

مجله اقتصادی

شماره‌های ۱۱ و ۱۲، بهمن و اسفند ۱۴۰۰، صفحات ۴۵-۳۱

تأثیر کاهش محدودکنندگی سیاست تقسیم سود بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری: شواهدی از گزارشگری مالی با کیفیت بالاتر در مقایسه با گزارشگری مالی با کیفیت پایین‌تر

وحید بخردی نسب

گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد نجف‌آباد، نجف‌آباد، ایران

vahid.bekhradinassab@gmail.com

علی خوشدل

گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد نجف‌آباد، نجف‌آباد، ایران

khosdel84@gmail.com

در مبنای نظری حسابداری تأکید فراوانی بر کیفیت گزارشگری مالی شده و به اهمیت آن اشاره شده است. کیفیت گزارشگری مالی، عامل مؤثری در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری است که می‌تواند بر ابعاد مختلف شرکت تأثیر داشته باشد. هدف این پژوهش رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی بر رابطه کاهش محدودکنندگی تقسیم سود بر تصمیمات سرمایه‌گذاری است و دلیل اصلی بحث درباره این موضوع اهمیت بالای افشای اطلاعات مالی در دنیای تجارت کنونی است. در این پژوهش، داده‌های شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار به صورت سالانه و برای دوره زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۹ مورد بررسی قرار گرفته است. برای انجام این پژوهش از مدل رگرسیون چند متغیره جهت بررسی چگونگی تأثیرگذاری گزارشگری مالی با کیفیت بر محدودیت اعمال‌شده از طریق سیاست تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری‌ها و نیز از الگوی مدل دچاو و دیچو (۲۰۰۲) استفاده شده که توسط مک‌نیکولز (۲۰۰۰) برآورد شده است، استفاده شده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که وجوه نقد بر گزارشگری مالی تأثیرگذار است و کیفیت گزارشگری مالی نیز بر سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تأثیرگذار است.

واژگان کلیدی: کیفیت گزارشگری مالی؛ تقسیم سود؛ تصمیمات سرمایه‌گذاری

۱. مقدمه

رشد و دگرگونی سریع روابط اقتصادی، منجر به رقابت شدیدی در عرصه تجارت، صنعت و سرمایه‌گذاری شده است. لذا شرکت برای بقا و گسترش فعالیت‌های خود، نیاز به انجام سرمایه‌گذاری‌های مناسب و به‌موقع دارند. گزارش‌های مالی شرکت‌ها باید اطلاعاتی فراهم نماید که برای سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل، بستانکاران و سایر استفاده‌کنندگان در سرمایه‌گذاری‌های منطقی، اعطای اعتبار و تصمیمات مشابه سودمند باشد. در این راستا پژوهش‌های زیادی در مورد گزارشگری مالی و تقسیم سود و عوامل مؤثر بر آن‌ها انجام گرفته است. تئوری نامربوط بودن تقسیم سود میلر و مودلیانی^۱ (۱۹۶۱) پیش‌بینی می‌کند که در بازارهای سرمایه کامل، رویه تقسیم سود نباید بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تأثیر داشته باشد؛ اما هنوز در بازارهای ناقص، محدودیت‌های مالی خارجی که ناشی از عدم تقارن اطلاعات هستند، می‌توانند شرکت‌ها را مجبور به چشم‌پوشی و صرف نظر کردن از پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ارزش به منظور پرداخت سود کنند. بررسی‌های انجام‌شده در این مطالعه نشان می‌دهد که گزارشگری مالی دارای کیفیت بالا می‌تواند منجر به کاهش تأثیر منفی سیاست تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری‌ها و به‌طور خاص سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های تحقیق و توسعه شود. علاوه بر این، نقش کاهنده کیفیت گزارشگری مالی به‌طور خاص در بین شرکت‌هایی اهمیت بیشتر دارد که سهم بیشتری از ارزش شرکت به‌واسطه گزینه‌های رشد پیش رو است. علاوه بر این، نتایج این پژوهش نشان می‌دهد نقش کاهنده گزارشگری مالی دارای کیفیت بالا در بین شرکت‌هایی که سود تقسیمی خود را کاهش داده‌اند در مقایسه با شرکت‌هایی که سود تقسیمی را افزایش داده‌اند، بیشتر قابل مشاهده است. این نتایج نقش بااهمیت کیفیت گزارشگری مالی در کاهش تضاد موجود بین سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها و تصمیم‌گیری‌های تقسیم سود را نشان می‌دهد و به این ترتیب می‌توان احتمال چشم‌پوشی و صرف نظر کردن از پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ارزش را برای اهداف پرداخت سود کاهش داد.

1. Miller and Modigliani

۲. مبانی نظری و تبیین فرضیه‌ها

کیفیت گزارشگری مالی را می‌توان میزان دقت گزارشگری مالی در انعکاس اطلاعات مربوط به عملیات و جریان‌های نقدی واحد انتفاعی تعریف نمود (لی^۱، ۲۰۱۰). در ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی دو رویکرد کلی وجود دارد: رویکرد نیازهای استفاده‌کنندگان و رویکرد حمایت از سرمایه‌گذاران و سهامداران. در رویکرد نیازهای استفاده‌کنندگان کیفیت گزارشگری مالی بر مبنای سودمندی اطلاعات مالی (مربوط بودن و قابل اتکا بودن) تعیین و تعریف می‌شود؛ اما در رویکرد حمایت از سرمایه‌گذاران و سهامداران کیفیت گزارشگری مالی به‌طور عمده بر حسب افشای کامل و منصفانه برای سهامداران تعریف می‌شود. در این زمینه کیفیت گزارشگری مالی عبارت است از اطلاعات مالی کامل. شفاف که مانع گمراهی یا ایجاد ابهام برای استفاده‌کنندگان می‌شود (رحمانی، ۱۳۸۱). اصطلاح سود تقسیمی معمولاً به پرداخت نقدی و یا غیرنقدی درآمدهای شرکت به سهامدارانش گفته می‌شود. سود سهام ممکن است به یکی از دو صورت، سود نقدی و سود سهمی پرداخت شود. سود نقدی، معمولی‌ترین نوع انتقال بازده از طرف شرکت‌ها به سهامداران است. سیاست شرکت سود سهام از محل جریان‌های نقدی می‌تواند بر ارزش شرکت تأثیرگذار باشد و مصرف وجوه در به‌کارگیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور، پرداخت سود سهام را به دنبال خواهد داشت (مهرانی، ۱۳۸۳).

مدیران سیاست تقسیم سود را با دقت انتخاب می‌نمایند، زیرا به تأثیر آن بر ارزش شرکت و ثروت سهامداران اعتقاد راسخ دارند. سرمایه‌گذاران نیز چنین نگرشی دارند، زیرا سود نقدی تقسیمی را عاملی مؤثر بر وجود نقد مورد انتظار آتی و بازده مورد انتظار خود می‌دانند (مرادی و موسوی و هاشم‌پور، ۱۳۹۰). میلر و مودلیان (۱۹۶۱) بیان کرده‌اند که در یک بازار سرمایه کامل، سیاست پرداخت سود نمی‌تواند بر ارزش شرکت به دلایل زیر تأثیرگذار باشد: ۱) فقط سرمایه‌گذاری‌هایی که منجر به ایجاد منافع و جریان‌های نقدی آتی می‌شوند، می‌توانند بر ارزش شرکت تأثیرگذارند و ۲) سرمایه‌گذاری‌ها در عمل مستقل از رویه‌های تقسیم سود هستند. دلیل دوم مطرح شده در بالا اصل تفکیک فاما و میلر^۲ (۱۹۷۲) را نشان می‌دهد که نقش مهم در پیش‌بینی

1. Lee

2. Fama and Miller

تئوری نامربوط بودن سیاست تقسیم سود دارد: سیاست تقسیم سود نباید بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تأثیرگذار باشد. به هر حال در بازارهای ناقص، سیاست تقسیم سود می‌تواند بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تأثیر داشته باشد. هنگامی که مدیران اطلاعات بیشتری درباره ارزش دارایی‌های و پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت نسبت به سرمایه‌گذاران خارجی داشته باشند، مشکلات مربوط به پدیده گزینش نادرست و نیز پدیده مخاطرات اخلاقی می‌توانند بر دسترسی شرکت به وجوه و منابع مالی خارجی تأثیرگذار باشند (جنسن و ماکلینگ^۱؛ مایرز و مجلوف^۲ ۱۹۸۴). این محدودیت می‌تواند ناشی از ایجاد یک رقابت بین پروژه‌های سرمایه‌گذاری و تقسیم سود برای تأمین مالی وجوه داخلی باشد و در این حالت شرکت‌های برخوردار از وجوه داخلی محدود باید بین فشار سرمایه‌گذاری و پرداخت سود یکی را انتخاب کنند. با توجه به اینکه تا حدودی مدیران نسبت به کاهش سود تقسیمی شرکت بی‌میل هستند (لینتنر^۳ ۱۹۵۶)، سیاست پرداخت سود می‌تواند آن‌ها را مجبور به چشم‌پوشی و صرف نظر کردن از پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ارزش کند. نتایج پژوهش‌های اخیر شواهدی را نشان می‌دهد که طبق آن‌ها تقسیم سود می‌تواند به عنوان یک محدودیت یا یک عامل دارای تأثیر منفی در حوزه سرمایه‌گذاری‌ها مورد توجه قرار گیرد. شواهد پژوهش انجام‌شده توسط براو و همکاران^۴ (۲۰۰۵) همچنین نشان می‌دهد بسیاری از مدیران به هدف نگهداری سطح سود فعلی به عنوان یک هدف نگاه می‌کنند و به خاطر این موضوع تمایل دارند از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش به منظور حفظ سطح تقسیم سود چشم‌پوشی کنند. بر اساس شواهد پژوهش براو و همکاران (۲۰۰۵)، مطالعه انجام‌شده توسط دانیل و همکاران^۵ (۲۰۱۰) شواهدی تهیه کرده است که طبق آن‌ها شرکت‌ها با کمبود نقدینگی لازم برای سرمایه‌گذاری پایین‌تر از سطح پیش‌بینی‌شده روبرو بوده‌اند و این موضوع به دلیل حفظ سطح تقسیم سود در شرکت اتفاق افتاده است. علاوه بر این امکان دارد شرکت‌ها برای افزایش سود تقسیمی خود بین سهامداران حجم سرمایه‌گذاری شرکت را کاهش دهند.

-
1. Jensen and Mackling
 2. Myers and Majluf
 3. Lintner
 4. Brav et al.
 5. Daniel et al.

با توجه به مفاهیم تشریح شده بالا می‌توان گفت که گزارشگری مالی باکیفیت می‌تواند یک نقش عمده و مهم در کاهش تأثیر محدودکننده سیاست تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری‌های شرکت داشته باشد. در این حالت گزارشگری مالی باکیفیت اطلاعات دقیق‌تری درباره جریان‌های نقدی آتی پروژه‌های سرمایه‌گذاری یک شرکت در اختیار افراد قرار می‌دهد و به‌این ترتیب عدم تقارن اطلاعات بین مدیران شرکت و سرمایه‌گذاران خارجی را کاهش می‌دهد. با کاهش عدم تقارن اطلاعات احتمال اینکه سرمایه‌گذاری اوراق بهادار شرکت را به یک قیمت تورمی و اضافه خریداری کنند، کاهش پیدا می‌کند و بنابراین گزارشگری مالی انجام‌شده می‌تواند هزینه انتخاب نادرست را در زمان انتشار اوراق بهادار جدید کاهش دهد؛ بنابراین فرضیه‌های پژوهش از قرار زیر است:

فرضیه ۱: تأثیر منفی سیاست تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری‌ها در شرکت‌های با گزارشگری مالی باکیفیت بالاتر در مقایسه با شرکت‌های با گزارشگری مالی باکیفیت پایین‌تر، کمتر است.

فرضیه ۲: تأثیر پیش‌بینی‌شده در فرضیه اول پژوهش برای سرمایه‌گذاری‌های پژوهش و توسعه، نسبت به سرمایه‌گذاری سهام قوی‌تر است.

فرضیه ۳: تأثیر پیش‌بینی‌شده در فرضیه اول در بین شرکت‌هایی با رشد بیشتر، قوی‌تر است.

تاکنون در ایران پژوهشی در مورد نقش کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثر محدودکنندگی تقسیم سود بر تصمیمات سرمایه‌گذاری انجام نشده است اما پژوهش‌هایی زیادی در مورد ابعاد گوناگون کیفیت گزارشگری مالی و تقسیم سود هر کدام به‌صورت جداگانه با عوامل دیگر انجام شده است. برای مثال مدرس و حصارزاده (۱۳۸۷) به بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند. یافته‌های این پژوهش حکایت از آن دسته از شرکت‌هایی دارد که دارای سطح بالاتری از کیفیت گزارشگری مالی می‌باشند و از سرمایه‌گذاری‌های کاراتری بهره می‌جویند و نیز نشان داده است که هرچه کیفیت گزارشگری بالاتر باشد، خود موجب کاراتر شدن سرمایه‌گذاری می‌شود.

تهرانی و ذاکری (۱۳۸۸) به بررسی رابطه بین کیفیت سود و سود تقسیمی پرداخته است. این پژوهش از داده‌های ۵۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۵ تا ۱۳۸۴ استفاده می‌کند. در این پژوهش کیفیت سود به عنوان پایداری سود تعریف شده است. نتایج

این پژوهش نشان می‌دهد شرکت‌هایی که سود پرداخت می‌کنند از پایداری سود بیشتری در دوره‌های آتی برخوردارند و همچنین این اثر برای شرکت‌های با نسبت توزیع بالاتر، بیشتر مشخص می‌گردد. بدین ترتیب سود تقسیمی حاوی اطلاعاتی درباره کیفیت سودهای گزارش شده است. کردستانی و رحیمی (۱۳۹۰) در پژوهشی مرتبط به بررسی عوامل تعیین‌کننده انتخاب سطح کیفیت گزارشگری مالی و اثرات اقتصادی آن در بازار سرمایه پرداخته‌اند. در این پژوهش، عوامل تعیین‌کننده سطح کیفیت گزارشگری مالی و اثرات اقتصادی آن در بازار سرمایه مورد بررسی قرار گرفته‌اند. این بررسی‌ها با استفاده از اطلاعات مالی ۱۰۱ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۶ و با بهره‌گیری از روش تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی چند متغیره انجام شده است. نتایج پژوهش دلالت بر وجود یک رابطه مثبت بین مالکیت نهادی و سطح کیفیت گزارشگری مالی دارد که از نظر آماری معنی‌دار است. بشکوه، علی‌پور، طالبی (۱۳۹۱) در پژوهش خود به بررسی ارتباط بین تصمیمات تأمین مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند. این پژوهش اثرات تحقق رشد اندازه شرکت سیاست تقسیم سود سهام بازده حسابداری و نقدینگی در تصمیمات تأمین مالی را بررسی می‌کند و از تجزیه و تحلیل رگرسیون سال‌به‌سال برای رسیدن به اعتبار نتایج استفاده می‌شود. یافته‌های پژوهش نشان داده‌اند که تصمیمات سرمایه‌گذاری اثرات مثبتی را بر تصمیمات تأمین مالی در شرایط عدم اطمینان کمتر و اثرات منفی را بر تصمیمات تأمین مالی در شرایط عدم اطمینان بالا دوره بحران مالی در سال ۱۳۸۴ می‌گذارد درحالی‌که در تجزیه و تحلیل‌ها نتایج اثرات متغیرهای کنترلی تصمیمات تأمین مالی متناقض‌اند. محمودآبادی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهش خود به بررسی آثار سرمایه‌گذاری در بهبود کیفیت گزارشگری مالی می‌پردازند. جامعه آماری این پژوهش را ۷۶ شرکت پذیرفته‌شده، در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهد که در بازه زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۸ مورد بررسی قرار گرفته و از تحلیل آماری رگرسیون خطی چند متغیره، برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین ضریب کارایی سرمایه ساختاری و ضریب کارایی سرمایه انسانی با کیفیت گزارشگری مالی رابطه مستقیم معناداری وجود دارد؛ اما رابطه بین ضریب کارایی سرمایه فیزیکی و کیفیت گزارشگری مالی از لحاظ آماری معنادار نیست. پور زمانی و قمری (۱۳۹۳) در پژوهش خود به بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و سرعت تعدیل قیمت

سهام پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش نشان داده‌اند که در بازار سرمایه ایران رابطه میان تغییرات کیفیت گزارش و سرعت تعدیل قیمت معنی‌دار نبوده و با بهبود کیفیت گزارشگری مالی، سرعت تعدیل قیمت سهام تغییر معناداری از خود نشان نمی‌دهد. همچنین یافته‌های پژوهش نشان می‌دهند که در بورس اوراق بهادار ایران سرعت تعدیل قیمت سهام نسبت به اخبار خوب و بد دارای الگوی رفتار متقارن بوده و اختلاف معنی‌داری در میانگین سرعت تعدیل قیمت سهام نسبت به اخبار خوب و اخبار بد وجود ندارد.

دنيس و همکاران^۱ (۱۹۹۴) در پژوهش خود که به تغییرات محتوای اطلاعاتی سود سهام، علامت‌دهی جریان نقد، بیش سرمایه‌گذاری، تقسیم سود سهام، پرداخته‌اند و به این نتیجه رسیده‌اند که واکنش قیمت به سود اعلام‌شده با درجه اهمیت تغییرات سود قابل توضیح است، اما ارتباطی به سودآوری مورد انتظار سرمایه‌گذاری‌های آتی شرکت ندارد. این محققین شواهدی ارائه می‌کنند که از فرضیه علامت‌دهی تقسیم سود پشتیبانی می‌کند، اما با فرضیه جریان نقدی آزاد هماهنگی ندارد. به‌طور کلی، با توجه به درهم‌ریختگی نتایج اطلاعاتی واقعی و خالص اطلاعات تقسیم سود شرکت، مشخص نیست واکنش قیمت سهام به اطلاعات سود تقسیمی بتواند شواهد کافی به نفع یا علیه تئوری عدم ارتباط تقسیم سود میلر و مودلیانی فراهم کند. براو و همکاران (۲۰۰۵) به خط‌مشی پرداخت قرن ۲۱، به بررسی مدیریت مالی ۳۸۴ شرکت پرداخته‌اند و نتایج حاصل از بررسی آن‌ها نشان می‌دهد تصمیم‌های تقسیم سود می‌تواند یک محدودیت مهم برای شرکت ایجاد کند یا تأثیر منفی عمده بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری داشته باشد. دانیل و همکاران (۲۰۱۰) احتمال کاهش سرمایه‌گذاری یا افزایش تأمین مالی خارجی در زمانی که کمبود نقدی وجود دارد را در صورت قطع سیاست تقسیم سود شرکت مورد بررسی قرار داده‌اند و یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد دستیابی به سطح تقسیم سود و سرمایه‌گذاری پیش‌بینی‌شده در این گونه مواقع دشوار است. به‌طور کلی این محققین دریافته‌اند که سیاست تقسیم سود دارای یک تأثیر منفی عمده و بااهمیت بر سرمایه‌گذاری‌ها است و در عمل منجر به وقوع مشکلات سرمایه‌گذاری کمتر از حد مورد انتظار و یا کاهش حجم سرمایه‌گذاری‌های انجام‌شده در شرکت‌ها می‌شود. لانگ و لتزبرگر^۲ (۱۹۸۹) در

1. Denis

2. Lang and Litzenberger

پژوهشی که تقسیم سود، علامت‌دهی جریان نقدی در مقایسه با فرضیه جریان نقدی آزاد را موردبررسی قرار داده‌اند که این نتیجه رسیده‌اند که واکنش قیمت به تغییرات تقسیم سود برای شرکت‌های دارای سودآوری مورد انتظار کمتر برای سرمایه‌گذاری‌های آتی بیشتر است. این محققین بیان می‌کنند که نتایج به دست آمده با فرضیه جریان نقدی آزاد مطابقت دارد، اما با فرضیه علامت‌دهی تقسیم سود هماهنگی ندارد. گلدمن و ویسواناس^۱ (۲۰۱۳) در پژوهشی به بررسی رابطه بین نوسان‌های جریان‌های نقدی و سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در شرکت‌های صادرکننده و غیر صادرکننده هندی پرداختند. آن‌ها برای محاسبه نوسان‌های جریان‌های نقدی از لگاریتم واریانس پنج ساله‌ی جریان‌های نقدی استفاده کردند. نتایج پژوهش‌های آن‌ها نشان می‌دهد که بین نوسان‌های جریان‌های نقدی و سیاست تقسیم سود، رابطه معنی‌داری وجود دارد. گوا^۲ (۲۰۱۳) در مقاله‌ای با عنوان «آخرین سهامدار کنترلی و سیاست‌های تقسیم سود در بازار بهابازار چین»، تأثیر سطح کنترل و نوع بزرگ‌ترین سهامدار کنترل‌کننده را بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های چینی بررسی کرد. نتایج پژوهش وی حاکی از آن است که سطح بالای حق کنترل بزرگ‌ترین سهامدار، یک رابطه مثبت با هر دو متغیر احتمال پرداخت سود و نسبت پرداخت سود سهام دارد. همچنین، انواع مختلف سهامداران کنترل‌کننده، تأثیرات متفاوتی بر روی سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های تحت کنترل دارند.

۳. جامعه آماری

در این پژوهش از اطلاعات بورس اوراق بهادار تهران استفاده می‌شود. به دلیل دسترسی به این اطلاعات و شفافیت آن‌ها و تنوع در شرکت‌های موردبررسی و در کل باعث همگون نمودن نمونه آماری نیز می‌شود.

جامعه پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که جهت انتخاب نمونه از روش حذف سیستماتیک، با اعمال شرایط زیر استفاده شده است:

۱. پایان سال مالی شرکت ۲۹ اسفند باشد.
۲. از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۹ به طور مداوم در بورس فعالیت داشته باشد.

1. Goldman and vysvanas
2. Guo

۳. اطلاعات شرکت‌ها برای مقاصد این پژوهش در دسترس باشد.
 ۴. شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌ها به دلیل ماهیت متفاوت با سایر شرکت‌ها حذف شده‌اند.
 ۵. بیش از ۳ ماه توقف معاملاتی نداشته باشد.
- با مدنظر دادن محدودیت‌های بالا، نمونه آماری این پژوهش شامل ۱۵۳ شرکت می‌شود. یکی از مهم‌ترین مراحل انجام پژوهش تجزیه و تحلیل داده‌های آماری است. به کارگیری روش‌های صحیح آماری امکان ارائه نتایج را مؤثر می‌سازد که از نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین و تدبیر پرداز اطلاعات موردنیاز تحقیق گردآوری می‌شود سپس داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار اکسل آماده و تجزیه و تحلیل می‌شود. تجزیه و تحلیل نهایی توسط نرم‌افزار ایویوز انجام می‌گیرد. مبنای تفکیک شرکت‌ها برای کیفیت گزارشگری مالی مدل (۱) است.

مدل (۱)

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

که در این مدل:

RQ_{jt-1} عبارت از کیفیت گزارشگری مالی شرکت است که بر اساس اطلاعات در پایان سال $t-1$ اندازه‌گیری و ارزشیابی شده است. معیار بکار رفته در این رابطه بر اساس مدل دچو و دیچو (۲۰۰۲) است که توسط مک‌نیکولز (۲۰۰۲) مورد اصلاح قرار گرفته است.

ΔWCA_{jt} عبارت است از افزایش در حساب‌های دریافتی به‌علاوه افزایش در ارزش موجودی به‌علاوه کاهش در حساب‌های پرداختی و بدهی‌های تحقق‌یافته به‌علاوه کاهش در مالیات تحقق‌یافته به‌علاوه افزایش (کاهش) سایر دارایی‌ها (بدهی‌ها) است که بر اساس مبلغ میانگین دارایی‌ها شرکت همگن شده است.

CFO جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی است که این مبلغ بر اساس میانگین ارزش دارایی‌های شرکت درجه‌بندی و همگن شده است.

$\Delta Revenues$ تغییر در درآمدهای شرکت را نشان می‌دهد که این شاخص نیز بر اساس ارزش میانگین دارایی‌ها همگن شده است.

PPE عبارت از ارزش اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات است که بر اساس میانگین دارایی‌ها همگن شده است.

با توجه به مدل ذکر شده در بالا، داده‌های خام از نرم‌افزار ره‌آورد نوین گردآوری و با نرم‌افزار ایویوز نتایج رگرسیون ترکیبی آن برای بازده زمانی ۸۵ الی ۹۱ در جدول زیر نمایش داده می‌شود.

جدول ۱. نتایج برآورد رگرسیون ترکیبی برای کیفیت گزارشگری مالی

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	ضریب معناداری
C	47103.61	162440.3	0.289975	0.7719
nghd(1) یا Cfo(1)	0.902431	0.643634	1.402087	0.1614
nghd یا Cfo	-3.363331	1.313229	-2.561115	0.0107
nghd(1) یا Cfo(1)	-3.834995	0.738014	-5.196370	0.0000
I یا PPE	1.128120	0.498147	2.264633	0.0239
K یا Sale	1.116009	0.113487	9.833786	0.0000
2/15	آماره دوربین-واتسون	0/87	ضریب تعیین (R^2)	
27/00	آماره F	0/84	تعدیل شده R^2	
0/00	معناداری آماره F			

منبع: یافته‌های تحقیق

با توجه به ضریب تعیین نشان از برازش خوب الگو است و متغیرهای استفاده‌شده در آن قدرت توضیح دهنده‌گی مدل را به میزان ۸۷ درصد نشان می‌دهد که با توجه به آنکه روش مورداستفاده داده‌های تابلویی هست عدد خوبی است. دوربین واتسون نیز نشان از عدم وجود خودهمبستگی است و عدد ۲.۲ را نشان می‌دهد. آماره F در این برازش نیز برابر صفر بودن ضرایب را رد می‌کند. با توجه به احتمال ضرایب حاکی از تأثیرگذاری کلیه متغیرهای استفاده‌شده در این تحقیق و معنی‌دار بودن آن‌ها هست. به‌طور تفکیکی نتایج به‌قرار زیر است:

- CFO(-1): شاخص وجوه نقد با یک وقفه تأثیر مثبت و معنی‌داری بر کیفیت گزارشگری مالی نشان می‌دهد.

- CFO: شاخص وجوه نقد تأثیر مثبت و معنی‌داری بر کیفیت گزارشگری مالی نشان می‌دهد.

- CFO(1): شاخص وجوه نقد سال آینده تأثیر مثبت و معنی‌داری بر کیفیت گزارشگری مالی نشان می‌دهد.

- K: میزان تجهیزات و ماشین‌آلات تأثیر مثبت و معنی‌داری بر کیفیت گزارشگری مالی نشان می‌دهد.

– Sale یا I: تغییرات فروش تأثیر منفی و معنی‌داری بر کیفیت گزارشگری مالی نشان می‌دهد.

۴. الگوی پژوهش

برای انجام این پژوهش از مدل رگرسیون چند متغیره زیر جهت بررسی چگونگی تأثیرگذاری گزارشگری مالی باکیفیت بر محدودیت اعمال‌شده از طریق سیاست تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری‌ها طراحی شده است.

مدل (۲)

$$Investment_{jt} = \beta_1 Dividend_{jt} + \beta_2 Dividend_{jt} * RQ_{jt-1} + \beta_3 RQ_{jt-1} + \sum \beta_i Controls_{jt-1} + \varepsilon_{jt}$$

که در این مدل:

$Investment_{jt}$ حجم سرمایه‌گذاری شرکت j در طول سال t است که بر اساس جمع‌داریی-های شرکت در پایان سال $t-1$ همگن شده است.

در این رابطه $Investment$ یکی از سه شکل زیر را در برمی‌گیرد: جمع سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های تحقیق و توسعه، یا سرمایه‌گذاری در سرمایه. با دنبال کردن مطالعات اخیر انجام‌شده بر روی سرمایه‌گذاری‌ها (برای مثال ریچاردسون^۱ ۲۰۰۶؛ بیدل و همکاران^۲، ۲۰۰۹)، جمع سرمایه‌گذاری به‌عنوان جمع هزینه‌های تحقیق و توسعه، هزینه‌های سرمایه‌ای و هزینه تحصیل سرمایه، منهای وجوه نقد دریافتی حاصل از فروش اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات محاسبه می‌شود.

$Dividend_{jt}$ عبارت است از سود تقسیمی شرکت j بین سهامداران عادی در طول سال t است که بر اساس جمع‌داریی‌های شرکت در پایان سال $t-1$ درجه‌بندی و همگن شده است.

علاوه بر این متغیرها در مطالعه حاضر از متغیر اندازه شرکت (اندازه)، مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری (شاخص Q تو بین)، ریسک ورشکستگی (خطر ورشکستگی)، حجم‌داریی‌های مشهود (قابل‌رؤیت)، درجه اهرم (اهرم) و جمع مانده نقدینگی شرکت (وجه نقد) برای کنترل عامل‌های اقتصادی تأثیرگذار بر حجم سرمایه‌گذاری یک شرکت استفاده شده است.

1. Richardson
2. Biddle et al.

۵. یافته‌های پژوهش

با توجه به ضریب تعیین نشان از برازش خوب الگو هست و متغیرهای استفاده‌شده در آن قدرت توضیح دهنده‌گی مدل را به میزان ۶۹ درصد نشان می‌دهد که با توجه به آنکه روش مورد استفاده داده‌های تابلویی هست عدد خوبی محسوب می‌شود. دوربین واتسون نیز نشان از عدم وجود خودهمبستگی است و عدد ۱۸ را نشان می‌دهد. آماره F در این برازش نیز برابر صفر بودن ضرایب را رد می‌کند.

جدول ۲. نتایج برآورد رگرسیون ترکیبی برای سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۹

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	ضریب معناداری
C	319316.9	20384.35	15.66481	0.0000
Divi	-11085.90	3114.544	-3.559399	0.0004
AQDivi	0.001082	0.000582	1.859293	0.0635
AQ(-1)	0.002958	0.003198	0.925033	0.3554
اندازه siz	0.149552	0.013023	11.48391	0.0000
VA دارایی مشهود	-17882.43	4585.543	-3.899741	0.0001
Ris ریسک	-81.04335	142.7295	-0.567811	0.5704
Qt تو بین	0.999561	0.015230	65.62984	0.0000
وجه نقد $nghd$	0.094987	0.038561	2.463294	0.0141
اهرم مالی AH	0.008395	0.005479	1.532253	0.1261
۱/8	آماره دوربین - واتسون	۰/۶۹	ضریب تعیین R^2	
1730/58	آماره F	۰/۶۹	تعدیل شده R^2	
۰/۰۰	معناداری آماره F			

منبع: یافته‌های تحقیق

به‌طور تفکیکی نتایج به‌قرار زیر است:

- Divi: شاخص تقسیم سود تأثیر مثبت و معنی‌داری بر سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد.
- AqDivi: شاخص ضریبی تقسیم سود و کیفیت گزارشگری مالی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد.
- AQ: کیفیت گزارشگری مالی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد؛ و متغیرهای کنترلی نیز تأثیر معنی‌داری بر سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد.

۶. نتیجه گیری

در این پژوهش سعی بر درک روابط موجود درباره نقش گزارشگری مالی بر تصمیم گیری های شرکت شده است. در عمل تصمیم گیری های مربوط به سرمایه گذاری ها و سیاست های تقسیم سود از فعالیت های اصلی شرکت است و محدودیت های ناشی از وجود پدیده عدم تقارن اطلاعات است که می تواند شرکت ها را به چشم پوشی از پروژه های سرمایه گذاری با ارزش به منظور پرداخت سود مورد نظر مجبور کند. یافته های پژوهش حاضر پیشنهاد می کند گزارشگری مالی با کیفیت مزیت ارزشمند (و از قبل شناسایی نشده) در ارتباط با کاهش تأثیر محدودیت های مربوط به سیاست تقسیم سود بر تصمیم های سرمایه گذاری دارد و این موضوع در عمل می تواند منجر به کاهش خطر چشم پوشی شرکت از پروژه های سرمایه گذاری با ارزش به منظور پرداخت سود شود. مطالعه حاضر همچنین نشان می دهد نقش گزارشگری مالی با کیفیت به طور خاص در حوزه سرمایه گذاری های تحقیق و توسعه، برای شرکت هایی که با گزینه های رشد بیشتر روبرو هستند و نیز برای شرکت هایی که سود تقسیمی خود را کاهش داده اند، بیشتر است. این پژوهش رابطه مستقیم ولی متفاوت با مطالعات قبلی انجام شده بر روی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر اثربخشی سرمایه گذاری در شرکت ها دارد (برای مثال، بیدل و هیلاری^۱؛ ۲۰۰۶؛ بیدل و همکاران ۲۰۰۹). این مطالعات به بررسی تأثیر گزارشگری مالی با کیفیت بر بهبود اثربخشی فرآیند سرمایه گذاری می پردازند. در این مطالعات تأثیر سیاست تقسیم سود شرکت مورد بررسی قرار نگرفته است. در طرف مقابل، در این مطالعه بر اساس تئوری عدم ارتباط سیاست تقسیم سود میلر و مقامیانی (۱۹۶۱) بر نحوه تأثیر گذاری کیفیت گزارشگری مالی بر ارتباط متقابل بین دو تصمیم مهم شرکتی یعنی سیاست تقسیم سود و تصمیم های سرمایه گذاری تمرکز شده است. در این مطالعه نشان داده شده گزارشگری مالی با کیفیت در عمل می تواند منجر به کاهش تأثیر محدودیت های ناشی از سیاست تقسیم سود بر تصمیم های سرمایه گذاری شود.

1 Biddle and Hilary

منابع

- بشکوه، مهدی، علی پور، سعید، طالبی، بهمن (۱۳۹۱). بررسی ارتباط بین تصمیمات تأمین مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری، اولین همایش منطقه‌ای رویکردهای نوین حسابداری و حسابرسی
- پورزمانی، زهرا، قمری، مونا (۱۳۹۳). بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و سرعت تعدیل قیمت سهام، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۶، شماره ۲۱، بهار ۱۳۹۳، ۹۱-۱۱۶.
- تهرانی، رضا و حامد ذاکری (۱۳۸۸) - بررسی رابطه بین کیفیت سود و سود تقسیمی، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال ۲، شماره ۵، ص ۳۹-۵۵
- رحمانی، علی (۱۳۸۱). ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی، فصلنامه حسابرس، سال ۴، شماره ۱۷، ۵۲-۵۷.
- مرادی، جواد، هاشم پور، ولی، موسوی، سارا (۱۳۹۰). سیاست تقسیم سود از منظر نمایندگی، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری و حسابرسی، سال ۳، شماره ۱۲.
- کردستانی، غلامرضا، رحیمی، مصطفی (۱۳۹۰). بررسی عوامل تعیین‌کننده انتخاب سطح کیفیت گزارشگری مالی و اثرات اقتصادی آن در بازار سرمایه، فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، سال ۱، شماره ۱، ۶۲-۹۲.
- مهران، کاوه (۱۳۸۳). رابطه سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری، پایان‌نامه دکتری، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- مدرس، احمد، حصارزاده، رضا (۱۳۸۷). بررسی رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری. فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال ۱، شماره ۲، ۸۵-۱۱۶
- محمودآبادی، حمید، رضایی، غلامرضا، گرگانی فیروزجاه، ابوالفضل (۱۳۹۲) - بررسی آثار سرمایه‌فکری در بهبود کیفیت گزارشگری مالی، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره ۵، ۷۵-۹۹.

- Brav, A. J. R. Graham, C. R. Harvey, and R. Michael. 2005. Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics* 77 (3): 483–527.
- Denis, D. J. D. K. Denis, and A. Sarin. 1994. The information content of dividend changes: Cash flow signaling, over-investment, and dividend clienteles. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29: 567–587.
- Dechow, P. and I. Dichev. 2002. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77: 35–59.
- Daniel, N. D. D. J. Denis, and L. Naveen. 2010. Sources of Financial Flexibility: Evidence from Cash Flow Shortfalls. *Working paper, Purdue University*.
- Fama, E. and M. Miller. 1972. *The Theory of Finance*. Hinsdale, IL: Dryden Press.
- Goldman, E. & Viswanath, P.V. (2013). Does Cash flow Volatility Explain Dividend Policy? A Study of Exporting and non-Exporting Firms in India. Online paper in: ieginia.org/wshop2526july/paper18.pdf.
- Guo, Jianan, Ultimate Controlling Shareholders and Dividend Payout Policy in Chinese Stock Market (April 1, 2013). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2242798> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2242798>
- Jensen, M. and W. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305–360.
- Lintner, J. 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review* 46: 97–113
- Lang, L. and R. Litzenberger. 1989. Dividend announcements: Cash-flow signaling vs. free cash flow hypothesis? *Journal of Financial Economics* 24: 181–191.
- Lee, Ch. Hsieh, T. Cheng, Li, (2010). “Financial Reporting Quality and Speed of Price Adjustment”. *International Research Journal of Finance and Economics*, 53, 134-143
- Miller, M. H. and F. Modigliani. 1961. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business* 34 (4): 411–433
- McNichols, M. 2002. Discussion of: The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77: 61–69.
- Myers, S. and N. Majluf. 1984. Corporate investment and financing policies when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13: 187–222.