



تأثیر سیاست‌های تقسیم سود سهام بر تصمیمات سرمایه‌گذاری با تأکید بر کیفیت گزارشگری مالی

رقیه رنگ‌زن مقدم^۱

زهرا لشگری^۲

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۰۹/۰۹

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۰۷/۰۶

چکیده

بررسی نقش کیفیت گزارشگری مالی در کاهش تأثیر منفی سیاست‌های تقسیم سود سهام بر تصمیمات سرمایه‌گذاری است. در راستای این هدف، تعداد ۱۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده‌اند. روش پژوهش، از لحاظ هدف کاربردی و از نوع تحقیق‌های همبستگی است جهت آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون خطی چندگانه تلفیقی استفاده شده است. این پژوهش به دنبال پاسخی برای این پرسش‌ها است که آیا تأثیر منفی سود نقدی سهام بر سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی که بخش عمده‌ای از ارزش شرکت، حاصل از فرصت‌های رشد می‌باشد، شدیدتر است؟ آیا کیفیت گزارشگری مالی موجب کاهش تأثیر منفی سود نقدی سهام بر سرمایه‌گذاری می‌گردد؟ جهت اندازه‌گیری کیفیت گزارشگری مالی از مدل تعدیل شده دیچاو و دیچو (۲۰۰۲) توسط مک نیکلز (۲۰۰۲) استفاده شده است که مشابه تحقیق انجام شده توسط رامالین جیگودا و سان وانگ (۲۰۱۳) می‌باشد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که تأثیر منفی سود نقدی سهام بر سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی که بخش عمده‌ای از ارزش شرکت، حاصل از فرصت‌های رشد می‌باشد، شدیدتر است. اما کیفیت گزارشگری مالی موجب کاهش تأثیر منفی سود نقدی سهام بر سرمایه‌گذاری نمی‌شود.

واژه‌های کلیدی: کیفیت گزارشگری مالی، سود سهام، سرمایه‌گذاری، فرصت‌های رشد.

۱- کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده اقتصاد و حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

۲- استادیار گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده اصلی و مسوول

مکاتبات) Z_Lashgari@iauctb.ac.ir

۱- مقدمه

واحدهای تجاری همواره با فرصت‌های زیادی برای سرمایه‌گذاری‌های بهینه روبرو می‌شوند که نیازمند تصمیم‌گیری منطقی توسط مدیران شرکت‌ها می‌باشد. در واقع سرمایه‌گذاری هر واحد تجاری باید با توجه به محدودیت منابع و کارایی آن صورت گیرد. اما مسئله اصلی انتخاب طرح‌ها و تصمیم‌گیری راجع به فرصت‌های سرمایه‌گذاری توسط مدیران واحدهای تجاری است که بر اساس منافع شخصی آنان صورت می‌گیرد و به عبارتی عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع، مانع از انجام یک سرمایه‌گذاری بهینه می‌شود (یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸). بر این اساس انتظار می‌رود که تصمیمات مدیریت شرکت‌ها منجر به تخصیص مناسب منابع شرکت‌ها در بین دارایی‌های آن به صورت مجموعه سرمایه‌گذاری کارآ گردیده و بازده مورد انتظار ذی‌نفعان را برآورده نماید. لیکن بر اساس نظریه نمایندگی و تضاد منافع بین مدیران و سایر ذی‌نفعان به خصوص سرمایه‌گذاران ایجاد شرایط عدم تقارن اطلاعاتی در چارچوب این نظریه بین مدیران و سایر ذی‌نفعان شرکت، بخش وسیعی از تحقیق‌های در حوزه‌های مدیریت مالی و حسابداری را به سمت موضوع کیفیت گزارشگری مالی سوق داده است (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۱). مبانی نظری حسابداری مالی به عنوان یک منشور، اهداف و مقاصد گزارشگری مالی، ویژگی‌های کیفی اطلاعات مالی و معیارهای شناخت و اندازه‌گیری در گزارش‌های مالی را تعیین می‌کند و به عنوان راهنمای تدوین استانداردهای حسابداری و گزارشگری مالی محسوب می‌شود زیرا تدوین استانداردهای حسابداری بدون بهره‌مندی از مبانی نظری، در محیط پیچیده و چالش برانگیز امروز، بی‌محتوا، سلیقه‌ای، متناقض و غیرقابل دفاع خواهد بود. از زمان تدوین مبانی نظری گزارشگری مالی و استانداردهای حسابداری، تحقیق‌های متعددی درباره کیفیت اطلاعات مالی گزارش‌شده از طریق سیستم حسابداری انجام شده است.

دلایل لزوم انجام این پژوهش آنست که، تصمیم‌گیری در کلیه امور و فعالیت‌ها از اهمیت بسیار بالایی برخوردار است. اتخاذ تصمیم‌های اقتصادی نیاز به اطلاعاتی دارد که عموماً محصول سیستم حسابداری است. در واقع هدف نهایی از تصمیم‌های اخذ شده توسط مدیران برای تخصیص بهینه منابع اقتصادی به فعالیت‌های سودآور است تا از این طریق زمینه رشد شرکت و رضایت ذی‌نفعان فراهم گردد. به هر مقدار که مدیران بیشتر از اطلاعات حسابداری استفاده کنند، انتظار می‌رود که تصمیمات منطقی و مناسب‌تری را اتخاذ نمایند. اما استفاده از اطلاعات حسابداری به عواملی چند بستگی دارد که بعضی از این عوامل مربوط به استفاده‌کنندگان این اطلاعات و بعضی مربوط به کیفیت و کمیت اطلاعات ارائه شده دارد. با توجه به اهمیت گزارش‌های مالی در رسیدن به اهداف مختلف شرکتی، افزایش کیفیت گزارش‌های مالی می‌تواند موجب کارآتر بودن سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها و حفظ و توسعه منابع آن‌ها گردد. از سویی هدف بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری

منابع پولی و مالی لازم جهت سرمایه‌گذاری و در نهایت کمک به رشد اقتصادی کشور است در نتیجه هر پژوهشی که در جهت بهبود سیستم اطلاعاتی قدم بردارد می‌تواند در شرایط کنونی اقتصادی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار باشد. در این راستا، بررسی و پرداختن پیرامون کیفیت گزارشگری مالی و تأثیر آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاری، ضروری به نظر می‌رسد. اساتید، محققان و اهل حرفه حسابداری با انجام تحقیق‌های مختلفی، به دنبال افزایش کیفیت گزارشگری مالی به عنوان ابزاری برای ادای مسئولیت پاسخگویی به نیازهای جامعه خود بوده‌اند، که در تحقیق‌های (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹) ایزلی و اهارا، ۲۰۰۴) راجگوپال و وینکتچالم، ۲۰۱۱^۱ اثرات کیفیت گزارشگری مالی با استفاده از معیارهای متفاوت و نیز در ابعاد مختلف شرکت مانند کارایی سرمایه‌گذاری، هزینه بدهی، هزینه سرمایه، بازده غیرعادی سهام و غیره، مورد بررسی قرار گرفته است. این پژوهش، به منظور کمک به استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی در اتخاذ تصمیم‌های بهینه، به بررسی و ارزیابی، نقش کیفیت گزارشگری مالی در کاهش تأثیر منفی سیاست‌های تقسیم سود سهام بر تصمیمات سرمایه‌گذاری^۲ می‌پردازد.

۲- مبانی نظری

تصمیمات سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از تصمیم‌های مهم و حیاتی در بقاء و رشد شرکت‌ها به شمار می‌رود. البته سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌تواند تحت تأثیر عوامل مختلفی از جمله سیاست‌های تقسیم سود، اندازه شرکت و اهرم مالی قرار گیرد که در بین این عوامل سیاست‌های تقسیم سود به علت توزیع منابع داخلی شرکت در بین سهامداران و کاهش نقدینگی، دارای اثر منفی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری دارد. شرکت‌ها با سرمایه‌های داخلی محدودی که در دسترس دارند باید بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و پرداخت سود نقدی سهام یک مورد را انتخاب کنند. بسیاری از مدیران برای حفظ سطح توزیع سود سهام از فرصت‌های سرمایه‌گذاری باارزش صرف نظر می‌کنند. اثر منفی سود نقدی سهام بر سرمایه‌گذاری در میان شرکت‌هایی که سود نقدی سهام خود را کاهش می‌دهند^۳، شدیدتر از شرکت‌هایی است که سود نقدی سهام خود را افزایش می‌دهند. بنابراین، انتظار می‌رود در شرکت‌هایی که سود نقدی سهامشان را کاهش داده‌اند تأثیر منفی توزیع نقدی سود سهام بر سرمایه‌گذاری شدیدتر باشد. همچنین کیفیت گزارش‌های مالی بالا، تأثیر منفی سود نقدی سهام بر سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد (براو و همکارانش، ۲۰۰۵، ۴۸۴). جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان مستلزم وجود یک بازار سرمایه شفاف و روشن می‌باشد. اما شفافیت بازار سرمایه خود در گرو گزارش‌های مالی درست و به موقع شرکت‌های پذیرفته شده در بورس است و بدون وجود چنین اطلاعاتی، استفاده‌کنندگان نمی‌توانند فرصت‌ها و

خطرات سرمایه‌گذاری را به موقع تشخیص دهند (اعتمادی، ۱۳۸۲، ۸۸) که این موضوع اهمیت گزارشگری مالی را دو چندان می‌کند. بنابراین گزارشگری مالی فراتر از آنکه گزارش مالی صرف باشند، وسیله‌ای برای برقراری ارتباط بین شرکت‌ها و صاحبان آن‌ها تلقی می‌شود. از دیرباز موضع شرکت‌ها در مورد گزارشگری مالی این بوده که اطلاعات را در کمترین حد ممکن منتشر کنند تا از اعطای فرصت بهره‌برداری بیشتر به رقبا جلوگیری شود. بنابراین در رابطه با گزارشگری مالی همواره دو چالش بزرگ پیش روی مدیران واحدهای تجاری وجود داشته که یکی از آن‌ها چگونگی برقراری تعادل بین شفافیت گزارشات مالی و عدم ارائه بیش از حد اطلاعات بوده و دیگری اینکه اطلاعات به چه میزان، برای چه کسانی و در چه مواقعی باید منتشر شود (صدیدی، ۱۳۸۷، ۲۷-۲۶). مدیران می‌توانند ارزش شرکت خود را از طریق فراهم آوردن گزارش‌های مالی با کیفیت افزایش دهند. یک گزارشگری مالی با کیفیت مبتنی بر پایه و اساس اقتصادی شرکت، متغیرهای کلان و چگونگی تبدیل رویدادهای اقتصادی، طبق اصول عمومی پذیرفته شده حسابداری^۴ به ارقام حسابداری (بعنوان "ذاتی"، عوامل بنیادین اقتصادی)^۵ است. بنابراین، سطح کیفیت گزارشگری مالی برون سازمانی شرکت شامل دو مؤلفه است: کیفیت ذاتی (غیراختیاری) و کیفیت اختیاری^۶. فرانسیس و همکارانش (۲۰۰۵) بیان کردند که متوسط میانگین برآورد شده در متغیر کیفیت حسابداری ذاتی، شش برابر متوسط ضریب متغیر کیفیت حسابداری اختیاری است. به بیان دیگر، زمانی که مدیران تلاش می‌کنند تا کیفیت گزارشگری مالی خود را بهبود بخشند، تلاش می‌کنند تا سطح عامل دوم تأثیرگذاری که به گزارش ذاتی شرکت و ویژگی‌های بازار بستگی دارد (از جمله اصول عمومی پذیرفته شده حسابداری) را تغییر دهند. مدیران در جهت تغییر سطح کیفیت گزارشگری مالی، شیوه‌های مختلفی را مورد توجه قرار می‌دهند که عبارت‌اند از: (۱) صرف هزینه بیشتر در زمینه کنترل‌های داخلی بر گزارشگری مالی به منظور کاهش خطاهای حسابداری و تقلب (۲) زمان‌بندی و اهمیت تعهدات اختیاری، (۳) افشای داوطلبانه در مورد رویدادهای آتی و (۴) انتشار جزئیات بیشتر در مورد شرکت‌ها از طریق یادداشت‌های همراه و بحث مدیریت و تحلیل فراتر از آنچه از طریق کمیسیون بورس و اوراق بهادار حاصل می‌شود (زیممن^۷، ۲۰۱۳، ۸۸۹). اگر کیفیت گزارشگری مالی مشکلات نمایندگی را کاهش دهد، پس می‌تواند با افزایش توانایی ذی‌نفعان در کنترل عملکرد مدیران و همچنین بهبود انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری و کاهش هزینه‌های تأمین مالی، کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود بخشد. یکی از اهداف کیفیت گزارشگری مالی، تسهیل اختصاص کارآمد سرمایه است. یکی از جنبه‌های مهم این نقش، بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است. با در نظر گرفتن کارایی سرمایه‌گذاری، وقتی یک سیاست کارآمد است که تمامی پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری که ارزش فعلی خالص^۸ مثبت دارند شناسایی، تأمین مالی و اجرا شوند و

در همین حال تمامی پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری که ارزش فعلی خالص منفی دارند رد شوند (وردی، ۲۰۰۶، ۱۵).

۳- پیشینه پژوهش

مطالعات انجام شده توسط میلر و مودیلیانی^{۱۱} (۱۹۶۱) با تمرکز بر نحوه تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر تعامل بین دو تصمیم شرکت در رابطه با سیاست‌های تقسیم سود سهام و سرمایه‌گذاری، نشان داد که در یک بازار سرمایه کارا، تغییرات سود سهام منجر به ایجاد تغییر در قیمت‌ها می‌شود و جریان‌های نقدی^{۱۱} را تحت تأثیر قرار می‌دهد اما تغییرات سود سهام هیچ تأثیری بر ارزش شرکت ندارند. در واقع بین سیاست‌های تقسیم سود سهام و ارزش شرکت رابطه‌ای وجود ندارد و سرمایه‌گذاری مستقل از سود سهام می‌باشد و فقط سرمایه‌گذاری که، درآمد و جریان نقدینگی آتی را تأمین می‌کند ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. بنابراین، در یک بازار ناکارآمد، سیاست‌های تقسیم سود نقدی سهام بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است. از سویی گزارش‌های مالی با کیفیت می‌توانند گزینش نامناسب^{۱۲} و خطر اخلاقی^{۱۳} را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و ذی‌نفعان کاهش دهد. در نتیجه با افزایش امکان کنترل فعالیت‌ها و تصمیم‌های مدیران احتمال عبور از فرصت‌های سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ارزش کاهش می‌یابد.

براو و همکاران^{۱۴} (۲۰۰۵) با تحقیق در مورد ۳۸۴ شرکت دریافتند که سیاست‌های تقسیم سود سهام می‌توانند تأثیر منفی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری داشته باشد. بر خلاف لینتنر^{۱۵} (۱۹۵۶) آن‌ها دریافتند که مدیران تمایلی به کاهش سود سهام ندارند و به حفظ سطح توزیع سود سهام به عنوان یک هدف غیرقابل تغییر نگاه می‌کنند. مدیران بیان کردند که تمایل دارند تا از فرصت‌های سرمایه‌گذاری به منظور حفظ سطح توزیع سود سهام صرف نظر کنند.

آرتور مورادو و جولیو پینادو^{۱۶} (۲۰۰۳) با آزمون فرضیه‌های کمتر از حد و بیشتر از حد سرمایه‌گذاری بر اساس رابطه بین ارزش شرکت و سطوح مختلف سرمایه‌گذاری، دریافتند که رابطه بین ارزش شرکت و میزان سرمایه‌گذاری در سطح شرکت در الویت دوم تأثیرگذاری بوده و شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری نسبت به شرکت‌های فاقد این شرایط، قادر به سرمایه‌گذاری بهینه خواهند بود و اطلاعات مناسب و با کیفیت موجب بهبود فرصت‌های مطلوب سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌گردد.

دنیل و همکارانش^{۱۷} (۲۰۱۰) شواهدی منطبق با نتیجه تحقیق براو و همکارانش (۲۰۰۵)، بدست آوردند و بررسی کردند که آیا شرکت‌ها با کاهش سود نقدی سهام^{۱۸} و افزایش (کاهش)

سرمایه‌گذاری می‌توانند سطح مورد انتظار سود سهام و سرمایه‌گذاری را فراهم آورند. آن‌ها دریافتند تمایل به پرداخت سود نقدی سهام در الویت اول شرکت‌ها است بنابراین شرکت‌ها به منظور حفظ سطح توزیع سود سهام از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب صرف‌نظر می‌کنند و تعداد کمی از شرکت‌ها سود نقدی سهام را کاهش می‌دهند، در حالیکه اکثریت شرکت‌ها، سرمایه‌گذاری را با سطح مورد انتظار کاهش می‌دهند.

تحقیق انجام شده توسط رامالین جیگودا و سان وانگ^{۱۹} (۲۰۱۳) نشان داد که گزارش‌های مالی با کیفیت، تأثیر سیاست‌های تقسیم سود نقدی سهام بر سرمایه‌گذاری را تا حدود زیادی کاهش می‌دهد بعلاوه، بخش کاهش دهنده گزارش‌های مالی با کیفیت در سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های با ارزش رشدی، قوی‌تر است. ویندی آنجلا و ریلا آریانکنا^{۲۰} (۲۰۱۶) به مطالعه تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر تأمین مالی و سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج حاصل از بررسی ۱۵ شرکت بزرگ اندونزی با توجه به این که شرکت‌های غیرمالی آن، تقریباً ۵۰ درصد از سرمایه‌گذاری خود را از طریق وام، اوراق قرضه و سایر اعتبارها دریافت می‌کنند، نشان داد که (۱) کیفیت گزارشگری مالی بر تأمین مالی تأثیر منفی دارد. (۲) کیفیت گزارشگری مالی بالا تأثیر مثبت بر سرمایه‌گذاری دارد. مهدوی و رضایی (۱۳۹۲) با بررسی اثرات کیفیت گزارشگری مالی بر سیاست‌های تقسیم سود سهام نشان دادند که بین بخش اختیاری کیفیت ارقام تعهدی با پرداخت سود سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد اما بین بخش غیر اختیاری کیفیت ارقام تعهدی با پرداخت سود سهام رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

شفیعی و بخشی جوزم (۱۳۹۳) در تحقیقی به این نتیجه رسیدند که کیفیت گزارشگری مالی بر سیاست تقسیم سود بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است. پور زمانی و جهانشاد و کیوانفر (۱۳۹۳) نقش محدودیت مالی در ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که بین کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری، ارتباطی معکوس و معنادار برقرار است همچنین محدودیت مالی، اثر معکوس کیفیت گزارشگری مالی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد.

نتایج تحقیق انجام شده توسط صالحی و قایدی مجرب و حیدری (۱۳۹۳) بیانگر آن بود که در کل کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثر تحمیلی سیاست‌های تقسیم سود سهام بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر معنی‌داری دارد.

حیدر پور و زارع رفیع (۱۳۹۳) تأثیر متغیرهای سود تقسیمی و فرصت‌های رشد بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و نوسان‌پذیری بازده سهام را بررسی کردند یافته‌های پژوهش نشان داد که در بازار سرمایه ایران کیفیت گزارشگری مالی رابطه معکوس با نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت‌ها

داشته و افزایش آن منجر به کاهش نوسان‌های بازدهی سهام شرکت‌ها و به تبع آن کاهش ریسک شرکت‌ها می‌شود. همچنین فرصت‌های رشد اثر مستقیمی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و نوسان‌پذیری بازده سهام داشته و افزایش آن، رابطه مذکور را تشدید می‌کند ولیکن سیاست‌های تقسیم سود سهام شرکت‌ها تأثیرگذاری کیفیت گزارشگری مالی و نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت‌ها را به صورت معنی‌داری تحت تأثیر خود قرار نمی‌دهد.

مقدس نوقایی و سیگاری و حصارزاده (۱۳۹۵) با بررسی کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثر محدودکننده سیاست تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری نشان دادند که گزارشگری مالی با کیفیت بالا به میزان قابل توجهی اثر محدودکننده سود تقسیمی بر سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد همچنین این اثر محدودکننده کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌های که بخش بیشتری از ارزش شرکت وابسته به فرصت‌های رشد است در مقایسه با سایر شرکت‌ها تفاوت معناداری ندارد. رضایی پسته نوئی و خاکباز (۱۳۹۵) ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاری در مسئولیت اجتماعی شرکت را مورد آزمون قرار دادند و دریافتند که بین کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاری در مسئولیت اجتماعی رابطه معناداری وجود ندارد.

فروغی و امیری و ساکیانی (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر توانایی مدیریتی بر کارایی سرمایه‌گذاری و همچنین بررسی اثر کیفیت گزارشگری مالی بر شدت اثرگذاری توانایی مدیریتی بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. به صورت مفهومی کارایی سرمایه‌گذاری به معنی پذیرش پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت است و منظور از ناکارایی سرمایه‌گذاری، گذر از این فرصت‌های سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) و یا انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه‌گذاری بیش از حد) است. نتایج حاصل از بررسی نشان داد که مدیران توانا تمایل به سرمایه‌گذاری بیش از حد دارند. علاوه بر این، کیفیت گزارشگری مالی باعث کاهش تأثیر مثبت توانایی مدیریتی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌گردد.

الهائی سحر و اسکندر (۱۳۹۶) اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر انواع عدم کارایی سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌ها نشان داد کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌های در موقعیت کم سرمایه‌گذاری سبب افزایش تمایل آن‌ها به سرمایه‌گذاری و در نتیجه بهبود کارایی سرمایه‌گذاری این شرکت‌ها می‌شود. سررسید بدهی کمتر نیز اثری مشابه بر کارایی سرمایه‌گذاری این دسته از شرکت‌ها دارد. همچنین، تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر کاهش کم سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های با سررسید بدهی کمتر قوی‌تر است.

۴- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: تأثیر منفی سود نقدی سهام بر سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی که بخش عمده‌ای از ارزش شرکت، حاصل از فرصت‌های رشد می‌باشد، شدیدتر است.

فرضیه دوم: کیفیت گزارشگری مالی موجب کاهش تأثیر منفی سود نقدی سهام بر سرمایه‌گذاری می‌گردد.

برای آزمون این فرضیه، کیفیت گزارشگری مالی به دو دسته تفکیک شده است:

(۱) گزارشگری مالی با کیفیت بالا؛

(۲) گزارشگری مالی با کیفیت پایین.

۵- روش شناسی پژوهش

این پژوهش در زمره تحقیق‌های توصیفی حسابداری است و از نوع تحقیق‌های همبستگی و از لحاظ هدف کاربردی است. اطلاعات و داده‌های مورد نیاز برای بررسی و آزمون فرضیه‌های پژوهش از صورت‌های مالی و گزارش‌های ارائه شده شرکت‌ها به بورس اوراق بهادار از بسته نرم‌افزار تدبیر پرداز و لوح فشرده اطلاعات مالی شرکت‌ها استخراج شده است. اطلاعات پژوهش از نوع داده‌های ترکیبی است. تجزیه و تحلیل و برآورد مدل‌ها و آزمون فرضیه پژوهش با استفاده از نرم افزار Eviews 8 انجام شده است.

۵-۱- متغیرهای الگوی پژوهش

۵-۱-۱- متغیر وابسته

سرمایه‌گذاری (Investment_{it}): از نسبت مجموع دارایی‌های ثابت مشهود، نامشهود و سایر دارایی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها بدست می‌آید.

۵-۱-۲- متغیر مستقل

سود تقسیمی هر سهم (Dividend_{it}): از تقسیم کل سود سهام عادی پرداخت شده تقسیم بر تعداد سهام، بدست می‌آید.

مدل (۱)

$$\text{سود تقسیمی هر سهم} = \left(\frac{\text{کل سود سهام پرداخت شده}}{\text{تعداد سهام}} \right)$$

۵-۱-۳- متغیرهای تعدیل‌گر

در این پژوهش دو متغیر تعدیل‌گر در نظر گرفته شده است که به شرح زیر است:

۱- کیفیت گزارشگری مالی (RQ_{jt}): کیفیت گزارشگری مالی یعنی، توان صورت‌های مالی در انتقال اطلاعات عملیات شرکت و به طور خاص پیش‌بینی جریان‌های نقدی مورد انتظار آن به سرمایه‌گذاران. بر مبنای این نظر که اقلام تعهدی، ارزش اطلاعاتی سود را با کاهش اثر نوسانات ناپایدار در جریان‌های نقدی بهبود می‌بخشد (دیچاوو و دیچو، ۲۰۰۲؛ مک نیکلز، ۲۰۰۲). در این پژوهش کیفیت اقلام تعهدی سرمایه در گردش به عنوان جانشین کیفیت گزارشگری مالی در نظر گرفته شده است و برای اندازه‌گیری کیفیت گزارشگری مالی از مدل تعدیل شده دیچاو و دیچو^{۲۱} (۲۰۰۲) توسط مک نیکلز^{۲۲} (۲۰۰۲)، به شرح مدل ۲ استفاده شده است.

مدل (۲)

$$TCA_{jt} = \beta_0 + \beta_1 Cfo_{jt-1} + \beta_2 Cfo_{jt} + \beta_3 Cfo_{jt+1} + \beta_4 \Delta Revenues_{jt} + \beta_5 PPE_{jt} + \varepsilon_{jt}$$

شاخص جریان نقدی عملیاتی (Cfo_{jt}): از جمع سود ناخالص با هزینه استهلاک و تغییرات در بدهی‌های جاری منهای تغییرات در دارایی‌های جاری در سال t بدست می‌آید.

تغییرات درآمد فروش ($\Delta Revenues_{jt}$): از اختلاف درآمد فروش سال جاری با درآمد فروش سال قبل تقسیم بر درآمد فروش سال قبل بدست می‌آید.

ارزش ناخالص اموال و ماشین‌آلات و تجهیزات (PPE_{jt}): از ارزش ناخالص اموال و ماشین‌آلات و تجهیزات تقسیم بر کل دارایی‌ها در پایان دوره بدست می‌آید.

ε : اثرات نامشخص عوامل تصادفی

اقلام تعهدی سرمایه در گردش ($CACC_{jt}$): عبارت است از کل اقلام تعهدی جاری که برابر با تغییرات در دارایی‌های جاری به جز وجه نقد منهای تغییرات در بدهی‌های جاری به جز حصه جاری بدهی‌های بلندمدت منهای هزینه استهلاک دوره است که از مدل ۳ به دست می‌آید:

مدل (۳)

$$CACC_{jt} = (\Delta CA_{jt} - \Delta CASH_{jt}) - (\Delta CL_{jt} - \Delta CLD_{jt}) - Dep$$

تغییر در دارایی‌های جاری (ΔCA_{jt}): از اختلاف دارایی‌های سال جاری با دارایی‌های سال قبل تقسیم بر دارایی‌های سال قبل بدست می‌آید.

تغییر در وجه نقد ($\Delta CASH_{jt}$): از اختلاف وجه نقد سال جاری با وجه نقد سال قبل تقسیم بر وجه نقد سال قبل.

تغییر در بدهی‌های جاری (ΔCL_{jt}): از اختلاف بدهی‌های سال جاری با بدهی‌های سال قبل تقسیم بر بدهی‌های سال قبل بدست می‌آید.

تغییر در حصة جاری بدهی‌های بلندمدت (ΔCLD_{jt}): از اختلاف حصة جاری بدهی‌های بلندمدت سال جاری با اختلاف حصة جاری بدهی‌های بلندمدت سال قبل تقسیم بر اختلاف حصة جاری بدهی‌های بلندمدت سال قبل بدست می‌آید.

Dep: هزینه استهلاک دوره

کلیه متغیرهای خام با تقسیم بر جمع دارایی‌های پایان دوره، هم مقیاس می‌شوند.

برای اندازه‌گیری کیفیت گزارشگری مالی باید مدل ۲ را با استفاده از سری زمانی داده‌های یک دوره ۸ ساله چرخشی یا غلتان، برای هر شرکت در هر سال برآورد کرد. این برآوردها منجر به ۸ باقیمانده (خطا) برای هر شرکت در هر سال ارائه می‌دهد که بر مبنای آن‌ها، کیفیت گزارشگری مالی به شرح مدل ۴ اندازه‌گیری می‌شود:

مدل (۴)

$$\text{Reporting Quality}_{j,t} = \text{Std. Dev.}(\varepsilon_{j,t})$$

قابل ذکر است که پس از محاسبه انحراف معیار برای باقیمانده مدل ۲، قرینه انحراف معیار مقادیر خطا بعنوان شاخصی برای تعیین سطح کیفیت گزارشگری استفاده می‌گردد. چون مقادیر خطاها شاخصی برای محاسبه عدم کیفیت گزارشگری مالی فراهم می‌آورد، بدیهی است که می‌توان با ضرب نمودن مقادیر مثبت خطاها در منفی یک از آن به عنوان شاخصی برای محاسبه کیفیت گزارشگری مالی استفاده نمود. بدین معنا که، هر چه انحراف معیار استاندارد مقادیر خطا ضرب در منفی یک، بزرگ‌تر (کوچک‌تر) باشد، سطح کیفیت گزارشگری مالی بیشتر (کمتر) تلقی می‌گردد، بنابراین هر چه اندازه مقادیر خطای ($|\varepsilon_{jt}|$) حاصل از مدل کمتر باشد، کیفیت گزارشگری مالی بالاتر خواهد بود.

۲- ارزش شرکت حاصل از فرصت‌های رشد ($Tobin q_{jt}$): شرکت‌هایی که هنوز به مرحله بلوغ نرسیده‌اند و انتظار می‌رود رشدی سریع‌تر از حد متوسط داشته باشند و سود آن‌ها با سرعت متوسط بالایی رشد کند. سهام این شرکت‌ها به دلیل این که ریسک بالاتری دارند و انتظار می‌رود بازده بالاتری نیز ایجاد کنند، رشدی نامیده می‌شوند. برای اندازه‌گیری این متغیر ابتدا باید نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (M/B) را محاسبه کرد و پس از آن میانه را برای سال و شرکت‌های مورد نظر محاسبه کرد و به بالای میانه عدد ۱ (یعنی ارزش شرکت حاصل از فرصت‌های رشد است) و به پایین میانه عدد صفر (یعنی ارزش شرکت حاصل از فرصت‌های رشد نیست) داده شود (چن و همکاران^{۲۳}، ۲۰۰۵).

۵-۱-۴- متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت ($size_{j,t}$): اندازه شرکت در سال t و در شرکت j از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها بدست می‌آید.

نوسانات جریان نقدی ($sd\ cfo_{j,t}$): نوسانات جریان نقدی در سال t و در شرکت j از تفاوت وجه نقد ناشی از فعالیت عملیاتی در سال جاری و قبل تقسیم بر سال قبل بدست می‌آید.

نوسانات فروش ($sd\ sale_{j,t}$): نوسانات فروش در سال t و در شرکت j از تفاوت فروش در سال جاری و قبل تقسیم بر سال قبل بدست می‌آید.

تغییرات سرمایه‌گذاری ($sd\ investment_{jt}$): تغییرات سرمایه‌گذاری در سال t و در شرکت j از تفاوت سرمایه‌گذاری در سال جاری و قبل تقسیم بر سال قبل بدست می‌آید.

ریسک ورشکستگی ($Bankruptcy\ risk_{j,t}$): برای پیش‌بینی ریسک ورشکستگی در سال t در شرکت j از مدل لوجیت چهار متغیره، از مدل‌های بومی شده کردستانی و تاتلی (۱۳۹۳) (تحلیل ممیزی و تحلیل لوجیت چهار متغیره) که در محیط اقتصادی ایران، قادر به شناسایی شرکت‌های سالم، درمانده و ورشکسته مالی در سطح دقت کلی ۹۳ درصد می‌باشد، به شرح مدل ۵ استفاده می‌شود.

مدل (۵)

$$TK. (LOGIT) = 48.959x_1 - 31.543x_2 + 117.089x_3 - 13.149x_4$$

X_1 : نسبت سود (زیان) انباشته به کل دارایی‌ها

X_2 : نسبت سود (زیان) عملیاتی به کل دارایی‌ها

X_3 : نسبت سود (زیان) خالص به کل دارایی‌ها

X_4 : نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها

در مدل ۵ شرکت‌ها، به ازای مقادیر $TK \leq -15$ ، بعنوان محدوده ورشکسته و به ازای مقادیر $1/5$ در $TK \geq$ بعنوان محدوده غیرورشکسته (سالم) و برای مقادیر بین $1/5 < TK < -15$ بعنوان محدوده درماندگی مالی (خاکستری) طبقه‌بندی می‌شوند.

نوسانات ارزش ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات ($sd\ ppe_{j,t}$): نوسانات ارزش ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات در شرکت j در سال t ، از تقسیم ارزش ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات سال جاری و قبل تقسیم بر سال قبل بدست می‌آید.

اهرم مالی ($Leverage_{jt}$): اهرم مالی در سال t و در شرکت j از تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها بدست می‌آید.

نسبت جریان وجه نقد ($cfop_{jt}$): نسبت جریان وجه نقد در سال t و در شرکت j از تقسیم جریان وجه نقد حاصل از فعالیت عملیاتی به کل فروش بدست می‌آید.

شاخص عمر (age_{jt}): شاخص عمر در سال t و در شرکت j از تفریق اختلاف عمر بین سال مورد نظر و سال تأسیس شرکت بدست می‌آید.

چرخه عملیاتی ($cycle_{jt}$): چرخه عملیاتی، از نسبت مطالبات بلندمدت به فروش بعلاوه نسبت موجودی کالا به فروش ضرب بر 360 در سال t و در شرکت j بدست می‌آید.

نسبت نقدینگی ($cashhold_{jt}$): نسبت نقدینگی در سال t و در شرکت j از نسبت وجه نقد به کل دارایی‌ها بدست می‌آید.

نرخ بازده دارایی‌ها ($ROA_{j,t}$): نرخ بازده دارایی‌ها در سال t و در شرکت j از نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها.

تغییرات سود پرداخت شده ($Dividend\ per\ share_{j,t}$): تغییرات سود پرداخت شده در سال t و در شرکت j از تفاوت سود پرداخت شده سال جاری و قبل تقسیم بر سال قبل بدست می‌آید.

متغیر شاخص سود قبل از مالیات ($loos_{j,t}$): متغیر شاخص سود قبل از مالیات در سال t و در شرکت j از متغیر با استفاده از متغیر مجازی بدست می‌آید به طوری که اگر شرکت زیان گزارش کند یک، در غیر اینصورت صفر است.

β_0 : عرض از مبدا (c مقدار ثابت)

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \dots, \beta_{17}$: ضرایب متغیرهای مستقل می‌باشند.

(جزء خطای تصادفی)

۵-۲- جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش، شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می‌باشد که از ابتدای سال ۱۳۸۸ لغایت اسفند ۱۳۹۵ در آن فعال بوده‌اند، پس از اعمال محدودیت‌ها که شامل، ۱- شرکت‌های که طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی داده‌اند، ۲- مؤسسات مالی و بانک‌ها، ۳- شرکت‌های که سال مالی آن‌ها به ۲۹ اسفند ختم نمی‌شوند، ۴- عدم دسترسی به اطلاعات، دارای وقفه معاملاتی بیش از شش ماه می‌باشند. در نهایت ۱۳۰ شرکت (۱۰۴۰ سال - شرکت) به عنوان جامعه غربال شده آماری انتخاب شده‌اند.

۶- روش تجزیه و تحلیل آماری و نتایج یافته‌ها

۶-۱- آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۱ نشان داده شده است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در شرکت‌های نمونه

متغیر	علامت	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	بیشترین مقدار	کمترین مقدار	انحراف معیار	چولگی	ضریب کشیدگی
نسبت مجموع دارایی‌های ثابت مشهود، نامشهود و سایر دارایی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها	INVESTMENT	۱۰۴۰	۰/۱۸۲	۰/۱۲۷	۲/۱۱۹	-۰/۷۶۸	۰/۵۷۳	۰/۶۰۱	۳/۷۵۱
سود نقدی سهام	DIV	۱۰۴۰	۰/۱۰۳	۰/۰۶۸	۰/۹۷۸	۰/۰۰۰	۰/۱۲۰	۲/۴۳۲	۱۲/۴۷۴
اندازه شرکت	SIZE	۱۰۴۰	۱۳/۶۴۶	۱۳/۵۱۵	۱۸/۷۷۵	۹/۸۸۰	۱/۴۱۸	۰/۷۰۷	۴/۰۷۳
نوسانات جریان نقدی	SDCFO	۱۰۴۰	۰/۱۷۰	-۰/۰۰۵	۹/۷۱۱	-۶/۷۸۱	۶/۱۶۴	-۲/۹۸۰	۲۰/۱۲۱
نوسانات فروش	SDSALE	۱۰۴۰	۰/۲۳۶	۰/۱۷۱	۶/۹۰۲	-۰/۹۳۱	۰/۵۷۰	۹/۸۸۷	۱۶۳/۹۴۸
تغییرات سرمایه‌گذاری	SDINVEST	۱۰۴۰	۰/۳۷۷	۰/۰۳۴	۶/۸۵۱	-۱/۰۰۰	۲/۷۹۹	۱۶/۳۵۶	۳۱۸/۷۲۰
شاخص کیوتوبین	Q_TOBIN	۱۰۴۰	۱/۴۹۶	۱/۲۸۵	۱۲/۰۴۳	۰/۴۸۹	۰/۷۸۱	۴/۴۱۶	۴۲/۳۴۸
نسبت ارزش ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات	SDPPE	۱۰۴۰	۰/۲۵۲	۰/۲۰۸	۰/۸۹۲	۰/۰۰۰	۰/۱۸۰	۱/۰۷۰	۳/۸۳۱
اهرم مالی	LEV	۱۰۴۰	۰/۶۲۹	۰/۶۳۱	۰/۹۸۰	۰/۰۶۵	۰/۲۳۴	۲/۸۷۹	۲۶/۷۳۰
نسبت جریان وجه نقد	CFOP	۱۰۴۰	۰/۱۸۹	۰/۱۴۱	۷/۶۲۵	-۰/۷۷۵	۰/۳۲۴	۱۱/۴۲۱	۲۴۰/۲۴۲
عمر شرکت	AGE	۱۰۴۰	۳/۴۷۸	۳/۶۳۷	۴/۱۲۷	۱/۶۰۹	۰/۴۴۸	-۱/۱۲۶	۳/۸۲۹
چرخه عملیاتی	CYCLE	۱۰۴۰	۵/۱۶۹	۵/۲۶۳	۹/۷۰۷	-۴/۱۰۰	۰/۹۱۲	-۲/۳۹۸	۲۲/۱۹۴
نسبت نقدینگی	CASHHOLD	۱۰۴۰	۰/۰۳۹	۰/۰۲۷	۰/۴۶۰	۰/۰۰۰	۰/۰۴۲	۳/۲۸۹	۲۱/۶۲۰
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	۱۰۴۰	۰/۱۲۳	۰/۱۰۶	۰/۷۴۵	-۱/۴۵۱	۰/۱۷۸	۴/۳۹۹	۶۲/۴۵۴
تغییرات سود پرداخت شده	DIVIDEND_PER_SHARE	۱۰۴۰	۰/۲۲۱	۰/۰۰۰	۲/۰۰۰	-۱/۰۰۰	۱/۵۶۶	۷/۵۴۵	۷۸/۴۲۸
کیفیت گزارشگری مالی	RQ				۵۲۰ سال - شرکت دارای کیفیت گزارشگری مالی بالا	۵۲۰ سال - شرکت دارای کیفیت گزارشگری مالی پایین			
ریسک ورشکستگی	Bancrupt Risk				۶۴۹ سال - شرکت فاقد ریسک ورشکستگی	۳۹۱ سال - شرکت دارای ریسک ورشکستگی			
شاخص سود و زیان	Loss				۹۴۲ شرکت سود ده	۹۸ شرکت زیان ده			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش ترکیب داده‌های تلفیقی استفاده می‌شود، زیرا متغیر وابسته پژوهش کمی و نرمال می‌باشد، بنابراین باید از روش‌های آماری پارامتریک مانند رگرسیون پولد^{۲۴} یا پانلی^{۲۵} استفاده شود. تعداد مشاهدات سال - شرکت بر اساس داده‌های ترکیبی متوازن، ۱۰۴۰ مشاهده بوده است. با توجه به آماره توصیفی، می‌توان شاخص‌های بالا را به شاخص‌های مرکزی و پراکندگی و سایر شاخص‌ها تقسیم نمود، که شاخص‌های مرکزی شامل، شاخص میانگین و میانه، شاخص‌های پراکندگی شامل، شاخص انحراف معیار و سایر شاخص‌ها شامل، شاخص حداقل، حداکثر، چولگی و کشیدگی می‌باشد. به طور خلاصه شاخص میانگین در زیر توضیح داده شده است. میانگین اهرم مالی نشان می‌دهد که بیشتر شرکت‌ها دارای نسبت بدهی به دارایی بالای ۵۰ درصد را دارا هستند و این موضوع بیانگر آن است که شرکت‌های انتخابی در ساختار سرمایه خود از بدهی نسبت به حقوق صاحبان سهام بیشتر استفاده نموده‌اند که این موضوع می‌تواند در نهایت منجر به افزایش هزینه بدهی در ساختار سرمایه شود.

۲-۶- آزمون نرمال بودن داده‌ها

اولین مرحله جهت آغاز فرآیند آزمون فرضیه‌ها، بررسی نرمال بودن داده‌ها است. برای این منظور از آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف^{۲۶} استفاده شده است. نتایج در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲- نتایج آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف

متغیر	علامت	آماره Z	Asymp (sig)
تصمیمات سرمایه‌گذاری	INVESTMENT	۱/۱۲۸	۰/۱۳۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف نشان می‌دهد که متغیر وابسته پژوهش (تصمیمات سرمایه‌گذاری) دارای توزیع نرمال می‌باشد، بر همین اساس از روش‌های آماری پارامتریک استفاده می‌شود. زیرا سطح معناداری متغیر وابسته پژوهش دارای سطح معناداری بالای ۰/۰۵ می‌باشد.

۳-۶- همبستگی بین متغیرها

برای بررسی همبستگی بین متغیرهای کمی از ضریب همبستگی پیرسون بهره‌گیری شده است. نتایج حاصل از این آزمون در جدول ۳ ارائه شده است. همچنین به علت گستردگی متغیرها

و عدم انعکاس آن در این قسمت، صرفاً به تحلیل قسمت متغیرهای مستقل و کنترلی مرتبط با متغیر وابسته پرداخته می‌شود که به شرح زیر می‌باشد:

جدول ۳- ماتریس همبستگی پیرسون بین متغیرهای مستقل و کنترلی با متغیر تصمیمات سرمایه‌گذاری

تصمیمات سرمایه‌گذاری	تصمیمات سرمایه‌گذاری	سود نقدی سهام	اندازه شرکت	نوسانات جریان نقدی	نوسانات فروش	تغییرات سرمایه‌گذاری	شاخص کیوتوبین	نسبت ارزش ناخالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات	اهرم مالی	نسبت جریان وجه نقد	عمر شرکت	جرخه عملیاتی	نسبت نقدینگی	نرخ بازده دارایی‌ها	تغییرات سود پرداخت شده
تصمیمات سرمایه‌گذاری	۱														
سود نقدی سهام	۰.۰۰۰۰	۱													
اندازه شرکت	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۱												
نوسانات جریان نقدی	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۱											
نوسانات فروش	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۱										
تغییرات سرمایه‌گذاری	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۱									
شاخص کیوتوبین	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۱								
نسبت ارزش ناخالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۱							
اهرم مالی	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۱						
نسبت جریان وجه نقد	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۱					
عمر شرکت	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۱				
جرخه عملیاتی	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۱			
نسبت نقدینگی	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۱		
نرخ بازده دارایی‌ها	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۱	
تغییرات سود پرداخت شده	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۱

معنی دار در سطح ۰.۰۱٪ اطمینان

منبع: یافته‌های پژوهشگر

مطابق با جدول ۳ و فرضیات تدوین شده، از طریق آزمون همبستگی پیرسون، ضریب همبستگی بین متغیرها بدست آمده است که در سطح اطمینان ۹۹٪ بین سیاست‌های تقسیم سود و تصمیمات سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد، این رابطه با ضریب همبستگی (۰/۱۱۴-) بیانگر رابطه منفی بین سیاست‌های تقسیم سود و تصمیمات سرمایه‌گذاری به میزان ۱۱/۴٪ می‌باشد، در سطح اطمینان ۹۹٪ بین اندازه شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد، این رابطه با ضریب همبستگی (۰/۰۷۴) بیانگر رابطه مثبت بین اندازه شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری به میزان ۷/۴٪ می‌باشد، در سطح اطمینان ۹۹٪ بین نوسانات فروش و تصمیمات سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد، این رابطه با ضریب همبستگی (۰/۰۸۹) بیانگر رابطه مثبت بین نوسانات فروش و تصمیمات سرمایه‌گذاری به میزان ۸/۹٪ می‌باشد، مابقی ضرایب بین متغیرها در جدول ۳ قابل رویت می‌باشد.

۴-۶- نتایج آزمون فرضیه

۴-۶-۱- نتایج فرضیه اول پژوهش

بیان می‌دارد: تأثیر منفی سود نقدی سهام بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که بخش عمده‌ای از ارزش شرکت، حاصل از فرصت‌های رشد می‌باشد، شدیدتر است.

رابطه (۶)

$$\text{investment}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Dividend}_{it} + \beta_2 \text{size}_{it} + \beta_3 \text{sdcf}_{it} + \beta_4 \text{sdsale}_{it} + \beta_5 \text{sdinvestment}_{it} + \beta_6 \text{Qtobin}_{it} + \beta_7 \text{Bancruptcy risk}_{it} + \beta_8 \text{sdppe}_{it} + \beta_9 \text{lev}_{it} + \beta_{10} \text{cfop}_{it} + \beta_{11} \text{age}_{it} + \beta_{12} \text{cycle}_{it} + \beta_{13} \text{cashhold}_{it} + \beta_{14} \text{RoA}_{it} + \beta_{15} \text{loos}_{it} + \varepsilon_{it}$$

در ابتدا شرکت‌ها (طبق الگوی اندازه‌گیری در قسمت متغیرهای تعدیل‌گر) به دو گروه "بخش عمده‌ای از ارزش شرکت حاصل از فرصت‌های رشد است" و "بخش عمده‌ای از ارزش شرکت حاصل از فرصت رشد نیست" طبقه‌بندی شدند. سپس هر گروه بطور جداگانه مورد آزمون قرار گرفت تا شدت تأثیر منفی سود نقدی سهام بر سرمایه‌گذاری برای هر دو گروه مشخص شود. با توجه به نتایج آزمون فرضیه پژوهش که در جدول ۴ ارائه شده است، برای برآزش مدل رگرسیونی از روش داده‌های تلفیقی استفاده گردیده است. با توجه به این‌که سطح معنی‌داری آماره اف وایت، به ترتیب در قسمت اول و دوم جدول ۰/۰۰۰ و ۰/۰۰۰ بوده، این موضوع بیانگر این است که رگرسیون دارای ناهمسانی واریانس می‌باشد. پس از رفع مشکل ناهمسانی واریانس از آماره گادفری استفاده شده است که سطح معناداری آن به ترتیب در قسمت اول و دوم جدول ۰/۷۰۹ و ۰/۷۵۲ بوده، بنابراین رگرسیون دارای مشکل خود همبستگی سریالی نمی‌باشد.

جدول ۴- نتایج آزمون فرضیه پژوهش

شرکت‌هایی که بخش عمده‌ای از ارزش آن‌ها حاصل از فرصت‌های رشد نیست.			شرکت‌هایی که بخش عمده‌ای از ارزش آن‌ها حاصل از فرصت‌های رشد است.			نام متغیر
Prob.	آماره t- (Statistic)	ضرایب (Coefficient)	Prob.	آماره t- (Statistic)	ضرایب (Coefficient)	
۰/۲۷۰	-۱/۱۰۳	-۰/۱۳۶	۰/۰۰۰	-۴/۹۸۱	-۰/۷۱۰	سود نقدی سهام
۰/۰۰۰	۴/۶۴۰	۰/۰۳۱	۰/۰۲۴	۲/۲۵۰	۰/۰۱۸	اندازه شرکت
۰/۳۷۳	۰/۸۹۱	۰/۰۰۱	۰/۲۷۶	۱/۰۸۸	۰/۰۰۲	نوسانات جریان نقدی
۰/۰۰۰	۶/۳۴۱	-۰/۱۸۴	۰/۵۹۳	-۰/۵۳۴	-۰/۰۱۶	نوسانات فروش
۰/۱۱۳	۱/۵۸۴	۰/۰۳۱	۰/۰۲۷	۲/۲۱۲	۰/۱۶۹	نتایج سرمایه‌گذاری
۰/۰۰۲	۳/۱۰۳	۰/۰۵۱	۰/۲۲۳	۱/۲۱۷	۰/۰۷۵	شاخص کیوتوبین
۰/۹۲۳	۰/۰۹۶	۰/۰۰۳	۰/۱۲۷	۱/۵۲۶	-۰/۰۶۸	ریسک ورشکستگی
۰/۵۵۹	-۰/۵۸۳	-۰/۰۴۱	۰/۰۱۸	-۲/۳۵۷	-۰/۳۲۵	نسبت ارزش ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات
۰/۱۳۳	-۱/۵۰۱	-۰/۱۰۴	۰/۰۷۲	۱/۷۹۷	۰/۱۸۶	اهرم مالی
۰/۰۱۷	-۲/۳۹۰	-۰/۱۹۷	۰/۶۹۴	۰/۳۹۳	۰/۰۱۸	نسبت جریان وجه نقد
۰/۶۰۷	-۰/۵۱۴	-۰/۰۰۸	۰/۱۹۴	-۱/۲۹۸	-۰/۰۳۲	عمر شرکت
۰/۰۰۰	۳/۸۵۵	۰/۰۶۶	۰/۶۱۲	-۰/۵۰۶	-۰/۰۰۵	چرخه عملیاتی
۰/۰۰۱	۳/۲۶۷	۰/۷۸۱	۰/۱۵۹	۱/۴۱۰	۰/۷۳۰	نسبت نقدینگی
۰/۴۱۴	-۰/۸۱۷	-۰/۰۷۸	۰/۰۰۰	۵/۲۷۳	۱/۰۶۵	نرخ بازده دارایی‌ها
۰/۱۳۳	۱/۵۰۱	۰/۰۱۳	۰/۵۰۲	۰/۶۷۰	۰/۰۰۲	تغییرات سود پرداخت شده
۰/۰۰۰	-۴/۲۳۰	-۰/۱۵۹	۰/۷۵۷	۰/۳۰۹	۰/۰۱۸	شاخص سود و زیان
۰/۰۰۰	-۳/۶۸۱	-۰/۵۶۳	۰/۲۴۴	-۱/۱۶۵	-۰/۱۸۲	مقدار ثابت
		۰/۲۷۷			۰/۶۱۴	ضریب تعیین
		۰/۲۵۷			۰/۶۰۴	ضریب تعیین تعدیل شده
		۲/۰۴۹			۲/۰۵۲	دوربین واتسون
Prob. ۰/۰۰۰	۱۴/۱۸۶		Prob. ۰/۰۰۰	۵۸/۹۱۷		آماره F
Prob. ۰/۰۰۰	۳/۸۷۶		Prob. ۰/۰۰۰	۱۱۱۹/۲۰۵		آماره F-white
Prob. ۰/۷۵۲	۰/۲۸۴		Prob. ۰/۷۰۹	۰/۳۴۲		آماره Godfrey

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در مرحله بعد با توجه به این که آماره F در هر دو قسمت (۰/۰۰۰) دارای سطح معناداری زیر (۵ درصد) می‌باشد، بنابراین رگرسیون قدرت تبیین دارد. چون سطح معنی‌داری سود نقدی سهام (متغیر مستقل) در شرکت‌هایی که بخش عمده‌ای از ارزش آن‌ها حاصل از فرصت‌های رشد است، کمتر از ۵ درصد می‌باشد و برای شرکت‌هایی که بخش عمده‌ای از ارزش آن‌ها حاصل از فرصت‌های رشد نیست، بیش از ۵ درصد می‌باشد، بنابراین می‌توان گفت که سود نقدی سهام بر سرمایه‌گذاری تأثیر منفی معناداری در شرکت‌های گروه اول دارد. لذا تأثیر منفی سود نقدی سهام بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که بخش عمده‌ای از ارزش شرکت، حاصل از فرصت‌های رشد می‌باشد، شدیدتر است. بنابراین فرضیه پژوهش تأیید می‌شود. از متغیرهای کنترلی برخی از متغیرها در قسمت اول برخی دیگر در قسمت دوم جدول معنادار شده که قابل رویت است. آماره دوربین واتسون نیز چون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد، پس می‌توان نتیجه‌گیری کرد که بین متغیرها مشکل خود همبستگی وجود ندارد. در نهایت مقدار ضریب تعیین نشان می‌دهد که تغییر در متغیرهای مستقل و کنترلی به ترتیب نماینگر ۶۱/۴ و ۲۷/۷ درصد (در قسمت اول و دوم جدول) تغییر در متغیر وابسته است.

۶-۴-۲- نتایج فرضیه دوم پژوهش

بیان می‌دارد: کیفیت گزارشگری مالی موجب کاهش تأثیر منفی سود نقدی سهام بر سرمایه‌گذاری می‌شود.

رابطه (۷)

$$\text{investment}_{jt} = \beta_0 + \beta_1 \text{Dividend}_{jt} + \beta_2 \text{Dividend}_{jt} \times \text{RQ}_{jt-1} + \beta_3 \text{RQ}_{jt-1} + \beta_4 \text{size}_{jt} + \beta_5 \text{sdf}_{jt} + \beta_6 \text{sdsale}_{jt} + \beta_7 \text{sdivestment}_{jt} + \beta_8 \text{Qtobin}_{jt} + \beta_9 \text{Bancruptcy risk}_{jt} + \beta_{10} \text{sdppe}_{jt} + \beta_{11} \text{lev}_{jt} + \beta_{12} \text{cfop}_{jt} + \beta_{13} \text{age}_{jt} + \beta_{14} \text{cycle}_{jt} + \beta_{15} \text{cashhold}_{jt} + \beta_{16} \text{RoA}_{jt} + \beta_{17} \text{loos}_{jt} + \varepsilon_{jt}$$

با توجه به نتایج آزمون فرضیه پژوهش که در جدول ۵ ارائه شده است، سطح معنی‌داری آماره اف لیمر (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش داده‌های پانلی نسبت به روش داده‌های تلفیقی ارجحیت داشته و برای برآزش مدل رگرسیونی از روش داده‌های پانلی استفاده گردیده است. با توجه به این که سطح معنی‌داری آماره اف وایت، ۰/۰۰۰ بوده، این موضوع بیانگر این است که رگرسیون دارای ناهمسانی واریانس می‌باشد. پس از رفع مشکل ناهمسانی واریانس از آماره گادفری استفاده شده است که سطح معناداری آن ۰/۶۹۷ بوده، بنابراین رگرسیون دارای مشکل خود همبستگی سریالی نمی‌باشد. همچنین سطح معناداری زیر ۵ درصد، آماره هاسمن نیز نشان می‌دهد که اثرات ثابت نسبت به اثرات تصادفی ارجحیت دارد.

جدول ۵- نتایج آزمون فرضیه پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	ضرایب (Coefficient)	آماره (t-Statistic)	Prob.
سود نقدی سهام	DIV	-۰/۳۳۴	-۳/۷۳۱	۰/۰۰۰
تأثیر توأم سیاست‌های تقسیم سود سهام و کیفیت گزارشگری مالی	DIV*RQ	۰/۱۲۸	۱/۱۷۵	۰/۲۴۰
کیفیت گزارشگری مالی	RQ	۰/۰۴۸	۲/۹۹۶	۰/۰۰۲
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۲۵	۵/۵۵۱	۰/۰۰۰
نوسانات جریان نقدی	SDCFO	۰/۰۰۰	۰/۵۵۸	۰/۵۷۶
نوسانات فروش	SDSALE	۰/۰۷۶	۵/۴۱۳	۰/۰۰۰
تغییرات سرمایه‌گذاری	SDINVESTMENT	۰/۰۸۲	۱۶/۷۹۱	۰/۰۰۰
شاخص کیوتوبین	Q_TOBIN	۰/۰۴۲	۳/۶۴۸	۰/۰۰۰
ریسک ورشکستگی	BANKRUPTRISK	-۰/۰۵۱	-۳/۴۲۹	۰/۰۰۰
نسبت ارزش ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات	SDPPE	-۰/۱۰۶	-۲/۸۶۰	۰/۰۰۴
اهرم مالی	LEV	-۰/۱۱۰	-۳/۴۳۰	۰/۰۰۰
نسبت جریان وجه نقد	CFOP	-۰/۰۹۸	-۳/۰۹۳	۰/۰۰۲
عمر شرکت	AGE	-۰/۰۰۳	-۰/۲۵۳	۰/۷۹۹
چرخه عملیاتی	CYCLE	۰/۰۱۸	۲/۵۲۴	۰/۰۱۱
نسبت نقدینگی	CASHHOLD	۰/۶۳۰	۳/۸۲۰	۰/۰۰۰
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۰۳۰	۰/۵۰۸	۰/۶۱۰
تغییرات سود پرداخت شده	DIVIDEND_PER_S HARE	۰/۰۱۰	۱/۶۶۴	۰/۰۹۶
شاخص سود و زیان	LOSS	-۰/۰۷۲	-۲/۸۲۶	۰/۰۰۴
مقدار ثابت	C	-۰/۲۶۰	-۲/۸۵۴	۰/۰۰۴
ضریب تعیین	R Squar	۰/۳۱۵		
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R Square	۰/۳۰۵		
دوربین واتسون	Durbin-Watson	۲/۰۵۹		
آماره F	F	۳۰/۶۶۳		Prob. ۰/۰۰۰
آماره F-white	F-white	۱۶۱۵/۵۷۷		Prob. ۰/۰۰۰
آماره Godfrey	Godfrey	۰/۳۶۰		Prob. ۰/۶۹۷
آماره Hausman	Hausman	۲۵۲/۴۲۰		Prob. ۰/۰۰۰
آماره F-limer	F-limer	۳/۹۶۴		Prob. ۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در مرحله بعد با توجه به این‌که آماره F (۰/۰۰۰) دارای سطح معناداری زیر (۵ درصد) می‌باشد، بنابراین رگرسیون قدرت تبیین دارد. چون سطح معنی‌داری تأثیر توأم سیاست‌های تقسیم سود نقدی سهام و کیفیت گزارشگری مالی (متغیر مستقل) بیش از ۵ درصد می‌باشد، بنابراین می‌توان گفت که کیفیت گزارشگری مالی موجب کاهش تأثیر منفی سود نقدی سهام بر سرمایه‌گذاری نمی‌شود. اما از متغیرهای کنترلی کیفیت گزارشگری مالی، اندازه شرکت، نوسانات فروش، تغییرات سرمایه‌گذاری، شاخص کیوتوبین، ریسک ورشکستگی، نسبت ارزش ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات، اهرم مالی، نسبت جریان وجه نقد، چرخه عملیاتی، نسبت نقدینگی و شاخص سود و زیان بر سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری دارد. آماره دوربین واتسون نیز چون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد، پس می‌توان نتیجه‌گیری کرد که بین متغیرها مشکل خود همبستگی وجود ندارد. در نهایت مقدار ضریب تعیین نشان می‌دهد که تغییر در متغیرهای مستقل و کنترلی نماینگر ۳۱/۵ درصد تغییر در متغیر وابسته است.

۵-۶- مقایسه متغیرها و آزمون‌های آماری و نتایج پژوهش حاضر با پژوهش مشابه

همزمان با پژوهش حاضر، پژوهش مشابهی انجام گرفته است که پژوهش حاضر با پژوهش مشابه دارای وجوه افتراقی در خصوص قلمرو زمانی، جامعه آماری، متغیرهای کنترلی، آزمون ریسک ورشکستگی، آزمون‌های آماری مورد استفاده و نتایج حاصل به شرح جدول ۶ می‌باشد.

جدول ۶- مقایسه پژوهش حاضر با پژوهش‌های مشابه

پژوهش حاضر	پژوهش صالحی؛ قائدی مجرب و حیدری (۱۳۹۳)	پژوهش مقدس نوقایی؛ سیگاری و حصارزاده (۱۳۹۳)	پژوهش شفیع و بخشی جوزم (۱۳۹۳)
قلمرو زمانی	۱۳۸۵ - ۱۳۹۵	۱۳۸۰ - ۱۳۹۲	۱۳۸۵ - ۱۳۹۱
جامعه آماری	۱۳۰ شرکت (۱۰۴۰ سال - شرکت)	۱۰۰ شرکت (۶۰۰ سال - شرکت)	۷۲ شرکت (۹۳۶ سال - شرکت)
فرضیه‌ها	فرضیه اول: تأثیر منفی سود نقدی سهام بر سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی که بخش عمده‌ای از ارزش شرکت، حاصل از فرصت‌های رشد می‌باشد، شدیدتر است. فرضیه دوم: کیفیت گزارشگری مالی موجب کاهش تأثیر منفی سود نقدی سهام بر سرمایه‌گذاری	فرضیه اول: سود تقسیمی بر سرمایه‌گذاری‌ها با کیفیت گزارشگری مالی بالاتر منفی‌تر از شرکت‌هایی با کیفیت گزارشگری مالی پایین‌تر است. فرضیه دوم: تأثیر پیش‌بینی شده در فرضیه اول برای	فرضیه اول: اثر محدودکننده توزیع سود بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با کیفیت گزارشگری مالی بالاتر نسبت به شرکت‌های با کیفیت گزارشگری مالی پایین‌تر، کمتر است. فرضیه دوم: اثر محدودکننده

پژوهش شفیعی و بخشی جوزم (۱۳۹۳)	پژوهش مقدس نوقایی؛ سیگاری و حصارزاده (۱۳۹۳)	پژوهش صالحی؛ قاندى مجرى و حیدرى (۱۳۹۳)	پژوهش حاضر	
	توزیع سود بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های که نسبت بیشتری از ارزش شرکت وابسته به فرصت‌های رشد است قوی‌تر است.	شرکت‌هایی که بخشی از ارزش شرکت را به فرصت‌های رشد تخصیص می‌دهند بیشتر است.	می‌گردد.	
شش متغیر کنترلی شامل: اندازه شرکت، مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری (کیو - توبین)، ریسک و رشکستگی، حجم دارایی‌های مشهود، درجه اهرم مالی، جمع مانده نقدینگی شرکت (وجه نقد).	شش متغیر کنترلی شامل: اندازه شرکت، وجه نقد، (کیو - توبین) فرصت سرمایه‌گذاری، اهرم مالی، انحراف معیار استاندارد جریان نقد عملیاتی، نسبت جریان وجه نقد عملیاتی به فروش.	پنج متغیر کنترلی شامل: اندازه شرکت، فرصت سرمایه‌گذاری، خطر و رشکستگی، دارایی‌های ثابت مشهود، اهرم مالی.	چهارده متغیر کنترلی شامل: که علاوه بر اندازه شرکت، فرصت رشد شرکت (کیو - توبین)، ریسک و رشکستگی، نسبت دارایی‌های ثابت مشهود، اهرم مالی، نوسانات جریان نقدی، نوسانات فروش، تغییرات سرمایه‌گذاری، نسبت جریان وجه نقد، عمر شرکت، چرخه عملیاتی، نسبت نقدینگی، نرخ بازده دارایی‌ها، متغیر مجازی سود.	متغیرهای کنترلی
مدل آلتمن (۱۹۶۸)	_____	الگوی زیمسکی (۱۹۸۴)	مدل لججیت چهار متغیره، از مدل‌های بومی شده کردستانی و تاتلی (۱۳۹۳) (تحلیل ممیزی و تحلیل لججیت چهار متغیره) که در محیط اقتصادی ایران، قادر به شناسایی شرکت‌های سالم، در مانده و ورشکسته مالی در سطح دقت کلی ۹۳ درصد می‌باشد،	مدل آزمون ریسک و رشکستگی
آماره اف لیمر.	آزمون چاو (اف لیمر)، آزمون هاسمن.	آزمون لیمر (چاو)، آزمون هاسمن.	آماره گادفری، آماره اف وایت، آماره اف لیمر و آماره هاسمن.	آزمون‌های آماری مورد استفاده
تأیید فرضیه	تأیید فرضیه	تأیید فرضیه	تأیید فرضیه	نتایج آزمون فرضیه اول
_____	رد فرضیه	تأیید فرضیه	رد فرضیه	نتایج آزمون فرضیه دوم

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۷- بحث و نتیجه‌گیری

به لحاظ تجربی بسیاری از تحقیق‌ها در حوزه بازار سرمایه به بررسی مفید بودن اطلاعات حسابداری برای سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان پرداخته‌اند. مفید بودن اطلاعات حسابداری برای سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان، به طور تجربی از طریق بررسی ارتباط (عدم ارتباط) ارقام حسابداری منتشره با تغییر در قیمت سهام و یا سایر مؤلفه‌های با اهمیت و مورد نیاز جامعه، بررسی شده است. بر همین اساس هدف از انجام این پژوهش بررسی نقش کیفیت گزارشگری مالی در کاهش تأثیر منفی سیاست‌های تقسیم سود سهام بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که تأثیر منفی سود نقدی سهام بر سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی که بخش عمده‌ای از ارزش شرکت، ناشی از فرصت‌های رشد می‌باشد، شدیدتر است. این نتیجه با نتایج پژوهش‌های رامالین جیگودا و سان وانگ (۲۰۱۳)؛ براو و همکارانش (۲۰۰۵)؛ آرتور مورادو و جولیو پینادو (۲۰۰۳)؛ حیدر پور و زارع رفیع (۱۳۹۳)؛ صالحی و همکاران (۱۳۹۳) هم جهت بوده ولیکن با نتایج پژوهش‌های میلر و مودیلیانی (۱۹۶۱)؛ مقدس نوقایی و سیگاری و حصارزاده (۱۳۹۵) مغایر می‌باشد. نتیجه فرضیه دوم نشان داد که کیفیت گزارشگری مالی موجب کاهش تأثیر منفی سود نقدی سهام بر سرمایه‌گذاری نمی‌شود. نتیجه فرضیه دوم نیز با نتایج پژوهش‌های رضایی پسته نوئی و خاکباز (۱۳۹۵) و حیدر پور و زارع رفیع (۱۳۹۳) هم جهت بوده ولیکن با نتایج پژوهش‌های ویندی آنجلا و ریلا آریانکنا (۲۰۱۶)؛ رامالین جیگودا و سان وانگ (۲۰۱۳)؛ آرتور مورادو و جولیو پینادو (۲۰۰۳)؛ الهائی سحر و اسکندر (۱۳۹۶)؛ فروغی و امیری و ساکیانی (۱۳۹۵)؛ صالحی و همکاران (۱۳۹۳)؛ شفیع و بخشی جوزم (۱۳۹۳) مغایر می‌باشد. در مورد نتیجه فرضیه اول می‌توان گفت که سود سهام و سرمایه‌گذاری وابسته به یکدیگر می‌باشند و اینکه یک خط‌مشی سود سهام پایدار، از طریق کاهش سرمایه داخلی، مانع از سرمایه‌گذاری واحد اقتصادی می‌شود و افزایش سود سهام منجر به کاهش سرمایه‌گذاری در واحد اقتصادی می‌شود. شرکت‌هایی که بخش عمده‌ای از ارزش شرکت آن‌ها، حاصل از فرصت‌های رشد می‌باشد در مقایسه با شرکت‌هایی که با استفاده از روش‌های دیگری ارزشمند شده‌اند دارای سیاست‌های عملیاتی و مالی مداوم می‌باشند و این شرکت‌ها غالباً آینده مطلوبی دارند. بر همین اساس در این شرکت‌ها تأثیر منفی سود نقدی سهام بر سرمایه‌گذاری شدیدتر است. اما در مورد رد فرضیه دوم می‌توان گفت احتمالاً ناکارآمد بودن اطلاعات به علت عدم کارایی بازار سرمایه ایران می‌باشد که از دلایل بارز این امر می‌توان به انتشار اخبار نادرست و اثرگذاری سریع و قوی شایعات پیرو آن، وجود اطلاعات محرمانه رقابتی، ضعف تحلیل اساسی در بازار، عدم وجود ابزارهای مالی گسترده، وضعیت اقتصادی و به برخی رفتارهای سیاسی اشاره نمود.

با انجام هر پژوهش علمی افقی جدید باز می‌شود و ادامه راه مستلزم انجام تحقیق‌های دیگری است. بدین لحاظ پیشنهادهای این پژوهش شامل پیشنهادهای کاربردی است که در ادامه به آن اشاره می‌گردد.

- با توجه به نتایج حاصل از پژوهش به نظر می‌رسد سازمان بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نهادی نظارتی در بازار سرمایه ایران، به منظور جهت‌دهی بازار به سمت کارایی و جلوگیری از نشر اطلاعات نامتقارن که منجر به گزینش‌های نامناسب می‌شود و همچنین برای جلب اعتماد استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی برای اتخاذ تصمیم‌های بهینه، می‌تواند از طریق نظارت بیشتر بر کیفیت و ارائه بهنگام گزارش‌های مالی تهیه شده توسط شرکت‌های فعال در بازار و نیز روابط نمایندگی حاکم در این شرکت‌ها، آن‌ها را ملزم به ارائه اطلاعاتی باکیفیت، واقعی و دقیق نماید.
- با توجه به این که هدف مدیران این است که اعتماد مالکان شرکت را فراهم کنند پیشنهاد می‌شود این نکته را در نظر بگیرند که افزایش ارزش شرکت از طریق رشد شرکت، منجر به تأثیر شدیدتر رابطه منفی سیاست‌های تقسیم سود نقدی سهام و تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌گردد.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

فهرست منابع

- ۱) آذر، عادل و منصور مؤمنی، (۱۳۸۱)، "آمار و کاربرد آن در مدیریت"، جلد دوم، چاپ ششم، تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب درسی علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).
- ۲) اعتمادی، حسین و اکرم یار محمدی، (۱۳۸۲)، "بررسی عوامل مؤثر بر گزارشگری میان دوره‌ای به موقع در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار"، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، شماره دوم، صص ۸۷-۹۹.
- ۳) پور زمانی، زهرا، آزیتا جهانشاد و مختار کیوانفر، (۱۳۹۳)، "تأثیر محدودیت تأمین مالی بر ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری"، پایان نامه کارشناسی ارشد - دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی - دانشکده اقتصاد و حسابداری.
- ۴) حساس یگانه، یحیی، کاوه مهرانی، شاپور محمدی و حمزه دیدار، (۱۳۹۱)، "تدوین و تبیین مدل رابطه کیفیت گزارشگری مالی عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری در سطح شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران"، دانش حسابرسی، دوره ۱۲، شماره ۴۸، صص ۱۶۹-۱۴۷.
- ۵) حیدر پور، فرزانه و سمیه زارع رفیع، (۱۳۹۳)، "تأثیر متغیرهای سود تقسیمی و فرصت‌های رشد بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و نوسان‌پذیری بازده سهام"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۶، شماره ۲۲، صص ۲۴۷-۲۱۳.
- ۶) رضایی پسته نوئی، اسر و زهرا خاکباز، (۱۳۹۵)، "بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاری در مسئولیت اجتماعی شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد - مؤسسه‌های آموزش عالی غیردولتی - غیرانتفاعی - مؤسسه آموزش عالی حکیم جرجانی - دانشکده علوم انسانی و مدیریت.
- ۷) شفیعی، حسین و محمد بخشی جوزم، (۱۳۹۳)، "رابطه کیفیت گزارشگری مالی بر سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، سومین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری، گرگان، انجمن علمی و حرفه‌ای مدیران و حسابداران ایرانیان گلستان.
- ۸) صالحی، مهدی، حسین قائدی مجرب و ایمان حیدری، (۱۳۹۳)، "نقش کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثر تحمیلی سیاست تقسیم سود بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مقاله‌های همایش‌های ایران، اولین همایش ملی حسابداری، حسابرسی و مدیریت، مؤسسه آموزش عالی جامی.

- ۹) صیدی، حجت اله، (۱۳۸۷)، "ارائه مدلی برای گزارشگری مالی در بازار سرمایه اسلامی (نمونه موردی ایران)"، رساله دکتری حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی.
- ۱۰) فروغی، داریوش، هادی امیری و امین ساکیانی، (۱۳۹۵)، "توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی"، دانشگاه الزهرا (س)، پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۶، شماره ۲۱، صص ۸۹-۶۳.
- ۱۱) کردستانی، غلامرضا و رشید تاتلی، (۱۳۹۳)، "ارزیابی توان پیش‌بینی مدل‌های ورشکستگی (مقایسه مدل‌های اولیه و تعدیل شده)"، دانش حسابرسی، دوره ۱۴، شماره ۵۵، صص ۷۰-۵۱.
- ۱۲) مقدس نوقایی، مجتبی، عطیه سیگاری و رضا حصارزاده، (۱۳۹۵)، "نقش کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثر محدودکننده سیاست تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری"، فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال چهارم، شماره دوم، شماره پیاپی (۱۳).
- ۱۳) مهدوی، غلامحسین و غلامرضا رضایی، (۱۳۹۲)، "بررسی اثرات کیفیت گزارشگری مالی بر سیاست‌های تقسیم سود"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۵، شماره ۱۷، صص ۳۲-۱.
- ۱۴) الهائی سحر، مهدی و هدی اسکندر، (۱۳۹۶)، "اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر انواع عدم کارایی سرمایه‌گذاری"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۹، شماره ۳۵، صص ۱۲۰-۹۵.
- ۱۵) هیات تدوین استانداردها، (۱۳۸۵)، مبانی نظری حسابداری و گزارشگری مالی در ایران، نشریه ۱۱۳، چاپ سوم، سازمان حسابرسی.
- 16) Brav, A., J. R. Graham, C. R. Harvey, and R. Michaely. (2005), "Payout Policy in the 21st Century", *Journal of Financial Economics*, 77 (3), PP. 483-527.
- 17) Chen, F., O. Hope, Q. Li, and X. Wang, (2010), "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets", *The Accounting Review*, Vol. 86, PP.1255-1288.
- 18) Daniel, N. D., D. J. Denis, and L. Naveen, (2010), "Sources of Financial Flexibility: Evidence from Cash Flow Shortfalls", Working paper. Purdue University.
- 19) Dechow, P., I. Dichev, (2002), "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation errors. *The Accounting Review*, Vol. 77, PP. 35- 59.
- 20) Miller, M. H., and F. Modigliani. (1961), "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, 34 (4), PP. 411-433.
- 21) Morgado Arthur, Pindado Julio, (2003), "The Underinvestment and Overinvestment Hypotheses: An Analysis Using Panel Data", [European Financial Management](#), 9(2), PP. 163-177.
- 22) Santhosh Ramalingegowda, Chuan-San Wang, and Yong Yu, (May 2013), "The Role of Financial Reporting Quality in Mitigating the Constraining Effect of

- Dividend Policy on Investment Decisions”, The Accounting Review, Vol. 88, No. 3, PP. 1007- 1039.
- 23) Verdi, R, (2006), “Financial Reporting Quality and Investment Efficiency”, University of Pennsylvania, PP. 1-55.
- 24) Windy Angela and Rilya Aryancana, (2016), “The Effect of Financial Reporting Quality on Financing and Investment”, Global Journal of Business and Social Science Review, 4(3), PP. 113-120.
- 25) Yang, J., and Jiang, Y, (2008), “Accounting Information Quality, Free Cash Flow and Overinvestment: A Chinese study”, The Business Review, 11 (1), PP. 159-166.
- 26) Zimmerman, Jerold L, (2013), “Myth: External Financial Reporting Quality Has a First-Order Effect on Firm Value”, Accounting Horizons, Vol. 27, No. 4, PP. 887-894.

یادداشت‌ها

- ¹ Gomariz and Ballesta, Biddle & et al., Easley and O’Hara, Rajgopal and Venkatachalam.
- ² The Role of Financial Reporting Quality In Mitigating The Negative Effect of Dividend Policy on Investment Decisions
- ³ Decreased Dividends
- ⁴ General Accepted Accounting Principles (GAAP)
- ⁵ Innate, Fundamental Economic Factors
- ⁶ Discretionary
- ⁷ Zimmerman
- ⁸ NPV
- ⁹ Rodrigo S. Verdi
- ¹⁰ Miller and Modigliani’s
- ¹¹ Cash Flows
- ¹² Adverse selection
- ¹³ Moral Hazard
- ¹⁴ Brav & et al.
- ¹⁵ Lintner
- ¹⁶ Morgado Arthur, Pindado Julio
- ¹⁷ Daniel et al
- ¹⁸ Cut Dividends
- ¹⁹ Santhosh Ramalingegowda, Chuan-San Wang, and Yong Yu
- ²⁰ Windy Angela and Rilya Aryancana
- ²¹ Dechow, P., And I. Dichev
- ²² McNichols, M
- ²³ Chen & et al.
- ²⁴ Poold
- ²⁵ Panel
- ²⁶ Kolmogorov–Smirnov test