

بررسی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی، سیاست های تقسیم سود و ساختار مالکیت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سیده زهرا تقوی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصرخسرو، ساوه، ایران. (نویسنده مسئول).
zahra_helena62@yahoo.com

سیده مریم حسینی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصرخسرو، ساوه، ایران.
maryamhosseini084@gmail.com

دکتر فرزین خوشکار

مدرس گروه حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی ناصرخسرو، ساوه، ایران.
f.khoshkar@hnhk.ac.ir

شماره ۱۹ / زمستان ۱۳۹۸ (جلد چهارم) / صص ۴۲-۶۰
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره دوم)

چکیده

تحقیق حاضر با هدف بررسی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی، سیاست های تقسیم سود و ساختار مالکیت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. جامعه آماری تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که با استفاده از روش غربالگری سیستماتیک نمونه مورد نظر انتخاب و با استفاده از فرمول کوکران تعداد ۸۳ شرکت به عنوان نمونه آماری تعیین گردید. ابزار گردآوری داده ها استفاده از نرم افزار ره آورد نوین و صورت های مالی شرکت های منتخب است. داده های مورد نظر در بازه زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۵ جمع آوری و با استفاده از نرم افزار اکسل و Eviews جهت تجزیه و تحلیل آماده سازی شد. در این پژوهش برای جمع آوری اطلاعات از دو روش کتابخانه ای و میدانی بهره گرفته شده است. از آمارهای توصیفی میانگین، واریانس، انحراف معیار... و آماره های استنباطی همبستگی بین متغیرهای پژوهش و تحلیل رگرسیونی چندگانه استفاده شده است. همچنین از آزمون کلوموگروف اسمیرنوف جهت مشخص کردن نرمال بودن داده ها استفاده شده است.

واژگان کلیدی: عدم تقارن اطلاعاتی، سیاست های تقسیم سود، ساختار مالکیت.

مقدمه

سرمایه گذاران برای انتخاب پرتفوی بهینه خود به اطلاعاتی در زمینه سهام شرکتها نیاز دارند و واضح است که هرچه اطلاعات در دسترس آنها دقیقتر بوده و از قابلیت اتکای بیشتری برخوردار باشد، آنها با اطمینان بیشتری اقدام به معامله سهام می کنند و در نتیجه این امر ریسک کمتری را متحمل می شوند. ساختار مالکیت، تبیین کننده مباحث حاکمیت شرکتی از قبیل توانایی مدیریت، نظارت سهامداران، تامین مالی شرکت، تصمیمات مرتبط با سرمایه گذاری ها و سیاست های افشای شرکتی می باشد. سود تقسیمی به واسطه عینیت و ملموس بودن از جایگاه ویژه ای نزد مالکان شرکت برخوردار است و سرمایه گذاران شرکت با هدف آگاهی از توان ایجاد نقدینگی و توزیع آن بین سهامداران، علاقه ویژه ای به این مقوله دارند. از این رو بخشی از توان و

توجه مدیران شرکت‌ها معطوف به مقوله ای است که از آن به عنوان «سیاست تقسیم سود» یاد می‌شود. این سیاست، بیانگر پرداخت شرکت و میزان وجوه نقدی است که بین سهامداران توزیع می‌شود. با توجه به شواهد موجود، سیاست‌های تقسیم سود هنوز به عنوان یک معما در امور مالی شرکت‌ها مطرح است (عبودی، ۱۳۹۷). تصمیم‌های پرداخت سود همچنان که روی نقد شونده اثر دارند، متاثر شرایط نقد شونده سهامداران نیز هست. آشکارا توزیع وجه نقد بین سهامداران، تراز نقدی آنها را افزایش می‌دهد. از این رو، محدودیت نقدشوندگی آنها کاهش می‌یابد. سرمایه‌گذاران کم‌اطلاع با گمان اینکه عدم تقارن اطلاعاتی به طور فاحش وجود دارد، ممکن است از معامله اوراق بهادار خاصی صرف نظر کنند یا کلاً از بازار سهام خارج شوند. خروج طیف زیادی از سهامداران کم‌اطلاع از بازار، سهامداران مطلع را از منافع سرشکن شدن هزینه‌های گزاف تهیه اطلاعات محروم می‌کند و انگیزه برای تولید اطلاعات کاهش می‌یابد. افزون بر این، اقتصاد را از منافع توزیع ریسک و تخصیص منابع توسط بازارهای بزرگ و کارایی سرمایه محروم خواهد کرد. بنابراین، نبود تقارن اطلاعاتی در بازار پیامدهای جمعی و فردی نامطلوبی، نظیر مشارکت حداقلی سرمایه‌گذاران، هزینه‌های معاملاتی بالا، بازارهای رقیق و کاهش سود ناشی از معاملات را به همراه خواهد داشت (دموری و فیروزآبادی، ۱۳۹۳).

بیان مسئله

ساختار مالکیت، تبیین‌کننده مباحث حاکمیت شرکتی از قبیل توانایی مدیریت، نظارت سهامداران، تأمین مالی شرکت، تصمیمات مرتبط با سرمایه‌گذاری‌ها و سیاست‌های افشای شرکتی می‌باشد. بخشی از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقیقی و بخشی دیگر از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سرمایه‌گذاری نهادی و عمده قرار دارد (رهبر باغبانی و همکاران، ۱۳۹۴). مالکیت نهادی و عمده، میزان مالکیت سهام یک شرکت توسط شرکت‌های سرمایه‌گذاری، سازمان‌ها و نهادهای عمومی، سازمان‌های دولتی و سایر شرکت‌ها می‌باشد. سهامداران نهادی سهم قابل توجهی از بازار سرمایه را به خود اختصاص داده و نقش اساسی در تصمیم‌گیری‌ها و سیاست‌های شرکت ایفا می‌کنند (ستایش، ۱۳۸۹). از آنجاییکه، هدف اصلی همه سرمایه‌گذاران دستیابی به سود سهام بیشتر و افزایش ثروت می‌باشد؛ سود گزارش شده در صورت‌های مالی و میزان انباشت سود و تقسیم سود از اهمیت خاصی برای سهامداران بخصوص سهامداران نهادی، برخوردار است. بنابراین، سهامداران نهادی با توجه به قدرت نفوذ خود در شرکت سهامی سعی دارند بر تصمیم‌ها و سیاست‌های تقسیم سود و سرمایه‌گذاری شرکت اثر بگذارند (کوکلی^۱، ۲۰۰۹). سود تقسیمی یک شرکت بیانگر پرداخت‌های نقدی عمده شرکت‌ها است و یکی از مهم‌ترین گزینه‌ها و تصمیمات پیش‌روی مدیران به حساب می‌آید. مدیر باید تصمیم بگیرد که چه میزان از سود شرکت را تقسیم و چه میزان را در قالب سود انباشته مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری کند. پرداخت سود از طرفی برای سهامداران و ذینفعان جذاب است. از طرف دیگر انباشت سود توسط شرکت و سرمایه‌گذاری مجدد آن، نشان‌دهنده فرصت‌های رشد آتی شرکت می‌باشد. در نتیجه، سیاست تقسیم سود شرکت، حاوی اطلاعاتی در مورد وضعیت فعلی و آتی شرکت می‌باشد و این اطلاعات و ارزش کیفی آن برای تصمیم‌گیری سهامداران جهت سرمایه‌گذاری در سهام بسیار مهم است. هر سرمایه‌گذار با توجه به نوع سلیقه و اطلاعاتی که کسب می‌کند، سهام شرکتی را خریداری می‌کند که سیاست تقسیم سود آن را مطلوب می‌داند. در صورتی که این اطلاعات بصورت نامتقارن و نامساوی بین سهامداران و ذینفعان توزیع شود، می‌تواند بر نوع انتخاب آن‌ها اثر نادرستی بگذارد (جهان‌آباد، ۱۳۹۲).

¹ Kouki

مبانی نظری تحقیق ساختار مالکیت

تعاریف متعددی با عبارات گوناگون از ترکیب مالکیت ارایه شده و واژه‌های مختلفی مانند ترکیب سهامداری و ساختار مالکیتی برای این مفهوم به کار رفته است. ساختار مالکیت یا ترکیب سهامداری به معنی نحوه توزیع سهام^۱ و حقوق مالکیت به لحاظ حق رأی^۲ و سرمایه^۳ به علاوه ماهیت و موجودیت^۴ مالکان سهام^۵ است. ساختار مالکیت یک شرکت از ابعاد گوناگون قابل توجه است و در وهله اول بر حسب دو متغیر شامل سهامداران درونی یا سهام در اختیار سهامداران داخلی^۶ و سهامداران بیرونی تعریف می‌شود. بر این اساس، سهام در اختیار سهامداران نهادی^۷ و دولت از بخش‌های اصلی مالکیت بیرونی شرکت‌ها تلقی می‌شود. سهام در اختیار سهامداران داخلی بیانگر درصدی از سهام در دست سهامداران^۸ است که در تملک مدیران و کارکنان شرکت قرار دارد. سهام تحت مالکیت سهامداران نهادی به درصدی از سهام شرکت اشاره می‌کند که در تملک سرمایه‌گذاران نهادی و حقوقی است (سارین و همکاران^۹، ۲۰۰۲). همچنین ترکیب مالکیت یک شرکت را علاوه بر درونی یا بیرونی بودن می‌توان از ابعاد مختلفی مانند تمرکز یا عدم تمرکز مالکیت، نهادی یا حقیقی بودن و مدیریتی یا غیر مدیریتی بودن سهامداران مورد توجه قرار داد.

مروری بر تصمیم تعیین سیاست سود سهام

با توجه به مطالب و نظریه‌های مرتبطی که ارائه شد، به ضوابط صریحی دست نیافتیم که مدیران بتوانند دنبال کنند. از مباحث مطروحه واضح است که تصمیمات سیاست تقسیم سود مبتنی بر قضاوت آگاهانه، و نه تصمیمات مبتنی بر مدل‌های دقیق ریاضی است. در عمل، در مورد سیاست تقسیم سود، مستقل تصمیم نمی‌گیرند. تصمیمات تقسیم سود را با تصمیم بافت سرمایه و تصمیمات بودجه بندی سرمایه ای با هم اخذ می‌کنند. دلیل این امر، فرایند اطلاعات نامتقارن است که عملکرد نهایی مدیران را از دو جهت تحت تاثیر قرار می‌دهد:

الف) عموماً، مدیران مایل به انتشار سهام عادی جدید نیستند، چون:

- ۱- صدور سهام عادی جدید با هزینه‌های انتشار (حق العمل، کارگزاری، و ...) همراه است.
- ۲- در حالیکه افزایش سرمایه از محل سودهای انباشته از این هزینه‌ها اجتناب می‌شود.
- ۳- اطلاعات نامتقارن باعث می‌شود سهامداران انتشار سهام عادی جدید را علامت منفی تلقی کنند، در نتیجه انتظارات سرمایه‌گذاران نسبت به چشم انداز آتی شرکت کاهش می‌یابد (مشایخی و صفوی، ۱۳۸۷).

¹ Distribution of Equity

² Votes

³ Capital

⁴ Identity

⁵ Equity Owners

⁶ Insider Holdings

⁷ Institutional Holdings

⁸ Outstanding Shares

⁹ Sarin et al

۴- اعلام انتشار سهام جدید معمولاً منتهی به کاهش قیمت سهام می شود. از اینرو با توجه به کل هزینه ها که مشتمل بر هزینه های انتشار و اطلاعات نامتقارن است، مدیران قویاً ترجیح می دهند از سود انباشته به عنوان منبع اصلی سرمایه استفاده می کنند.

ب) تغییرات سود سهام تقسیم شده در مورد نظر مدیران نسبت به چشم انداز آتی شرکت علائمی ارائه می دهد. از اینرو:

۱- کاهش سود نقدی و بدتر از آن حذف سود سهام عموماً تأثیر منفی قاطعی بر قیمت سهام شرکت دارد.

۲- مدیران تلاش می کنند سود سهام پرداختی در سطح پایین به نحوی تعیین شود که احتمال کاهش پرداخت سود در آینده به حداقل برسد. البته افزایش سود نقدی به صورت ناگهانی می تواند علائم مثبت از وضع شرکت به بازار بفرستد (مشایخی و صفوی، ۱۳۸۷).

روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر شیوه گردآوری اطلاعات تحقیق توصیفی از نوع همبستگی است. مهمترین روش های گردآوری اطلاعات در این پژوهش استفاده از روش مطالعات نظری و کتابخانه‌ای که عمدتاً برای مطالعه ادبیات موضوع و پیشینه پژوهش و همچنین مطالعات و دیدگاه‌هایی که راجع به موضوع مورد پژوهش و نیز ایجاد چارچوبی مناسب جهت بررسی موضوع مورد استفاده می شود. بنابراین با مراجعه به منابع کتابخانه‌ای شامل، کتب، مجلات، ماهنامه‌ها، فصل نامه‌ها، انتشارات مراکز پژوهشی، سازمان‌ها نهادهای آموزشی و اجرایی، پایان نامه‌های تحصیلی و رساله‌های پژوهش مرتبط، جستجو در پایگاه‌های الکترونیکی اطلاعات از قبیل اینترنت، رزنت^۱ و... بخش تئوریک و ادبیات موضوع، مورد مطالعه و بررسی قرار گرفته است.

همچنین برای تحلیل و آزمون نظریه‌ها و فرضیه‌های پژوهش، که در روش ترکیبی از منابع مختلف گردآوری شده است، روش همبستگی برای این منظور انتخاب گردید. علت انتخاب روش مزبور آن است که به علت تعدد متغیرهای بازیگر در مورد موضوع پژوهش تنها روش پژوهش همبستگی است که به محقق اجازه می دهد تا متغیرهای زیادی را اندازه‌گیری کند و همزمان همبستگی آن‌ها را محاسبه و در نهایت یک مدل با استفاده از آن‌ها استخراج نماید (خاکی، ۱۳۸۳).

در این پژوهش هدف ارزیابی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی، سیاست‌های تقسیم سود و ساختار مالکیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۵ است که شرایط زیر را دارند:

۱. شرکت قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۵ در بورس فعال باشد.
۲. جز شرکت‌های سرمایه گذاری، واسطه‌گری‌های مالی، هلدینگ، بانک‌ها و یا لیزینگ‌ها نباشند.
۳. سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی سال‌های ۱۳۸۵-۱۳۹۵ تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.
۴. شرکت‌ها وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه در دوره زمانی پژوهش نداشته باشند.

¹ Rosnet

۵. اطلاعات مالی شرکت‌ها در دسترس باشد.

به این ترتیب تعداد شرکت‌هایی که ویژگی‌های فوق الذکر را داشتند به ۸۳ شرکت رسید. روش مورد استفاده برای نمونه‌گیری در این پژوهش، روش نمونه‌گیری حذفی (حذف سیستماتیک) می‌باشد.

جدول ۱: نحوه تعیین حجم نمونه و روند انتخاب نمونه

۴۷۱	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۳۹۷
(۱۲۶)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۸۵-۹۵ در بورس فعال نبوده‌اند
(۵۸)	تعداد شرکت‌هایی بعد از سال ۸۵ در بورس پذیرفته شده‌اند
(۴۸)	تعداد شرکت‌هایی که جز هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و یا لیزینگ‌ها بوده‌اند
(۶۵)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۸۵-۹۵ تغییر سال مالی داده و یا سال مالی آن منتهی به پایان اسفند نمی‌باشد
(۵۳)	تعداد شرکت‌هایی که سهام آن‌ها در قلمرو زمانی ۸۵-۹۵ بیش از شش ماه وقفه معاملاتی داشته‌اند.
(۳۸)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۸۵-۹۵ اطلاعات مورد آن‌ها در دسترس نمی‌باشد
۸۳	تعداد شرکت‌های نمونه

بعد از مدنظر قرار دادن کلیه معیارهای بالا، تعداد ۸۳ شرکت به عنوان جامعه غربالگری شده باقیمانده است که تمامی آن‌ها به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده‌اند.

داده‌های مورد نیاز جهت محاسبه متغیرهای پژوهش، از بانک‌های اطلاعاتی «تدبیر پرداز» و «ره آورد نوین» استخراج شده است. در صورت ناقص بودن داده‌های موجود در این بانک اطلاعاتی، به آرشیوهای دستی موجود در کتابخانه‌ی سازمان بورس اوراق بهادار و سایت اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی- سازمان بورس اوراق بهادار مراجعه گردید. پس از جمع‌آوری داده‌هایی که برای انجام پژوهش مورد نیاز است، انتخاب ابزاری مناسب به منظور محاسبه و تحلیل اطلاعات مربوط به متغیرها اهمیت خاصی دارد. به منظور انجام محاسبات و آماده نمودن داده‌ها به اطلاعات مورد نیاز پژوهش و همچنین تحلیل آن‌ها، از نرم افزارهای Excel و Eviews استفاده شده است.

فرضیه‌های تحقیق

- باتوجه به بیان مسئله و اهداف پژوهش، فرضیه‌های تحقیق بصورت زیر مطرح می‌گردند:
- (۲) بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود، رابطه منفی و معناداری وجود دارد.
 - (۳) ساختار مالکیت نهادی، اثر تعدیل‌کننده بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود دارد.
 - (۴) اصلاح ساختار تجزیه سهام، اثر تعدیل‌کننده بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود دارد.

متغیرهای تحقیق متغیر وابسته

سیاست تقسیم سود^۱

تعریف نظری: تقسیم سود از دو جنبه ی بسیار مهم قابل بحث می باشد. از یک طرف تقسیم سود عاملی اثرگذار بر سرمایه گذاری های پیش روی شرکت هاست؛ هر قدر که سود بیشتری تقسیم گردد منابع داخلی شرکت به منظور اجرای پروژه های سرمایه گذاری کمتر خواهد شد و نیاز به منابع مالی خارج از شرکت بیشتر می شود که این می تواند بر قیمت سهام شرکت ها در آینده تأثیر داشته باشد. از طرف دیگر، بسیاری از سهامداران شرکت خواهان تقسیم سود نقدی هستند و از این رو مدیران با هدف حداکثر نمودن ثروت سهامداران، همواره باید بین علایق مختلف سهامداران تعادلی برقرار نمایند تا هم فرصت های سودآور سرمایه گذاری را از دست نداده باشند و هم سود نقدی مورد نیاز بعضی از سهامداران را بپردازند. بنابراین، تصمیمات تقسیم سود که از سوی مدیران شرکت ها اتخاذ می شود بسیار حساس و دارای اهمیت می باشد (مهرانی و تالانه، ۱۳۷۷).

سودتقسیمی: طبق نظر پال و همکاران (۲۰۰۷) سود تقسیمی عبارتست از قسمتی از عایدات شرکت که به دارندگان سهم عادی پرداخت می شود. تقسیم سود یکی از قدیمی ترین و معمول ترین راههای انتقال بازده از طرف شرکتها به سهامداران است. مدیریت شرکت همواره باید در خصوص نگهداری و یا توزیع تمام یا بخشی از سود سهام تصمیم گیری کند. تصمیمات مربوط به سود تقسیمی در اقتصاد رقابتی امروز بسیار مهم است. چنانچه این تصمیمات کاراً باشد می تواند موجب تغییر در ارزش شرکت شود (ستایش و غفاری، ۱۳۸۸).

تعریف عملیاتی: طبق تحقیق لی و ژائو (۲۰۰۸)، پرداخت سود سهام بعنوان معیار محاسبه سیاست تقسیم سود استفاده می شود. $Div_{i,t}$ ، متغیر مجازی سیاست تقسیم سود می باشد؛ در صورتی که شرکت در سال t سود سهام نقدی پرداخت کرده باشد، عدد ۱ و در غیر اینصورت عدد صفر قرار می گیرد.

متغیر مستقل

عدم تقارن اطلاعاتی^۲

تعریف نظری: مفهوم عدم تقارن اطلاعاتی دارای تعاریف مختلفی می باشد. به نظر براون (۲۰۰۳) عدم تقارن اطلاعاتی هنگامی روی می دهد که تعدادی سرمایه گذاران در مورد شرکت اطلاعات مازاد بر آنچه که عموم از شرکت دارند، در اختیار داشته باشند. بر همین اساس طرفین مختلف درگیر در بازار استنباط های مختلفی از قیمت گذاری های سهام شرکتها دارند. در واقع عمدتاً عدم تقارن موجود ناشی از اختلاف در زمان دریافت اطلاعات میان گروه های مختلف از جمله افراد درون سازمانی و برون سازمانی و یا میان خود سرمایه گذاران می باشد.

تعریف عملیاتی: طبق تحقیق لی و ژائو (۲۰۰۸) و دوربیتس و همکاران (۲۰۱۰)، عدم تقارن اطلاعاتی بصورت زیر محاسبه می شود:

$$ASY = Ln \left(1 + \frac{SDA}{|MF|} \right) \quad (1)$$

¹ Dividend policy

² Information asymmetry

SDA = انحراف معیار خطای پیش‌بینی درآمد

$|MF|$ = میانگین خطای پیش‌بینی درآمد

Ln = میانگین خطای پیش‌بینی درآمد

متغیرهای تعدیلگر

ساختار مالکیت^۱: ساختار مالکیت در این تحقیق متغیر مجازی می‌باشد. به اینصورت که مالکیت ۵۰ درصد سهام شرکت به دست سهامدار عمده باشد، عدد ۱ و در غیر اینصورت عدد صفر قرار می‌گیرد.
اصلاح ساختار تجزیه سهام^۲: در این تحقیق این متغیر، متغیری مجازی می‌باشد که به جای سال قبل از سالی که تجزیه سهام صورت گرفته عدد ۱ و سال بعد از آن عدد صفر قرار می‌گیرد.

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت^۳: برای محاسبه اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت A در سال مورد بررسی استفاده می‌شود.
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام (M/B) :

این نسبت بصورت فرمول زیر محاسبه می‌گردد:

$$M/B = \frac{\text{Market value}}{\text{Book value}} \quad (۲)$$

نرخ رشد دارایی‌ها^۴:

این متغیر بصورت فرمول زیر محاسبه می‌گردد:

$$AGR = \frac{TA_t - TA_{t-1}}{TA_{t-1}} \quad (۳)$$

TA_t = کل دارایی‌ها در زمان t

TA_{t-1} = کل دارایی‌ها در زمان $t-1$

حاشیه سود (Profit margin): نسبتی است که به‌وسیله آن سودآوری هر ریال از فروش را محاسبه می‌کند؛ به این ترتیب که مقدار سود پس از کسر مالیات را بر فروش خالص تقسیم می‌کنند.

برای برآورد مدل‌های فوق از تخمین رگرسیون به روش داده‌های پانل استفاده می‌شود. داده‌های پانل، ترکیبی از داده‌های مقطعی و سری زمانی می‌باشد. یعنی اطلاعات مربوط به داده‌های مقطعی در طول زمان مشاهده می‌شود. بدین صورت که چنین داده‌هایی دارای دو بعد می‌باشند که یک بعد آن مربوط به واحدهای مختلف در هر مقطع زمانی خاص است و بعد دیگر آن مربوط به زمان می‌باشد. در عمل، استفاده از روش پانلی نسبت به روش‌های داده‌های مقطعی و سری‌های زمانی دو مزیت عمده دارد: اول این که، به محقق این امکان را می‌دهد تا ارتباط میان متغیرها و حتی واحدها (مقاطع) را در طول زمان در

¹ Ownership structure

² Split share structure reform

³ Size

⁴ Asset growth rate

نظر بگیرد و به بررسی آنها بپردازد و مزیت دوم نیز، در توانایی این روش در کنترل اثرات انفرادی مربوط به مقاطع است که قابل مشاهده و اندازه گیری نیستند.

مدل رگرسیونی فرضیه ها

فرضیه ۱:

$$Div_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 ASY_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 M/B_{i,t} + \beta_4 AG_{i,t} + \beta_5 PM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

فرضیه ۲:

$$Div_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 ASY_{i,t} + \beta_2 OWN_{i,t} + \beta_3 (OWN_{i,t} \times ASY_{i,t}) + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 M/B_{i,t} + \beta_6 AG_{i,t} + \beta_5 PM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

فرضیه ۳:

$$Div_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 ASY_{i,t} + \beta_2 Reform_{i,t} + \beta_3 (Reform_{i,t} \times ASY_{i,t}) + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 M/B_{i,t} + \beta_6 AG_{i,t} + \beta_5 PM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

$\alpha_{i,t}$ = مقدار ثابت معادله رگرسیون

$Div_{i,t}$ = سیاست تقسیم سود شرکت i در زمان t

$ASY_{i,t}$ = عدم تقارن اطلاعاتی شرکت i در زمان t

$OWN_{i,t}$ = ساختار مالکیت شرکت i در زمان t

$Reform_{i,t}$ = اصلاح ساختار تجزیه سهام شرکت i در زمان t

$Size_{i,t}$ = اندازه شرکت i در زمان t

$M/B_{i,t}$ = نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام شرکت i در زمان t

$AG_{i,t}$ = نرخ رشد دارایی‌های شرکت i در زمان t

$PM_{i,t}$ = حاشیه سود خالص شرکت i در زمان t

یافته های تحقیق

جدول ۲: تحلیل توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میان	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	کمینه	بیشینه
DIV	۰/۴۷۸	۰/۳۳۱	۰/۶۷۸	۰/۹۲۱	۰/۵۴۵	۰/۱۶۲	۰/۹۰۹
ASY	۰/۳۶۴	۰/۲۱۷	۰/۲۱۷	۰/۴۷۹	۱/۱۰۳	۰/۰۴۸	۰/۷۹۵
OWN	۰/۴۵۶	۰/۳۳۱	۰/۴۷۸	۰/۵۷۱	۰/۱۳۴	۰/۱۷۴	۰/۹۰۹
Size	۱۸/۶۲۵	۱۸/۴۸۷	۱/۶۸۳	۱/۱۰۵	۵/۵۳۵	۲/۳۰۹	۲۱/۰۵۶
MB	۰/۴۴۵	۰/۲۴۱	۰/۳۴۵	۰/۰۹۱	۱/۴۳	۰/۰۰	۰/۹۵
AG	۰/۱۳۹	۰/۱۰۸	۰/۰۸۹	۰/۶۷۵	۰/۵۴۵	۰/۰۱۲	۰/۱۸۹
PM	۰/۲۳۶	۰/۲۱۲	۰/۱۲۴	۱/۸۶۵	۱/۵۸۷	۰/۰۱۲	۰/۲۳۴

جدول ۳: نتایج آزمون جارک-برا

سیاست تقسیم سود	
۱۱,۸۶	آماره آزمون جارک برا (JB)
۰,۱۳۶	سطح معناداری
نرمال	نتیجه

همانطور که جدول بالا نشان می‌دهد سطح معناداری متغیر بالای ۵ درصد است که می‌توان استنباط نمود توزیع متغیر وابسته نرمال است.

آزمون مناسب بودن مدل

فرضیه تحقیق منجر به ارائه مدل تحقیق شده است که در ابتدا مناسب بودن مدل مورد بررسی قرار می‌گیرد. در این ارتباط فرضیه صفر و فرض مقابل به صورت زیر ارائه می‌شود:

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \text{مدل رگرسیون معنادار نمی باشد.} \\ H_1: \text{مدل رگرسیون معنادار می باشد.} \end{array} \right.$$

جدول ۴: تحلیل واریانس مدل رگرسیونی

سطح معناداری	آماره F	میانگین مربعات تغییرات	درجه آزادی	مجموع مربعات تغییرات	مدل رگرسیونی
۰,۰۰۱	۸,۶۵۴	۰,۱۹۳۱۶	۵	۰,۹۶۵۸	SSr
		۰,۰۰۴۶	۴۱۰	۱,۸۹۶۷	SSE
			۴۱۵	۲/۹۶۲۱	SSt

نتایج جدول (۴) بیانگر میزان تغییرات متغیر وابسته (سیاست تقسیم سود) است که توسط متغیرهای مستقل توضیح داده شده است. SSE میزان تغییرات متغیر وابسته (سیاست تقسیم سود) که توسط متغیرهای مستقل توضیح داده نمی‌شود (جز خطا) را نشان می‌دهد. با توجه به نتایج جدول بالا از آنجا که سطح معنی داری کمتر از ۰/۰۵ است لذا فرض صفر رد شده و فرض یک یا فرض محقق را نمی‌توان رد کرد. این فرض مبنی بر معنی داری کل مدل رگرسیون است که مورد تایید قرار می‌گیرد.

جدول ۵: آزمون استقلال خطاها

آماره دوربین واتسون	خطای استاندارد	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	مدل رگرسیونی
۱/۹۵۶۸	۰/۴۸۷۵	۰/۵۲۴۵	۰/۵۸۶۲	

نتایج آزمون بالا نشان می‌دهد که مقدار آماره دوربین واتسون برای مدل رگرسیونی فرضیه اصلی پژوهش حاضر برابر ۱/۹۵۶۸ است که در فاصله ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد. بنابراین فرض صفر مبنی بر عدم وجود خودهمبستگی خطاها تایید می‌شود و می‌توان از رگرسیون استفاده کرد.

جدول ۶: آزمون مانایی متغیرها

متغیر	DIV	ASY	OWN	MB	Size	AG	PM
w-state	-۹/۴۵۸۶	۴/۲۳۷۵	۳/۷۵۸۴	-۶/۶۵۵۸	۵/۸۵۷۵	-۸/۲۵۳۶	۱۱/۵۷۴
p-value	۰/۰۰۴۸	۰/۰۰۲۳	۰/۰۰۱۵	۰/۰۰۲۶	۰/۰۰۵۶	۰/۰۰۳۲	۰/۰۰۲۸

با توجه به اینکه مقدار سطح معنی داری بدست آمده در نتایج کمتر از ۰/۰۵ است لذا فرض صفر رد و فرض یک پژوهش ک همان فرض محقق است و مبنی بر وجود ریشه واحد در متغیرهای است را نمی توان رد کرد. بنابراین می توان نتیجه گرفت که متغیرهای پژوهش در طی دوره پژوهش در سطح پایایی بوده اند.

جدول ۷: نتیجه آزمون چاو

فرضیه صفر	Prob.	d.f	Statistic	نتیجه آزمون چاو
مدل تلفیقی مناسب است.	۰/۰۲۴	-۵/۷۸۴	۲/۵۵۵	فرض H_0 رد می شود.

آزمون چاو به منظور انتخاب از بین روش داده‌های ترکیبی و مدل برآورد داده‌های تلفیقی مورد استفاده قرار می‌گیرد. مقدار سطح معناداری ۰/۰۲۴ بیانگر این است که فرضیه صفر مبنی بر داده‌های تلفیقی (مدل داده‌های تلفیقی شده مناسب است: H_0) رد می‌شود. این مورد نشان‌دهنده لزوم استفاده از روش داده‌های ترکیبی است. اکنون باید با استفاده از آزمون هاسمن مشخص کرد که آیا باید از مدل اثرات ثابت استفاده شود یا مدل اثرات تصادفی.

جدول ۸: نتیجه آزمون هاسمن

فرضیه صفر	Prob.	d.f	Statistic	نتیجه آزمون
استفاده از مدل اثرات تصادفی $E(U_{it}/X_{it})=0$	۰/۰۰۰	۸	۲۹۹/۵۵۱	فرض H_0 رد می‌شود.

آزمون هاسمن به منظور انتخاب از بین مدل اثرات ثابت یا مدل اثرات تصادفی انجام می‌شود. نتایج این آزمون نشان می‌دهد که سطح معناداری ۰/۰۰۰ بیانگر رد شدن فرضیه صفر مبنی بر مدل اثرات تصادفی (مدل اثرات تصادفی مناسب است: H_0) است. بنابراین، با توجه به نتایج آزمون چاو و هاسمن باید از رگرسیون داده‌های ترکیبی پانلی با اثرات ثابت استفاده کرد (بالتاجی، ۲۰۰۵).

جدول ۹: نتایج آزمون عدم هم خطی متغیرهای مستقل و کمکی

متغیرها	Collinearity statistics	
	VIF	Tolerance
عدم تقارن اطلاعاتی	۱/۰۰۵	۰/۷۹۸
ساختار مالکیت	۱/۰۰۲	۰/۷۸۴
اندازه شرکت	۱/۰۰۴	۰/۸۶۵
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام	۱/۰۰۹	۰/۸۷۷
نرخ رشد دارایی‌ها	۱/۱۰۲	۰/۸۹۹
حاشیه سود	۱/۰۸۹	۰/۹۵۳

آزمون مدل اول تحقیق

مدل رگرسیون تحقیق حاضر به صورت زیر است:

$$Div_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 ASY_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 M/B_{i,t} + \beta_4 AG_{i,t} + \beta_5 PM_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

جدول ۱۰: نتایج حاصل از رگرسیون چند متغیره (مدل اول تحقیق)

نوع متغیر	نماد	نام متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی داری
متغیر وابسته	DIV	سیاست تقسیم سود	—	—	—
مقدار ثابت	β	بتا	۲/۴۶۲	۲/۷۵۳	۰/۰۰۰
متغیر مستقل	ASY	عدم تقارن اطلاعاتی	-۰/۴۵۲*	-۴/۲۹۵	۰/۰۰۰
متغیر کنترلی	Size	اندازه شرکت	۰/۳۸۶*	۴/۶۵۸	۰/۰۱۵
	MB	ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۴۷۲*	۳/۴۵۲	۰/۰۰۰
	AG	نرخ رشد دارایی‌ها	۰/۲۵۶*	۳/۳۲۴	۰/۰۰۰
	PM	حاشیه سود	۰/۲۵۸*	۲/۶۵۸	۰/۰۲۱
		دوربین واتسون		۱/۸۶۹۵	
		آماره F		۵/۶۵۸۷	
	R	ضریب همبستگی		۰/۵۸۶	
	R Square	ضریب تعیین		۰/۵۴۷۲	
	Adjusted R Square	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۶۸۵	

*: سطح معنی داری برابر با ۰/۰۵ می باشد.

با توجه به مقدار آماره F الگوی رگرسیون برازش شده معنادار است و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها ۵۴/۷ درصد از تغییرات سیاست تقسیم سود شرکت را توضیح می دهند. آماره دوربین واتسون نیز چون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد پس می توان نتیجه گیری کرد که بین متغیرها مشکل خود همبستگی وجود ندارد.

همانطور که مشاهده می شود نتایج تحقیق نشان می دهد که سطح معنی داری متغیر مستقل عدم تقارن اطلاعاتی (ASY) و متغیر وابسته سیاست تقسیم سود (DIV) برابر ۰,۰۱۲ و کمتر از ۰/۰۵ است لذا فرض صفر رد و فرض یک را نمی توان رد کرد. بنابراین می توان نتیجه گرفت که رابطه معنی داری بین سیاست تقسیم سود (DIV) و عدم تقارن اطلاعاتی (ASY) وجود دارد. با توجه به ضریب منفی متغیر عدم تقارن اطلاعاتی (ASY) می توان گفت رابطه منفی بین سیاست تقسیم سود (DIV) و عدم تقارن اطلاعاتی (ASY) وجود دارد.

از طرفی نتایج نشان می دهند بین متغیرهای کنترلی شامل بازده داراییها (NOPAT/TA)، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MTB)، اهرم مالی یا نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (DR) و اندازه شرکت (LTA) با متغیر وابسته سیاست تقسیم سود شرکتها رابطه معنی داری وجود دارد.

همان گونه که جدول ۱۰ نشان می‌دهد، سیاست تقسیم سود در سطح اطمینان ۹۵ درصد و سطح خطای ($p\text{-value} < 5\%$) رابطه معناداری با متغیرهای مستقل دارد. با توجه به ضرایب متغیرها در خروجی نرم افزار می‌توان با اطمینان ۹۵ درصد گفت که رابطه معنی‌داری بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود دارد.

آزمون مدل دوم تحقیق

مدل رگرسیون تحقیق حاضر به صورت زیر است:

$$Div_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 ASY_{i,t} + \beta_2 OWN_{i,t} + \beta_3 (OWN_{i,t} \times ASY_{i,t}) + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 M/B_{i,t} + \beta_6 AG_{i,t} + \beta_5 PM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

نتایج بررسی و آزمون مدل سوم تحقیق در جدول (۱۱) ارائه شده است.

جدول ۱۱: نتایج حاصل از رگرسیون چند متغیره (مدل دوم تحقیق)

نوع متغیر	نماد	نام متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنیداری
متغیر وابسته	DIV	سیاست تقسیم سود	—	—	—
مقدار ثابت	β	بتا	۰/۵۳۶	۲/۸۲۳	۰/۰۰۰
متغیر مستقل	ASY	عدم تقارن اطلاعاتی	۰/۲۴۷*	-۴/۶۴۵	۰/۰۰۱
	OWN	ساختار مالکیت شرکت	۰/۳۴۶*	۴/۲۸۷	۰/۰۰۰
متغیر کنترلی	Size	اندازه شرکت	۰/۳۵۲*	۳/۶۳۵	۰/۰۰۱
	MB	ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۲۶۸*	۵/۷۴۵	۰/۰۰۰
	AG	نرخ رشد دارایی‌ها	۰/۲۷۹*	۴/۸۲۵	۰/۰۱۳
	PM	حاشیه سود	۰/۲۰۵*	۳/۶۵۴	۰/۰۰۰
		دوربین واتسون	۱/۷۶۵۴		
		آماره F	۷/۷۴۶		
R		ضریب همبستگی	۰/۵۳۶۴		
R Square		ضریب تعیین	۰/۴۸۶۲		
Adjusted R Square		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۲۶۵		

*: سطح معنی‌داری برابر با ۰/۰۵ می‌باشد.

با توجه به مقدار آماره F الگوی رگرسیون برازش شده معنادار است و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها ۴۸/۶ درصد از تغییرات سیاست تقسیم سود شرکت را توضیح می‌دهند. آماره دوربین واتسون نیز چون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد پس می‌توان نتیجه‌گیری کرد که بین متغیرها مشکل خودهمبستگی وجود ندارد.

همانطور که مشاهده می‌شود نتایج تحقیق نشان می‌دهد که سطح معنی‌داری متغیر مستقل عدم تقارن اطلاعاتی (ASY) و متغیرهای وابسته شامل سیاست تقسیم سود (DIV) و ساختار مالکیت شرکت (OWN) برابر ۰،۰۰۰ و کمتر از ۰/۰۵ است لذا فرض صفر رد و فرض یک را نمی‌توان رد کرد. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که رابطه معنی‌داری بین سیاست تقسیم سود (DIV) و ساختار مالکیت شرکت (OWN) وجود دارد.

از طرفی نتایج نشان می‌دهند بین متغیرهای کنترلی شامل بازده داراییها (NOPAT/TA)، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MTB)، اهرم مالی یا نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (DR) و اندازه شرکت (LTA) با متغیر وابسته سیاست تقسیم سود شرکت‌ها رابطه معنی‌داری وجود دارد.

همان‌گونه که جدول (۱۱) نشان می‌دهد، سیاست تقسیم سود در سطح اطمینان ۹۵ درصد و سطح خطای ($p\text{-value} < 5\%$) رابطه معناداری با متغیرهای مستقل دارد. با توجه به ضرایب متغیرها در خروجی نرم افزار می‌توان با اطمینان ۹۵ درصد گفت که رابطه معنی‌داری بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود دارد.

آزمون مدل سوم تحقیق

مدل رگرسیون تحقیق حاضر به صورت زیر است:

$$Div_{i,t} = ait + \beta_1 ASY_{i,t} + \beta_2 Reform_{i,t} + \beta_3 (Reform_{i,t} \times ASY_{i,t}) + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 M/B_{i,t} + \beta_6 AG_{i,t} + \beta_5 PM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

نتایج بررسی و آزمون مدل دوم تحقیق در جدول (۱۲) ارائه شده است.

جدول ۱۲: نتایج حاصل از رگرسیون چند متغیره (مدل سوم تحقیق)

نوع متغیر	نماد	نام متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی داری
متغیر وابسته	DIV	سیاست تقسیم سود	-	-	-
مقدار ثابت	β	بتا	۰/۳۱۴	۳/۸۷۸	۰/۰۰۰
متغیر مستقل	ASY	عدم تقارن اطلاعاتی	-۰/۲۵۶*	-۶/۹۸۵	۰/۰۰۰
	Reform	اصلاح ساختار تجزیه سهام شرکت	۰/۲۳۵*	۳/۷۴۵	۰/۰۲۱
متغیر کنترلی	Size	اندازه شرکت	۰/۳۵۶*	۳/۳۲۵	۰/۰۰۰
	MB	ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۴۲۵*	۴/۴۸۶	۰/۰۰۰
	AG	نرخ رشد دارایی‌ها	۰/۳۶۸*	۳/۸۵۷	۰/۰۰۰
	PM	حاشیه سود	۰/۲۱۴*	۳/۶۳۵	۰/۰۱۷
		دوربین واتسون		۱/۸۵۶۷	
		آماره F		۶/۴۲۷	
	R	ضریب همبستگی		۰/۴۳۶۵	
	R Square	ضریب تعیین		۰/۴۲۳۴	
	Adjusted R Square	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۹۶۵	

*: سطح معنی‌داری برابر با ۰/۰۵ می‌باشد.

با توجه به مقدار آماره F الگوی رگرسیون برازش شده معنادار است و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها ۴۲/۳ درصد از تغییرات سیاست تقسیم سود شرکت را توضیح می‌دهند. آماره دوربین واتسون نیز چون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد پس می‌توان نتیجه‌گیری کرد که بین متغیرها مشکل خود همبستگی وجود ندارد.

همانطور که مشاهده می‌شود نتایج تحقیق نشان می‌دهد که سطح معنی‌داری متغیر مستقل عدم تقارن اطلاعاتی (ASY) و متغیرهای وابسته شامل سیاست تقسیم سود (DIV) و اصلاح ساختار تجزیه سهام شرکت (Reform) برابر ۰،۰۰۰ و کمتر از

۰/۰۵ است لذا فرض صفر رد و فرض یک را نمی‌توان رد کرد. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که رابطه معنی‌داری بین سیاست تقسیم سود (DIV) و اصلاح ساختار تجزیه سهام شرکت (Reform) وجود دارد. از طرفی نتایج نشان می‌دهند بین متغیرهای کنترلی شامل بازده داراییها (NOPAT/TA)، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MTB)، اهرم مالی یا نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (DR) و اندازه شرکت (LTA) با متغیر وابسته سیاست تقسیم سود شرکت‌ها رابطه معنی‌داری وجود دارد. همان‌گونه که جدول (۱۲) نشان می‌دهد، سیاست تقسیم سود در سطح اطمینان ۹۵ درصد و سطح خطای ($p\text{-value} < 5\%$) رابطه معناداری با متغیرهای مستقل دارد. با توجه به ضرایب متغیرها در خروجی نرم افزار می‌توان با اطمینان ۹۵ درصد گفت که رابطه معنی‌داری بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود دارد.

آزمون فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول تحقیق

«بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود، رابطه منفی و معناداری وجود دارد.»
برای بررسی و آزمون فرضیه تحقیق از رگرسیون چند متغیره و با استفاده از نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است. نتایج آزمون و تحلیل داده‌ها در جدول (۱۰) مشاهده می‌شود. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان می‌دهد که با اطمینان ۹۵ درصد و در سطح خطای کمتر از ۰/۰۵ رابطه معنی‌داری بین متغیر مستقل و وابسته وجود دارد. مقدار آماره t بدست آمده برای متغیر عدم تقارن اطلاعاتی برابر $(-۴/۲۹۵)$ و بزرگتر از مقدار $۱/۹۶$ می‌باشد؛ همچنین سطح معنی‌داری برابر $(۰,۰۰۰)$ و کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین نتیجه گرفته می‌شود که فرض صفر رد و فرض یک را نمی‌توان رد کرد. به عبارت دیگر فرض یک که همان فرضیه تحقیق می‌باشد تایید می‌شود. با توجه به نتایج می‌توان گفت که بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه دوم تحقیق

«ساختار مالکیت نهادی، اثر تعدیل‌کننده بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود دارد.»
برای بررسی و آزمون فرضیه تحقیق از رگرسیون چند متغیره و با استفاده از نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است. نتایج آزمون و تحلیل داده‌ها در جدول (۱۲) مشاهده می‌شود. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان می‌دهد که با اطمینان ۹۵ درصد و در سطح خطای کمتر از ۰/۰۵ رابطه معنی‌داری بین متغیر مستقل و وابسته وجود دارد. مقدار آماره t بدست آمده برای متغیر ساختار مالکیت نهادی شرکت برابر $(۴,۲۸۷)$ و بزرگتر از مقدار $۱/۹۶$ می‌باشد؛ همچنین سطح معنی‌داری برابر $(۰,۰۰۰)$ و کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین نتیجه گرفته می‌شود که فرض صفر رد و فرض یک را نمی‌توان رد کرد. از طرفی دیگر با ورود متغیر ساختار مالکیت نهادی، همبستگی بین دو متغیر عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود از $(۰,۲۴۷)$ به $(۰,۳۴۶)$ افزایش پیدا کرده است. ساختار مالکیت نهادی، اثر تعدیل‌کننده بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود دارد.

فرضیه سوم تحقیق

«اصلاح ساختار تجزیه سهام، اثر تعدیل‌کننده بر رابطه عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود دارد.»

برای بررسی و آزمون فرضیه تحقیق از رگرسیون چند متغیره و با استفاده از نرم افزار ایویوز استفاده شده است. نتایج آزمون و تحلیل داده‌ها در جدول (۱۳) مشاهده می‌شود. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان می‌دهد که با اطمینان ۹۵ درصد و در سطح خطای کمتر از ۰/۰۵ رابطه معنی‌داری بین متغیر مستقل و وابسته وجود دارد. مقدار آماره t بدست آمده برای متغیر اصلاح ساختار تجزیه سهام شرکت برابر (۳,۷۴۵) و بزرگتر از مقدار ۱/۹۶ می‌باشد؛ همچنین سطح معنی‌داری برابر (۰,۰۰۰) و کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین نتیجه گرفته می‌شود که فرض صفر رد و فرض یک را نمی‌توان رد کرد. از طرفی دیگر با ورود متغیر اصلاح ساختار تجزیه سهام، همبستگی بین دو متغیر عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود از (۰,۲۵۶) به (۰,۲۳۵) کاهش پیدا کرده است. اصلاح ساختار تجزیه سهام، اثر تعدیل‌کننده بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود دارد.

بحث و نتیجه گیری

یکی از عوامل موثر در تصمیم‌گیری، اطلاعات مناسب و مرتبط با موضوع تصمیم است. در صورتی که اطلاعات مورد نیاز به صورتی نامتقارن بین افراد توزیع شود، (انتقال اطلاعات به صورت نابرابر بین مردم صورت گیرد) می‌تواند نتایج متفاوتی را نسبت به موضوعی واحد سبب شود. بنابراین، قبل از اینکه خود اطلاعات برای فرد تصمیم‌گیرنده مهم باشد، این کیفیت توزیع اطلاعات است که باید به صورت دقیق مورد ارزیابی قرار گیرد. زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه با سهام یک شرکت افزایش یابد، ارزش ذاتی آن با ارزشی که سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه برای سهام مورد نظر قائل می‌شوند متفاوت خواهد بود. در نتیجه، ارزش واقعی سهام شرکتها با ارزش مورد انتظار سهامداران تفاوت خواهد داشت.

آنچه در بازارهای سرمایه باید مورد توجه قرار گیرد این است که بسیاری از افرادی که اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند، مردم عادی هستند که تنها راه دسترسی آنها به اطلاعات مهم شرکتها، اطلاعیه‌هایی می‌باشد که از جانب شرکتها منتشر می‌شود. یک نمونه از این نوع اطلاعیه‌ها را می‌توان اعلان سود برآوردی هرسهام دانست که در آن سود پیشنهادی هرسهام از جانب شرکت پیش‌بینی شده و به اطلاع عموم رسانده می‌شود. حال اگر در بین سرمایه‌گذارانی که در بازارهای سرمایه مشغول فعالیت بوده، افرادی باشند که از نظر اطلاعاتی نسبت به سایرین در موقعیت بهتری قرار داشته باشند و به عنوان مثال از اعلان‌هایی که قرار است درباره سود صورت پذیرد مطلع باشند قادر خواهند بود تا بر عرضه و تقاضای بازار تاثیر گذاشته و به اصطلاح، منجر به بروز شکاف قیمتها^۱ گردند. دلیل اصلی آن نیز وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه می‌باشد که بر طبق آن افراد مطلع از اعلان سود (و یا هر خبر با اهمیت دیگر) را نسبت به سایرین در موقعیت تصمیم‌گیری مناسب تری قرار می‌دهد.

هدف یک مدیر مالی در زمینه خط مشی تقسیم سود شرکت آن است که ضمن تامین وجوه کافی برای شرکت، ثروت مالکان را حداکثر سازد. با افزایش سود شرکت، لزوماً سود سهام پرداختی افزایش نمی‌یابد. معمولاً بین زمان افزایش سود شرکت و پرداخت سود سهام بالاتر، یک فاصله زمانی وجود دارد. زیرا مدیریت معمولاً در صورتی سود سهام پرداختی را افزایش می‌دهد که اطمینان داشته باشد افزایش در سود آوری تداوم خواهد داشت.

¹ Spread

برای تصمیم‌گیری‌های اقتصادی نیاز به اطلاعاتی است که بتوان با کمک آنها منابع موجود و در دسترس را به نحوی مطلوب تخصیص داد. یکی از مهمترین عوامل در تصمیم‌گیری صحیح، اطلاعات مناسب و مرتبط با موضوع تصمیم است که اگر به درستی فراهم و پردازش نشوند، اثرات منفی برای فرد تصمیم‌گیرنده در پی خواهد داشت. از سوی دیگر، نوع و چگونگی دستیابی به اطلاعات نیز حائز اهمیت است. در صورتیکه اطلاعات مورد نیاز به صورتی نامتقارن در بین افراد توزیع شود (انتقال اطلاعات به صورت نابرابر بین مردم صورت گیرد)، می‌تواند نتایج متفاوتی را نسبت به موضوعی واحد سبب شود.

بنابراین، قبل از اینکه خود اطلاعات برای فرد تصمیم‌گیرنده هم باشد، این کیفیت توزیع زمانی اطلاعات است که باید به صورت دقیق مورد ارزیابی قرار گیرد. در بازار سرمایه، پایه اولیه معاملات را وجود اطلاعات مرتبط، شکل می‌دهد و از این رو است که اطلاعات را گرانبهاترین دارایی در بازار سرمایه می‌دانند.

معمولاً زمانی که اطلاعات تازه‌ای از وضعیت شرکت‌ها در بازار منتشر می‌شود، این اطلاعات از سوی تحلیلگران، سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و بر مبنای آن، تصمیم‌گیری نسبت به خرید و یا فروش سهام صورت می‌پذیرد. این اطلاعات و نحوه واکنش به آنها بر رفتار استفاده‌کنندگان، به خصوص سهامداران بالفعل و بالقوه تاثیر گذاشته و باعث افزایش و یا کاهش قیمت و حجم مبادلات سهام می‌شود. زیرا نحوه برخورد افراد با اطلاعات جدید، نوسانات قیمت‌ها را شکل می‌دهد.

بنابراین، در صورت انتشار محرمانه و ناهمگون اطلاعات، واکنش‌های متفاوتی را از سوی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه شاهد می‌باشیم که این امر تحلیل‌های نادرست و گمراه‌کننده‌ای را از وضعیت جاری بازار به همراه خواهد داشت.

بررسی‌های انجام شده در آمریکا شواهدی پیدا کردند که نشان می‌دهند رابطه‌ای بین سیاست سود دهی و اطلاعات نامتقارن وجود دارد (دشموخ، ۲۰۰۳؛ لی و ژائو، ۲۰۰۸). دشموخ (۲۰۰۳) بر روی شروع شرکت‌ها برای پرداخت سودها بر اساس تئوری دستور سلسله مراتب تحقیق کرده و ارتباط بین اطلاعات نامتقارن و تغییرات سود دهی را تست کرده است. او همچنین این رابطه را بر اساس شروع کار شرکت‌های جوان بررسی کرده که اخیراً عمومی شدند. بنابراین، این شرکت‌ها از یک طرف به شدت دارای سطح بالایی از اطلاعات نامتقارن و دوره‌ی رشد بوده در حالی که از طرف دیگر، آنها احتمال زیادی برای روبرو شدن با سطح پایین نقدینگی خواهند داشت، در نتیجه بستگی به منابع خارجی مالی خواهند داشت. قابل توجه است که این مقاله‌ها شامل هر دو پرداخت‌کننده سود و شرکت‌هایی می‌شوند که سودی پرداخت نمی‌کنند. علاوه بر این، لی و ژاو بر روی نقش محیط اطلاعاتی در سیاست سود دهی در طول استفاده از تعدادی شرکت‌های انالیزی به عنوان تناقضی برای اطلاعات نامتقارن استفاده کردند. مقالات گفته شده در بالا نشان‌دهنده اهمیت اطلاعات نامتقارن در سیاست سود دهی شرکت‌ها می‌باشند. در کل، دشموخ و لی و ژاو (۲۰۰۸) متوجه رابطه‌ی منفی بین اطلاعات نامتقارن و سیاست سوددهی شدند. به عبارت دیگر، شرکت‌هایی که در معرض سطوح پایین تری از اطلاعات نامتقارن هستند ترجیح می‌دهند که مقدارهای بیشتری از سودها را توزیع کنند در حالی که شرکت‌هایی که در معرض سطوح بالاتری از اطلاعات نامتقارن هستند، مقدارهای پایین‌ترین از توزیع سودها را دارند. دشموخ نتیجه گرفت که ارتباط بین سیاست سوددهی و اطلاعات نامتقارن هماهنگ با تئوری دستور سلسله مرتب و ناهم‌هنگ با تئوری سیگنال‌سازی است. همین‌طور لی و ژاو تایید کردند که پیشبینی عدم هماهنگی رابطه بین اطلاعات نامتقارن و سیاست سود دهی با تئوری سیگنال‌سازی وجود دارند. به طور خلاصه، مقالات قبلی نشان دادند که سیاست سود دهی به شدت مرتبط با اطلاعات نامتقارن می‌باشد.

تحقیق حاضر به بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار مالکیت پرداخته است که نتایج آن در ادامه ارائه شده است.

فرضیه اول تحقیق

«بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود، رابطه منفی و معناداری وجود دارد.»
برای بررسی و آزمون فرضیه تحقیق از رگرسیون چند متغیره و با استفاده از نرم افزار ایویوز استفاده شده است. نتایج آزمون و تحلیل داده‌ها در جدول (۱۱) مشاهده می‌شود. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان می‌دهد که با اطمینان ۹۵ درصد و در سطح خطای کمتر از ۰/۰۵ رابطه معنی‌داری بین متغیر مستقل و وابسته وجود دارد. مقدار آماره t بدست آمده برای متغیر عدم تقارن اطلاعاتی برابر $(-۴/۵۳۹)$ و بزرگتر از مقدار $۱/۹۶$ می‌باشد؛ همچنین سطح معنی‌داری برابر $(۰,۰۱۲)$ و کمتر از $۰/۰۵$ است بنابراین نتیجه گرفته می‌شود که فرض صفر رد و فرض یک را نمی‌توان رد کرد. به عبارت دیگر فرض یک که همان فرضیه تحقیق می‌باشد تایید می‌شود. با توجه به نتایج می‌توان گفت که بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. نتیجه این فرضیه با نتایج تحقیقات وکیلی فرد و همکاران (۱۳۸۷)، قهاری و همکاران (۱۳۹۰)، صداقت جهان‌آباد و همکاران (۱۳۹۲)، رهبر باغبانی و همکاران (۱۳۹۴) و لین و همکاران (۲۰۱۷) مطابقت دارد.

فرضیه دوم تحقیق

«ساختار مالکیت نهادی، اثر تعدیل‌کننده بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود دارد.»
برای بررسی و آزمون فرضیه تحقیق از رگرسیون چند متغیره و با استفاده از نرم افزار ایویوز استفاده شده است. نتایج آزمون و تحلیل داده‌ها در جدول (۱۲) مشاهده می‌شود. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان می‌دهد که با اطمینان ۹۵ درصد و در سطح خطای کمتر از ۰/۰۵ رابطه معنی‌داری بین متغیر مستقل و وابسته وجود دارد. مقدار آماره t بدست آمده برای متغیر ساختار مالکیت نهادی شرکت برابر $(۴,۶۵۴)$ و بزرگتر از مقدار $۱/۹۶$ می‌باشد؛ همچنین سطح معنی‌داری برابر $(۰,۰۰۰)$ و کمتر از $۰/۰۵$ است بنابراین نتیجه گرفته می‌شود که فرض صفر رد و فرض یک را نمی‌توان رد کرد. از طرفی دیگر با ورود متغیر اصلاح ساختار تجزیه سهام، همبستگی بین دو متغیر عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود از $(۰,۲۴۷)$ به $(۰,۳۴۶)$ افزایش پیدا کرده است. ساختار مالکیت نهادی، اثر تعدیل‌کننده بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود دارد. نتیجه این فرضیه با نتایج تحقیقات وکیلی فرد و همکاران (۱۳۸۷)، قهاری و همکاران (۱۳۹۰)، رهبر باغبانی و همکاران (۱۳۹۴)، هلن و همکاران (۲۰۰۲)، جیو و نای (۲۰۰۹)، گونزالس و همکاران (۲۰۱۰)، لین و همکاران (۲۰۱۷) مطابقت دارد.

فرضیه سوم تحقیق

«اصلاح ساختار تجزیه سهام، اثر تعدیل‌کننده بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود دارد.»
برای بررسی و آزمون فرضیه تحقیق از رگرسیون چند متغیره و با استفاده از نرم افزار ایویوز استفاده شده است. نتایج آزمون و تحلیل داده‌ها در جدول (۱۳) مشاهده می‌شود. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان می‌دهد که با اطمینان ۹۵ درصد و در سطح خطای کمتر از ۰/۰۵ رابطه معنی‌داری بین متغیر مستقل و وابسته وجود دارد. مقدار آماره t بدست آمده برای متغیر اصلاح ساختار تجزیه سهام شرکت برابر $(۳,۷۴۵)$ و بزرگتر از مقدار $۱/۹۶$ می‌باشد؛ همچنین سطح معنی‌داری برابر $(۰,۰۰۰)$ و کمتر از $۰/۰۵$ است بنابراین نتیجه گرفته می‌شود که فرض صفر رد و فرض یک را نمی‌توان رد کرد. از طرفی دیگر با ورود متغیر

اصلاح ساختار تجزیه سهام، همبستگی بین دو متغیر عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود از (۰,۲۵۶) به (۰,۲۳۵) کاهش پیدا کرده است. ساختار مالکیت نهادی، اثر تعدیل کننده بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود دارد. نتیجه این فرضیه با نتایج تحقیقات وکیلی فرد و همکاران (۱۳۸۷)، قهاری و همکاران (۱۳۹۰)، رهبر باغبانی و همکاران (۱۳۹۴) و لین و همکاران (۲۰۱۷) مطابقت دارد. بنابراین به طور خلاصه می توان گفت:

۱. بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود، رابطه منفی و معناداری وجود دارد.
۲. ساختار مالکیت نهادی، اثر تعدیل کننده بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود دارد.
۳. اصلاح ساختار تجزیه سهام، اثر تعدیل کننده بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود دارد.

جدول ۱۲: خلاصه نتایج بررسی فرضیه های تحقیق

نتیجه فرضیه	سطح معنی داری	آماره t	ضریب	شرح فرضیه
تایید فرضیه	۰/۰۰۰	۴/۵۳۹	۰/۶۷۶*	بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود، رابطه منفی و معناداری وجود دارد.
تایید فرضیه	۰/۰۰۱	۳/۲۳۴	۰/۵۸۴*	ساختار مالکیت نهادی، اثر تعدیل کننده بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود دارد.
تایید فرضیه	۰/۰۰۰	۲/۹۸۵	۰/۶۲۳*	اصلاح ساختار تجزیه سهام، اثر تعدیل کننده بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود دارد.

پیشنهادهایی برای پژوهش های آتی

- ۱) پیشنهاد می شود موضوع تحقیق حاضر به صورت مقایسه ای در بین دو صنعت مختلف مورد بررسی قرار گیرد.
- ۲) پیشنهاد می شود در پژوهش های آتی متغیرهای بازده صاحبان سهام و سود سهام به عنوان متغیرهای کنترلی یا تعدیل کننده در مدل تحقیق مورد ارزیابی قرار گیرد.

منابع

- ✓ بولو، قاسم، حسینی، سید علی، (۱۳۸۶)، مدیریت سود و اندازه گیری آن، مجله حسابدار رسمی، شماره ۱۲، صص ۷۲-۸۸.
- ✓ جهان آباد حمزه، ولی پور هاشم، مرادی جواد، (۱۳۹۲)، بررسی تاثیر سیاست تقسیم سود بر رابطه ی بین عدم تقارن اطلاعاتی و مخارج سرمایه ای در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت.
- ✓ خاکی، غلامرضا، (۱۳۸۳)، روش تحقیق در مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، مرکز انتشارات علمی، تهران.
- ✓ دموری، داریوش، دهقانی فیروز آبادی، ابوالفضل، (۱۳۹۳)، بررسی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود با به کارگیری مدل لاجیت، راهبرد مدیریت مالی، دوره ۲، شماره ۱، صص ۲۱-۳۸.

- ✓ رهبر باغبانی، جواد، فانی، نیر، حیدرزاده قویدل، معصومه، عباسی، ندا، (۱۳۹۴)، بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عدم تقارن اطلاعاتی و شفافیت اطلاعات مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین المللی مدیریت و علوم اجتماعی، دبی، موسسه مدیران ایده پرداز پایتخت ویرا.
- ✓ ستایش، محمدحسین، کاظم نژاد، مصطفی، (۱۳۸۹)، بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، شماره ۱، صص ۲۹-۵۱.
- ✓ عبودی، حسین، (۱۳۹۷)، بررسی ارتباط میان عدم تقارن اطلاعاتی، سیاست های تقسیم سود و ساختار مالکیت در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین المللی تازه های مدیریت حسابداری و اقتصاد، تهران.
- ✓ مهرانی، ساسان، مرادی، محمد، اسکندر، هدی، (۱۳۸۹)، رابطه نوع مالکیت نهادی و حسابداری محافظه کارانه، پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره اول، صص ۴۷-۶۲.
- ✓ مهربان پور محمدرضا، صفایی محمد، صمیمی نژاد، رویا، نوحی، رضا، (۱۳۹۶)، رتبه بندی صندوق های سرمایه گذاری در ایران براساس معیارهای ریسک مطلوب و نامطلوب، دانش سرمایه گذاری، سال ۶، شماره ۲۴، صص ۲۱۵-۲۳۰.
- ✓ Kouki, M., Guizani, M. (2009). " Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from the Tunisian Stock Market". *European Journal of Scientific Research*. Vol. 25, No.1, PP. 42-53. .
- ✓ Li, K. and Zhao, X. (2008), "Asymmetric information and dividend policy", *Financial Management*, Vol. 37, No. 4, Winter, pp. 673-694.
- ✓ Lin, T., Chen, Y., & Tsai, H. (2017). " The relationship among information asymmetry, dividend and ownership structure". *Finance research letter*. 20. Pp.1-12
- ✓ Mancinelli, L., Ozkan, A. (2006). " Ownership structure and Dividend Policy: Evidence from Italian Firms". *The European journal of Finance*. Vol. 12, No. 3, pp. 265-282.
- ✓ Menon, K. & D. Williams. (2001). "Long term trends in audit fees", *Auditing a Journal of Practice and Theory*, March, Vol. 20, No. 1, pp. 115-136.
- ✓ Sarin A, Shastri K, (2000), "Ownership Structure and Stock Market Liquidity", Working paper, Santa Clara University