

بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر شدت اثر تقسیم سود بر تصمیمات سرمایه‌گذاری

مهدی عربصالحی^۱

احمد گوگردچیان^۲

مجید هاشمی^۳

تاریخ پذیرش: ۹۳/۸/۲۰

تاریخ دریافت: ۹۳/۷/۱

چکیده

سیاست تقسیم سود به‌عنوان عاملی تأثیرگذار بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها از موضوعات مورد توجه ادبیات مالی در سال‌های اخیر بوده است. از طرفی بسیاری از تصمیمات اقتصادی بر اساس اطلاعات حاصل از سیستم‌های اطلاعاتی حسابداری اتخاذ می‌شود. توجه به کیفیت اطلاعات تهیه‌شده برای استفاده‌کنندگان ضرورتی خاص دارد و افزایش کیفیت اطلاعات می‌تواند موجب کارآتر بودن سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها و حفظ و توسعه منابع آن‌ها گردد. هدف از انجام این پژوهش، بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر شدت اثر تقسیم سود بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری است. همچنین برای ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی، از مدل کیفیت اقلام تعهدی سرمایه در گردش استفاده شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، نمونه‌ای مرکب شامل ۱۰۹ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۱ انتخاب شد. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون چند متغیره بر مبنای داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که تقسیم سود بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، تأثیر منفی معناداری دارد. همچنین کیفیت گزارشگری مالی، شدت اثر تقسیم سود بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را، کاهش می‌دهد.

واژه‌های کلیدی: تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، تقسیم سود، کیفیت گزارشگری مالی.

۱- استادیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان m_arabsalehi@yahoo.com

۲- استادیار گروه اقتصاد، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان agoogerdchian@yahoo.com

۳- کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان majidhashemidehchi@gmail.com

۱- مقدمه

رابطه بین سیاست تقسیم سود و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در بازار ناقص برای مدیران بسیار مهم است چراکه یکی از دغدغه‌های اصلی مدیران، تصمیم‌گیری درباره میزان سود پرداختی یا میزان سرمایه‌گذاری می‌باشد زیرا از یک طرف سهامداران خواهان دریافت سود نقدی می‌باشند از طرف دیگر مدیران شرکت‌ها برای جبران کمبود نقدینگی، جلوگیری از خروج منابع مالی و انجام سرمایه‌گذاری تمایلی به تقسیم سود ندارند. از طرفی اطلاعات مورد نیاز سهامداران از طریق گزارش‌های مالی در اختیار آن‌ها قرار می‌گیرد.

بسیاری از تحقیقات در حوزه بازار سرمایه به بررسی مفید بودن اطلاعات حسابداری برای شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان پرداخته‌اند (ولک، ۲۰۰۴). امروزه سیستم‌های اطلاعاتی حسابداری نقش بسیار مهمی در گردش فعالیت‌های سازمان ایفا نموده، به طوری که بسیاری از تصمیمات اقتصادی بر اساس اطلاعات حاصل از این سیستم‌ها اتخاذ می‌شود (ثقفی و عرب مازار، ۱۳۸۹). هرگونه تحقیق در زمینه نحوه اثرگذاری اطلاعات حسابداری بر تصمیمات طیف وسیع تصمیم‌گیرندگان ذی‌نفع در شرکت‌ها، به درک بهتر از چگونگی نقش این اطلاعات و ضرورت افشای بیشتر و بهتر آن‌ها کمک می‌کند. از آنجا که سهامداران و بستانکاران دو گروه اصلی استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی هستند و فراهم کردن اطلاعات مربوط و قابل‌اتکا برای این دو گروه از دغدغه‌های اصلی مدیریت و سیستم‌های اطلاعاتی به شمار می‌روند. توجه به کیفیت اطلاعات تهیه‌شده برای این دو گروه ضرورتی خاص دارد و افزایش

کیفیت اطلاعات می‌تواند موجب کارآتر بودن سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها و حفظ و توسعه منابع آن‌ها گردد (فروغی و صادقی، ۱۳۸۹).

بنابراین در این پژوهش ابتدا ارتباط تقسیم سود و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و سپس تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر این ارتباط بررسی شده است.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

بر اساس تئوری نامربوط بودن سود سهام پرداختی میلر و مودیگیلیانی (۱۹۶۱)، در بازار سرمایه کارا سود سهام پرداختی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تأثیر ندارد (ساتوش و همکاران، ۲۰۱۳). براساس این نظریه خط‌مشی تقسیم سود هیچ اثری بر ارزش شرکت ندارد. به عبارت دیگر ارزش شرکت به سرمایه‌گذاری‌هایی که ایجاد کننده سود آتی و جریان نقد هستند، بستگی دارد و سرمایه‌گذاری مستقل از تقسیم سود است (فاما و میلر، ۱۹۷۲)؛ اما در بازار سرمایه ناقص سیاست تقسیم سود بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد (بهرامفر و مهرانی، ۱۳۸۳). به عبارت دیگر بر اساس فرضیه جریان نقد آزاد که مبتنی بر تئوری نمایندگی است خط‌مشی تقسیم سود می‌تواند مشکل سرمایه‌گذاری بیش از حد مدیران را از طریق کاهش در جریان نقد در دسترس مدیران کاهش دهد. برای جلوگیری از مشکلات ناشی از سرمایه‌گذاری بیش از حد، شرکت‌ها باید مزاد جریان نقد آزاد را به‌صورت سود نقدی بین سهامداران تقسیم کنند؛ بنابراین، براساس فرضیه مذکور سیاست‌های تقسیم سود بر روی سرمایه‌گذاری شرکت و جریان‌های نقد اثر دارد که با تئوری نامربوط بودن سود سهام پرداختی در تناقض است (جنسن، ۱۹۸۶).

(مشابه سال قبل) مایلند از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب صرف‌نظر کنند ولی احتمال اینکه به‌منظور افزایش سود پرداختی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند صرف‌نظر کنند، کمتر است.

از طرفی جایگاه ارزشمند اطلاعات در توسعه اقتصادی و سرمایه‌گذاری مورد اتفاق صاحب‌نظران علوم اقتصادی است (حیدری و عالی پور، ۱۳۸۶). گزارشگری مالی یکی از منابع اطلاعاتی در دسترس بازارهای سرمایه است که نقش مؤثری در توسعه سرمایه‌گذاری و افزایش کارایی آن ایفا می‌کند (ثقفی و عرب مازار، ۱۳۸۹). محققان از جمله هیلای و پالپو (۲۰۰۱)، بوشمن و اسمیت (۲۰۰۱) و لامبرت و همکاران (۲۰۰۷) اشاره نموده‌اند که گزارشگری مالی با کیفیت می‌تواند پیامدهای اقتصادی مهمی از جمله توسعه سرمایه‌گذاری داشته باشد. کیفیت گزارشگری مالی اطلاعات دقیق‌تری درباره جریان‌های نقدی آتی پروژه‌های سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از اطلاعات مورد استفاده سرمایه‌گذاران ارائه می‌کند که منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه‌گذاران خارجی می‌شود. این کاهش عدم تقارن اطلاعات احتمال اینکه سرمایه‌گذاران اوراق بهادار را به قیمت حباب‌دار خریداری کنند، کاهش می‌دهد. همچنین گزینش نامناسب خرید اوراق بهادار جدید منتشر شده را کاهش می‌دهد (بوشمن و اسمیت، ۲۰۰۱) (وردی، ۲۰۰۶). از طرفی کیفیت گزارشگری مالی مشکل خطر اخلاقی را با تسهیل قرارداد کارآمد بین مدیران و سرمایه‌گذاران و بهبود توانایی سرمایه‌گذاران در نظارت بر مدیران کاهش می‌دهد (هیلی و پالپو، ۲۰۰۱)؛ بنابراین کیفیت گزارشگری مالی از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعات و مشکلات نمایندگی، تأمین مالی خارجی را بهبود می‌بخشد (فرانسیس و

زمانی که مدیران شرکت نسبت به سایر سرمایه‌گذاران درباره ارزش دارایی‌های شرکت و پروژه‌های سرمایه‌گذاری اطلاعات بیشتری در اختیار دارند (عدم تقارن اطلاعات)، گزینش نامناسب و خطر اخلاقی می‌تواند دستیابی شرکت به وجوه خارجی را محدود کند، زیرا وجود عدم تقارن اطلاعات بین شرکت و سرمایه‌گذاران می‌تواند باعث شود تا تأمین‌کنندگان سرمایه شرکت، قیمت سهام را کاهش یا هزینه تأمین مالی شرکت را افزایش دهند در نتیجه شرکت با مشکل تأمین مالی مواجه می‌شود (میرز و ماجلاف، ۱۹۸۴). به عبارت دیگر در زمان وجود عدم تقارن اطلاعات، از یک طرف سرمایه‌گذاران با ارائه قیمت‌های پایین‌تر از خود محافظت می‌کنند (ولک، ۲۰۰۴)؛ از طرف دیگر اعتباردهندگان از طریق نرخ بهره، مدت قرارداد و سایر موارد قانونی هزینه سرمایه را افزایش می‌دهند (لامبرت و همکاران، ۲۰۰۷) که این دو مورد باعث می‌شود که شرکت نتواند به راحتی تأمین مالی انجام دهد.

بنابراین، محدودیت دستیابی به وجوه خارجی، باعث رقابت برای به کارگیری وجوه داخلی محدود برای تقسیم سود یا سرمایه‌گذاری می‌شود (براو و همکاران، ۲۰۰۵). زمانی که جریان نقد کمتر از سطح مطلوب برای پرداخت سود و سرمایه‌گذاری باشد، شرکت مجبور به کاهش سود پرداختی، کاهش سرمایه‌گذاری یا افزایش وجوه خارجی (فروش دارایی یا اوراق بهادار) است. دنیل و همکاران (۲۰۱۰) نشان دادند زمانی که شرکت با کمبود نقدینگی مواجه است میل کمتری به کاهش سود پرداختی دارد و بیشتر مایل است از فرصت سرمایه‌گذاری مطلوب صرف‌نظر کند. همچنین شرکت‌ها به منظور حفظ سطح سود سهام پرداختی

همکاران، ۲۰۰۴). به عبارت دیگر برای شرکت‌های با کیفیت گزارشگری بالاتر دسترسی به منابع مالی خارجی (در قالب وجوه بیشتر یا هزینه کمتر) راحت‌تر می‌شود و احتمال اینکه شرکت‌ها به منظور پرداخت سود سهام از پروژه‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند صرف‌نظر کنند، کاهش می‌یابد. به عبارت دیگر کیفیت گزارشگری مالی از طریق افزایش نقدینگی میزان تأثیر (شدت اثر) تقسیم سود بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری کاهش می‌دهد.

از جمله عوامل تأثیرگذار دیگر بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌توان به اندازه شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اهرم مالی، نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها و وجه نقد شرکت اشاره کرد (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹) (وردی، ۲۰۰۶). هرچه شرکت بزرگ‌تر باشد از نظر صاحبان وجوه و بازار سرمایه از اعتبار بیشتری برخوردار است، لذا شرکت دسترسی بیشتر و بهتری به وجوه خارجی حتی با بهره پایین‌تر خواهد داشت، در نتیجه شرکت قادر به سرمایه‌گذاری بیشتر خواهد بود (کدپاکم و همکاران، ۱۹۹۸). فرصت‌های سرمایه‌گذاری در واقع توانایی بالقوه سرمایه‌گذاری‌های شرکت را نشان می‌دهد. بدین معنی که هر چقدر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر باشد، توانایی انجام سرمایه‌گذاری شرکت در آینده بیشتر خواهد بود (مورگادو و پیندادو، ۲۰۰۳). همچنین، اهرم مالی به دلیل مشکلات نمایندگی بین سهامداران و اعتباردهندگان با سرمایه‌گذاری ارتباط منفی دارد (نوروش و یزدانی، ۱۳۸۹).

از طرفی نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها، از طریق افزایش توانایی شرکت در تأمین مالی خارجی می‌تواند سرمایه‌گذاری شرکت را افزایش دهد، زیرا اعتبار دهندگان انتظار دارند

چنانچه شرکت به تعهدات خود عمل نکند، می‌توانند از دارایی‌های ثابت شرکت برای طلب خود استفاده کنند (آلمیدا و کمپلو، ۲۰۰۷). هر سرمایه‌گذاری نیازمند وجه نقد کافی است. شرکت‌هایی که با مازاد وجه نقد در ترازنامه مواجه هستند از سطح سرمایه‌گذاری بیشتری برخوردار هستند. از طرفی کافی نبودن وجه نقد داخلی باعث محدودیت برای سرمایه‌گذاری می‌شود (کدپاکم و همکاران، ۱۹۹۸).

سانچز و گوماریز (۲۰۱۴) در پژوهشی تحت عنوان کیفیت گزارشگری مالی، سررسید بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری، نشان دادند کیفیت گزارشگری مالی مشکلات سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و کمتر از حد را کاهش می‌دهد. همچنین استفاده از بدهی کوتاه‌مدت کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد.

سانتوش و همکاران (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 داد، کیفیت بالا گزارشگری مالی اثر منفی تقسیم سود بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاری را به طور معنادار کاهش می‌دهد. همچنین این نقش کاهش کیفیت گزارشگری مالی در میان شرکت‌هایی که سهم بزرگ‌تری از ارزش آن شرکت، تحت تأثیر فرصت‌های رشد است قوی‌تر می‌باشد. نتایج این پژوهش نشان داد که کیفیت گزارشگری مالی نقش مهمی در کاهش تضاد بین تصمیمات سرمایه‌گذاری و تصمیمات تقسیم سود دارد به طوری که احتمال اینکه شرکت‌ها به دلیل

پرداخت سود، از پروژه‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند اجتناب کنند کاهش می‌یابد.

چن و همکاران (۲۰۱۱) در پژوهشی با عنوان کیفیت گزارشگری مالی و اثر بخشی سرمایه‌گذاری، رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد را مورد بررسی قرار دادند و دریافتند کیفیت اطلاعات حسابداری به‌طور مثبت کفایت سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

بیدل و همکاران (۲۰۰۹) در تحقیقی درباره ارتباط کیفیت گزارشگری مالی با کارایی سرمایه‌گذاری، به تبیین این موضوع پرداختند که کیفیت گزارشگری مالی، کارایی سرمایه‌گذاری در اقسام سرمایه‌ای را بر اثر کاهش عدم تقارن اطلاعات در نتیجه، عواملی چون گزینش نادرست یا خطر اخلاقی، افزایش داده و به کاهش سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد منجر می‌گردد. یافته‌های آن‌ها مؤید این مطلب بود که همبستگی مثبت یا منفی میان کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی بیشتر است که محیط عملیاتی آن‌ها مستعد سرمایه‌گذاری کمتر از حد یا سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد است. این نتایج بیانگر آن است که وجود مکانیسمی میان گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری می‌تواند تنش میان این دو را که عمدتاً از خطر اخلاقی و گزینش نادرست نشأت می‌گیرد و کارایی سرمایه‌گذاری را مختل می‌نماید، کاهش می‌دهد.

وردی (۲۰۰۶) در پژوهشی به بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در نمونه‌ای متشکل از ۳۸۰۶۲ مشاهده (شرکت-سال) در طی سال‌های ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۳ پرداخت. وی کیفیت گزارشگری مالی را با استفاده از مدل جونز و از طریق نماگر کیفیت اقسام تعهدی بررسی نمود و

نشان داد که شاخص‌های کیفیت گزارشگری مالی هم با سرمایه‌گذاری کمتر از حد و هم با سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه‌ای منفی دارد. گذشته از این نتایج، وی دریافت که ارتباط میان کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری بیش از حد برای شرکت‌هایی که دارای مانده وجه نقد بیشتری هستند و سرمایه‌گذاران پراکنده‌ای دارند، بسیار قوی است که این امر خود به این نکته اشاره دارد که کیفیت گزارشگری مالی عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از مشکلات نمایندگی و در نتیجه هزینه‌های سهامداران برای نظارت و پایش مدیریت را کاهش می‌دهد.

فخاری و رسولی (۱۳۹۲) در پژوهش با عنوان بررسی اثر محافظه‌کاری و کیفیت اقسام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر کیفیت اقسام تعهدی و محافظه‌کاری بر کارایی سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان داد اعمال محافظه‌کاری، کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را افزایش داده اما ارتباط معنی‌داری میان کیفیت اقسام تعهدی و کارایی سرمایه‌گذاری وجود ندارد. این نتیجه تأکید مجددی بر نقش اقسام حسابداری در کمک به سرمایه‌گذاران می‌باشد.

امیدی (۱۳۹۰) در پژوهش با عنوان تأثیر کیفیت اقسام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط کیفیت اقسام تعهدی و کارایی سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آن‌ها بیان‌گر این نکته بود که با افزایش کیفیت اقسام تعهدی، میزان کارایی سرمایه‌گذاری کاهش، در نتیجه میزان کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. این نتیجه‌گیری مطابق با فرضیه‌های عدم تقارن اطلاعاتی و تئوری نمایندگی می‌باشد.

ثقفی و عرب مازار (۱۳۸۹) در تحقیق خود با عنوان کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری، رابطه میان کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی را بررسی کردند. نتایج بررسی ۱۵۲ شرکت پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۷ نشان داد که رابطه معناداری میان کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری وجود ندارد.

ایزدی نیا و همکاران (۱۳۸۹) در پژوهش با عنوان ارزیابی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود به بررسی عوامل اثرگذار بر سود تقسیمی پرداختند. یافته‌های حاصل از پژوهش آن‌ها نشان داد که بین فرصت سرمایه‌گذاری پیش روی شرکت و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد. همچنین فرصت سرمایه‌گذاری دارای تأثیر منفی بر احتمال پرداخت سود سهام می‌باشد.

هاشمی و همکاران (۱۳۸۹) به ارزیابی نقش کیفیت سود بر الگو، شیوه تأمین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های پژوهش آن‌ها، حاکی از این است که در شرکت‌های دارای اقلام تعهدی اختیاری مثبت بزرگ، سرمایه‌گذاری، در دارایی‌های سرمایه‌ای، حساسیت بیشتری به جریان نقد داخلی دارد.

مدرس و حصار زاده (۱۳۸۷) در تحقیق خود با عنوان کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری، به بررسی رابطه کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد علاوه بر اینکه سطح گزارشگری مالی با سطح کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معنادار و مثبتی دارد، کیفیت گزارشگری مالی موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود.

بهرام فر و ساسانی (۱۳۸۳) در پژوهش خود با عنوان رابطه بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار، رابطه سود تقسیمی و تصمیمات سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های حاصل از پژوهش آن‌ها نشان داد که بین سرمایه‌گذاری و تقسیم سود رابطه‌ای منفی وجود دارد.

۳- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به هدف و مبانی نظری پژوهش فرضیه‌های زیر برای بررسی موضوع تدوین شده است:

فرضیه اول: تقسیم سود بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، تأثیر منفی دارد.

فرضیه دوم: کیفیت گزارشگری مالی، شدت اثر تقسیم سود بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری راکاهش می‌دهد.

۴- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش، یک پژوهش توصیفی از نوع پژوهش‌های پس رویدادی و در حوزه تحقیقات توصیفی - همبستگی است. همچنین به دلیل اینکه نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند در فرایند تصمیم‌گیری مورد استفاده قرار گیرد، این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است. گردآوری اطلاعات در بخش ادبیات نظری و پیشینه پژوهش مبتنی بر روش کتابخانه‌ای و گردآوری داده‌های پژوهش به روش اسناد کاوی انجام گرفته است. همچنین برای طبقه‌بندی و مرتب کردن داده‌ها، تجزیه و استخراج نتایج پژوهش از نرم افزارهای Eviews8, Excel استفاده شده است.

دوره زمانی این پژوهش یک دوره ۷ ساله، بین سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ می‌باشد. همچنین از آنجایی که در تخمین مدل‌های پژوهش نیاز به اطلاعات سال‌های ۱-۳-۴ می‌باشد، اطلاعات مورد نیاز سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۴ نیز جمع‌آوری گردیده است. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است و انتخاب نمونه از این جامعه با در نظر گرفتن معیارهای زیر انجام شده است:

- ۱) به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد.
- ۲) طی بازه زمانی پژوهش، سال مالی خود را تغییر نداده باشد.
- ۳) معاملات سهام شرکت طی دوره پژوهش، بیش از ۳ ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد.
- ۴) کلیه داده‌های مورد نیاز پژوهش برای شرکت‌های مورد بررسی موجود و در دسترس باشد.

۵) جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی (بانک‌ها، سرمایه‌گذاری و لیزینگ) نباشد. با توجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، در مجموع ۱۰۹ شرکت انتخاب شدند.

۵- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن

در این پژوهش به پیروی از ثقفی و عرب مازار (۱۳۸۹)، به منظور ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی از کیفیت ارقام تعهدی سرمایه در گردش استفاده شده است. با توجه به اینکه ارقام تعهدی ارزش اطلاعاتی سود را با کاهش اثرات نوسانات ناپایدار در

جریان‌های نقدی، بهبود می‌بخشد، کیفیت ارقام تعهدی سرمایه در گردش به عنوان جانشین کیفیت گزارشگری مالی در نظر گرفته شده است. کیفیت ارقام تعهدی سرمایه در گردش طبق معیار ارائه شده توسط مک نیکلز (۲۰۰۲) و دیچاو و دیچو (۲۰۰۲) به شرح رابطه (۱) محاسبه شده است.

$$Wac_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 cfo_{i,t-1} + \beta_2 cfo_{i,t} + \beta_3 cfo_{i,t+1} + \beta_4 \Delta rev_{i,t} + \beta_5 ppe_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1) \text{ رابطه}$$

که در این مدل:

$Wac_{i,t}$: نسبت تغییر در ارقام تعهدی سرمایه در گردش بر میانگین دارایی‌ها که از طریق رابطه (۲) محاسبه شده است.

$cfo_{i,t}$: نسبت جریان نقد عملیاتی بر میانگین دارایی‌ها؛

$\Delta rev_{i,t}$: نسبت تغییر در فروش بر میانگین دارایی‌ها؛

$ppe_{i,t}$: نسبت دارایی‌های ثابت بر میانگین دارایی‌ها؛

$\varepsilon_{i,t}$: خطای برآورد مدل.

$$Wac_{i,t} = \Delta CA_{i,t} - \Delta C_{i,t} - \Delta CL_{i,t} + \Delta STD_{i,t} \quad (2) \text{ رابطه}$$

که در این مدل:

$\Delta C_{i,t}$: نسبت تغییر در وجه نقد بر میانگین دارایی‌ها؛

$\Delta CL_{i,t}$: نسبت تغییر در بدهی جاری بر میانگین دارایی‌ها؛

دارایی‌ها؛

$\Delta STD_{i,t}$: نسبت تغییر در تسهیلات مالی دریافتی کوتاه‌مدت بر میانگین دارایی‌ها.

بر اساس پژوهش دیچو و دیچاو (۲۰۰۲)، ارقام تعهدی سرمایه در گردش باید با جریان‌های نقدی (cfo) دوره قبل، جاری و بعد توضیح داده شوند. مقادیر خطای ($\varepsilon_{i,t}$) حاصل از رگرسیون ارقام تعهدی با سه متغیر جریان‌های نقدی بدین معناست که ارقام تعهدی به شناسایی جریان‌های نقدی نامرتب است؛ بنابراین هر چه اندازه مقادیر حاصل ($|\varepsilon_{i,t}|$) از این

مک نیکلز (۲۰۰۲) و مدرس و حصار زاده (۱۳۸۷)، این دو متغیر به عنوان متغیرهای کنترلی وارد مدل شده‌اند. همچنین به منظور محاسبه کیفیت گزارشگری مالی، رابطه (۱) به صورت مقطعی تخمین زده شده است.

۶- مدل‌های پژوهش و نحوه آزمون آن

در این پژوهش، بر اساس پژوهش سانتوشو همکاران (۲۰۱۳) از مدل‌های رگرسیونی چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی برای تجزیه و تحلیل داده‌ها استفاده شده است. برای تعیین نوع داده‌های ترکیبی از آزمون‌های F لیمر و هاسمن و همچنین برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از طریق ضریب تعیین (R^2) و آماره F استفاده شده است که در ادامه به تشریح آن‌ها پرداخته شده است.

برای آزمون فرضیه اول که به بررسی رابطه بین تقسیم سود و سرمایه‌گذاری می‌پردازد از رابطه (۳) استفاده شده است:

رابطه (۳)

$$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Dividend_{i,t} + \beta_2 Cash_{i,t-1} + \beta_3 Size_{i,t-1} + \beta_4 Lev_{i,t-1} + \beta_5 Q_{i,t-1} + \beta_6 Tan_{i,t-1} + \beta_7 Sdsale_{i,t-1} + \beta_8 Sdiv_{i,t-1} + \beta_9 Sdcfo_{i,t-1} + \beta_{10} Loss_{i,t-1} + \beta_{11} Cycle_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

که در این مدل:

$Inv_{i,t}$: نسبت خالص جریان نقد سرمایه‌گذاری به کل دارایی‌های ابتدای سال به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است که خالص جریان نقد سرمایه‌گذاری برابر است با مخارج تحصیل و تعمیرات اساسی دارایی‌های ثابت منهای وجوه دریافتی حاصل از فروش اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات که از بخش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری

مدل کمتر باشد، کیفیت ارقام تعهدی و در نتیجه کیفیت گزارشگری بالاتر خواهد بود. چون مقادیر خطاها شاخصی برای محاسبه عدم کیفیت گزارشگری مالی فراهم می‌آورد، بدیهی است که می‌توان با ضرب نمودن مقادیر مثبت خطاها در منفی یک، از آن به عنوان شاخصی برای محاسبه کیفیت گزارشگری مالی استفاده می‌شود. به عبارت دیگر گزینه اندازه مقادیر خطای بزرگ‌تر (کوچک‌تر)، کیفیت گزارشگری مالی بیشتر (کمتر) را منعکس می‌گرداند. ممکن است عدم توضیح دهندگی ارقام تعهدی توسط جریان‌های نقدی پیش‌گفته، ناشی از نوع ساختار اقتصادی و نوع فعالیت واحد تجاری باشد؛ بنابراین ممکن است مقادیر خطا برای یک شرکت زیاد باشد اما گزارشگری مالی به صورت اثبات، آن‌ها را گزارش کند. به عبارت دیگر ممکن است مقادیر خطا بالا، اما نوسان‌های حاصل از گزارشگری آن کم باشد؛ بنابراین، در این پژوهش انحراف معیار استاندارد خطا ضرب در منفی یک (در طول سه سال گذشته)، به عنوان سطح کیفیت گزارشگری تعریف شده است. بدین معنا که هرچه انحراف معیار استاندارد مقادیر خطا ضرب در منفی یک، بزرگ‌تر (کوچک‌تر) باشد، سطح کیفیت گزارشگری مالی بیشتر (کمتر) تلقی می‌گردد (دیچو و دیچاو، ۲۰۰۲). برای افزایش دقت در پژوهش، مشابه دیچو و دیچاو (۲۰۰۲) به جای استفاده از کل ارقام تعهدی، از ارقام تعهدی مربوط به سرمایه در گردش و به جای استفاده از جریان‌های نقد، از جریان‌های نقد حاصل از عملیات واحد تجاری استفاده شده است. مک نیکلز (۲۰۰۲) با وارد نمودن متغیرهای کنترلی تغییر در درآمد فروش و دارایی‌های ثابت، ضریب همبستگی این مدل را افزایش داده، بنابراین در این پژوهش به پیروی از

صورت جریان وجوه نقد استخراج شده است (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹).

$Dividend_{i,t}$: متغیر مستقل پژوهش که عبارت است از نسبت مبلغ سود تقسیم شده به کل دارایی‌ها. علاوه بر این، در این پژوهش همانند سانتوش و همکاران (۲۰۱۳) و بیدل و همکاران (۲۰۰۹) از متغیرهای کنترل به شرح زیر استفاده می‌گردد:

$Cash_{i,t-1}$: متغیر کنترل پژوهش که از طریق نسبت کل وجه نقد به کل دارایی‌ها محاسبه شده است.

$Size_{i,t-1}$: متغیر کنترل پژوهش که از لگاریتم طبیعی از کل دارایی‌ها محاسبه شده است.

$Lev_{i,t-1}$: متغیر کنترل پژوهش و شاخص اهرم مالی است که از نسبت بدهی بلندمدت به مجموع بدهی بلندمدت و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام محاسبه شده است.

$Q_{i,t-1}$: متغیر کنترل پژوهش و نماد فرصت‌های سرمایه‌گذاری است که از نسبت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها محاسبه شده است.

$Tan_{i,t-1}$: متغیر کنترل پژوهش که به وسیله نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها محاسبه شده است.

$Sdsale_{i,t-1}$: متغیر کنترل پژوهش که به وسیله انحراف معیار نسبت فروش به میانگین دارایی‌ها از سال ۱- تا ۳- محاسبه شده است.

$Sdinv_{i,t-1}$: متغیر کنترل پژوهش که به وسیله انحراف معیار نسبت سرمایه‌گذاری به میانگین دارایی‌ها از سال ۱- تا ۳- محاسبه شده است.

$Sdcfo_{i,t-1}$: متغیر کنترل پژوهش که به وسیله انحراف معیار نسبت جریان نقد عملیاتی به میانگین دارایی‌ها از سال ۱- تا ۳- محاسبه شده است.

$Loss_{i,t-1}$: متغیر کنترل پژوهش که برابر یک اگر در سال ۱- زیان گزارش کرده باشد در غیر این صورت صفر.

$Cycle_{i,t-1}$: متغیر کنترل پژوهش و نماد چرخه عملیاتی می‌باشد که به وسیله رابطه (۴) محاسبه شده است:

$$360 \times \left[\frac{\text{بهای تمام شده / موجودی کالا}}{\text{فروش / حسابهای دریافتنی}} \right] = \log[\text{چرخه عملیاتی}]$$

$\varepsilon_{i,t}$: خطای برآورد مدل.

با توجه به اینکه تقسیم سود تحت تأثیر عوامل زیادی می‌باشد برای کاهش این عوامل به پیروی از سانتوش و همکاران (۲۰۱۳)، از رابطه (۵) استفاده شده است و مقدار تقسیم سود تخمین زده شده است، سپس در رابطه (۳) جایگزین شده است.

$$Dividend_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Cash_{i,t-1} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 Lev_{i,t-1} + \beta_4 Q_{i,t-1} + \beta_5 Tan_{i,t-1} + \beta_6 Sdsale_{i,t-1} + \beta_7 Sdinv_{i,t-1} + \beta_8 Sdcfo_{i,t-1} + \beta_9 Loss_{i,t-1} + \beta_{10} Cycle_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیرها نظیر آن چیزی است که پیش از این در رابطه (۳) تعریف شده است.

برای آزمون فرضیه دوم که به بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر شدت اثر تقسیم سود بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری می‌پردازد، از رابطه (۶) استفاده شده است:

$$1 \times Dividend_{i,t} + Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Dividend_{i,t} + \beta_2 RQ_{i,t} + \beta_3 RQ_{i,t-1} + \sum \beta_i control_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

که در این مدل

$RQ_{i,t-1}$: نماد کیفیت گزارشگری مالی می‌باشد که در مدل شماره (۱) توضیح داده شده است.

$\sum control_{i,t-1}$: متغیرهای کنترلی پژوهش که در مدل شماره (۳) تعریف شده است

۶- یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد.

همان‌طور که در جدول (۱) نیز قابل مشاهده است با توجه به نزدیکی میانه و میانگین می‌توان بیان کرد کلیه متغیرهای تحقیق از توزیع آماری مناسب برخوردار هستند، همچنین انحراف معیار آن‌ها صفر نیست، بنابراین می‌توان متغیرهای مورد را در مدل وارد کرد.

آزمون‌های انتخاب نوع مدل

برای انتخاب روش مناسب تخمین در داده‌های ترکیبی، از بین روش داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی از آزمون F لیمر استفاده شده است. با توجه به اینکه مقدار p -value دست‌آمده از آزمون F لیمر برابر (۰/۰۰۰) می‌باشد روش داده‌های پانل پذیرفته می‌شود. روش داده‌های تابلویی خود دارای دو روش

اثرات ثابت و اثرات تصادفی است که برای انتخاب بین این دو روش از آزمون هاسمن استفاده شده است. از آنجایی که مقدار p -value دست‌آمده از هاسمن برابر با (۰/۰۰۰) می‌باشد روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود (افلاطونی، ۱۳۸۹). خلاصه نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن در جدول (۲) ارائه شده است.

در پژوهش حاضر، از آزمون دوربین-واتسون برای تشخیص خودهمبستگی عوامل اخلاص مدل استفاده شده است. اگر مقدار آماره‌ی دوربین-واتسون نزدیک به عدد ۲ باشد، استقلال جمله‌ی خطای مدل می‌تواند پذیرفته شود. علاوه بر این، از آزمون فیشر برای بررسی معناداری کل مدل استفاده شده است. همچنین در این پژوهش جهت بررسی وجود ناهمسانی واریانس باقیمانده از آزمون LR استفاده و سپس برای رفع این مشکل، مدل‌های مربوط با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برآورد شد (افلاطونی، ۱۳۸۹).

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
Inv	۰/۰۴۳	۰/۰۲۶۲	۰/۴۵۴۵	-۰/۴۸۰۶	۰/۰۵۷۹۶
Dividend	۰/۱۰۰۷	۰/۰۷۵۲	۰/۵۷۱۱	۰	۰/۱۰۵۰
Cash	۰/۰۳۷۸	۰/۰۲۹	۰/۲۳۹۲	۰/۰۰۱۱	۰/۰۳۳۲
Q	۱/۴۱۴۲	۱/۲۰۶	۷/۷۷۴۳	۰/۲۲۷۸	۰/۷۰۶۸
Size	۵/۷۸۱۰	۵/۷۱۱۳	۸/۰۰۷	۴/۶۵۵	۰/۵۸۹۶
Lev	۰/۱۲۸۹	۰/۰۸۵	۰/۹۹۶۵	۰	۰/۱۳۵۷
Sdsale	۰/۱۰۲۴	۰/۰۷۷۸	۰/۸۵۲۳	۰/۰۰۴۵	۰/۰۹۷۹
Sdimv	۰/۰۲۵۵	۰/۰۱۴۴	۱/۶۷۸	۰/۳۰۰۴	۰/۰۳۱۵
Sdefo	۰/۰۷۱۷	۰/۰۵۹۷	۰/۴۴۳۷	۰/۰۰۱۹	۰/۰۵۳۴
Cycle	۲/۴۵۲۸	۲/۴۷۰۲	۳/۰۸۹۲	۱/۷۰۷۱	۰/۲۰۰۲
Loss	۰/۹۶۸۵	۱	۱	۰	۰/۱۷۴۷
Tan	۰/۲۳۷۹	۰/۲۰۱۳	۰/۸۷۸۵	۰/۰۰۰۱	۰/۱۵۵۸
Rq	-۰/۰۷۸۳	-۰/۰۶۵۱	-۰/۰۰۲۱	-۰/۳۵۷۸	۰/۰۵۶۱

جدول شماره (۲): نتایج آزمون F لیمر و هاسمن مدل‌های پژوهش

شرح	آزمون F لیمر			آزمون هاسمن		
	آماره	P- Value	نتیجه	آماره	P- Value	نتیجه
فرضیه اول	۲/۱۹۴	۰/۰۰۰۰	تابلویی	۳۱/۱۰۵۳	۰/۰۰۱۱	اثرات ثابت
فرضیه دوم	۲/۱۶۱۶	۰/۰۰۰۰	تابلویی	۳۳/۳۱۸۷	۰/۰۰۱۵	اثرات ثابت

نتایج آزمون‌های پژوهش

الف) آزمون فرضیه اول

در فرضیه اول پیش‌بینی شده است که تقسیم سود بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تأثیر منفی دارد. نتایج منعکس در جدول (۳) نشان می‌دهد که سطح معناداری برای تقسیم سود (*dividend*) برابر با (۰/۰۰۷۰) است. از آنجایی که معنی‌داری این ضریب کمتر از ۵٪ است، از این رو می‌توان نتیجه گرفت که بین تقسیم سود و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری یک رابطه معنادار وجود دارد. از طرفی وجود ضریب منفی (۰/۰۶۱۸-) نشان می‌دهد که تقسیم سود دارای اثر منفی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد. نتایج آزمون فرضیه اول مطابق با مبانی نظری رابطه تقسیم سود و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری است، زیرا سود

پرداختی منجر به خروج وجه نقد از شرکت می‌شود، در نتیجه شرکت با محدودیت وجه نقد مواجه شده و مجبور است از فرصت‌های سرمایه‌گذاری صرف نظر کند. آماره و سطح معناداری F فیشر نیز نشان می‌دهد کل مدل از لحاظ آماری معناداری باشد. آماره دوربین واتسون- نشان می‌دهد خود همبستگی مرتبه اول بین اجزای باقیمانده مدل وجود ندارد. افزون بر این، مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۴۴۶۲ است، یعنی ۴۴/۶۲ درصد از متغیر وابسته را می‌توان از طریق متغیر مستقل، توضیح داد. به توجه به مطالب فوق و نتایج مندرج در جدول (۳) در سطح اطمینان ۹۵٪، فرضیه نخست این پژوهش رد نخواهد شد.

جدول (۳) نتایج آزمون فرضیه اول

$\ln v_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Dividend}_{i,t} + \beta_2 \text{Cash}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Size}_{i,t-1} + \beta_4 \text{Lev}_{i,t-1} + \beta_5 \text{Q}_{i,t-1} + \beta_6 \text{Tan}_{i,t-1} + \beta_7 \text{Sdsale}_{i,t-1} + \beta_8 \text{Sdiv}_{i,t-1} + \beta_9 \text{Sdcfo}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{Cycle}_{i,t-1} + \beta_{11} \text{Loss}_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$				
متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	p-value
β_0	۰/۱۹۶۲	۰/۰۲۶۷	۷/۳۴۴۶	۰/۰۰۰۰
<i>Dividend</i>	-۰/۰۶۱۸	۰/۰۲۲۸	-۲/۷۰۴۲	۰/۰۰۷۰
<i>Cash</i>	۰/۱۰۱۸	۰/۰۳۴۸	۲/۹۲۲۱	۰/۰۰۳۶
<i>Size</i>	-۰/۰۰۴۷	۰/۰۰۳۳	-۱/۴۱۶۲	۰/۱۵۷۲
<i>Lev</i>	-۰/۰۱۸۶	۰/۰۱۴۱	-۱/۳۱۸۴	۰/۱۸۷۸
<i>Q</i>	۰/۰۰۹۴	۰/۰۰۱۶	۵/۷۸۰۱	۰/۰۰۰۰
<i>Tan</i>	۰/۰۰۳۴	۰/۰۰۹۸	۰/۳۴۹۴	۰/۷۲۶۹
<i>Sdsale</i>	۰/۰۰۳۹	۰/۰۱۲۱	۰/۳۲۴۰	۰/۷۴۶۰
<i>Sdiv</i>	۰/۱۰۵۰	۰/۰۴۴۲	۲/۳۷۰۳	۰/۰۱۸۱
<i>Sdcfo</i>	۰/۰۰۱۵	۰/۰۱۷۳	-۰/۶۶۳۲	۰/۵۰۷۴
<i>Cycle</i>	-۰/۰۵۵۶	۰/۰۰۸۳	-۶/۶۶۷۵	۰/۰۰۰۰

$\text{Inv}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Dividend}_{i,t} + \beta_2 \text{Cash}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Size}_{i,t-1} + \beta_4 \text{Lev}_{i,t-1} + \beta_5 \text{Q}_{i,t-1} + \beta_6 \text{Tan}_{i,t-1} + \beta_7 \text{Sdsale}_{i,t-1} + \beta_8 \text{Sdin}_{i,t-1} + \beta_9 \text{Sdcfo}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{Cycle}_{i,t-1} + \beta_{11} \text{Loss}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$				
متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	p-value
Loss	-۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۴۵	-۰/۲۰۳۵	۰/۸۳۸۷
آماره F فیشر				
آماره دوربین واتسون	۱/۹۳۹۸	ضریب تعیین	۶/۱۵۲۵	۰/۵۳۲۸
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۴۶۲	تعداد مشاهدات	۷۶۲	

ب) آزمون فرضیه دوم

در فرضیه دوم پیش‌بینی شده است کیفیت گزارشگری مالی، اثر تقسیم سود بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. نتایج منعکس در جدول (۴) نشان می‌دهد که سطح معناداری برای حاصل ضرب تقسیم سود و کیفیت گزارشگری مالی $(Dividend \times RQ)$ برابر با (۰/۰۰۹۵) است. از آنجایی که معنی‌داری این ضریب کمتر از ۰/۵٪ است، از این رو می‌توان نتیجه گرفت که بین حاصل ضرب کیفیت گزارشگری مالی و تقسیم سود (شدت اثر) $(Dividend \times RQ)$ و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری (inv) یک رابطه معناداری وجود دارد. از طرفی وجود ضریب مثبت (۰/۲۲۳۳) نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری مالی شدت اثر تقسیم سود بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. به عبارت دیگر بر اساس جدول (۴) کل میزان تأثیر تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری $+۰/۲۲۳۳ * RQ$ $-۰/۰۲۴۳$ است که با توجه به میانگین کیفیت گزارشگری (۰/۰۷۸۳-) این تأثیر برابر با $-۰/۰۴۱۷$ $(-۰/۰۷۸۳) * (+۰/۲۲۳۳) + (-۰/۰۲۴۳)$ است. با افزایش یک درصد در انحراف معیار کیفیت گزارشگری (۰/۰۵۶۱) میزان تأثیر تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری برابر با:

$$[-۰/۰۲۴۳ + (+۰/۰۵۶۱) * (+۰/۲۲۳۳)] - (-۰/۰۷۸۳) = +۰/۰۲۹۲$$

است که این نشان می‌دهد با افزایش کیفیت

گزارشگری مالی میزان شدت اثر تقسیم سود بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری ۲۹ درصد (۰/۰۴۱۷-) کاهش می‌یابد. نتایج آزمون فرضیه دوم مطابق با مبانی نظری کیفیت گزارشگری مالی است، زیرا کیفیت گزارشگری مالی از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی تأمین مالی شرکت‌ها را بهبود می‌بخشد، در نتیجه نقدینگی شرکت‌ها افزایش می‌یابد و دیگر شرکت‌ها مجبور نیستند به دلیل تقسیم سود از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب صرف‌نظر کنند. آماره و سطح معناداری F فیشر نیز نشان می‌دهد کل مدل از لحاظ آماری معنادار می‌باشد. آماره دوربین واتسون- نشان می‌دهد خود همبستگی مرتبه اول بین اجزای باقیمانده مدل وجود ندارد. افزون بر این، مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۴۴۸۶ است، یعنی ۴۴/۸۶ درصد از متغیر وابسته را می‌توان از طریق متغیر مستقل، توضیح داد. با توجه به مطالب فوق و نتایج مندرج در جدول (۴) و در سطح اطمینان ۹۵٪، فرضیه دوم این پژوهش رد نخواهد شد.

جدول (۴) نتایج آزمون فرضیه دوم

$$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Dividend_{i,t} + \beta_2 Dividend \times RQ_{i,t-1} + \beta_3 RQ_{i,t-1} + \beta_4 Cash_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \beta_6 Lev_{i,t-1} + \beta_7 Q_{i,t-1} + \beta_8 Tan_{i,t-1} + \beta_9 Sdsale_{i,t-1} + \beta_{10} Sdinv_{i,t-1} + \beta_{11} Sdcfo_{i,t-1} + \beta_{12} Loss_{i,t-1} + \beta_{13} Cycle_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	p-value
β_0	۰/۱۸۷۵	۰/۰۲۹۵	۶/۳۴۵۳	۰/۰۰۰۰
Dividend	-۰/۰۴۲۳	۰/۰۲۵۰	-۱/۶۹۱۰	۰/۰۹۱۳
RQ × Dividend	۰/۲۲۳۳	۰/۰۸۵۹	۲/۶۰۰۲	۰/۰۰۹۵
RQ	۰/۰۳۶۲	۰/۰۲۶۸	-۱/۳۵۲۴	۰/۱۷۶۷
Cash	۰/۱۰۹۹	۰/۰۳۵۶	۳/۰۸۳۱	۰/۰۰۲۱
Size	-۰/۰۰۴۸	۰/۰۰۳۸	-۱/۲۷۴۸	۰/۲۰۲۸
Lev	-۰/۰۱۷۹	۰/۰۱۳۶	-۱/۳۱۴۲	۰/۱۸۹۲
Q	۰/۰۰۹۵	۰/۰۰۱۵	۶/۱۸۹۸	۰/۰۰۰۰
Tan	۰/۰۰۸۲	۰/۰۱۲۰	۰/۰۶۸۴۹	۰/۴۹۳۶
Sdsale	۰/۰۰۳۷	۰/۰۱۳۰	۰/۲۸۶۹	۰/۷۷۴۳
Sdinv	۰/۰۹۷۴	۰/۰۴۰۵	۲/۴۰۵۲	۰/۰۱۶۴
Sdcfo	-۰/۰۰۴۴	۰/۰۱۹۷	-۰/۲۲۳۴	۰/۸۲۳۳
Cycle	-۰/۰۵۴۳	۰/۰۰۸۱	-۶/۶۷۸۸	۰/۰۰۰۰۰
Loss	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۴۸	۰/۱۱۰۰	۰/۹۱۲۴
آماره F فیشر				
آماره دوربین واتسون	۱/۹۴۹۸	ضریب تعیین	۶/۱۱۸۵	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۴۸۶	تعداد مشاهدات	۷۶۲	۰/۵۳۶۳

۸- نتیجه‌گیری و بحث

در این پژوهش، نقش کیفیت گزارشگری مالی بر اثر تقسیم سود بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در ۱۰۹ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بر اساس اطلاعات مندرج در گزارش‌های مالی شرکت‌های فوق در فاصله سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۱ مورد مطالعه قرار گرفت. به منظور ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی از کیفیت اقلام تعهدی سرمایه در گردش استفاده شده است.

بر مبنای یافته‌های حاصل از این پژوهش تقسیم سود بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تأثیر منفی دارد. در نتیجه شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب دارند باید سود تقسیمی کمتری تقسیم

نمایند و شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب ندارند می‌توانند سود زیادتری تقسیم کنند. در حال حاضر متأسفانه سرمایه‌گذاران به دلیل تورم و عوامل دیگر سود تقسیمی زیاد را به کم ترجیح می‌دهند که اگر همین روال ادامه پیدا کند شرکت‌ها در سال‌های بعد دچار مشکل اساسی شده و توان رقابت داخلی و خارجی خود را از دست می‌دهند. لذا پیشنهاد می‌گردد حتماً در مجامع عمومی شرکت‌ها اولاً پروژه‌های سرمایه‌ای به تفصیل به سرمایه‌گذاران ارائه و ثانیاً با توجه به پروژه‌های سرمایه‌گذاری اقدام به تعیین سیاست تقسیم سود نمایند.

(۱) اثرات تعدیلات سنواتی و تجدید ارائه صورت‌های مالی بر کیفیت گزارشگری مالی (۲) در این پژوهش برای سنجش کیفیت گزارشگری مالی از مدل دیچو و دیچاو و مک نیکلز استفاده شده است. از آنجایی که پژوهشگران مختلف، مدل‌های گوناگونی برای اندازه‌گیری کیفیت گزارشگری مالی ارائه نموده‌اند، از این رو پیشنهاد می‌شود پژوهشگران در مطالعات آتی برای اندازه‌گیری کیفیت گزارشگری از این مدل‌ها استفاده نمایند

(۳) باتوجه به ویژگی خاص هر صنعت، پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر اثر تقسیم سود بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری به تفکیک صنایع انجام شود.

فهرست منابع

- * افلاطونی، عباس. (۱۳۸۹). کاربرد اقتصادسنجی در تحقیقات حسابداری، مدیریت مالی و علوم اقتصادی. تهران، انتشارات ترمه.
- * امید، فاطمه. (۱۳۹۰). تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان.
- * ایزدی نیا، ناصر، سلطانی، اصغر و نسرین علنیان. (۱۳۸۹). ارزیابی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۲۶، صص ۱۳۹-۱۵۴.

همچنین نتایج پژوهش حاضر حاکی از این است که کیفیت گزارشگری مالی اثر تقسیم سود بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. این یافته‌ها می‌تواند موجب ترغیب تهیه‌کنندگان اطلاعات حسابداری به ارائه اطلاعات باکیفیت‌تر برای پاسخگویی مناسب به نیازهای خود از یک سو و تشویق استفاده‌کنندگان اطلاعات حسابداری به توجه و تأمل در مورد اهمیت اطلاعات حسابداری از دیگر سو گردد. یافته‌های این پژوهش با نتایج حاصل از پژوهش سانتوش و همکاران (۲۰۱۳) مطابقت دارد. در تحلیل و تفسیر نتایج پژوهش توجه به محدودیت‌های زیر ضروری است:

(۱) قلمرو زمانی مطالعه حاضر از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ می‌باشد؛ بنابراین در تعمیم نتایج به دوره‌های قبل از سال ۸۵ و بعد از سال ۹۱ باید احتیاط شود.

(۲) در محاسبه کیفیت اقلام تعهدی سرمایه در گردش سال t با استفاده از مدل مک نیکلز (۲۰۰۲)، از مقدار باقیمانده مدل در سال‌های $t-1$ تا سال $t-5$ استفاده شده است که به علت محدودیت زمانی در پژوهش حاضر، برای محاسبه کیفیت اقلام تعهدی سرمایه در گردش از مقدار باقیمانده مدل مذکور در سال‌های $t-1$ تا $t-3$ استفاده شده است.

همچنین موضوع‌های مرتبط با کیفیت گزارشگری مالی، از جمله موضوع‌های مهمی است که یافته‌های تحقیقات علمی درباره آن‌ها می‌تواند به هیئت تدوین استانداردهای حسابداری و فعالین در بازار سرمایه کمک شایانی کرده و بستر مناسبی برای تحقیقات دامنه‌دارتر فراهم آورد. برخی از موضوع‌هایی که می‌تواند در تحقیقات مربوط بعدی مد نظر قرار گیرد، به شرح زیر است:

- شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار. مجله تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۶، صص ۵-۲۲.
- * Almeida, h and Campello, m. (2007). Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment. *The Review of Financial Studies*, 52: 5-15.
- * Biddle, G., G. Hilary, and R. Verdi. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48: 112-131.
- * Brav, A., J. R. Graham, C. R. Harvey, and R. Michaely. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77 (3): 483-527.
- * Bushman, R., and A. Smith. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 31: 237-333.
- * Chen, F., O. Hope, Q. Li, and X. Wang. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86: 1255-1288.
- * Daniel, N. D., D. J. Denis, and L. Naveen. (2010). Sources of Financial Flexibility: evidence from Cash Flow Shortfalls. Working paper, Purdue University.
- * Dechow, P., and I. Dichev. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77: 35-59.
- * Fama, E., and M. Miller. 1972. *The Theory of Finance*. Hinsdale, IL: Dryden press.
- * Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper. (2004). Cost of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, 79: 967-1010.
- * Gomariz, m and sanchez, p. (2014). financial reporting quality, dept maturity and investment efficiency. *journal of banking & finance*, 40: 494-506
- * Healy, P. M., and K. G. Palepu. (2001). A review of the empirical disclosure literature. *journal of Accountin and Economics* 31: 405-440.
- * Jensen, M. (1986). The agency cost of free-cash flow, corporate finance and takeovers. *american Economic Review* 76: 323-329.
- * Kadapakkam, P. R., Kumar, p. c., & Riddick, L. A. (1998). The Impact of Cash Flow and Firm Size on Investment: The
- * بهرام فر، نقی و کاوه مهرانی. (۱۳۸۳). رابطه بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۲، صص ۲۷-۴۶.
- * ثقفی، علی و مصطفی عرب مازار یزدی. (۱۳۸۹). کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله حسابداری مالی، شماره ۴، صص ۱-۲۰.
- * حیدری کردزنگنه، غلامرضا و زهره عالی پور. (۱۳۸۶). مهندسی فرهنگی خصوصی‌سازی. تهران: پندار فارس.
- * فخاری، حسین و شادی رسولی. (۱۹۹۲). بررسی اثر محافظه‌کاری و کیفیت اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری، پژوهش‌های تجربی حسابداری، شماره ۸، صص ۸۱-۱۰۰.
- * فروغی، داریوش و محسن صادقی. (۱۳۸۹). رابطه محافظه‌کاری و کارایی سرمایه‌گذاری. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۲۷، صص ۱۳۹-۱۵۵.
- * مدرس، احمد و رضا حصارزاده. (۱۳۸۷). کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری. فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۲، صص ۸۵-۱۱۶.
- * نوروش، ایرج و سیما یزدانی. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله حسابداری مالی، شماره ۴، صص ۳۵-۴۸.
- * هاشمی، سیدعباس، سروش‌یار، افسانه و محسن صادقی. (۱۳۸۹). ارزیابی نقش کیفیت سود بر الگو، شیوه تأمین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری

- International Evidence”*Journal of Banking & finance*, 293-320.
- * Lambert, R. C, Leuz. Verrecchia, R. (2007). Accounting information disclosure and the cost of capital. *Journal of Accounting Research* 45, 385-420.
 - * McNichols, M. (2002). Discussion of: The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 1 77: 61–69.
 - * Miller, M. H., and F. Modigliani. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34 (4): 411–433.
 - * Morgando A., Pindado J. (2003). The underinvestment and overinvestment hypotheses" An analysis using panel data, working paper SSRN.
 - * Myers, S., and N. Majluf. (1984). Corporate investment and financing policies when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial economics*, 13: 187–222.
 - * Santhosh, R., Wang, Chan, Ch, and Yu, Y. (2013). The Role of Financial Reporting Quality in Mitigating the Constraining Effect of Dividend Policy on Investment decisions. *The Accounting review*, 88(3):1007-1039.
 - * Verdy, r. (2006). financial reporting quality and investment efficiency. M.I.T. working paper.
 - * Wolk, h (2004). accounting theory. Thomson