

The Role of Financial Reporting Quality in Mitigating the Constraining Effect of Dividend Policy on Investment

Mojtaba Moghaddas Nooghabi¹, Attiyeh Sigari², Reza Hesarzadeh³

1-Ferdowsi University of Mashhad Mashhad, Iran

Mojtaba.Moghaddas@stu.um.ac.ir

2-Ferdowsi University of Mashhad Mashhad, Iran

at_si828@stu.um.ac.ir

3-Ferdowsi University of Mashhad Mashhad, Iran

Hesarzadeh@um.ac.ir

Abstract

According to some theoretical evidence, generalization of the theory of Miller and Modigliani on the relationship between the dividend and investment, depend upon the quality of financial reporting due to its direct effect on information asymmetry and financial reporting. The purpose of this study is to evaluate the quality of financial reporting in reducing the impact of dividend policy on investment according to the framework provided by Gowdaand et al. (2013). We investigate the role of financial reporting quality in mitigating the constraining effect of dividend policy on investment using financial data of 72 companies listed on Tehran Stock Exchanges in the period of 1380-1392. We find that high quality financial reporting significantly mitigates the negative effect of dividend policy on investments. Further, this mitigating role of financial reporting quality is also confirmed for the firms with a larger portion of firm value attributable to growth opportunities.

Keywords: Financial Reporting Quality, Dividend Policy, Investments

فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی
سال چهارم، شماره دوم، شماره پیاپی (۱۳) تابستان ۱۳۹۵
تاریخ دریافت: ۹۲/۱۱/۲۸ تاریخ پذیرش: ۹۴/۳/۳۰
صص: ۹۵ - ۱۱۰

نقش کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثر محدودکننده سیاست تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری

مجتبی مقدس نوقایی^{۱*}، عطیه سیگاری^۲، رضا حصارزاده^۳

۱- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران

mojtaba.Moghaddas@stu.um.ac.ir

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران

at_si828@stu.um.ac.ir

۳- استادیار دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران

hesarzadeh@um.ac.ir

چکیده

مطابق برخی شواهد نظری، تعمیم‌پذیری نظریه میلر و مودیلیانی مبنی بر بی‌ارتباط بودن سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری، مقید به کیفیت گزارشگری مالی است، چراکه کیفیت گزارشگری مالی اثر مستقیمی بر عدم تقارن اطلاعاتی دارد. لذا هدف این پژوهش، بررسی نقش کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثر محدودکننده سیاست تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری، با توجه به چارچوب ارائه‌شده توسط گگودا و همکاران (۲۰۱۳) است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از اطلاعات مالی ۷۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۲ استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که گزارشگری مالی با کیفیت بالا به میزان قابل‌توجهی اثر محدودکننده سود تقسیمی بر سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. همچنین این اثر محدودکننده کیفیت گزارشگری مالی - در میان شرکت‌هایی که بخش بیشتری از ارزش شرکت مربوط به فرصت‌های رشد (شاخص Q توین) است - در مقایسه با سایر شرکت‌ها تفاوت معنی‌داری ندارد. این یافته‌ها نشان می‌دهد شواهد تجربی نیز مؤید مقید بودن نظریه مزبور است.

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

مقدمه

واحدهای تجاری، همواره با فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیادی روبه‌رو می‌شوند و باید نسبت به انتخاب یک سرمایه‌گذاری بهینه به‌طور منطقی تصمیم‌گیری نمایند. در واقع، سرمایه‌گذاری هر واحد تجاری باید با توجه به محدودیت منابع و کارا بودن آن صورت بگیرد، اما مسئله اصلی، انتخاب طرح‌ها و تصمیم‌گیری نسبت به فرصت‌های سرمایه‌گذاری توسط مدیران واحدهای تجاری است که می‌تواند بر اساس منافع شخصی آن‌ها صورت گیرد [۳۳].

میلر و مودیلیانی (۱۹۸۵) معتقدند که در بازار سرمایه کامل، سیاست تقسیم سود، بی‌ارتباط با ارزش شرکت است؛ زیرا (۱) فقط سرمایه‌گذاری‌هایی که جریان‌های نقدی و درآمد آتی دارند، بر ارزش شرکت تأثیر دارند. (۲) سرمایه‌گذاری‌ها مستقل از سود سهام هستند. حالت دوم اصل جدایی فاما و میلر نامیده می‌شود که پیش‌بینی مهمی در مورد نظریه بی‌ارتباطی سود فراهم می‌کند. به این معنی که سیاست تقسیم سود نباید بر سرمایه‌گذاری تأثیر گذارد [۲۸]. با این حال، در بازارهای ناکامل سیاست تقسیم سود می‌تواند بر سرمایه‌گذاری اثر گذارد. زمانی که مدیران اطلاعات بیشتری راجع به ارزش دارایی‌های شرکت و پروژه‌های سرمایه‌گذاری نسبت به افراد خارج از شرکت داشته باشند، انتخاب‌های متناقض (ناسازگار) و خطر اخلاقی، می‌تواند دسترسی شرکت به منابع خارجی را محدود کند [۲۷]. این محدودیت می‌تواند موجب رقابت بین پروژه‌های سرمایه‌گذاری و سود سهام برای دستیابی به سرمایه‌های داخلی شود و شرکت‌هایی که منابع مالی محدودی دارند باید بین حمایت از سرمایه‌گذاری‌ها و پرداخت سود سهام یکی را انتخاب کنند. یافته‌های مطالعات اخیر نشان می‌دهد پرداخت سود سهام (توزیع

سود) اثر منفی و یا محدودکننده‌ای بر سرمایه‌گذاری‌ها دارد. براو و همکاران (۲۰۰۵) نشان دادند هدف بسیاری از مدیران حفظ (نگاهداشت) سطحی از سود سهام است و آن‌ها به منظور حفظ سطح سود سهام خود حتی حاضر به چشم‌پوشی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش هستند [۱۲]. مطابق با نتایج براو و همکاران (۲۰۰۵) و دانیل و همکاران (۲۰۱۰) شرکت‌هایی که با کاهش در وجه نقد مواجه هستند، برای حفظ سطح سود سهام، سرمایه‌گذاری‌های خود را به زیر سطح مورد انتظار کاهش می‌دهند [۱۶]. همچنین ممکن است سرمایه‌گذاری‌های خود را به منظور افزایش سود سهام، کاهش دهند. مطابق با نظریه نمایندگی فرض بر این است که گزارشگری مالی نقش مهمی در کاهش اثر منفی و یا محدودکنندگی سود سهام بر سرمایه‌گذاری‌ها بازی می‌کند. کیفیت بالای گزارشگری مالی با فراهم کردن اطلاعات بیشتر در خصوص ارزش پروژه‌های شرکت، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد [۱۳]. علاوه بر این، کیفیت گزارشگری مالی، مشکل خطر اخلاقی را کاهش می‌دهد [۲۰]؛ بنابراین شرکت‌های با کیفیت بالای گزارشگری مالی، دسترسی بهتری به منابع مالی خارج از شرکت دارند و برای پرداخت سود سهام به احتمال کمتری از پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ارزش چشم‌پوشی می‌کنند [۲۲]. می‌توان فرض کرد که کیفیت بالای گزارشگری، تأثیر منفی سود سهام بر سرمایه‌گذاری‌ها را کاهش می‌دهد. سود تقسیمی عاملی اثرگذار بر سرمایه‌گذاری‌های پیش روی شرکت‌ها است. هرچه سود بیشتری تقسیم گردد، منابع داخلی شرکت به منظور اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری کمتر خواهد بود و نیاز به تأمین مالی خارج از شرکت بیشتر می‌شود. این عامل می‌تواند بر قیمت آینده سهام مؤثر

گزارشگری مالی در بین شرکت‌های با کاهش سود سهام نسبت به شرکت‌های با افزایش سود سهام، قوی‌تر باشد. این پژوهش مرتبط اما متمایز از مطالعات قبلی مربوط به بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر سرمایه‌گذاری‌ها است [۱۱، ۴، ۹]. مطالعات فوق به بررسی این موضوع می‌پردازد که آیا کیفیت بالای گزارشگری مالی، بازده سرمایه‌گذاری‌ها را افزایش می‌دهد؟ در واقع جنبه سیاست تقسیم سود را در نظر نمی‌گیرند. در مقابل، میلر و مودیلیانی (۱۹۸۵) تئوری بی‌ارتباطی سود سهام را بیان کردند و تمرکز آن‌ها بر نحوه تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر تعامل بین دو تصمیم عمده شرکت در مورد سیاست تقسیم سود و سرمایه‌گذاری‌ها است. حال این پژوهش درصدد آن است که نشان دهد گزارشگری مالی با کیفیت اثر محدودکنندگی سیاست تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. با توجه به مطالب ذکر شده این سؤالات در ذهن ایجاد می‌گردد که کیفیت گزارشگری مالی بالاتر، تأثیر منفی سود قابل توزیع را بر روی سرمایه‌گذاری شرکت کاهش می‌دهد؟ در صورت تأثیر پیش‌بینی شده توسط فرضیه اول، آیا این تأثیر در شرکت‌هایی که نسبت بیشتری از ارزش شرکت وابسته به فرصت‌های رشد است، قوی‌تر است؟ آیا کیفیت گزارشگری مالی اثر محدودکنندگی سود سهام بر سرمایه‌گذاری‌ها را کاهش می‌دهد؟

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در مکتب بازارهای کامل، عقیده بر این است که سیاست پرداخت سود سهام شرکت‌ها اساساً نامربوط و بدون اهمیت است. پیروان مکتب مزبور استدلال می‌کنند که هزینه تأمین مالی از منابع داخلی و خارجی (انتشار سهام) یکسان است و بنابراین میزان و نوع

باشد. از طرف دیگر سهامداران خواهان تقسیم سود نقدی هستند [۲۸]. بنابراین مدیران، با هدف حداکثر سازی ثروت سهامداران همواره باید بین علایق سهامداران تعادل برقرار کنند تا هم فرصت‌های سودآور را از دست نداده باشند و هم سود نقدی را بپردازند [۵]. اثر منفی گزارشگری مالی با توجه به درجه وابستگی ارزش شرکت به فرصت‌های رشد متفاوت است. از آنجایی که جریان‌های وجه نقد آتی فرصت‌های رشد ذاتاً نامطمئن و غیرقابل قبول هستند، شرکت‌های با فرصت‌های رشد بیشتر احتمالاً با عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری بین مدیران و سرمایه‌گذاران نسبت به ارزش شرکت مواجه می‌شوند [۳۱]. بنابراین فرض می‌شود در شرکت‌هایی که نسبت بیشتری از ارزش آن‌ها قابل انتساب به فرصت‌های رشد است، نقش بالقوه کیفیت گزارشگری مالی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر است، که به نوبه خود اثر منفی سود تقسیمی بر سرمایه‌گذاری‌ها را کاهش می‌دهد. با توجه به نتایج براو و همکاران (۲۰۰۵) شرکت‌ها حاضر به چشم‌پوشی از پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ارزش به منظور حفظ سود سهام هستند، اما به احتمال کمتری از سرمایه‌گذاری‌های با ارزش به منظور سود تقسیمی چشم‌پوشی می‌کنند. این نشان می‌دهد شرکت‌هایی که کاهش (افزایش) در سود سهام داشته‌اند به احتمال بیشتری (کمتری) محدودیت مالی داشته‌اند و مجبور به چشم‌پوشی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری شده‌اند. بنابراین می‌توان انتظار داشت تأثیر منفی سود سهام بر سرمایه‌گذاری‌ها در بین شرکت‌های با کاهش سود سهام نسبت به شرکت‌هایی که افزایش سود تقسیمی داشته‌اند، قوی باشد. اگر گزارشگری مالی با کیفیت بالا اثر منفی سود سهام بر سرمایه‌گذاری‌ها را کاهش دهد، می‌توان انتظار داشت که این اثر کاهش‌دهنده کیفیت

سرمایه‌گذاری‌های واحد انتفاعی به منبع تأمین مالی مربوط بستگی ندارد. در هر یک از دوره‌های مالی، واحد انتفاعی می‌تواند سیاست مناسب پرداخت سود سهام را انتخاب و هرگونه وجه لازم مازاد بر منابع داخلی را از طریق انتشار جدید بدهی تأمین کند [۸].

اصل جدایی فاما و میلر پیش‌بینی مهمی در مورد نظریه نامربوط بودن سود فراهم می‌کند. بدین معنی سیاست تقسیم سود نباید بر سرمایه‌گذاری تأثیرگذار باشد. ادبیات تجربی گسترده‌ای نظریه نامربوط بودن سود تقسیم‌شده را آزمون می‌کند این ادبیات را می‌توان به دوشاخه بررسی واکنش قیمت سهام به اعلان سود و بررسی تأثیر سیاست تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری‌ها تقسیم کرد که در این بخش به‌طور خلاصه مطالعات پیرامون دوشاخه فوق بیان می‌شود. گروه اول شواهدی درباره نظریه نامربوط بودن سود تقسیم‌شده از طریق واکنش قیمت سهام به اعلان سود را فراهم می‌کنند. شواهدی در این مورد وجود دارد که قیمت سهام واکنش مثبت (منفی) نسبت به افزایش (کاهش) سود سهام نشان می‌دهد. آگاهی از علت واکنش قیمت سهام مشکل است. در واقع تعیین سازگاری و یا ناسازگاری واکنش مشاهده‌شده قیمت سهام به اعلان سود با نظریه بی‌ارتباطی سود سهام، دشوار است. علت اصلی عکس‌العمل قیمت سهام به اعلان سود قابل توزیع فرضیه علامت‌دهی بر اساس عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه‌گذاران است. مدیران از سود سهام به عنوان یک علامت پرهزینه برای انتقال اطلاعات خصوصی خود در مورد چشم‌انداز آتی شرکت استفاده می‌کنند [۲۶]. بر اساس این فرضیه، تغییرات سود قابل توزیع نقش کم‌رنگی بر گردش وجه نقد اطلاعات بازی می‌کند، یعنی تغییرات سود سهام منجر به تغییرات قیمت سهام از طریق اطلاع‌رسانی درباره

سرمایه‌گذاری‌ها و درآمدهای آتی می‌شود، اما تغییرات سود سهام (سود قابل توزیع) بر ارزش شرکت هیچ تأثیری ندارد. دلیل دیگر واکنش قیمت سهام به اعلان سود، نظریه جریان وجه نقد آزاد بر اساس تضاد نمایندگی بین مدیران و سرمایه‌گذاران است [۲۱]. بر اساس این نظریه سود تقسیمی می‌تواند مشکلات سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد مدیریت از طریق کاهش وجه نقد آزاد موجود در دسترس مدیریت را کاهش دهد؛ بنابراین نظریه جریان وجه نقد آزاد نشان می‌دهد سیاست تقسیم سود اثر واقعی بر سرمایه‌گذاری‌ها و جریان‌های نقدی شرکت دارد که با نظریه بی‌ارتباطی سود تقسیمی متناقض است. تغییرات سود قابل توزیع تقریباً همیشه مجموعه اطلاعات سرمایه‌گذاری درباره سودهای آتی شرکت را تغییر می‌دهد و اطلاعات سودبخش جدایی‌ناپذیری از عملیات شرکت است و بنابراین بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد [۲۲]. مطالعات زیادی بررسی کردند که آیا واکنش قیمت به تغییرات سود سهام می‌تواند هم‌زمان با اعلان سود استنتاج شود. درحالی‌که پنمن (۱۹۸۳) نشان می‌دهد تغییرات سود قابل توزیع حاوی اطلاعات اندکی بعد از کنترل پیش‌بینی‌های مدیریت در مورد سود است [۲۸]. کین و همکاران (۱۹۸۴) نشان دادند تغییرات سود سهام، اطلاعاتی مازاد بر درآمد را هنگام اعلان هم‌زمان این دو منتقل می‌کنند. در برخی از مطالعات تمایز بین نظریه‌های رقابت برای واکنش قیمت به تغییرات سود سهام به‌وسیله بررسی اینکه چگونه واکنش قیمت متفاوت از سودآوری مورد انتظار سرمایه‌گذاری آتی است را نشان می‌دهد [۲۳]. لانگ و لیتزبرگ (۱۹۸۹) بر این باورند واکنش قیمت به تغییرات سود سهام (سود قابل توزیع) برای شرکت‌هایی که انتظار سودآوری آتی سرمایه‌گذاری‌های آن‌ها پایین‌تر است، بیشتر است.

سرمایه‌گذاری‌های واحد انتفاعی به منبع تأمین مالی مربوط بستگی ندارد. در هر یک از دوره‌های مالی، واحد انتفاعی می‌تواند سیاست مناسب پرداخت سود سهام را انتخاب و هرگونه وجه لازم مازاد بر منابع داخلی را از طریق انتشار جدید بدهی تأمین کند [۸].

اصل جدایی فاما و میلر پیش‌بینی مهمی در مورد نظریه نامربوط بودن سود فراهم می‌کند. بدین معنی سیاست تقسیم سود نباید بر سرمایه‌گذاری تأثیرگذار باشد. ادبیات تجربی گسترده‌ای نظریه نامربوط بودن سود تقسیم‌شده را آزمون می‌کند این ادبیات را می‌توان به دوشاخه بررسی واکنش قیمت سهام به اعلان سود و بررسی تأثیر سیاست تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری‌ها تقسیم کرد که در این بخش به‌طور خلاصه مطالعات پیرامون دوشاخه فوق بیان می‌شود. گروه اول شواهدی درباره نظریه نامربوط بودن سود تقسیم‌شده از طریق واکنش قیمت سهام به اعلان سود را فراهم می‌کنند. شواهدی در این مورد وجود دارد که قیمت سهام واکنش مثبت (منفی) نسبت به افزایش (کاهش) سود سهام نشان می‌دهد. آگاهی از علت واکنش قیمت سهام مشکل است. در واقع تعیین سازگاری و یا ناسازگاری واکنش مشاهده‌شده قیمت سهام به اعلان سود با نظریه بی‌ارتباطی سود سهام، دشوار است. علت اصلی عکس‌العمل قیمت سهام به اعلان سود قابل توزیع فرضیه علامت‌دهی بر اساس عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه‌گذاران است. مدیران از سود سهام به عنوان یک علامت پرهزینه برای انتقال اطلاعات خصوصی خود در مورد چشم‌انداز آتی شرکت استفاده می‌کنند [۲۶]. بر اساس این فرضیه، تغییرات سود قابل توزیع نقش کم‌رنگی بر گردش وجه نقد اطلاعات بازی می‌کند، یعنی تغییرات سود سهام منجر به تغییرات قیمت سهام از طریق اطلاع‌رسانی درباره

هدف حفظ سطح سود سهام به‌عنوان یک هدف تقریباً غیرواقعی است [۲۸]. مطالعات نشان می‌دهد مدیران حاضر به چشم‌پوشی از برخی فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش به‌منظور پرداخت سود سهام هستند [۲۲]. دانیل و همکاران (۲۰۱۰) شواهدی سازگار با مطالعات براو و همکاران (۲۰۰۵) فراهم کردند. دانیل و همکاران (۲۰۱۰) به بررسی این موضوع پرداختند که آیا شرکت‌هایی که سود سهام خود را کاهش می‌دهند، سرمایه‌گذاری خود را کاهش می‌دهند و یا جذب سرمایه از خارج از شرکت را افزایش می‌دهند؟ طبق یافته‌های آن‌ها هنگامی مدیران با کمبود وجه نقد مواجه هستند و رسیدن به سطح انتظارات در مورد سود سهام دشوار می‌شود، تعداد بسیار کمی از شرکت‌ها (حدود ۶۰ درصد) سود سهام خود را کاهش می‌دهند [۱۶]. به‌طور کلی بررسی مطالعات اخیر نشان می‌دهد سود سهام اثر علامت‌دهی منفی بر سرمایه‌گذاری‌ها دارد که منجر به مشکلات سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌شود [۱۴]. پاکیزه و بشیری جویباری (۱۳۹۲) نشان می‌دهند ارزشیابی بیش از واقع شرکت‌ها در بازار سرمایه منجر به افزایش سرمایه‌گذاری و ارزشیابی کمتر از واقع منجر به کاهش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌شود. بر این اساس، می‌توان به محتوای اطلاعاتی ارزش بازار سهام شرکت‌ها پی برد [۲]. انوری‌رستمی و همکاران (۱۳۹۲) نشان می‌دهند با افزایش حجم تقاضا در یک بازار و افزایش رقابت، تقسیم سود شرکت افزایش می‌یابد [۱]. جنسن و مک‌لینگ (۲۰۰۵) بر این باورند که مدیران احتمال دارند به خاطر حداکثر کردن منافع خود، اقدام به سرمایه‌گذاری کمتر از حد مطلوب نمایند. سرمایه‌گذاران با پیش‌بینی این اختلاف اطلاعاتی، به‌طور معقولانه با سهمیه‌بندی سرمایه و یا کاهش قیمت سهم منتشره شرکت به این

نتایج آن‌ها از نظریه جریان وجه نقد آزاد حمایت می‌کند اما با نظریه علامت‌دهی تقسیم سود ناسازگار است [۲۴]. دنیس و همکاران (۱۹۹۴) پی بردند واکنش قیمت به اعلان سود سهام توسط مقدار تغییرات سود سهام مشخص می‌شود؛ اما با انتظار سودآوری سرمایه‌گذاری‌های آتی شرکت غیر مرتبط است. آن‌ها نتیجه گرفتند شواهدشان از نظریه علامت‌دهی سود سهام حمایت می‌کند، اما مطابق با نظریه جریان وجه نقد آزاد نیست [۱۸]. به‌طور کلی با توجه به اینکه تأثیر واقعی و خالص اطلاعات بر سود قابل توزیع مبهم است، عکس‌العمل قیمت به اعلام سود سهام مؤید و یا متناقض با نظریه نامربوط بودن سود تقسیم‌شده، نامعلوم است [۱۵]. مطالعات دیگری شواهدی مبنی بر نظریه بی‌ارتباطی سود قابل توزیع را از طریق آزمون اصل جدایی (ادعا می‌کند که سرمایه‌گذاری مستقل از تصمیمات سود سهام است) فراهم می‌کند. مطالعات اولیه که ارتباط بین سرمایه‌گذاری و سود قابل توزیع را آزمون می‌کنند؛ شواهد متفاوتی را فراهم می‌کنند. در حالی برخی از مطالعات، نتوانسته‌اند نظریه استقلال سرمایه‌گذاری از تصمیمات سود سهام را رد کنند و شواهدی مبنی بر حمایت از اصل جدایی را فراهم می‌نمایند [۳۰]. مطالعات دیگر بر تأثیر علامت‌دهی منفی سود قابل توزیع بر سرمایه‌گذاری تأکید دارند (متناقض با اصل جدایی) [۹]. مطالعات اخیر، شواهدی دال بر تأثیر علامت‌دهی منفی سیاست تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری که موجب کسری در سرمایه‌گذاری می‌شود را فراهم می‌کند. براو و همکاران (۲۰۰۵)، نظر ۳۸۴ نفر از مدیران مالی را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند تصمیمات سود سهام، می‌تواند تأثیر منفی بر سود سهام داشته باشد [۱۲]. لیتر و همکاران (۲۰۱۳) معتقدند مدیران به کاهش سود سهام تمایلی ندارند و

مالی بالاتر نسبت به شرکت‌های با کیفیت گزارشگری مالی پایین‌تر، کمتر است.

مطالعات اسمیت و واتس (۱۹۹۲) نشان می‌دهد از آنجایی جریان‌های وجه نقد آتی فرصت‌های رشد ذاتاً نامطمئن و غیرقابل تأیید هستند. شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا احتمالاً با عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری بین مدیران و سرمایه‌گذاران نسبت به ارزش شرکت مواجه می‌شوند. این شرکت‌ها احتمالاً به علت سهمیه‌بندی سرمایه و یا هزینه تأمین مالی بالاتر، در دسترسی به منابع مالی خارجی محدودیت دارند [۳۱]. کیفیت بالای گزارشگری مالی عدم تقارن اطلاعاتی را از طریق فراهم کردن اطلاعات دقیق‌تر در مورد جریان وجه نقد آتی پروژه‌های سرمایه‌گذاری، تسهیل قراردادهای کارآمد و افزایش توانایی نظارت مؤثر سرمایه‌گذاران بر مدیران در سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد؛ بنابراین در شرکت‌هایی که نسبت بیشتری از ارزش شرکت به فرصت‌های رشد وابسته است، کیفیت گزارشگری مالی نقش بیشتری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی داراست.

با توجه به آنچه در فوق مطرح شد، فرضیه دوم این پژوهش در شرایطی که اثر محدودکننده توزیع سود در فرضیه اول تأیید شود، به شرح ذیل تبیین می‌شود:

فرضیه دوم: اثر محدودکننده توزیع سود بر سرمایه‌گذاری‌ها در شرکت‌هایی که نسبت بیشتری از ارزش شرکت وابسته به فرصت‌های رشد است، قوی‌تر است.

روش پژوهش

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌هایی است حداقل از ابتدای سال ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۲ در آن حضور

عدم تقارن اطلاعاتی پاسخ می‌دهند که باعث محدودیت دسترسی به منابع مالی خارجی و یا هزینه بالاتر تأمین مالی می‌شود [۲۸]. محدودیت در دسترسی به منابع مالی خارجی منجر به رقابت برای منابع مالی محدود داخلی می‌شود. رقابت بین سرمایه‌گذاری‌ها و سود قابل توزیع باعث شده شرکت‌ها مجبور به انتخاب از بین پرداخت سود سهام و یا پیگیری پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ارزش شوند [۲۷]. طبق مطالعات پیشین، مدیران به کاهش سود سهام تمایلی ندارند، اما حاضر به چشم‌پوشی از برخی فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش به منظور پرداخت سود سهام هستند [۱۲، ۱۶]. همچنین مدیران ممکن است به منظور افزایش سود سهام از سرمایه‌گذاری صرف نظر کنند. در مجموع، سیاست تقسیم سود احتمالاً اثر محدودکننده بر سرمایه‌گذاری دارد که این اثر متناقض با اصل جدایی پیش‌بینی شده توسط نظریه بی‌ارتباطی سود سهام است [۲۸]. کیفیت گزارشگری مالی نقش مهمی در کاهش اثر محدودکننده سود قابل توزیع بر سرمایه‌گذاری‌ها دارد. کیفیت بالای گزارشگری مالی، اطلاعات دقیق‌تری در مورد جریان‌های وجه نقد آتی پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت منتقل می‌کند، بنابراین عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و ذینفعان را کاهش می‌دهد. کاهش عدم تقارن اطلاعاتی احتمال اینکه سرمایه‌گذاران سهام را به قیمت‌های پایینی خریداری نمایند، کاهش می‌دهد [۱۳]. همچنین هم‌زمان با افزایش کیفیت گزارشگری مالی دسترسی به منابع مالی خارجی افزایش می‌یابد [۱۹، ۱۰].

با توجه به آنچه در فوق مطرح شد، فرضیه اول این پژوهش به شرح ذیل تبیین می‌شود:

فرضیه اول: اثر محدودکننده توزیع سود بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با کیفیت گزارشگری

هموار کردن نوسان‌های موقتی در جریان‌های نقدی بهبود می‌بخشد و همانند آنچه در مطالعات دیچاو و دیچو (۲۰۰۲) و امسی نیکلز (۲۰۰۲) اندازه‌گیری شده است [۱۷؛ ۲۵]، در این پژوهش کیفیت اقلام تعهدی سرمایه در گردش به عنوان جانشین کیفیت گزارشگری مالی در نظر گرفته و اندازه‌گیری می‌شود. حال کیفیت اقلام تعهدی بر اساس مدل (۱) به شرح زیر محاسبه می‌شود:

مدل (۱)

$$ACC_{jt} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{jt-1} + \beta_2 CFO_{jt} + \beta_3 CFO_{jt+1} + \beta_4 \Delta REV_{jt} + \beta_5 PPE_{jt} + \varepsilon_{jt}$$

ACC_{jt} اقلام تعهدی، برای افزایش دقت در این پژوهش، مشابه دیچاو و دیچو (۲۰۰۲) و بیدل، هیلاری و وردی (۲۰۰۹) به جای استفاده از کل اقلام تعهدی، از اقلام تعهدی مربوط به سرمایه در گردش استفاده می‌شود [۴، ۱۷، ۱۱]. اقلام تعهدی سرمایه در گردش به صورت زیر محاسبه می‌شود.

CFO_{jt} جریان وجه نقد حاصل از عملیات شرکت. ΔREV_{jt} تغییر در درآمد شرکت. PPE_{jt} دارایی ثابت مشهود. در مدل فوق متغیرها، با استفاده از مجموع دارایی‌ها همگن می‌شوند. در مدل (۱) اقلام تعهدی سرمایه در گردش (ACC) می‌بایست با جریان‌های وجه نقد عملیاتی (CFO) دوره قبل، جاری و بعد توضیح داده شوند. مقادیر خطای (ε_{jt}) حاصل از رگرسیون، بدین معناست که اقلام تعهدی با شناسایی جریان‌های وجه نقد عملیاتی رابطه‌ای ندارد؛ بنابراین هر چه اندازه مقادیر خطای حاصل $|\varepsilon_{jt}|$ از این مدل کمتر باشد، کیفیت اقلام تعهدی و در نتیجه کیفیت گزارشگری مالی افزایش خواهد یافت [۲۸]. مقادیر خطاها، شاخصی جهت محاسبه کیفیت گزارشگری مالی محسوب می‌شود، به عبارت دیگر قرینه اندازه

داشته و همچنین ویژگی‌هایی از قبیل: قابلیت مقایسه پذیری (دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد)، طی سال‌های ۸۰ تا ۹۲ تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشد، جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گران مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ) نباشد، اطلاعات در دسترس بودن آن‌ها را دارا باشد. با مدنظر قرار دادن ویژگی‌های ذکرشده، جامعه آماری این پژوهش شامل ۷۲ شرکت (۹۳۶ سال - شرکت)، است. جهت جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و سایت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی بورس اوراق بهادار تهران و کدال استفاده شد. پس از جمع‌آوری اطلاعات، داده‌ها از طریق صفحات گسترده، طبقه‌بندی و محاسبه و با استفاده از بسته نرم‌افزارهای آماری Eviews نسخه ۷ و SPSS نسخه ۲۲ مورد پردازش قرار گرفت.

در این پژوهش، سرمایه‌گذاری به‌عنوان متغیر وابسته، کیفیت گزارشگری مالی و سود قابل توزیع (سود تقسیمی) به‌عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است، پژوهشگران در مطالعات خود از ویژگی‌های مختلف و نیز از متغیرهای گوناگونی برای ارزیابی کیفیت اطلاعات حسابداری استفاده کرده‌اند. در این پژوهش به تبعیت از وردی و بیدل (۲۰۰۶)، هیلاری و وردی (۲۰۰۹)، کیفیت گزارشگری، توان صورت‌های مالی در انتقال اطلاعات عملیات شرکت و به‌طور خاص پیش‌بینی جریان‌های نقدی مورد انتظار آن توسط سرمایه‌گذاران تعریف شده است [۳۲، ۱۱]. همانند بسیاری از مطالعات که از معیار کیفیت اقلام تعهدی برای اندازه‌گیری کیفیت اطلاعات حسابداری استفاده کرده‌اند، در این پژوهش نیز از این معیار استفاده شده است [۷، ۳۲، ۱۱]. کیفیت اقلام تعهدی مبتنی بر این ایده است که تعهدات، آگاهی‌دهندگی سود را با

مجموع دارایی‌های شرکت، Q توین فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت (فرصت‌های رشد) به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{ارزش بازار مجموع دارایی شرکت‌های توین } Q = \frac{\text{ارزش دفتری مجموع دارایی شرکت‌های}}{\text{ارزش دفتری مجموع دارایی شرکت‌های}}$$

در نسبت فوق ارزش بازار دارایی‌های شرکت برابر است با جمع ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها و ارزش بازار سهام عادی منهای ارزش دفتری سهام عادی.

Lev نسبت اهرمی شرکت

$$\text{Lev} = \frac{(\text{جمع حقوق صاحبان سهام} - \text{مجموع دارایی‌ها})}{\text{مجموع دارایی‌ها}}$$

متغیرهای کنترلی فوق برای کنترل عوامل اقتصادی تأثیرگذار بر سرمایه‌گذاری شرکت استفاده می‌شود. نظریه‌ها و مطالعات تجربی پیشین نشان دادند سرمایه‌گذاری با فرصت‌های رشد و وجه نقد رابطه مثبت و با اندازه شرکت و نسبت اهرمی رابطه منفی دارد [۲۹، ۱۱]. علاوه بر این برای کاهش محدودیت‌های ممکن در نتایج حاصل از پژوهش شامل عوامل درونی یا ویژگی‌های شرکت که با سرمایه‌گذاری‌ها و کیفیت گزارشگری مالی شرکت در رابطه است و به پیروی از پژوهش‌های قبلی، از انحراف معیار استاندارد جریان وجه نقد عملیاتی و نسبت جریان وجه نقد عملیاتی به فروش استفاده می‌شود [۱۱].

یافته‌های پژوهش

تخمین پارامترهای مدل (۱) برای محاسبه شاخص کیفیت گزارشگری مالی، در مرحله اول نشان می‌دهد متغیرهای جریان وجه نقد عملیاتی سال جاری (CFO) و تغییر در درآمد (ΔREV_{jt}) به لحاظ آماری معنادار نیستند؛ بنابراین در مرحله دوم این متغیرها از مدل حذف و مجدداً مدل ۱ برآورد گردید. جریان‌های وجه

مقادیر خطای بزرگ‌تر (کوچک‌تر)، کیفیت گزارشگری مالی بیشتر (کمتر) را منعکس می‌کنند. این امکان وجود دارد که عدم توضیح دهندگی اقلام تعهدی توسط جریان‌های وجه نقد عملیاتی سه سال متوالی، ناشی از نوع ساختار اقتصادی و نوع فعالیت واحد تجاری باشد. بنابراین ممکن است مقادیر خطا برای یک شرکت زیاد باشد، اما گزارش‌های مالی به صورت باثبات آن‌ها را گزارش کند. به عبارت دیگر، ممکن است مقادیر خطا بالا، اما نوسان‌های حاصل از گزارشگری آن کم باشد؛ بنابراین در این پژوهش، انحراف معیار استاندارد مقادیر خطا ضرب در منفی یک، به عنوان سطح کیفیت گزارشگری تعریف می‌شود؛ بدین معنا هر چه قرینه انحراف معیار مقادیر خطا (کوچک‌تر) باشد، سطح کیفیت گزارشگری مالی بیشتر (کمتر) است [۴]. جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل زیر استفاده می‌شود:

مدل (۲)

$$\begin{aligned} INV_{jt} = & \beta_0 + \beta_1 DIV_{jt} + \beta_2 DIV_{jt} * RQ_{jt-1} \\ & + \beta_3 RQ_{jt-1} \\ & + \sum \beta_i Controls_{jt-1} + \varepsilon_{jt} \end{aligned}$$

INV_{jt} متغیر وابسته بیانگر سرمایه‌گذاری‌های شرکت است. در این پژوهش به پیروی از مطالعات قبلی سرمایه‌گذاری عبارت از مجموع دارایی‌های ثابت مشهود و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت شرکت که از طریق مجموع دارایی‌های شرکت در پایان دوره همگن می‌شود [۲۹، ۱۱، ۴]. DIV_{jt} سود تقسیمی (سود سهام عادی)، RQ_{jt-1} کیفیت گزارشگری مالی که در این پژوهش از مدل دیچاو و دیچو (۲۰۰۲) برای تعیین میزان کیفیت گزارشگری مالی استفاده شده است [۱۷]. متغیرهای کنترلی مورد استفاده در مدل فوق عبارت‌اند از: Size اندازه شرکت که معادل لگاریتم مجموع دارایی‌های شرکت است، Cash نسبت وجه نقد به

شده جدول (۱)، مقادیر خطا برای هر سال - شرکت محاسبه و با ضرب نمودن منفی یک در مقادیر خطای منفی عملاً معیاری برای بررسی کیفیت گزارشگری مالی هر سال - شرکت تولید شد.

نقد عملیاتی سال قبل و دارایی ثابت مشهود هر میزان افزایش یابند، از مقدار ارقام تعهدی کاسته خواهد شد. جریان‌های وجه نقد عملیاتی سال بعد، با ارقام تعهدی رابطه مثبتی دارند. پس از تخمین مدل (۱)، با قرار دادن مقادیر واقعی برای هر سال - شرکت در مدل اصلاح

جدول (۱) نتایج حاصل از رگرسیون مدل ۱ پژوهش - کیفیت گزارشگری مالی

$$ACC_{jt} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{jt-1} + \beta_2 CFO_{jt} + \beta_3 CFO_{jt+1} + \beta_4 \Delta Rev_{jt} + \beta_5 PPE_{jt} + \varepsilon_{jt}$$

متغیرها و مقدار ثابت	β_0	CFO_{jt-1}	CFO_{jt}	CFO_{jt+1}	ΔRev_{jt}	PPE_{jt}
سطح معناداری	۰/۰۶	۰/۰۱۹	۰/۶۱۱	۰/۰۳۸	۰/۷۳۹	۰/۰۲۸
ضریب	-۰/۰۱۸	-۰/۱۰۳	۰/۰۲۶	۰/۱۴۱	-۰/۰۰۹	-۰/۰۶۶
برآورد مجدد مقادیر مدل ۱ - اصلاح شده						
سطح معناداری	۰/۰۰۷	۰/۰۴۷	حذف	۰/۰۵۲	حذف	۰/۰۲۴
ضریب	-۰/۰۱۷	-۰/۰۴۴	حذف	۰/۰۸۸	حذف	-۰/۰۶۲
آماره‌های مدل		ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	سطح معناداری	دوربین-واتسون
		۰/۷۵	۰/۶۸	۳/۴۸۶	۰/۰۰۰	۱/۳۷۷

شاخص‌های مرکزی نظیر مقدار حداقل، حداکثر، میانگین، میانه و همچنین، اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی، نظیر انحراف معیار است. مقایسه میانگین مشاهده‌ها با میانه آن‌ها و اختلاف اندک آن‌ها بیانگر نرمال بودن توزیع مشاهده‌ها است.

اطلاعات مربوط به آمار توصیفی پژوهش اعم از متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی، از داده‌های ۱۳ ساله شرکت‌ها گردآوری شده است. آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرها که در جدول (۲) ارائه شده بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزاست. این عوامل عمدتاً شامل اطلاعات مربوط به

جدول (۲) آمار توصیفی مدل نهایی پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	انحراف معیار	بیشترین	کمترین
سرمایه‌گذاری	I	۰/۹۵۱	۰/۰۳۸	۰/۲۰۵	۳/۶۸۹	۰/۰۰۰
کیفیت گزارشگری مالی	RQ	-۰/۰۲۲	-۰/۰۴۵	۰/۲۱۷	۲/۶۲۱	-۳/۰۰۷
سود تقسیمی	DIV	۰/۰۱۳	۰/۰۰۳	۰/۰۲۹	۰/۲۶۵	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	Size	۵/۴۳۱	۳/۳۸۵	۰/۵۲۴	۷/۳۴۱	۲/۱۳۶
نسبت اهرمی	LEV	۰/۷۷۶	۰/۷۵۸	۰/۲۸۶	۳/۲۸۵	۰/۱۱۸
فرصت رشد	Q توبین	۱/۴۳۸	۱/۲۳۲	۰/۸۲۲	۸/۱۳۷	-۶/۱۱۵
نسبت جریان وجه نقد عملیاتی به فروش	CFOP	۰/۱۷۷	۰/۱۰۵	۱/۵۹۷	۴۲/۵۲۵	-۱۴/۳۶۹
انحراف معیار جریان وجه نقد عملیاتی	STDCFO	۰/۳۵۹	۰/۲۰۹	۰/۴۱۸	۴/۴۹۲	۰/۰۰۳
وجه نقد	Cash	۰/۰۴۰	۰/۰۲۸	۰/۰۴۲	۰/۳۰۴	۰/۰۰۰۲

آزمون مدل مربوط به فرضیه‌های پژوهش استفاده می‌شود. فرضیه اول پژوهش بیان می‌کند که اثر منفی توزیع سود بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با کیفیت گزارشگری مالی بالاتر نسبت به شرکت‌های با کیفیت گزارشگری مالی پایین‌تر، کمتر است. این فرضیه در سطح داده‌های ترکیبی با استفاده از مدل (۲) آزمون گردید که نتایج آن در جدول (۳) منعکس شده است. پس از برازش مدل مربوط به آزمون فرضیه‌ها، سطح معناداری آماره $F(0/000)$ کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین رگرسیون در حالت کلی معنادار است. ضریب همبستگی رابطه متقابل بین سود تقسیمی و کیفیت گزارشگری مالی $(DIV_{jt} * RQ_{jt-1})$ مثبت (۲/۸۱۸) و سطح معناداری (۰/۰۴۸) کمتر از ۰/۰۵ است. نتایج نشان می‌دهد اثر سود تقسیمی بر سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی که کیفیت گزارشگری مالی بالاتری دارند، منفی و فرضیه تأیید می‌شود. همچنین با توجه به یافته‌های جدول (۳)، سطح معناداری مربوط به متغیرهای سود تقسیمی، اندازه شرکت و انحراف معیار استاندارد وجه نقد عملیاتی کمتر از ۰/۰۵ بوده که نشان‌دهنده معناداری متغیرهای فوق است. مقدار آماره دوربین واتسون معادل ۱/۶۶۷ است که نشان می‌دهد همبستگی بین مانده‌های متوالی وجود ندارد. ضریب تعیین تعدیل شده معادل ۰/۷۷۱ است، بدین معنی که متغیرهای مستقل تقریباً ۷۷ درصد متغیر وابسته را توضیح می‌دهند.

در بین این متغیرها، میانگین کیفیت گزارشگری مالی (۰/۰۲-) منفی است و از انحراف معیار بالایی برخوردار است، ولی در مقایسه با سایر متغیرها کمتر و میانه آن (۰/۰۴۵-) به میانگین نزدیک است. دلیل این موضوع، کم بودن انحراف معیار متغیرهایی (همچون ارقام تعهدی، جریان نقد عملیاتی دوره قبل، جاری و دوره بعد) است، که کیفیت گزارشگری مالی با استفاده از این متغیرها به دست می‌آیند. میانگین (انحراف معیار) سود تقسیمی شرکت‌های نمونه معادل ۰/۰۱۳ (۰/۰۰۳) است. این حاکی از پرداخت کمتر سود سهام توسط شرکت‌های نمونه است. میانگین (انحراف معیار) نسبت اهرمی نیز معادل ۰/۷۷۶ (۰/۷۵۸) است، این نشان می‌دهد به طور متوسط معادل ۷۷ درصد ساختار دارایی‌های شرکت‌های مورد مطالعه از بدهی تشکیل شده است. میانگین (انحراف معیار) وجه نقد معادل ۰/۰۴ (۰/۰۲۷) است؛ یعنی به طور متوسط ۴ درصد از دارایی‌های جاری شرکت‌های مورد مطالعه شامل وجه نقد است. جهت انتخاب مدل مناسب برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، ابتدا آزمون چاو (F لیمر) انجام گرفته است. با توجه به اینکه سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ (۰/۰۰۰) است، روش داده‌های تابلویی (اثرات ثابت) تأیید می‌شود. حال با توجه به اینکه روش داده‌های تابلویی پذیرفته شد، آزمون هاسمن جهت انتخاب بین روش اثرات ثابت و تصادفی به کار می‌رود. سطح معناداری آزمون هاسمن بیشتر از ۰/۰۵ (۰/۹۹۷) شده، بنابراین روش اثرات تصادفی برای

جدول (۳) نتایج حاصل از رگرسیون مدل ۲ فرضیه اول پژوهش

$INV_{jt} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{jt} + \beta_2 DIV_{jt} * RQ_{jt-1} + \beta_3 RQ_{jt-1} + \sum \beta_i Controls_{jt-1} + \varepsilon_{jt}$			
متغیرها و مقدار ثابت	ضریب	سطح معناداری	آماره‌های مدل
β_0	۰/۲۳۴	۰/۰۲۷	۰/۸۴۶=ضریب تعیین
DIV	-۱/۴۵۰	۰/۰۲۶	
DIV*RQ	۲/۸۱۸	۰/۰۴۸	۰/۷۷۱=ضریب تعیین تعدیل شده
RQ	-۰/۰۳۲	۰/۳۷۹	
LEV	۰/۰۱۴	۰/۵۸۴	F آماره = ۱۱/۲۴۰
Qتوین	-۰/۰۱۰	۰/۲۳۲	
Size	-۰/۰۳۲	۰/۰۴۴	۰/۰۰۰=سطح معناداری
CFOP	۰/۰۳۳	۰/۲۴۱	
STDCFO	۰/۰۳۱	۰/۰۰۲	۱/۶۶۷=دوربین - واتسون
Cash	-۰/۰۶۷	۰/۵۸۰	

اطمینان ۹۵ درصد معنادار بوده، بنابراین رگرسیون در حالت کلی معنادار است. ضریب همبستگی رابطه متقابل بین سود تقسیمی و کیفیت گزارشگری مالی ($DIV_{jt} * RQ_{jt-1}$) مثبت (۱/۱۸۶) و ضریب معناداری (۰/۷۵۰) بیشتر از ۰/۰۵ است. در گروه شرکت‌های با فرصت رشد پایین مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار (۰/۰۰۴) بوده، رگرسیون در حالت کلی معنادار است. ضریب همبستگی رابطه متقابل بین سود تقسیمی و کیفیت گزارشگری مالی ($DIV_{jt} * RQ_{jt-1}$) مثبت (۳/۵۰۲)، و ضریب معناداری (۰/۵۷۰) بیشتر از ۰/۰۵ است. با توجه به نتایج در هر دو گروه و معنادار نبودن رابطه متقابل بین سود تقسیمی و کیفیت گزارشگری مالی، فرضیه دوم پذیرفته نمی‌شود. بنابراین اثر محدود کننده توزیع سود بر سرمایه گذاری‌ها در شرکت‌هایی که نسبت بیشتری از ارزش شرکت وابسته به فرصت‌های رشد است، در مقابل شرکت‌هایی که نسبت کمتری از ارزش شرکت وابسته به فرصت‌های رشد است، یکسان است.

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌کند تأثیر منفی توزیع سود بر سرمایه گذاری‌ها در شرکت‌هایی که نسبت بیشتری از ارزش شرکت وابسته به فرصت‌های رشد است، قوی‌تر است. در این فرضیه نقش کیفیت بالای گزارشگری مالی در کاهش آثار منفی سود قابل توزیع بر سرمایه گذاری در شرکت‌هایی که نسبت بیشتری از ارزش شرکت به فرصت‌های رشد وابسته است، بیشتر است. برای اندازه‌گیری ارزش وابسته شرکت به فرصت‌های رشد، از معیار Q توین استفاده شده است. برای آزمون فرضیه، شرکت‌ها را برای هر سال به دو گروه «فرصت رشد بالا» و «فرصت رشد پایین» طبقه‌بندی کرده بدین صورت، شرکت‌هایی که مقدار Q توین از میانه در همان سال بالاتر باشد در گروه شرکت‌های با فرصت رشد بالا و اگر از میانه کمتر باشد در گروه شرکت‌های با فرصت رشد پایین قرار می‌گیرد. در مرحله بعد با استفاده از مدل (۲) هر گروه جداگانه آزمون می‌شود. با توجه به نتایج جدول (۴)، در گروه شرکت‌های با فرصت رشد بالا مدل در سطح

جدول (۴) نتایج حاصل از رگرسیون مدل ۲- فرضیه دوم پژوهش

$$INV_{jt} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{jt} + \beta_2 DIV_{jt} * RQ_{jt-1} + \beta_3 RQ_{jt-1} + \sum \beta_i Controls_{jt-1} + \varepsilon_{jt}$$

گروه دوم: شرکت‌های با فرصت رشد پایین		گروه اول: شرکت‌های با فرصت رشد بالا		متغیرها و مقدار ثابت
ضریب	سطح معناداری	ضریب	سطح معناداری	
۰/۱۸۸	۰/۲۵۸	۰/۰۶۵	-۰/۵۰۲	β_0
۰/۵۱۹	-۰/۳۸۴	۰/۵۵۱	۰/۳۷۶	DIV
۰/۵۷۰	۳/۵۰۲	۰/۷۵۰	۱/۱۸۶	DIV*RQ
۰/۸۲۱	۰/۰۲۲	۰/۴۱۴	۰/۰۸۳	RQ
۰/۰۸۱	-۰/۱۱۸	۰/۲۸۶	۰/۰۴۶	LEV
۰/۰۱۰	-۰/۱۹۵	۰/۰۳۶	-۰/۰۱۴	Q توبین
۰/۰۸۷	۰/۰۰۵	۰/۰۲۰	۰/۱۱۱	Size
۰/۴۹۰	-۰/۰۴۲	۰/۵۹۰	۰/۰۰۷	CFOP
۰/۴۲۳	۰/۰۳۴	۰/۷۴۹	-۰/۰۱۶	STDCFO
۰/۷۱۷	-۰/۱۰۲	۰/۹۵۳	۰/۰۱۹	Cash
آماره‌های مدل				
گروه دوم: شرکت‌های با فرصت رشد پایین		گروه اول: شرکت‌های با فرصت رشد بالا		
۰/۵۶۴		۰/۲۱۲		ضریب تعیین
۰/۲۶۹		۰/۱۲۵		ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۹۱۵		۱/۶۴۰		آماره F
۰/۰۰۴		۰/۰۰۵		سطح معناداری
۲/۲۵۱		۲/۱۱۵		دوربین - واتسون

فرصت رشد پایین یکسان است، این نتیجه با مطالعه فوق سازگار نیست. علت این ناسازگاری وجود قیمت‌های بازار در محاسبه فرصت‌های رشد (معیار Q توبین) بوده است؛ زیرا قیمت بازار اثرپذیری زیادی از رخدادهای سیاسی و اقتصادی به‌ویژه در چند سال اخیر داشته که باعث شده این معیار به گونه‌ای مخدوش شود. همچنین نتایج این پژوهش با نتایج مطالعات صورت گرفته در مورد رابطه مثبت بین کیفیت گزارشگری مالی و سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، با پژوهش‌های بوشمن و اسمیت (۲۰۰۱)، فرانسیس و همکاران

نتایج این پژوهش با مطالعه صورت گرفته توسط گگودا و همکاران (۲۰۱۳) در مورد فرضیه اول پژوهش سازگار است؛ یعنی آنان کاهش اثر محدودکننده سود تقسیمی بر روی سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها در شرایطی کیفیت گزارشگری مالی بالا باشد را تأیید می‌کنند [۲۸]. در مورد فرضیه دوم پژوهش، آنان عقیده دارند در شرکت‌های با فرصت رشد بالا اثر محدودکننده بیشتر است در حالی که در این پژوهش اثر محدودکننده سود تقسیمی بر سرمایه‌گذاری بین شرکت‌های با فرصت رشد بالا و

تضاد منافع بین سرمایه گذاری های شرکت و تصمیم های مربوط به توزیع سود را مهم ارزیابی می کند. استاندارد گذاران می توانند از نتایج این پژوهش در ارزیابی های خود در جهت تدوین استانداردهای حسابداری آتی استفاده کنند. همچنین با توجه به نتایج این پژوهش، مبنی بر نقش کیفیت اطلاعات حسابداری در کاهش مسائلی مانند عدم تقارن اطلاعات و تضادهای نمایندگی، تلاش هایی را در جهت ارائه رهنمودها و نیز توصیه هایی در جهت کاربرد بهتر و دقیق تر استاندارد های منتشر شده انجام دهند و از این طریق، به تهیه کنندگان اطلاعات حسابداری در تهیه هر چه بهتر و با کیفیت تر اطلاعات کمک نمایند. با توجه به اینکه کیفیت گزارشگری مالی در این پژوهش مبتنی بر ارقام صورت های مالی است، مطالعات آتی می توانند اثر کیفیت متن گزارشگری مالی شامل خوانایی متون گزارشگری یا زبان صریح را که در حال حاضر مورد تأکید مراجع بزرگ نظارت بازارهای سرمایه است، بررسی نمایند.

منابع

- [۱] انوری رستمی، ع؛ اعتمادی، ح، و موحد مجد، م. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر ساختارهای رقابتی بازار محصول بر سیاست های تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۲(۲)، ۱-۱۸.
- [۲] پاکیزه، ک، و بشیری جویباری، م. (۱۳۹۲). تأثیر ارزشیابی نادرست بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۱(۳)، ۸۱-۹۸.
- [۳] بخش شمس اله، ش، و خوانساری، ز. (۱۳۸۴). کاربرد Eviews در اقتصادسنجی. تهران: پژوهشکده انتشارات امور اقتصادی.

(۲۰۰۴)، چان و همکاران (۲۰۱۱) هم جهت و سازگار است [۱۳، ۱۹، ۱۴].

نتیجه گیری و پیشنهادها

هدف این پژوهش بررسی نقش کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثر محدود کننده سیاست تقسیم سود بر سرمایه گذاری است. میلر و مودیلیانی (۱۹۸۵) معتقدند که در بازارهای کامل، سیاست تقسیم سود نباید بر سرمایه گذاری تأثیرگذار باشد. از طرف دیگر مطابق با شواهد موجود، در بازارهای ناکامل، سیاست تقسیم سود می تواند بر سرمایه گذاری اثر گذارد. وقتی که مدیران اطلاعات بیشتری راجع به ارزش دارایی های شرکت و پروژه های سرمایه گذاری نسبت به افراد خارج از شرکت داشته باشند، انتخاب های متناقض (ناسازگار) و خطر اخلاقی، می تواند دسترسی شرکت به منابع خارجی را محدود کند [۲۸]. لیتنر و همکاران (۲۰۱۳) معتقدند مدیران به کاهش سود سهام تمایلی ندارند و هدف حفظ سطح سود سهام به عنوان یک هدف تقریباً غیر واقعی است [۲۸]. مطالعات نشان می دهد مدیران حاضر به چشم پوشی از برخی فرصت های سرمایه گذاری با ارزش به منظور پرداخت سود سهام هستند. کیفیت بالای گزارشگری مالی، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران را کاهش می دهد؛ نتیجه پژوهش حاکی از این است که کیفیت بالای گزارشگری مالی اثر منفی سیاست تقسیم سود را بر سرمایه گذاری، کاهش می دهد. این یافته ها می تواند موجب ترغیب تهیه کنندگان اطلاعات حسابداری به ارائه اطلاعات با کیفیت تر جهت پاسخگویی مناسب به نیازهای جامعه خود از یکدیگر سو شود و همچنین به درک نقش گزارشگری مالی در تصمیم های شرکت کمک می کند و نقش گزارشگری مالی را در کاهش

- private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86(4), 1255-1288.
- [15] Costello, A. M. (2014). The impact of financial reporting quality on debt contracting: Evidence from internal control weakness reports. *Journal of Accounting Research*, 49(1), 97-136.
- [16] Daniel, N. D., Denis, D. J., and Naveen, L. (2010). Sources of financial flexibility: Evidence from cash flow shortfalls. *Unpublished Working Paper, Drexel University, Purdue University and Temple University*.
- [17] Dechow, P. M., and Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77(s-1), 35-59.
- [18] Denis, D. J., Denis, D. K., and Sarin, A. (1994). The information content of dividend changes: Cash flow signaling, overinvestment, and dividend clienteles. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(04), 567-587.
- [19] Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., and Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967-1010.
- [20] Healy, P. M., and Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and Economics*, 31(1), 405-440.
- [21] Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 323-329.
- [22] Jung, B., Lee, W. J., and Weber, D. P. (2014). Financial reporting quality and labor investment efficiency. *Contemporary Accounting Research*.
- [23] Kane, A., Lee, Y. K., and Marcus, A. (1984). Earnings and dividend announcements: is there a corroboration effect? *The Journal of Finance*, 39(4), 1091-1099.
- [۴] مدرس، ا.، و حصارزاده، ر. (۱۳۸۷). رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۲۱(۲)، ۸۵-۱۱۶.
- [۵] مهرانی، س.، و تالانه، ع. (۱۳۸۰). تقسیم سود در شرکت‌ها. *مجله حسابداری*، ۱۲۵.
- [۶] مؤمنی، م.، و فعال قیومی، ع. (۱۳۸۸). مقایسه انواع تحلیل‌های رگرسیونی برای داده‌های حسابداری. *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۶(۵۸)، ۱۰۳-۱۱۲.
- [۷] کوروش، ا.؛ ناظمی، ا.، و حیدری، م. (۱۳۸۵). کیفیت اقلام تعهدی و سود با تأکید بر نقش خطای برآورد اقلام تعهدی. *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۳(۱).
- [8] Abdulkadir, R. I., Abdullah, N. A. H., and Wong, W.-C. (2014). Implication of Catering Theory of Dividend: Evidence from Financial Firms Listed on the Nigerian Stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(18), 21-45.
- [9] Balakrishnan, K., Core, J. E., and Verdi, R. S. (2014). The Relation Between Reporting Quality and Financing and Investment: Evidence from Changes in Financing Capacity. *Journal of Accounting Research*, 52(1), 1-36.
- [10] Bharath, S. T., Sunder, J., and Sunder, S. V. (2008). Accounting quality and debt contracting. *The Accounting Review*, 83(1), 1-28.
- [11] Biddle, G. C., Hilary, G., and Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of accounting and Economics*, 48(2), 112-131.
- [12] Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., and Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of financial economics*, 77(3), 483-527.
- [13] Bushman, R. M., and Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of accounting and Economics*, 32(1), 237-333.
- [14] Chen, F., Hope, O.-K., Li, Q., and Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of

- Investment Decisions. *The Accounting Review*, 88(3), 1007-1039.
- [28] Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of accounting studies*, 11(2-3), 159-189.
- [29] Smirlock, M., and Marshall, W. (1983). An examination of the empirical relationship between the dividend and investment decisions: a note. *The Journal of Finance*, 38(5), 1659-1667.
- [31] Smith Jr, C. W., and Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of financial economics*, 32(3), 263-292.
- [32] Verdi, R. S. (2006). *Financial reporting quality and investment efficiency*. University of Pennsylvania. cash flow and overinvestment: a Chinese study. *The Business Review*, 11(1), 59-166.
- [24] Lang, L. H., and Litzenberger, R. H. (1989). Dividend announcements: cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis? *Journal of financial economics*, 24(1), 181-191.
- [25] McNichols, M. F. (2002). Discussion of the quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77(s-1), 61-69.
- [26] Miller, M. H., and Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.
- [26] Myers, S. C., and Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- [27] Ramalingegowda, S., Wang, C.-S., and Yu, Y. (2013). The Role of Financial Reporting Quality in Mitigating the Constraining Effect of Dividend Policy on

