

ارزیابی تاثیر چرخه عمر، فرصت رشد و کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثرات محدود کننده سود تقسیمی بر سرمایه گذاری

علی نادری^۱، محسن دستگیر^{۲*}، فرزاد کریمی^۳

^۱ دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران

^۲ استاد، گروه حسابداری و مدیریت مالی، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران (عهده دار مکاتبات)

^۳ دانشیار، گروه مدیریت، واحد مبارکه، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران

تاریخ دریافت: فروردین ۱۴۰۰، اصلاحیه: مهر ۱۴۰۰، پذیرش: آبان ۱۴۰۰

چکیده

براساس مبانی نظری در بازار کامل، اثر معکوس سود تقسیمی بر سرمایه گذاری متصور نیست ولی در بازار ناقص این اثر قابل مشاهده می باشد. از جمله ابزارهای تعدیل این اثر، کیفیت گزارشگری مالی است. هدف این پژوهش، بررسی اثر تعدیلی چرخه عمر، فرصت رشد و کیفیت گزارشگری مالی بر ارتباط منفی سود تقسیمی و سرمایه گذاری میباشد. در این خصوص چهار فرضیه طرح و با بهره گیری از روش حذف سیستماتیک، نمونه ای مشتمل بر ۱۰۵ شرکت از میان شرکتهای پذیرفته شده در بورس و فرابورس طی سالهای ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸ گردآوری شد. برای برآورد مدل های رگرسیونی از داده های ترکیبی و الگوهای حداقل مربعات معمولی و حداقل مربعات تعمیم یافته بهره برداری شد. براساس نتایج، تقسیم سود در شرکتهای بر میزان سرمایه گذاری آنها تاثیر منفی داشته که این تاثیر از طریق کیفیت گزارشگری مالی بالا محدود میشود. براساس یافته های پژوهش، این اثر در بین شرکتهای حاضر در مرحله بلوغ، قوی تر بوده است لذا بر این اساس در پژوهش حاضر، نقش چرخه عمر، فرصت رشد و کیفیت گزارشگری مالی، در تعدیل اثر منفی سود تقسیمی بر سرمایه گذاری آزمون گردید. با عنایت به نتایج حاصله می توان از نتایج پژوهش در فرایند انتخاب گزینه های سرمایه گذاری، تعیین ترکیب بهینه سبد سرمایه گذاری و رتبه بندی شرکت ها به لحاظ پتانسیل سرمایه گذاری همچنین برقراری ارتباط بین افق زمانی سرمایه گذاری با سبد سرمایه گذاری بهره برد.

واژه های اصلی: چرخه عمر شرکت، فرصت رشد، سیاست تقسیم سود، سرمایه گذاری، کیفیت گزارشگری مالی

۱- مقدمه

تصمیم مدیران در تأمین مالی از طریق صدور سهام، نشان دهنده چشم انداز نامطلوب شرکت بوده لذا تلاش می کند تا سرمایه گذاران جدیدی را به منظور سهیم شدن در زیان جست وجو کند. از سوی دیگر، افزایش سود سهام پیام مثبتی برای بازار و سهامداران محسوب می شود، زیرا شرکت های که سودآوری بالایی دارند این پیام را مخابره می نمایند که در آینده نیز می توانند سود سهام بالایی را تقسیم کنند. هدف پژوهش: عبارتست از بررسی اثر تعدیلی چرخه عمر، فرصت رشد و کیفیت گزارشگری مالی بر ارتباط منفی سود تقسیمی و سرمایه گذاری است. موارد کاربرد یافته ها: از نتایج تحقیق حاضر می توان در فرایند انتخاب گزینه های سرمایه گذاری، تعیین ترکیب بهینه سبد سرمایه نوآوری پژوهش: در پژوهش حاضر، با اتکا به مبانی نظری مطرح مبنی بر ارتباط بین چرخه عمر با شدت و نوع جریان های نقدی در شرکتهای علاوه بر متغیر کیفیت گزارشگری مالی، از متغیرهای "چرخه عمر" و "فرصت رشد" بعنوان متغیرهای تعدیل گر استفاده و نقش آنها در تعدیل اثر

در حوزه گزارشگری مالی، کیفیت همواره از جمله عوامل موثر و اثرگذار بر تصمیمات اقتصادی در واحدهای تجاری بوده. در کنار این متغیر، سود تقسیمی شرکت ها نیز بعنوان یکی از مولفه های اساسی در بازار و مدل تصمیم گیری سهامداران نقش ایفا می نماید که خود معلول عواملی از جمله توان نقدینگی واحدهای تجاری می باشد. تصمیمات سرمایه گذاری از جمله تصمیم های مهم و حیاتی در بقا و رشد شرکت ها به شمار می روند. سرمایه گذاران و سهامداران به منظور کسب سود و افزایش ارزش سهام، اقدام به سرمایه گذاری در شرکت ها می نمایند. سرمایه گذاری در شرکت ها از عوامل گوناگونی از جمله سیاست های تقسیم سود، اندازه شرکت و اهرم مالی در آنها تاثیر می پذیرد که میان این عوامل، سیاست تقسیم سود به دلیل توزیع منابع داخلی شرکت میان سهامداران و کاهش نقدینگی، بر تصمیمات سرمایه گذاری اثر منفی می گذارد. پرداخت سود سهام به میزان زیاد، موجب می شود شرکت ها برای سرمایه گذاری آتی به تأمین مالی از طریق سهام متوسل شوند. براساس مبانی تئوریک،

*dastmw@yahoo.com

کاهنده تقسیم سود بر میزان سرمایه گذاری ارزیابی شده است.

۲- مبانی نظری پژوهش

۱-۲- مبانی نظری

تصمیمات در حوزه های سود تقسیمی و سرمایه گذاری موجب بروز مباحثی در زمینه جیره بندی منابع مالی، وقوع هزینه های تامین مالی و رقابت جهت دستیابی به منابع مالی برای انتخاب میان سود تقسیمی و سرمایه گذاریها می گردد. تصمیمات در حوزه های سود تقسیمی و سرمایه گذاری رقبایی در جذب منابع مالی اند. از طرفی انتظارات سرمایه گذاران در خصوص حفظ سیاست سود تقسیمی موجب می شود تا برخی مدیران اقدام به انتقال منابع مالی از سبد تصمیمات سرمایه گذاری به سبد تصمیمات مرتبط با سود تقسیمی نموده و موجب بروز پدیده نزدیک بینی در زمینه تصمیمات سرمایه گذاری گردند. براساس مبانی تئوریک، آنچه میتواند اثر منفی سود تقسیمی بر سرمایه گذاری را تعدیل نماید، کیفیت گزارشگری مالی بوده و لذا مدیریت در راستای علامتدهی به بازار و سرمایه گذاران و با بهره گیری از کیفیت گزارشگری این پیام را مخابره مینماید که علیرغم صرف منابع در زمینه سرمایه گذاری، فرایند تقسیم سود کماکان در آینده نیز ادامه خواهد یافت. این موضوع باعث خواهد شد تا سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان علیرغم سود تقسیمی بالا در شرکت هایی از این دست، منابع مالی خود را به این شرکت ها واگذار نمایند لذا با وجود کیفیت گزارشگری مالی بالا، سود تقسیمی بالای شرکتها مانعی در فرایند جذب منابع مالی نخواهد بود همچنین با عنایت به وجود عدم تقارن اطلاعاتی فیما بین مدیریت و سرمایه گذاران و اثر منفی آن بر میزان منابع قابل ارائه از سوی سرمایه گذاران به شرکت، کیفیت گزارشگری مالی از طریق علامتدهی، ارائه اطلاعات با کیفیت و جلب اعتماد سرمایه گذاران، موجب کاهش در سطح عدم تقارن اطلاعاتی فیما بین مدیریت و سرمایه گذاران و تعدیل اثر منفی آن بر میزان منابع قابل ارائه از سوی سرمایه گذاران خواهد شد. در واقع کاهش عدم تقارن اطلاعاتی موجب کاهش در سطح ریسک سرمایه گذاری از نگاه سرمایه گذار گردیده و دستیابی مدیریت به منابع مالی و به دنبال آن اجرای پروژه های سرمایه گذاری را تسهیل خواهد نمود. کیفیت بالای گزارشگری مالی باعث محدود شدن عدم تقارن اطلاعاتی از طریق انتقال دقیق اطلاعات در خصوص جریانهای نقدی آتی ناشی از پروژه های سرمایه گذاری، تسهیل در عقد قراردادهای کارا و توانمند سازی سرمایه گذاران برای نظارت بر سرمایه گذاری مدیران خواهد شد. براساس نظریه منابع پویا، شرکت های حاضر در مرحله بلوغ به دلیل سطح نقدینگی بالا، نسبت به سایر مراحل چرخه عمر، سطح عدم تقارن اطلاعاتی پایین تری دارند همچنین انتظار بر آن است که شرکت هایی که سهم بیشتری از ارزش آنها قابل انتساب به فرصت رشد می باشد، کیفیت بالای گزارشگری مالی در آنها نقش پر رنگ تری در محدود نمودن عدم تقارن اطلاعاتی داشته باشد و در نتیجه نقش آن در محدود نمودن تاثیر منفی تقسیم سود بر سرمایه گذاری را تقویت خواهد نمود. لذا آنچه در این خصوص

مهم به نظر می رسد آن است که چگونه می توان بین تصمیمات سرمایه گذاری و تقسیم سود به عنوان رقبای سنتی در جذب منابع مالی در شرکتها، تعادل برقرار نموده و مسیر مصرف صرف منابع مالی در زمینه تقسیم سود را به سوی زمینه های سرمایه گذاری مدیریت نمود به نحوی که مصرف منابع در زمینه های تقسیم سود و سرمایه گذاری متعادل گردد. این پژوهش به بررسی اثر کیفیت گزارشگری مالی بر تاثیر محدود کننده سود تقسیمی بر سرمایه گذاری همچنین ارزیابی اثر چرخه عمر و فرصت رشد بر این اثر پرداخته است به عبارتی مبین آن است که کیفیت گزارشگری مالی موجب تعدیل اثر منفی سود تقسیمی بر سطح سرمایه گذاری در شرکت ها خواهد شد. اطلاعات مرتبط با جریانهای نقدی، به عنوان شهرگ حیاتی شرکتها، از اهمیت بسیار بالایی برخوردارند و لذا از منظر سرمایه گذاران، اطلاعاتی از این دست با اهمیت تلقی و بر مدل تصمیم گیری آنها موثر می باشد. کیفیت بالای گزارشگری مالی اطلاعات مفیدی در خصوص جریانهای نقدی آتی پروژه های سرمایه گذاری شرکت ها ارائه می دهد و در نتیجه موجب کاهش در عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران واحدهای تجاری و سرمایه گذاران خارجی می گردد. کاهش در عدم تقارن اطلاعاتی این احتمال را که سرمایه گذار اوراق بهادار را در قیمت های بالا خریداری نماید کاهش داده لذا در نتیجه هزینه های مرتبط با "گزینش نادرست" را کاهش می دهد. توضیح در بیان بسط فرضیه های پژوهش و براساس مبانی نظری حاکم این که سود تقسیمی به دلیل تاثیرگذاری بر سطح منابع نقد واحد تجاری و ایجاد جریان خروجی نقدینگی، تاثیر کاهنده بر میزان سرمایه گذاری داشته و کیفیت گزارشگری نیز به دلیل کاهش در عدم تقارن اطلاعاتی میان طرفین رابطه نمایندگی، موجب بهبود اثر مذکور خواهد شد. همچنین براساس مبانی نظری، شرکت های حاضر در مرحله بلوغ و شرکت های دارای فرصت رشد بیشتر، به دلیل دسترسی بهتر به منابع نقدی و دارا بودن جریانهای نقدینگی مطلوب نسبت به مرحله رشد، اثر کاهنده سود تقسیمی بر سطح سرمایه گذاری در میان آنها قوی تر خواهد بود.

۲-۲- پیشینه پژوهش

۲-۲-۱- پیشینه داخلی

حساس یگانه و توکل نیا [۱۳] در پژوهشی در خصوص "ارتباط کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه گذاری در دارائیهای ثابت و نقش تعدیلی فرصت های رشد" در بازه زمانی سال های ۹۳ - ۹۶ نتیجه گیری نمودند که بین کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه گذاری در دارائیهای ثابت، رابطه معکوس معنادار وجود دارد. خسروی و همکاران [۱۵] در پژوهشی در خصوص "پیامدهای کیفیت گزارشگری یکپارچه و ویژگی های شرکتی" در بازه زمانی سال های ۹۰ - ۹۶ نتیجه گیری نمودند که بین کیفیت گزارشگری مالی با اندازه شرکت و فرصت رشد رابطه مستقیم و

داشته و اثر متقابل کیفیت گزارشگری مالی (افشاء) و محافظه کاری بر هزینه سرمایه سهام عادی نشان دهنده آن است که با افزایش کیفیت گزارشگری مالی، اثر محافظه کاری بر هزینه سرمایه سهام عادی تعدیل خواهد شد. تقی زاده خانقاه و زینالی [۸] در پژوهشی با عنوان "نقش کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثرات محدودکننده تقسیم سود بر سرمایه گذاری شرکتها در مراحل چرخه عمر" در سالهای ۸۵-۹۱ نتیجه گیری نمودند که کیفیت گزارشگری مالی می تواند در کاهش تأثیرات محدودکننده تقسیم سود بر سرمایه گذاری، نقش مهمی داشته باشد. سرلک و همکاران [۲۰] در پژوهشی تحت عنوان "رابطه بین ویژگیهای مالی شرکت و ساختار سرمایه در مراحل چرخه عمر شرکت ها" در سالهای ۸۷-۹۳ نتیجه گیری نمودند که شرکت ها در مراحل مختلف چرخه عمر، تأمین مالی از طریق بدهی را ترجیح داده و در خصوص تأمین منابع مالی مورد نیاز خود از "نئوری سلسله مراتبی" پیروی می کنند. بر این اساس شرکت ها در ابتدا گرایش به تأمین مالی از داخلی داشته و سپس به استقبال تأمین مالی خارجی خواهند رفت. حیدرپور و زارع رفیع [۱۲] در پژوهشی تحت عنوان "بررسی تأثیر متغیرهای سود تقسیمی و فرصت های رشد بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و نوسان پذیری بازده سهام" در سالهای ۸۶-۹۲ نتیجه گیری نمودند که کیفیت گزارشگری مالی با نوسان پذیری بازده سهام شرکت ها رابطه معکوسی دارد و افزایش آن به کاهش نوسانهای بازدهی سهام و کاهش ریسک شرکتها منجر می شود. رستمی و همکاران [۱۷] در پژوهشی با عنوان "چرخه عمر شرکت و معیارهای ارزیابی عملکرد" در سالهای ۸۷-۹۱ نتیجه گیری نمودند که ویژگیهای مالی و اقتصادی یک شرکت تحت تاثیر مرحله ای از چرخه عمر است که شرکت در آن قرار دارد. مشایخ و میمنت آبادی [۲۷] در پژوهش خود با عنوان "افشاء حسابداری، کیفیت حسابداری، محافظه کاری شرطی و غیر شرطی" در سالهای ۸۶-۹۱ نتیجه گیری نمودند که بین کیفیت گزارشگری مالی (افشاء) و اقلام تعهدی اختیاری رابطه معکوس معنادار وجود داشته اما این رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی (افشاء) با محافظه کاری شرطی و غیر شرطی معنادار ارزیابی نگردید. جهانخانی و قربانی [۱۰] در پژوهشی در خصوص عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود بیان نمودند که جریان های نقدی شرکتها به همراه مرحله ای از چرخه عمر که شرکت در آن مرحله حاضر است، بر سیاست تقسیم سود آن ها موثر خواهد بود. پور زمانی و قمری [۷] در پژوهشی با عنوان "ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و سرعت تعدیل قیمت سهام" در سالهای ۸۸-۹۱ بیان داشتند که در بازار سرمایه ایران رابطه میان تغییرات کیفیت گزارشگری مالی و سرعت تعدیل قیمت معنادار نبوده و با بهبود کیفیت گزارشگری مالی، سرعت تعدیل قیمت سهام، تغییر معناداری از خود نشان نمی دهد همچنین در بازار سرمایه ایران سرعت تعدیل قیمت سهام نسبت به اخبار خوب و بد دارای الگوی رفتاری متقارن میباشد. علیزاده و همکاران [۲۳] در پژوهش خود با عنوان "مدل چرخه عمر سازمانها و کاربرد آن در

معنادار وجود دارد. طالب نیا و بیگلرخانی [۲۲] در پژوهشی در خصوص ارزیابی پیچیدگی گزارشگری مالی و مدیریت سود در بازه زمانی سال های ۸۸ - ۹۷ نتیجه گیری نمودند که بین پیچیدگی گزارشگری مالی و مدیریت سود، رابطه مستقیم معنادار وجود دارد. مهربان پور و همکاران [۳۰] در در پژوهشی در خصوص "تأثیر چرخه عمر بر مدیریت سود" در بازه زمانی سال های ۸۸ - ۹۴ نتیجه گیری نمودند که در مرحله بلوغ، مدیریت از طریق هزینه های غیر عادی تولید دست به مدیریت سود می زند. تقوی فردود و همکاران [۹] در پژوهشی در خصوص توانایی الگوهای چرخه عمر شرکت در تبیین انعطاف پذیری مالی در بازه زمانی سال های ۸۷ - ۹۷ نتیجه گیری نمودند که الگوی دی آنجلو قدرت بالایی در تبیین انعطاف پذیری مالی دارد. امین و صالح نژاد [۳] در پژوهشی در خصوص نقش چرخه عمر در تاثیر عملکرد پایداری شرکتی بر ارزش افزوده اقتصادی در بازه زمانی سال های ۸۸ - ۹۶ نتیجه گیری نمودند که سطح پایداری عملکرد شرکت در مرحله بلوغ به اوج خود می رسد. ابراهیمی و همکاران [۱] در پژوهشی در خصوص تاثیر چرخه عمر شرکت بر سطح محافظه کاری حسابداری در سالهای ۸۵-۹۳ براساس مدل های اقتصاد سنجی نتیجه گیری نمودند که بین شرکت های حاضر در مرحله بلوغ و افول با سطح محافظه کاری حسابداری رابطه مستقیم وجود دارد. مشعشی و میرزاجانی [۲۸] در پژوهشی در خصوص ارزیابی رابطه بین چرخه عمر شرکت با هزینه حقوق صاحبان سهام بیان نمودند که بین چرخه عمر شرکت با هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت معنادار وجود داشته و رابطه مذکور در مرحله بلوغ در مقایسه با مراحل رشد و افول، تفاوت معناداری ندارد. دولو و بسطامی [۱۶] در پژوهشی با عنوان "ارزیابی تاثیر فرصت رشد بر اهرم مالی شرکت" در سالهای ۸۹-۹۵ براساس مدل های اقتصاد سنجی نتیجه گیری نمودند که توان توضیحی فرصت رشد شرکتها، تابع سنجه اهرم مالی بوده و مادامی که سنجه اهرم مبتنی بر ارزش بازار باشد، بیشینه توان توضیحی متعلق به فرصت رشد خواهد بود حال آنکه چنانچه سنجه اهرم مبتنی بر ارزش دفتری باشد، بیشینه توان توضیحی اهرم، متعلق به فرصت رشد تعدیل شده است. حساس یگانه و همکاران [۱۴] در پژوهشی با عنوان "رابطه بین شفافیت گزارشگری مالی و نرخ مؤثر مالیاتی" در سال های ۸۹-۹۵ براساس مدل های اقتصاد سنجی نتیجه گیری نمودند که کیفیت افشا و کیفیت حسابرسی به عنوان معیاری مستقیم از شفافیت گزارشگری مالی، دارای رابطه منفی و معنادار با نرخ مؤثر مالیاتی هستند. هاشمی و کمالی [۳۱] در پژوهشی با عنوان تأثیر افزایش تدریجی اهرم، میزان جریان نقدی آزاد و رشد بر مدیریت سود در سال های ۹۱-۹۶ نتیجه گیری نمودند که بین جریان نقدی آزاد و رشد با مدیریت سود رابطه مستقیم و معنادار وجود دارد. پورزمانی و منصور [۶] در پژوهشی با عنوان "ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی (افشاء) و محافظه کاری" در سالهای ۸۸-۹۲ با استفاده از مدل های اقتصاد سنجی بیان نمودند که کیفیت گزارشگری مالی (افشاء) و محافظه کاری، اثری معکوس بر هزینه سرمایه سهام عادی

متفاوت است و تفاوت در افشای شرکت ها به احتمال زیاد در نتیجه تفکر مدیریت و فلسفه فکری آنان و همچنین صلاحدید آنان در مورد افشای اطلاعات برای مقاصد سرمایه گذاری است. از سوی دیگر، تصمیم های افشای مالی شرکت ها معمولاً در خلا انجام نمی شود و گزارشگری مالی یکی از راه هایی است که به وسیله آن اطلاعات انتقال داده می شود و ترکیب منابع ارتباطی، کمیت و کیفیت اطلاعات افشا شده، تحت تاثیر عوامل زیادی است. جهانخانی [۱۱] در پژوهشی تحت عنوان آثار پرداخت سود سهام بر ارزش شرکتها نتیجه گیری نمود که در بازار ناقص، سیاست تقسیم سود و سود پرداختی، بواسطه تاثیر بر نقدینگی شرکتها، بر ارزش آنها موثر است

۲-۲-۲- پیشینه خارجی

مارچینی^۱ و همکاران [۴۰] در پژوهشی در خصوص "ارتباط بین گزارشگری مالی و ریسک" با استفاده از مدل های اقتصاد سنجی نتیجه گیری نمودند که گزارشگری مالی و ریسک دارای ارتباط معکوس بوده به نحوی که شفافیت در گزارشگری مالی موجب کاهش ریسک خواهد شد. ون^۲ و همکاران [۴۸] در پژوهشی در خصوص "ارتباط سیاست تقسیم سود و مدیریت سود" با استفاده از مدل های اقتصاد سنجی نتیجه گیری نمودند که شرکت هایی که اقدام به تقسیم سود می نمایند به دلیل خروج جریان نقدینگی، قدرت مدیریت سود کمتری دارند. هان^۳ و همکاران [۳۶] در پژوهشی با عنوان "بررسی رفتار تقسیم سود در شرکت های بزرگ و کوچک" در بازه زمانی سال های ۲۰۰۴-۲۰۱۴ با استفاده از مدل های اقتصاد سنجی نتیجه گیری نمودند که سود تقسیمی در شرکت های با ابعاد کوچک و بزرگ به دلیل تفاوت در ساختار سرمایه آنها، متفاوت بوده و فعالان بازار این موضوع را در تحلیل های مالی دخالت می دهند. لی^۴ [۳۹] در پژوهشی با عنوان "ارزیابی ارتباط بین سودآوری و سود تقسیمی" در میان شرکت های پذیرفته شده در بازه زمانی سال های ۲۰۰۶-۲۰۱۳ نشان داد سیاست تقسیم سود به حداکثرسازی سود و مدیریت ریسک بانک ها مرتبط است. گوماریز و بالستا^۵ [۳۵] در پژوهشی با عنوان "ارزیابی تاثیرات کیفیت گزارشگری مالی بر سطوح سرمایه گذاری" در میان شرکت های پذیرفته شده در بازه زمانی سال های ۲۰۰۸-۲۰۱۲ به شواهدی دست یافتند که کیفیت گزارشگری مالی، مشکلات بیش سرمایه گذاری را کاهش داده و سررسید کوتاه مدت بدهی می تواند کارایی سرمایه گذاری را بهبود بخشد علاوه بر این، نتایج نشان داد کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی، سازوکار هایی هستند که در بهبود درجه ای از کارایی سرمایه گذاری نقش دارند. وانگ و رامالینچ گادا [۴۷] در پژوهشی تحت عنوان "ارزیابی نقش کیفیت گزارشگری مالی در محدود سازی اثر منفی سود تقسیمی بر سرمایه گذاری" در

مدیریت استراتژیک" در سالهای ۸۷-۹۲ نتیجه گیری نمودند که یکی از عوامل مهم در تصمیم گیری سرمایه گذاران این است که بدانند سهام شرکتی که خریداری می کنند چه میزان پتانسیل رشد دارد. پتانسیل رشد شرکت تاثیر مهمی بر سودآوری و در نتیجه افزایش قیمت سهام و بازدهی سهامداران داشته و در منحنی دوره عمر سازمان هر چه فاصله دوره رشد و دوره بلوغ کوتاه تر باشد، نقش فعالیتهای پژوهش و توسعه بیشتر میشود در واقع در این سازمانها، فعالیتهای پژوهش و توسعه از جایگاه بسیار ویژه ای برخوردار می شود و بالعکس، هر چه فاصله دوره رشد و دوره بلوغ طولانی تر شود، نقش فعالیتهای پژوهش و توسعه در این صنایع کمتر می شود. مهدوی و رضایی [۲۹] در پژوهشی با عنوان "اثرات کیفیت گزارشگری مالی بر سیاست تقسیم سود" در سالهای ۸۸-۹۲ نتیجه گیری نمودند که بین بخش اختیاری کیفیت ارقام تعهدی با پرداخت سود سهام، رابطه مستقیم معناداری برقرار است؛ اما بین بخش غیر اختیاری کیفیت ارقام تعهدی با پرداخت سود سهام، رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین نتایج پژوهش در بخش متغیرهای کنترلی نشان دهنده آن است که بین نسبت فرصت رشد و نسبت هزینه های عملیاتی به روش با متغیر پرداخت سود سهام رابطه معکوس معناداری وجود دارد. فروغی و همکاران [۲۴] در پژوهشی با عنوان "افزایش نوسان بازده غیر متعارف سهام" در کشورهای مختلف جهان بیان نمودند که در پی رسواییهای مالی اخیر نظیر انرون، ورلدکام، پارمالات و اهلد، اطمینان و اعتماد سرمایه گذاران به سیستم های گزارشگری مالی ضعیف شده و کیفیت گزارشگری مالی به عنوان یک عامل مهم در تعیین اعتبار و قابلیت اعتماد ارقام گزارش شده مطرح شده است. ایزدی نیا و همکاران [۴] در پژوهشی با عنوان "تاثیر ترکیبی ویژگیهای مراحل چرخه عمر شرکت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی" بیان نمودند که مراحل چرخه عمر شرکت موجب عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی خواهد شد.

محمدیان [۲۶] در پژوهشی تحت عنوان "ارزیابی ویژگی های غیر مالی موثر بر کیفیت گزارشگری مالی" در شرکت های پذیرفته شده در بازه زمانی سال های ۸۴-۸۸ نتیجه گیری نمود که مربوط بودن و قابلیت اتکا دو شرط اساسی ارقام قابل اندازه گیری معرفی که باید شناسایی و در صورت های مالی واحد تجاری در نظر گرفته شوند. رضوانی و همکاران [۱۸] در پژوهشی در خصوص رابطه جریان نقد آزاد و سیاست تقسیم سود نتیجه گیری نمودند که جریان های نقد آزاد و سیاست تقسیم سود دارای ارتباط معکوس می باشند. کریمی و همکاران [۲۵] در پژوهشی در خصوص تاثیر اهرم مالی و فرصت رشد شرکت بر تصمیمات سرمایه گذاری نتیجه گیری نمودند که فرصت رشد از طریق تاثیر بر توان سودآوری، بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ها موثر است. سجادی و همکاران [۱۹] در پژوهشی تحت عنوان "ارزیابی ویژگی های غیر مالی موثر بر کیفیت گزارشگری مالی" در شرکت های پذیرفته شده در بازه زمانی سال های ۸۳-۸۸ بیان نمودند که کیفیت اطلاعات افشاء شده

¹ Marchini et al

² Wen et al

³ Hyun et al

⁴ Lee Y

⁵ Gomariz F, Ballesta J

های با کیفیت گزارشگری مالی بالا، در مواجهه با شرایط کلان اقتصادی^۸، حساسیت^۹ و تغییرات کمتری از خود نشان داده و از کیفیت گزارشگری مالی می توان بعنوان مکانیزمی برای کاهش مشکلاتی که کارایی سرمایه گذاری را تحت الشعاع خود قرار می دهند، از جمله خطر اخلاقی و پذیرش نادرست، بهره برد، اوتامی و اینانگا^{۱۰} [۴۵] در پژوهش خود با عنوان "بررسی ارتباط بین هزینه های نمایندگی جریانهای نقدی آزاد، سیاست تقسیم سود و اهرم" در میان شرکتهای پذیرفته شدهاندونزی، در بازه زمانی سال های ۲۰۰۷-۲۰۱۰ نتیجه گیری نمودند که بین متغیر جریانهای نقدی آزاد و سود تقسیمی رابطه ای منفی وجود داشته ولی این رابطه، رابطه ای معناداری نبوده و تاثیر جریانهای نقدی آزاد بر اهرم، تاثیری مثبت و معنی دار ارزیابی و در خصوص تاثیر اهرم بر سود تقسیمی، نتایج حاصل از رگرسیون، نشان دهنده رابطه مثبت معناداری بین این دو متغیر بوده است. راجکوپال و ونکاناچالام [۴۴] در پژوهش خود با موضوع "رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی با نوسان بازده شرکت ها" در میان شرکتهای پذیرفته شدهاندونزی، در بازه زمانی سال های ۲۰۰۷-۲۰۱۰ نتیجه گیری نمودند که کاهش در کیفیت گزارشگری مالی شرکتهای با افزایش نوسان بازده غیر متعارف در آنها مرتبط بوده و سرمایه گذاران در بازار نوسانات مذکور را رصد خواهند بود. همچنین اعتبار دهندگان و سرمایه گذاران، نوسانات بازده را به نوعی وجود کیفیت حداقلی در گزارشگری مالی تفسیر نموده و برابر خواهند دانست که این موضوع در بلند مدت می تواند موجب بدنامی شرکت ها گردیده و به دلیل عدم تمایل افراد برای سرمایه گذاری در این شرکتهای (ناشی از عدم اطمینان بالا)، این گروه شرکت ها را با کسری منابع مالی مواجه سازد. پنمن^{۱۱} [۴۳] در پژوهشی در میان شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، بین سال های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۷ کیفیت گزارشگری مالی و اطلاعات حسابداری را در قالب مفاهیمی چون کیفیت اقلام تعهدی، پایداری^{۱۲} سود، قابلیت پیش بینی^{۱۳} سود، میزان هموارسازی سود و "ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری"^{۱۴}، بموقع بودن و میزان محافظه کاری^{۱۵} تعریف نمودند. در این پژوهش، بازه زمانی ۲۰۰۱-۱۹۹۱ مورد بررسی قرار گرفته و براساس نتایج، بجز قدرت پیش بینی کنندگی اطلاعات مالی، سایر خصوصیات کیفی اطلاعات ضعیف ارزیابی گردیده. ام سی وی^{۱۶} [۴۱] در پژوهشی تحت عنوان "ارزیابی تاثیر افشاء و کیفیت گزارشگری مالی بر سطح نظام کنترل داخلی و کیفیت اقلام تعهدی" در میان شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، بین سال های ۲۰۰۰

میان شرکت های پذیرفته شده در بازه زمانی سال های ۲۰۰۲-۲۰۱۱ بیان نمودند که کیفیت بالای گزارشگری مالی تأثیرات منفی تقسیم سود بر تصمیم های سرمایه گذاری را کاهش می دهد و نقش کیفیت گزارشگری مالی برای شرکت هایی که در هزینه پژوهش و توسعه به نسبت مخارج سرمایه ای، سرمایه گذاری بیشتری می کنند، پررنگ تر است و این رابطه میان شرکت هایی که فرصت های سرمایه گذاری زیادی دارند، به مراتب بیشتر است. چنگ و همکاران [۳۴] در پژوهشی با موضوع "ارزیابی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری^۱ و همچنین ارزیابی رفتار سرمایه گذاری شرکت ها با در نظر گرفتن قانون ساربینز آکسلی"^۲، در میان شرکت های پذیرفته شده در بازه زمانی سال های ۲۰۰۷-۲۰۱۱ به شواهد در خصوص ارتباط منطقی بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری دست یافتند. برام و بست [۳۲] در پژوهشی با عنوان "ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی مبتنی بر چارچوب مفهومی" در میان شرکت های پذیرفته شده در کشور انگلستان و آمریکا در بازه زمانی سال های ۲۰۰۸-۲۰۱۳، مطالعه ای تطبیقی در خصوص کیفیت گزارشگری مالی در بین گزارش های سالانه انجام دادند. آنها هیئت استانداردهای حسابداری مالی^۳ و هیئت استانداردهای حسابداری بین الملل^۴ را بعنوان اهرم فشاری برای اعمال و شکل گیری کیفیت در اطلاعات و صورتهای مالی معرفی نمودند. مونوز^۵ [۴۲] در پژوهشی به بررسی "ارزیابی نقش نقدینگی و سرمایه گذاری در بین شرکت های خصوصی" در میان شرکت های پذیرفته شده در آمریکا در بازه زمانی سال های ۲۰۰۷-۲۰۱۳ پرداخت. براساس یافته و با بهره گیری از مدل های رگرسیونی تطبیقی، شرکت های خصوصی دارای کیفیت گزارشگری مالی پایینی هستند همچنین شرکت های دارای تامین مالی خارجی بالا، خواستار کیفیت گزارشگری مالی بالاتری نیز هستند و شرکت های با تراکم سهامدار کمتر، گرایش به کیفیت گزارشگری مالی کمتری دارند. هووا و همکاران^۶ [۳۸] در پژوهشی در خصوص "ارتباط کیفیت گزارشگری مالی با پذیرش استانداردهای گزارشگری بین الملل" بیان نمودند که کیفیت گزارشگری مالی بواسطه پذیرش استانداردهای حسابداری بین الملل ارتقاء خواهد یافت. واترین و اولمان^۷ [۴۶] در پژوهشی با عنوان "چگونگی تاثیر گذاری کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه گذاری" در میان شرکت های پذیرفته شده در ایالات متحده آمریکا در بازه زمانی سال های ۲۰۰۹-۲۰۱۴ دریافتند که شرکت های دارای کیفیت گزارشگری مالی بالا، معمولا دارای انحراف کمتری از سطح سرمایه گذاری بودجه شده بوده و شرکت

⁸ Macroeconomic Conditions

⁹ Sensitivity

¹⁰ Utami et al

¹¹ Penman

¹² Persistence

¹³ Predictability

¹⁴ Value Relevance

¹⁵ Conservatism

¹⁶ Mcvay et al

¹ Investment Efficiency

² Sarbanes-Oxley Act (SOX)

³ Financial Accounting Standards Board (FASB)

⁴ International Accounting Standards Board (IASB)

⁵ Thoumas and Vyas

⁶ Hua et al

⁷ Watrin and Ullmann

تحلیل داده ها و آزمونهای آماری از نرم افزارهای آماری استفاده شده. پژوهش حاضر به لحاظ روش استنتاج، توصیفی-همبستگی، بلحاظ هدف، کاربردی و به لحاظ طرح کلی، در گروه پژوهش های پس رویدادی (علی پس از وقوع/ گذشته نگر) طبقه بندی می گردد. در آزمون فرضیه های از ابزار رگرسیون به روش حداقل مربعات معمولی (OLS) و در شرایط وجود خود همبستگی یا ناهمسانی واریانس در میان جملات خطا، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است.

با توجه به مطالعات انجام شده و مبانی نظری موجود همچنین سوالات مطرح در خصوص نحوه و میزان ارتباط بین متغیرهای پژوهش، فرضیه های پژوهش به استناد مبانی نظری مربوط، به شرح زیر ارائه می گردد:

- سود تقسیمی شرکت ها تاثیر منفی و معناداری بر سرمایه گذاری در شرکتها دارد.
- کیفیت گزارشگری مالی اثر منفی سود تقسیمی بر میزان سرمایه گذاری را بصورت معنادار تعدیل می نماید.
- تعدیل تاثیرات منفی سود تقسیمی بر میزان سرمایه گذاری از طریق کیفیت گزارشگری مالی، در میان شرکت های حاضر در مرحله بلوغ، بصورت معنادار بیشتر است.
- تعدیل تاثیرات منفی سود تقسیمی بر میزان سرمایه گذاری از طریق کیفیت گزارشگری مالی، در میان شرکت های دارای فرصت رشد بالاتر، بصورت معنادار بیشتر است.

۳- نمونه، جامعه آماری

در پژوهش حاضر، نمونه های آماری از میان شرکت های پذیرفته شده در بورس و فرابورس و به روش حذف سیستماتیک (سامان مند) انتخاب شده اند و با توجه به اینکه در جامعه آماری پژوهش، واحدهای تجاری با فعالیت و خصوصیات متفاوتی فعال بوده و از طرفی دسترسی به اطلاعات آنها گاهی به دلیل وجود برخی شرایط دارای محدودیت می باشد لذا برای تعیین نمونه های آماری محدودیت هایی به شرح زیر در سطح جامعه آماری جهت انتخاب نمونه های آماری اعمال گردیده است:

- پایان دوره مالی شرکت های نمونه منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.
- اطلاعات مورد نیاز برای داده های پژوهش در دسترس باشد.
- با هدف کنترل اثر کلیه متغیرها در مقاطع زمانی یکسان و اثر مشابه آنها بر نمونه آماری و همچنین امکان تجزیه و تحلیل بهتر داده ها، شرکت های نمونه نبایستی طی قلمرو زمانی پژوهش، تغییری در سال مالی خود داشته باشند.

- به دلیل تفاوت در موضوع فعالیت بانکها، موسسات اعتباری و سایر نهادهای پولی، واسطه گری های مالی و سرمایه گذاری های مالی با سایر صنایع، نمونه های عضو جامعه منتخب آماری نبایستی دارای حوزه فعالیت از این قبیل باشند.

- سهام اعضای نمونه آماری، حداقل هر سه ماه یکبار معامله شده باشد (جهت اجتناب از انتخاب نمونه های آماری غیر فعال و کم گردش)

- ۲۰۰۶ بیان نمود که نظام کنترل داخلی ضعیف شرکت ها و کیفیت پایین اقلام تعهدی، از طریق کیفیت ضعیف گزارشگری و افشاء شرکت ها تقویت خواهد شد. لذا شرکت این انگیزه را خواهند داشت و سرمایه گذاران نیز موجب خواهند شد تا موجبات بهبود نظام گزارشگری مالی را فراهم نمایند. براو و همکاران [۳۳] در پژوهش خود در رابطه با "سود تقسیمی شرکت ها" در میان شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، بین سال های ۱۹۹۷ - ۲۰۰۲، به شواهدی دست یافتند که نشان می دهد شرکت ها تمایل دارند از سرمایه گذاری در پروژه های مطلوب به منظور حفظ سود چشم پوشی کنند، اما احتمال کمی دارد که شرکت ها به طور کلی از سرمایه گذاری در پروژه های مطلوب به منظور افزایش سودهای تقسیمی، صرف نظر کنند. لذا همواره پیروی از سود تقسیمی سابق، مد نظر مدیران و شرکت ها بوده ولی نگاه آنها با سیاست های سرمایه گذاری نیز معطوف بوده است. مدیران، اهداف محدود کننده سود تقسیمی را تقریباً اهدافی غیرقابل دسترس دانسته و حتی به ترک پروژه های سرمایه گذاری دارای توجیه اقتصادی با هدف اجرایی نمودن سیاست های تقسیم سود نیز تمایل خواهند داشت. هلی و پالپو^۱ [۳۷] براساس نتایج پژوهش انجام شده تحت عنوان "نقش کیفیت گزارشگری مالی در تعدیل عدم تقارن اطلاعاتی"، در میان شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، بین سال های ۱۹۹۷ - ۲۰۰۲ نتیجه گیری نمودند که کیفیت بالای گزارشگری مالی باعث خواهد شد تا مشکلات ناشی از خطر اخلاقی، بواسطه شکل گیری تسهیلات قراردادی و همچنین نظارتی کاهش یابد لذا شرکت های دارای کیفیت بالای گزارشگری مالی، دسترسی بهتری به منابع نقدینگی خارجی داشته و احتمال کنارگذاری پروژه های سرمایه گذاری قابل توجیه با هدف اجرایی نمودن سیاست های تقسیم سود کاهش یابد.

در پژوهش حاضر، با اتکا به مبانی نظری مطرح مبنی بر ارتباط بین چرخه عمر شرکت با متغیرهای شدت و نوع جریان های نقدی همچنین مبانی نظری مطرح مبنی بر ارتباط بین فرصت رشد با جریان های نقدی شرکتهای، علاوه بر متغیر کیفیت گزارشگری مالی، از متغیرهای "چرخه عمر" و "فرصت رشد" بعنوان متغیرهای تعدیل گر استفاده و نقش آنها در تعدیل اثر کاهنده تقسیم سود بر میزان سرمایه گذاری ارزیابی شده است

۲- روش شناسی پژوهش

در پژوهش حاضر با تلفیق داده های سری زمانی و مقطعی و استفاده از مدل های پانل، تا حد زیادی مشکل کمبود داده ها مرتفع شده و جهت تعیین نمونه های آماری به دلیل وجود برخی محدودیت ها در دسترسی به داده ها، از مدل حذف سیستماتیک بهره برداری شده. مدل رگرسیونی مورد استفاده در تصریح مدل پژوهش، مدل رگرسیونی ترکیبی می باشد. برای یکپارچه سازی داده ها و تنظیم جداول خلاصه اطلاعات آماری،

¹ Healy & Palepu

$$\begin{aligned}
 Investment_{jt} = & \beta_0 + \beta_1 Dividend_{jt} \\
 & + \beta_2 RQ_{jt-1} + \beta_3 Dividend_{jt} * RQ_{jt-1} * \\
 & * Growth_{Option}_{jt} + \beta_4 Size_{jt-1} \\
 & + \beta_5 Growth_{Option}_{jt} \\
 & + \beta_6 Bankruptrisk_{jt-1} \\
 & + \beta_7 Tangibility_{jt-1} \\
 & + \beta_8 Leverage_{jt-1} + \beta_9 Cash_{jt-1} \\
 & + \beta_{10} Cfop_{jt-1} + \beta_{11} Std CFO_{jt-1} \\
 & + \beta_{12} Stdsale_{jt-1} \\
 & + \beta_{13} Stdinvestment_{jt-1} + \beta_{14} Age_{jt-1} \\
 & + \beta_{15} Cycle_{jt-1} + \beta_{16} Loss_{jt-1} \\
 & + \beta_{17} Roa_{jt} + \varepsilon_{jt}
 \end{aligned}$$

۶- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه گیری

در پژوهش حاضر از ابزار رگرسیون جهت برآورد ارتباط علی یکطرفه از سمت متغیرهای توضیحی به سمت متغیر وابسته استفاده شده لذا متغیرهای پژوهش حاضر در قالب ۴ گروه متغیرهای زیر طبقه بندی و تعریف می شوند:

۱. متغیر وابسته^۱
۲. متغیرهای مستقل^۲
۳. متغیرهای کنترلی^۳
۴. متغیر تعاملی

متغیر وابسته:

سرمایه گذاری (*investment*)^۴: بر اساس مدل ریچاردسون (۲۰۰۶) و بیدل و همکاران (۲۰۰۹) "نسبت مجموع سرمایه گذاری ها بر مجموع دارائیهای شرکت".

متغیرهای مستقل: سود تقسیمی (*dividened*)^۵: نسبت مجموع سود تقسیمی بر مجموع دارائیهای شرکت در پایان سال قبل کیفیت گزارشگری^۶: براساس مدل تعدیل شده "دچو و دیچو"

$$\Delta WCA = \beta_0 + \beta_1 CFO_{jt-1} + \beta_2 CFO_{jt} + \beta_3 CFO_{jt+1} + \beta_4 \Delta Revenues_{jt} + \beta_5 PPE_{jt} + \varepsilon$$

کیفیت گزارشگری مالی (RQ): مجموع اقلام تعهدی جاری شرکت و معیاری جهت ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی و برابر است با نسبت "تغییر

$$z = 0.012w_1 + 0.014w_2 + 0.033w_3 + 0.006w_4 + 0.999w_5$$

دارائیهای جاری (به کسر تغییر در وجه نقد شرکت در سال *t* نسبت به *t-1*) به کسر تغییر در بدهی های جاری (بجز حصة جاری بدهی های بلندمدت) "بر دارائیهای جمع اقلام تعهدی جاری شرکت برابر است با:

با اعمال محدودیت های فوق، تعداد ۱۰۵ شرکت به عنوان نمونه های آماری پژوهش انتخاب شدند و دوره مورد مطالعه مربوط به بازه زمانی ۹ ساله بین سال های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۸ می باشد.

۵- مدل های پژوهش

مدل مربوط به آزمون فرضیه ۱:

(۱)

$$\begin{aligned}
 Investment_{jt} = & \beta_0 + \beta_1 Dividend_{jt} + \beta_2 Size_{jt-1} \\
 & + \beta_3 Growth_{Option}_{jt} \\
 & + \beta_4 Bankruptrisk_{jt-1} \\
 & + \beta_5 Tangibility_{jt-1} + \beta_6 Leverage_{jt-1} \\
 & + \beta_7 Cash_{jt-1} + \beta_8 Cfop_{jt-1} \\
 & + \beta_9 Std CFO_{jt-1} + \beta_{10} Stdsale_{jt-1} \\
 & + \beta_{11} Stdinvestment_{jt-1} + \beta_{12} Age_{jt-1} \\
 & + \beta_{13} Cycle_{jt-1} + \beta_{14} Loss_{jt-1} + \beta_{15} Roa_{jt} \\
 & + \varepsilon_{jt}
 \end{aligned}$$

مدل مربوط به آزمون فرضیه ۲:

(۲)

$$\begin{aligned}
 Investment_{jt} = & \beta_0 + \beta_1 Dividend_{jt} \\
 & + \beta_2 RQ_{jt-1} + \beta_3 Dividend_{jt} \\
 & * RQ_{jt-1} + \beta_4 Size_{jt-1} \\
 & + \beta_5 Growth_{Option}_{jt} \\
 & + \beta_6 Bankruptrisk_{jt-1} \\
 & + \beta_7 Tangibility_{jt-1} \\
 & + \beta_8 Leverage_{jt-1} + \beta_9 Cash_{jt-1} \\
 & + \beta_{10} Cfop_{jt-1} + \beta_{11} Std CFO_{jt-1} \\
 & + \beta_{12} Stdsale_{jt-1} \\
 & + \beta_{13} Stdinvestment_{jt-1} + \beta_{14} Age_{jt-1} \\
 & + \beta_{15} Cycle_{jt-1} + \beta_{16} Loss_{jt-1} + \beta_{17} Roa_{jt} \\
 & + \varepsilon_{jt}
 \end{aligned}$$

مدل مربوط به آزمون فرضیه ۳:

(۳)

$$\begin{aligned}
 Investment_{jt} = & \beta_0 + \beta_1 Dividend_{jt} \\
 & + \beta_2 RQ_{jt-1} + \beta_3 Life_Cycle_{jt} \\
 & + \beta_4 Dividend_{jt} * RQ_{jt-1} \\
 & * Life_Cycle_{jt} + \beta_5 Size_{jt-1} \\
 & + \beta_6 Growth_{Option}_{jt} \\
 & + \beta_7 Bankruptrisk_{jt-1} \\
 & + \beta_8 Tangibility_{jt-1} \\
 & + \beta_9 Leverage_{jt-1} + \beta_{10} Cash_{jt-1} \\
 & + \beta_{11} Cfop_{jt-1} + \beta_{12} Std CFO_{jt-1} \\
 & + \beta_{13} Stdsale_{jt-1} \\
 & + \beta_{14} Stdinvestment_{jt-1} + \beta_{15} Age_{jt-1} \\
 & + \beta_{16} Loss_{jt-1} + \beta_{17} Roa_{jt} + \varepsilon_{jt}
 \end{aligned}$$

مدل مربوط به آزمون فرضیه ۴:

(۴)

¹ Dependent Variable

² Independent Variables

³ Control Variables

⁴ *Investment_{jt}*

⁵ *Dividend_{jt}*

⁶ RQ

W4 : مجموع دارائیه‌ها/ ارزش بازار حقوق صاحبان سهام
 W5 : مجموع دارائیه‌ها/ فروش
 Z کوچکتر از ۱/۸۱ نشان دهنده شرکت ورشکسته، Z بین ۱/۸۱ و ۲/۶۷۵ نشان دهنده شرکت در ناحیه ورشکستگی و Z بزرگتر از ۲/۶۷۵ نشان دهنده شرکت غیر ورشکسته می باشد.
 دارائیه‌های ثابت مشهود (Tangibility) : نسبت مجموع ماشین آلات و تجهیزات ۳ به مجموع دارائیه‌ها. وانگ و همکاران [۴۷]
 اهرم مالی (leverage) : نسبت مجموع بدهی ها به مجموع حقوق صاحبان سهام. وانگ و همکاران [۴۷]

نگهداشت وجه نقد (cash) : نسبت وجه نقد به مجموع دارائیه‌ها
 انحراف استاندارد جریان نقدی عملیاتی (Std_Cfo) : انحراف استاندارد جریان نقد عملیاتی طی دوره ۳ ساله وانگ و همکاران [۴۷]
 انحراف استاندارد فروش (Std_Sale) : انحراف استاندارد فروش طی دوره ۳ ساله. وانگ و همکاران [۴۷]
 انحراف استاندارد سرمایه گذاری (Std_Investment) : انحراف استاندارد سرمایه گذاری طی دوره ۳ ساله. وانگ و همکاران [۴۷]
 سن (AGE) : لگاریتم طبیعی فاصله زمانی تاسیس شرکت تا زمان t .
 ایزدی نیا و همکاران [۴]

چرخه عملیات (Cycle) : جمع لگاریتم نسبت حسابهای دریافتی به فروش و نسبت ارزش موجودی کالا به بهای تمام شده کالای فروش رفته
 ضریب ۳۶۰
 زیان (Loss) : برای شرکت های زیان ده برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر.

بازده داراییها (ROA) : نسبت سود به مجموع دارائیه‌ها.
 چرخه عمر (Life_Cycle) : براساس روش شناسی پارک و چن (۲۰۰۶).
 شرکت ها براساس چهار متغیر رشد فروش، مخارج سرمایه ای، نسبت سود تقسیمی و سن شرکت به سه مرحله رشد^۴، بلوغ^۵ و افول^۶ طبقه بندی شدند :

هریک از متغیرهای چهارگانه رشد فروش^۷، مخارج سرمایه ای^۸، نسبت سود تقسیمی^۹ و سن شرکت^{۱۰} برای هر سال شرکت محاسبه و سپس سال شرکت ها براساس هر یک از چهار متغیر و براساس پنجم های آماری در هر صنعت، در پنج طبقه جای می گیرند که با توجه به قرار گرفتن در پنجم، نمره ای مابین ۱ تا ۵ به آنها اختصاص داده خواهد شد.
 در ترکیب پنجم آماری، متغیرهای نرخ رشد فروش و مخارج سرمایه ای از بیشترین به کمترین و متغیرهای سن واحد تجاری و نسبت سود

$$\Delta WCA = \Delta CA_{jt} + \Delta CL_{jt} + \Delta CASH_{jt} + \Delta STDEBT_{jt}$$

ΔWCA_{jt} : جمع اقلام تعهدی جاری شرکت t در سال t

ΔCA_{jt} : تغییر در دارائیه‌های جاری شرکت t در سال t نسبت به سال t-1

ΔCL_{jt} : تغییر در بدهیهای جاری شرکت t در سال t نسبت به سال t-1

$\Delta CASH_{jt}$: تغییر در موجودی نقد شرکت t در سال t نسبت به سال t-1

$\Delta STDEB_{jt}$: تغییر در تسهیلات مالی دریافتی کوتاه مدت

باقی مانده مدل فوق، خطاهای برآوردی در اقلام تعهدی جاری را نشان می دهد که رابطه ای با جریان نقد عملیاتی نداشته و نیز نمی توان آنها را از طریق تغییر در درآمد و سطح اموال و ماشین آلات و تجهیزات بیان نمود. بر اساس پژوهش چن و همکاران^۱ (۲۰۱۱) باقی مانده های مدل، نماینده کیفیت گزارشگری مالی می باشد.
 متغیرهای کنترلی :

جریان نقد عملیاتی (CFO) : نسبت جریانهای نقدی ناشی از عملیات بر میانگین دارائیه‌ها. وانگ و همکاران [۴۷]

تغییر درآمدی (ΔREVENUES) : نسبت تغییر در درآمدها بر میانگین دارائیه‌ها. وانگ و همکاران (۲۰۱۳)

دارائیه‌های ثابت ((ΔPPE) : نسبت مجموع دارائیه‌ها، ماشین آلات، تجهیزات بر میانگین دارائیه‌ها. وانگ و همکاران [۴۷]

فرصت رشد (Growth Option) : نسبت ارزش بازار دارائیه‌ها به ارزش دفتری مجموع دارائیه‌های پایان دوره مالی وانگ و همکاران [۴۷]

مطابق با پژوهش های انجام شده پیشین از جمله پژوهش بیدل و همکاران (۲۰۰۹)، پژوهش ریچاردسون (۲۰۰۶)، چن و همکاران (۲۰۱۱)، رامالینچ گادا و همکاران (۲۰۱۳)، گوماریزوبالستا (۲۰۱۴) و تقی زاده خانقاه (۱۳۹۲)، برخی فاکتورهای اقتصادی از جمله مجموع فرصت های رشد، دارئیهای ثابت، مانده وجه نقد باعث افزایش در سرمایه گذاری ها و فاکتورهایی از جمله اندازه شرکت، ریسک ورشکستگی و اهرم باعث کاهش در میزان سرمایه گذاریها شرکت ها خواهند گردید لذا متغیرهای به شرح زیر مطابق با پژوهش انجام شده توسط بیدل و همکاران (۲۰۰۹) بعنوان متغیرهای کنترلی مورد استفاده قرار خواهد گرفت.

اندازه (SIZE) : لگاریتم طبیعی مجمع دارائیه‌ها ریسک ورشکستگی (Bankrupt_risk) : آلمتن (۱۹۶۸) [۴۹]

$$Z = 0.012W1 + 0.014W2 + 0.033W3 + 0.006W4 + 0.999W5 \quad (۷)$$

W1 : مجموع دارائیه‌ها/ سرمایه در گردش

W2 : مجموع دارائیه‌ها/ سود انباشته

W3 : مجموع دارائیه‌ها/ سود قبل از کسر بهره ومالیات

³ Property, Plant, and Equipment (PPENT)

⁴ Growth

⁵ Maturing

⁶ Decline

⁷ Sale Growth (SG)

⁸ Capital Expenditures (CE)

⁹ Dividened Percentage (DPR)

¹⁰ Age

¹ Cheen et al

² Altman

۴	۱/۴۲	۰/۰۰۸	۱۳۶/۲	۰/۰۰۰	اثرات ثابت
---	------	-------	-------	-------	------------

براساس نتایج حاصله، الگوی تخمین مدل های پژوهش براساس پانل با اثرات ثابت می باشد.

جدول (۳): آزمونهای تشخیصی فرضیه های پژوهش

م	د	ل	نام آزمون	آماره	ارزش احتمال	تشخیص
1	همسانی واریانس	والد تعدیل شده (xttest3)	۷/۱ e +۰۵	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس	
	خود همبستگی	وولدریج	۴/۶۶	۰/۰۳۳	خود همبستگی مرتبه اول	
2	همسانی واریانس	والد تعدیل شده (xttest3)	۸/۰۹ e+۳۲	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس	
	خود همبستگی	وولدریج	۴/۴۸	۰/۰۳۷	خود همبستگی مرتبه اول	
3	همسانی واریانس	والد تعدیل شده (xttest3)	۴/۳ e +۲۹	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس	
	خود همبستگی	وولدریج	۶/۲۷	۰/۰۱	خود همبستگی مرتبه اول	
4	همسانی واریانس	والد تعدیل شده (xttest3)	۱/۳ e +30	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس	
	خود همبستگی	وولدریج	۴/۴۵۱	۰/۰۳۸۲	خود همبستگی مرتبه اول	

براساس نتایج، آماره های Vif محاسبه شده کمتر از مقدار عددی ۵ بوده لذا نبود هم خطی بین متغیرهای توضیحی نتیجه گیری می شود. [۵]

تقسیمی از کمترین به بیشترین به شرح جدول زیر رتبه بندی شده و براین اساس فرایند اعطای امتیاز به پنجک های آماری اجرا خواهد شد.

جدول (۱): تعیین مراحل چرخه عمر واحدهای تجاری

پنجک	رشد فروش	مخارج سرمایه ای	سن	سود تقسیمی
اول	۵	۱	۱	۵
دوم	۴	۲	۲	۴
سوم	۳	۳	۳	۳
چهارم	۲	۴	۴	۲
پنجم	۱	۵	۵	۱

براساس نمره مرکب هر سال شرکت، طبقه بندی شرکت ها به مراحل رشد، بلوغ و افول به شرح زیر انجام خواهد شد:

مجموع نمره بین ۱۶ تا ۲۰ نشان دهنده مرحله رشد، بین ۹ تا ۱۵ مرحله بلوغ و بین ۴ تا ۸ مرحله افول می باشد.

کیفیت گزارشگری بالا (RQ): شرکت با کیفیت گزارشگری بالاتر از حد میانه کیفیت

فرصت رشد بالا (Growth Option): شرکت با فرصت رشد بالاتر از حد میانه فرصت رشد

۷- تجزیه و تحلیل داده ها و یافته ها

جدول (۲): آزمون تعیین نوع دادهای ترکیبی فرضیه های پژوهش

مدل	F لیمر		تشخیص	هاسمن		نوع داده
	آماره	ارزش احتمال		آماره	ارزش احتمال	
۱	۱/۲۸	۰/۰۳۷	پانل با	۲۷/۶۵	۰/۰۳۴	اثرات ثابت
۲	۱/۵۵	۰/۰۰۱	اثرات	۲۷/۹۴	۰/۰۳۲	اثرات ثابت
۳	۱/۴۳	۰/۰۰۷	ثابت	۲۲/۳۶	۰/۰۴۹	اثرات ثابت

جدول (۴): نتایج برآورد رابطه - آزمون فرضیه اول

Prob	t آماره	خطای استاندارد	ضرایب برآوردی	متغیر	
				نماد	عنوان
۰/۱۵	-۱/۴۲	۰/۰۳۳	-۰/۰۴	α_0	عرض از مبدا
۰/۰۴۷	-۱/۹۸	۰/۰۱	-۰/۱۹	Dividend	سود تقسیمی
۰/۱۴	۱/۴۷	۰/۰۰۱	۰/۰۰۲	Size	اندازه
۰/۷۵	-۰/۳	۰/۰۰۰۳	-۰/۰۰۰۱	Growth Option	فرصت رشد بالا
۰/۰۰۰	۵/۸۳	۰/۰۰۳	۰/۰۲	Bankrupt_risk	ریسک ورشکستگی
۰/۹۱	۰/۱	۰/۰۰۴	۰/۰۰۰۵	Tangibility	دارائیهای ثابت
۰/۰۰۰	-۴/۶۵	۰/۰۰۰۹	-۰/۰۰۴	leverage	اهرم

-۰/۴۹	-۰/۶۷	۰/۰۱۴	-۰/۰۰۹	cash	نگهداشت وجه نقد
۰/۰۰۰	۳/۴۸	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۲	Cfo	جریان نقدی عملیاتی
۰/۲۷	۱/۱	۰/۰۰۷	۰/۰۰۸	Std_Cfo	انحراف استاندارد جریان نقدی عملیاتی
۰/۰۰۰۱	۳/۸۳	۰/۰۸۴	۳/۲۲	Std_Sale	انحراف استاندارد فروش
۰/۰۰۰	۱۶/۶۵	۰/۰۰۶	۰/۰۹۶	Std-Investment	انحراف استاندارد سرمایه گذاری
۰/۰۸۲	۰/۲۲	۰/۰۱۳	۰/۰۰۳	Age	سن
۰/۰۰۱	-۳/۱۲	۰/۰۷۸/۱۴	e-۲/۵۵ ۰۶-	Cycle	چرخه عملیات
۰/۳۲	-۰/۹۹	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۲	Loss	زیان ده بودن
				ROA	بازده داراییها
۰/۰۱۱	۱/۶	۰/۰۱	۰/۰۲		

سرمایه گذاری را از خود سلب نمود و در واقع فرصت رشد را از دست خواهد داد بنابراین مجبور به تامین مالی از بازار سرمایه خواهد شد لذا نتایج حاصل از پژوهش با مبانی نظری مطرح در این خصوص (در بازارهای ناقص) همچنین با نتایج تحقیقات [۱۰ و ۱۸ و ۴۷] سازگار می باشد. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده مدل برآوردی، ۵۳/۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته از طریق متغیرهای توضیحی در رابطه برآورد شده توضیح داده می شود همچنین مقدار عددی ارزش احتمال آماره F (000/0) نشان از معناداری معادله رگرسیون دارد. افلاطونی [۲]. با در نظر گرفتن نتایج حاصله، فرضیه اول پژوهش پذیرفته می شود.

ضریب تعیین: ۰/۶۰۹ ارزش احتمال آماره (F:000/0) 35/8) ضریب تعیین تعدیل شده (Adjusted R-squared) : 536/0) دوربین واتسون : ۲/۰۶ براساس نتایج حاصل، ضریب تاثیر متغیر سود تقسیمی (β1) برابر با -۰/۰۱۹ (= p-value ۰/۰۴۷) و نشان از تأثیر منفی و معنی دار سود تقسیمی بر سرمایه گذاری دارد که با مبانی نظری مربوطه سازگار است به این معنا که بین تخصیص منابع مالی شرکت از طریق سود تقسیمی با تخصیص منابع از طریق سرمایه گذاری رقابت وجود داشته به نحوی که چنانچه شرکت منابع در اختیار خود را در قالب سود تقسیمی به سهامداران اختصاص دهد امکان تخصیص منابع در زمینه

جدول (۵) : نتایج برآورد رابطه - آزمون فرضیه دوم

Prob	آماره	خطای استاندارد	ضریب برآوردی	متغیر	
				نماد	عنوان
۰/۰۲۷	۲/۲۱	۰/۰۲	۰/۰۶	α_0	عرض از مبدا
۰/۸	۰/۲۵	۰/۰۰۸	۰/۰۰۲	Dividend	سود تقسیمی
۰/۰۵	-۱/۹۲	۰/۰۱۲	-۰/۰۲	RQ	کیفیت گزارشگری
۰/۰۲	۲/۳	۰/۰۵	۰/۱۲	Dividend RQ*	کیفیت گزارشگری * سود تقسیمی
۰/۰۰۴	۳/۵۷	۰/۰۰۲	۰/۰۰۶	Size	اندازه
۰/۰۴۶	-۱/۹۹	۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۱	Growth Option	فرصت رشد
۰/۰۶	۱/۸۳	۰/۰۰۲	۰/۰۰۴	Bankrupt risk	ریسک ورشکستگی
۰/۸۸	-۰/۱۴	۰/۰۰۵	۰/۰۰۷	Tangibility	دارایی های ثابت

۰/۴۵	-۰/۷۵	۰/۰۰۳	۰/۰۰۲	leverage	اهرم
۰/۰۰۲	-۳/۰۵	۰/۰۰۸	-۰/۰۲	cash	نگهداشت وجه نقد
۰/۰۰۰	۵/۴۱	۰/۰۰۸	۰/۰۴	Cfo	فرصت رشد بالا
۰/۰۰۰	-۲۲/۰۳	۰/۰۲	۰/۰۰۴	Std_Cfo	ریسک ورشکستگی
۰/۰۰۰	۵/۹۴	۰/۰۶۹	۴/۱۳	Std_Sale	دارائیهای ثابت
۰/۰۰۰	۱۵/۳۸	۰/۰۴۹	۰/۷۵	Std- _Investment	اهرم
۰/۰۰۰	-۴/۶۴	۰/۰۰۸	۰/۰۰۳	Age	سن
۰/۰۰۰	-۳/۴۴	e ۱/۳۷ ۰۶	۷۲/۴ ۰۶e	Cycle	چرخه عملیات
۰/۰۰۰	۴/۴۸	۰/۰۰۱	۰/۰۰۵	Loss	زیان ده بودن
۰/۰۰۳	۲/۹۱	۰/۰۰۹	۰/۰۲۶	ROA	بازده دارائیهها

	-				
۰/۰۰۰۳	۳/۶۳	۰/۰۰۳	۰/۰۱۱	Life_Cycle	چرخه عمر شرکت (بلوغ)
۰/۰۰۰	۴/۳۶	۰/۱	۰/۴۵	Dividend * RQ * Life_Cycle	کیفیت گزارشگری * مرحله * سود تقسیمی بلوغ (چرخه عمر)
۰/۰۰۰	۴/۱	۰/۰۰۱	۰/۰۰۶	Size	اندازه
۰/۰۱۷	۲/۳۷ -	۰/۰۰۰۶	-۰/۰۰۱	Growth Option	فرصت رشد بالا
۰/۰۰۰	۲/۲۲	۰/۰۰۳	۰/۰۰۸	Bankrupt_risk	ریسک ورشکستگی
۰/۹۱	۰/۱	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰۵	Tangibility	دارائیهای ثابت
۰/۱۱	۱/۵۸ -	۰/۰۰۳	-۰/۰۰۵	leverage	اهرم
۰/۰۰۰	۴/۹۹ -	۰/۰۰۹	-۰/۰۰۴	cash	نگهداشت وجه نقد
۰/۰۰۰	۴/۳۶	۰/۰۰۹	۰/۰۰۴	Cfo	جریان نقدی عملیاتی
۰/۰۰۰	۲۸/۳ -	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۴۵	Std- _Cfo	انحراف استاندارد جریان نقدی عملیاتی
۰/۰۰۰	۵/۱۸	۰/۰۷۸	۴/۰۶	Std- _Sale	انحراف استاندارد فروش
۰/۰۰۰	۳/۶ ۱۹	۰/۰۰۴	۰/۰۷۹	Std- _Investment	انحراف استاندارد سرمایه گذاری
۰/۰۰۰	۵/۳۴ -	۰/۰۰۶	-۰/۰۰۳	Age	سن
۰/۰۰۰	۵/۰۹	۰/۰۰۱	۰/۰۰۸	Loss	زیان ده بودن

ضریب تعیین : ۰/۹۶۹- ارزش احتمال آماره ۵۴/۱۱۰ (۰۰۰/۰ : F)

- ضریب تعیین تعدیل شده : ۰/۹۶ دوربین واتسون : ۲/۳۹

براساس نتایج حاصل، ضریب برآوردی متغیر تعاملی کیفیت گزارشگری مالی با سود تقسیمی (Dividened * RQ) برابر با ۰/۱۲ (۰/۰۲-p-value) می باشد. بر این اساس اثر کیفیت گزارشگری مالی در تعدیل تاثیرات محدود کننده سود تقسیمی بر میزان سرمایه گذاری، در میان شرکت های با کیفیت گزارشگری مالی بالا بیشتر است همچنین براساس مقدار عددی ضریب تعیین تعدیل شده مدل، ۹۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته از طریق متغیرهای توضیحی مدل برآوردی تبیین و مقدار عددی ارزش احتمال آماره ۵۴/۱۱۰ (۰۰۰/۰ F =) نشان از معنادار بودن معادله رگرسیون برآوردی دارد و نتایج حاصله، با مبانی نظری سازگار می باشد به این معنا که شرکت های با کیفیت گزارشگری بالا، از کانال تئوری علامتدهی به بازار همچنین از طریق سود تقسیمی، مواردی از جمله سودآوری و حفظ فرصت های رشد در آینده را به بازار مخابره می نمایند. نتیجه حاصله با مبانی نظری و نتایج تحقیقات تقی زاده و خانقاه [۸] و وانگ و همکاران وانگ و همکاران [۴۷] سازگار می باشد.

جدول (۶) : نتیجه برآورد رابطه - آزمون فرضیه سوم

Prob	t آماره	خطای استاندار د	ضرایب برآوردی	متغیر	
				نماد	عنوان
۰/۲۵	۱/۱۵	۰/۰۰۳	۰/۰۰۴	α_0	عرض از مبدا
۰/۰۰۰	-۶/۵	۰/۰۰۳	-۰/۰۰۲	Dividend	سود تقسیمی
۰/۰۰۰	۷/۱۱	-۰/۰۰۲	-۰/۰۰۱	RQ	کیفیت گزارشگری

فروش					
انحراف استاندارد سرمایه گذاری	Std_Investment	۰/۸۰۸	۰/۰۴۳	۷/۴۳	۰/۰۰۰
سن	Age	-۰/۰۳۵	۰/۰۰۷	۴/۵۱۷	۰/۰۰۰
چرخه عملیات	Cycle	۰/۸۰۸	۰/۰۴۳	۱۸/۷۴	۰/۰۰۰
زیان ده بودن	Loss	۰/۰۰۷	۰/۰۰۱	۴/۵۴۶	۰/۰۰۰
بازده دارائنها	ROA	۰/۰۳۰	۰/۰۱۰	۲/۹۸۰	۰/۰۰۳

ضریب تعیین (R-squared): ۰/۹۴۷ - ارزش احتمال آماره F: ۰/۰۰۰ (۶۳/۸۲)

ضریب تعیین تعدیل شده (Adjusted R-squared): ۰/۹۳۲ - دوربین واتسون: ۲/۴۰
 براساس نتایج حاصل، ضریب تأثیر متغیر Growth_option*ROA*Dividend (β۲) برابر با ۰/۰۴۴ (۰/۰۱۹) می باشد بر این اساس فرضیه چهارم پژوهش مبنی بر این که اثر کیفیت گزارشگری مالی در تعدیل تاثیرات محدود کننده سود تقسیمی بر میزان سرمایه گذاری، در میان شرکت های دارای فرصت رشد بالاتر، بیشتر است پذیرفته می شود. نتایج آزمون این فرضیه با مبانی نظری همچنین نتایج پژوهش وانگ همکاران (۲۰۱۳) و تقی زاده و زینالی (۱۳۹۴) سازگار است. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده مدل برآوردی، ۹۴/۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته از طریق متغیرهای توضیحی رابطه برآورد شده تبیین می شود هم چنین ارزش احتمال آماره F مدل برآوردی برابر با (۰/۰۰۰) و نشان از معنادار بودن معادله رگرسیون میباشد.

۸- نتیجه گیری

بر اساس فرضیه اول پژوهش و مبانی نظری انتظار بر آن است که سود تقسیمی با سرمایه گذاری در شرکت، رابطه منفی معناداری داشته باشد. بر اساس نتایج حاصله ضریب برآورد شده متغیر سود تقسیمی منفی و معنادار بوده همچنین با مبانی نظری مطرح در این زمینه سازگار میباشد و نشان دهنده آن است که سیاست تقسیم سود شرکت ها با سیاست های سرمایه گذاری در آنها در رقابت بوده و هر یک از این سیاستها به دنبال جذب منابع مالی هستند از این رو فرضیه اول پژوهش مبنی بر وجود رابطه معکوس میان سود تقسیمی شرکت ها با میزان سرمایه گذاری در آنها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار گرفت. نتایج آزمون این فرضیه و فرابورس ایران، مشابه نتایجی است که در پژوهش وانگ و همکاران (۲۰۱۳) به دست آمده است. در پژوهش وانگ و همکاران (۲۰۱۳) که با استفاده از پایگاه داده CRSP و در بازه زمانی ۱۹۹۴ تا ۲۰۱۰ انجام شده است نتیجه مشابه با پژوهش حاضر مبنی بر وجود رابطه معکوس میان سود تقسیمی شرکت ها با میزان سرمایه گذاری در آنها حاصل شده است.

بر اساس فرضیه دوم پژوهش انتظار می رود که اثر کیفیت گزارشگری مالی در تعدیل تاثیر محدود کننده سود تقسیمی بر میزان سرمایه گذاری، در میان شرکت های با کیفیت گزارشگری مالی بالا بیشتر باشد.

بازده دارائنها	ROA	۰/۰۳۵	۰/۰۰۱	۳/۳۳	۰/۰۰۰
----------------	-----	-------	-------	------	-------

ضریب تعیین: ۰/۹۳ - ارزش احتمال آماره F: ۰/۰۰۰ (۴۹/۳۵) - ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۹۱ - دوربین واتسون: ۲/۴۲

براساس نتایج حاصل، ضریب تأثیر متغیر RQ * Life_Cycle * Dividend (β۲) برابر با ۰/۰۴۵ (۰/۰۰۰) می باشد بر این اساس، متغیر Life_Cycle بر سرمایه گذاری تأثیر مثبت و معنی داری دارد لذا فرضیه سوم پژوهش مبنی بر این که اثر کیفیت گزارشگری مالی در تعدیل تاثیرات محدود کننده سود تقسیمی بر میزان سرمایه گذاری، در میان شرکت های حاضر در مرحله بلوغ بیشتر است پذیرفته می شود. براساس مقدار عددی ضریب تعیین تعدیل شده مدل، ۹۱ درصد تغییرات متغیر وابسته از طریق متغیرهای توضیحی رابطه برآورد شده تبیین می شود هم چنین آماره و ارزش احتمال آماره F مدل برآوردی برابر با ۴۹/۳۵ (p-value = ۰/۰۰۰) نشان از معنادار بودن معادله رگرسیون دارد. نتیجه حاصله با مبانی نظری و نتایج تحقیقات تقی زاده و خانقاه [۸] و وانگ و همکاران وانگ و همکاران [۴۷] سازگار می باشد.

جدول (۷): نتیجه برآورد رابطه - آزمون فرضیه چهارم

متغیر	ضرایب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	Prob	متغیر	
					نماد	عنوان
عرض از مبدا	۰/۰۰۵	۰/۰۳۷	۱/۳۶	۰/۱۷۳۹	α0	
سود تقسیمی	-۰/۰۱۴۷	۰/۰۰۳	۴/۵۶۵	۰/۰۰۰	Dividend	
کیفیت گزارشگری	-۰/۰۱۹	۰/۰۰۵	۳/۶۹۴	۰/۰۰۰	RQ	
کیفیت گزارشگری * سود تقسیمی * فرصت رشد	۰/۰۴۴	۰/۰۱۸	۲/۳۵۵	۰/۰۱۹	Dividend * RQ * Growth Option	
اندازه	۰/۰۰۶	۰/۰۰۱	۳/۹۱۵	۰/۰۰۰	Size	
فرصت رشد بالا	-۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰	۱/۵۳۱	۰/۱۲۶	Growth Option	
ریسک ورشکستگی	۰/۰۰۶	۰/۰۰۳	۱/۸۱۰	۰/۰۷۰	Bankrupt_risk	
دارائنها ثابت	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۵	۰/۲۱۷	۰/۸۲۸	Tangibility	
اهرم	-۰/۰۰۴۶	۰/۰۴۱	۱/۱۳۱	۰/۲۵	leverage	
نگهداشت وجه نقد	-۰/۰۰۴۶	۰/۰۰۹۵	۴/۸۵۴	۰/۰۰۰	cash	
جریان نقدی عملیاتی	۰/۰۴۰۹	۰/۰۰۹	۵/۲۷۶	۰/۰۰۰	Cfo	
انحراف استاندارد جریان نقدی عملیاتی	-۰/۰۰۴۷	۰/۰۰۱۹	۲۴/۶۳	۰/۰۰۰	Std_Cfo	
انحراف استاندارد	۳/۸۵۶	۰/۷۸۵	۴/۹۰۶	۰/۰۰۰	Std_Sale	

با توجه به یافته های تحقیق مبنی بر این که سود تقسیمی دارای اثر منفی بر سرمایه گذاری بوده و کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثر مذکور موثر می باشد همچنین قوی تر بودن اثر مذکور در میان شرکت های حاضر در مرحله بلوغ و دارای فرصت رشد بالاتر، تحلیلگران بازار سرمایه می توانند در جریان تحلیل های مالی خود و رتبه بندی شرکت ها، نقش کیفیت گزارشگری مالی را دخالت دهند همچنین سهامداران بالقوه و بالفعل نیز می توانند در جریان خرید و فروش سهام علاوه بر توجه به میزان سودآوری سهام شرکتها، به چرخه عمر و فرصت رشد شرکت ها توجه داشته باشند.

- در پژوهش حاضر با استفاده از داده های ۱۰۵ شرکت پذیرفته شده انجام شده و شرکت های سرمایه گذاری، لیزینگ و بیمه به علت ماهیت خاص فعالیت آنها از جامعه آماری کنار گذاشته شده اند.

- کوچک بودن حجم بورس اوراق بهادار موجب کاهش در حجم نمونه های آماری و به تبع آن بروز محدودیت در زمینه گروه بندی نمونه های آماری گردیده است.

بعنوان محدودیت حاکم بر پژوهش های نیمه تجربی که امکان تاثیرگذاری آن بر نتایج پژوهش بواسطه آن، دور از ذهن نیست می توان به تاثیر متغیر میزان کارایی بازار سرمایه بر نتایج تحقیق اشاره نمود چرا که متناسب با کاهش در سطح کارایی بازار سرمایه، گستره تعمیم نتایج و قدرت پیش بینی براساس نتایج تحقیقات، کاهش خواهد یافت و از طرفی دامنه و تاثیر مباحث مالی رفتاری در بازار افزایش خواهد یافت، که کنترل موارد مذکور خارج از دسترس محقق می باشد.

منابع و ماخذ

- [1] ابراهیمی، کاظم، ملکی، الهام السادات، جلالی، فاطمه. (۱۳۹۸). تاثیر چرخه عمر بر محافظه کاری. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. سال یازدهم، شماره ۴۴، زمستان ۹۸، صفحات ۵۹-۷۸
- [2] افلاطونی، عباس. (۱۳۸۹). تحلیل آماری در پژوهشهای مالی و حسابداری با نرم افزار stata چاپ هفتم، انتشارات آینده سازان.
- [3] امین، وحید، صالح نژاد، سید حسن. (۱۳۹۹). نقش چرخه عمر در تاثیر عملکرد پایداری شرکتی بر ارزش افزوده اقتصادی. مجله علمی دانش حسابداری مالی، دوره ۷ شماره ۲، صفحات ۲۹-۱.
- [4] ایزدی، محمد. (۱۳۹۵). علوم مالی، جلد اول، چاپ اول، انتشارات نص.
- [5] ورزمانی نیا، ناصر، کیانی، غلامحسین، میرزائی، مهدی. (۱۳۹۲). تاثیر ترکیبی ویژگیهای مراحل چرخه عمر شرکت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی، یازدهمین همایش ملی حسابداری ایران، دانشگاه فردوسی مشهد، صفحات ۱۷-۳۱
- [6] بدری، احمد، عبدالباقی، عبدالمجید. (۱۳۸۹). اقتصاد سنجی مالی - تجزیه و تحلیل داده ها.
- [7] منصوری فرناز، زهرا. (۱۳۹۷). تاثیر کیفیت افشاء، محافظه کاری و رابطه متقابل آنها بر هزینه سرمایه سهام عادی، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. سال هفتم، شماره ۲۵، بهار. صفحات ۳۴-۴۸

بر این اساس، کیفیت گزارشگری مالی از طریق کاهش سطح عدم تقارن اطلاعاتی، محدودیتهای ناشی از اثر منفی سود تقسیمی بر سرمایه گذاری در شرکت ها را تعدیل و در واقع مدیران از طریق کیفیت گزارشگری مالی اقدام به علامتدهی در بازار خواهند نمود. بر اساس نتایج حاصل، ضریب برآورد شده متغیر تعدیلی "کیفیت گزارشگری مالی در سود تقسیمی" مثبت و معنادار ارزیابی و با مبانی نظری مربوطه مطابقت دارد. براین اساس اثر کیفیت گزارشگری مالی در تعدیل تاثیر محدود کننده سود تقسیمی بر میزان سرمایه گذاری، در میان شرکت های با کیفیت گزارشگری مالی بالا مثبت و معنادار ارزیابی بنابراین فرضیه حاضر در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می شود. نتایج آزمون این فرضیه با مبانی نظری و نتایج پژوهش وانگ همکاران (۲۰۱۳) و تقی زاده و زینالی (۱۳۹۴) سازگار است.

بر اساس فرضیه سوم پژوهش انتظار می رود که اثر کیفیت گزارشگری مالی در تعدیل تاثیر محدود کننده سود تقسیمی بر میزان سرمایه گذاری، در میان شرکت های حاضر در مرحله بلوغ بیشتر باشد. بر این اساس کیفیت گزارشگری مالی از طریق کاهش سطح عدم تقارن اطلاعاتی، محدودیتهای ناشی از اثر منفی سود تقسیمی بر سرمایه گذاری در شرکت ها را تعدیل و تاثیر مذکور در میان شرکت های حاضر در مرحله بلوغ بیشتر است. بر اساس نتایج حاصل، ضریب برآوردی متغیر تعدیلی چرخه عمر (بلوغ) در کیفیت گزارشگری مالی و سود تقسیمی (RQ*Dividend*life_Cycle) مثبت و معنادار ارزیابی و با مبانی نظری مربوط مطابقت دارد. براین اساس اثر کیفیت گزارشگری مالی در تعدیل تاثیر محدود کننده سود تقسیمی بر میزان سرمایه گذاری، در میان شرکت های حاضر در مرحله بلوغ مثبت و معنادار ارزیابی گردید بنابراین فرضیه حاضر در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می شود. نتایج آزمون این فرضیه با مبانی نظری و نتایج پژوهش وانگ همکاران (۲۰۱۳) و تقی زاده و زینالی (۱۳۹۴) سازگار است.

بر اساس فرضیه چهارم پژوهش انتظار می رود که اثر کیفیت گزارشگری مالی در تعدیل تاثیر محدود کننده سود تقسیمی بر میزان سرمایه گذاری، در میان شرکت های دارای فرصت رشد بالا بیشتر باشد. کیفیت گزارشگری مالی از طریق کاهش سطح عدم تقارن اطلاعاتی، محدودیتهای ناشی از اثر منفی سود تقسیمی بر سرمایه گذاری در شرکت ها را تعدیل و تاثیر مذکور در میان شرکت های دارای فرصت رشد بالا بیشتر است. بر اساس نتایج حاصل، ضریب برآوردی متغیر تعدیلی "فرصت رشد در کیفیت گزارشگری مالی" و سود تقسیمی، مثبت و معنادار ارزیابی و با مبانی نظری مربوط مطابقت دارد. براین اساس اثر کیفیت گزارشگری مالی در تعدیل تاثیر محدود کننده سود تقسیمی بر میزان سرمایه گذاری، در میان شرکت های دارای فرصت رشد بالا، مثبت و معنادار ارزیابی گردید بنابراین فرضیه حاضر در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می شود.

- [۸] پوزمانی، زهرا، قمری، منا. (۱۳۹۳). ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و سرعت تعدیل قیمت سهام، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ششم، شماره ۲۱، بهار ۱۳۹۳، صفحات ۱۴-۳۳
- [۹] تقی زاده، خانقاه وحید، زینالی، مهدی. (۱۳۹۴). نقش کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثرهای محدودکننده تقسیم سود بر سرمایه گذاری شرکتها در مراحل چرخه عمر، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۲ شماره ۲، صفحات ۴۹-۶۸
- [۱۰] تقوی، فردود، برادران رسول، وحید، محمدی، احمد. (۱۳۹۹). توانایی الگوهای چرخه عمر شرکت در تبیین انعطاف پذیری مالی، نشریه چشم انداز مدیریت مالی، شماره ۳۲، صفحات ۱۸۸-۱۵۸
- [۱۱] جهانخانی، علی، قربانی، سعید. (۱۳۸۵). شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار، فصلنامه پژوهشهای مالی، شماره ۲۰، صفحات ۱۲-۲۸
- [۱۲] جهانخانی، علی. (۱۳۷۱). آثار پرداخت سود سهام بر ارزش شرکتها، ماهنامه حسابداری، شماره های ۹، ۱۰، صفحات ۴۹-۶۸
- [۱۳] حیدریپور، فرزانه، زارع رفیع، سمیه. (۱۳۹۳). تاثیر متغیرهای سود تقسیمی و فرصتهای رشد بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و نوسانپذیری بازده سهام، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۲۲.
- [۱۴] حساس یگانه، یحیی، توکل نیا، اسماعیل. (۱۴۰۰). ارتباط کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه گذاری در دارائیهای ثابت و نقش تعدیلی فرصت های رشد، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۴۹، صفحات ۱۰۲-۱۱۹
- [۱۵] حساس یگانه، یحیی، بهشور، اسحاق، شکری کبانی، مسعود. (۱۳۹۷). رابطه بین شفافیت گزارشگری مالی و نرخ مؤثر مالیاتی، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال دهم، شماره ۳۸، تابستان، صفحات ۱۱۰-۱۲۵
- [۱۶] خسروی، نگار، جعفری، محبوبه، نورا.. زاده، نوروز، ابوالفتحی، حسن. (۱۴۰۰). پیامدهای کیفیت گزارشگری یکپارچه و ویژگی های شرکتی". پژوهش های تجربی حسابداری، سال یازدهم، شماره ۴۰، صفحات ۲۶۲-۲۳۵
- [۱۷] دولو، مریم، بسطامی، فاطمه. (۱۳۹۷). تاثیر فرصت رشد بر اهرم مالی، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال دهم، شماره ۳۸، صفحات ۹۷-۱۰۲
- [۱۸] رستمی، وهاب، سیدی، امیر، سلمانیان، لیدا. (۱۳۹۳). چرخه عمر شرکت و معیارهای ارزیابی عملکرد، مجله علمی پژوهشی دانش حسابداری، دوره ۱ شماره ۱.
- [۱۹] رضوانی راز، کریم، رکابدار، قاسم، احمدی، محمد رمضان. (۱۳۸۸). رابطه بین جریان نقد آزاد و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده دوبرس اوراق بهادار، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، شماره ۴، صفحات ۶۵-۷۹
- [۲۰] سجادی، سید حسین، زرنزاد، منصور، جعفری، علیرضا. (۱۳۸۸). ارزیابی ویژگی های غیرمالی مؤثر بر کیفیت گزارشگری مالی در شرکت های پذیرفته شده، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۷، صفحات ۴۷-۶۴
- [۲۱] سرلک، یحیی، فرجی، امید، بیات، فاطمه. (۱۳۹۴). رابطه بین ویژگی های مالی شرکت و ساختار سرمایه در مراحل چرخه عمر شرکت، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال هفتم، شماره ۲۷، پاییز ۱۳۹۴.
- [۲۲] سوری، علی. (۱۳۹۱). اقتصاد سنجی همراه با کاربرد Eviews7. جلد اول، چاپ چهارم، نشر فرهنگ شناسی و نشر نور علم.
- [۲۳] طالب نیا، قدرت ...، بیگلرخانی، غلامرضا. (۱۴۰۰). ارزیابی پیچیدگی گزارشگری مالی و مدیریت سود، فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال دهم، شماره ۳۸، صفحات ۴۰-۵۶
- [۲۴] علیزاده، سید شمس الدین، میرزایی، رضا، یوسفی، مهدی. (۱۳۹۳). مدل چرخه عمر سازمانها و کاربرد آن در مدیریت استراتژیک، پژوهش های نوین در حسابداری، شماره ۴.
- [۲۵] فروغی، داریوش، امیری، هادی، شیخی، هادی. (۱۳۸۹). ارزیابی تاثیر کیفیت اقلام تعهدی بر صرف ریسک سهام شرکت های پذیرفته شده، پژوهش های حسابداری مالی، شماره ۱
- [۲۶] کریمی، فرزاد، اخلاقی، حسنعلی، رضایی مهر، فاطمه. (۱۳۸۹). بررسی تاثیر اهرم مالی و فرصت رشد شرکت بر تصمیمات سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، شماره ۸
- [۲۷] محمدیان، محمد. (۱۳۸۹). کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد، پیشرفت های حسابداری، شماره ۲، صفحات ۱۳۰-۱۰۷
- [۲۸] مشایخ، شهناز، میمنت آبادی، شیوا. (۱۳۹۳). افشاء حسابداری، کیفیت حسابداری، محافظه کاری شرطی و غیر شرطی، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ششم، شماره ۲۴، زمستان ۱۳۹۳.
- [۲۹] مشعشعی، محمد، میرزاجانی، ساره. (۱۳۹۸). ارزیابی رابطه بین چرخه عمر شرکت با هزینه حقوق صاحبان سهام، پژوهش حسابداری، دوره ۹، شماره ۱.
- [۳۰] مهدوی، غلامحسین، رضایی، غلامرضا. (۱۳۹۲). بررسی اثرات کیفیت گزارشگری مالی بر سیاست تقسیم سود، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۱۷.
- [۳۱] مهربان پور، محمدرضا، آذرخوش، حمید، حسن زاده، محمود، عربی، مهران. (۱۳۹۹). تاثیر چرخه عمر بر مدیریت سود، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۱۲، شماره ۴۶، صفحات ۱۳۰-۱۰۷
- [۳۲] هاشمی، عباس، کمالی، احسان. (۱۳۸۹). تأثیر افزایش تدریجی اهرم مالی، میزان جریان نقدی آزاد و رشد شرکت بر مدیریت سود شرکتهای پذیرفته شده، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، شماره ۶، ۱۳۸۹، صفحات ۲۵-۴۱
- [33] Braam, G., Beest, F. (2013). **Conceptually-Based Financial Reporting Quality Assessment**. An Empirical Analysis on Quality Differences between UK Annual Reports and US 10-K Reports". Nijmegen Center for Economics Institute for Management Research. P.O. Box 9108, 6500 HK Nijmegen, the Netherlands. PP:1-34.
- [34] Brav, A., Graham, J., C. Harvey. C. (2005). **Payout Policy in The 21st Century**, Journal of Financial Economics, Vol.77 pp.483-527.
- [35] Cheng, M., Dhaliwal, D., Zhang, Y. (2013). **Does Investment Efficiency Improve after the Disclosure of Material Weaknesses in Internal Control over Financial Reporting?**, Journal of Accounting & Economics(JAE).36.pp:35-48.
- [36] Gomariz, F., Ballesta, J. (2014). **Financial Reporting Quality, Debt Maturity and Investment Efficiency**, International Journal of

- [44] Penman, S.H. (2005). **Discussion of “on Accounting Based Valuation Formulae and Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value**, Review of Accounting Studies, 367-378.
- [45] Rajgopal, S., Venkatachalam, M. (2011). **Inancial Reporting Quality and Idiosyncratic return Volatility**, Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting 25.pp:106-114.
- [46] Utami, S., Inanga, E. (2011). **Agency Costs of Free Cash Flow, Dividend Policy, and Leverage of Firms in Indonesia**, European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences. PP: 7-24.
- [47] Watrin, C., Ullmann, R. (2012). **Improving Earnings Quality :The Effect of Reporting Incentives and Accounting Standards**, Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting 28.pp:179-188.
- [48] Wang, C., Ramalingegowda, S. (2013). **The Role of Financial Reporting Quality in Mitigating the Constraining Effect of Dividend Policy on Investment Decisions**, the Accounting Review 88. pp: 1007–1039.
- [49] Wen He, L., Zaiats, N., Bohui, Z. (2017). **Dividend Policy and Earnings Management across Countries**, Journal of corporate Finance, Vol 42, PP, 267-286
- [50] Zimmerman, W., Watts, R. (1986). **Positive Accountin**, prentice-hall, Englewood cliffs, New Jersey 07632. Printed in the united states of America.pp:115-125. 1986.
- Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences .5 .pp: 245-256.
- [37] Hyun, J. (2017). **Trade Credit Behavior of Korean Small and Medium Sized Enterprises during the 1997 Financial Crisis**, Journal of Asian Economics, 50(1), 1-13.
- [38] Healy, P., Palepu, K. (2001). **Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets A Review of the Empirical Disclosure Literature**, Journal of Accounting and Economics.31.pp:504-440.
- [39] Hua, C., Lin, W., Lee W. (2012). **IFRS Adoption and Financial Reporting Quality Taiwan Experience**, International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences. Volume 2, Issue 4, PP:285-294.
- [40] Lee, Y. (2015). **Earning and Dividend Announcements**, Journal of financial economics, P: 181-191.
- [41] Marchini, P.L., Medioli, A. (2018). **The Impact of Related Party Transactions on Earnings Management: some Insights from the Italian Context**, Journal of management & Governance, 22(4).pp. 981-1014
- [42] Mcvay, S., Jeffrey, T., Weili, G. (2007). **Accruals Quality and Internal Control over Financial Reporting**, The accounting review, pp: 1141-1170.
- [43] Munoz, F. (2013). **Liquidity and Firm Investment: Evidence for Latin America**, Journal of Empirical Finance, Vol. 20, pp. 18–29.