

## نقش کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثرهای محدودکننده تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری شرکتها در مراحل چرخه عمر

وحید تقی‌زاده خانقاه<sup>۱</sup>، مهدی زینالی<sup>۲</sup>

**چکیده:** هدف پژوهش حاضر، بررسی نقش کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثرهای محدودکننده تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در مراحل چرخه عمر است. در این راستا ۱۱۰ شرکت با روش نمونه‌گیری حذفی برای دوره مالی ۱۳۸۵-۱۳۹۱ انتخاب شد. فرضیه‌های پژوهش به کمک الگوی داده‌های ترکیبی آزمون شد. نتایج پژوهش نشان داد کیفیت بالای گزارشگری مالی، اثرهای محدودکننده (منفی) تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. همچنین به پیروی از الگوی پارک و چن (۲۰۰۶)، شرکت‌های نمونه به مراحل رشد، بلوغ و افول دسته‌بندی شدند. بر اساس یافته‌های پژوهش، کیفیت بالای گزارشگری مالی، اثرهای محدودکننده تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری شرکت‌های حاضر در مرحله بلوغ را کاهش می‌دهد؛ در حالی که بر ارتباط بین تقسیم سود و سرمایه‌گذاری شرکت‌های حاضر در مرحله رشد و افول تأثیری نمی‌گذارد.

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

۱. دانشجوی دکتری حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران

۲. استادیار گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۳/۰۸/۲۵

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۴/۰۳/۲۵

نویسنده مسئول مقاله: وحید تقی‌زاده خانقاه

E-mail: Vahid20t@yahoo.com

**مقدمه**

بر اساس دیدگاه میلر و مودیگلیانی (۱۹۶۱)، واکنش بازار سهام به اطلاعات جدید، به جای تأکید بر پرداخت سود سهام، به‌طور عمده اطلاعات جدید درباره سرمایه‌گذاری را منعکس می‌کند. دلیل اصلی آن، فرضیه جریان نقد مبتنی بر تضاد منافع بین مدیران و سرمایه‌گذاران است (جنسن، ۱۹۶۸). بر اساس این فرضیه، سود سهام می‌تواند مشکلات بیش‌سرمایه‌گذاری را از طریق کاهش جریان نقد آزاد در دسترس مدیران، کاهش دهد.

محدودیت دسترسی به منابع خارجی، دسترسی به منابع داخلی را محدود می‌کند. زمانی که بین سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مطلوب و تقسیم سود رقابت می‌شود، شرکت‌ها ممکن است مجبور شوند بین پرداخت سود و دنبال کردن پروژه‌های سرمایه‌گذاری یکی را انتخاب کنند. بر اساس مطالعات پیشین (لینتر، ۱۹۵۶؛ براو، گراهام، هاروی و میشالی، ۲۰۰۵ و دانیل، دنیس و ناوین، ۲۰۱۰) شرکت‌ها تمایل بیشتری به پرداخت سود تقسیمی دارند و مشتاق‌اند از برخی فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب برای حفظ سود سهام چشم‌پوشی کنند. علاوه‌بر این، ممکن است شرکت‌ها میزان سرمایه‌گذاری را به‌منظور افزایش سود سهام کاهش دهند. بنابراین، می‌توان گفت تقسیم سود احتمالاً تأثیر محدودکننده‌ای بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری دارد؛ به‌طوری که با تئوری نامربوط بودن سود سهام، سازگار است.

مطابق با دیدگاه آنتونی و رامش (۱۹۹۲) زمانی که شرکت‌ها از مرحله رشد وارد مرحله بلوغ و افول می‌شوند، عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی بین آنها افزایش می‌یابد؛ زیرا شرکت‌ها در مراحل مختلف چرخه عمر، از نظر مالی و اقتصادی نمودگرها و رفتارهای خاصی نشان می‌دهند. بنابراین تصمیم‌های تقسیم سود و سرمایه‌گذاری، تحت تأثیر مرحله‌ای از چرخه عمر است که شرکت در آن قرار دارد (داس و پاندیت، ۲۰۱۰).

تاکنون مطالعات زیادی درباره ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری صورت گرفته است (بیدل، هیلاری و وردی، ۲۰۰۹؛ چن، هوپ، لی و وانگ، ۲۰۱۱ و گوماریز و بالستا، ۲۰۱۴) و بر اساس نتایج آنها افزایش کیفیت گزارشگری مالی، تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد، اما در این میان مسئله حائز اهمیت، نحوه پرداخت سود تقسیمی است. اعتقاد بر این است که سود تقسیمی احتمالاً می‌تواند بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تأثیرگذار باشد. در این راستا، اسمیت و واتس (۱۹۹۲) معتقدند که سرمایه‌گذاری و تقسیم سود در استفاده از منابع شرکت، رقیب یکدیگرند؛ به‌طوری که شرکت‌ها در مواجهه با فرصت‌های کم سرمایه‌گذاری، به احتمال زیاد سود بیشتری تقسیم می‌کنند. این شرکت‌ها به دلیل فرصت‌های

اندک رشد، جریان‌های نقد آزاد را به جای سرمایه‌گذاری بین سهامداران تقسیم می‌کنند (جونز و شارما، ۲۰۰۱). در این راستا، سازوکاری که ممکن است تضاد بین تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و تصمیم‌های تقسیم سود را کاهش دهد، کیفیت گزارشگری مالی است و ممکن است نقش آن در مراحل چرخه عمر متفاوت باشد. از این رو پژوهش حاضر به دنبال پاسخگویی به این سؤال است که آیا کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثرهای محدودکننده تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در مراحل چرخه عمر نقش دارد؟

در ادامه این نوشتار، ابتدا پیشینه پژوهش بررسی می‌شود. سپس فرضیه‌ها و روش پژوهش معرفی خواهد شد. پس از آن، متغیرهای پژوهش و یافته‌های به دست آمده از تجزیه و تحلیل اطلاعات مطرح می‌شود. نتیجه‌گیری و پیشنهادها نیز پایان بخش این نوشتار خواهد بود.

## پیشینه پژوهش

### پیشینه نظری

تصمیم‌های سرمایه‌گذاری یکی از تصمیم‌های مهم و حیاتی در بقا و رشد شرکت‌ها به شمار می‌رود. سرمایه‌گذاران و سهامداران، به منظور کسب سود و افزایش ارزش سهام، به دنبال افزایش سرمایه‌گذاری در شرکت‌اند. البته سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها می‌تواند از عوامل گوناگونی مانند سیاست‌های تقسیم سود، اندازه شرکت و اهرم مالی متأثر شود که در بین این عوامل، سیاست تقسیم سود به دلیل توزیع منابع داخلی شرکت میان سهامداران و کاهش نقدینگی، بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری اثر منفی می‌گذارد. پرداخت زیاد سود سهام موجب می‌شود شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری بعدی به تأمین مالی از طریق سهام متوسل شوند. با وجود این، تصمیم به تأمین مالی مدیران از طریق صدور سهام، نشان‌دهنده چشم‌انداز نامطلوب شرکت است که تلاش می‌کند سرمایه‌گذاران جدیدی را به منظور سهام‌شدن در زیان جست‌وجو کند. از سوی دیگر، افزایش سود سهام علامت مثبتی برای سهامداران محسوب می‌شود؛ زیرا شرکت‌هایی که سودآوری زیادی دارند، در آینده می‌توانند سود سهام زیادی را هم تقسیم کنند (رامالینچ گادا، وانگ و یو، ۲۰۱۳). لند و پایل (۱۹۹۷) معتقدند سرمایه حفظ‌شده مدیران می‌تواند علامت جایگزینی از کیفیت شرکت باشد. مدیران فقط مشتاق سرمایه‌گذاری‌های شایان توجه‌اند و سهام شرکت‌هایی را نگهداری می‌کنند که چشم‌انداز خوبی در آینده نزدیک دارند. بنابراین، احتمال دارد مدیران برای نشان دادن پیام‌های مثبت به سهامداران، سود سهام را بین آنها تقسیم کنند؛ در حالی که شاید چنین رویکردی به از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب منجر شود

(علوی طبری، مجتهدزاده، امیری و عاملی، ۱۳۸۸). انتظار می‌رود افزایش در کیفیت گزارشگری مالی، بتواند تا حدی سبب کاهش اثر منفی بین تقسیم سود و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شود. به باور میلر و مودیگلیانی (۱۹۶۱)، در بازارهای سرمایه کامل، سیاست تقسیم سود به دو دلیل ارتباطی به ارزش شرکت ندارد؛ ۱. سرمایه‌گذاری به تولید سودهای بعدی و جریان‌های نقدی منجر می‌شود و بر ارزش شرکت اثر می‌گذارد و ۲. فرایند سرمایه‌گذاری جدا از سیاست تقسیم سود است. با وجود این، در بازارهای سرمایه ناقص، سیاست تقسیم سود می‌تواند تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد. زمانی که مدیران اطلاعات بیشتری درباره ارزش دارایی‌ها و پروژه‌های سرمایه‌گذاری در مقایسه با سرمایه‌گذاران خارجی دارند، مشکلات انتخاب ناسازگار و خطر اخلاقی می‌تواند دسترسی شرکت‌ها را به وجوه نقد خارجی محدود کند (مایرز و مجلوف، ۱۹۸۴ و بادآور نهندی و تقی‌زاده خانقاه، ۱۳۹۲). این محدودیت می‌تواند ناشی از رقابت بین تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری و تقسیم سود از طریق وجوه داخلی باشد. براو و همکاران (۲۰۰۵) نشان دادند بسیاری از مدیران، سود تقسیمی را عنصری می‌پندارند که کمابیش دستکاری آن امکان‌ناپذیر است و بیشتر تمایل دارند از تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مطلوب به منظور حفظ سطح سود سهام، چشم‌پوشی کنند.

کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند در کاهش تأثیرات محدودکننده تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری، نقش مهمی داشته باشد. کیفیت بالای گزارشگری مالی، اطلاعات بسیار دقیقی درباره جریان‌های نقد آتی برآمده از پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت منتقل می‌کند. در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران شرکت و سرمایه‌گذاران خارجی کاهش می‌یابد. کاهش عدم تقارن اطلاعاتی نیز احتمال اینکه سرمایه‌گذاران اوراق بهادار را به قیمت زیادی خریداری کنند، کاهش می‌دهد؛ بنابراین، هزینه گزینش نادرست ناشی از صدور اوراق جدید، کاهش می‌یابد (بوشمن و اسمیت، ۲۰۰۱). علاوه بر این، کیفیت بالای گزارشگری مالی، مشکلات خطر اخلاقی را از طریق تسهیل در قرارداد بین مدیران و سرمایه‌گذاران با بهبود توانایی سرمایه‌گذاران در نظارت بر رفتار مدیران، کاهش می‌دهد (هیلی و پالپو، ۲۰۰۱). همگام با بهبود کیفیت گزارشگری مالی، دسترسی شرکت‌ها به وجوه خارجی تسهیل می‌یابد. مطالعات فرانسیس، لافاند، اولسن و شیپر (۲۰۰۴) و بارث، ساندر و ساندر (۲۰۰۸) نشان می‌دهد شرکت‌های با کیفیت گزارشگری مالی بالا، هزینه‌های بدهی و حقوق صاحبان سهام کمی دارند. بنابراین، شرکت‌هایی که کیفیت گزارشگری مالی بالایی دارند، به احتمال زیاد به وجوه نقد خارجی دسترسی بهتری دارند، در نتیجه احتمال کمی دارد که از پروژه‌های سرمایه‌گذاری مطلوب به منظور پرداخت سود سهام، چشم‌پوشی کنند.

### پیشینه تجربی

براو و همکاران (۲۰۰۵)، به شواهدی دست یافتند که نشان می‌دهد شرکت‌ها تمایل دارند از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مطلوب به‌منظور حفظ سود چشم‌پوشی کنند، اما احتمال کمی دارد که شرکت‌ها به‌طور کلی از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مطلوب به‌منظور افزایش سودهای تقسیمی، صرف نظر کنند.

رامالینچ گادا و همکاران (۲۰۱۳)، در پژوهشی کشف کردند کیفیت بالای گزارشگری مالی، به‌طور شایان توجهی تأثیرات منفی تقسیم سود بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. علاوه بر این، آنها به این نتیجه رسیدند که نقش کیفیت گزارشگری مالی برای شرکت‌هایی که در هزینه تحقیقات و توسعه به نسبت مخارج سرمایه‌ای، سرمایه‌گذاری زیادی می‌کنند، پررنگ‌تر است و این رابطه میان شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیادی دارند، به‌مراتب بیشتر است.

گوماریز و بالستا (۲۰۱۴)، به شواهدی دست یافتند که نشان می‌دهد کیفیت گزارشگری مالی، مشکلات بیش سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. به همین ترتیب، سررسید کوتاه‌مدت بدهی می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود بخشد و مشکلات بیش سرمایه‌گذاری و کم‌سرمایه‌گذاری را تا حد ممکن کاهش دهد. علاوه بر این، نتایج آنها نشان داد کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی، سازوکارهایی هستند که در بهبود درجه‌ای از کارایی سرمایه‌گذاری نقش دارند.

لی (۲۰۱۵)، در پژوهشی نشان داد سیاست تقسیم سود به حداکثرسازی سود و مدیریت ریسک بانک‌ها مرتبط است. وی دریافت زمانی که وضعیت اقتصادی مورد انتظار آینده مساعد است، بانک‌ها به افزایش سهم پرتفوی دارایی‌های پرریسک برای افزایش سود مورد انتظار، تمایل زیادی دارند. بنابراین پرداخت سود سهام زیاد برای این بانک‌ها مطلوب است. از سوی دیگر، زمانی که وضعیت اقتصادی مورد انتظار آینده نامساعد است، بانک‌ها با افزایش سهم پرتفوی دارایی‌های عاری از ریسک، به مدیریت ریسک مورد انتظار تمایل دارند. بنابراین در این موقعیت پرداخت سود سهام بر اساس سود مورد انتظار پایین، کاهش می‌یابد.

مهدوی و رضایی (۱۳۹۲)، اثرهای کیفیت گزارشگری مالی بر سیاست تقسیم سود را بررسی کردند. نتایج نشان داد بین بخش اختیاری کیفیت ارقام تعهدی با پرداخت سود سهام، رابطه مستقیم معناداری برقرار است؛ اما بین بخش غیراختیاری کیفیت ارقام تعهدی با پرداخت سود سهام، رابطه معناداری وجود ندارد.

حیدرپور و زارع رفیع (۱۳۹۳) با بررسی تأثیر متغیرهای سود تقسیمی و فرصت‌های رشد بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و نوسان‌پذیری بازده سهام، نشان دادند کیفیت گزارشگری مالی با نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت‌ها رابطه معکوسی دارد و افزایش آن به کاهش نوسان‌های بازدهی سهام و کاهش ریسک شرکت‌ها منجر می‌شود.

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌هایی به شرح زیر مطرح می‌شود:

۱. کیفیت بالای گزارشگری مالی در کاهش اثرهای محدودکننده (منفی) تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، نقش دارد.
۲. کیفیت بالای گزارشگری مالی در کاهش اثرهای محدودکننده (منفی) تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در مراحل چرخه عمر، نقش دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

در این پژوهش تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها به کمک مدل رگرسیونی به روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) انجام می‌گیرد. روش آماری این پژوهش، روش داده‌های پانل در نظر گرفته شده است. آزمون فرضیه‌های پژوهش در محیط نرم‌افزار آماری Eviews ۷ بررسی می‌شوند. برای بررسی معناداری کل مدل و معناداری ضریب متغیرهای مستقل در هر مدل، به ترتیب از آماره F و آماره t استفاده می‌شود. همچنین به منظور بررسی نرمال بودن اجزای خطا، هم‌خطی، همسان بودن واریانس اجزای خطا و استقلال اجزای خطا، به ترتیب از آزمون جارک - برا، آماره VIF، آزمون وایت و آماره دوربین - واتسون بهره برده می‌شود.

جامعه آماری پژوهش را کلیه شرکت‌های غیرمالی پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۵ تا پایان سال ۱۳۹۱ شکل داده است. تعداد نمونه مطالعه در مجموع ۱۱۰ شرکت است که با مد نظر قراردادن معیارهای زیر انتخاب شدند:

۱. شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و مؤسسه‌های واسطه‌گری مالی از نمونه آماری حذف می‌شوند. این حذف به دلیل موقعیت خاص محیط گزارشگری این شرکت‌ها است؛
۲. شرکت طی دوره پژوهش به صورت مستمر و مداوم عضو بورس باشد؛
۳. به دلیل قابلیت مقایسه؛ پایان سال مالی شرکت باید منتهی به پایان اسفند باشد؛
۴. شرکت در دوره مطالعه تغییر سال مالی نداشته باشد؛
۵. شرکت در دوره مطالعه وقفه معاملاتی بیش از سه ماه نداشته باشد.

ابتدا شرکت‌ها به صورت کلی و سپس از طریق روش‌شناسی پارک و چن (۲۰۰۶) به مراحل رشد، بلوغ و افول دسته‌بندی شدند و سپس به طور جداگانه به بررسی هر یک پرداخته شد.

### متغیرهای پژوهش

#### سرمایه‌گذاری

در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، از مدل بیدل و همکارانش (۲۰۰۹) استفاده شده است. نحوه محاسبه سرمایه‌گذاری شرکت به شرح رابطه ۱ است.

$$INVEST = \frac{(XRD + CAPX + AQC - SPPE)}{TA} \quad \text{رابطه ۱}$$

در این رابطه، INVEST سرمایه‌گذاری کل؛ XRD مخارج تحقیقات و توسعه شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛ CAPX مخارج سرمایه‌ای شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛ AQC مخارج تحصیل شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛ SPPE وجوه دریافتی از فروش اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات و TA کل دارایی‌های ابتدای سال است.

#### کیفیت گزارشگری مالی

در این پژوهش مطابق با مطالعات بیدل و همکاران (۲۰۰۹)، چن و همکاران (۲۰۱۱) و گوماریز و بالستا (۲۰۱۴)، از سه شاخص برای اندازه‌گیری کیفیت گزارشگری مالی استفاده می‌شود. به‌دلایل زیر از شاخص‌های متعددی برای اندازه‌گیری کیفیت گزارشگری مالی استفاده شده است (چن و همکاران، ۲۰۱۱):

۱. بعید است به‌کاربردن یک شاخص، همه جنبه‌های کیفیت گزارشگری مالی را پوشش دهد؛
  ۲. به‌کاربردن معیارهای مختلف به تعمیم بهتر نتایج کمک می‌کند؛
  ۳. به‌کاربردن معیارهای جایگزین، احتمال اینکه نتایج استفاده از یک مدل، برخی از عوامل را در مقایسه با سایر معیارهای کیفیت گزارشگری مالی نادیده بگیرد، کاهش می‌دهد.
- معیار اول:** محاسبه کیفیت اقلام تعهدی بر مبنای الگوی دی‌چاو و دی‌چو (۲۰۰۲) است؛ نحوه اندازه‌گیری آن در رابطه ۲ مشاهده می‌شود.

$$TCAccr_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{i,t-1} + \alpha_2 CFO_{i,t} + \alpha_3 CFO_{i,t+1} + \alpha_4 \Delta Rev_{i,t} + \alpha_5 PPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه ۲}$$

$TCAccr_{i,t}$ : کل اقلام تعهدی جاری که برابر است با تغییر در دارایی‌های جاری بجز وجه نقد منهای تغییر در بدهی‌های جاری بجز حصة جاری بدهی‌های بلندمدت، تقسیم بر کل دارایی‌های

ابتدای دوره؛  $CFO_{i,t+1}$ : جریان نقد عملیاتی تقسیم بر کل دارایی های ابتدای دوره (جریان نقد عملیاتی برابر است با جمع سود خالص با هزینه استهلاک و تغییر در بدهی های جاری منهای تغییر در دارایی های جاری)؛  $\Delta Rev_{i,t}$ : تغییرات سالانه فروش تقسیم بر کل دارایی های ابتدای دوره؛  $PPE_{i,t}$ : اموال، ماشین آلات و تجهیزات برای شرکت  $i$  در سال  $t$  تقسیم بر دارایی های ابتدای سال.

باقی مانده معادله، خطاهای برآوردی در اقلام تعهدی جاری را نشان می دهد که هیچ رابطه ای با جریان نقد عملیاتی ندارد و نمی توان آن را از طریق تغییر در درآمد و سطح اموال و ماشین آلات و تجهیزات تعریف کرد. بر اساس پژوهش چن و همکارانش (۲۰۱۱)، قدر مطلق باقی مانده، نماینده کیفیت گزارشگری مالی در نظر گرفته می شود. قدر مطلق باقی مانده به دست آمده از الگوی دی چاو و دیچو (۲۰۰۲) در منفی یک ضرب می شود. بنابراین هرچه ارزش  $DD$  بیشتر باشد، کیفیت گزارشگری مالی بالاتری را نشان می دهد.

$$(FRQ - DD_{i,t} = -|\varepsilon_{i,t}|) \quad \text{رابطه ۳}$$

**معیار دوم:** دومین معیار، اندازه گیری اقلام تعهدی اختیاری تعدیل شده بر مبنای عملکرد است این معیار را کوتاری، لئون و واسلی (۲۰۰۵) معرفی کردند. تمام مدل ها به صورت سال - صنعت محاسبه می شوند.

$$TCAccr_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1(1/Assets_{i,t-1}) + \alpha_2\Delta Rev_{i,t} + \alpha_3PPE_{i,t} + \alpha_4ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه ۴}$$

$TCAccr_{i,t}$ : کل اقلام تعهدی است که از طریق تغییر در دارایی های جاری غیرنقد منهای تغییر در بدهی های جاری بدون هزینه بهره، منهای هزینه استهلاک دارایی های مشهود و نامشهود برای شرکت در سال، تقسیم بر کل دارایی های ابتدای دوره محاسبه می شود؛  $\Delta Rev_{i,t}$ : تغییر سالانه درآمدهای عملیاتی تقسیم بر کل دارایی های ابتدای دوره؛  $PPE_{i,t}$ : اموال، ماشین آلات و تجهیزات برای شرکت  $i$  در سال  $t$  تقسیم بر دارایی های ابتدای سال؛  $ROA_{i,t}$ : بازده دارایی های شرکت  $i$  در سال  $t$  تقسیم بر دارایی های ابتدای سال.

باقی مانده رگرسیون، اقلام تعهدی اختیاری است. قدر مطلق ارزش های اقلام تعهدی اختیاری در منفی یک ضرب می شود. بنابراین، ارزش های بیشتر نشان دهنده کیفیت گزارشگری مالی بالاتر است.



$$(FRQ - DisAccr_{i,t} = -|\varepsilon_{i,t}|) \quad \text{رابطه ۵}$$

**معیار سوم:** معیار سوم، درآمدهای احتیاطی پیشنهادشده مک‌نیکلز و استابن (۲۰۰۸) است. برای برآورد این معیار از الگوی رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$DAR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DRev_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه ۶}$$

$DAR_{i,t}$ : تغییرات سالانه حساب‌های دریافتی تقسیم بر کل دارایی‌های ابتدای دوره؛  
 $DRev_{i,t}$ : تغییرات سالانه درآمدها تقسیم بر کل دارایی‌های ابتدای دوره.  
 درآمدهای اختیاری، باقی‌مانده الگو است. قدرمطلق درآمدهای اختیاری در منفی یک ضرب شده است؛ ارزش‌های بیشتر DisRev بیان‌کننده کیفیت بالای گزارشگری مالی است.

$$(FRQ - DisRev_{i,t} = -|\varepsilon_{i,t}|) \quad \text{رابطه ۷}$$

**سود تقسیمی (DIV):** در این پژوهش برای اندازه‌گیری سود تقسیمی از متغیر مجازی استفاده می‌شود. بنابراین، شرکت‌هایی که سود تقسیمی آنها بیشتر از میانه است، عدد ۱ اختصاص می‌یابد و در غیر این صورت عدد صفر می‌گیرد.

### چرخه عمر

در این پژوهش بر اساس روش‌شناسی پارک و چن (۲۰۰۶)، شرکت‌ها به کمک چهار متغیر رشد فروش، مخارج سرمایه‌ای، نسبت سود تقسیمی و سن شرکت، به سه مرحله رشد، بلوغ و افول، به صورت زیر دسته‌بندی می‌شوند (کرمی و عمرانی، ۱۳۸۷):

۱. مقدار هر یک از متغیرهای رشد فروش، مخارج سرمایه‌ای، نسبت سود تقسیمی و سن (عمر) شرکت برای هر سال - شرکت محاسبه می‌شود؛
۲. سال - شرکت‌ها بر اساس هر یک از چهار متغیر یادشده و به کمک پنجم‌های آماری در هر صنعت، در پنج طبقه جای می‌گیرند که با توجه به قرارگرفتن در پنجم (طبقه) مدنظر، بر اساس جدول ۱ نمره‌ای بین ۱ تا ۵ به آنها اختصاص داده می‌شود؛
۳. برای هر سال - شرکت، نمره‌ای مرکب به دست می‌آید که با توجه به شرایط زیر در یکی از مراحل رشد، بلوغ و افول طبقه‌بندی می‌شوند:
  - الف) در صورتی که مجموع نمره‌ها بین ۱۶ و ۲۰ باشد، در مرحله رشد قرار می‌گیرد؛
  - ب) در صورتی که مجموع نمره‌ها بین ۹ و ۱۵ باشد، در مرحله بلوغ قرار می‌گیرد؛
  - ج) در صورتی که مجموع نمره‌ها بین ۴ و ۸ باشد، در مرحله افول قرار می‌گیرد.

جدول ۱. نحوه محاسبه متغیرهای چرخه عمر

مراحل چرخه عمر	سن شرکت (AGE)	رشد فروش (SG)	مخارج سرمایه‌ای (CE)	نسبت سود تقسیمی (DPR)
پنجک یکم	۵	۱	۱	۵
پنجک دوم	۴	۲	۲	۴
پنجک سوم	۳	۳	۳	۳
پنجک چهارم	۲	۴	۴	۲
پنجک پنجم	۱	۵	۵	۱

در پژوهش حاضر، مطابق پژوهش‌های بیدل و همکاران (۲۰۰۹)؛ چن و همکاران (۲۰۱۱)؛ رامالینچ گادا و همکاران (۲۰۱۳)؛ گوماریز و بالستا (۲۰۱۴) و بادآور نهندی و تقی‌زاده خانقاه (۱۳۹۲) از متغیرهای کنترلی زیر استفاده می‌شود:

اندازه  $(Size_{i,t})$ : لگاریتم طبیعی دارایی‌های ابتدای سال؛

فرصت‌های رشد  $(MBV_{i,t})$ : نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام؛

اهرم مالی شرکت  $(Lev_{i,t})$ : نسبت کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌های ابتدای سال؛

دارایی‌های مشهود  $(TANG_{i,t})$ : جمع اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات تقسیم بر کل دارایی‌های ابتدای سال؛

وجه نقد  $(CASH_{i,t})$ : وجه نقد تقسیم بر کل دارایی‌های ابتدای سال؛

جریان‌های نقد حاصل از عملیات  $(CFOSALE_{i,t})$ : جریان‌های نقد حاصل از عملیات تقسیم بر کل دارایی‌های ابتدای سال؛

دوره تصدی حسابرس  $(TENURE_{i,t})$ : تعداد سال‌هایی که حسابرس به استخدام واحد تجاری درآمده است؛

سلامت مالی  $(ALT - Z_{i,t})$ : در این پژوهش برای اندازه‌گیری سلامت مالی از مدل آلتمن (۱۹۸۶) به شرح رابطه ۸ استفاده شده است.

$$Z = 0.717X_1 + 0.847X_2 + 3.107X_3 + 0.420X_4 + 0.998X_5 \quad \text{رابطه ۸}$$

که در آن  $Z$  شاخص کل؛  $X_1$  نسبت سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها؛  $X_2$  نسبت سود انباشته به کل دارایی‌ها؛  $X_3$  نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی‌ها؛  $X_4$  نسبت ارزش دفتری سهام شرکت به ارزش دفتری کل بدهی‌ها و  $X_5$  نسبت فروش به کل دارایی‌ها است.

### یافته‌های پژوهش

جدول ۲ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. بر اساس یافته‌ها، میانگین و میانۀ سرمایه‌گذاری کل به ترتیب برابر ۰/۰۶۸ و ۰/۰۳۵ به دست آمد که با پژوهش‌های بیدل و همکاران (۲۰۰۹) و رامالینچ گادا و همکاران (۲۰۱۳) سازگار است. این پژوهشگران مقدار سرمایه‌گذاری کل را حدود ۱۴ درصد محاسبه کردند.

میانگین شاخص‌های کیفیت گزارشگری مالی DD، DisAccr و DisRev به ترتیب برابر ۰/۰۴۲، -۰/۰۵۶ و -۰/۰۶۱ است. این محاسبه‌ها با مطالعه چن و همکاران (۲۰۱۱) همخوانی شایان توجهی دارد. میانگین و میانۀ سود تقسیمی به ترتیب برابر ۰/۰۱۸ و ۰/۰۰۳ به دست آمد که با مطالعه رامالینچ گادا و همکاران (۲۰۱۳) سازگار است.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیرها	میانگین	انحراف معیار	چارک اول	چارک سوم	میانۀ
سرمایه‌گذاری کل	۰/۰۶۸	۰/۰۸۶	۰/۰۱۳	۰/۰۸۶	۰/۰۳۵
کیفیت گزارشگری مالی (DD)	-۰/۰۴۲	۰/۰۴۳	-۰/۰۶۰	-۰/۰۲۰	-۰/۰۴۱
کیفیت گزارشگری مالی (DisAccr)	-۰/۰۵۶	۰/۰۴۷	-۰/۰۸۳	-۰/۰۲۵	-۰/۰۵۰
کیفیت گزارشگری مالی (DisRev)	-۰/۰۶۱	۰/۰۵۲	-۰/۰۷۸	-۰/۰۳۱	-۰/۰۵۱
سود تقسیمی	۰/۰۱۸	۰/۰۴۹	۰/۰۰۰	۰/۰۱۲	۰/۰۰۳
اندازه شرکت	۱۱/۹۲	۰/۶۴۰	۱۱/۴۸	۱۲/۲۶	۱۱/۸۶
فرصت‌های رشد	۱/۶۲۲	۱/۵۴۳	۰/۶۵۶	۲/۰۱۴	۱/۱۲۰
اهرم مالی	۰/۶۰۰	۰/۱۸۹	۰/۴۹۲	۰/۷۰۵	۰/۶۱۷
دارایی‌های مشهود	۰/۲۳۶	۰/۱۸۸	۰/۰۸۸	۰/۳۳۶	۰/۱۸۹
وجه نقد	۰/۰۵۹	۰/۰۶۸	۰/۰۱۹	۰/۰۷۲	۰/۰۳۸
جریان‌های نقد عملیاتی	۰/۱۶۸	۰/۱۹۱	۰/۰۶۶	۰/۲۴۲	۰/۱۵۳
سلامت مالی	۱/۹۸۰	۱/۰۲۴	۱/۳۵۱	۱/۴۳۶	۱/۸۸۰

### آزمون فرضیه‌های پژوهش

برای تعیین الگوی مناسب به منظور تخمین مدل پژوهش، آزمون F لیمر و هاسمن اجرا می‌شود. داده‌های پانلی به دو صورت اثرهای ثابت و اثرهای تصادفی به کار رفته است که به کمک آزمون

هاسمن، می توان نوع آن را تشخیص داد. با توجه به آماره کای دو و سطح معناداری آزمون هاسمن، مدل پژوهش به صورت داده های پانلی، به کمک مدل اثرهای ثابت برآزش شده است. خلاصه نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن در جدول ۳ مشاهده می شود. از شرایط ضروری برای تخمین مدل رگرسیونی، همسانی واریانس جمله های خطای مدل است که در صورت ناهمسانی، از اعتبار مدل رگرسیونی می کاهد. جدول ۴ نتایج آزمون ناهمسانی واریانس برای مدل رگرسیونی پژوهش را به نمایش گذاشته است.

جدول ۳. نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

آزمون هاسمن		آزمون چاو		مدل های پژوهش
نتیجه	معناداری	نتیجه	آماره F	
اثر ثابت	۰/۰۰۰	پانلی	۱۹/۰۵۲	مدل فرضیه اول با DD
اثر ثابت	۰/۰۰۰	پانلی	۱۷/۳۶۴	مدل فرضیه اول با DisAcer
اثر ثابت	۰/۰۰۰	پانلی	۱۹/۱۴۶	مدل فرضیه اول با DisRev
اثر ثابت	۰/۰۰۷	پانلی	۱۳/۸۹۷	مدل فرضیه دوم با DD- رشد
اثر ثابت	۰/۰۰۱	پانلی	۱۳/۵۲۴	مدل فرضیه دوم با DisAcer- رشد
اثر ثابت	۰/۰۱۱	پانلی	۲۴/۷۴۸	مدل فرضیه دوم با DisRev- رشد
اثر ثابت	۰/۰۰۰	پانلی	۲۴/۳۲۶	مدل فرضیه دوم با DD- بلوغ
اثر ثابت	۰/۰۰۵	پانلی	۲۳/۰۴۶	مدل فرضیه دوم با DisAcer- بلوغ
اثر ثابت	۰/۰۰۰	پانلی	۲۴/۶۳۱	مدل فرضیه دوم با DisRev- بلوغ
اثر ثابت	۰/۰۰۰	پانلی	۱۶/۴۷۹	مدل فرضیه دوم با DD- افول
اثر ثابت	۰/۰۰۰	پانلی	۱۲/۷۴۵	مدل فرضیه دوم با DisAcer- افول
اثر ثابت	۰/۰۱۵	پانلی	۱۲/۴۲۶	مدل فرضیه دوم با DisRev- افول

قبل از آزمون F لیمر، هاسمن و آزمون ناهمسانی واریانس، آزمون هم خطی اجرا شد. هم خطی وضعیتی است که نشان می دهد متغیر مستقل تابعی خطی از سایر متغیرهای مستقل است. اگر در معادله رگرسیون هم خطی زیاد باشد، به این معنا است که بین متغیرهای مستقل همبستگی زیادی وجود دارد و ممکن است با وجود ضریب تعیین مدل از اعتبار برخوردار نباشد. در تمام آزمون ها، مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ به دست آمد، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش وجود نداشت.

نتایج آزمون وایت، نشان‌دهنده ناهمسانی واریانس برای مدل‌های رگرسیونی است. از این رو، به‌منظور رفع مشکل ناهمسانی واریانس و اجرای مدل رگرسیون، از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) استفاده می‌شود.

جدول ۴. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس - وایت

مدل‌های پژوهش	آماره	P-value
فرضیه اول (DD)	۱۹/۰۵۲	۰/۰۰۰
فرضیه اول (DisAccr)	۱۱/۳۶۴	۰/۰۰۵
فرضیه اول (DisRev)	۱۹/۱۴۶	۰/۰۰۰
فرضیه دوم (DD - رشد)	۱۴/۲۵۹	۰/۰۰۰
فرضیه دوم (DisAccr - رشد)	۱۳/۷۸۱	۰/۰۰۱
فرضیه دوم (DisRev - رشد)	۶/۳۲۱	۰/۰۱۷
فرضیه دوم (DD - بلوغ)	۸/۳۶۷	۰/۰۰۸
فرضیه دوم (DisAccr - بلوغ)	۱۶/۳۶۴	۰/۰۰۰
فرضیه دوم (DisRev - بلوغ)	۹/۵۴۷	۰/۰۰۰
فرضیه دوم (DD - افول)	۷/۶۳۴	۰/۰۱۲
فرضیه دوم (DisAccr - افول)	۱۱/۶۲۵	۰/۰۰۶
فرضیه دوم (DisRev - افول)	۱۵/۴۷۲	۰/۰۰۰

نتایج جدول ۵ نشان می‌دهد کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثرهای محدودکننده تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ( $DIV \times FRQ$ ) تأثیر معناداری می‌گذارد. بنابراین، کیفیت بالای گزارشگری مالی، تضاد بین تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و تقسیم سود را کاهش می‌دهد و احتمال اینکه شرکت‌ها از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب به‌منظور پرداخت سود سهام چشم‌پوشی کنند، کاهش می‌یابد؛ بنابراین فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل‌های آزمون نشان می‌دهد به ترتیب ۲۶/۴، ۲۶/۲ و ۲۵/۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته سرمایه‌گذاری توسط متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین می‌شود. آماره دوربین واتسون مدل‌های آزمون، به ترتیب ۲/۰۳۳، ۲/۰۴۳ و ۲/۰۱۵ به دست آمده است که از مقادیر بحرانی ( $d_U$ ) در جدول ۶ با اعداد ۱/۹۱۰، ۱/۸۸۹ و ۱/۹۲۴، بزرگ‌تر است. از این رو در تخمین مدل‌های یادشده، مشکل خودهمبستگی یا همبستگی سریالی بین جمله‌های خطا دیده نمی‌شود. مقدار آماره F مدل‌ها و سطح احتمال آنها بیان‌کننده آن است که مدل‌های رگرسیونی چندمتغیره آزمون در کل معنادارند و می‌توان بر آنها اتکا کرد. همچنین سطح معناداری آماره جاک - برا نشان می‌دهد اجزای خطا از توزیع نرمالی برخوردارند.

جدول ۵. کیفیت گزارشگری مالی، تقسیم سود و سرمایه گذاری

(DisRev) FRQ		(DisAccr) FRQ		(DD) FRQ		نام متغیرها
t	Beta	t	Beta	t	Beta	
(۳/۷۶۳)**	۰/۲۲۰	(۴/۲۳۰)**	۰/۲۴۶	(۳/۸۵۶)**	۰/۲۲۴	Constant
(-۲/۲۵۸)**	-۰/۲۰۹	(-۳/۲۶۱)**	-۰/۲۰۹	(-۳/۳۲۷)**	-۰/۲۱۱	DIV
(۲/۲۴۴)**	۰/۰۶۴	(۲/۲۱۳)**	۰/۰۵۶	(۳/۷۷۶)**	۰/۱۹۹	DIV × FRQ
(-۰/۱۵۷)	۰/۰۱۰	(۱/۱۷۸)	۰/۰۷۸	(۱/۲۰۲)	۰/۰۹۲	FRQ
(-۲/۷۲۰)**	-۰/۰۱۳	(-۳/۰۸۱)**	-۰/۰۱۵	(-۲/۷۱۵)**	-۰/۰۱۳	SIZE
(۲/۲۹۴)**	۰/۰۲۱	(۴/۴۴۶)**	۰/۰۲۱	(۴/۳۶۱)**	۰/۰۲۱	MBV
(-۲/۲۹۰)**	-۰/۰۴۰	(-۲/۵۸۲)**	-۰/۰۴۵	(-۲/۳۸۲)**	-۰/۰۴۱	LEV
(۷/۰۵۸)**	۰/۱۱۷	(۶/۶۱۹)**	۰/۱۱۴	(۷/۲۳۹)**	۰/۱۱۹	TANG
(۱/۴۸۳)	۰/۰۷۱	(۱/۶۳۷)	۰/۰۷۸	(۱/۳۹۲)	۰/۰۶۶	CASH
(۴/۵۴۲)**	۰/۰۸۶	(۴/۴۰۲)**	۰/۰۸۳	(۴/۵۵۲)**	۰/۰۸۵	CFO-SALE
(۲/۶۸۷)**	-۰/۰۰۴	(-۲/۶۶۹)**	-۰/۰۰۴	(۲/۹۶۳)**	-۰/۰۰۴	TENURE
(-۳/۵۲۱)**	-۰/۰۲۴	(-۳/۸۱۱)**	-۰/۰۲۶	(-۵/۸۲۹)**	-۰/۰۲۴	ALT_Z
۰/۲۵۹		۰/۲۶۲		۰/۲۶۴		R <sup>۲</sup> تعدیل شده
d <sub>L</sub> = ۱/۸۴۲    d <sub>U</sub> = ۱/۹۲۴		d <sub>L</sub> = ۱/۸۳۹    d <sub>U</sub> = ۱/۸۹۹		d <sub>L</sub> = ۱/۸۲۸    d <sub>U</sub> = ۱/۹۱۰		دوربین واتسون (α = ۰/۰۱)
D-W = ۲/۰۱۵		D-W = ۲/۰۴۳		D-W = ۲/۰۲۳		
۱۹/۹۸۷		۲۰/۳۴۵		۲۰/۵۳۲		آماره F
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		سطح معناداری
۱/۶۱۶		۲/۲۶۲		۳/۲۰۲		چارک - برا
۰/۴۴۸		۰/۳۲۵		۰/۲۰۴		سطح معناداری

\* سطح اطمینان ۹۵ درصد

\*\* سطح اطمینان ۹۹ درصد

نتایج جدول ۶ نشان می‌دهد کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثرهای محدودکننده تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری (DIV × FRQ) شرکت‌هایی که در مرحله بلوغ قرار دارند، تأثیر معناداری می‌گذارد. بنابراین کیفیت بالای گزارشگری مالی، تضاد بین تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و تقسیم سود را در این مرحله کاهش می‌دهد و احتمال اینکه شرکت‌ها از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب به‌منظور پرداخت سود سهام چشم‌پوشی کنند، کاهش می‌یابد؛ در حالی که این ارتباط برای شرکت‌هایی که در مرحله‌های رشد و افول قرار گرفته‌اند، تأیید نمی‌شود.

جدول ۶. کیفیت گزارشگری مالی، تقسیم سود و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در چرخه عمر (DD)

مرحله افول			مرحله بلوغ			مرحله رشد			نام متغیرها
P-Value	t	Beta	P-Value	t	Beta	P-Value	t	Beta	
۰/۴۴۰	۰/۷۷۸	۰/۱۳۱	۰/۰۰۶	۲/۷۸۶	۰/۱۹۰	۰/۰۴۸	۲/۰۳۲	۰/۳۱۲	C
۰/۲۳۶	-۱/۲۰۰	-۰/۱۶۱	۰/۰۰۲	-۳/۰۵۱	-۰/۲۱۵	۰/۰۷۹	-۱/۷۹۷	-۰/۵۴۲	DIV
۰/۸۴۴	۰/۱۹۷	۰/۰۲۵	۰/۰۴۴	۲/۰۱۸	۱/۰۰	۰/۵۴۲	-۰/۶۱۴	-۰/۳۱۰	DIV × FRQ
۰/۶۹۵	۰/۳۹۴	۰/۱۲۶	۰/۱۲۶	۰/۵۸۴	۰/۰۴۹	۰/۱۹۶	۱/۳۱۱	۰/۵۷۴	FRQ
۰/۰۱۹	-۰/۸۱۲	-۰/۰۱۱	۰/۰۶۳	-۱/۸۶۷	-۰/۰۱۱	۰/۰۷۰	-۱/۸۵۲	-۰/۰۲۴	SIZE
۰/۴۳۵	۰/۷۸۷	۰/۰۰۸	۰/۰۰۰	۳/۷۶۵	۰/۰۲۱	۰/۰۰۱	۳/۳۸۲	۰/۰۵۸	MBV
۰/۲۶۶	۱/۱۲۵	۰/۰۶۷	۰/۰۲۵	-۲/۲۵۳	-۰/۰۴۴	۰/۶۴۶	-۰/۴۶۳	-۰/۰۲۸	LEV
۰/۸۳۶	۰/۲۰۸	۰/۰۰۹	۰/۰۰۰	۶/۳۹۰	۰/۱۲۸	۰/۰۲۲	۲/۳۷۲	۰/۱۱۲	TANG
۰/۹۹۳	-۰/۰۰۹	-۰/۰۰۱	۰/۳۷۲	۰/۸۹۴	۰/۰۴۷	۰/۰۰۴	۳/۲۰۳	۰/۸۱۶	CASH
۰/۰۰۱	۳/۶۸۶	۰/۱۰۳	۰/۰۰۱	۳/۴۹۳	۰/۰۹۲	۰/۱۸۶	۱/۳۴۱	۰/۰۶۴	CFO-SALE
۰/۸۳۰	-۰/۲۱۵	-۰/۰۰۱	۰/۰۱۹	-۲/۳۴۶	-۰/۰۰۴	۰/۷۳۶	-۰/۳۳۹	-۰/۰۰۲	TENURE
۰/۱۸۵	-۱/۳۴۴	-۰/۰۲۳	۰/۰۰۹	-۲/۶۲۹	-۰/۰۲۱	۰/۳۵۱	-۰/۹۴۲	-۰/۰۲۵	ALT_Z
$d_L = ۱/۶۶۵$ $d_U = ۱/۸۰۲$			$d_L = ۱/۸۱۸$ $d_U = ۱/۹۲۰$			$d_L = ۱/۵۵۷$ $d_U = ۱/۷۷۸$			دوربین - واتسون
D-W=۲/۰۵۶			D-W= ۱/۹۳۴			D-W= ۱/۹۷۷			( $\alpha = ۰/۰۱$ )
۰/۲۳۷			۰/۲۵۰			۰/۴۶۹			$R^2$ تعدیل شده
۴/۲۹۴			۸/۳۰۷			۱۰/۲۵۶			آماره F
۰/۰۰۶			۰/۰۰۰			۰/۰۰۰			سطح معناداری
۰/۵۶۶			۰/۷۲۲			۱/۶۶۶			چارک - برا
۰/۷۵۱			۰/۶۹۵			۰/۴۳۴			سطح معناداری

ضریب تعیین تعدیل شده مدل‌های آزمون نشان می‌دهد به ترتیب ۰/۴۶/۹، ۰/۲۵ و ۰/۲۳/۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته سرمایه‌گذاری توسط متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین می‌شود. آماره دوربین واتسون مدل‌های آزمون به ترتیب ۱/۹۷۷، ۱/۹۳۴ و ۲/۰۵۶، به دست آمده است که از مقادیر بحرانی ( $d_U$ ) در جدول ۶ که اعداد ۱/۷۷۸، ۱/۹۲۰ و ۱/۸۰۲ را نشان می‌دهد، بزرگ‌تر است. بنابراین در تخمین مدل‌های یادشده مشکل خودهمبستگی یا همبستگی سریالی بین جمله‌های خطا مشاهده نمی‌شود. افزون بر این، مقدار آماره F مدل‌ها و سطح احتمال آنها

بیان کننده آن است که مدل های رگرسیونی چندمتغیره آزمون شده در کل معنادارند و می توان بر آنها اتکا کرد. همچنین سطح معناداری آماره جاک - برا نشان می دهد اجزای خطا از توزیع نرمال برخوردارند.

نتایج جدول ۷ نشان می دهد کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثرهای محدودکننده تقسیم سود بر سرمایه گذاری (DIV × FRQ) شرکت هایی که در مرحله بلوغ قرار دارند، تأثیر معناداری می گذارد. بنابراین کیفیت بالای گزارشگری مالی، تضاد بین تصمیم های سرمایه گذاری و تقسیم سود را در این مرحله کاهش می دهد و احتمال اینکه شرکت ها از فرصت های سرمایه گذاری مطلوب به منظور پرداخت سود سهام چشم پوشی کنند، کاهش می یابد؛ در حالی که این ارتباط برای شرکت هایی که در مرحله های رشد و افول قرار گرفته اند، تأیید نمی شود.

جدول ۷. کیفیت گزارشگری مالی، تقسیم سود و سرمایه گذاری شرکت ها در چرخه عمر (DisAccr)

مرحله افول			مرحله بلوغ			مرحله رشد			نام متغیرها
P-Value	t	Beta	P-Value	t	Beta	P-Value	t	Beta	
۰/۳۶۹	۰/۹۰۵	۰/۱۴۴	۰/۰۰۲	۳/۱۳۳	۰/۲۱۴	۰/۰۵۷	۱/۹۵۴	۰/۳۰۴	C
۰/۲۶۷	-۱/۱۲۲	-۰/۱۶۵	۰/۰۰۲	-۳/۰۴۷	-۰/۲۱۵	۰/۱۵۴	-۱/۴۴۷	-۰/۴۳۸	DIV
۰/۹۲۴	-۰/۰۹۶	-۰/۰۰۸	۰/۰۱۲	۲/۵۲۰	۰/۰۷۰	۰/۸۰۷	۰/۲۴۶	۰/۰۳۰	DIV × FRQ
۰/۵۲۱	۰/۶۴۶	۰/۱۵۴	۰/۴۶۳	۰/۷۳۴	۰/۰۵۴	۰/۴۳۴	۰/۷۸۹	۰/۱۸۴	FRQ
۰/۳۵۰	-۰/۹۴۳	-۰/۰۱۲	۰/۰۳۲	-۲/۱۴۵	-۰/۰۱۲	۰/۰۶۵	-۱/۸۸۹	-۰/۰۳۴	SIZE
۰/۴۳۹	۰/۷۸۰	۰/۰۰۸	۰/۰۰۰	۳/۹۲۱	۰/۰۲۲	۰/۰۰۱	۳/۶۶۴	۰/۰۶۳	MBV
۰/۲۴۰	۱/۱۹۰	۰/۰۷۰	۰/۰۰۹	-۲/۶۱۶	-۰/۰۵۱	۰/۶۵۸	-۰/۴۴۵	-۰/۰۲۶	LEV
۰/۸۶۷	۰/۱۶۸	۰/۰۰۸	۰/۰۰۰	۶/۱۴۱	۰/۱۲۴	۰/۰۰۴	۳/۰۶۱	۰/۱۲۵	TANG
۰/۹۵۸	۰/۰۵۳	۰/۰۰۷	۰/۲۶۵	۱/۱۱۷	۰/۰۵۹	۰/۰۰۲	۳/۲۲۸	۰/۸۲۳	CASH
۰/۰۰۱	۳/۶۶۹	۰/۱۰۳	۰/۰۰۱	۳/۴۰۴	۰/۰۸۹	۰/۲۰۲	۱/۲۹۵	۰/۰۶۳	CFO-SALE
۰/۸۴۰	-۰/۲۰۳	-۰/۰۰۱	۰/۰۳۰	-۲/۱۷۴	-۰/۰۰۴	۰/۸۰۸	-۰/۲۴۴	-۰/۰۰۱	TENURE
۰/۱۶۲	-۱/۴۲۰	-۰/۰۲۳	۰/۰۰۴	-۲/۸۹۲	-۰/۰۲۳	۰/۲۸۷	-۱/۰۷۷	-۰/۰۳۰	ALT_Z
$d_L = ۱/۵۷۱$ $d_U = ۱/۷۸۰$			$d_L = ۱/۷۵۲$ $d_U = ۱/۸۱۳$			$d_L = ۱/۵۴۲$ $d_U = ۱/۷۷۶$			دوربین - واتسون
D-W=۲/۰۴۰			D-W= ۱/۹۳۸			D-W= ۱/۸۶۹			( $\alpha = ۰/۰۱$ )
۰/۲۴۰			۰/۲۵۳			۰/۴۵۸			$R^2$ تعدیل شده
۴/۰۰۳			۹/۷۱۲			۱۲/۶۹۲			آماره F
۰/۰۰۶			۰/۰۰۰			۰/۰۰۰			سطح معناداری
۱/۹۰۲			۰/۴۸۸			۰/۵۳۵			جاک - برا
۰/۳۸۶			۰/۷۸۳			۰/۷۶۳			سطح معناداری



ضریب تعیین تعدیل شده مدل های آزمون نشان می دهد به ترتیب ۴۵/۸، ۲۵/۳ و ۲۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته سرمایه گذاری توسط متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین می شود. آماره دوربین واتسون مدل های آزمون به ترتیب ۱/۸۶۹، ۱/۹۳۸ و ۲/۰۴۰، به دست آمده است که از مقادیر بحرانی ( $d_U$ ) در جدول ۶ با اعداد ۱/۷۷۶، ۱/۸۱۳ و ۱/۷۸۰، بزرگ تر است. از این رو در تخمین مدل های یاد شده مشکل خودهمبستگی یا همبستگی سریالی بین جمله های خطا مشاهده نمی شود. افزون بر این، مقدار آماره F مدل ها و سطح احتمال آنها نشان می دهد مدل های رگرسیونی چندمتغیره آزمون شده، در کل معنادارند و می توان بر آنها اتکا کرد. همچنین سطح معناداری آماره جاک - برا نشان می دهد اجزای خطا از توزیع نرمالی برخوردارند.

جدول ۸. کیفیت گزارشگری مالی، تقسیم سود و تصمیم های سرمایه گذاری در چرخه عمر (DisRev)

مرحله افول			مرحله بلوغ			مرحله رشد			نام متغیرها
P-Value	t	Beta	P-Value	t	Beta	P-Value	t	Beta	
۰/۲۸۷	۱/۰۷۶	۰/۱۶۸	۰/۰۱۰	۲/۶۰۳	۰/۱۷۸	۰/۰۹۳	۱/۷۱۷	۰/۲۹۲	C
۰/۳۳۱	-۰/۹۸۱	-۰/۱۲۹	۰/۰۰۳	-۳/۹۹۳	-۰/۲۱۵	۰/۱۸۳	-۱/۳۵۱	-۰/۴۳۳	DIV
۰/۲۷۶	۱/۱۰۰	۰/۱۰۸	۰/۰۳۹	۲/۰۶۹	۰/۰۷۲	۰/۷۴۴	۰/۳۲۹	۰/۰۵۵	DIV × FRQ
۰/۱۰۲	-۱/۶۶۳	-۰/۳۶۸	۰/۶۸۹	-۰/۴۰۰	-۰/۰۲۸	۰/۳۳۳	-۰/۹۷۷	-۰/۲۱۳	FRQ
۰/۲۸۰	-۱/۰۹۳	-۰/۰۱۴	۰/۰۸۰	-۱/۷۵۳	-۰/۰۱۰	۰/۱۰۱	-۱/۶۷۵	-۰/۰۲۵	SIZE
۰/۵۵۸	۰/۵۹۰	۰/۰۰۶	۰/۰۰۰	۳/۷۷۷	۰/۰۲۲	۰/۰۰۱	۳/۶۸۸	۰/۰۶۴	MBV
۰/۴۹۳	۰/۶۹۱	۰/۰۴۱	۰/۰۲۷	-۲/۲۲۲	-۰/۰۴۳	۰/۶۳۹	-۰/۴۷۲	-۰/۰۳۱	LEV
۰/۹۹۶	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۶/۲۸۳	۰/۱۲۷	۰/۰۰۳	۳/۰۸۸	۰/۱۲۶	TANG
۰/۸۵۴	-۰/۱۸۶	-۰/۰۲۳	۰/۳۴۶	۰/۹۴۳	۰/۰۵۰	۰/۰۰۴	۳/۰۳۹	۰/۸۲۷	CASH
۰/۰۰۰	۳/۷۴۷	۰/۱۰۱	۰/۰۰۱	۳/۴۱۶	۰/۰۹۰	۰/۱۸۱	۱/۳۵۹	۰/۰۶۷	CFO-SALE
۰/۶۵۳	-۰/۴۵۲	-۰/۰۰۲	۰/۰۳۲	-۲/۱۵۵	-۰/۰۰۴	۰/۷۹۱	-۰/۲۶۷	-۰/۰۰۱	TENURE
۰/۰۶۵	-۱/۸۸۲	-۰/۰۳۱	۰/۰۱۲	-۲/۵۲۳	-۰/۰۲۰	۰/۳۲۰	-۱/۰۰۵	-۰/۰۲۷	ALT_Z
$d_L = ۱/۷۲۸$ $d_U = ۱/۸۱۶$			$d_L = ۱/۷۶۳$ $d_U = ۱/۸۶۷$			$d_L = ۱/۵۵۲$ $d_U = ۱/۷۲۵$			دوربین - واتسون
D-W=۲/۰۳۸			D-W=۱/۹۲۹			D-W= ۱/۸۴۴			( $\alpha = ۰/۰۱$ )
-۰/۲۷۳			۰/۲۴۶			-۰/۴۶۱			$R^2$ تعدیل شده
۴/۷۸۳			۹/۶۲۸			۱۳/۲۷۴			آماره F
۰/۰۰۳			۰/۰۰۰			۰/۰۰۰			سطح معناداری
۱/۳۵۰			۱/۰۰۷			۰/۹۱۳			جاک - برا
۰/۵۰۹			۰/۶۰۴			۰/۶۳۳			سطح معناداری

نتایج جدول ۸ نشان می‌دهد کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثرهای محدودکننده تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری ( $DIV \times FRQ$ ) شرکت‌هایی که در مرحله بلوغ قرار دارند، تأثیر معناداری می‌گذارد. بنابراین کیفیت بالای گزارشگری مالی، تضاد بین تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و تقسیم سود را در این مرحله کاهش می‌دهد و احتمال اینکه شرکت‌ها از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب به‌منظور پرداخت سود سهام چشم‌پوشی کنند، کاهش می‌یابد؛ در حالی که این ارتباط برای شرکت‌هایی که در مرحله‌های رشد و افول قرار گرفته‌اند، تأیید نمی‌شود. ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل‌های آزمون نشان می‌دهد به ترتیب  $۰/۴۶$ ،  $۳/۲۴$  و  $۳/۲۷$  درصد از تغییرات متغیر وابسته سرمایه‌گذاری توسط متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین می‌شود. آماره دوربین واتسون مدل‌های آزمون به ترتیب  $۱/۱۸۴۴$ ،  $۱/۹۲۹$  و  $۲/۰۳۸$ ، به دست آمده است که از مقادیر بحرانی ( $d_U$ ) درج شده در جدول ۶ که اعداد  $۱/۷۲۵$ ،  $۱/۸۶۷$  و  $۱/۸۱۶$  را نشان می‌دهد، بزرگ‌تر است. بنابراین در تخمین مدل‌های یادشده مشکل خودهمبستگی یا همبستگی سریالی بین جمله‌های خطا مشاهده نمی‌شود. افزون بر این، مقدار آماره  $F$  مدل‌ها و سطح احتمال آنها نشان می‌دهد مدل‌های رگرسیونی چندمتغیره آزمون شده، در کل معنادارند و می‌توان بر آنها اتکا کرد. همچنین سطح معناداری آماره جاک - برا نشان می‌دهد اجزای خطا از توزیع نرمالی برخوردارند.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این پژوهش نقش کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثرهای منفی تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در مراحل چرخه عمر مطالعه شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد کیفیت بالای گزارشگری مالی، اثرهای منفی تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. این نتایج بر نقش مهم کیفیت گزارشگری مالی در کاهش تضاد بین سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و تصمیم‌های سود سهام تأکید دارد؛ بدین ترتیب، احتمال اینکه شرکت‌ها از پروژه‌های سرمایه‌گذاری مطلوب به‌منظور پرداخت سود سهام اجتناب کنند، کاهش می‌یابد. یافته‌های پژوهش با نتایج به‌دست‌آمده از پژوهش‌های براو و همکاران (۲۰۰۵)؛ بارث و همکاران (۲۰۰۸)؛ دانیل و همکاران (۲۰۱۰) و رامالینچ گادا و همکاران (۲۰۱۳) سازگار است. آنها نشان دادند کیفیت گزارشگری مالی نقش مهمی در کاهش اثرهای محدودکننده تقسیم سود بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری ایفا می‌کند.

در گام بعدی شرکت‌های نمونه با استفاده از الگوی پارک و چن (۲۰۰۶) به سه مرحله رشد، بلوغ و افول تقسیم شدند و آزمونی برای هر یک از مرحله‌ها به‌صورت جداگانه به اجرا درآمد. نتایج نشان داد کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند اثرهای محدودکننده تقسیم سود بر

سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی را کاهش دهد که در مرحله بلوغ قرار دارند؛ در حالی که تأثیری بر شرکت‌های حاضر در مرحله رشد و افول ندارد.

همچنین شواهد نشان داد شرکت‌هایی که اندازه کوچک و میزان بدهی کمی دارند، نسبت به شرکت‌های بزرگ و با بدهی‌های زیاد، سرمایه‌گذاری بیشتری می‌کنند. همچنین، یافته‌ها نشان می‌دهد اندازه شرکت و اهرم مالی، ارتباط منفی و معناداری با سرمایه‌گذاری برقرار می‌کند. این نتیجه با یافته‌های بیدل و همکاران (۲۰۰۹)؛ چن و همکاران (۲۰۱۱)؛ رامالینچ گادا و همکاران (۲۰۱۳) و گوماریز و بالستا (۲۰۱۴) سازگاری دارد. بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها و نسبت جریان نقدی به فروش خالص با سرمایه‌گذاری، ارتباط مثبت و معناداری برقرار است. نتایج با یافته‌های بیدل و همکاران (۲۰۰۹) و چن و همکاران (۲۰۱۱) همخوانی دارد. آنها نیز به ارتباط مثبتی بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری، دارایی‌های مشهود و جریان نقدی با سرمایه‌گذاری دست یافتند. نتایج ارتباط دوره تصدی حسابرس و سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد با افزایش روابط درازمدت حسابرس - صاحبکار، میزان سرمایه‌گذاری شرکت افزایش می‌یابد، احتمالاً این شرکت‌ها به نحو مناسبی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری در چنین موقعیتی استفاده کرده‌اند. این یافته نیز با نتایج چن و همکاران (۲۰۱۱) سازگار است. نسبت وجه نقد، ارتباط مثبت اما غیرمعناداری را با سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد.

همچنین در این پژوهش به بررسی ارتباط بین سلامت مالی و سرمایه‌گذاری پرداخته شد که شواهد نشان داد بین سلامت مالی و سرمایه‌گذاری ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. نتایج به‌دست‌آمده، یافته‌های بیدل و همکاران (۲۰۰۹)؛ چن و همکاران (۲۰۱۱) و رامالینچ گادا و همکاران (۲۰۱۳) را تأیید می‌کند.

در کل، از آنجا که افزایش کیفیت گزارشگری مالی عدم تقارن اطلاعاتی را بین مدیران و سرمایه‌گذاران کاهش می‌دهد، می‌تواند اثرهای محدودکننده تقسیم سود را بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری کاهش دهد. با توجه به اینکه معمولاً شرکت‌ها در انتخاب تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و تقسیم سود با تضادهایی مواجه می‌شوند، کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند به اندازه چشمگیری تضادهای به‌وجودآمده را کاهش دهد.

## References

- Alavi, S.H., Mojtehdzadeh, V., Soleimani Amiri, G. & Amoli, Y. (2009). The relationship of earnings quality and dividend: Listed companies in TSE. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 16(3): 93-106. (in Persian)

- Anthony, J.H. & Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3): 203-227.
- Badavar Nahandi, Y. & Taghizadeh Khanqah, V. (2012). The relationship between audit quality and investment efficiency. *Journal of The Iranian Accounting and Auditing Review*, 20 (2): 19-42. (in Persian)
- Bharath, T., Sunder, J. & Sunder, S. (2008). Accounting quality and debt contracting. *The Accounting Review*, 83 (1): 1-28.
- Biddle, G., Hilary, G. & Verdi, R. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48 (2-3): 112-131.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R. & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77 (3): 483-527.
- Bushman, R. & Smith, A. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32 (1-3): 237-333.
- Chen, F., Hope, O.K., Li, Q. & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86 (4): 1255-1288.
- Daniel, N.D., Denis, D.J. & Naveen, L. (2010). Sources of financial flexibility: Evidence from cash flow shortfalls. *Working paper*, Purdue University.
- Das, S. & Pandit, SH. (2010). *Audit quality, life-cycle stage and the investment efficiency of the firm*, available in: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Dechow, P. & Dichev, I. (2002). The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77 (Supplement): 35-59.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. & Schipper, K. (2004). Cost of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, 79 (4): 967-1010.
- Gomariz, M.F.C. & Ballesta, J.P.C. (2014). Financial reporting quality, Debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 40 (3): 494-506.
- Healy, P.M. & Palepu, K.G. (2001). A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1): 405-440.

- Heidarpour, F. & Zaree Rafie, S. (2013). Effect of dividend and growth opportunities on relationship between the financial reporting quality and the stock returns volatility. *The Financial Accounting and Auditing Researches*, 6 (22): 213-247. (in Persian)
- Jensen, M. (1986). The agency cost of free-cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76 (2): 323-329.
- Jones, S. & Sharma, R. (2001). The association between the investment opportunity set and corporate financing and dividend decisions: some Australian evidence. *Managerial Finance*, 27 (3): 48-64.
- Karami, GH. & Omrani, H. (2009). Effect of life cycle and conservatism on firm value. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 17 (59): 79-96. (in Persian)
- Kothari, S. P., Leone, A. J. & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39 (1): 163-197.
- Lee, S.W. (2015). Dividend policy and investment decisions of Korean banks. *Review of European Studies*, 7 (3): 245-252.
- Leland, H.E. & Pyle, D.H. (1977). Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, 32 (2): 371-387.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46 (2): 97-113.
- Mahdavi, GH. & Rezaei, GH. (2012). Effects of financial reporting quality on dividend policy. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 5 (17): 1-32. (in Persian)
- McNichols, M. & Stubben, S. (2008). Does earnings management affect firm's investment decisions? *The Accounting Review*, 83 (6): 1571-1603.
- Miller, M.H. & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34 (4): 411-433.
- Myers, S. & Majluf, N. (1984). Corporate investment and financing policies when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2): 187-222.
- Park, Y. & Chen, K. (2006). The effect of accounting conservatism and life-cycle stages on firm valuation. *Journal of Applied Business Research*, 22 (3): 75-92.

- Ramalingegowda, S., Wang, CH. & 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.
- Smith, C. W. & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32 (3): 263–292.