounting Policy Choice and Firm Characteristics in the Asia PpacificRegion: An International EmpiricalTest of Costly Contracting Theory. *International Journal of Accounting*, 41,1-21.
- Bani Mahd, Bahman and Mir Abbasi, Seyed Salman Fallah. (1391). Relationship between Accounting Conservatism and Audit tenure in Companies listed in Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting and Audit Research*, 2 (7) , 95-120. (In Persian)
- Baron, R. M. and kenny, D. A. (1986). The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: conceptual , strategic and statistical considerations. *Journal of peronality and social psychology*,. 51,1173-1182.
- Basu. S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings, *Journal of Accounting and Economics*, 41, 324-337 .
- Borensztein, E. , De Gregorio, J. and Lee, J. W.) 1998 (. How does foreign direct investment affect economic growth? *Journal of International Economics* 1,115–135.
- Chung, K. H. , Wright, P. and Charoenwong, C. (1991). Investment opportunities and market reaction to capital expenditure decisions. *Journal of Banking and Finance* ,22 (1) , 41–60.
- Feltham, G. A. and Ohlson, J. A. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities, *Contemporary Accounting Research*, 11, 689–732.
- Ferdinand A. (1999). Growth opportunity, capital structure and dividend policies in Japan. *Journal of Corporate Finance*, 5,141-168.
- Gaver, J. J. and Gaver, K. M. (1993). Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies', *Journal of Accounting and Economics*, (16) , 125-160.

- Ghalibaf Asl, Hassan. Nikraves, Mehdi. Dolatkami, Mostafa and Emami, Ali. (1394). Conditional Accounting Conservatism and Financial Flexibility. *Journal of Empirical Research in Accounting*, 4 (4) , 107-123. (In Persian)
- Givoly, D and Hayn, C. (2000). 'The changing time series properties of earnings, cash flows and accruals: has financial reporting become more conservative?' *Journal of Accounting and Economics*, 29, 287-320.
- HasasYeganeh, Yahya. and Shahriari, Alireza. (2010). The effect of Ownership Concentration on Conservatism in Companies listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Accounting Research*,. 4 (2) , 77-94. (In Persian)
- Hayat M, Awan. M. Ishaq, Bhatti. Raza, Ali and Muhammad Azeem, Qureshi. (2010). How growth opportunities are related to corporate leverage decisions? *Investment Management and Financial Innovations*,7 (1) ,7-17 .
- Hejazi, Rezvan. Valizadeh Larijani, Azam and Kimasi, Farzaneh. (1395). The Role of Debt Capacity in the choice of effective strategies in reducing the under investment problem. *Quarterly Financial Accounting*, 8 (30) , 65-93. (In Persian)
- Hutchinson, M. and Gul, F. (2004 (. Investment Opportunity Set, Corporate Governance Practices and Firm Performance. *Journal of Corporate Finance*, (10) , 595-614.
- Jo, H. , Pinkerton, J. M. and Sarin, A.) 1994). Financing decisions and the investment opportunity set: Some evidence from Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2 (2) , 227-242.
- Jones, S. and Sharma, R (2001). The relationship between the investment opportunity set and corporate financing and dividend decisions: some Australian evidence", *Managerial Finance*, 27, 48-64.
- Kallapur, S. and Trombley, M. A. (2001). The investment opportunity set: determinants, consequences and measurement. *Managerial finance*, 27 (3) , 3-15.
- Kogir, Chegini. Nezhad, Milad. Darabi, Roya and Sarraf, Fatemeh. (2016). Relation between Conditional and Unconditional Conservatism with Investment Opportunities. *Asian Social Science*, 12 (5) , 74-83.
- Lee, Jimmy. (2011). The Role of Accounting Conservatism in Firms' Financial Decisions. SSRN Library, working paper, Singapore Management University .
- Marchica, M. and Mura, R. (2010). Financial Flexibility , Investment Ability and Firm Value : Evidence from Firms. *Financial Management*. 10 (7) , 1339-1365.
- Mojtahedzadeh, Vida and Farshi, Zahra. (1391). The Relationship of Accounting Conservatism and Investment Decisions of Managers in

- Companies listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of the Accounting and Auditing Review*, 19 (67) , 91-104. (In Persian)
- Moradzadeh Fard, Mehdi. Farajzadeh, Maryam. Karami, Shima and Adzaladeh, Morteza. (1393). Investigation the association between conservatism and investment efficiency with respect to firm's financing status and ultimate ownership in Tehran Stock Exchange Market. *Empirical Studies in Financial Accounting Quarterly*, 11 (44) , 97-116. (In Persian)
- Myers, S. C and Majlue, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2) , 187-221.
- Naveed, Razzaq. Zhang, Rui and Zou, Donghua. (2016). Accounting Conservatism Alleviates Firm's Investment Efficiency: An Evidence from China. *International Journal of Business and Economics Research*, 5 (4) , 85-94.
- Nevrouz, Iraj and Yazdani, Sima. (1389). The Impact of Leverage on Firms Investment Decision in Tehran Stock Exchange (TSE) , *financial accounting Research*, 2 (2) , 35-84. (In Persian)
- Rajan, R. G and Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The journal of Finance*, 50 (5) , 1421-1460.
- Riahi-belkaoui, A. (2002). Profitability, multinationality and the investment opportunity set. *Advances in International Accounting*, 15, 1-12.
- Smith, W and Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing , dividend , and compensation policies. *Journal of financial economics*, 32 (3) , 263-292.
- Sobel, M. E. (1982). Asymptotic confidence intervals for indirect effects in structural equation models. In S. Leinhardt (Ed.) , *Sociological Methodology* (290-312). Washington DC: American Sociological Association.
- Sung C. Bae. (2009). On the interactions of financing and investment decisions. *Managerial Finance*, 35 (8) , 691- 699.
- Tabachnick, B. G and Fidell, L. S. (2007). *Using multivariate statistics* (5th ed.). New York: Allyn and Bacon.
- Tao Ma ,(2011). Accounting Conservatism and Corporate Investmen. Working Papers. Washington University in St. Louis, Olin Business School .
- Vätavu, S. (2012 (. Rade-off versus pecking order theory in listed companies around the world. *Annals of the University of Petroșani, Economics*, 12 (2) , 285-292.

- Wald, J. K. (1999). How firm characteristics affect capital structure: an international comparison. *Journal of Financial Research*, 22 (2) , 161–187.
- Watts, R. L. (2003). Conservatism in accounting part I: explanation and implications, *Accounting Horizons*, (17) , 207–221

