



## تأثیر چرخه عمر و اختیار توسعه بر نقش تعدیل کننده کیفیت گزارشگری مالی در بهبود تأثیر محدودکننده سیاست تقسیم سود

علی نادری<sup>۱</sup>

محسن دستگیر<sup>۲</sup>

فرزاد کریمی<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۳/۱۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۱/۰۸

### چکیده

در پژوهش حاضر نقش کیفیت گزارشگری مالی، به عنوان عامل تعدیل عدم تقارن اطلاعاتی، در بهبود تأثیرات محدودکننده سیاست تقسیم سود بر تصمیمات سرمایه‌گذاری، با در نظر گرفتن شاخص عمومی قیمت‌ها، آزمون گردید. در این راستا ۱۰۷ شرکت به روش حذف سیستماتیک انتخاب و داده‌ها با هدف تورم‌زدایی، بر اساس شاخص عمومی قیمت‌ها تعدیل و از ابزار رگرسیون مرکب جهت ساختاربندی و آزمون فرضیه‌ها در قالب الگوی داده‌های ترکیبی استفاده شد. مبنای نظری پیش‌فرض، مبنی بر اعمال محدودیت از سوی تصمیمات سیاست تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری، در میان شرکت‌های حاضر در مراحل مختلف چرخه عمر، سطوح مختلف کیفیت و سطوح مختلف اختیار توسعه تأیید گردید. با توجه به تأثیرگذاری چرخه عمر بر ساختار هزینه، فروش و توان سودآوری، شرکت‌ها به مراحل رشد، بلوغ و افول طبقه‌بندی که تأثیر کیفیت گزارشگری مالی، در مراحل رشد و بلوغ معنادار ارزیابی که می‌توان خصوصیات متفاوت شرکت‌ها در این مراحل را مؤثر دانست. در ارزیابی تأثیر اختیار توسعه و پتانسیل رشد شرکت‌ها، نقش کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌های دارای اختیار توسعه بالا، معنادار ارزیابی، همچنین نقش کیفیت گزارشگری مالی در میان شرکت‌های دارای کیفیت گزارشگری بالا و پایین نیز معنادار ارزیابی گردید.

**واژه‌های کلیدی:** کیفیت گزارشگری مالی، چرخه عمر، تصمیمات سرمایه‌گذاری، اختیار توسعه، سیاست تقسیم سود.

۱- گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اصفهان (خوراسگان)، اصفهان، ایران.

۲- گروه حسابداری و مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اصفهان (خوراسگان)، اصفهان، ایران. نویسنده مسئول

Dastmw@yahoo.com

۳- گروه اقتصاد بین الملل - دانشگاه آزاد اسلامی، واحد مبارکه، اصفهان، ایران

## ۱- مقدمه

تصمیمات سرمایه‌گذاری و تقسیم سود، از جمله حوزه‌های مهم تصمیم‌گیری و از حیث تأثیرگذاری بر جریان‌های نقدی واحدهای تجاری، همواره مورد توجه مدیریت و سهامداران بوده. سیاست تقسیم سود به واسطه تأثیر بر جریان‌های نقدی، عاملی محدودکننده تصمیمات سرمایه‌گذاری تلقی و از طرفی پدیده عدم تقارن اطلاعاتی در فضای اقتصادی، بر روابط میان دو سوی رابطه نمایندگی اثرگذار بوده و از کانال تأثیر بر جریان‌های نقدی، موجب تأثیر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌گردد. کیفیت گزارشگری از عوامل تأثیرگذار بر عدم تقارن اطلاعاتی میان طرفین رابطه نمایندگی بوده و تورم نیز متغیری اثرگذار در حوزه حسابداری و اقتصاد و ترکیب وزنی اعداد به ظاهر هم وزن می‌باشد. بر اساس نظریه بی‌ارتباطی میلر و مودیگلیانی<sup>۱</sup>، در بازارهای کامل، سیاست تقسیم سود نخواهد توانست تصمیمات سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر خود قرار دهد در حالی که در بازارهای ناقص، محدودیت‌های تأمین مالی برون‌سازمانی شرکت‌ها را به سمتی خواهد بُرد تا دست از پروژه‌های با ارزش خود با هدف تقسیم سود نقدی بکشند. بر اساس یافته‌های محققانی از جمله جنسن و مک‌لینگ<sup>۲</sup> (۱۹۷۶) مایرز و ماژلوف<sup>۳</sup> (۱۹۸۴)، در بازارهای ناقص، سیاست تقسیم سود تصمیمات سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار می‌دهد. در شرایط وجود "عدم تقارن اطلاعاتی"<sup>۴</sup>، پدیده‌های "گزینش نادرست"<sup>۵</sup> و "خطر اخلاقی"<sup>۶</sup> باعث محدودیت شرکت‌ها در دسترسی به منابع برون‌سازمانی می‌شوند. بر اساس یافته‌های لیننتز<sup>۷</sup>، این محدودیت‌ها رقابت برای جذب منابع داخلی، بین پروژه‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها را باعث و شرکت‌های دارای منابع مالی داخلی محدود باید در میان گزینه‌های پروژه‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود، دست به انتخاب بزنند که در اغلب موارد مدیران تمایلی برای ترک سیاست‌های تقسیم سود نخواهند داشت (وانگ و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۱۳).

## ۲- چارچوب نظری

سرمایه‌گذاری و تقسیم سود، در بهره‌برداری از منابع شرکت، در رقابت‌اند؛ به نحوی که شرکت‌ها در مواجهه با فرصت‌های کم‌سرمایه‌گذاری، به احتمال زیاد سود بیشتری تقسیم خواهند کرد. این شرکت‌ها به دلیل فرصت‌های اندک رشد، جریان‌های نقد آزاد را بجای سرمایه‌گذاری، بین سهامداران تقسیم می‌کنند. سازوکاری که احتمالاً تضاد بین تصمیمات سرمایه‌گذاری و تقسیم سود را کاهش دهد، کیفیت گزارشگری است و احتمالاً نقش آن در مراحل چرخه عمر متفاوت باشد. هنگام رقابت بین سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مطلوب و تقسیم سود، شرکت‌ها ممکن است بین پرداخت سود و پروژه‌های سرمایه‌گذاری دست به انتخاب بزنند. شرکت‌ها تمایل بیشتری به

پرداخت سود داشته و مشتاقند از برخی فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب برای حفظ سود سهام چشم‌پوشی کنند. ممکن است شرکت‌ها سطح سرمایه‌گذاری را برای افزایش سود سهام کاهش دهند. تقسیم سود احتمالاً تأثیر محدودکننده بر تصمیمات سرمایه‌گذاری دارد. زمانی که شرکت‌ها از مرحله رشد وارد بلوغ و افول می‌شوند، عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی افزایش یافته؛ زیرا شرکت‌ها در مراحل مختلف چرخه عمر به لحاظ مالی و اقتصادی رفتارهای خاصی خواهند داشت. لذا تصمیمات تقسیم سود و سرمایه‌گذاری تحت تأثیر مراحل چرخه عمر شرکت‌ها هستند. ارتقاء کیفیت گزارشگری، تصمیمات سرمایه‌گذاری را بهبود بخشیده و سود تقسیمی احتمالاً بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیرگذار خواهد بود. کیفیت بالای گزارشگری، اطلاعات دقیقی درباره جریان‌های نقد آتی حاصل از پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت ارائه کرده و در نتیجه باعث کاهش در عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران خارجی خواهد شد. کیفیت بالای گزارشگری، مشکلات خطر اخلاقی را از طریق تسهیل در قرارداد بین مدیران و سرمایه‌گذاران با بهبود توانایی سرمایه‌گذاران در نظارت بر رفتار مدیران، کاهش داده و همگام با بهبود کیفیت گزارشگری، دسترسی شرکت‌ها به وجوه خارجی تسهیل می‌گردد. شرکت‌های با کیفیت گزارشگری مالی بالا، هزینه‌های بدهی و حقوق صاحبان سهام کمی داشته و احتمالاً دسترسی بهتری به وجوه نقد خارجی داشته، در نتیجه احتمال کمی وجود دارد که از پروژه‌های سرمایه‌گذاری مطلوب به منظور پرداخت سود سهام چشم‌پوشی کنند (نقی زاده خانقاه و زینالی، ۱۳۹۴).

اجبار شرکت‌ها پس از دهه ۱۹۳۰ به گزارشگری مالی و تدوین مقررات افشاء توسط نهادهای خاص و طی فرایند مقررات‌گذاری<sup>۱۰</sup> تأثیراتی شگرف بر فضای اقتصاد و همچنین ابزارهای در دسترس سرمایه‌گذاران و دیگر ذینفعان داشته. از مسائل مهم در حسابداری و گزارشگری، اهداف صورت‌های مالی و کیفیت گزارشگری است. (بلکویی<sup>۱۱</sup>، ۱۳۸۱). کیفیت بالای گزارشگری، مشکلات خطر اخلاقی را از طریق تسهیل در قراردادهای فرایندهای نظارت سهامداران کاهش می‌دهد لذا شرکت‌های دارای کیفیت بالای گزارشگری، دسترسی بهتری به منابع مالی خارجی داشته و این احتمال که شرکت‌های مذکور از پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود با هدف پرداخت سود نقدی به سهامداران چشم‌پوشی نمایند کمتر است (وانگ و همکاران، ۲۰۱۳). در دوره‌های با رشد بالا، بین سیاست تقسیم سود با نوسانات قیمت سهام و بازده تعدیل شده بازار رابطه‌ای وجود ندارد که دلیل آنرا می‌توان مدنظر قرار ندادن مسائل و مشکلات حاکمیتی و راهبری توسط سرمایه‌گذاران دانست (فروک عمرو همکاران<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۲). کیفیت بالای گزارشگری باعث کاهش مشکلات ناشی از خطر اخلاقی شده لذا دسترسی بهتری به منابع نقدینگی خارجی داشته و احتمال کنارگذاری پروژه‌های سرمایه‌گذاری موجه با هدف اجرای سیاست‌های تقسیم سود کاهش می‌یابد (هلی و پالپو<sup>۱۲</sup>، ۲۰۰۱).

در تجزیه و تحلیل‌های مالی با بهره‌گیری از نسبت‌های مالی اگر فشار تورمی وجود داشته باشد ممکن است به نتایجی ناخواسته و گمراه‌کننده برسیم (دستگیر، ۱۳۹۰). از مهمترین مشکلات، تورم است. در ایران به دلیل تورم نیاز به تعدیل حساب‌های شرکت‌ها و مؤسسات ضروری است. جامعه حسابداری ما با دو مشکل روبروست. تورم و سپس نادیده گرفتن تورم (دستگیر و همکاران، ۱۳۸۳). شرکت‌های با محدودیت‌های مالی نهایتاً دست به سرمایه‌گذاری‌های بیش یا کمتر از حد معمول و مطلوب خواهند زد. می‌توان از شاخص عمومی قیمت‌ها به عنوان معیار تورم در ارزیابی و تحلیل‌های مالی بهره برد (چنگ و همکاران، ۲۰۱۳). از ابتدای دهه ۱۹۷۰ بحث اصلی حسابداران، سود اغراق‌آمیز و غیر معقول گزارش شده در صورت حساب‌های سود و زیان شرکت‌ها و مؤسسات بوده. تورم بیش از هر عامل دیگر باعث زیر سؤال رفتن روش حسابداری ارزش‌های تاریخی در گزارش عملکرد شده و باعث مطالعه و شکل‌گیری جدی سایر روش‌های حسابداری شده (دستگیر، ۱۳۷۴). هنگام تکانه نرخ تورم به دلایل کاهش قدرت خرید پول، به طور بالقوه این انگیزه در میان سرمایه‌گذاران مالی ایجاد می‌شود که در سبد دارایی‌های خود بازنگری نموده تا ارزش آنها را حفظ کنند (ابراهیمی و شگری، ۱۳۹۰).

### ۳- پیشینه و تحقیق‌های مرتبط

شرکت‌ها تمایل به چشم‌پوشی از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مطلوب به منظور حفظ سیاست تقسیم سود دارند اما با احتمال کم، شرکت‌ها به طور کلی از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مطلوب به منظور افزایش سودهای تقسیمی، صرف‌نظر می‌کنند (براو و همکاران<sup>۱۳</sup>، ۲۰۰۵). کیفیت بالای گزارشگری قویاً تأثیرات منفی تقسیم سود بر تصمیمات سرمایه‌گذاری را کاهش داده و این رابطه در شرکت‌هایی دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا، به مراتب بیشتر است (رامالین چگادا و همکاران<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۳). متغیرهای جریان نقد آزاد، محدودیت‌های مالی و راحت‌طلبی مدیران توجیه‌کننده تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر سیاست تقسیم سود هستند (کو و همکاران<sup>۱۵</sup>، ۲۰۱۷). بین کیفیت اطلاعات حسابداری و اعتبار تجاری، رابطه مثبتی وجود داشته و اعتباردهندگان به مشتریان با کیفیت گزارشگری مالی پایین، اعتبار کمتری اعطا می‌کنند (هایان<sup>۱۶</sup>، ۲۰۱۷). کیفیت گزارشگری و سررسید بدهی، سازوکاری هستند که در بهبود درجه‌ای از کارایی سرمایه‌گذاری مؤثرند (گوماریز و بالستا، ۲۰۱۴). بین اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری با ارزش آتی شرکت رابطه معناداری وجود داشته و احتمال افزایش ارزش شرکت با بالا رفتن نسبت‌های فوق بیشتر می‌شود (هاشمی و کمالی، ۱۳۸۹). کیفیت گزارشگری مالی با نوسان پذیری بازده سهام شرکت‌ها رابطه معکوسی داشته و افزایش آن به کاهش نوسان‌های بازدهی سهام

و کاهش ریسک شرکت‌ها منجر می‌شود (حیدرپور و زارع، ۱۳۹۳). چنانچه شرکت‌ها در حال رشد بوده یا برنامه توسعه داشته باشند، لزوماً سیاست تقسیم سود آن‌ها متأثر از این موضوع نخواهد شد (جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۵). بر اساس نظریه والتر<sup>۱۷</sup> سیاست تقسیم سود بر ارزش سهام شرکت‌ها مؤثر و سهامداران ترجیح می‌دهند بازده سرمایه‌گذاری خود را به صورت سود سهام دریافت کنند (جهانخانی، ۱۳۷۱). شرکت‌های با کیفیت گزارشگری بالا، معمولاً انحراف کمتری از سطح سرمایه‌گذاری بودجه شده داشته و در مواجهه با شرایط کلان اقتصادی<sup>۱۸</sup>، حساسیت<sup>۱۹</sup> و تغییرات کمتری از خود نشان می‌دهند و کیفیت گزارشگری مکانیزمی برای کاهش مشکلاتی مانند خطر اخلاقی و پذیرش نادرست می‌باشد (واترینو اولمان<sup>۲۰</sup>، ۲۰۱۲). پذیرش استانداردهای حسابداری بین‌المللی عاملی بالقوه برای کاهش در کیفیت گزارشگری سود می‌باشد و منجر به همگونی اطلاعات در میان شرکت‌ها و صنایع خواهد شد (بیدل و هیلاری<sup>۲۱</sup>، ۲۰۰۹). شرکت‌های دارای جریان‌های نقدی آزاد بالا مایل به استفاده از اهرم بالا برای کاهش هزینه‌های نمایندگی بوده و در یک بازار سرمایه ناقص، سیاست تقسیم سود می‌تواند تصمیمات سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد (قسان الطالب<sup>۲۲</sup>، ۲۰۱۲). بین جریان‌های نقدی آزاد و سود تقسیمی رابطه‌ای منفی و بین اهرم و سود تقسیمی رابطه مثبت معناداری وجود دارد (اوتامی و اینانگا<sup>۲۳</sup>، ۲۰۱۱). توان توضیحی فرصت رشد شرکت‌ها تابع سنجه اهرم مالی بوده و مادامی که سنجه اهرم مبتنی بر ارزش بازار باشد، بیشینه توان توضیحی متعلق به فرصت رشد خواهد بود حال آنکه چنانچه سنجه اهرم مبتنی بر ارزش دفتری باشد، بیشینه توان توضیحی اهرم، متعلق به فرصت رشد تعدیل شده است (دولو و بسطامی، ۱۳۹۷). کیفیت افشا و کیفیت حسابرسی به عنوان معیاری مستقیم از شفافیت گزارشگری مالی، دارای رابطه منفی و معنادار با نرخ مؤثر مالیاتی هستند (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۷). شرکت‌ها در مراحل مختلف چرخه عمر، تأمین مالی از طریق بدهی را ترجیح داده و به عبارتی در خصوص تأمین منابع مالی مورد نیاز خود از تئوری سلسله مراتبی پیروی می‌کنند (سرلک و همکاران، ۱۳۹۴). تورم بر بازده سرمایه‌گذاری تأثیرگذار بوده و می‌تواند یکی از عوامل مؤثر در تصمیم‌گیری اقتصادی و مالی تلقی شود (سعیدی و امیری، ۱۳۸۷). تورم به عنوان یکی از مهمترین متغیرهای اقتصادی اثرگذار بر قیمت سهام بوده و سرمایه‌گذاران تورم را در تصمیمات سرمایه‌گذاری در نظر می‌گیرند (فرازمند و همکاران، ۱۳۸۹). از نرخ تورم، نرخ ارز، نرخ تولید و اشتغال صنعتی می‌توان به عنوان متغیرهایی با درجه تأثیرگذاری کم بر ریسک سیستماتیک یاد کرد (شاه آبادی و همکاران، ۱۳۹۲). در بازار سرمایه ایران رابطه میان تغییرات کیفیت گزارشگری مالی و سرعت تعدیل قیمت معنادار نبوده و با بهبود کیفیت گزارشگری مالی، سرعت تعدیل قیمت سهام، تغییر معناداری از خود نشان نمی‌دهد همچنین در بازار سرمایه ایران سرعت تعدیل قیمت

سهام نسبت به اخبار خوب و بد دارای الگوی رفتاری متقارن می‌باشد (پورزمانی و قمری، ۱۳۹۲). تورم بر تأمین مالی از طریق بدهی بانکی تأثیر بیشتری نسبت به تأمین مالی از طریق انتشار سهام دارد (شیخ و همکاران، ۱۳۹۲). بین کیفیت گزارشگری مالی (افشاء) و اقلام تعهدی اختیاری رابطه معکوس معنادار وجود داشته اما این رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی (افشاء) با محافظه‌کاری شرطی و غیر شرطی معنادار ارزیابی نگردید (مشایخ و میمنت آبادی، ۱۳۹۳). کیفیت گزارشگری مالی (افشاء) و محافظه‌کاری، اثری معکوس بر هزینه سرمایه سهام عادی داشته و نتایج بررسی اثر متقابل کیفیت گزارشگری مالی (افشاء) و محافظه‌کاری بر هزینه سرمایه سهام عادی نشان‌دهنده آن است که با افزایش کیفیت گزارشگری مالی، اثر محافظه‌کاری بر هزینه سرمایه سهام عادی تعدیل خواهد شد (پورزمانی و منصوری، ۱۳۹۴). تورم به عنوان متغیری کلان بر بازده سهام تأثیرگذار است (صمدی و همکاران، ۱۳۹۰). در پژوهش‌های اقتصاد و مدیریت مالی نمی‌توان تغییرات یک متغیر را بدون در نظر گرفتن تعامل آن با سایر متغیرهای دیگر بررسی کرد (راعی و همکاران، ۱۳۹۱). در شرکت‌های با "فرصت‌های سرمایه‌گذاری<sup>۲۴</sup> پائین"، ارتباط بین جریان‌های نقدی آزاد و تغییرات تقسیم سود مثبت می‌باشد (رضوانی راز و همکاران، ۱۳۸۸). هر چند تورم از طریق کانال نرخ تنزیل، تأثیر منفی بر قیمت سهام دارد ولی اگر تورم و افزایش قیمت محصولات شرکت‌های بورسی بیش از رشد هزینه‌های تولید باشد، سود بنگاه‌ها افزایش یافته و تورم از کانال جریان وجوه نقدی آتی عایدی‌ها می‌تواند تأثیر مثبتی بر قیمت سهام داشته باشد (ترابی و همکاران، ۱۳۸۹). نرخ تورم متغیری اثرگذار بر عملکرد بورس اوراق بهادار است (تاجمیر و همکاران، ۱۳۹۴). افزایش نرخ تورم، کیفیت سود واقعی شرکت‌ها را پایین آورده و ارزش ذاتی هر سهم نیز کاهش می‌یابد (ابونوری و همکاران، ۱۳۹۲). سیاست تقسیم سود بانک‌ها تحت تأثیر مالیات قرار گرفته و نرخ‌های مالیاتی<sup>۲۵</sup> از مؤلفه‌های تأثیرگذار در صنعت بانکداری به لحاظ تعیین سیاست تقسیم سود آنها به شمار می‌رود (زیشان و همکاران، ۲۰۱۲). در سال‌های اخیر، نرخ بالای تورم یکی از معضلات اساسی اقتصاد ایران مطرح و بر اساس نتایج، نرخ تورم انتظاری، بالاترین تأثیر را داشته و بعد از آن متغیرهای نرخ رشد نقدینگی، نرخ تورم وارداتی و شکاف تولید به ترتیب بیشترین تأثیر را دارا هستند (الماسی و همکاران، ۱۳۹۱).

#### ۴- فرضیه‌های پژوهش

**فرضیه اصلی:** تأثیر محدود کننده سیاست تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری، در میان شرکت‌های با کیفیت گزارشگری بالا، ضعیف‌تر از شرکت‌های با کیفیت گزارشگری پائین است.

#### فرضیه‌های فرعی:

- اثر تعدیل‌گری کیفیت گزارشگری بر تأثیرات محدودکننده سیاست تقسیم سود، در میان شرکت‌های حاضر در مرحله بلوغ قوی‌تر است.
- اثر تعدیل‌گری کیفیت گزارشگری بر تأثیرات محدودکننده سیاست تقسیم سود، در میان شرکت‌هایی با "اختیار توسعه"<sup>۲۷</sup> بالا قوی‌تر است.
- سیاست تقسیم سود دارای اثر محدودکننده معنادار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌باشد.

#### ۵- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر به لحاظ روش استنتاج، توصیفی-همبستگی و به لحاظ طرح کلی "علّی پس از وقوع" می‌باشد. داده‌ها "تابلویی متوازن"<sup>۲۸</sup> و نمونه‌ها بروش حذف سیستماتیک انتخاب شدند. در بررسی فرضیه‌ها، از آزمون معناداری ضرایب و مدل رگرسیونی مرکب<sup>۲۹</sup> استفاده و با هدف احراز صلاحیت مدل رگرسیونی و ضرایب، آزمون‌های تشخیصی فروض کلاسیک رگرسیون<sup>۳۰</sup> اجرا شده. در آزمون همگنی مقاطع داده‌ها، با هدف تعیین روش آزمون از میان روش‌های "ترکیبی" و "تابلویی"، از آزمون F لیمر و جهت الگوی تخمین مدل رگرسیونی، تحت رویکردهای "اثرات ثابت"<sup>۳۱</sup> و "اثرات تصادفی"<sup>۳۲</sup> از آزمون هاسمن استفاده و محدودیت‌های حذف سیستماتیک به شرح زیر است:

- (۱) صورت‌های مالی، حسابرسی شده، غیر تلفیقی و پایان دوره‌ای بوده و طی قلمرو زمانی، تغییری در سال مالی خود نداشته باشند.
- (۲) دسترسی به اطلاعات مورد نیاز ۱۰ ساله شرکت‌ها
- (۳) داده برای یک دوره ۱۰ ساله (۱۳۸۶ لغایت ۱۳۹۵) ارائه شده باشد.
- (۴) جزء بانک، مؤسسات اعتباری و سایر نهادهای پولی و واسطه‌گری مالی نباشند.
- (۵) سهام آنها، طی قلمرو زمانی پژوهش، حداقل سه ماه یکبار در بورس معامله شده باشد. پس از اعمال محدودیت‌های فوق، تعداد ۱۰۷ شرکت به‌عنوان نمونه‌های آماری انتخاب شدند.

## متغیرهای پژوهش

متغیرهای وابسته<sup>۳۳</sup>، مستقل<sup>۳۴</sup> و کنترلی<sup>۳۵</sup> به شرح زیر می‌باشند:  
 سرمایه‌گذاری<sup>۳۶</sup>: بر اساس مدل ریچاردسون<sup>۳۷</sup> (۲۰۰۶) و بیدل و همکاران<sup>۳۸</sup> (۲۰۰۹):

$$INVEST = \frac{XRD+CAPX+AQC-SPPE}{TA} \quad (1)$$

Invest: سرمایه‌گذاری، XRD: مخارج تحقیق و توسعه، AQC: مخارج تأسیس، SPPE: وجوه دریافتی از بابت فروش دارایی ثابت TA: مجموع دارایی‌ها، مخارج سرمایه‌ای<sup>۳۹</sup> (CAPX): مخارج سرمایه‌ای به کسر "جریان‌های نقدی فروش دارایی‌های ثابت"<sup>۴۰</sup> بر دارایی‌ها. سود تقسیمی<sup>۴۱</sup> (DIVIDEND): نسبت سود تقسیمی بر دارایی‌های سال قبل. کیفیت گزارشگری (RQ): بر اساس مدل "دچو و دیچو"<sup>۴۲</sup> (۲۰۰۲) تعدیل شده توسط نیکولز<sup>۴۳</sup> (۲۰۰۲)، مقدار منفی انحراف استاندارد جزء باقیمانده مدل رگرسیونی

$$WCA_{jt} = \beta_0 + \beta_1 Cfo_{jt-1} + \beta_2 Cfo_{jt} + \beta_3 Cfo_{jt+1} + \beta_4 \Delta Revenues_{jt} + \beta_5 PPE_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (2)$$

$\Delta WCA_{jt}$ : اقلام تعهدی جاری در زمان t. تغییر در دارایی‌های جاری (تغییر در وجه نقد در سال جاری نسبت به قبل) به کسر تغییر در بدهی‌های جاری (جاری (صه جاری بدهی‌های بلندمدت) بر مجموع دارایی‌ها. بشرح معادله زیر:

$$\Delta WCA_{jt} = \Delta CA_{jt} - \Delta CL_{jt} - \Delta CASH_{jt} + \Delta STDEBT_{jt} \quad (3)$$

$\Delta WCA_{jt}$ : جمع اقلام تعهدی جاری شرکت i در سال t -  $\Delta CA_{jt}$ : تغییر در دارایی‌های جاری شرکت i در سال t نسبت به سال t-1

$\Delta CL_{jt}$ : تغییر بدهی جاری شرکت i در سال t نسبت به سال قبل -  $\Delta CASH_{jt}$ : تغییر موجودی نقد شرکت i در سال t نسبت به سال t-1

$\Delta STDEBT_{jt}$ : تغییر در تسهیلات مالی دریافتی کوتاه‌مدت شرکت i در سال t نسبت به سال t-1 باقیمانده معادله، خطاهای برآوردی در اقلام تعهدی جاریست که با جریان نقد عملیاتی رابطه نداشته و نمی‌توان آنها را از طریق تغییر در درآمد و سطح دارایی ثابت بیان کرد و نشان از کیفیت گزارشگری تغییر در اقلام مالی دارند. بر اساس پژوهش "چن و همکاران"<sup>۴۴</sup> (۲۰۱۱); فروغی و همکاران (۱۳۹۲)، انحراف استاندارد باقیمانده‌ها، نماینده کیفیت گزارشگری مالی بوده. ملاک



ارزیابی سطح کیفیت گزارشگری مالی، حد میانه کیفیت است. کیفیت بالای اقلام تعهدی می‌تواند عمده تغییر در جریان‌های نقدی جاری، گذشته و آینده را منعکس و در نتیجه باقیمانده خاص شرکت ( $\epsilon_0$ ) مبنای کیفیت گزارشگری در این پژوهش را شکل می‌دهد. چرخه عمر شرکت ( $CS^{45}$ ): شرکت‌ها بر اساس متغیرهای چهارگانه رشد فروش، مخارج سرمایه‌ای، نسبت سود تقسیمی و سن شرکت برای هر سال شرکت به سه مرحله رشد<sup>۴۶</sup>، بلوغ<sup>۴۷</sup> و افول<sup>۴۸</sup> طبقه‌بندی شدند. سال شرکت‌ها بر اساس هریک از چهار متغیر و به کمک پنجم‌های آماری، در پنج طبقه جای گرفته و بر اساس پنجم مدنظر، امتیازی بین ۱ تا ۵ به آنها اختصاص داده شد. در ترکیب پنجم آماری، متغیرهای نرخ رشد فروش و مخارج سرمایه‌ای، نزولی و متغیرهای سن و نسبت سود تقسیمی، صعودی رتبه‌بندی شدند (ارک و چن، ۲۰۰۶).

جدول ۱- ارزیابی چرخه عمر واحدهای تجاری

| مرحل چرخه عمر | نرخ رشد فروش | مخارج سرمایه‌ای | سن شرکت | نسبت سود تقسیمی |
|---------------|--------------|-----------------|---------|-----------------|
| پنجک یکم      | ۵            | ۵               | ۱       | ۱               |
| پنجک دوم      | ۴            | ۴               | ۲       | ۲               |
| پنجک سوم      | ۳            | ۳               | ۳       | ۳               |
| پنجک چهارم    | ۲            | ۲               | ۴       | ۴               |
| پنجک پنجم     | ۱            | ۱               | ۵       | ۵               |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بر مبنای نمره مرکب، مجموع نمرات بین ۱۶ تا ۲۰ نشانگر مرحله رشد، ۹ تا ۱۵ مرحله بلوغ و ۴ تا ۸ نشانگر مرحله افول می‌باشد. با هدف ارزیابی تأثیرات احتمالی برخی فاکتورهای اقتصادی، متغیرهای کنترلی<sup>۴۹</sup> بشرح زیر می‌باشند. اندازه<sup>۵۰</sup>: لگاریتم طبیعی مجموع دارائی‌ها - اختیار توسعه<sup>۵۱</sup>: ارزش بازار مجموع دارائی‌ها به ارزش دفتری مجموع دارائی‌های دوره قبل (وانگ و همکاران، ۲۰۱۳) - ریسک و رشکستگی<sup>۵۲</sup>: مدل آلمن<sup>۵۳</sup> (۱۹۶۸)، مبتنی بر "تحلیل تشخیصی چندگانه"<sup>۵۴</sup>:

(۴)

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

- W1 : دارائی‌ها/ سرمایه در گردش  
 W2 : دارائی‌ها/ سود انباشته  
 W3 : دارائی‌ها/ سود قبل از کسر بهره و مالیات  
 W4 : دارائی‌ها/ ارزش بازار حقوق صاحبان سهام  
 W5 : دارائی‌ها/ فروش

جدول ۲- طبقه بندی Z و ارزیابی سطح ورشکستگی

| ۲/۶۷۵ < Z                   | ۲/۶۷۵ > Z > 1/81 | Z < 1/81 | سطح z بر آورد شده |
|-----------------------------|------------------|----------|-------------------|
| احتمال ورشکستگی در حد پائین | در معرض ورشکستگی | ورشکسته  | سطح ورشکستگی      |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

مشهود بودن دارایی‌ها<sup>۵۵</sup>: نسبت دارایی‌های ثابت به مجموع دارایی‌ها دوره قبل (وانگ و همکاران، ۲۰۱۳) - اهرم<sup>۵۶</sup>: بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام - سطح نقدینگی<sup>۵۷</sup>: نسبت وجه نقد به دارایی‌ها در پایان دوره - جریان نقدی عملیاتی: جریان نقدی حاصل از عملیات -  $(Std\text{cfo})$ <sup>۵۸</sup>: انحراف استاندارد جریان نقدی عملیاتی -  $(Std\text{sale})$ <sup>۵۹</sup>: انحراف استاندارد فروش -  $(Std\text{investment})$ : انحراف استاندارد سرمایه‌گذاری - سن<sup>۶۱</sup>: (Age): فاصله زمانی از تأسیس (ایزدی نیا و همکاران، ۱۳۹۲) - چرخه عملیات<sup>۶۲</sup> (Cycle): لگاریتم نسبت ارزش حساب‌های دریافتی به فروش و نسبت ارزش موجودی کالا به بهای تمام شده فروش، در ۳۶۰ (وانگ و همکاران، ۲۰۱۳) - زیان<sup>۶۳</sup>: سود قبل از مالیات (وانگ و همکاران، ۲۰۱۳). - بازده دارایی‌ها<sup>۶۴</sup>: سود قبل از مالیات به دارایی‌ها در پایان دوره قبل.

با هدف تورمزدایی داده‌ها، شاخص کل بهای کالا و خدمات، مبنای تعدیل داده‌ها قرار گرفت. مدل رگرسیونی پژوهش:

رابطه ۵)

$$Investment_{jt} = \beta_0 + \beta_1 Dividend_{jt} + \beta_2 (Dividend_{jt} * RQ_{jt-1}) + \beta_3 Size_{jt-1} + \beta_4 Tobin_{jt-1} + \beta_5 Bankrupt_{jt-1} + \beta_6 Tangibility_{jt-1} + \beta_7 Leverage_{jt-1} + \beta_8 Cash_{jt-1} + \beta_9 Cfo_{jt-1} + \beta_{10} Sdcfo_{jt-1} + \beta_{11} Sdsale_{jt-1} + \beta_{12} Sdinvestment_{jt-1} + \beta_{13} Age_{jt-1} + \beta_{14} Cycle_{jt-1} + \beta_{15} Loss_{jt-1} + \beta_{16} Roa_{jt} + \beta_{17} RQ_{jt} + \epsilon_{jt}$$

۶- تجزیه و تحلیل یافته‌ها و آزمون فرضیه‌ها

جدول ۳- فراوانی شرکت‌ها به لحاظ متغیر زیان / سود ده بودن

| زیان / سود ده بودن |        | کیفیت گزارشگری |      | سطح اختیار توسعه |      | چرخه عمر |      |     |
|--------------------|--------|----------------|------|------------------|------|----------|------|-----|
| زیان ده            | سود ده | پائین          | بالا | پائین            | بالا | افول     | بلوغ | رشد |
| ۱۳                 | ۹۴     | ۴۰٪            | ۶۰٪  | ۳۳٪              | ۶۷٪  | ۳۱٪      | ۴۶٪  | ۲۳٪ |
| ۱۲٪                | ۹۴     | ۴۳             | ۶۴   | ۳۵               | ۷۲   | ۳۳       | ۴۹   | ۲۵  |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۴- آمار توصیفی داده‌ها پس از ترمیم داده‌ها (وینزورایز<sup>۵</sup>):

| نام متغیر                          | تعداد | میانگین    | انحراف معیار | حداقل      | حداکثر    | میان       | چولگی      | کشدگی    |
|------------------------------------|-------|------------|--------------|------------|-----------|------------|------------|----------|
| سرمایه‌گذاری                       | ۱۰۷۰  | -۰/۰۳۸۷۶۱۲ | ۰/۵۴۹۸۹۲     | -۰/۱۷۴۸۵۰۱ | ۰/۰۵۰۶۸۶۵ | -۰/۰۲۵۸۷۹۳ | -۰/۰۸۶۶۵۹۵ | ۳/۴۲۸۷۰۲ |
| سود تقسیمی                         | ۱۰۷۰  | ۰/۰۵۳۰۷۹۱  | ۰/۰۶۲۸۸۹۶    | ۰          | ۱         | ۰/۰۲۶۳۹۲   | ۱/۳۹۲۵۸۵   | ۳/۹۵۰۰۳۲ |
| کیفیت گزارشگری مالی                | ۱۰۷۰  | ۰/۰۰۹۷۹۳۹  | ۰/۱۲۴۲۳۸۵    | -۰/۲۳۹۱۸۸۵ | ۰/۳۲۱۶۲۳۱ | ۰/۰۰۰۲۱۴۱  | ۰/۵۴۲۶۳۳۸  | ۳/۹۴۶۶۷۷ |
| سود تقسیمی * کیفیت گزارشگری مالی   | ۱۰۷۰  | ۰/۰۰۰۵۳۸۱  | ۰/۰۰۶۲۹۹۷    | -۰/۰۱۲۳۰۳۵ | ۰/۰۱۹۱۷۵۷ | ۰          | ۱/۰۴۹۷۷۷   | ۵/۷۶۸۹۷۴ |
| اندازه شرکت                        | ۱۰۷۰  | ۵/۹۱۷۸۷۱   | ۰/۵۳۷۹۰۹۹    | ۰/۰۹۱۲۷۳   | ۷/۱۱۹۹۵۸  | ۵/۸۴۹۳۹۴   | ۰/۵۸۵۰۸۷۶  | ۲/۷۲۹۷۸۹ |
| اختیار توسعه                       | ۱۰۷۰  | ۲/۵۰۰۶۳۲   | ۰/۹۱۵۹۲۲۶    | ۱/۱۳۰۳۳۴   | ۴/۰۴۷۶۵۹  | ۲/۴۱۷۰۳۲   | ۰/۱۳۵۷۵۰۴  | ۱/۸۳۳۹۶۹ |
| انحراف استاندارد جریان نقد عملیاتی | ۱۰۷۰  | ۰/۰۹۹۷۶۸۸  | ۰/۰۸۴۲۴۶۵    | -۰/۰۱۱۹۰۷۴ | ۰/۳۳۳۸۲۱۳ | ۰/۰۶۹۹۳۱   | ۱/۳۵۶۲۴    | ۴/۱۸۶۸۱۸ |
| انحراف استاندارد فروش              | ۱۰۷۰  | ۰/۴۸۴۴۹۲۱  | ۰/۵۶۷۹۲۵۷    | ۰/۰۶۶۸۷۴   | ۲/۴۰۰۰۶۹  | ۰/۲۸۴۳۳۶۱  | ۲/۳۴۷۱۴    | ۷/۸۰۹۰۷۶ |
| انحراف استاندارد سرمایه‌گذاری      | ۱۰۷۰  | ۰/۱۲۷۴۸۶۳  | ۰/۲۴۷۹۵۵۳    | ۰/۰۰۴۹۹۸۱  | ۱/۱۱۲۵۷۳  | ۰/۰۴۹۹۴۶۴  | ۳/۳۶۰۲۸۹   | ۱۳/۲۹۶۱  |
| ریسک ورشکستگی                      | ۱۰۷۰  | ۰/۰۴۵۵۶۹۸  | ۰/۱۴۹۸۲۰۳    | ۰/۰۰۰۰۲۲۷  | ۰/۶۲۶۱۱۲  | ۰/۰۰۰۰۷۷۱۹ | ۳/۴۱۳۸۶۳   | ۱۲/۹۹۵۲۶ |
| مشهود بودن دارائی‌ها               | ۱۰۷۰  | ۰/۰۴۷۰۱۸۷  | ۰/۱۵۳۳۱۱۱    | ۰/۰۰۰۰۲۰۴  | ۰/۶۳۹۵۱۵۵ | ۰/۰۰۰۰۸۱۱۲ | ۳/۳۹۴۴۸۶   | ۱۲/۸۶۷۱  |
| اهرم مالی                          | ۱۰۷۰  | ۰/۵۹۵۱۸۵۷  | ۰/۲۷۸۸۱۵     | ۰          | ۰/۹۴۸۷۲۱۱ | ۰/۶۴۹۰۱۴۷  | -۰/۰۸۸۴۲۰۴ | ۲/۹۳۳۹۱  |
| جریان نقد عملیاتی                  | ۱۰۷۰  | ۰/۵۴۴۲۵۸۵  | ۱/۳۵۳۲۷۶     | -۰/۰۵۶۱۰۸  | ۵/۰۶۴۷۲۹  | ۰/۰۶۵۴۱۴۶  | ۲/۸۹۲۰۵۸   | ۱۰/۱۹۴۸۴ |
| سن شرکت                            | ۱۰۷۰  | ۳۸/۲۱۴۹۵   | ۱۳/۹۲۸۸۸     | ۱۶         | ۵۹        | ۴۱         | -۰/۳۱۰۲۶۲۵ | ۱/۶۸۵۸۸  |
| چرخه عملیات                        | ۱۰۷۰  | ۲۷۲/۸۳۹۶   | ۲۳۸/۶۰۳۷     | ۴۵/۵۴۳۸۲   | ۹۸۷/۰۴۸   | ۲۰۴/۹۴۹۱   | ۱/۷۹۲۰۲    | ۵/۸۹۴۶۷۲ |
| سطح نقدینگی                        | ۱۰۷۰  | ۰/۰۳۵۴۷۲   | ۰/۰۳۱۵۳۴۹    | ۰/۰۰۳۵۷۳   | ۰/۱۲۳۱۸۱۱ | ۰/۰۲۵۱۷۹۳  | ۱/۴۴۱۴۶۵   | ۴/۳۸۴۳۱۷ |
| نرخ بازده دارائی‌ها                | ۱۰۷۰  | ۰/۱۰۰۴۴۴۷  | ۰/۱۰۴۶۱۷     | -۰/۰۶۱۸۱۸۱ | ۰/۳۳۶۹۹۹۵ | ۰/۰۷۸۲۴۴۴  | ۰/۰۲۸۷۳۳   | ۲/۸۰۲۷۴۸ |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

تعداد مشاهدات در بازه زمانی پژوهش برای هر متغیر برابر با ۱۰۷ می‌باشد. شاخص میانگین به‌عنوان شاخص اصلی مرکزیت داده‌ها برای متغیر سرمایه‌گذاری برابر با ۰/۰۳۸۷۶۱۲- که می‌توان آن را گرایش بیشتر شرکت‌ها به فروش سرمایه‌گذاری‌ها با توجه به شرایط اقتصادی و محیطی تفسیر نمود و میانگین کیفیت گزارشگری مالی برابر با ۰/۰۰۹۷۹۳۹ و دارای بیشینه و کمینه برابر با ۰/۳۲۱۶۲۳۱ و ۰/۲۳۹۱۸۸۵- می‌باشد. شاخص انحراف معیار از دیگر پارامترهای اساسی پراکندگی برای متغیر چرخه عملیات برابر با ۲۲۹ و برای متغیر اثر متقابل فیما بین سیاست تقسیم سود و کیفیت گزارشگری برابر با ۰/۰۰۶۲۹۹۷ بوده که در بین متغیرهای پژوهش، به ترتیب دارای بیشترین و کمترین میزان انحراف معیار می‌باشند. شاخص سود تقسیمی به‌عنوان سیاست تقسیم سود شرکت‌ها دارای میانگینی برابر با ۰/۰۵۳۰۷۹۱ می‌باشد. متوسط چرخه عملیات نمونه‌های آماري نیز در حدود ۲۷۳ می‌باشد. در خصوص متغیرهای اختیار توسعه و چرخه عمر شرکت به دلیل انحراف معیار بالا، با هدف کاهش در مخاطرات احتمالی، مقادیر لگاریتمی آن‌ها مورد استفاده

قرار گرفته است. متغیر شاخص زبان ده بودن شرکت‌ها، یک متغیر دو وجهی بوده که فراوانی متغیر مذکور در جدول زیر ارائه شده.

جهت شناسایی شکست ساختاری احتمالی داده‌ها به دلایل محیطی و اقتصادی و پیشگیری از بُروز اثرات منفی بر نتایج، مانایی متغیرها از طریق مدل مانایی هاریس آزمون و داده‌های پژوهش فاقد شکست ساختاری تشخیص داده شدند. با توجه به حجم نمونه و داده‌های ترکیبی توزیع داده‌ها نرمال ارزیابی گردید. برای نمونه‌های بزرگ، انحراف از فرض نرمالیتی اندک است. با توجه به قضیه حد مرکزی، آماره‌های آزمون به صورت حدی از توزیع‌های مناسب حتی در غیاب نرمالیتی تبعیت می‌کنند (بدری و عبدالباقی، ۱۳۸۹، ۱۶۷)

روش تخمین مدل‌ها به همراه آزمون خودهمبستگی سریالی (والدریج و براش گادفریبا لحاظ دو وقفه) شرح جداول زیر می‌باشد:

جدول ۵- انتخاب روش برازش مدل آزمون بر اساس تخمین اولیه

| نتیجه / روش منتخب | هاسمن   |        | براش پاکان (ضرایب لاگرانژ) |        | F تخمین اولیه مدل |       | مدل‌های پژوهش / آزمون |
|-------------------|---------|--------|----------------------------|--------|-------------------|-------|-----------------------|
|                   | P/VALUE | کای دو | P/VALUE                    | کای دو | P/VALUE           | F     |                       |
| تلفیقی            | ...     | ...    | ۰/۲۶۳۰                     | ۰/۰۴۰  | ۰/۱۹۱۰            | ۱/۱۵  | اختیار توسعه بالا     |
| تلفیقی            | ...     | ...    | ۱/۰۰۰                      | ۰/۰۰   | ۰/۶۲۷۸            | ۰/۰۹۰ | اختیار توسعه پایین    |
| پانل ثابت         | ۰/۰۰۵۴  | ۳۴/۰۴۵ | ۰/۰۰۰                      | ۱۳/۱۵  | ۰/۰۰۰             | ۲/۸۷  | چرخه عمر - رشد        |
| پانل رندوم        | ۰/۵۱۰۷  | ۱۵/۱۹  | ۰/۰۰۰                      | ۹۱/۹۶  | ۰/۰۰۰             | ۴/۰۷  | چرخه عمر - بلوغ       |
| پانل رندوم        | ۱/۰۰۰   | ۱/۶۲   | ۰/۰۰۰                      | ۵۳/۲۶  | ۰/۰۰۰             | ۳/۸۰  | چرخه عمر - افول       |
| تلفیقی            | ...     | ...    | ۱/۰۰۰                      | ۰/۰۰   | ۰/۸۳۹۸            | ۰/۸۲  | کیفیت گزارشگری بالا   |
| تلفیقی            | ...     | ...    | ۱/۰۰۰                      | ۰/۰۰   | ۰/۲۷۸۳            | ۱/۱۳  | کیفیت گزارشگری پایین  |
| پانل رندوم        | ۰/۱۹۷۴  | ۱۹/۳۷  | ۰/۰۰۰                      | ۲۶۶/۴۷ | ۰/۰۰۰             | ۴/۵۹  | اصلی                  |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۶- آزمون خودهمبستگی سریالی بین جملات باقیمانده مدل‌های پژوهش

| نتیجه                 | معناداری | آماره آزمون | نوع آزمون | فرضیه و مدل         |
|-----------------------|----------|-------------|-----------|---------------------|
| خود همبستگی سریالی    | ۰/۰۰۱۶   | ۱۲/۷۱۲      | F         | مرحله رشد           |
| عدم خودهمبستگی سریالی | ۰/۱۶۹۵   | ۱/۹۴۶       | F         | مرحله بلوغ - وقفه ۱ |
| عدم خودهمبستگی سریالی | ۰/۳۵۹۳   | ۲/۷۵۱       | F         | مرحله بلوغ - وقفه ۲ |
| عدم خودهمبستگی سریالی | ۰/۲۳۸۷   | ۲/۶۰۹       | F         | مرحله بلوغ - وقفه ۳ |
| عدم خودهمبستگی سریالی | ۰/۱۸۶۲   | ۱/۸۲۵       | F         | مرحله افول - وقفه ۱ |
| عدم خودهمبستگی سریالی | ۰/۱۷۶۳   | ۲/۶۲۵       | F         | مرحله افول - وقفه ۲ |

| نتیجه                 | معناداری | آماره آزمون |        | نوع آزمون   | فرضیه و مدل          |
|-----------------------|----------|-------------|--------|-------------|----------------------|
| عدم خودهمبستگی سریالی | ۰/۱۶۴۲   | ۱/۵۲۵       | F      |             | مرحله افول - وقفه ۳  |
| عدم خودهمبستگی سریالی | ۰/۶۵۴۴   | ۰/۲۰۰       | کای دو | براش گادفری | کیفیت بالا - وقفه ۱  |
| عدم خودهمبستگی سریالی | ۰/۲۵۹۱   | ۲/۷۰۱       |        |             | کیفیت بالا - وقفه ۲  |
| عدم خودهمبستگی سریالی | ۰/۴۳۸۷   | ۲/۷۰۹       |        |             | کیفیت بالا - وقفه ۳  |
| عدم خودهمبستگی سریالی | ۰/۸۶۲۶   | ۰/۰۳۰       | کای دو | براش گادفری | کیفیت پائین - وقفه ۱ |
| عدم خودهمبستگی سریالی | ۰/۳۱۱۷   | ۲/۳۳۲       |        |             | کیفیت پائین - وقفه ۲ |
| عدم خودهمبستگی سریالی | ۰/۳۱۸۳   | ۳/۵۱۹       |        |             | کیفیت پائین - وقفه ۳ |
| عدم خودهمبستگی سریالی | ۰/۴۶۸۸   | ۰/۵۲۵       | کای دو | براش گادفری | توسعه بالا - وقفه ۱  |
| عدم خودهمبستگی سریالی | ۰/۴۸۴۷   | ۱/۴۴۸       |        |             | توسعه بالا - وقفه ۲  |
| عدم خودهمبستگی سریالی | ۰/۰۹۵۱   | ۶/۳۶۶       |        |             | توسعه بالا - وقفه ۳  |
| عدم خودهمبستگی سریالی | ۰/۵۵۴۶   | ۰/۳۴۹       | کای دو | براش گادفری | توسعه پائین - وقفه ۱ |
| عدم خودهمبستگی سریالی | ۰/۳۲۴۹   | ۲/۲۴۸       |        |             | توسعه پائین - وقفه ۲ |
| عدم خودهمبستگی سریالی | ۰/۵۲۲۴   | ۲/۲۴۹       |        |             | توسعه پائین - وقفه ۳ |
| عدم خودهمبستگی سریالی | ۰/۰۰۵۹   | ۷/۸۸۵       | F      | والدریج     | مجموع نمونه‌ها       |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بر اساس نتایج آزمون همبستگی سریالی تا وقفه دوم، بجز شرکت‌های مرحله رشد، موضوع خود همبستگی سریالی منتفی و لذا در رابطه با شرکت‌های مرحله رشد، به دلیل وجود خودهمبستگی سریالی بین جملات باقیمانده، مدل با ورود وقفه (ARI)، برازش گردید. لزوم همسانی واریانس بین گروه‌های مختلف منتخب از میان جملات باقیمانده از طریق آزمون‌های وایت و والد بشرح زیر آزمون می‌گردد.

جدول ۷- آزمون همسانی واریانس جملات باقیمانده مدل‌های پژوهش

| نتیجه نهایی      | سطح معناداری | آماره آزمون |            | نوع آزمون | فرضیه و مدل |
|------------------|--------------|-------------|------------|-----------|-------------|
| ناهمسانی واریانس | ۰/۰۰۰۰       | ۸۴۹۹/۴۵     | کای اسکوتر | والد      | مرحله رشد   |
| ناهمسانی واریانس | ۰/۰۰۰۰       | ۱۱۸۹۴/۰۳    | کای اسکوتر | والد      | مرحله بلوغ  |
| ناهمسانی واریانس | ۰/۰۰۰۰       | ۶۱۵۴/۳۷     | کای اسکوتر | والد      | مرحله افول  |
| ناهمسانی واریانس | ۰/۰۰۹۹       | ۲۱۴/۷۹      | کای اسکوتر | وایت      | کیفیت بالا  |
| ناهمسانی واریانس | ۰/۰۰۰۰       | ۲۶۵/۱۹      | کای اسکوتر | وایت      | کیفیت پائین |
| ناهمسانی واریانس | ۰/۰۰۰۴       | ۲۳۶/۸۷      | کای اسکوتر | وایت      | توسعه بالا  |
| همسانی واریانس   | ۱/۰۰۰۰       | ۱۰۴/۷۱      | کای اسکوتر | وایت      | توسعه پائین |
| همسانی واریانس   | ۱/۰۰۰۰       | ۲۷۵۷۸/۳۸    | کای اسکوتر | والد      | اصلی        |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

شرکت‌های باکیفیت گزارشگری بالا و پائین و سطح اختیار توسعه بالا دچار ناهمسانی واریانس بوده‌اند. برای رفع مشکل ناهمسانی واریانس به‌طور معمول از تصحیح وایت استفاده می‌شود (افلاطونی، ۱۳۸۹، ۸۸). در این شرایط، مدل به روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته/ وزنی<sup>۶۶</sup> برازش می‌شود.

نتایج آزمون پسران<sup>۶۷</sup> جهت ارزیابی همبستگی بین مقاطع داده‌های ترکیبی به شرح جدول زیر ارائه می‌گردد:

جدول ۸- آزمون همبستگی مقاطع - پسران

| فرضیه و مدل    | نوع آزمون           | آماره آزمون | سطح معناداری | نتیجه نهایی   |
|----------------|---------------------|-------------|--------------|---------------|
| مرحله رشد      | همبستگی مقاطع پسران | -۰/۵۰۰      | ۰/۶۱۷۲       | استقلال مقاطع |
| مرحله بلوغ     | همبستگی مقاطع پسران | ۰/۸۲۲       | ۰/۴۱۱۲       | استقلال مقاطع |
| مرحله افول     | همبستگی مقاطع پسران | -۱/۳۸۹      | ۰/۱۶۴۷       | استقلال مقاطع |
| کیفیت بالا     | همبستگی مقاطع پسران | ۰/۸۳۲       | ۰/۳۱۳۲       | استقلال مقاطع |
| مجموع نمونه‌ها | همبستگی مقاطع پسران | ۰/۸۱۴       | ۰/۲۹۰        | استقلال مقاطع |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در تخمین معادلات و پارامترهای آن به روش حداقل مجذور مربعات معمولی، فرض ضمنی همبستگی خطی متغیرهای توضیحی است چرا که موجب افزایش ضریب همبستگی و به تبع آن افزایش واریانس تخمین زنده‌ها و عریض‌تر شدن فاصله اطمینان پارامترها برعده‌شده که این مشکلات منجر به کاهش در آماره  $t$  و در نهایت بی‌اعتباری ضرایب می‌شود. تلفیق داده‌های سری زمانی و مقطعی اطلاعات سودمندی را برای تخمین مدل‌های اقتصادسنجی فراهم نموده، بلکه درجه آزادی بیشتری دارد و موجب کاهش احتمال بروز واریانس ناهمسانی و خودهمبستگی بین جملات باقیمانده و همخطی شده و در نتیجه کاراتر خواهند بود (سوری، ۱۳۹۱). نتایج آزمون همخطی متغیرهای توضیحی به شرح جدول زیر ارائه می‌گردد:

جدول ۹- آزمون همخطی بین متغیرهای توضیحی مدل‌های پژوهش

| مجموع نمونه‌ها |      | سطح کیفیت گزارشگری |      |       |      | چرخه عمر |       |       |      |       |      | اختیار توسعه |      |       |      | متغیر / مؤلفه |
|----------------|------|--------------------|------|-------|------|----------|-------|-------|------|-------|------|--------------|------|-------|------|---------------|
|                |      | پائین              |      | بالا  |      | افول     |       | بلوغ  |      | رشد   |      | پائین        |      | بالا  |      |               |
| 1/VIF          | VIF  | 1/VIF              | VIF  | 1/VIF | VIF  | 1/VIF    | VIF   | 1/VIF | VIF  | 1/VIF | VIF  | 1/VIF        | VIF  | 1/VIF | VIF  |               |
| ۰/۱۴۰          | ۷/۱۳ | ۰/۱۲۹              | ۷/۷۲ | ۰/۱۷۴ | ۵/۷۴ | ۰/۲۲۴    | ۴/۴۶  | ۰/۰۹۴ | ۱/۰۹ | ۰/۱۳۰ | ۷/۶۶ | ۰/۰۸         | ۱/۵۰ | ۰/۱۷۶ | ۵/۶۵ | DIV           |
| ۰/۱۴۰          | ۷/۱۱ | ۰/۱۳۰              | ۷/۶۹ | ۰/۱۷۵ | ۵/۷۱ | ۰/۲۲۴    | ۴/۴۶  | ۰/۰۹۵ | ۱/۰۷ | ۰/۱۳۲ | ۷/۵۶ | ۰/۰۸         | ۱/۴۷ | ۰/۱۷۷ | ۵/۶۲ | RQ            |
| ۰/۴۲۵          | ۲/۳۵ | ۰/۲۴۶              | ۴/۰۵ | ۰/۳۴۱ | ۲/۹۳ | ۰/۴۷۵    | ۲/۱۰۲ | ۰/۴۵۲ | ۲/۲۱ | ۰/۳۴۹ | ۲/۸۶ | ۰/۴۲         | ۲/۳۷ | ۰/۴۱۵ | ۲/۴۱ | DIV * RQ      |
| ۰/۴۳۰          | ۲/۳۳ | ۰/۳۸۶              | ۲/۵۹ | ۰/۴۶۳ | ۲/۱۶ | ۰/۴۸۲    | ۲/۰۷  | ۰/۴۵۷ | ۲/۱۹ | ۰/۳۵۸ | ۲/۸۰ | ۰/۴۳         | ۲/۳۱ | ۰/۴۱۵ | ۲/۴۰ | SIZE          |
| ۰/۸۰۸          | ۱/۲۴ | ۰/۴۱۹              | ۲/۳۸ | ۰/۵۲۹ | ۱/۸۹ | ۰/۶۰۱    | ۱/۶۶  | ۰/۷۳۳ | ۱/۳۶ | ۰/۷۳۰ | ۱/۳۷ | ۰/۷۸         | ۱/۲۸ | ۰/۸۰۲ | ۱/۲۵ | TQ            |
| ۰/۸۰۹          | ۱/۲۳ | ۰/۷۹۵              | ۱/۲۵ | ۰/۷۴۱ | ۱/۳۵ | ۰/۶۴۳    | ۱/۵۵  | ۰/۷۳۵ | ۱/۳۶ | ۰/۷۵۱ | ۱/۳۳ | ۰/۷۸         | ۱/۲۸ | ۰/۸۱۴ | ۱/۲۳ | STDCFO        |
| ۰/۸۱۶          | ۱/۲۲ | ۰/۸۱۷              | ۱/۲۲ | ۰/۷۶۲ | ۱/۳۱ | ۰/۶۹۰    | ۱/۴۵  | ۰/۷۴۰ | ۱/۳۵ | ۰/۷۵۱ | ۱/۳۳ | ۰/۷۹         | ۱/۲۶ | ۰/۸۱۴ | ۱/۳۲ | STDSALE       |
| ۰/۸۱۶          | ۱/۲۲ | ۰/۸۳۷              | ۱/۱۹ | ۰/۷۶۹ | ۱/۳۰ | ۰/۶۹۴    | ۱/۴۴  | ۰/۷۶۷ | ۱/۳۰ | ۰/۷۵۸ | ۱/۳۲ | ۰/۷۹         | ۱/۲۶ | ۰/۸۲۰ | ۱/۲۲ | STDINVESTMENT |
| ۰/۸۶۰          | ۱/۱۶ | ۰/۸۳۸              | ۱/۱۹ | ۰/۷۷۱ | ۱/۳۰ | ۰/۷۶۸    | ۱/۳۰  | ۰/۸۱۳ | ۱/۲۳ | ۰/۸۰۱ | ۱/۲۵ | ۰/۷۹         | ۱/۲۵ | ۰/۸۵۱ | ۱/۱۷ | BANKRUPTCY    |
| ۰/۸۶۸          | ۱/۱۵ | ۰/۸۴۷              | ۱/۱۹ | ۰/۸۵۱ | ۱/۱۷ | ۰/۷۸۰    | ۱/۲۸  | ۰/۸۴۶ | ۱/۱۸ | ۰/۸۱۶ | ۱/۲۳ | ۰/۸۲         | ۱/۲۱ | ۰/۸۶۵ | ۱/۱۶ | TANGIBILITY   |
| ۰/۸۸۲          | ۱/۱۳ | ۰/۸۷۱              | ۱/۱۵ | ۰/۸۵۵ | ۱/۱۷ | ۰/۸۰۲    | ۱/۲۵  | ۰/۸۸۵ | ۱/۱۳ | ۰/۸۱۹ | ۱/۲۲ | ۰/۸۳         | ۱/۲۰ | ۰/۸۷۱ | ۱/۱۵ | LEVERAGE      |
| ۰/۹۲۸          | ۱/۰۸ | ۰/۸۷۱              | ۱/۱۵ | ۰/۸۶۳ | ۱/۱۶ | ۰/۸۱۳    | ۱/۲۳  | ۰/۸۹۷ | ۱/۱۱ | ۰/۸۳۲ | ۱/۲۰ | ۰/۸۸         | ۱/۱۳ | ۰/۸۸۸ | ۱/۱۳ | CFO           |
| ۰/۹۳۶          | ۱/۰۷ | ۰/۸۷۴              | ۱/۱۴ | ۰/۹۱۹ | ۱/۰۹ | ۰/۸۲۵    | ۱/۲۱  | ۰/۹۱۰ | ۱/۱۰ | ۰/۸۳۶ | ۱/۲۰ | ۰/۸۸         | ۱/۱۳ | ۰/۹۰۹ | ۱/۱۰ | AGE           |
| ۰/۹۵۰          | ۱/۰۵ | ۰/۸۸۰              | ۱/۱۴ | ۰/۹۲۹ | ۱/۰۸ | ۰/۸۵۱    | ۱/۱۸  | ۰/۹۱۹ | ۱/۰۹ | ۰/۸۴۵ | ۱/۱۸ | ۰/۹۱         | ۱/۰۹ | ۰/۹۱۵ | ۱/۰۹ | CYCLE         |
| ۰/۹۵۰          | ۱/۰۵ | ۰/۹۱۱              | ۱/۱۰ | ۰/۹۳۶ | ۱/۰۷ | ۰/۸۵۷    | ۱/۱۷  | ۰/۹۳۵ | ۱/۰۷ | ۰/۸۶۳ | ۱/۱۶ | ۰/۹۴         | ۱/۰۶ | ۰/۹۳۵ | ۱/۰۷ | LOSS          |
| ۰/۹۶۰          | ۱/۰۴ | ۰/۹۵۶              | ۱/۰۵ | ۰/۹۵۳ | ۱/۰۵ | ۰/۹۰۹    | ۱/۱۰  | ۰/۹۵۱ | ۱/۰۵ | ۰/۹۰۲ | ۱/۱۱ | ۰/۹۴         | ۱/۰۵ | ۰/۹۵۱ | ۱/۰۵ | CASH          |
| ۰/۹۸۳          | ۱/۰۲ | ۰/۹۶۹              | ۱/۰۳ | ۰/۹۶۳ | ۱/۰۴ | ۰/۹۴۶    | ۱/۰۶  | ۰/۹۵۵ | ۱/۰۵ | ۰/۹۱۰ | ۱/۱۰ | ۰/۹۵         | ۱/۰۵ | ۰/۹۵۵ | ۱/۰۵ | ROA           |
| ۱/۹۸           |      | ۲/۱۲۵              |      | ۱/۹۱  |      | ۱/۷۶     |       | ۲/۴۰  |      | ۲/۱۷  |      | ۲/۵۲         |      | ۱/۸۲  |      | میانگین       |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به مقادیر آماره  $vif < 10$  و ضریب همبستگی بین متغیرها می‌توان اطمینانی نسبی از نبود همخطی شدید بین متغیرهای توضیحی پژوهش کسب نمود.

جدول ۱۰- تخمین نهایی مدل

| سطح اختیار توسعه   |       |        |                   |       |         | سطح کیفیت گزارشگری مالی   |       |         |                          |       |         | متغیر / مؤلفه |
|--------------------|-------|--------|-------------------|-------|---------|---------------------------|-------|---------|--------------------------|-------|---------|---------------|
| اختیار توسعه پائین |       |        | اختیار توسعه بالا |       |         | کیفیت گزارشگری مالی پائین |       |         | کیفیت گزارشگری مالی بالا |       |         |               |
| P-Value            | آماره | B      | P-Value           | آماره | $\beta$ | P-Value                   | آماره | $\beta$ | P-Value                  | آماره | $\beta$ |               |
| ۰/۰۰۰              | -۴/۷۹ | -۰/۱۹  | ۰/۰۰۰             | -۴/۰۷ | -۰/۱۶   | ۰/۰۰۸                     | -۲/۶۸ | -۰/۱۵   | ۰/۰۰۰                    | -۲/۷۳ | -۰/۲۴   | DIV           |
| ۰/۶۲۰              | -۰/۵۰ | -۰/۰۲  | ۰/۷۳۵             | ۰/۳۴  | ۰/۰۰۹   | ۰/۸۸۷                     | ۰/۱۴  | ۰/۰۰۴   | ۰/۵۵                     | ۰/۵۹  | ۰/۰۲    | RQ            |
| ۰/۴۰۸              | ۰/۸۳  | ۰/۰۰۴  | ۰/۰۰۷             | ۲/۶۹  | ۰/۰۰۹   | ۰/۰۳۵                     | ۲/۱۱  | ۰/۰۰۷   | ۰/۰۲۳                    | ۲/۲۷  | ۰/۰۰۶   | DIV * RQ      |
| ۰/۶۱۸              | -۰/۵۰ | -۰/۰۰۳ | ۰/۵۹۰             | -۰/۵۴ | -۰/۰۰۲  | ۰/۶۶۹                     | -۰/۴۳ | -۰/۰۰۲  | ۰/۷۲۲                    | -۰/۳۶ | -۰/۰۰۲  | SIZE          |
| ۰/۹۹۳              | ۰/۰۱  | ۰/۰۰۰  | ۰/۵۲۱             | ۰/۶۴  | ۰/۰۰۲   | ۰/۷۱۴                     | ۰/۳۷  | ۰/۰۰۱   | ۰/۱۷۰                    | ۱/۳۷  | ۰/۰۰۵   | TQ            |
| ۰/۵۳۷              | ۰/۶۲  | ۰/۰۱۹  | ۰/۹۵۵             | -۰/۰۶ | -۰/۰۰۱  | ۰/۶۹۵                     | -۰/۳۹ | -۰/۰۱۲  | ۰/۷۱۸                    | ۰/۳۶  | ۰/۰۰۹   | STDCFO        |
| ۰/۶۲۷              | ۰/۴۹  | ۰/۲۶۵  | ۰/۶۷۲             | -۰/۴۲ | -۰/۲۵   | ۰/۹۶۳                     | ۰/۰۵  | ۰/۰۱۶   | ۰/۳۱۰                    | -۱/۰۲ | -۰/۸۴۲  | STDSALE       |
| ۰/۹۰۶              | -۰/۱۲ | -۰/۰۰۲ | ۰/۹۳۸             | -۰/۰۸ | -۰/۰۰۱  | ۰/۹۴۷                     | ۰/۰۷  | ۰/۰۰۱   | ۰/۸۱۸                    | -۰/۲۳ | -۰/۰۰۲  | STDINVESTMENT |
| ۰/۶۱۴              | ۰/۵۰  | -۰/۰۳۲ | ۰/۳۴۲             | -۰/۹۵ | -۰/۰۳۴  | ۰/۵۶۰                     | -۰/۵۸ | -۰/۰۱۴  | ۰/۴۸۵                    | -۰/۷۰ | -۰/۰۴۶  | BANKRUPTCY    |
| ۰/۴۲۷              | -۰/۸۰ | -۰/۰۳۹ | ۰/۸۷۰             | ۰/۱۶  | ۰/۰۰۶   | ۰/۷۱۵                     | ۰/۳۷  | ۰/۰۰۷   | ۰/۸۲۸                    | -۰/۲۲ | -۰/۰۱۴  | TANGIBILITY   |
| ۰/۳۹۲              | ۰/۸۶  | ۰/۰۰۸  | ۰/۰۹۱             | ۱/۶۹  | ۰/۰۱۲   | ۰/۳۶۰                     | ۱/۱۳  | ۰/۰۱۱   | ۰/۵۷۲                    | ۰/۵۶  | ۰/۰۰۵   | LEVERAGE      |
| ۰/۶۱۹              | ۰/۵۰  | ۰/۰۰۱  | ۰/۹۸۴             | ۰/۰۲  | ۰/۰۰۰   | ۰/۵۹۱                     | -۰/۵۴ | -۰/۰۰۱  | ۰/۷۲۳                    | ۰/۳۵  | ۰/۰۰۱   | CFO           |
| ۰/۰۳۳              | -۲/۱۵ | -۰/۰۰۱ | ۰/۰۰۱             | -۳/۳۸ | -۰/۰۰۱  | ۰/۰۰۴                     | -۲/۹۳ | -۰/۰۰۱  | ۰/۰۰۴                    | -۲/۸۶ | -۰/۰۰۱  | AGE           |
| ۰/۰۰۱              | -۳/۲۳ | -۰/۰۰۰ | ۰/۱۰۵             | ۱/۶۳  | ۰/۰۰۰   | ۰/۳۳۲                     | -۰/۹۷ | -۶/۸۹   | ۰/۸۸۸                    | -۰/۱۴ | -۱/۶۶   | CYCLE         |
| ۰/۴۹۲              | ۰/۶۹  | ۰/۰۰۶  | ۰/۹۴۷             | ۰/۰۷  | ۰/۰۰۱   | ۰/۹۷۴                     | ۰/۰۳  | ۰/۰۰۰   | ۰/۸۳۵                    | ۰/۲۱  | ۰/۰۰۲   | LOSS          |
| ۰/۸۶۵              | -۰/۱۷ | -۰/۰۱۲ | ۰/۰۰۳             | -۳/۰۳ | -۰/۲۳۹  | ۰/۰۰۶                     | -۲/۷۹ | -۰/۲۶۷  | ۰/۱۳۹                    | -۱/۴۸ | -۰/۱۱۴  | CASH          |
| ۰/۰۲۴              | ۲/۲۷  | ۰/۰۶۴  | ۰/۳۵۵             | ۰/۹۳  | ۰/۰۲۰   | ۰/۰۰۵                     | ۲/۸۵  | ۰/۰۶۱   | ۰/۵۹۸                    | ۰/۵۳  | ۰/۰۱۳   | ROA           |
| ۰/۹۳۳              | ۰/۰۸  | ۰/۰۰۴  | ۰/۶۲۷             | -۰/۴۹ | -۰/۰۱۲  | ۰/۸۳۲                     | -۰/۲۱ | -۰/۰۰۶  | ۰/۶۰۲                    | -۰/۵۲ | -۰/۰۱۵  | CONS          |
| (۰/۰۰۰)۳/۰۳        |       |        | (۰/۰۰۰)۳/۵۸       |       |         | (۰/۰۰۰)۵/۶۸               |       |         | (۰/۰۰۰)۳/۳۴              |       |         | F             |
| ۰/۰۹۰              |       |        | ۰/۰۸۷             |       |         | ۰/۱۱۳                     |       |         | ۰/۰۸۸                    |       |         | Adj R-Squared |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بر اساس خروجی مدل رگرسیونی در میان شرکت‌های با کیفیت گزارشگری مالی بالا، ضریب متغیر سیاست تقسیم سود (۰/۲۴-) با سطح معناداری ۰/۰۰۰ نشان دهنده تأثیر محدودکننده این متغیر بر سطح سرمایه‌گذاری بوده و ضریب مثبت متغیر Dividend\*RQ با مقدار ۰/۰۰۶، از مبانی نظری مبنی بر وجود رابطه مستقیم بین متغیر مذکور با سطح سرمایه‌گذاری حمایت می‌کند. معناداری این متغیر (۰/۰۲۳)، نشان از معناداری آن در سطح اطمینان ۹۵ درصد داشته به این معنا که کیفیت گزارشگری مالی در این شرکت‌ها از طریق تعدیل اثرات محدودکننده سیاست تقسیم سود، بر سطح سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها مؤثر است.



جدول ۱۱- تخمین نهایی مدل

| متغیر / مؤلفه | چرخه عمر     |       |         |               |       |         |               |       |         |               |       |         |
|---------------|--------------|-------|---------|---------------|-------|---------|---------------|-------|---------|---------------|-------|---------|
|               | افول         |       |         | بلوغ          |       |         | رشد           |       |         |               |       |         |
| مدل اصلی      | P-Value      | آماره | $\beta$ | P-Value       | آماره | $\beta$ | P-Value       | آماره | $\beta$ | P-Value       | آماره | $\beta$ |
| DIV           | ۰/۰۰۰        | -۴/۷۰ | -۰/۱۱۶  | ۰/۰۵۰         | -۱/۹۶ | -۰/۱۵۹  | ۰/۰۰۰         | -۵/۶۸ | -۰/۱۷   | ۰/۰۴۱         | -۲/۰۴ | -۰/۰۲۷  |
| RQ            | ۰/۱۲۵        | -۱/۵۴ | -۰/۰۱۹  | ۰/۹۳۲         | -۰/۰۹ | -۰/۰۰۲  | ۰/۶۸۰         | ۰/۴۱  | ۰/۰۰۸   | ۰/۰۰۰         | -۷/۹۷ | -۰/۰۶۳  |
| DIV * RQ      | ۰/۰۰۲        | ۳/۱۵  | ۰/۰۰۵   | ۰/۱۹۲         | ۱/۳۱  | ۰/۰۱۷   | ۰/۰۰۳         | ۲/۹۸  | ۰/۰۰۷   | ۰/۰۰۰         | ۴/۷۵  | ۰/۰۰۵   |
| SIZE          | ۰/۰۷۵        | -۱/۷۸ | -۰/۰۰۵  | ۰/۹۰۲         | ۰/۱۲  | ۰/۰۰۰   | ۰/۰۰۰         | -۴/۳۲ | -۰/۰۰۸  | ۰/۰۰۰         | -۵/۹۴ | -۰/۰۰۶  |
| TQ            | ۰/۱۸۳        | ۱/۳۳  | ۰/۰۰۱   | ۰/۶۲۱         | ۰/۴۹  | ۰/۰۰۱   | ۰/۰۱۷         | ۲/۴۰  | ۰/۰۰۴   | ۰/۰۹۹         | ۱/۶۵  | ۰/۰۰۱   |
| STDCFO        | ۰/۹۶۴        | -۰/۰۷ | -۰/۰۰۱  | ۰/۰۰۱         | -۳/۳۱ | -۰/۰۰۶  | ۰/۶۷۳         | -۰/۴۲ | ۰/۰۰۸   | ۰/۰۰۱         | ۳/۳۸  | ۰/۰۶۰   |
| STDSALE       | ۰/۶۲۱        | ۰/۵۰  | ۰/۱۳۴   | ۰/۳۷۳         | -۰/۸۹ | -۰/۹۱۹  | ۰/۷۷۸         | -۰/۲۸ | -۰/۱۱۳  | ۰/۰۰۰         | ۷/۱۷  | ۰/۸۳    |
| STDINVESTMENT | ۰/۳۹۵        | -۰/۸۵ | -۰/۰۰۶  | ۰/۲۴۸         | ۱/۱۶  | ۰/۰۴۷   | ۰/۰۳۰         | ۲/۱۸  | ۰/۰۴۸   | ۰/۰۰۰         | -۴/۹۸ | -۰/۰۱۰  |
| BANKRUPTCY    | ۰/۴۶۶        | -۰/۷۳ | -۰/۰۱۳  | ۰/۰۲۳         | -۲/۲۸ | -۰/۱۲۶  | ۰/۷۷۰         | -۰/۲۹ | -۰/۰۰۷  | ۰/۰۰۲         | ۳/۱۳  | ۰/۰۴۳   |
| TANGIBILITY   | ۰/۸۱۱        | -۰/۲۴ | -۰/۰۰۴  | ۰/۰۵۴         | ۱/۹۳  | ۰/۰۷۷   | ۰/۴۳۳         | -۰/۷۸ | -۰/۰۱۸  | ۰/۰۰۰         | -۴/۸۶ | -۰/۰۸۴  |
| LEVERAGE      | ۰/۲۲۵        | ۱/۲۱  | ۰/۰۰۵   | ۰/۷۴۳         | -۰/۳۳ | -۰/۰۰۳  | ۰/۰۰۹         | ۲/۶۱  | ۰/۰۱۵   | ۰/۳۱۱         | ۱/۲۵  | ۰/۰۰۴   |
| CFO           | ۰/۳۰۷        | ۱/۰۲  | ۰/۰۰۱   | ۰/۶۰۲         | -۰/۵۲ | -۰/۰۰۱  | ۰/۲۳۴         | ۱/۱۹  | ۰/۰۰۱   | ۰/۰۳۰         | -۲/۱۷ | -۰/۰۰۳  |
| AGE           | ۰/۰۰۳        | -۳/۰۲ | -۰/۰۰۱  | ۰/۲۵۵         | -۱/۱۴ | -۰/۰۰۱  | ۰/۶۹۶         | ۰/۳۹  | ۰/۰۰۰   | ۰/۹۳۹         | ۰/۰۸  | ۰/۰۰۰   |
| CYCLE         | ۰/۶۹۳        | -۰/۳۹ | -۲/۱۷   | ۰/۱۲۶         | -۱/۵۳ | -۰/۳۲   | ۰/۳۶۳         | ۰/۹۱  | ۹/۳۸    | ۰/۵۱۱         | ۰/۶۶  | ۱/۹۳    |
| LOSS          | ۰/۷۹۰        | -۰/۲۷ | -۰/۰۰۱  | ۰/۰۲۱         | ۲/۳۲  | ۰/۰۳۴   | ۰/۷۱۹         | -۰/۳۶ | -۰/۰۰۲  | ۰/۰۰۵         | -۲/۸۰ | -۰/۰۰۹  |
| CASH          | ۰/۰۰۲        | -۳/۱۳ | -۰/۱۳۳  | ۰/۰۰۴         | -۲/۹۱ | -۰/۳۱۶  | ۰/۰۲۲         | -۲/۲۹ | -۰/۱۲۴  | ۰/۰۲۹         | -۲/۱۹ | -۰/۰۶۶  |
| ROA           | ۰/۶۲۰        | ۰/۴۸  | ۰/۰۰۶   | ۰/۰۳۴         | ۲/۱۱  | ۰/۰۶۸   | ۰/۱۰۷         | ۱/۶۱  | ۰/۰۳۰   | ۰/۰۴۴         | ۲/۰۲  | ۰/۰۱۶   |
| CONS          | ۰/۴۱۰        | ۰/۸۲  | ۰/۰۱۴   | ...           | ...   | ...     | ...           | ...   | ...     | ...           | ...   | ...     |
| Wald Chi2     | (۰/۰۰۰)۹۸/۱۰ |       |         | (۰/۰۰۰)۲۴۸/۳۷ |       |         | (۰/۰۰۰)۳۹۱/۷۵ |       |         | (۰/۰۰۰)۱۰۳/۸۱ |       |         |
| Adj R-Squared | ۰/۳۱         |       |         | ۰/۲۴          |       |         | ۰/۲۷          |       |         | ۰/۳۶          |       |         |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

ضریب تعیین مدل رگرسیونی برآوردی برابر با ۸/۸٪ و به این معنا است که معادل ۸/۸٪ از تغییرات سرمایه‌گذاری، از طریق متغیرهای توضیحی، کنترلی و تعدیل‌گر تبیین می‌شود. آماره f فیشر مدل برآوردی برابر با ۳/۳۴ (۰/۰۰۰) که نشان از معناداری کل معادله رگرسیون و قابلیت تعمیم نتایج حاصل از نمونه به جامعه آماری دارد. ضریب متغیر سیاست تقسیم سود (۰/۱۵-) با معناداری ۰/۰۰۸ در شرکت‌های با کیفیت گزارشگری مالی پائین، حکایت از تأثیر محدودکننده سیاست تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری داشته و همانند شرکت‌های با کیفیت گزارشگری مالی بالا، ضریب متغیر Dividend\*RQ (۰/۰۰۷)، نشان‌دهنده رابطه مستقیم متغیر مذکور با سطح سرمایه‌گذاری در مدل رگرسیونی بوده و سطح معناداری ۰/۰۳۵ متغیر مذکور نشان‌دهنده معناداری رابطه موصوف در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌باشد. در هر دو گروه شرکت‌های فوق، احتمال چشم پوشی مدیریت، از پروژه‌های سرمایه‌گذاری، جهت اجرای سیاست‌های تقسیم سود، با

افزایش کیفیت گزارشگری مالی کاهش یافته. ضریب تعیین مدل برآوردی برابر  $0.113$  به این معنا که  $0.113$  از تغییرات سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها از طریق متغیرهای توضیحی، کنترلی و تعدیل‌گر تبیین می‌شود. آماره  $F$  فیشر مدل برابر با  $5.68$  ( $0.000$ ) که نشان از معناداری کل معادله رگرسیون و قابلیت تعمیم نتایج حاصل به جامعه آماری دارد.

در هر دو گروه شرکت‌ها، بر اساس آماره و سطح معناداری به ترتیب ( $0.004$  و  $0.00049$ ) و ( $0.004$  و  $0.00047$ ) رابطه بین سن شرکت‌ها با سطح سرمایه‌گذاری در آنها معکوس و معنادار ارزیابی گردید که با مبانی نظری موجود در این زمینه سازگار بوده به این معنا که احتمالاً با افزایش سن شرکت‌ها، به دلایلی از جمله تکمیل پروژه‌های سرمایه‌گذاری، تکمیل نیاز و ساختارهای تولید و سرمایه‌ای و ... تمایل و انگیزه برای ورود به پروژه‌های سرمایه‌گذاری کاهش خواهد یافت. سایر متغیرهای مدل برآوردی معنادار ارزیابی نگردیدند. بر اساس خروجی حاصل از برازش مدل رگرسیونی در میان شرکت‌های دارای سطح اختیار توسعه بالا، ضریب متغیر سیاست تقسیم سود ( $-0.16$ ) با سطح معناداری  $0.000$  نشان‌دهنده تأثیر محدودکننده سیاست تقسیم سود بر سطح سرمایه‌گذاری بوده و در مقابل، ضریب مثبت متغیر  $Dividend * RQ$  ( $0.009$ )، از مبانی تئوریک مبنی بر وجود رابطه مستقیم بین متغیر مذکور با سطح سرمایه‌گذاری در مدل رگرسیونی حمایت می‌کند و سطح معناداری متغیر مذکور ( $0.007$ ) نشان‌دهنده معناداری رابطه در سطح اطمینان  $95$  درصد بوده به این معنا که کیفیت گزارشگری مالی در این شرکت‌ها از طریق تعدیل اثرات محدودکننده سیاست تقسیم سود، بر سطح سرمایه‌گذاری تأثیر خواهد داشت و احتمالاً مدیریت با هدف اجرای سیاست‌های تقسیم سود، از پروژه‌های سرمایه‌گذاری چشم‌پوشی نخواهد نمود. ضریب تعیین مدل رگرسیونی برآوردی برابر با  $0.87$  و به این معنا است که معادل  $87\%$  از تغییرات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های منتخب نمونه آماری، از طریق متغیرهای توضیحی، کنترلی و تعدیل‌گر تبیین خواهد شد.

آماره  $F$  فیشر مدل برآوردی برابر با  $3.58$  ( $0.000$ ) که نشان از معناداری کل معادله رگرسیون و قابلیت تعمیم نتایج حاصل، به جامعه آماری را دارد. همچنین ضریب متغیر سیاست تقسیم سود ( $-0.19$ ) با سطح معناداری  $0.000$  در میان شرکت‌های دارای سطح اختیار توسعه پائین حکایت از تأثیر محدودکننده سیاست تقسیم سود بر سطح سرمایه‌گذاری داشته اما ضریب و سطح معناداری متغیر  $Dividend * RQ$  ( $0.004$  و  $0.408$ ) از مبانی تئوریک مبنی بر تأثیر مثبت کیفیت گزارشگری مالی از طریق تعدیل اثرات محدودکننده سیاست تقسیم سود بر سطح سرمایه‌گذاری، پشتیبانی نمی‌کند. بر اساس نتایج حاصل، سایر متغیرهای مدل برآوردی معنادار ارزیابی نگردیدند. ضریب تعیین مدل رگرسیونی برآوردی برابر با  $0.9$  و به این معنا است که معادل  $9\%$  از تغییرات

سرمایه‌گذاری در شرکت‌های منتخب نمونه آماری، از طریق متغیرهای توضیحی، کنترلی و تعدیل گر تبیین خواهد شد. آماره  $f$  فیشر مدل برآوردی برابر با  $۳/۰۳(۰/۰۰۰۱)$  که نشان از معناداری کل معادله رگرسیون و قابلیت تعمیم نتایج حاصل، به جامعه آماری را دارد. همچنین در هر دو گروه شرکت‌های با سطح اختیار توسعه بالا و پائین، بر اساس آماره و سطح معناداری به ترتیب  $(۰/۰۰۱-)$  و  $(۰/۰۰۱)$  و  $(۰/۰۰۱-)$  رابطه بین سن شرکت‌ها با سطح سرمایه‌گذاری در آنها معکوس و معنادار ارزیابی گردید که با مبانی نظری موجود در این زمینه سازگار بوده به این معنا که احتمالاً با افزایش سن شرکت‌ها، به دلایلی از جمله تکمیل پروژه‌های سرمایه‌گذاری، تکمیل نیاز و ساختارهای تولید و سرمایه‌ای و... تمایل و انگیزه آنها برای ورود به پروژه‌های سرمایه‌گذاری کاهش خواهد یافت.

بر اساس نتایج حاصل، سایر متغیرهای مدل برآوردی معنادار ارزیابی نگردیدند. رابطه بین سطح نقدینگی با سرمایه‌گذاری، در میان شرکت‌های دارای سطح اختیار توسعه بالا معنادار ارزیابی و رابطه بین نرخ بازده دارائی‌ها با سرمایه‌گذاری در میان شرکت‌های دارای سطح اختیار توسعه پائین معنادار ارزیابی گردید. بر اساس نتایج به دست آمده از برازش مدل رگرسیونی در میان شرکت‌های حاضر در مرحله رشد، ضریب متغیر سیاست تقسیم سود  $(۰/۰۲۷-)$  با سطح معناداری  $۰/۰۴۱$  حکایت از تأثیر محدودکننده سیاست تقسیم سود بر سطح سرمایه‌گذاری داشته و اما ضریب و سطح معناداری متغیر  $Dividend * RQ$   $(۰/۰۰۵$  و  $۰/۰۰۰)$  حاکی از تعدیل تأثیرات محدودکننده سیاست تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها از طریق کیفیت گزارشگری مالی، به‌عنوان تعدیل‌گر رابطه مذکور می‌باشد و با توجه به وضعیت و تمایل شرکت‌های در مرحله رشد برای اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری، این تأثیرمی‌تواند منجر به افزایش سطح سرمایه‌گذاری و کاهش احتمال چشم‌پوشی شرکت‌ها از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب به منظور پرداخت سود سهام گردد. در میان این شرکت‌ها، سطح آماره و معناداری متغیرهای اندازه  $(۰/۰۰۶-)$  و  $(۰/۰۰۰)$ ، انحراف استاندارد جریان‌های نقد عملیاتی  $(۰/۰۶۰)$  و  $(۰/۰۰۰)$ ، انحراف استاندارد فروش  $(۰/۸۳)$  و  $(۰/۰۰۰)$ ، انحراف استاندارد سرمایه‌گذاری  $(۰/۰۱۰-)$  و  $(۰/۰۰۰)$ ، ریسک ورشکستگی  $(۰/۰۴۳)$  و  $(۰/۰۰۲)$ ، مشهود بودن دارائی‌ها  $(۰/۰۸۴-)$  و  $(۰/۰۰۰)$ ، جریان نقد عملیاتی  $(۰/۰۰۳-)$  و  $(۰/۰۰۰)$ ، زیان ده بودن  $(۰/۰۰۹-)$  و  $(۰/۰۰۵)$ ، نقدینگی  $(۰/۰۶۶-)$  و  $(۰/۰۲۹)$  و نرخ بازده دارائی‌های  $(۰/۰۱۶)$  و  $(۰/۰۴۴)$  معنادار ارزیابی ولی رابطه سایر متغیرها در مدل برآوردی معنادار ارزیابی نگردید. ضریب تعیین مدل رگرسیونی برآوردی برابر با  $۳۶\%$  و به این معنا است که معادل  $۳۶\%$  از تغییرات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های منتخب نمونه آماری، از طریق متغیرهای توضیحی، کنترلی و تعدیل گر تبیین خواهد شد. آماره کای-اسکوئر والد مدل برآوردی برابر با  $۱۰۳/۸۱(۰/۰۰۰)$  که نشان از معناداری کل معادله

رگرسیون و قابلیت تعمیم نتایج حاصل، به جامعه آماری را دارد. نتایج مستخرج از برازش مدل رگرسیونی در میان شرکت‌های حاضر در مرحله بلوغ حاکی از آن است که بر اساس ضریب و سطح معناداری متغیر سیاست تقسیم سود (۰/۱۷- و ۰/۴۱) تأثیر محدودکننده سیاست تقسیم سود بر سطح سرمایه‌گذاری تأیید اما ضریب و سطح معناداری متغیر  $Dividend * RQ$  (۰/۰۰۷ و ۰/۰۰۳) حاکی از تعدیل اثر مذکور از طریق کیفیت گزارشگری مالی به‌عنوان تعدیل‌گر رابطه مذکور می‌باشد. در میان این شرکت‌ها، سطح آماره و معناداری متغیرهای اندازه (۰/۰۰۸- و ۰/۰۰۰)، اختیار توسعه (۰/۰۰۴ و ۰/۰۱۷)، انحراف استاندارد سرمایه‌گذاری (۰/۰۴۸ و ۰/۰۳۰)، اهرم مالی (۰/۰۱۵ و ۰/۰۰۹) و سطح نقدینگی (۰/۱۳۴- و ۰/۰۲۲) معنادار ارزیابی ولی رابطه سایر متغیرها در مدل برآوردی معنادار ارزیابی نگردید.

برازش مدل رگرسیونی در میان شرکت‌های حاضر در مرحله افول حاکی از آن است که ضریب و سطح معناداری متغیر سیاست تقسیم سود (۰/۱۵۹- و ۰/۰۵۰) تأثیر محدودکننده سیاست تقسیم سود بر سطح سرمایه‌گذاری را بیان نموده اما ضریب و سطح معناداری متغیر  $Dividend * RQ$  (۰/۰۱۷- و ۰/۱۹۲) حاکی از عدم تعدیل اثر مذکور از طریق کیفیت گزارشگری مالی، به‌عنوان تعدیل‌گر رابطه مذکور می‌باشد به عبارتی کیفیت گزارشگری مالی در میان شرکت‌های حاضر در مرحله افول، قادر به کاهش تضاد بین تصمیمات سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود نخواهد. در میان این شرکت‌ها، سطح آماره و معناداری متغیرهای انحراف استاندارد (۰/۱۰۶- و ۰/۰۰۰)، اختیار ریسک ورشکستگی (۰/۱۲۶- و ۰/۰۰۲)، زیان ده بودن (۰/۰۲۴ و ۰/۰۲۱)، سطح نقدینگی (۰/۳۱۶- و ۰/۰۰۴) و نرخ بازده دارائی‌ها (۰/۰۶۸ و ۰/۰۳۴) معنادار ارزیابی ولی رابطه سایر متغیرها در مدل برآوردی معنادار ارزیابی نگردید. در برازش مدل رگرسیونی در میان مجموع نمونه‌های آماری پژوهش، با استناد به آماره و سطح معناداری متغیر سیاست تقسیم سود (۰/۱۱۶- و ۰/۰۰۰)، مبانی تئوریک مطرح مبنی بر اعمال محدودیت از سوی سیاست تقسیم سود بر سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأیید و در مقابل، ضریب و سطح معناداری متغیر  $Dividend * RQ$  (۰/۰۰۵۳ و ۰/۰۰۲) دلالت بر تعدیل اثر مذکور از طریق کیفیت گزارشگری مالی، به‌عنوان تعدیل‌گر رابطه مذکور، در میان آنها را دارد. به عبارتی کیفیت گزارشگری مالی در میان شرکت‌های عضو جامعه آماری قادر به کاهش تضاد بین تصمیمات سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود خواهد بود. در میان سایر متغیرهای توضیحی و کنترلی، سطح آماره و معناداری متغیرهای سن (۰/۰۰۰۳۱- و ۰/۰۰۰) و سطح نقدینگی (۰/۱۳۳- و ۰/۰۰۲) نشان از معناداری متغیرهای مذکور ولی ارتباط سایر متغیرهای حاضر در مدل معنادار ارزیابی نگردید. ضریب تعیین مدل رگرسیونی برآوردی برابر با ۳۱٪ و به این معنا است که معادل ۳۱٪ از تغییرات سرمایه‌گذاری در

شرکت‌های عضو جامعه آماری پژوهش، از طریق متغیرهای توضیحی، کنترلی و تعدیل گر تبیین خواهد شد. آماره کای-اسکوئر والد مدل برآوردی برابر با  $۹۸/۱ (۰/۰۰۰)$  که نشان از معناداری کل معادله رگرسیون و قابلیت تعمیم نتایج حاصل، به جامعه آماری را دارد.

## ۷- بحث و نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر، از کیفیت گزارشگری مالی به‌عنوان ابزاری در راستای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد فیمابین تصمیمات حوزه سرمایه‌گذاری و حوزه متمرکز بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها یاد کرده و بر این موضوع تأکید دارد که احتمال اجتناب مدیریت، از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مطلوب به منظور پرداخت سود، از طریق کیفیت گزارشگری مالی کاهش خواهد یافت. آنچه در مدل‌های پژوهش به‌طور واحد نتیجه‌گیری گردید همانا تناقض بین سیاست تقسیم سود شرکت‌ها با تصمیمات حوزه سرمایه‌گذاری در آنها بوده که همراستا با مبانی تئوریک مطرح در این حوزه می‌باشد.

بر اساس نتایج، کیفیت گزارشگری مالی از طریق کاهش در سطح عدم تقارن اطلاعات موجود فیمابین طرفین رابطه نمایندگی، منجر به کاهش در اثرات محدودکننده سیاست تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری گردیده و بدین واسطه تضاد بین تصمیمات سرمایه‌گذاری با تقسیم سود، کاهش و همچنین احتمال اینکه شرکت‌ها از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب به منظور پرداخت سود سهام چشم‌پوشی کنند، کاهش خواهد یافت. بخشی از یافته‌های پژوهش با نتایج به دست آمده از پژوهش‌های تقی زاده خانقاه (۱۳۹۲)، وانگ و همکاران (۲۰۱۳)، رامالین چگادا و همکاران (۲۰۱۳) و دانیل و همکاران (۲۰۱۰) سازگار می‌باشد. بر اساس نتایج، اثر تعدیل‌کنندگی کیفیت گزارشگری مالی بر تأثیرات محدودکننده سیاست تقسیم سود بر تصمیمات سرمایه‌گذاری، در مراحل رشد و بلوغ چرخه عمر، معنادار ارزیابی ولی در خصوص شرکت‌های حاضر در مرحله افول نمی‌توان این‌چنین نتیجه‌گیری نمود همچنین این تأثیر در مرحله بلوغ، قوی‌تر بوده که خصوصیات و رفتار متفاوت شرکت‌ها در مراحل مختلف چرخه عمر در زمینه ساختار سرمایه، سطح فعالیت، قدرت سودآوری، منشأ و جهت جریان‌های نقدی و ... را می‌توان دلیلی بر این موضوع دانست. از نگاهی دیگر، جریان‌های نقدی متفاوت مربوط به مرحله افول شرکت‌ها (به لحاظ شدت، تداوم، جهت و میزان) و شناخت بازار از آن، عاملی اثرگذار بر نقش تعدیل‌کنندگی کیفیت گزارشگری مالی بر تأثیرات محدودکننده سیاست تقسیم سود در مرحله افول خواهد بود. همچنین اثر کیفیت گزارشگری در تعدیل اثرات محدودکننده سیاست تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری، در میان شرکت‌های دارای کیفیت گزارشگری بالا و پائین معنادار و این تأثیر در میان شرکت‌های دارای

کیفیت گزارشگری پائین قوی‌تر ارزیابی گردید. همچنین تأثیر مذکور در میان شرکت‌های دارای سطح اختیار توسعه بالا، معنادار ارزیابی ولی در میان شرکت‌های دارای کیفیت گزارشگری پائین، معنادار ارزیابی نگردید. در تفسیر نتایج می‌توان نقش فرصت‌های رشد و پتانسیل سودآوری و محتوای اطلاعاتی مثبت از دیدگاه سرمایه‌گذاران را دلیلی بر این موضوع دانست. همچنین به لحاظ دسترسی به منابع مالی، شرکت‌های دارای سطح اختیار توسعه بالا احتمالاً دسترسی بهتری به منابع مالی خارجی داشته لذا در عین حفظ سیاست تقسیم سود خود، تمایل کمتری به چشم پوشی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب با هدف اجرای سیاست‌های تقسیم سود خواهند داشت. به‌طور کلی نتیجه‌گیری می‌شود که در یک بازار سرمایه ناقص، سیاست تقسیم سود خواهد توانست تا تصمیمات سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار داده و محدود نماید و در مقابل، کیفیت گزارشگری مالی از طریق تعدیل پدیده عدم تقارن اطلاعاتی و همچنین کاهش سطح تضاد بین سیاست تقسیم سود و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، منافع میان طرفین رابطه نمایندگی را تعدیل و تأمین نماید همچنین می‌تواند بر میزان دسترسی و مدیریت واحدهای تجاری بر منابع نقدی تأثیرگذار بوده و در همین راستا بر سطح سرمایه‌گذاری و هزینه سرمایه واحدهای تجاری اثرگذار باشد.

با عنایت به بروز رفتارهای متفاوت در شرکت‌های هاطی مراحل مختلف چرخه عمر، پیشنهاد می‌گردد که با هدف ارزیابی چندگانه شرکت‌ها، متغیرهای مرتبط با چرخه عمر شرکت‌ها از جمله شدت و نوع جریان‌های نقدی و تصمیمات تأمین مالی وارد مدل ارزیابی گردیده و نتایج حاصله با نتایج تحقیق حاضر مقایسه گردد. همچنین به سازمان بورس و اوراق بهادار پیشنهاد می‌گردد که در اعطای امتیاز و اولویت‌های خود به شرکت‌ها، موضوع کیفیت گزارشگری مالی را مدنظر قرار داده و از این رهگذر، فرصتی را برای ارتقاء نظام گزارشگری مالی و شفافیت در بازار سرمایه فراهم آورد.

## فهرست منابع

- ۱) ابراهیمی محسن و نوشین شگری، (۱۳۹۰)، "بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر قیمت سهام با تأکید بر نقش سیاست پولی"، فصلنامه مدلسازی اقتصادی، سال پنجم، دوره ۱۳ شماره ۱.
- ۲) ابونوری، عباسعلی، سمیه السادات سجادی و تیمور محمدی، (۱۳۹۲)، "رابطه بین نرخ تورم و نرخ سود سپرده‌های بانکی در سیستم بانکداری ایران"، فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی، سال اول شماره ۳.
- ۳) افلاطونی، عباس، (۱۳۸۹)، "تحلیل آماری در پژوهش‌های مالی و حسابداری با نرم‌افزار stata"، چاپ هفتم، تهران، انتشارات آینده‌سازان.
- ۴) الماسی، مجتبی، کیومرث سهیلی و مریم سقایی (۱۳۹۱)، "ارزیابی اثر تورم انتظاری، رشد نقدینگی، تورم وارداتی، شکاف تولید و نرخ ارز بر نرخ تورم در ایران"، مجله پژوهش‌های علوم اقتصادی، شماره ۱.
- ۵) ایزدی نیا، ناصر، غلامحسین کیانی و مهدی میرزائی، (۱۳۹۲)، "تأثیر ترکیبی ویژگی‌های مراحل چرخه عمر شرکت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی"، یازدهمین همایش ملی حسابداری ایران، دانشگاه فردوسی مشهد.
- ۶) بدری، احمد و عبدالمجید عبدالباقی، (۱۳۸۹)، "اقتصادسنجی مالی - تجزیه و تحلیل داده‌ها در علوم مالی"، جلد اول، چاپ اول، تهران، انتشارات نص.
- ۷) بلکویی، احمد، (۲۰۰۱)، "تئوری حسابداری"، علی پارسائیان، جلد اول، تهران، انتشارات دفتر پژوهش‌های فرهنگی.
- ۸) پورزمانی، زهرا و فرناز منصوری، (۱۳۹۷)، "تأثیر کیفیت افشاء، محافظه‌کاری و رابطه متقابل آنها بر هزینه سرمایه سهام عادی"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال هفتم، شماره ۲۵.
- ۹) پورزمانی، زهرا و منا قمری، (۱)، "ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و سرعت تعدیل قیمت سهام"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ششم، شماره ۲۱.
- ۱۰) تاجمیر ریاحی، حامد، سلمان اسمعیلی و اکبرویس مرادی، (۱۳۹۴)، "بررسی تأثیر انتخابات بر عملکرد بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۲۳، سال ششم.
- ۱۱) ترابی، تقی و هومن تقی، (۱۳۸۹)، "بررسی رابطه متغیرهای کلان اقتصادی با شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه مدلسازی اقتصادی، سال چهارم، شماره ۱۱.

- ۱۲) تقی زاده خانقاه، وحید و مهدی زینالی، (۱۳۹۴)، "نقش کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثرهای محدودکننده تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در مراحل چرخه عمر"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۲، شماره ۲.
- ۱۳) جهانخانی، علی و سعیدقربانی، (۱۳۸۵)، "شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۲۰.
- ۱۴) جهانخانی، علی، (۱۳۷۱)، "آثار پرداخت سود سهام بر ارزش شرکت‌ها"، ماهنامه حسابداری، شماره‌های ۹، ۱۰.
- ۱۵) حساس یگانه، یحیی، اسحاق بهشور و مسعود شکری کیانی، (۱۳۹۷)، "رابطه بین شفافیت گزارشگری مالی و نرخ مؤثر مالیاتی"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال دهم، شماره ۳۸.
- ۱۶) دستگیر، محسن، (۱۳۹۰)، "مبانی مدیریت مالی"، جلد اول، ویرایش دوم، انتشارات آبیژ.
- ۱۷) دستگیر، محسن، محسن امیدعلی، (۱۳۸۳)، "بررسی موانع استفاده از حسابداری تورمی در ایران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۲۵.
- ۱۸) دستگیر، محسن، (۱۳۷۲)، "حسابداری تورمی"، انتشارات علوم دانشگاهی. تهران، نشر دانشگاهی خوزستان.
- ۱۹) دولو، مریم و فاطمه بسطامی، (۱۳۹۷)، "تأثیر فرصت رشد بر اهرم مالی"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال دهم، شماره ۳۸.
- ۲۰) راعی، رضا و احمدتلنگی، (۱۳۹۱)، "مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته"، تهران، سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).
- ۲۱) رضوانی راز، کریم، قاسم رکابدار و رمضان احمدی محمد، (۱۳۸۸)، "رابطه بین جریان نقد آزاد و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، شماره ۴.
- ۲۲) سرلک، یحیی، امید فرجی و فاطمه بیات، (۱۳۹۴)، "رابطه بین ویژگی‌های مالی شرکت و ساختار سرمایه در مراحل چرخه عمر شرکت"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال هفتم، شماره ۲۷.
- ۲۳) سعیدی، پرویز و عبدالله امیری، (۱۳۸۷)، "اثرات متغیرهای کلان اقتصادی بر شاخص‌های بازدهی بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه مدل سازی اقتصادی، سال دوم، شماره ۶.



- ۲۴) سوری، علی، (۱۳۹۱)، "اقتصادسنجی همراه با کاربرد Eviews7"، جلد اول، چاپ چهارم، تهران، نشر فرهنگ شناسی و نشر نور علم.
- ۲۵) شاه آبادی، ابوالفضل، محمدکاظم نظیری و سحر حواج، (۱۳۹۲)، "اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر ریسک سیستماتیک بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، سال بیست و یکم، شماره ۶۷.
- ۲۶) شیخ، محمدجواد، جلال دهقانی و محمدابراهیم راعی عزآبادی، (۱۳۹۲)، "تأثیر نرخ تورم بر تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، شماره پیاپی ۲ شماره دوم، سال اول.
- ۲۷) صمدی، سعید و عذرا بیانی، (۱۳۹۰)، "ارزیابی ارتباط متغیرهای کلان اقتصادی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علوم اقتصادی، سال پنجم، شماره ۱۶.
- ۲۸) فرازمنند، حسن، حسین سجادی و هاشم علی صوفی، (۱۳۸۹)، "بررسی رابطه متغیرهای کلان اقتصادی و شاخص بازده نقدی سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهشنامه علوم اقتصادی، سال دهم شماره پیاپی ۳۹.
- ۲۹) کریمی، فرزاد، حسنعلی اخلاقی و فاطمه رضایی مهر، (۱۳۸۹)، "بررسی تأثیر اهرم مالی و فرصت رشد شرکت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، شماره ۸.
- ۳۰) مشایخ، شهناز و شیوا میمنت آبادی، (۱۳۹۳)، "افشاء حسابداری، کیفیت حسابداری، محافظه‌کاری شرطی و غیر شرطی"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ششم، شماره ۲۴.
- ۳۱) هاشمی، عباس و احسان کمالی، (۱۳۸۹)، "تأثیر افزایش تدریجی اهرم مالی، میزان جریان نقدی آزاد و رشد شرکت بر مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، شماره ۶.
- 32) Biddle G, Hillary G, (2009), "How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?", *Journal of Accounting and Economics*, 48, PP. 112-131.
- 33) Braam G, BEEST F, (2013), "Conceptually-Based Financial Reporting Quality Assessment. An Empirical Analysis on Quality Differences between UK Annual Reports and US 10-K Reports", Nijmegen Center for Economics Institute for Management Research. P.O. Box 9108, 6500 HK Nijmegen, The Netherlands, PP. 1-34.
- 34) Cheng M, Dhaliwal D, Zhang Y, (2013), "Does Investment Efficiency Improve after the Disclosure of Material Weaknesses in Internal Control over Financial Reporting?", *Journal of Accounting & Economics (JAE)*, 36, PP. 35-48.

- 35) Chi-yan h lee w, (2012), "IFRS Adoption and Financial Reporting Quality: Taiwan Experience", International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences .2, PP. 285-294.
- 36) Demski J. S, Christensen J. A, (2003), "Accounting Theory, an information content perspective", McGraw-Hill/Irwin, New York, NY, PP. 1-658.
- 37) Farooq Omar, Saoud Siham, Agnaou Samir, (2012), "Dividend Policy as a Signaling Mechanism under Different Market Conditions: Evidence from the Casablanca Stock Exchange", International Research Journal of Finance and Economics. PP. 187-198.
- 38) Ghassan Al Taleb A, (2012), "Measurement of Impact Agency Costs Level of Firms on Dividend and Leverage Policy: An Empirical Study". INTERDISCIPLINARY JOURNAL OF CONTEMPORARY RESEARCH IN BUSINESS, PP. 234-243.
- 39) Hyun, J, (2017), "Trade Credit Behavior of Korean Small and Medium Sized Enterprises during the 1997 Financial Crisis", Journal of Asian Economics, 50(1), PP. 1-13.
- 40) Healy p, Palepu k, (2001), "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets A Review of the Empirical Disclosure Literature", Journal of Accounting and Economics. 31, PP. 504-440.
- 41) HUA C, LIN W, LEE W, (2012), "IFRS Adoption and Financial Reporting Quality Taiwan Experience", International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences. Vol. 2, Issue 4, PP. 285-294.
- 42) Jensen, M., and W. Meckling, (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and ownership Structure", Journal of Financial Economics 3, PP. 305-360.
- 43) Koo, D.S., R. Santhosh, and Y. Yong, (2017), "The effect of Financial Reporting Quality on Corporate Dividend Policy", Review of Accounting Studies.
- 44) Utami S, Inanga E, (2011), "Agency Costs of Free Cash Flow, Dividend Policy, and Leverage of Firms in Indonesia", European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences. PP. 7-24.
- 45) Wahla Khalil-Ur-Rehman, Zulfiqar Ali Shah Syed, Hussain Zahid, (2012), "Impact of Ownership Structure on Firm Performance Evidence from Non-Financial Listed Companies at Karachi Stock Exchange", International Research Journal of Finance and Economics, PP. 6-13.
- 46) Watrin C, Ullmann R, (2012), "Improving Earnings Quality: The Effect of Reporting Incentives and Accounting Standards", Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting 28, PP. 179-188.
- 47) Wang c, Ramalingegowda s, (2013), "The Role of Financial Reporting Quality in Mitigating the Constraining Effect of Dividend Policy on Investment Decisions", The Accounting Review. 88, PP. 1007-1039.
- 48) Zeeshan Hamid, Hanif Ch Asad, Saif-Ul-Maloo, Shahzada, Wasimulla, (2012), "The Effect of Taxes on Dividend Policy of Banking Sector in Pakistan", African Journal of Business Management, PP. 2951-2954.
- 49) Zimmerman. W, watts R, (1986), "Positive Accountin", Prentice-hall, Englewood Cliffs, New Jersey 07632, Printed in the United States of America, PP. 115-125.

- 1 - Miller, M.H. & Modigliani, F
- 2- Jensen & mackling
- 3 - Myers & Majluf
- 4 - Information asymmetry
- 5 - Adverse Selection
- 6 - moral hazard
- 7 - Lintner, J
- 8 - wang et al
- 9 - Regulation
- 10 - Belkaoui
- 11 -Farooq et al.
- 12 - Healy p, Palepu k
- 13 - Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R. & Michaely, R
- 14 - Ramalingegowda, S., Wang, CH. & Yu, Y
- 15 - Koo et al.
- 16- Hyun et al.
- 17 - Walther
- 18- Macroeconomic Conditions
- 19 - Sensitivity
- 20 - Watrin and Ullmann
- 21-Biddle and Hillary
- 22 - Ghassan et al.
- 23 - Utami et al.
- 24 - Investment Opportunity
- 25 - Tax Rate
- 26- Zeeshan et al.
- 27 -Growth Options
- 28- Balanced Panel
- 29 - Ordinary Least Square(OLS)
- 30 - CLRM
- 31 - Fix Effects
- 32 - Random Effects
- 33 - Dependent Variable
- 34 - Independent Variables
- 35 - Control Variables
- 36 - Investment<sub>it</sub>
- 37-Richardson
- 38 - Biddle Et Al
- 39 - Capital Investment<sub>it</sub>(CAPX)
- 40 - sale of property, plant, and equipment(SPPE)
- 41 - Dividend<sub>it</sub>
- 42 - Dechow and Dichev
- 43 - McNichols
- 44 - Cheen Et Al
- 45 - Life Cycle Stage(Lcs)
- 46 - Growth
- 47 - Maturing
- 48 - Decline
- 49 - Contra Variables
- 50 - Size
- 51 - Investment Opportunity Set – Growth Option(Tobin-Q)
- 52 Bankruptcy Risk(Bankruptrisk)



- 53 - Z - Altman  
 54 - Multiple Discriminate Analysis(Mda)  
 55 - Tangibility<sub>jt-1</sub>  
 56 - Leverage  
 57 - Total Cash Balance(Cash)  
 58 - Sdcfo<sub>jt-1</sub> : Standard Deviation Of Cash Flow From Operations(Std CFO)  
 59- Sdsale<sub>jt-1</sub>: Standard Deviation Of Sales(Std Sale)  
 60 -Sdinvestment<sub>jt-1</sub>: Standard Deviation Of Investment(Std Investment)  
 61 -Age<sub>jt-1</sub>: Firm Age(Age)  
 62 - Operating Cycle(Cycle)  
 63 - Incidence Of Losses(Loss)  
 64 - Return On Assets(Roa)  
 65 - Winsorise  
 66-Genralized(Weighted) Least Square  
 67-Pesaran's Test

