

بہ نام خدا



دانشکده صنایع و مدیریت

پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت کسب و کار

رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت دولتی

نگارنده: محمد ادیب حدادیان

استاد راهنما:

دکتر سید مجتبی میرلوحی

استاد مشاور:

دکتر عبدالمجید عبدالباقی

بهمن ۱۳۹۹

شماره: ۱۴-۹۹-۶۹۳۸
تاریخ: ۹۹/۱۲/۱۳

باسمه تعالی



مدیریت تحصیلات تکمیلی

فرم شماره (۳) صورتجلسه نهایی دفاع از پایان نامه دوره کارشناسی ارشد

با نام و یاد خداوند متعال، ارزیابی جلسه دفاع از پایان نامه کارشناسی ارشد خانم / آقای حدادیان محمدادیب با شماره دانشجویی ۹۷۰۵۴۴۴ رشته مدیریت کسب و کار- رفتار سازمانی و منابع انسانی تحت عنوان رابطه بین سیاست تقسیم سود، عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار مالکیت شرکت، که در تاریخ ۱۸/۱۱/۱۳۹۹ با حضور هیأت محترم داوران در دانشگاه صنعتی شاهرود برگزار گردید به شرح ذیل اعلام می گردد:

قبول (با درجه): ☒ خیلی خوب ☐ خوب ☐ مردود			
نوع تحقیق: ☒ نظری ☐ عملی			
عضو هیأت داوران	نام و نام خانوادگی	مرتبه علمی	امضاء
۱- استاد راهنمای اول	دکتر میرلوحی سید مجتبی		
۲- استاد راهنمای دوم			
۳- استاد مشاور	دکتر عبدالباقی عطاآبادی عبدالمجید	استاد	
۴- نماینده تحصیلات تکمیلی	دکتر محمد میرباقری جم	استاد	
۵- استاد ممتحن اول	دکتر مجتبی غیائی		
۶- استاد ممتحن دوم	دکتر محسن لطفی		

نام و نام خانوادگی رئیس دانشکده:
تاریخ و امضاء و مهر دانشکده:

تبصره: در صورتی که کسی مردود شود حداکثر یکبار دیگر (در مدت مجاز تحصیل) می تواند از پایان نامه خود دفاع نماید (دفاع مجدد نباید زودتر از ۴ ماه برگزار شود).

تقدیم به پدر و مادرم

تعهد نامه

اینجانب محمد ادیب حدادیان دانشجوی دوره کارشناسی ارشد مدیریت کسب و کار- مالی دانشکده صنایع و مدیریت دانشگاه صنعتی شاهرود نویسنده پایان نامه رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت دولتی تحت راهنمایی دکتر سید مجتبی میرلوحی متعهد می شوم :

- تحقیقات در این پایان نامه توسط اینجانب انجام شده است و از صحت و اصالت برخوردار است.
- در استفاده از نتایج پژوهش های محققان دیگر به مرجع مورد استفاده استناد شده است.
- مطالب مندرج در پایان نامه تاکنون توسط خود یا فرد دیگری برای دریافت هیچ نوع مدرک یا امتیازی در هیچ جا ارائه نشده است.
- کلیه حقوق معنوی این اثر متعلق به دانشگاه صنعتی شاهرود می باشد و مقالات مستخرج با نام « دانشگاه صنعتی شاهرود » و یا « Shahrood University of Technology » به چاپ خواهد رسید .
- حقوق معنوی تمام افرادی که در بدست آمدن نتایج اصلی پایان نامه تأثیرگذار بوده اند در مقالات مستخرج از پایان نامه رعایت می گردد.
- در کلیه مراحل انجام این پایان نامه ، در مواردی که از موجود زنده (یا بافتهای آنها) استفاده شده است ضوابط و اصول اخلاقی رعایت شده است.
- در کلیه مراحل انجام این پایان نامه، در مواردی که به حوزه اطلاعات شخصی افراد دسترسی یافته یا استفاده شده است اصل رازداری، ضوابط و اصول اخلاق انسانی رعایت شده است

تاریخ :

امضا دانشجو:

مالکیت نتایج و حق نشر

- کلیه حقوق معنوی این اثر و محصولات آن (مقالات مستخرج، کتاب، برنامه های رایانه ای ، نرم افزارها و تجهیزات ساخته شده) متعلق به دانشگاه صنعتی شاهرود می باشد . این مطلب باید به نحو مقتضی در تولیدات علمی مربوطه ذکر شود .
- استفاده از اطلاعات و نتایج موجود در پایان نامه بدون ذکر مرجع مجاز نمی باشد.

چکیده

در تحقیق حاضر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی، سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت دولتی در شرکت-های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۸ مورد بررسی قرار گرفته است. ۵ مدل برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران استفاده شده است. سه مدل از مدل فوق رابطه معنادار و معکوس با سیاست تقسیم سود دارند. مدلی مستقل از ۵ مدل فوق برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی استفاده شده است. همچنین مشخص شد شرکت‌هایی که ساختار مالکیت خصوصی تری دارند سود کمتری بین سهامداران تقسیم می‌کنند.

کلمات کلیدی: عدم تقارن اطلاعاتی - سیاست تقسیم سود - ساختار مالکیت دولتی

فهرست مطالب

فصل اول	۱
کلیات تحقیق	۱
۱-۱) مقدمه	۲
۲-۱) تعریف مسئله	۲
۳-۱) مدل مفهومی تحقیق	۳
۴-۱) اهمیت و ضرورت تحقیق	۴
۵-۱) فرضیه‌های تحقیق	۷
۱-۵-۱) فرضیه ۱	۷
۲-۵-۱) فرضیه ۲	۷
۳-۵-۱) فرضیه ۳	۷
۴-۵-۱) فرضیه ۴	۷
۵-۵-۱) فرضیه ۵	۸
۶-۵-۱) فرضیه ۶	۸
۷-۵-۱) فرضیه ۷	۸
۶-۱) جنبه نوآوری تحقیق	۸
۷-۱) روش گردآوری داده‌های تحقیق	۸
۸-۱) ساختار اجرایی پژوهش در فصول آتی	۸
فصل دوم	۱۱
ادبیات موضوعی و پیشینه تحقیق	۱۱
۱-۲) مقدمه	۱۲
۲-۲) متغیرهای تحقیق	۱۲
۱-۲-۲) عدم تقارن اطلاعاتی	۱۳
۲-۲-۲) سیاست تقسیم سود	۱۵
۳-۲-۲) ساختار مالکیت شرکت	۱۵
۴-۲-۲) سایر متغیرهای تحقیق	۱۶
۳-۲) مبانی نظری	۱۶

۱۶	تئوری علامت دهی (۱-۳-۲)
۱۷	تئوری ترجیح مالیاتی (۲-۳-۲)
۱۸	تئوری پرنده در دست (۳-۳-۲)
۱۹	تئوری چرخه عمر (۴-۳-۲)
۲۰	تئوری آژانس (۵-۳-۲)
۲۱	سازو کارهای عدم تقارن اطلاعاتی، سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت شرکت (۴-۲)
۲۴	سابقه پژوهش (۵-۲)
۲۴	پیشینه تحقیقات خارجی (۱-۵-۲)
۲۸	پیشینه تحقیقات داخلی (۲-۵-۲)
۳۱	فصل سوم
۳۱	مراحل انجام پژوهش
۳۲	مقدمه (۱-۳)
۳۲	مدل مفهومی تحقیق (۲-۳)
۳۲	نوع پژوهش (۳-۳)
۳۳	جامعه و نمونه مورد مطالعه (۴-۳)
۳۳	ابزار جمع آوری داده‌ها (۵-۳)
۳۳	آزمون‌های مورد استفاده (۶-۳)
۳۷	دلیل استفاده از ۷ مدل مطرح شده برای اندازه گیری عدم تقارن اطلاعاتی (۷-۳)
۴۱	فصل چهارم
۴۱	روش‌های تحلیل داده
۴۲	مقدمه (۱-۴)
۴۲	توضیحات مربوط به نرم افزار (۲-۴)
۴۳	مدل اول (۱-۳-۴)
۴۴	مدل دوم (۲-۳-۴)
۴۵	مدل سوم (۳-۳-۴)
۴۵	مدل چهارم (۴-۳-۴)
۴۶	مدل پنجم (۵-۳-۴)

۴-۳-۶) مدل ششم	۴۷
۴-۴) آمار توصیفی جدول ۱۲ ماهه	۴۸
۴-۵) مانایی و ریشه واحد در نتایج ۱۲ ماهه	۴۸
۴-۶-۱) مدل اول	۴۹
۴-۶-۲) مدل دوم	۵۰
۴-۶-۳) مدل سوم	۵۱
۴-۱۰) آمار توصیفی تغییرات قیمت سهام قبل و بعد مجمع	۵۴
۴-۱۱) مانایی و ریشه واحد در قیمت سهام قبل و بعد مجمع	۵۵
۴-۱۲) نتیجه فصل چهارم	۵۵
فصل پنجم	۵۷
نتیجه گیری	۵۷
۵-۱) مقدمه	۵۸
۵-۲) تحلیل جدول اول	۵۸
۵-۲-۱) مدل اول	۵۸
۵-۲-۲) مدل دوم	۵۸
۵-۲-۳) مدل سوم	۵۹
۵-۲-۴) مدل چهارم	۵۹
۵-۲-۵) مدل پنجم	۶۰
۵-۲-۶) مدل ششم	۶۰
۵-۲-۷) تحلیل متغیرهای کنترلی	۶۰
۵-۳) تحلیل جدول دوم	۶۱
۵-۳-۱) مدل اول	۶۱
۵-۳-۲) مدل دوم	۶۲
۵-۳-۳) مدل سوم	۶۳
۵-۴) تحلیل جدول سوم	۶۴
۵-۵) تحلیل کلی جدول اول و دوم و سوم	۶۶
۵-۶) مقایسه تحقیق حاضر با تحقیقات خارجی پیشین	۶۷

۶۹	مقایسه تحقیق حاضر با تحقیقات داخلی پیشین
۷۱	محدودیت‌های تحقیق
۷۱	پیشنهاد برای تحقیقات آتی
۷۳	منابع

فصل اول

کلیات تحقیق

در فصل اول کلیات تحقیق مطرح شده است. شکاف علمی و اختلاف بین آنچه که هست و آنچه باید باشد، در قالب تعریف مساله بیان شده است. مدل مفهومی تحقیق و ارتباط بین متغیر وابسته با متغیرهای مستقل توضیح داده شده است. و در انتها اهمیت تحقیق و فرضیه‌های مختلف بیان شده است.

(۲-۱) تعریف مسئله

بازار کارا بازاری است که در آن اطلاعات بصورت یکسان در اختیار طرف‌های معامله (خریدار و فروشنده) یا سهامداران و مدیر قرار داشته باشد. در بازار کارا قیمت سهام منعکس کننده تمام واقعیت بازار است و اطلاعات به موقع به دست سهامداران می‌رسد. واقعیت این است که هیچ بازاری در دنیا کارایی کامل را ندارد. یعنی پارامترهای زیادی باعث از دست رفتن کارایی بازار می‌شود. در بازاری غیر کارا به دلیل عدم شفافیت اطلاعات و یا تاخیر زمانی در دسترسی به اطلاعات، ممکن است یکی از طرف‌های معامله متحمل ضرر شود. نقصان اطلاعاتی سهامداران نسبت به مدیران می‌تواند بعضا باعث تصمیم گیری‌های اشتباه شود.

سهامداران با استفاده از جداول و صورت‌های مالی شرکت دست به انتخاب در مورد خرید و فروش سهام آن شرکت می‌زنند. از آنجا که سهامداران و سرمایه‌گذاران برای ارزیابی شرکت‌ها، از فاکتورهای مختلفی از جمله سود جهت تصمیم‌گیری استفاده می‌نمایند. از سویی مدیران شرکت‌ها اطلاعات درون سازمانی درباره چشم انداز سود آوری شرکت در اختیار دارند و از سود تقسیمی به عنوان یک ابزار علامت دهی به سهامداران و سرمایه‌گذاران استفاده می‌کنند. لی و ژائو (۲۰۰۸)^۱ بر خلاف نظریه علامت دهی، رابطه‌ای معکوس بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود در بازارهای آمریکا یافتند. تمرکز در مطالعات قبلی در مورد عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود بیشتر در بازارهای توسعه یافته بوده است. بازارهای نوظهور، ناکارآمدتر و عدم تقارن اطلاعات در آن‌ها بالاتر است. بنابراین تضاد بین عدم تقارن اطلاعاتی و

¹ Li & zhao(2008)

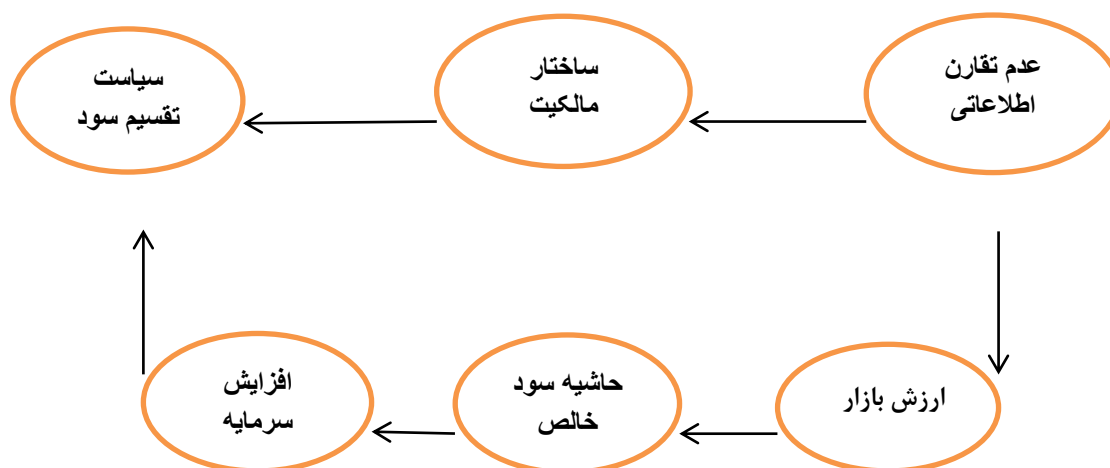
سیاست تقسیم سود نیاز به تحقیق و بررسی بیشتری دارد. به همین دلیل بررسی بازار سرمایه ایران که ناکارآمدی زیادی دارد، می‌تواند حیاتی باشد.

بنابراین هدف تحقیق حاضر این است که چه رابطه‌ای بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود وجود دارد؟

به عبارتی مدیران با استفاده از سود تقسیمی چه علامتی را در مورد آینده شرکت می‌توانند به بازار منتقل کنند که سهامداران از آن بی‌اطلاع هستند؟

۱-۳) مدل مفهومی تحقیق

مقاله لین و همکاران (۲۰۱۷)^۱ که برای نوشتن تحقیق حاضر استفاده شده است، رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت شرکت را اندازه گرفته است. مدل مفهومی تحقیق بصورت زیر می‌باشد.



¹ Lin, T., Y. Chen, and H. Tsai. (2017).

۱-۴) اهمیت و ضرورت تحقیق

اطلاعات مالی را می‌توان به اطلاعات اقتصاد، صنعت و شرکت طبقه‌بندی کرد. در واقع تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران در بازار با توجه به اطلاعاتی که از نمودارها و جداول بدست می‌آورند دست به انتخاب می‌زنند و وضعیت صنعت و بازار مربوط به یک شرکت را تحلیل می‌کنند (نیوزیکو و اکپارا، ۲۰۱۰).^۱ پایل (۱۹۷۷) گراسمن و هارت (۱۹۸۱)^۲ و مایرس و مایلو (۱۹۸۵) نشان دادند عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند تاثیری ژرف بر شرکت و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بگذارد. استیگلitz و ویز (۱۹۸۱)^۳ نقش موثری در ادبیات مالی داشته‌اند و حوزه نقش عدم تقارن اطلاعاتی را چنان گسترش داده‌اند که بر سیاست‌های اقتصادی و رویه‌های استقراض کلیه بنگاه‌های اقتصادی در سراسر دنیا نقش قابل ملاحظه‌ای داشته است. عدم تقارن اطلاعاتی باعث اختلاف بین ارزش مورد انتظار سهامداران با قیمت واقعی سهم می‌شود؛ این مانند تیغ دولبه‌ای است که می‌تواند هزینه‌های گزافی به سهامداران تحمیل کند. از آنجایی که اطلاعات گران‌بهارترین دارایی سهامداران و مدیران و ذینفعان بازار است؛ فقدان و یا اطلاعات غلط می‌تواند موجب انتخاب غلط و آسیب جدی در بازار شود (حسینی، ۲۰۱۰). تئوری‌ها نشان می‌دهند که عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند موجب بهم خوردن بازار شود. یعنی سرمایه‌گذار کم اطلاع با سرمایه‌گذاری کمتر یا بیشتر ممکن است موجب ناکارآمدی بازار شود (کارلان و زینمن، ۲۰۰۶).

با توجه به توضیحات بالا می‌توان گفت صرف نظر کردن از عدم تقارن اطلاعات در علم مالی مانند در نظر نگرفتن اصطکاک در فیزیک کلاسیک است.

^۱ Okpara, C. (2010).

^۲ Grossman (1980)

^۳ Stiglitz (1981)

با توجه به اینکه در بند اول مفاهیم نظری و گزارشگری مالی استاندارد حسابداری ایران، هدف اصلی از ارائه اطلاعات حسابداری کمک به تصمیم‌گیری اقتصادی افراد بیان شده است، خود می‌تواند گویای اهمیت این امر باشد. باید توجه داشت در شرایطی که دستیابی به اطلاعات پرهزینه باشد، سرمایه‌گذاران مجبورند از طریق برآوردهای ذهنی تحلیل‌های خود را درباره سود دهی آتی شرکت، جریان نقدی و ... شکل دهند (سازمان بورس اوراق بهادار).

حقیقتاً می‌توان گفت عدم تقارن اطلاعاتی سنگ بنای مباحث مالی نوین است. عدم تقارن اطلاعاتی از لحاظ تئوریکی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است.

چرا بعضی شرکت‌ها سود پرداخت می‌کنند و بعضی خیر؟ این سؤال بسیاری از محققان بوده و هست. سیاست تقسیم سود یکی از بحث برانگیزترین مسائل مالی است. انگیزه مدیران از پرداخت سود دقیقاً مشخص نیست. نظریه‌هایی که پیرامون این قضیه مطرح می‌شود تقریباً هیچ کدام بر دیگری برتری ندارد؛ برخی از محققان انتقال اطلاعات و برخی جذب مشتریان خاص را به عنوان دلیل آن مطرح کرده‌اند (کردستانی و همکاران، ۱۳۸۹). بلک (۱۹۷۶)^۱ سیاست‌های تقسیم سود را مانند پازلی تصویر می‌کند که هیچ کدام نمی‌توانند دیگری را کامل کند. وی همچنین پدیده‌های سیاست تقسیم سود را اینگونه توصیف می‌کند: "بسیاری از مطالعات انجام شده برای ایجاد وضوح در معمای سود و بدست آوردن درک بهتری از عواملی که بر تصمیم شرکت در مورد سیاست سود تاثیر می‌گذارد انجام شده است". بلک در مورد این سؤال که آیا دلیل این امر می‌تواند این باشد که سرمایه‌گذاران خواهان بازدهی هستند؟ پاسخ می‌دهد: "شرکت به خاطر اینکه جذابیت بیشتری از خود در ذهن سرمایه‌گذاران به جا بگذارد اقدام به سوددهی می‌کند. چون سرمایه‌گذاران خواهان سود هستند؛ شرکت‌هایی که سود پرداخت نمی‌کنند ترجیح می‌دهند سود سالیانه را مجدد سرمایه‌گذاری کنند. در این شرایط ممکن است ثروت سهامدار و سرمایه‌گذار به مقدار

¹ Black(1976).

بیشتری افزایش پیدا کند" (بلک، ۱۹۷۶)، رزوف (۱۹۸۲)^۱، ایستر بروک (۱۹۸۴)^۲ و جنسن (۱۹۸۶)^۳ دلیل افزایش سود تقسیمی توسط مدیران را اینگونه توضیح می‌دهند "بر اساس مطالعات انجام شده سود می‌تواند راهی برای کاهش قدرت مدیر و همچنین کاهش خطر ابتلا به سرمایه‌گذاری‌های غیر سودآور باشد." پرداخت سود سهام به عنوان یکی از ابزارهای موثری تلقی می‌شود که می‌تواند بوسیله مدیران جهت کاهش تعارض‌های نمایندگی در شرکت به کار گرفته شود (مرادی و همکاران، ۱۳۹۰). بعد از بلک که سیاست تقسیم سود را به عنوان معمای شرکت مطرح کرده بود، آلن (۲۰۰۰)^۴ بیان می‌کند که "مابین نظریه‌هایی که در ادبیات مالی شرکت‌ها وجود دارد تقسیم سود یکی از سخت‌ترین امور مربوط به شرکت است." ۹۰٪ از مدیران شرکت‌هایی که در نزدک آمریکا حضور دارند معتقدند تقسیم سود باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود (بیکر و پاول، ۱۹۹۹).^۵ کانیا و بیکون (۲۰۰۵)^۶ بررسی کردند که کدام فاکتور بیشترین تاثیر را در کار مدیران دارد و طی تحقیقات تجربی متوجه شدند سیاست تقسیم سود در شرکت‌های آمریکایی مهمترین تاثیر را بر روی افزایش ارزش شرکت دارد. براو، گراهام و هاروی (۲۰۰۵)^۷ معتقدند یکی از دلایل اجتناب شرکت‌ها از کاهش یا قطع سود نقدی مساله علامت‌دهی است. مدیران شرکت حاضرند برای جلوگیری از کاهش نقدینگی اقدام به فروش دارایی‌ها یا استقراض کنند اما مقدار سود نقدی به سهامداران را کاهش ندهند؛ چون ظاهراً فروش سهام شرکت و خالی شدن سهام از سرمایه‌گذار نهادی و حقوقی نشانه ضعف در بازارهای مالی است (براو و همکاران، ۲۰۰۵). برخلاف برخی از محققان قبلی که تقسیم سود را به عنوان معمای شرکتی مطرح می‌کنند تئوری و بررسی‌های دیگری وجود دارند که معما بودن سود را نادیده می‌گیرد؛ مانند میلر و مودigliانی (۱۹۶۱)^۸؛ به این معنی که سیاست تقسیم سود را نامربوط به کارایی سهم

^۱ Rozeff, M. S. (1982).

^۲ Easterbrook (1984).

^۳ Jensen, M., (1986).

^۴ Allen, F (2000).

^۵ Baker, H.K. Powell, G.E. and Veit (2002).

^۶ Kania, S.L. and Bacon, F.W. (2005).

^۷ Brav, A., J. Graham, and C. Harvey. (2005).

^۸ Modigliani, F., and M. Miller. (1961).

می‌دانند به عبارتی ذات یک سهم باید به قدری قوی باشد و برای سهامدار ارزش داشته باشد که وی خرید را صرفاً برای سود انجام ندهد.

۱-۵) فرضیه‌های تحقیق

برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی از ۷ روش مختلف استفاده شده است:

دارایی نامشهود به کل دارایی، بدهی به ارزش دفتری، سود عملیاتی به سرمایه در گردش، ارزش بازار به ارزش دفتری، بدهی به ارزش بازار، ترکیبی از موارد بالا و تغییرات قیمت قبل و بعد مجامع شرکت‌ها.

۱-۵-۱) فرضیه ۱

بین دارایی نامشهود به کل دارایی (با تعدیل‌کنندگی ساختار مالکیت، ارزش بازار، حاشیه سود خالص و مقدار افزایش سرمایه) با سیاست تقسیم سود رابطه معناداری وجود دارد.

۱-۵-۲) فرضیه ۲

بین بدهی به ارزش دفتری (با تعدیل‌کنندگی ساختار مالکیت، ارزش بازار، حاشیه سود خالص و مقدار افزایش سرمایه) با سیاست تقسیم سود رابطه معناداری وجود دارد.

۱-۵-۳) فرضیه ۳

بین سود عملیاتی به سرمایه در گردش (با تعدیل‌کنندگی ساختار مالکیت، ارزش بازار، حاشیه سود خالص و مقدار افزایش سرمایه) با سیاست تقسیم سود رابطه معناداری وجود دارد.

۱-۵-۴) فرضیه ۴

بین ارزش بازار به ارزش دفتری (با تعدیل‌کنندگی ساختار مالکیت، ارزش بازار، حاشیه سود خالص و مقدار افزایش سرمایه) با سیاست تقسیم سود رابطه معناداری وجود دارد.

۱-۵-۵) فرضیه ۵

بین بدهی به ارزش بازار (با تعدیل کنندگی ساختار مالکیت، ارزش بازار، حاشیه سود خالص و مقدار افزایش سرمایه) با سیاست تقسیم سود رابطه معناداری وجود دارد.

۱-۵-۶) فرضیه ۶

بین ترکیب ۵ فرضیه فوق (با تعدیل کنندگی ساختار مالکیت، ارزش بازار، حاشیه سود خالص و مقدار افزایش سرمایه) با سیاست تقسیم سود رابطه معناداری وجود دارد.

۱-۵-۷) فرضیه ۷

بین قیمت سهام قبل و بعد مجامع شرکتها (با تعدیل کنندگی ساختار مالکیت؛ ارزش بازار، حاشیه سود خالص و مقدار افزایش سرمایه) با سیاست تقسیم سود رابطه معناداری وجود دارد.

۱-۶) جنبه نوآوری تحقیق

در ایران سنجش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران بصورت دقیق با استفاده از ۷ مدلی که در این تحقیق مطرح شده است بی سابقه است.

۱-۷) روش گردآوری داده‌های تحقیق

داده‌ها از کتابخانه بورس و نرم افزار ره آورد نوین ۳۶۵ جمع آوری شده است.

۱-۸) ساختار اجرایی پژوهش در فصول آتی

در فصل دوم به ادبیات موضوعی و پیشینه تحقیق پرداخته شده است. یعنی ابتدا متغیرهای موجود در تحقیق بصورت دقیق و کامل تعریف شده است. مبانی نظری و تئوری‌های مرتبط با عنوان تحقیق بررسی شده است. سپس سازوکارها و ارتباط متغیرهای عنوان تحقیق با هم، بصورت دقیق بررسی شده است. و در آخر پیشینه خارجی و داخلی تحقیق‌های مشابه درج شده است.

در فصل سوم سنجه‌های مورد نیاز برای اندازه‌گیری متغیرهای مطرح شده در عنوان تحقیق، تعریف شده است. روش تحقیق و عملیات مورد نیاز برای آماده‌سازی داده‌ها جهت ورود به نرم افزار **Eviews** تشریح گردیده است.

در فصل چهارم نتایج تحلیل داده‌ها در نرم افزار **Eviews** با استفاده از جداول و نمودارها نشان داده شده است.

در فصل آخر نتایج تحقیق از دیدگاه نگارنده تحلیل و تفسیر شده است.

فصل دوم

ادبیات موضوعی و پیشینه تحقیق

بازار کارا بازاری است که بازده متناسب با ریسک تغییر کند. یعنی مقدار ریسک بیشتر، بازده مطلوب‌تری را عاید سرمایه‌گذار کند. در بازار کارا قیمت سهام منعکس‌کننده تمام واقعیت بازار است. اطلاعات بصورت یکسان در اختیار طرف‌های خریدار و فروشنده قرار دارد. بحث ساختار مالکیت از جمله مباحثی است که مستقیم به کارایی بازار مربوط می‌شود. چون ساختار مالکیت متمرکز در شرکت‌ها، کمترین قدرت نفوذ را در بازار کارا خواهند داشت. به عبارت دیگر اگر بازاری کارا باشد، ساختار مالکیت کمترین تاثیر را روی اوراق خواهد گذاشت. ولی واقعیت امر این است که هیچ بازاری کارا نیست و هرچه درجه ناکارایی بازار بیشتر باشد، اقلیت صاحب مالکیت شرکت قدرت نفوذ بیشتری خواهند داشت (پاشنر، ۱۹۹۳).^۱

برنامه‌ریزی درست مهم‌ترین عامل پیشرفت شرکت‌ها و بنگاه‌ها است. برنامه‌ریزی بازاریابی، منابع انسانی و مالی باعث ارتقا و رشد شرکت می‌شود. مدیر مالی به عنوان یکی از زیر شاخه‌های شرکت، وظیفه به حداکثر رساندن ثروت سهامداران از طریق افزایش قیمت سهمی که منعکس‌کننده تمام واقعیت شرکت است را دارد (آمیدو و آبر، ۲۰۰۶).^۲

۲-۲) متغیرهای تحقیق

عنوان تحقیق حاضر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت شرکت می‌باشد. در ابتدا به تعریف از هر کدام از متغیرهای مستقل و وابسته تحقیق پرداخته می‌شود.

^۱ . Pushner, G, (1993).

^۲ Amidu, M. & Abor, J. (2006).

۲-۲-۱) عدم تقارن اطلاعاتی

آکرلوف (۱۹۷۰)^۱ با تجزیه و تحلیل بازار لیمو تعریفی اولیه را از عدم تقارن اطلاعاتی در بازار خودرو ارائه داده است. او می‌گوید در صورت نبود اطلاعات یکسان بین خریدار و فروشنده، گیلان (ماشین خوب) و لیمو (ماشین بد) با قیمتی یکسان فروخته می‌شوند. زیرا فقط مالکان می‌توانند کیفیت اتومبیل را تشخیص دهند. بنابراین در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی، مالکانی که خودروهای خوبی دارند سعی می‌کنند اطلاعات مثبت و بعضاً دور از واقعیت را به خریداران نشان دهند.

عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه دارای تعاریف متعددی است. هر کدام از محققان قبلی بعد خاصی از آن را در نظر گرفته‌اند. مثلاً از دید براون (۲۰۰۳)^۲ هنگامی که مدیران شرکت اطلاعات خاصی در مورد وضعیت موجود و آینده شرکت داشته باشند که سهامداران از آن بی‌خبر باشند بحث عدم تقارن اطلاعاتی پیش می‌آید. دسته‌ای دیگر تاخیر زمانی دسترسی به اطلاعات درون و برون سازمان را به عنوان عدم تقارن اطلاعاتی در نظر گرفته‌اند. در مدل راک (۱۹۸۶)^۳ عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران مطرح می‌شود و نه بین انتشاردهندگان سهام و تامین سرمایه‌ها. دو نوع سرمایه‌گذار وجود دارد مطلع و نامطلع؛ مطلع‌ها در کف قیمت می‌خرند و در سقف قیمت می‌فروشند در حالیکه نامطلع‌ها ریسک بیشتری را در مورد خرید و فروش سهام متحمل می‌شوند. وی معتقد است در عرضه اولیه‌ها چون قیمت سهام به قیمتی کمتر از ارزش واقعی خود عرضه می‌شود بنابراین هر دو گروه مطلع و نامطلع سود کسب می‌کنند. ولی اگر تامین سرمایه‌ها قیمت سهم را در عرضه اولیه کاهش ندهند سرمایه‌گذاران نامطلع آن سهم را می‌خرند و بعداً ممکن است متضرر شوند. اگر اطلاعات تازه‌ای به عموم برسد قیمت سهام شرکت متناسب با جهت اطلاعات یاد شده تغییر می‌کند. ویلیام آرسکات (۲۰۰۸) در کتاب تئوری حسابداری مالی، عدم تقارن اطلاعاتی را مزیت گروه خریدار یا فروشنده به طرف مقابل عنوان کرد. اگر بازار نسبت به اطلاعات جدید عکس‌العملی

^۱ Akerlof, G (1970).

^۲ Brown, S (2003).

^۳ Rock (1986)

نداشته باشد؛ یعنی تمایلی از بازار برای ارزیابی و بررسی اثر اطلاعات جدید بر قیمت نباشد؛ تبعاً بازار کارایی نخواهد داشت (جهانخانی و عبده تبریزی، ۱۳۷۲). اطلاعات بصورت یکسان و بوقت در اختیار همگان قرار ندارد؛ بلکه شکافی همواره بین مدیران و سهامداران وجود دارد (پاندی، ۲۰۰۸)^۱. بنابراین عدم تقارن اطلاعاتی باعث می‌شود سهامداران کم اطلاع به اطلاعاتی که سهامداران مطلع دارند، دسترسی نداشته باشند. به همین دلیل عدم تقارن اطلاعاتی باعث کاهش جذابیت بازار سهام می‌شود؛ چون سهامداران کم اطلاع هزینه‌های گزافی بابت عدم اطلاع خود می‌پردازند که بیشتر از منافع حاصل از خرید و فروش سهام است.

بارون (۱۹۸۶)^۲ عدم تقارن اطلاعاتی را طبق این فرضیه مطرح می‌کند که انتشاردهندگان سهام چون از نیاز بازار و وضعیت تقاضای سرمایه‌گذاران اطلاع دقیقی ندارند؛ قیمت‌گذاری و انتشار سهام را به عهده موسسات تامین سرمایه می‌گذارند. انتشار دهندگان سهام در عوض استفاده از اطلاعات به روز تامین سرمایه‌ها، سهام خود را با قیمتی کمتر از ارزش واقعی خود در عرضه اولیه‌ها بواسطه تامین سرمایه منتشر می‌کنند. بارون می‌گوید هر مقدار انتشار دهنده سهام عدم اطمینان بیشتری در مورد سهام خود داشته باشد آن را با قیمت کمتری احتمالاً عرضه می‌کند. مدسکارت و تسوی پنمن (۱۹۸۷)^۳ فرضیه بارون را زیر سؤال می‌برند. آن‌ها می‌گویند "شرکتهایی وجود دارند که بدون استفاده از اطلاعات تامین سرمایه‌ها سهام خود را با قیمتی کمتر از ارزش واقعی، و کمتر از حالتی که تامین سرمایه وجود داشته است عرضه می‌کنند. یعنی در صورت استفاده نکردن از اطلاعات تامین سرمایه، قیمت سهام کمتر از حالتی بوده است که از راهنما استفاده کرده است."

هدف رساله حاضر سنجش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران می‌باشد.

^۱ Pandy im (2008).

^۲ Baron(1986).

^۳ Penman(1987).

۲-۲-۲) سیاست تقسیم سود

سیاست تقسیم سود به بخشی از سیاست‌های شرکت می‌پردازد که میزان سود نقدی هر سهم را مشخص می‌کند. بطور کلی رابطه بین سود سالانه به دست آمده شرکت و سود تقسیمی هر سهم نشان دهنده سیاست تقسیم سود است. مدیران موظفند سالانه حداقل ۱۰٪ از سود عایدی شرکت را بین سهامداران تقسیم کنند و مابقی را به عنوان سود انباشته در شرکت نگه دارند. سیاست تقسیم سود از مهمترین مباحث در ادبیات تامین مالی شرکت‌ها به شمار می‌رود. پژوهشگران زیادی مبانی نظری و شواهد تجربی مرتبط با معیارهای سیاست تقسیم سود را فراهم آورده‌اند. با وجود این مساله سیاست تقسیم سود همچنان حل نشده باقی مانده، و رهنمود مشخص در خصوص تقسیم سود بهینه پدید نیامده است (سلطانی و مومنی، ۱۳۹۰). مقدار نسبت بین سود تقسیمی و سود انباشته سال بعد می‌تواند چشم اندازی از آینده شرکت را که سهامداران از آن اطلاع دقیق ندارند را نشان دهد. به همین دلیل سود تقسیمی جز معماهای شرکتی مطرح می‌شود که مقدار تاثیر آن بر روی آینده شرکت جواب دقیقی ندارد.

شرکت‌های سهامی معمولاً در مورد سیاست تقسیم سود، سیاست مشخصی را اتخاذ می‌کنند. در تدوین این سیاست عوامل متعددی از قبیل سیاست‌های مورد استفاده در سایر شرکت‌های مشابه، سیاست تقسیم سود گذشته، محدودیت قانونی، ثبات سودآوری و ... مورد توجه قرار می‌گیرد. به رغم وجود سیاست‌های متعدد، شرکت‌ها اغلب در عمل از سیاست‌هایی از قبیل تقسیم مبلغ ثابت و معین، تقسیم درصد ثابتی از سود، تقسیم سود ثابت بعلاوه حاشیه متغیر و تقسیم سود مازاد استفاده می‌کنند (بیکر و همکاران، ۲۰۰۲).

۳-۲-۲) ساختار مالکیت شرکت

ساختار مالکیت، مالک عمده شرکت را به ما نشان می‌دهد. اگر درصد مالکیت سهامدار بیش از ۵٪ باشد سهامدار عمده شرکت محسوب می‌شود. شرکت ممکن است دارای مالکیت داخلی یا خارجی باشد (وال، ۲۰۰۶). مالکیت متمرکز به ساختاری گفته می‌شود که سهامداران دولتی صاحب مقدار زیادی از

شرکت هستند. مالکیت متمرکز نقش مهمی در سیاست‌های شرکت بویژه در مورد پرداخت سود سهام دارد. این مالکان بیشتر در مورد نظارت بر تصمیمات مدیران و محافظت از سرمایه خود نگران هستند.

۴-۲-۲) سایر متغیرهای تحقیق

سایز شرکت: ارزش کل ریالی همه سهام منتشر شده یک شرکت در بازار، اندازه شرکت گفته می‌شود. اندازه یک شرکت از طریق ضرب تعداد سهام یک شرکت در قیمت روز محاسبه می‌شود.

حاشیه سود خالص: نسبتی که به وسیله آن سودآوری هر دلار (ریال) محاسبه می‌شود. به این ترتیب که مقدار سود پس از کسر مالیات بر فروش خالص تقسیم می‌شود.

افزایش سرمایه: افزایش سرمایه یکی از روش‌های تامین مالی شرکت‌هاست. شرکت‌ها برای اینکه بتوانند فعالیت‌های خود را گسترش دهند اقدام به افزایش سرمایه می‌کنند. افزایش سرمایه می‌تواند از طریق سهام جایزه یا آورده نقدی سهامداران باشد.

۳-۲) مبانی نظری

۱-۳-۲) تئوری علامت دهی

تئوری سیگنالینگ (علامت دهی) بیان می‌کند که مدیران به عنوان کسانی که اطلاع دقیق از آینده شرکت دارند سود تقسیمی را به عنوان علامتی برای سهامداران و سرمایه‌گذاران خارج از شرکت در نظر می‌گیرند. بصورت کلی بیان می‌کند هرچه عدم تقارن اطلاعاتی افزایش یابد مقدار سود تقسیمی نیز افزایش می‌یابد. وقتی سهام شرکت کم ارزش است مدیران انگیزه بیشتری برای پرداخت سود سهام دارند. از دید سهامداران نیز سود پرداختی می‌تواند وضعیتی از سودآوری آینده شرکت را نشان دهد. در حالی که اگر از بعدی دیگر به قضیه نگاه کرد سود پرداختی لزوماً نمی‌تواند وضعیت مطلوب شرکت را نشان دهد چون ممکن است شرکت وضعیت سودآوری مناسبی نداشته باشد ولی مدیر با استفاده از تامین مالی خارجی و

استقراض، علامتی غیر واقع را به سهامداران بدهد. لی و ژائو (۲۰۰۸) طبق تحقیقی که در آمریکا انجام دادند متوجه شدند هرچه عدم تقارن اطلاعاتی افزایش یابد مقدار سود تقسیمی کمتر می‌شود که این خلاف فرضیه سیگنالینگ است. نظریه سیگنالینگ توسط باتاچاریا (۱۹۷۹)^۱ بیشتر تشریح شد. وی نشان داد علی‌رغم آسیب مالیاتی، هنگامی که یک بنگاه انتظار جریان نقد آزاد را در آینده دارد افزایش سود تقسیمی نشان از اوضاع آینده بهتر شرکت می‌باشد. از طرف دیگر ایستبروک (۱۹۸۴) با تئوری سیگنالینگ مخالف است. به این معنی که نمی‌توان گفت سود تقسیمی دقیقاً چه سیگنالی را به بازار می‌دهد. او چنین استدلال می‌کند هنگامی که شرکت قرار است افراد خارجی را استخدام کند چشم انداز آینده شرکت برای سرمایه‌گذاران خارجی در دسترس است. مطابق با یافته‌های میلر و راک (۱۹۸۵)^۲ هزینه سیگنالینگ بیشتر از مقدار ارزشی است که شرکت دریافت می‌کند. آن‌ها همچنین دریافتند که نسبت سود تقسیمی بالاتر، معلول مقدار سرمایه گذاری کمتر بوده است. هرچند در بعضی از شرکت‌ها هزینه علامت دهی سود ممکن است ارزش این را داشته باشد که مانع ایجاد باور غلط مبنی بر این شود که سرمایه برای پرداخت سود کافی نیست. جان و ویلیامز (۱۹۸۵) و میلر و راک (۱۹۸۵) که نظریه علامت دهی سود را مطرح کردند؛ معتقدند که سیاست تقسیم سود راهی برای رساندن اطلاعات شرکت به بازار است. ولی آیا تقسیم سود تنها راه علامت‌دهی مدیران به سهامداران است؟ و راه دیگری برای القای حس مثبت در مورد شرکت وجود ندارد؟ مثلاً شرکت‌ها می‌توانند از اوراق خزانه بدین منظور استفاده کنند یعنی حدوداً ۱۰٪ از اوراق خود را باز خرید کنند. لازم به ذکر است هزینه‌ی اوراق خزانه می‌تواند بیشتر از علامت‌دهی از طریق سود باشد.

۲-۳-۲) تئوری ترجیح مالیاتی

تئوری ترجیح مالیاتی بیان می‌کند اگر شرکتی سود خوبی تقسیم کند ولی مقدار مالیاتی هم که بابت آن سود می‌دهد زیاد شود، سهامداران ترجیح می‌دهند سود کمتری دریافت کنند، ولی به همان میزان

¹ Bhattacharya, S. (1979).

² Miller, M.H., and K. Rock. (1985).

مالیات کمتری نیز پرداخت کنند. نظریه میلر و مودیگانی (۱۹۶۱) نامربوط بودن فرضیه سود تقسیمی به بازار کارا و اطلاعات را مطرح می‌کند. از دید او سرمایه گذاران انسان‌هایی منطقی، بدون فشار مالیاتی و هزینه ورشکستگی هستند. همانطور که در بالا گفته شد نظریه او زمانی صحت دارد که فرضیه کامل بودن بازار مطرح شود، یعنی اطلاعات بصورت یکسان بین سهامداران توزیع شده باشد و سرمایه گذاران رفتار منطقی و اطمینان کامل داشته باشند.

رفتار منطقی: سرمایه گذاران منطقی ثروت بیشتر را به ثروت کمتر ترجیح می‌دهند. به این معنی که سرمایه گذاران نسبت به اینکه ثروت ناشی از پرداخت نقدی است یا افزایش بازار، بی تفاوت هستند.

اطمینان کامل: سرمایه گذاران از بازده سرمایه گذاری و سودهای آینده شرکت اطلاع دارند؛ به همین دلیل نیازی به تشخیص سهام و اوراق قرضه به عنوان منابع وجوه نیست.

بصورت خلاصه میلر و مودیگانی استدلال می‌کنند که سیاست تقسیم سود تاثیری بر ساختار یا ارزش شرکت ندارد.

۲-۳-۳) تئوری پرنده در دست

برخلاف تئوری نامربوط بودن سود، لینتنر (۱۹۵۶)^۱ تئوری پرنده در دست را مطرح می‌کند. او به این صورت نظریه‌ی خود را مطرح می‌کند که سود تقسیمی موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود. او توضیح می‌دهد "سرمایه گذاران ترجیح می‌دهند سود تقسیمی را مانند پرنده‌ای در دست داشته باشند. این ترجیح سهامداران زمانی بیشتر می‌شود که فضای نامطمئنی در شرکت وجود داشته باشد مبنی بر اینکه آیا در آینده هم تقسیم سود پایدار خواهد بود یا خیر؟" ولی لینتنر در مورد اینکه این فضای نامطمئن به چه علت ایجاد می‌شود توضیحی نداده است. کار لینتنر بوسیله گوردن (۱۹۵۹)^۲ مورد تایید قرار گرفت و گفت که سرمایه گذاران نسبت به بازده خود بی تفاوت نیستند و سود نقدی شرکت را نسبت به آینده مبهم ترجیح می‌دهند.

^۱Lintner, J. (1962).

^۲Gordon, M. J. (1959).

کارهای لینتنر (۱۹۵۶) و گوردون (۱۹۵۹) توسط بیکر و هاسلم (۱۹۷۴)^۱ مورد تایید قرار گرفت. از آنجا که سرمایه‌گذاران ریسک‌گریزند و سود سهام نسبت به سود سرمایه‌ای ریسک کمتری دارد. بنابراین سود مطلوب‌ترین خواسته سرمایه‌گذاران است. آن‌ها در ادامه توضیح می‌دهند این تغییرات ممکن است حاوی اطلاعات باشد، به این معنی که سود سهام می‌تواند نشانه‌ای از انتظارات مدیریت در مورد آینده باشد که با تئوری پرنده‌ای در دست مطابقت دارد. علاوه بر این، آن‌ها به اهمیت حفظ و نگهداری سود سهام شرکت پی بردند. آن‌ها نتیجه گرفتند که مدیران معتقدند سیاست سود سهام بر قیمت سهام اثر می‌گذارد و نگرانی مدیران در مورد سیگنال‌های ارسال شده به سرمایه‌گذاران به دلیل تغییرات سود سهام وجود دارد. این نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران در نگهداشتن وجه نقد اضافی یا سرمایه‌گذاری مجدد وجه نقد، ریسک زیادی را در شرکت می‌بینند در صورتی که ریسک این دو مورد با هم برابر باشد. یعنی کسانی که مالکین شرکت هستند ترجیح می‌دهند وجه نقد را مجدد سرمایه‌گذاری کنند. بصورت خلاصه می‌توان گفت اگر شرکت سودآوری کافی داشته باشد چون سرمایه‌گذاران پتانسیل خوب آن را می‌بینند ترجیح می‌دهند سرمایه‌گذاری مجدد اتفاق افتد چون این سرمایه‌گذاری مجدد جذاب‌تر از دریافت وجه نقدی است. ولی اگر شرکت خیلی سود آور نباشد دقیقاً عکس این قضیه درست است. (بیکر و هاسلم، ۱۹۷۴)

۲-۳-۴) تئوری چرخه عمر

تئوری چرخه عمر بیان می‌کند که سیاست تقسیم سود وابسته به عمر شرکت می‌باشد. دآنجلو و استالز (۲۰۰۶)^۲ تئوری جریان نقد جنسن (۱۹۸۶) را توسعه دادند. آن‌ها مشاهده کردند شرکت‌هایی که در مرحله بلوغ و تکامل خود قرار دارند چون فرصت‌های سرمایه‌گذاری کمتری دارند بنابراین احتمالاً سود بیشتری را به سهامداران پرداخت می‌کنند. و عکس این قضیه نیز صادق است؛ یعنی شرکت‌های جوان چون

^۱ Baker, H. and Haslem, J. (1974).

^۲ DeAngelo H, DeAngelo L and Stulz R (2006).

فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری در اختیار دارند احتمالاً سود کمتری به سهامداران پرداخت می‌کنند و سرمایه‌گذاری مجدد را ترجیح می‌دهند (دآنجلو استالز، ۲۰۰۶).

۲-۳-۵) تئوری آژانس

تئوری نمایندگی رابطه بین سهامداران و مدیران را توضیح می‌دهد. سهامداران مدیران را به عنوان نماینده خود مسئول در افزایش ثروت می‌دانند. مشکل اصلی که در بعد تئوری نمایندگی وجود دارد این است که نظارت دقیق بر کار مدیران هزینه بر است و همانطور که در بالا گفته شد مدیران اطلاعات دقیق‌تری در مورد وضعیت شرکت دارند. مشکل دیگری که در اینجا می‌توان به آن اشاره کرد تفاوت درجه ریسک‌پذیری بین مدیران و سهامداران شرکت است (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶).

پرداخت سود باعث اتحاد بین مدیران و سرمایه‌گذاران می‌شود. فرضیه جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) به عنوان معیار تئوری آژانس تلقی می‌شود. هنگامی که مدیران برای حداکثرسازی ثروت سهامداران تعیین می‌شوند، تعارض منافع میان مدیران اصلی (سهامداران) و نمایندگان (مدیریت) برجسته می‌شود. زمانی که مدیران به حداکثرسازی ثروت سهامداران می‌پردازند هزینه‌های آژانس افزایش می‌یابد. مدیر می‌تواند با نظارت و ایجاد مشوق‌های مناسب برای نماینده سهامداران مشکلات مربوط به نمایندگی را محدود کند. بعدها نظریه جریان نقد پول جنسن (۱۹۸۶) نشان داد که سود سهام می‌تواند به عنوان عاملی از نظارت کار کند زیرا باعث محدودیت منابع شرکت می‌شود و در نتیجه قدرت مدیر را محدود می‌کند. مدیران معمولاً می‌خواهند شرکت‌های خود را با سرمایه‌گذاری‌های بیش از حد رشد دهند. علاوه بر این جنسن استدلال کرد که شرکت‌های بالغ با موقعیت رشد کمتر و جریان نقد ماندگار، باید سود سهام را به عنوان یک دستگاه نظارت پرداخت کنند و در نتیجه هزینه نمایندگی را کاهش دهند. رزوف (۱۹۸۲) مدلی را برای پرداخت سود بهینه ارائه داد به این صورت که افزایش سود باعث کاهش هزینه نمایندگی می‌شود و بالتبع آن هزینه معامله تامین خارجی افزایش می‌یابد. ترکیب این دو هزینه سیاست بهینه سود سهام را تعیین می‌کند. رزوف نتیجه

گرفت شرکتهایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری در اختیار دارند سود سهام کمتری پرداخت می‌کنند. و این بدان معناست که سرمایه‌گذاری بر سیاست سود سهام تاثیر می‌گذارد (رزوف، ۱۹۸۲).

ایستبروک (۱۹۸۴) دریافت، سود سهام می‌تواند علاقه مدیران را با سرمایه‌گذاران هماهنگ کند که این امر باعث کاهش هزینه نمایندگی می‌شود. وی در توضیح برای مشکلات هزینه نمایندگی در شرکت این راه حل را ارائه داد. هزینه نظارت که مربوط به هزینه سهامداران برای نظارت بر مدیران و هم هزینه مدیران برای ریسک‌پذیری است. سهامداران از لحاظ پورتنوی مقدار انتخاب‌های بیشتری دارند و ثروت شخصی مدیران ممکن است با شرکت خاصی گره خورده باشد. اینها هزینه آژانس‌ها هستند که از طریق سیاست تقسیم سود حل می‌شود.

۲-۴) سازو کارهای عدم تقارن اطلاعاتی، سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت شرکت

اطلاعات زیادی درباره واکنش بازار نسبت به افزایش سود نقدی شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا وجود ندارد. شرکت‌هایی که ارزش بازار آن‌ها پایین‌تر از ارزش ذاتی است می‌کوشند تا از طریق افزایش سود پرداختی قیمت سهام را طی سالیان آینده افزایش دهند. پس رابطه نزدیکی بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود وجود دارد. شرکت‌هایی با تغییرات غیر سیستماتیک بالا، تمایلی به پرداخت سود ندارند (لی و ژائو، ۲۰۰۸). یک شرکت می‌تواند در یک پروژه سرمایه‌گذاری کند و درآمد عایدی از آن را صرف سود دهی به سهامداران کند که این باعث اقبال بیشتر سهامداران و افزایش قیمت سهام شرکت می‌شود. و یا ممکن است به ظاهر اقدام به پرداخت سود نقدی کند و سرمایه‌گذاران کم اطلاع این پرداخت را دال بر وضعیت خوب شرکت بگذارند. مدیران اخبار خوب را منتشر می‌کنند و از افشای اخبار بد می‌پرهیزند که این خود باعث افزایش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. مدیران فقط برای از بین بردن عدم تقارن اطلاعاتی خاص شرکت اقدام به علامت‌دهی از طریق پرداخت سود نقدی می‌کنند (لی و مائوک، ۲۰۱۶)^۱. بنابراین انتظار می‌رود افزایش سود نقدی به منزله‌ی کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بوده و واکنش بازار را در پی داشته باشد.

^۱ Lee, B.S., Mauck, N(2016).

مدیران تمایلی به افزایش (کاهش) سودهای تقسیمی ندارند مگر زمانی که افزایش (کاهش) سود مداوم و پایدار باشد. تغییرات سود تقسیمی باید ارتباط با سودآوری‌های گذشته شرکت داشته باشد. بنابراین مطابق با نظریه سودهای پیشین مدیران ممکن است سود تقسیمی را جهت حفظ وضعیت پایدار سودآوری شرکت نگه دارند (لین و چن، ۲۰۱۷). بروکمن و اولنو (۲۰۱۱)^۱ رابطه ای II شکل بین سیاست تقسیم سود و مقدار افشای اطلاعات یافتند. سیاست تقسیم سود نقش مهمی را در کاهش مشکلات بنگاه بازی می‌کند. با توجه به اینکه اکثر سهامداران خواهان دریافت سود نقدی هستند. اما مدیران ترجیح می‌دهند سود شرکت را صرف سرمایه‌گذاری مجدد در پروژه‌های پربازده کنند.

چن و آل (۲۰۰۹)^۲ نشان دادند که بازده سود سهامداران کنترل کننده، در شرکت‌های ذکر شده در چین می‌تواند تا ۵۰٪ باشد. در حالیکه بازده سهام در اختیار سهامداران اقلیت کمتر از ۲٪ است. آن‌ها بیان کردند "که سود سهام کانالی برای سلب مالکیت از منافع خصوصی است. ساختار مالکیت عامل اصلی تعیین پرداخت سود است." منحصر به فرد بودن ساختار مالکیت در شرکت‌های بورس چین مانند ایران است. بزرگترین سهامدار کنترل کننده شرکت‌های مذکور معمولاً با دولت در ارتباط هستند. از آنجایی که شرکت‌های با ساختار متمرکز، کمتر اطلاعات را افشا می‌کنند به نظر این مساله باعث عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران خارجی می‌شود (آتیگ، ۲۰۰۶). علاوه بر این سهامدار عمده می‌تواند از طریق عدم تقارن اطلاعاتی بهره‌وری بیشتری نسبت به سهامداران اقلیت داشته باشد (بای ۲۰۰۲، چانگ و شین ۲۰۰۷). سهامدار کنترل کننده نه تنها می‌تواند براحتی اطلاعات کسب کند؛ بلکه می‌تواند تصمیم بگیرد که چه موقع و یا چگونه اطلاعات مربوطه را به بازارهای سرمایه معرفی کند. بنابراین در شرکت‌ها چگونگی تاثیر ساختار منحصر به فرد مالکیت بر ارتباطات اطلاعاتی و تاثیرگذاری بر سیاست سود از موضوعات مهم مدیریت است. تمرکز مالکیت بویژه در کشورهایی با مکانیسم حمایتی ضعیف از سهامداران، مشهود است. بی و بیک

¹ Brockman, p; unlu, E, (2011).

² Chen, D, Jian, M, Xu, M (2009)

(۲۰۰۶) نشان دادند که شرکت‌های کره‌ای گزینه‌های مطلوبی برای کنترل سهامداران در اختیار دارند یا قیمت‌های مطلوبی برای کنترل سهامداران با هزینه منافع خصوصی سهامداران اقلیت تعیین می‌کنند. مطالعات قبلی نیز نشان داده است که ساختار مالکیت ممکن است مدیران را به کارهای سود جویانه ترغیب کند.

مشکلات جدی نمایندگی بین دولت و سهامداران و مدیران کنترل‌کننده وجود دارد. در سیستم دولتی و بروکراسی شدید عدم تقارن اطلاعاتی یک مشکل جدی است و اطلاعات می‌تواند در روند ارتباطات تحریف شود. نظارت بر شرکت‌های بورسی آسان نیست. وقتی مالکیت دولت زیاد است؛ مدیران ممکن است در عملکرد شرکت اغراق کنند و فقط اطلاعات مطلوب را برای سهامداران کنترل‌کننده افشا کنند (لئوز، ۲۰۰۳). چن آل (۲۰۰۹) بیان کرد "سهامداران کنترل‌کننده در شرکت‌ها دارای انگیزه و توانایی کنترل منابع و جریان وجوه نقدی از شرکت‌ها می‌باشند؛ که منجر به مشکلات جدی نمایندگی می‌شود. به ویژه هنگامی که سهامدار نهایی دولت باشد. شرکت‌ها تمایل دارند سود بیشتری بپردازند." در چین به دلیل ضعف سیستم حقوقی و فضای نهادی؛ شرکت‌های چینی می‌توانند از طریق سود، مزایای حاصل از عرضه اولیه و سهام فصلی را به جیب سهامداران کنترل‌کننده منتقل کنند. اطلاعاتی از شرکت‌هایی که دارای ساختار مالکیت متمرکز هستند نشان می‌دهد که دولت عوامل اجرایی را به بزرگ‌نمایی در مدیریت سود تشویق می‌کند. (فومنی، ۲۰۱۷).

رابطه‌ای بین ساختار مالکیت شرکت و سیاست تقسیم سود و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌هایی وجود دارند که تفکیکی بین حقوق مالکیت و مدیریت دارند. جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) چنین توضیح می‌دهند "هزینه‌های نمایندگی می‌تواند از طریق پرداخت سود به سهامداران کاهش یابد زیرا جریان‌های نقدی آزاد در اختیار مدیران کم می‌شود." از سوی دیگر پرداخت سود گاهی باعث اجبار مدیران به استفاده از منابع خارجی مالی برای تامین سود شرکت‌ها می‌گردد و در نتیجه مقدار جریان نقد آزاد در اختیار مدیران کم می‌شود.

شود و مدیران نمی‌توانند از عدم تقارن اطلاعاتی سو استفاده کنند (عبدالله، احمد و رزلند، ۲۰۱۲). ایستر بروک (۱۹۸۴) و رزوف (۱۹۸۲) ترکیب ساختار مالکیت اینطور نیست که بصورت یکنواخت تقسیم سود را تحت تاثیر قرار دهد؛ از این رو رابطه بین سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت شرکت از بحث های جذاب می‌باشد. چون بنا به تحقیق لاپورتا (۱۹۹۹) تقسیم سود از ارزشمندترین مسائل در کشورهایی است که محیط خرید سرمایه‌گذاران ضعیف است. تمایل به بازدهی کم در کشورهایی که دارای بازار نوظهور هستند زیاد است که یکی از دلایل آن می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی بالا در آن کشورها باشد.

در ایالات متحده، انگلستان، کانادا و استرالیا که مالکیت پراکنده است؛ مشکل اصلی عدم انطباق سهامداران و منافع مدیران است. اما در کشورهای آسیایی که تمرکز مالکیت بالاست، مشکل اصلی منافع سهامداران عمده از طریق هزینه بیشتر سهامداران خرد است (شلیفر و ویشنی).

در کشور ایران اقتصاد دولتی و دستوری تاثیر خود را بر بورس سهام گذاشته است و اکثر شرکت‌های حاضر در بورس تهران دارای ساختار مالکیت دولتی هستند. بنابراین امکان دارد حقوقی‌ها و سهامداران عمده منافع بیشتری را از طریق هزینه‌هایی که سهامداران خرد می‌دهند بدست آورند. و با توجه به اینکه شرکت‌هایی که ساختار مالکیت متمرکز دارند معمولاً عدم تقارن اطلاعاتی نیز در آن‌ها بیشتر است بنابراین بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار مالکیت شرکت لازم است.

۲-۵) سابقه پژوهش

۲-۵-۱) پیشینه تحقیقات خارجی

دانگان چن و همکاران (۲۰۰۹) به بررسی شرکت‌های فعال در بورس چین پرداختند. آن‌ها متوجه شدند با وجود سیستم قانونی ضعیف و فشار حاکمیتی که در چین وجود دارد؛ شرکت‌هایی که سود بیشتری پرداخت می‌کنند با مشکل کمتری از لحاظ تئوری آژانس مواجه می‌شوند. آن‌ها همچنین متوجه شدند شرکت‌های دولتی سود بیشتری را به سهامداران پرداخت می‌کنند.

گونزالس و همکاران (۲۰۱۰) ارتباط بین پرداخت سود سهام و ساختار مالکیت شرکت را برای ۵ کشور آمریکای لاتین مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد تمرکز مالکیت پایین تاثیر منفی بر سود پرداختی دارد و تمرکز مالکیت بالا باعث افزایش سود پرداختی می‌شود.

اکپارا (۲۰۱۰) به بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های نیجریه‌ای پرداخت. وی با استفاده از آزمون ریشه واحد متوجه شد؛ مطابق با نظریه علامت دهی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود مثبت است. سیاست تقسیم سود بدون دلیل خاصی بر عدم تقارن اطلاعاتی اثر می‌گذارد.

های یونگ و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت شرکت، عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران آگاه و ناآگاه در شرکت‌های کره‌ای پرداختند و راه‌هایی را برای کاهش مشکلات بنگاه بررسی کردند. در شرکت‌های کره‌ای هرچه ساختار شرکت متمرکزتر باشد عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می‌یابد. و هرچه تعداد سهامداران ناآگاه بیشتر باشد همبستگی مثبت بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود افزایش می‌یابد. آن‌ها همچنین متوجه شدند تنها راه برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی تغییر سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت می‌باشد.

نور محمد (۲۰۱۱) به بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود بین سهامداران و مدیران پرداخت. وی ۱۰۷ شرکت عمانی را بین سال‌های ۲۰۰۶ تا ۲۰۰۸ با استفاده از رگرسیون چندگانه مورد بررسی قرار داد. متغیرهای کنترلی این تحقیق عبارتند از: سایز شرکت، ارزش بازار به ارزش دفتری و بازدهی سهام. رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود مثبت اعلام شد.

ژوان هانگ و همکاران (۲۰۱۱) بیان کردند که "شرکت‌های چینی دارای ویژگی‌های منحصر به فردی هستند." آن‌ها شرکت‌های حاضر در بورس چین را بین سال‌های ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۶ بررسی کردند و متوجه شدند سیاست تقسیم سود در شرکت‌های چین از انعطاف پذیری کمی برخوردار است. و سهامداران

خرد و نهادهی نمی‌توانند شرکت‌های چینی را وادار به پرداخت سود بیشتر کنند. چه در حالتی که آن شرکت سود سالانه زیاد داشته باشد و چه در حالتی که شرکت زیان ده باشد. به همین دلیل بازار چین سازگاری کمتری با سایر کشورهای جهان دارد.

حمید یولا (۲۰۱۲) ۷۰ شرکت از بورس کراچی را به مدت ۸ سال بین سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۰ مورد بررسی قرار داد. با استفاده از روش رگرسیون چندگانه مشخص شد رابطه‌ای منفی بین ساختار مالکیت شرکت و سیاست تقسیم سود وجود دارد. وی هم مانند دانگان چن (۲۰۰۹) متوجه شد که سیاست تقسیم سود نقش زیادی را در کاهش مشکلات بنگاه بازی می‌کند؛ و هرچه سود تقسیمی بیشتر باشد چون جریان نقد آزاد در شرکت کمتر می‌شود بنابراین قدرت مدیران در استفاده از منابع به نفع خود کاهش می‌یابد.

محمد آل غریبه و همکاران (۲۰۱۳) ۳۵ شرکت اردنی را بین سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۰ مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها متوجه شدند رابطه بین ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود منفی است.

جوآن مانویی سان و همکاران (۲۰۱۵) با بیان اینکه سیاست تقسیم سود در بورس مکزیک یکی از مهمترین تصمیمات مربوط به هر شرکتی است؛ بیان کردند که سیاست تقسیم سود باعث افزایش ارزش سهام شرکت می‌شود. ولی اینکه شرکت سود سالانه بیشتری را بین سهامداران توزیع کند و یا آن را برای سال آینده سرمایه گذاری کند، بستگی به ساختار مالکیت شرکت دارد. حضور سهامداران نهادهی رابطه معکوس با سیاست پرداخت سود دارد.

کریستوفر اریکسون (۲۰۱۶) تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر سیاست تقسیم سود را در مورد ۲۸۴ شرکت سوئدی مورد بررسی قرار داد. وی رابطه ای مثبت را بین عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود کشف کرد.

لین و همکاران (۲۰۱۶) در مقاله خود با عنوان ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی، سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت شرکت ارتباط بین این سه متغیر را در بورس اوراق بهادار چین در بازه سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۲ مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها متوجه شدند شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر تمایل کمتری به پرداخت سود نقدی دارند. همچنین نتایج تحقیق نشان می‌دهد که در بخش دولتی شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر سود سهام بیشتری را نسبت به بخش غیر دولتی پرداخت می‌کنند.

تران تی (۲۰۱۹) تعداد ۶۴۲ شرکت را در بازه سال‌های ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۵ را در بورس ویتنام مورد بررسی قرار داد. وی متوجه شد رابطه معناداری بین ساختار مالکیت شرکت و سیاست تقسیم سود وجود ندارد.

حراکه و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های آمریکایی و انگلیسی پرداختند (با توجه یکسان بودن قوانین در آمریکا و انگلیس). آن‌ها متوجه شدند شرکت‌هایی که سود بیشتری تقسیم می‌کنند عدم تقارن اطلاعاتی در آن‌ها کمتر است.

ایرنشتین (۲۰۲۰) شرکت‌های اندونزیایی را مورد بررسی قرار داد و متوجه شد رابطه‌ای بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود در بورس اندونزی وجود ندارد.

در پیشینه تحقیقات خارجی سعی شد کشورهای مورد بررسی قرار گیرد که سیستم قانونی و بازاری مشابه ایران دارند.

۲-۵-۲) پیشینه تحقیقات داخلی

نظری و همکاران (۱۳۹۱) تعداد ۹۷ شرکت بورسی را بین سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار دادند. برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی از قیمت پیشنهادی بین خریدار و فروشنده استفاده کردند و متوجه شدند مطابق با نظریه سیگنالینگ هرچه عدم تقارن اطلاعاتی افزایش یابد میزان سود تقسیمی نیز افزایش می‌یابد.

رضا زارع و همکاران (۱۳۹۲) تعداد ۸۸ شرکت فعال در بورس تهران را در بین سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار دادند. یافته‌ها نشان داد سهامداران به EPS شرکت بسیار حساس هستند و رابطه‌ای مثبت بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود وجود دارد.

دموری و فیروزآبادی (۱۳۹۳) تعداد ۱۴۷ شرکت پذیرفته شده در بورس تهران را در بازه سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار دادند. با استفاده از روش رگرسیون لاجیت متوجه شدند هرچقدر عدم تقارن اطلاعاتی افزایش یابد سود تقسیمی کاهش می‌یابد. متغیرهای کنترل کننده آن‌ها سودآوری، اندازه و ریسک شرکت بود که همه این‌ها بر سیاست تقسیم سود اثرگذار هستند.

اعتمادی و احمدیان (۱۳۹۳) تعداد ۸۹ شرکت پذیرفته شده در بورس تهران را بین سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۱ مورد بررسی قرار دادند. با استفاده از آزمون رگرسیون لاجیت متوجه شدند هرچه سهامداران نهادی در یک شرکت بیشتر باشد ارتباط عدم تقارن اطلاعاتی با سود تقسیمی کمتر است.

قالیباف اصل و ولی زاده (۱۳۹۵) تعداد ۴۵ شرکت را از بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار دادند. با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره متوجه شدند رابطه‌ی بین عدم تقارن اطلاعاتی، سیاست تقسیم سود و نقدشوندگی سهام مثبت و رابطه معکوس بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود وجود دارد.

حبیبی و همکاران (۱۳۹۶) رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی، سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت شرکت را بین ۱۴۵ شرکت پذیرفته شده در بورس تهران مورد بررسی قرار دادند. با استفاده از روش رگرسیون خطی چند متغیره متوجه شدند مانند تحقیق قبل رابطه‌ای منفی بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود وجود دارد.

خادمی (۱۳۹۶) به بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت شرکت در بازه سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ پرداخت و دقیقاً مطابق با مقاله بیس تحقیق حاضر متوجه شد هرچه عدم تقارن اطلاعاتی افزایش یابد سود تقسیمی بیشتر خواهد شد. اگر شرکت دارای مالکیت نهادی باشد سود بیشتری پرداخت می‌کند.

طالب‌نیا (۱۳۹۷) رابطه بین سیاست تقسیم سود و ریسک سقوط آتی سهام را با تعدیل‌کنندگی متغیر عدم تقارن اطلاعاتی مورد بررسی قرار داد. وی ۱۵۵ شرکت را بین سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ با استفاده از روش رگرسیون خطی چند متغیره مورد بررسی قرار داد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد عدم تقارن اطلاعاتی نمی‌تواند تاثیری بر رابطه بین سیاست تقسیم سود و ریسک سقوط آتی سهام داشته باشد.

حاجی و شریفی (۱۳۹۹) رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود را در ۱۳۲ شرکت بازه سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها متوجه شدند رابطه‌ای مثبت بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود وجود دارد.

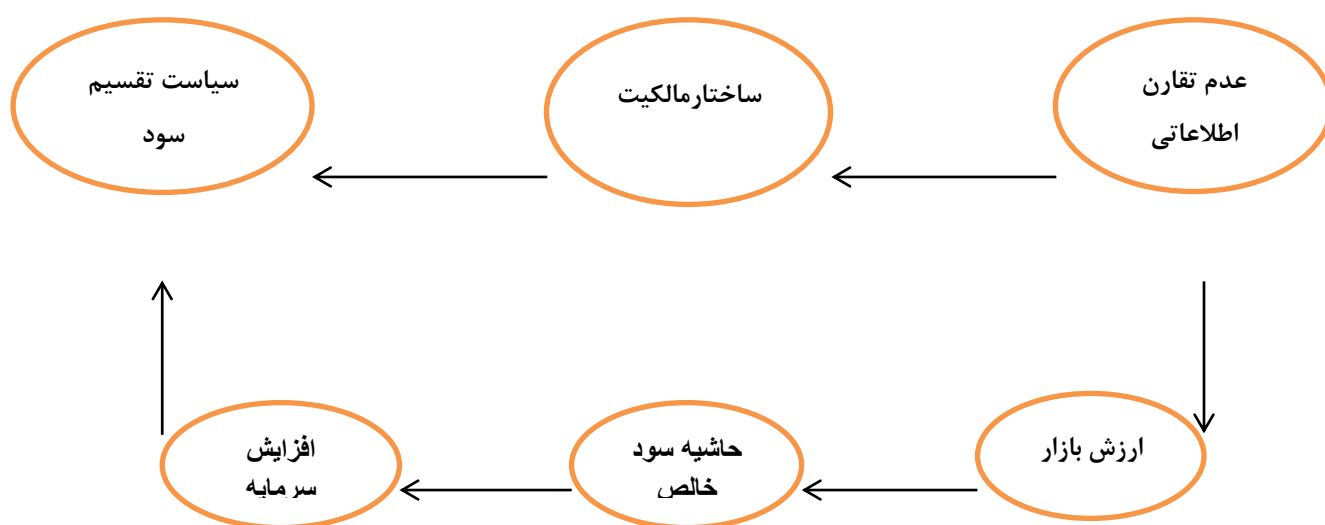
فصل سوم

مراحل انجام پژوهش

۳-۱) مقدمه

عنوان پایان نامه رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت شرکت می- باشد. در واقع هدف تحقیق، سنجش تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی با تعدیل کنندگی ساختار مالکیت شرکت بر سیاست تقسیم سود شرکت می باشد. برای اندازه گیری عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران از ۷ مدل مختلف استفاده شده است؛ و رابطه هر کدام از این مدل ها با سیاست تقسیم سود سنجیده شده است.

۳-۲) مدل مفهومی تحقیق



۳-۳) نوع پژوهش

در تحقیق حاضر سعی شده است مشخص شود که آیا مدیران از طریق سود پرداختنی مزیت اطلاعاتی خود را به سهامداران شرکت نشان می دهند یا خیر؟

متغیر وابسته تحقیق تقسیم سود تقسیمی سالانه شرکت ها می باشد. متغیرهای مستقل و کنترلی عبارتند از: عدم تقارن اطلاعاتی، ساختار مالکیت شرکت، ارزش بازار، حاشیه سود خالص و افزایش سرمایه.

تحقیق حاضر به بررسی رابطه بین چند متغیر می‌پردازد؛ بنابراین نوع پژوهش حاضر از لحاظ هدف تحقیق، بنیادی می‌باشد.

تحقیق از نظر نحوه استنباط در خصوص فرضیه‌ها از نوع علی می‌باشد.

با توجه به اینکه داده‌های مورد استفاده در تحقیق از نوع واقعی و تاریخی است. می‌توان آن را از نوع پس رویدادی طبقه بندی کرد.

۴-۳) جامعه و نمونه مورد مطالعه

انتخاب نمونه بصورت تصادفی ساده بوده است.

۸۰۶ شرکت پذیرفته شده در بورس و فرابورس تهران مابین سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۸ مورد بررسی قرار گرفته است. این شرکت‌ها از صنایع مختلف هستند. شرکت‌های سرمایه گذاری و هولدینگ نیز در نظر گرفته شده است. بنابراین تعداد کل شرکت‌های مورد بررسی که به نرم افزار وارد گردید ۸۸۶۶ مورد در طی ۱۱ سال است.

۵-۳) ابزار جمع آوری داده‌ها

قسمت اعظم داده‌های مورد استفاده از کتابخانه بورس و بقیه از نرم افزار ره آورد نوین ۳۶۵ جمع آوری شده است.

۶-۳) آزمون‌های مورد استفاده

برای سنجش رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت شرکت، چون چند سری از داده‌ها با زمان تغییر می‌کند (پانل دیتا)^۱ بنابراین رگرسیون داده‌های ترکیبی مناسب می‌باشد.

$$DIV = \beta_0 + \beta_1 ASY_{i,t} + \beta_2 own_{i,t} + \beta_3 ASY_{i,t} * own_{i,t} + control\ variables + e_{i,t}$$

¹ Panel data

DIV: بیانگر مقدار سودی است که مدیران سالانه بین سهامداران تقسیم می‌کنند. مقدار سود پرداختنی سالانه از اطلاعات ترازنامه‌ای ۳،۶،۹ ماهه شرکت‌ها بدست آمد.

OWN: بیانگر ساختار مالکیت شرکت است. طبق اطلاعاتی که از کتابخانه بورس گرفته شد اگر قسمت اعظم سهام شرکت در اختیار دولت باشد ساختار دولتی و در غیر این صورت ساختار خصوصی است.

برای پروکسی ساختار مالکیت شرکت از دو متغیر مجازی بصورت کیفی استفاده شده است. در حالت اول ساختار دولتی با نماد یک و ساختار خصوصی با نماد صفر نشان داده است (**OWN-G**). در حالت دوم ساختار خصوصی با نماد یک و ساختار دولتی با نماد صفر نشان داده شده است (**OWN-P**).

ASY: نماد عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران می‌باشد. برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی ۷ مدل مختلف در نظر گرفته شده است.

به تبعیت از چاکوما و همکاران (۲۰۲۰) و پاسدا و الوسن (۲۰۲۰)^۱ عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران با استفاده از:

دارایی نامشهود به کل دارایی (**IAT**)، بدهی به ارزش دفتری (**DBV**)، سود عملیاتی به سرمایه در گردش (**OPC**)، ارزش بازار به ارزش دفتری (**MVB**)، بدهی به ارزش بازار (**DV**) و ترکیبی از همه موارد قبل اندازه‌گیری شده است.

دارایی نامشهود به کل دارایی از اطلاعات ترازنامه‌ای ۳،۶،۹ ماهه شرکت‌ها بدست آمد.

بدهی به ارزش دفتری از اطلاعات ترازنامه ۳،۶،۹ ماهه شرکت‌ها بدست آمد.

سود عملیاتی از تفاضل درآمد و بهای تمام شده و هزینه اداری و سایر هزینه‌ها در صورت سود و زیان ۳،۶،۹ ماهه شرکت‌ها بدست آمد.

¹ PASEDA, Oluseun A.(2020).

سرمایه در گردش حاصل تفاضل دارایی جاری و بدهی جاری می‌باشد؛ که از اطلاعات ترازنامه ۳،۶،۹ ماهه شرکت‌ها بدست آمد.

ارزش بازار از ضرب تعداد سهام شرکت در قیمت؛ در تاریخ افشای اطلاعات و صورت‌های مالی بدست آمد. همچنین مدلی که بصورت مستقل از مدل‌های بالا برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی استفاده شده است، **overprice underprice** شدن قیمت سهام قبل و بعد مجمع، نسبت به ارزش زمانی قیمت سهام شرکت‌ها در تاریخ فروردین می‌باشد. شیوه محاسبه به این صورت بوده است که؛ قیمت اسفندماه در سال ورود شرکت‌ها به بورس به عنوان **P** در نظر گرفته شده است. قیمت اسفند سال ۹۸ به عنوان سال انتهایی مربوط به هر شرکت به عنوان **F** در نظر گرفته شده است. **n** بعنوان تعداد روزهای مابین سال ورود شرکت به بورس و سال ۹۸ در نظر گرفته شده است. مقادیر **P, F, n** با استفاده از کدی که بصورت زیر در پایتون نوشته شده، محاسبه شده است.

```
import pandas as pd
```

```
import numpy as np
```

```
import math
```

```
data = pd.read_csv('data.csv')
```

```
data_out = pd.DataFrame(columns=['start', 'end', 'days'])
```

```
end = 98
```

```
for row in data.values:
```

```
    for item in range(len(row):
```

```
        if(row[item] != 'None:')
```

```
data_out = data_out.append({'start': row[item], 'end': row[-1], 'days' : (end -
(item + 88) + 1) * 365}, ignore_index=True)
```

```
break
```

```
print(data_out)
```

```
data_out.to_csv('output1.csv', index=False
```

با استفاده از فرمول $(i = \sqrt[n]{\frac{F}{P}} - 1)$ مقدار نرخ تورم چند سال مربوط به قیمت سهام محاسبه گردید.

مقدار قیمت اسفند به عنوان F در حالت سالانه؛ n به عنوان تعداد روزهای مابین فروردین و اسفند در هر سال؛ و i هم که از رابطه بالا محاسبه شد. با استفاده از داده‌های بالا، ارزش زمانی قیمتی سهام در تاریخ فروردین محاسبه گردید.

قیمت فروردین سهام به عنوان مبنا در نظر گرفته شده است. تغییرات قیمت قبل و بعد مجمع سهام نسبت به ماه پایه محاسبه شده است. تاثیر این دو مقدار به عنوان سنجه‌های عدم تقارن اطلاعاتی بر سیاست تقسیم سود سنجیده می‌شود.

سایر متغیرهای کنترلی عبارتند از : ارزش بازار (MV)، حاشیه سود خالص (ETS) و مقدار افزایش سرمایه (CI).

مقدار حاشیه سود خالص از طریق تقسیم سود خالص بر درآمد عملیاتی در صورت سود و زیان ۳،۶،۹ ماهه شرکت‌ها بدست آمد.

تاثیر هر کدام از فرضیه‌های عدم تقارن اطلاعاتی که در فصل اول بیان شد با تعدیل کنندگی متغیرهای کنترلی بر سیاست تقسیم سود سنجیده شده است. به عبارتی :

تأثیر دارایی نامشهود به کل دارایی با تعدیل کنندگی ساختار مالکیت، ارزش بازار، نسبت سود به فروش و افزایش سرمایه بر سیاست تقسیم سود سنجیده شده است.

تأثیر بدهی به ارزش دفتری با تعدیل کنندگی ساختار مالکیت، ارزش بازار، نسبت سود به فروش و افزایش سرمایه بر سیاست تقسیم سود سنجیده شده است.

تأثیر سود عملیاتی به سرمایه در گردش با تعدیل کنندگی ساختار مالکیت، ارزش بازار، نسبت سود به فروش و افزایش سرمایه بر سیاست تقسیم سود سنجیده شده است.

تأثیر ارزش بازار به ارزش دفتری با تعدیل کنندگی ساختار مالکیت، ارزش بازار، نسبت سود به فروش و افزایش سرمایه بر سیاست تقسیم سود سنجیده شده است.

تأثیر بدهی به ارزش بازار با تعدیل کنندگی ساختار مالکیت، ارزش بازار، نسبت سود به فروش و افزایش سرمایه بر سیاست تقسیم سود سنجیده شده است.

تأثیر تغییرات قیمت سهام قبل و بعد مجمع نسبت به ارزش زمانی قیمت سهم در فروردین با تعدیل کنندگی ساختار مالکیت، ارزش بازار، نسبت سود به فروش و افزایش سرمایه بر سیاست تقسیم سود سنجیده شده است.

۷-۳) دلیل استفاده از ۷ مدل مطرح شده برای اندازه گیری عدم تقارن اطلاعاتی

بصورت خلاصه توضیحی که در مورد سنجش عدم تقارن اطلاعاتی با استفاده از ۷ مدل مطرح شده می توان داد این است که:

دارایی نامشهود در شرکت ها شامل مواردی مانند برند، حق ثبت اختراع، فناوری نوین و ... می باشد. مثلا اگر مدیر شرکتی دارویی، برنامه ای برای ساخت واکسن کرونا در شرکتش داشته باشد این مورد می تواند

تأثیری مثبت بر وضعیت شرکت بگذارد؛ ممکن است پروژه ساخت واکسن شکست بخورد و تأثیری منفی بر شرکت داشته باشد. به عبارتی کسر دارایی نامشهود به کل دارایی می‌تواند اطلاعاتی در مورد چشم انداز شرکت بدهد که سهامداران با تأخیر از آن با خبر می‌شوند.

صورت‌های مالی ۳،۶،۹ ماهه، یک ماه فرصت قرارگیری بر روی سایت کدال را دارند. صورت‌های مالی ۱۲ ماهه حسابرسی شده تا ۴ ماه بعد از اتمام دوره، فرصت قرارگیری بر روی سایت کدال را خواهند داشت. حتی اگر فرض بر این باشد که شرکت‌ها به موقع نسبت به افشای اطلاعات اقدام کنند؛ باز هم مدیران بازه زمانی (۴ ماه فرصت در صورت‌های مالی ۱۲ ماهه) در اختیار دارند برای دست زدن به اقداماتی که سهامداران از آن بی اطلاع هستند. یکی از این اقدامات، بدهی‌هایی است که مدیر به هر دلیلی در شرکت بوجود می‌آورد. مدیری که حساب‌های پرداختیش بیشتر می‌شود یا اقدام به استفاده از اهرم مالی کوتاه مدت یا بلند مدت طی این زمان می‌کند ریسک بیشتری را به شرکت تحمیل می‌کند. مثلاً اگر مدیر اقدام به اخذ وامی کرده باشد که باعث شود نسبت کسر بدهی به ارزش روز سهام شرکت و یا نسبت کسر بدهی به حقوق صاحبان سهام زیاد شود، و یا مقدار تفاضل دارایی جاری و بدهی جاری کم شود. چون تصمیم مدیر در مورد اخذ وام باعث تغییراتی در ترازنامه شرکت شده است احتمال وجود عدم تقارن اطلاعاتی هست.

قیمت روز شرکت‌ها ممکن است تحت تأثیر دو عامل رشد کند؛ رشد حقیقی و رشد اسمی. در وضعیت رشد حقیقی قیمت شرکت به دلیل سودآوری و پتانسیل‌های مثبتی که شرکت دارد اتفاق می‌افتد. در حالتی که رشد ارزش شرکت در اثر رشد اسمی (مثلاً تورم) باشد؛ فضایی کاذب و حبابی در مورد شرکت بوجود می‌آید و فرصت رخنه کردن عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت و خارج از شرکت ایجاد خواهد شد. یعنی مثلاً مدیر یا صف‌های خرید سهامداران عمده، می‌تواند قیمتی خلاف ارزش واقعی شرکت را در تابلو روزانه نشان دهد. بنابراین در حالت رشد اسمی، نسبت کسر ارزش بازار به ارزش حقوق صاحبان سهام در ترازنامه (اقل بهای تمام شده تاریخی) می‌تواند بیانگر عدم تقارن اطلاعاتی باشد.

بحث تغییرات قیمت قبل و بعد مجامع شرکت‌ها نسبت به ارزش زمانی قیمت سهام در فروردین به این دلیل مطرح شده است که رابطه معنادار یا بی معنی قیمت سهام قبل و بعد مجمع با سیاست تقسیم سود می‌تواند نشان دهنده عدم تقارن اطلاعاتی باشد.

۳-۸) مرحله ورود به نرم افزار

اطلاعات افزایش سرمایه شرکت‌ها بصورت فایل جداگانه از کتابخانه بورس گرفته شد.

متغیر وابسته تاخیری (DIVd) برای کلیه مدل‌ها در نظر گرفته شده است؛ چون تقسیم سود معمولاً با تاخیر اتفاق خواهد افتاد (فرصت ۸ ماهه شرکت).

داده‌ها به نرم افزار Eviews وارد گردید.

آزمون هاسمن و اثرات ثابت در مورد داده‌ها تست گردید. به دلیل وجود متغیرهای مجازی کیفی مناسب ترین نوع تحلیل رگرسیون، رگرسیون تجمیعی تشخیص داده شد (یعنی داده‌ها از نوع pool می باشد).

نتایج آزمون در فصل آتی نشان داده شده است.

فصل چهارم

روش‌های تحلیل داده

داده‌ها به نرم افزار **Eviews** وارد گردید و نتایج در قالب سه جدول بیان شده است. در ادامه به توضیح و تحلیل نتایج مربوطه پرداخته خواهد شد.

۴-۲) توضیحات مربوط به نرم افزار

داده‌های ذکر شده در فصل سوم به نرم افزار **Eviews** وارد گردید. چون داده همه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران در بازه سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۸ مورد بررسی قرار گرفته است؛ بنابراین سری داده‌های مقطعی و سری زمانی با هم ترکیب شده‌اند. برای اندازه‌گیری آن‌ها از رگرسیون ترکیبی استفاده شده است.

آزمون هاسمن و اثرات ثابت در مورد داده‌ها تست گردید و مناسب‌ترین نوع تحلیل رگرسیونی، مدل رگرسیون تجمیعی تشخیص داده شد.

سطح اطمینان در کلیه مدل‌ها ۰.۹ در نظر گرفته شده است. یعنی مواردی که **prob** زیر ۰.۱ شده است؛ فرضیه صفر رد و فرضیه یک پذیرفته شده است.

برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی از ۷ مدل مختلف استفاده شده است و تاثیر هرکدام از این مدل‌ها بر سیاست تقسیم سود مطابق با جداول زیر سنجیده شده است.

ساختار مالکیت شرکت، ارزش بازار، حاشیه سود خالص و افزایش سرمایه در همه مدل‌ها به عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شده است.

برای پروکسی ساختار مالکیت شرکت از دو متغیر مجازی بصورت کیفی استفاده شده است. در حالت اول ساختار دولتی با نماد یک و ساختار خصوصی با نماد صفر نشان داده است (**OWN-G**). در حالت دوم ساختار خصوصی با نماد یک و ساختار دولتی با نماد صفر نشان داده شده است (**OWN-P**).

متغیر وابسته تاخیری در کلیه مدل‌ها لحاظ شده است زیرا سود پرداختنی امسال ممکن است جز مطالبات سهامداران در سال آینده باشد.

جدول ۴-۱) نتایج اطلاعات ۱۲ ماهه

model6		model5		model4		model3		model2		model1		proxy
												DIV
-0.051255	0.0555									-0.055962	0.0361	IAT
-1.60E-05	0.5968							-2.00E-05	0.4607			DBV
-5.40E-05	0.091					-6.35E-05	0.066					OPC
-7.63E-05	0.0057			-8.10E-05	0.0024							MVB
0.000208	0.2373	0.000201	0.2147									DV
-0.472072	0.2297	-0.55179	0.1606	-0.621906	0.1109	-0.55952	0.1532	-0.609037	0.1205	-0.508971	0.1955	OWN(G)
-0.672459	0.0804	-0.74073	0.055	-0.777821	0.0425	-0.75036	0.0512	-0.790822	0.0403	-0.715669	0.0634	OWN(P)
0.300044	0	0.280841	0	0.297808	0	0.272442	0	0.272176	0	0.268609	0	LOG MV
2.22E-08	0.5101	2.00E-08	0.5559	2.24E-08	0.5079	2.16E-08	0.5235	2.24E-08	0.5096	2.32E-08	0.4925	ETS
-0.036486	0.424	-0.02452	0.59	-0.02528	0.5617	-0.00986	0.82	-0.004061	0.9258	-0.001775	0.9673	LOG CI
0.69854	0	0.711217	0	0.700499	0	0.708886	0	0.7071	0	0.703162	0	DIV(d)
3.428633		3.438058		3.429281		3.435961		3.439192		3.434809		Akaike
2.703693		2.746195		2.710509		2.715063		2.725384		2.721391		Durbin
0.71268		0.708658		0.711204		0.709269		0.708328		0.709603		R ²

در جدول فوق نتایج آزمون اطلاعات ۱۲ ماهه از صورت سود و زیان و ترازنامه شرکت‌ها، در بازه سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۸ نشان داده شده است.

۴-۳-۱) مدل اول

در مدل اول نماینده عدم تقارن اطلاعاتی دارایی نامشهود به کل دارایی (IAT) در نظر گرفته شده است.

طبق مدل یک عدم تقارن اطلاعاتی با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه عکس دارد. یعنی هر قدر مدیران اطلاعات دقیق تری در مورد آینده شرکت داشته باشند سود کمتری را بین سهامداران تقسیم می‌کنند...

ساختار مالکیت خصوصی (OWN) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه عکس دارد.

ارزش بازار (MV) شرکت‌ها با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه مستقیم دارد. به عبارت دیگر هر میزان شرکت، ارزش روز بیشتری داشته باشد سود بیشتری بین سهامداران تقسیم می‌کند.

حاشیه سود خالص (ETS) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه معناداری ندارد.

مقدار افزایش سرمایه (CI) با سود تقسیمی (DIV) رابطه معناداری ندارد.

بنابراین طبق این مدل فرضیه یک معنادار است.

مقدار DW نشان دهنده این نکته است که خودهمبستگی بین داده‌ها وجود ندارد.

۷۱٪ از تغییرات سود تقسیمی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده شده است.

۴-۳-۲) مدل دوم

در مدل دوم نماینده عدم تقارن اطلاعاتی بدهی به ارزش دفتری (DBV) در نظر گرفته شده است.

طبق مدل دوم عدم تقارن اطلاعاتی با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه معناداری ندارد. بنابراین

فرضیه صفر پذیرفته می‌شود.

ساختار مالکیت خصوصی (OWN) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه عکس دارد. بنابراین فرضیه

یک پذیرفته می‌شود.

ارزش بازار (MV) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه مستقیم دارد.

حاشیه سود خالص (ETS) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه معناداری ندارد.

مقدار افزایش سرمایه (CI) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه معناداری ندارد.

طبق این مدل فرضیه دوم بی معنی است.

مقدار **DW** نشان دهنده این است که خود همبستگی بین داده‌ها وجود ندارد.

۷۱٪ از تغییرات سود تقسیمی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده شده است.

۳-۳-۴) مدل سوم

در مدل سوم نماینده عدم تقارن اطلاعاتی سود عملیاتی به سرمایه در گردش (**OPC**) است.

طبق مدل سوم عدم تقارن اطلاعاتی با سیاست تقسیم سود (**DIV**) رابطه عکس دارد.

ساختار مالکیت خصوصی (**OWN**) با سیاست تقسیم سود (**DIV**) رابطه عکس دارد.

ارزش بازار (**MV**) با سیاست تقسیم سود (**DIV**) رابطه مستقیم دارد.

حاشیه سود خالص (**ETS**) با سیاست تقسیم سود (**DIV**) رابطه معناداری ندارد.

مقدار افزایش سرمایه (**CI**) با سیاست تقسیم سود (**DIV**) رابطه معناداری ندارد.

بنابراین طبق این مدل فرضیه سوم معنادار است.

مقدار **DW** نشان دهنده این است که خود همبستگی بین داده‌ها وجود ندارد.

۷۱٪ از تغییرات سود تقسیمی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده شده است.

۴-۳-۴) مدل چهارم

در مدل چهارم نماینده عدم تقارن اطلاعاتی ارزش بازار به ارزش دفتری (**MVB**) است.

طبق مدل چهارم عدم تقارن اطلاعاتی با سیاست تقسیم سود (**DIV**) رابطه عکس دارد.

ساختار مالکیت خصوصی (**OWN**) با سیاست تقسیم سود (**DIV**) رابطه عکس دارد.

ارزش بازار (MV) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه مستقیم دارد.

حاشیه سود خالص (ETS) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه معناداری ندارد.

مقدار افزایش سرمایه (CI) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه معناداری ندارد.

بنابراین طبق این مدل فرضیه چهارم معنادار است.

مقدار DW نشان دهنده این است که خودهمبستگی بین داده‌ها وجود ندارد.

۷۱٪ از تغییرات سود تقسیمی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده شده است.

۴-۳-۵) مدل پنجم

در مدل پنجم نماینده عدم تقارن اطلاعاتی بدهی به ارزش بازار (DV) است.

طبق مدل پنجم عدم تقارن اطلاعاتی با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه معناداری ندارد.

ساختار مالکیت خصوصی (OWN) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه عکس دارد.

ارزش بازار (MV) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه مستقیم دارد.

حاشیه سود خالص (ETS) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه معناداری ندارد.

مقدار افزایش سرمایه (CI) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه معناداری ندارد.

بنابراین طبق این مدل فرضیه پنجم بی معنی است.

مقدار DW نشان دهنده این است که خودهمبستگی بین داده‌ها وجود ندارد.

۷۱٪ از تغییرات سود تقسیمی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده شده است.

در مدل ششم نماینده عدم تقارن اطلاعاتی، ترکیب پنج مدل فوق است.

طبق مدل ششم دارایی نامشهود به کل دارایی (IAT)، سود عملیاتی به سرمایه در گردش (OPC)، ارزش بازار به ارزش دفتری (MVB) رابطه معناداری با سیاست تقسیم سود در شرکت دارند. دارایی نامشهود به کل دارایی با سیاست تقسیم سود رابطه عکس دارد. سود عملیاتی به سرمایه در گردش با سیاست تقسیم سود رابطه عکس دارد. ارزش بازار به ارزش دفتری با سیاست تقسیم سود رابطه عکس دارد. بقیه پروکسی-های عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معناداری با سیاست تقسیم سود ندارند.

ساختار مالکیت خصوصی (OWN) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه عکس دارد.

ارزش بازار (MV) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه مستقیم دارد.

حاشیه سود خالص (ETS) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه معناداری ندارد.

مقدار افزایش سرمایه (CI) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه معناداری ندارد.

چون سه مدل از پنج مدل فوق با سیاست تقسیم سود رابطه عکس دارند. بنابراین فرضیه ششم معنادار می شود.

مقدار DW نشان دهنده این است که خودهمبستگی بین داده ها وجود ندارد.

۷۱٪ از تغییرات سود تقسیمی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده شده است.

۴-۴) آمار توصیفی جدول ۱۲ ماهه

skewness	std.dev	Minimum	Maximum	Median	Mean	proxy
-0.22248	2.728346	0.693147	17.65648	10.30992	10.18224	DIV
11.11708	1.957761	0	41.40295	0.011912	0.481265	IAT
-60.7445	16594.2	-1186737	53963.82	77.29355	-96.0937	DBV
47.57101	4401.689	-67306.28	339871.4	0.928686	-26.6374	OPC
-71.3444	5384.606	-452000	50955.89	103.9966	129.1172	MVB
23.6628	68752.34	0	1793557	35.5996	3406.916	DV
-1.39594	0.410054	0	1	1	0.786172	OWN(G)
0.268301	0.495602	0	1	0	0.43352	OWN(P)
-0.34566	2.456728	1.280934	20.89327	13.73521	13.62	LOG MV
-89.962	430109.2	-39929100	5781700	3.224111	-4629.46	ETS
0.348529	1.764732	6.43294	19.47275	12.61154	12.76813	LOG CI

۴-۵) مانایی و ریشه واحد در نتایج ۱۲ ماهه

PP - Fisher Chi-square		ADF - Fisher Chi-square		Im, Pesaran and Shin W-stat		Levin, Lin & Chu t*		proxy
2379.24	0	1983.38	0	-475.858	0	-1043.88	0	DIV
2114.01	0	1931.83	0	-390.104	0	-6048.65	0	IAT
2425.28	0	2170.6	0	-703.827	0	-14924.5	0	DBV
3529.09	0	3108.94	0	-37.464	0	-121.325	0	OPC
1067.62	0	1041.41	0	-44.9115	0	-768.955	0	MVB
1795.39	0	1650.71	0	-10.8033	0	-32.754	0	DV
56.4439	0	48.911	0	0.4708	0	-3.29422	0	OWN(G)
90.4769	0	78.2366	0	2.40669	0	-0.3263	0	OWN(P)
290.36	0	324.179	0	29.4759	0	26.5407	0	LOG MV
2545.3	0	2264.99	0	-19.2046	0	-84.9986	0	ETS
69.2872	0	57.4632	0	-3.92166	0	-7.48512	0	LOG CI

نتایج فوق نشان می دهد بر اساس LLC ریشه واحد مشترک وجود ندارد.

همچنین آزمون های IPS, ADF-Fisher, PP-Fisher نشان می که ریشه واحد مقطعی وجود ندارد.

جدول ۴-۶) نتایج اطلاعات ۳، ۶، ۹ ماهه

model3		model2		model1		proxy
						DIV
-0.04065	0.079	-0.090084	0.0052	-0.07011	0.0408	IAT
1.71E-05	0.5542	1.09E-05	0.6444	1.10E-05	0.6441	DBV
-2.40E-07	0.0412	-2.23E-05	0.876	5.23E-06	0.7779	OPC
-1.09E-06	0.8286	-2.23E-05	0.5614	-2.78E-05	0.0683	MVB
-0.00019	0.2386	-0.000404	0.0332	8.26E-07	0.0128	DV
-0.5497	0.1494	0.741661	0.0888	0.57339	0.1992	OWN(G)
-0.88517	0.0179	0.179363	0.6726	0.330372	0.4467	OWN(P)
0.333603	0	0.177374	0.0005	0.209104	0.0001	LOG MV
7.59E-08	0.4576	4.05E-06	0.4155	1.80E-05	0.4456	ETS
-0.0697	0.1008	-0.006471	0.8951	-0.020398	0.6728	LOG CI
0.711078	0	0.738488	0	0.705243	0	DIV(d)
3.362475		3.576583		3.627515		Akaike
3.352908		2.571883		3.16395		Durbin
0.738435		0.703608		0.663227		R ²

در جدول فوق نتایج داده‌های ۳ ماهه، ۶ ماهه و ۹ ماهه ترازنامه‌ای و سود و زیان شرکت‌ها در نظر گرفته شده است. همچنین در جدول ۲ پروکسی‌های عدم تقارن اطلاعاتی بصورت ترکیبی لحاظ شده است.

۴-۶-۱) مدل اول

در مدل یک نتیجه اطلاعات سه ماهه شرکت‌ها در نظر گرفته شده است. در بین نماینده‌های عدم تقارن اطلاعاتی دارایی نا مشهود به کل دارایی (IAT) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه عکس دارد.

بدهی به ارزش دفتری (DBV) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه معناداری ندارد.

سود عملیاتی به سرمایه در گردش (OPC) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه معناداری ندارد.

ارزش بازار به ارزش دفتری (MVB) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه عکس دارد.

بدهی به ارزش بازار (DV) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه مستقیم دارد.

ساختار مالکیت (OWN) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه معناداری ندارد.

ارزش بازار (MV) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه مستقیم دارد.

حاشیه سود خالص (ETS) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه معناداری ندارد.

افزایش سرمایه (CI) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه معناداری ندارد.

مقدار DW نشان دهنده این است که خودهمبستگی بین داده‌ها وجود ندارد. هرچند مقدار آن بیشتر

از سه است.

۶۶٪ از تغییرات سود تقسیمی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده شده است.

۴-۶-۲) مدل دوم

در مدل دوم نتیجه اطلاعات شش ماهه شرکت‌ها در نظر گرفته شده است. در بین نماینده‌های عدم

تقارن اطلاعاتی دارایی نامشهود به کل دارایی (IAT) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه عکس دارد.

بدهی به ارزش دفتری (DBV) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه معناداری ندارد.

سود عملیاتی به سرمایه در گردش (OPC) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه معناداری ندارد.

ارزش بازار به ارزش دفتری (MVB) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه معناداری ندارد.

بدهی به ارزش بازار (DV) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه عکس دارد.

ساختار مالکیت دولتی (OWN) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه مستقیم دارد.

ارزش بازار (MV) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه مستقیم دارد.

حاشیه سود خالص (ETS) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه معناداری ندارد.

افزایش سرمایه (CI) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه معناداری ندارد.

مقدار **DW** نشان دهنده این است که خودهمبستگی بین داده‌ها وجود ندارد.

۷۰٪ از تغییرات سود تقسیمی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده شده است.

۴-۶-۳) مدل سوم

در مدل سوم نتیجه اطلاعات نه ماهه شرکت‌ها در نظر گرفته شده است. در بین نماینده‌های عدم

تقارن اطلاعاتی دارایی نامشهود به کل دارایی (**IAT**) با سیاست تقسیم سود رابطه عکس دارد.

بدهی به ارزش دفتری (**DBV**) با سیاست تقسیم سود (**DIV**) رابطه معناداری ندارد.

سود عملیاتی به سرمایه در گردش (**OPC**) با سیاست تقسیم سود (**DIV**) رابطه عکس دارد.

ارزش بازار به ارزش دفتری (**MVB**) با سیاست تقسیم سود (**DIV**) رابطه معناداری ندارد.

بدهی به ارزش بازار (**DV**) با سیاست تقسیم سود (**DIV**) رابطه معناداری ندارد.

ساختار مالکیت خصوصی (**OWN**) با سیاست تقسیم سود (**DIV**) رابطه عکس دارد.

ارزش بازار (**MV**) با سیاست تقسیم سود (**DIV**) رابطه مستقیم دارد.

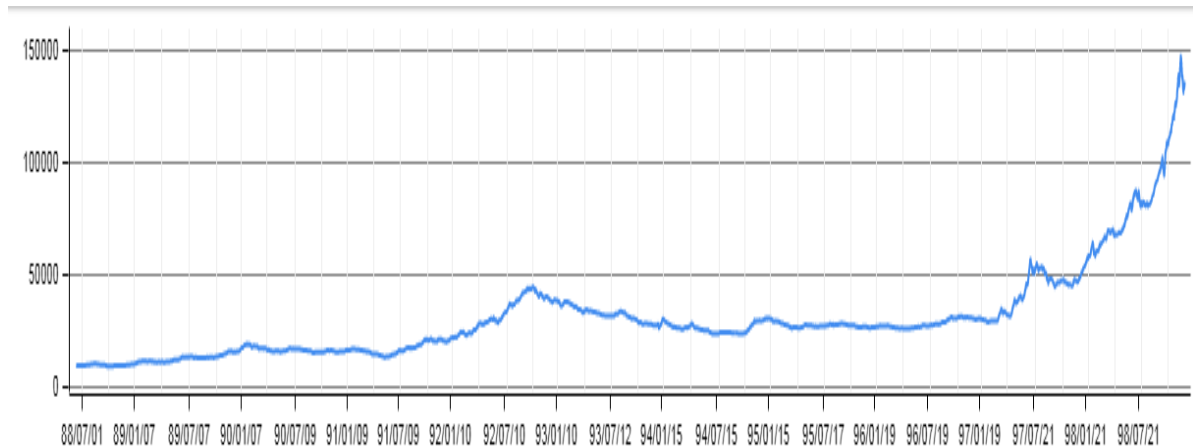
حاشیه سود خالص (**ETS**) با سیاست تقسیم سود (**DIV**) رابطه معناداری ندارد.

افزایش سرمایه (**CI**) با سیاست تقسیم سود (**DIV**) رابطه معناداری ندارد.

مقدار **DW** نشان دهنده این است که خود همبستگی بین داده‌ها وجود ندارد.

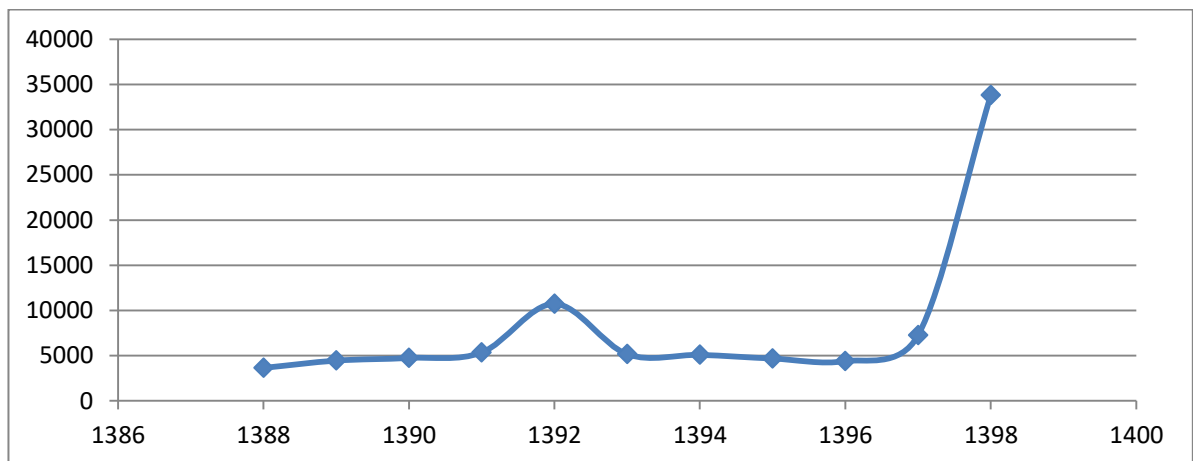
۷۴٪ از تغییرات سود تقسیمی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده شده است.

نمودار ۴-۷) شاخص قیمت



در شکل ۱ نمودار شاخص قیمت (وزنی- ارزشی) مابین سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۸ ترسیم شده است.

نمودار ۴-۸) میانگین قیمتی



در شکل ۲ میانگین قیمتی کلیه شرکت‌های بورسی مابین سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۸ ترسیم شده است. فرض براین است که ارزش بازار کلیه شرکت‌ها با یکدیگر برابر است. رشد شارپی قیمت‌ها در سال ۱۳۹۸ نکته قابل توجه این نمودار است. یکی از دلایل رشد شارپی قیمت سهام در سال ۱۳۹۸ می‌تواند تورم افسارگسیخته مربوط به این سال باشد. طبق گزارش مرکز آمار ایران تورم سال ۱۳۹۸ ۵۱.۴٪ بوده است و همین قضیه می‌تواند یکی از دلایل رشد اسمی ارزش شرکت‌های بورس شده باشد. به نظر در چنین فضایی متورم قیمت گذاری‌های دور از واقعیت بعضاً توسط مدیران و عرضه و تقاضا می‌تواند تا حدودی اتفاق افتاده باشد.

در مدل آخر نرخ تغییرات قیمت سهام قبل و بعد مجمع نسبت به فروردین به عنوان پروکسی عدم تقارن اطلاعاتی در نظر گرفته شده است.

جدول ۴-۹) overprice&underprice

Coefficient	Prob.	Proxy
		DIV
0.019766	0.0573	BA
-0.042123	0.196	AA
-0.364594	0.4472	OWN(G)
-0.629859	0.1925	OWN(P)
0.267483	0	LOG MV
-3.83E-07	0.6969	ETS
-0.002445	0.965	LOG CI
0.691908	0	DIV(d)
3.508907		Akaike
2.646902		Durbin
0.680411		R^2

در بین ۸۸۶۶ داده ی ستون **BA,AA** بین سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۸ ، ۹۹٪ **Underprice** شده

بودند. یعنی تغییرات قیمتی قبل و بعد مجمع نسبت به فروردین منفی بود.

طبق مدل فوق تغییرات قیمت قبل از مجمع (**BA**) با سیاست تقسیم سود (**DIV**) رابطه مستقیم

دارد.

تغییرات قیمت بعد از مجمع (AA) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه معناداری ندارد.

ساختار مالکیت (OWN) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه معناداری ندارد.

ارزش بازار (MV) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه مستقیم دارد.

حاشیه سود خالص (ETS) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه معناداری ندارد.

افزایش سرمایه (CI) با سیاست تقسیم سود (DIV) رابطه معناداری ندارد.

بنابراین طبق این مدل فرضیه هفتم بی معنی است.

مقدار DW نشان دهنده این است که خودهمبستگی بین داده‌ها وجود ندارد.

۶۸٪ از تغییرات سود تقسیمی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده شده است.

۴-۱۰) آمار توصیفی تغییرات قیمت سهام قبل و بعد مجمع

skewness	std.dev	Minimum	Maximum	Median	Mean	proxy
-0.22248	2.728346	0.693147	17.65648	10.30992	10.18224	DIV
13.65305	3.413603	-1	102.5624	-1	-0.05695	BA
4.825397	1.346895	-1	20.60944	-1	-0.47269	AA
-1.39594	0.410054	0	1	1	0.786172	OWN(G)
0.268301	0.495602	0	1	0	0.43352	OWN(P)
-0.34566	2.456728	1.280934	20.89327	13.73521	13.62	LOG MV
-89.962	430109.2	-39929100	5781700	3.224111	-4629.46	ETS
0.348529	1.764732	6.43294	19.47275	12.61154	12.76813	LOG CI

۴-۱۱) مانایی و ریشه واحد در قیمت سهام قبل و بعد مجمع

PP - Fisher Chi-square		ADF - Fisher Chi-square		Im, Pesaran and Shin W-stat		Levin, Lin & Chu t*		proxy
2379.24	0	1983.38	0	-475.858	0	-1043.88	0	DIV
815.333	0	701.182	0	-12.0417	0	-42.1601	0	BA
757.979	0	653.92	0	-10.3665	0	-29.1669	0	AA
56.4439	0	48.911	0	0.4708	0	-3.29422	0	OWN(G)
90.4769	0	78.2366	0	2.40669	0	-0.3263	0	OWN(P)
290.36	0	324.179	0	29.4759	0	26.5407	0	LOG MV
2545.3	0	2264.99	0	-19.2046	0	-84.9986	0	ETS
69.2872	0	57.4632	0	-3.92166	0	-7.48512	0	LOG CI

نتایج فوق نشان می دهد بر اساس LLC ریشه واحد مشترک وجود ندارد.

همچنین آزمون های IPS, ADF-Fisher, PP-Fisher نشان می دهد که ریشه واحد مقطعی وجود ندارد.

۴-۱۲) نتیجه فصل چهارم

بصورت خلاصه رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود معکوس می باشد. یعنی

هر قدر شرکت عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری داشته باشد سود کمتری بین سهامداران تقسیم می کند.

هر چه شرکت ساختار مالکیت خصوصی تری داشته باشد سود کمتری بین سهامداران تقسیم می -

کند. رابطه ای بین ساختار مالکیت دولتی با سیاست تقسیم سود یافت نشد.

فصل پنجم

نتیجه گیری

فصل پنج پایان نامه مربوط به تفسیر نتایج از دیدگاه محقق است. در این فصل ابتدا سعی شده است تحلیلی از نتایج به دست آمده به زبان مالی بیان شود؛ سپس به مقایسه تحقیق حاضر با تحقیقات پیشین پرداخته شده است. و نهایتاً محدودیت‌ها و پیشنهادات توضیح داده شده است.

۵-۲) تحلیل جدول اول

۵-۲-۱) مدل اول

در مدل اول دارایی نامشهود به کل دارایی به عنوان نماینده عدم تقارن اطلاعاتی در نظر گرفته شد. رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی با سیاست تقسیم سود در این مدل معنادار و معکوس است؛ به ظاهر اینطور به نظر می‌رسد شرکتی که دارایی نامشهود بیشتری داشته باشد عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران آن شرکت بیشتر می‌شود و سود کمتری بین سهامداران تقسیم می‌کند. نتایج تحقیق اگر مربوط به شرکت‌های اروپایی و آمریکایی باشد از دقت بالایی برخوردار است. ولی به نظر نتیجه‌ی مدل اول در ایران از دقت کمتری برخوردار است. به این دلیل که دارایی نامشهود در ترازنامه شامل مواردی مانند: حق ثبت اختراع، برند و ... است. در ایران دارایی نامشهود رقم قابل توجه و مهمی را در ترازنامه به خود اختصاص نداده است. دلیل کم اهمیت بودن دارایی نامشهود این است که ثبت اختراع و ایده‌ی نو و برندسازی بطور معمول جایگاهی در شرکت‌های ایرانی ندارد. مثلاً اگر شرکتی دانش بنیان باشد قسمت دارایی نامشهود آن شرکت می‌تواند رقم مهمی را به خود اختصاص داده باشد.

۵-۲-۲) مدل دوم

در مدل دوم بدهی به ارزش دفتری به عنوان نماینده عدم تقارن اطلاعاتی در نظر گرفته شده است. رابطه معناداری بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود در این مدل وجود ندارد. هرچند ممکن است تسهیلات مالی که شرکت اخذ کرده است صرف سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت و بلند مدت در شرکت

شده باشد؛ ولی بهر حال شرکتی که نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام در آن بالا باشد ریسک بیشتری از لحاظ بنیادی دارد و احتمالاً سود کمتری بین سهامداران تقسیم می کند. ممکن است عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران در آن زیاد باشد.

۵-۲-۳) مدل سوم

در مدل سوم سود عملیاتی به سرمایه در گردش به عنوان نماینده عدم تقارن اطلاعاتی در نظر گرفته شده است. رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی با سیاست تقسیم سود معنادار و معکوس است. سود عملیاتی شرکت‌ها از تفاضل درآمد عملیاتی، بهای تمام شده کالای فروش رفته، هزینه‌های فروش و اداری و عمومی و سایر هزینه‌ها بدست می‌آید. ساده‌ترین راه تحلیل شرکت‌های بورسی (صرف نظر از محاسبه EPS) برآورد نسبت سود عملیاتی به درآمد عملیاتی و مقایسه آن‌ها در سنوات مختلف است. شرکتی که نسبت سود عملیاتی به درآمد عملیاتی در طی سالیان متمادی روندی صعودی دارد احتمالاً از وضعیت خوبی برخوردار است. سرمایه در گردش از تفاضل بین دارایی جاری و بدهی جاری بدست می‌آید. هر قدر بدهی جاری افزایش یابد؛ سرمایه در گردش کاهش پیدا می‌کند و وضعیت مطلوبی برای شرکت محسوب نمی‌شود. همچنین نسبت جاری حاصل تقسیم دارایی جاری بر بدهی جاری است. اگر نسبت جاری شرکتی طی چند دوره متوالی بیشتر شده باشد امتیازی مثبت برای آن شرکت است. نتیجه بدست آمده برای مدل سوم را اینطور می‌توان تحلیل کرد؛ که اگر شرکتی مقدار تفاضل دارایی جاری و بدهی جاریش کمتر باشد مقدار کسر سود عملیاتی به سرمایه در گردش بیشتر شده و سود کمتری بین سهامداران تقسیم می‌کند.

۵-۲-۴) مدل چهارم

در مدل چهارم ارزش بازار به ارزش دفتری به عنوان نماینده عدم تقارن اطلاعاتی در نظر گرفته شده است. رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود معنادار و معکوس است. تحلیل مدل چهارم

بسیار ساده است. شرکتی که حقوق صاحبان سهام در آن کمتر باشد (یعنی تفاضل بین کل دارایی و کل بدهی مقدار کمتری باشد)، سود کمتری بین سهامداران تقسیم می‌کند.

۵-۲-۵) مدل پنجم

در مدل پنجم بدهی به ارزش بازار به عنوان نماینده عدم تقارن اطلاعاتی در نظر گرفته شده است. رابطه‌ای معنادار بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود وجود ندارد. هرچند ممکن است این ذهنیت بوجود آید شرکتی که بدهی بیشتری دارد احتمالاً سود کمتری بین سهامداران تقسیم می‌کند. ولی طبق مدل دوم و پنجم مربوط به جدول اول این نتیجه گیری درست نیست. یعنی رابطه‌ای بین بدهی و نسبت‌های مرتبط با بدهی، با سیاست تقسیم سود وجود ندارد.

۵-۲-۶) مدل ششم

در مدل ششم ترکیب پنج مدل فوق به عنوان نماینده عدم تقارن اطلاعاتی در نظر گرفته شده است. مدل ششم تایید کننده پنج مدل اول می باشد. به این صورت که دارایی نامشهود به کل دارایی، سود عملیاتی به سرمایه در گردش، ارزش بازار به ارزش دفتری رابطه ای معنادار و معکوس با سیاست تقسیم سود دارند. بدهی به ارزش دفتری و بدهی به ارزش بازار رابطه‌ای معنادار با سیاست تقسیم سود ندارند. متغیرهای کنترلی در کلیه مدل‌های بالا ساختار مالکیت، ارزش بازار، حاشیه سود خالص و افزایش سرمایه می‌باشد.

۵-۲-۷) تحلیل متغیرهای کنترلی

در بین متغیرهای کنترلی ساختار مالکیت و ارزش بازار رابطه معناداری با سیاست تقسیم سود دارند. شرکتی که ارزش بازار بیشتری داشته باشد سود بیشتری بین سهامداران تقسیم می‌کند. از لحاظ مالی تا حد زیادی می تواند نتیجه فوق درست باشد.

به دلیل اینکه ساختار مالکیت خصوصی و دولتی با استفاده از متغیرهای مجازی لحاظ شده است. اگر شرکتی ساختار مالکیت خصوصی داشته باشد سود کمتری بین سهامداران تقسیم می کند. سود خالص فروش رابطه معناداری با سیاست تقسیم سود ندارد.

افزایش سرمایه رابطه معناداری با سیاست تقسیم سود ندارد. ممکن است شرکتی از سود انباشته افزایش سرمایه دهد و قطعاً این نوع افزایش سرمایه تاثیری بر سود پرداختنی ندارد. ولی اگر افزایش سرمایه از آورده نقدی سهامداران باشد، به نظر قدرت شرکت در سود دهی بیشتر می شود؛ البته در حالتی که آورده نقدی را صرف سرمایه گذاری یا تسویه تسهیلات مالی کند افزایش سرمایه تاثیری بر سود پرداختنی ندارد.

در کلیه مدل های فوق متغیر وابسته تاخیری نیز لحاظ شده است. دلیل متغیر وابسته تاخیری این است که شرکت ها بعد از تصویب سود سالانه در مجامع تا ۸ ماه بعد فرصت دارند سود را به سهامداران پرداخت کنند. ۸ ماه زمان پرداخت سود ممکن است تا سال مالی آینده زمان ببرد.

۵-۳) تحلیل جدول دوم

۵-۳-۱) مدل اول

در مدل اول نتایج اطلاعات سه ماهه صورت مالی شرکت ها در نظر گرفته شده است.

دارایی نامشهود به کل دارایی با سیاست تقسیم سود رابطه معنادار و معکوس دارد. این نتیجه مطابق با مدل ششم جدول یک می باشد.

بدهی به ارزش دفتری با سیاست تقسیم سود رابطه معناداری ندارد. این نتیجه مطابق با مدل ششم جدول اول می باشد.

سود عملیاتی به سرمایه در گردش با سیاست تقسیم سود رابطه معناداری ندارد. این نتیجه مطابق با مدل ششم جدول اول نیست.

ارزش بازار به ارزش دفتری با سیاست تقسیم سود رابطه معنادار و معکوس دارد. این نتیجه مطابق با مدل ششم جدول اول است.

بدهی به ارزش بازار با سیاست تقسیم سود رابطه معنادار و مستقیم دارد. این نتیجه مطابق با مدل ششم جدول اول نیست.

ساختار مالکیت رابطه معناداری با سیاست تقسیم سود ندارد. در جدول اول شرکت‌هایی با ساختار مالکیت خصوصی، سود کمتری بین سهامداران تقسیم می‌کردند.

هرچه ارزش روز شرکتی بیشتر باشد سود بیشتری بین سهامداران تقسیم می‌کند. این نتیجه مطابق با مدل ششم جدول اول است.

حاشیه سود خالص و افزایش سرمایه رابطه معناداری با سیاست تقسیم سود ندارند. این نتایج مطابق با مدل ششم جدول اول است.

۵-۳-۲) مدل دوم

در مدل دوم نتایج اطلاعات شش ماهه صورت‌های مالی در نظر گرفته شده است.

دارایی نامشهود به کل دارایی با سیاست تقسیم سود رابطه معنادار و معکوس دارد. این نتیجه مطابق با مدل ششم جدول یک می‌باشد.

بدهی به ارزش دفتری با سیاست تقسیم سود رابطه معناداری ندارد. این نتیجه مطابق با مدل ششم جدول اول می‌باشد.

سود عملیاتی به سرمایه در گردش با سیاست تقسیم سود رابطه معناداری ندارد. این نتیجه مطابق با مدل ششم جدول اول نیست.

ارزش بازار به ارزش دفتری رابطه معناداری با سیاست تقسیم سود ندارد. این نتیجه مطابق با مدل ششم جدول اول نیست.

بدهی به ارزش بازار با سیاست تقسیم سود رابطه معنادار و معکوس دارد. این نتیجه مطابق با مدل ششم جدول اول نیست.

ساختار مالکیت دولتی با سیاست تقسیم سود رابطه مستقیم دارد. گویا در صورت‌های مالی شش ماهه شرکتی که سهامدار دولتی داشته باشد، سود بیشتری بین سهامداران تقسیم می‌کند.

ارزش بازار شرکتی بزرگتر باشد سود بیشتری بین سهامداران تقسیم می‌کند. این نتیجه مطابق با مدل ششم جدول اول است.

حاشیه سود خالص و افزایش سرمایه رابطه معناداری با سیاست تقسیم سود ندارند. این نتایج مطابق با مدل ششم جدول اول است.

۵-۳-۳) مدل سوم

در مدل سوم اطلاعات نه ماهه صورت‌های مالی در نظر گرفته شده است.

دارایی نامشهود به کل دارایی با سیاست تقسیم سود رابطه معنادار و معکوس دارد. این نتیجه مطابق با مدل ششم جدول یک می‌باشد.

بدهی به ارزش دفتری با سیاست تقسیم سود رابطه معناداری ندارد. این نتیجه مطابق با مدل ششم جدول اول می‌باشد.

سود عملیاتی به سرمایه در گردش با سیاست تقسیم سود رابطه عکس دارد. این نتیجه مطابق با مدل ششم جدول اول می‌باشد.

ارزش بازار به ارزش دفتری رابطه معناداری با سیاست تقسیم سود ندارد. این نتیجه مطابق با مدل ششم جدول اول نیست.

بدهی به ارزش بازار با سیاست تقسیم سود رابطه معناداری ندارد. این نتیجه مطابق با مدل ششم جدول اول است.

شرکتی که مالکیت خصوصی دارد سود کمتری بین سهامداران تقسیم می‌کند. این نتیجه مطابق با مدل ششم جدول اول است.

ارزش بازار شرکتی بزرگتر باشد سود بیشتری بین سهامداران تقسیم می‌کند. این نتیجه مطابق با مدل ششم جدول اول است.

حاشیه سود خالص و افزایش سرمایه رابطه معناداری با سیاست تقسیم سود ندارند. این نتایج مطابق با مدل ششم جدول اول است.

۴-۵) تحلیل جدول سوم

در مدل آخر، تغییرات قیمت سهم قبل و بعد مجمع نسبت به قیمت فروردین (که با استفاده از فرمول ارزش زمانی پول بدست آمد) همان سال به عنوان نماینده عدم تقارن اطلاعاتی در نظر گرفته شده است.

مقدار تغییرات قیمت قبل از مجمع با سیاست تقسیم سود رابطه مستقیم دارد. به عبارتی هرچه تغییرات قیمت قبل مجمع نسبت به ارزش زمانی قیمت در فروردین بیشتر باشد شرکت سود بیشتری بین سهامداران تقسیم می‌کند.

مقدار تغییرات قیمت بعد مجمع نسبت به فروردین رابطه‌ای با سیاست تقسیم سود ندارد.

اختلاف بین رابطه AA, BA با سیاست تقسیم سود نمادی از عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران است. چطور می شود تغییرات قیمت قبل مجمع با سیاست تقسیم سود رابطه داشته باشد ولی بعد مجمع این رابطه وجود نداشته باشد؟

به نظر پارامترهای موثر روی قیمت قبل و بعد مجمع یکسان نبوده‌اند. یکسان نبودن پارامترهای موثر در قبل و بعد مجمع نمادی از عدم تقارن اطلاعاتی است. و این مهمترین نکته جدول ۳ است. ناگفته نماند یکی از پارامترهای مهم تاثیرگذار می تواند کاهش قیمت بعد مجمع نسبت به قبل از مجمع سالیانه، شرکت‌ها باشد.

در صورتی که افزایش سرمایه از طریق سهام جایزه باشد فرمول بدست آوردن قیمت بعد از مجامع بصورت زیر است:

$$\text{قیمت جدید} = \frac{\text{قیمت قدیم}}{1 + \text{افزایش سرمایه}}$$

اگر افزایش سرمایه از طریق آورده نقدی سهامداران باشد فرمول بدست آوردن قیمت بعد مجامع:

$$\text{قیمت جدید} = \frac{\text{سود پرداختنی} - \text{حق تقدم پرداختنی به هر ازای سهم} + \text{قیمت قدیم}}{1 + \text{افزایش سرمایه}}$$

دو رابطه‌ای که در بالا ذکر شد قیمت جدید سهم را از لحاظ ارزش ذاتی بیان می کند. اگر قیمت سهم بعد از مجمع کمتر از دو مقدار بالا بود یعنی فرصت خوبی برای خرید سهم است (underprice). اگر قیمت سهم بعد مجمع بیشتر از دو مقدار بالا بود یعنی سهم گران تر از ارزش واقعی خود است (overprice). هر دو حالت under price & over price شدن سهام می تواند عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران را نشان دهد.

یکی از محدودیت‌های تحقیق حاضر مشخص نبودن محل افزایش سرمایه شرکت‌ها است.

ساختار مالکیت رابطه‌ای معنادار با سیاست تقسیم سود ندارد. یعنی ارتباطی بین تغییرات قیمت قبل و بعد مجمع نسبت به قیمت فروردین با تعدیل‌کنندگی ساختار مالکیت وجود ندارد.

سایز شرکت با سیاست تقسیم سود رابطه مستقیم دارد. به نظر شرکت‌های دارای مارکت بزرگتر سود بیشتری بین سهامداران تقسیم می‌کنند.

حاشیه سود خالص و افزایش سرمایه رابطه معناداری با سیاست تقسیم سود ندارند.

۵-۵) تحلیل کلی جدول اول و دوم و سوم

تفاوت‌هایی بین نتایج جدول ۱ با ۲ دیده می‌شود. هر قدر نتایج مدل ۱، ۳ ماهه صورت‌های مالی به طرف نتایج مدل ۳، ۹ ماهه صورت‌های مالی پیش می‌رود اطلاعات دقیق‌تر، و مانند مدل ۶، ۱۲ ماهه صورت‌های مالی می‌شود. به این صورت که نتایج اطلاعات در ۹ ماه و ۱۲ ماه صورت‌های مالی (به جز ارزش بازار به ارزش دفتری) دقیقاً مثل هم هستند. جدول ۱ چون بصورت سالانه است دیدگاه دقیق‌تری از وضعیت شرکت را بدست می‌دهد. بنابراین اطلاعات جدول ۱۲ ماهه به عنوان نتیجه پایانی این تحقیق در نظر گرفته شده است. ۳ مدل از ۵ مدل جدول ۱ رابطه معکوس بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود را نشان دادند. به عبارت دیگر هر قدر عدم تقارن اطلاعاتی افزایش یابد سود کمتری بین سهامداران تقسیم می‌شود. و شرکت‌هایی که ساختار مالکیت خصوصی دارند سود کمتری بین سهامداران تقسیم می‌کنند. بنابراین فرضیه رد صفر و فرضیه یک پذیرفته می‌شود.

جدول ۳ صرفاً بدین منظور استفاده شد که عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران نشان داده شود.

۵-۶) مقایسه تحقیق حاضر با تحقیقات خارجی پیشین

دانگان چن و همکاران (۲۰۰۹) به بررسی شرکت‌های چینی پرداختند. هرچند ایران و چین از لحاظ سیستم قانونی و اقتصاد دستوری تا حدودی مانند هم هستند. اما نتایج بدست آمده در تحقیق دانگان چن مانند تحقیق حاضر نبود. او متوجه شد شرکت‌های دولتی سود بیشتری به سهامداران پرداخت می‌کنند. نتیجه بدست آمده در تحقیق حاضر این بود که شرکت‌های خصوصی سود کمتری بین سهامداران تقسیم می‌کنند. ولی این نتیجه‌گیری به این معنی نیست که شرکت‌های دولتی در ایران سود بیشتری بین سهامداران تقسیم می‌کنند.

گونزالس و همکاران (۲۰۱۰) رابطه بین سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت شرکت را برای ۵ کشور آمریکای لاتین مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها به دو نتیجه دست یافتند؛ اول اینکه تمرکز مالکیت پایین تاثیر منفی بر سود پرداختنی دارد؛ دوم اینکه تمرکز مالکیت بالا باعث افزایش سود پرداختنی بین سهامداران می‌شود. نتیجه تحقیق حاضر مانند یافته اول تحقیق گونزالس و همکاران می‌باشد.

اکپارا (۲۰۱۰) به بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های نیجریه‌ای پرداخت. وی متوجه شد رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود مثبت است. نتیجه تحقیق حاضر عکس نظریه علامت دهی را نشان می‌دهد.

نورمحمد (۲۰۱۱) به بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود ۱۱۱ شرکت عمانی در سال‌های ۲۰۰۶ تا ۲۰۰۸ پرداخت. او متوجه شد رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود برخلاف تحقیق حاضر مثبت است.

ژوان هانگ و همکاران (۲۰۱۱) متوجه شدند که سیاست تقسیم سود در چین از انعطاف کمی برخوردار است و سهامداران خرد نمی‌توانند شرکت‌های چینی را وادار به پرداخت سود کنند (چه در حالت

سودده، چه در حالت زیانده بودن شرکت). به گفته آن‌ها ساختار شرکت‌های چینی تفاوت زیادی با بقیه کشورها دارد.

محمد آل غریبه و همکاران (۲۰۱۳) ۳۵ شرکت اردنی را بین سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۰ مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها متوجه شدند هرچه ساختار متمرکزتر باشد سود کمتری بین سهامداران تقسیم خواهد شد؛ و حالت عکس آن نیز درست است؛ یعنی ساختار مالکیت پراکنده سود بیشتری بین سهامداران تقسیم می‌کند. نتایج تحقیق وی با نتیجه تحقیق حاضر همخوانی ندارد.

کریستوفر اریکسون (۲۰۱۶) رابطه‌ای مثبت را بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت در شرکت‌های سوئدی بدست آورد. این نتیجه مغایر با نتیجه تحقیق حاضر است (البته با توجه به تفاوت ساختار در شرکت‌های سوئدی و ایرانی این تفاوت منطقی است).

لین و همکاران (۲۰۱۶) در مقاله خود با عنوان ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی، سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت شرکت ارتباط بین این سه متغیر را در بورس اوراق بهادار چین در بازه سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۲ مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها متوجه شدند شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر تمایل کمتری به پرداخت سود نقدی دارند (نتایج در این قسمت تحقیق با هم یکسان است). همچنین نتایج تحقیق نشان می‌دهد که در بخش دولتی شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر سود سهام بیشتری را نسبت به بخش غیر دولتی پرداخت می‌کنند.

تران تی (۲۰۱۹) تعداد ۶۴۲ شرکت را در بازه سال‌های ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۵ را در بورس ویتنام مورد بررسی قرار داد. وی متوجه شد رابطه معناداری بین ساختار مالکیت شرکت و سیاست تقسیم سود وجود ندارد. شباهت تحقیق حاضر با تحقیق تران تی این است که رابطه‌ای بین ساختار مالکیت دولتی و سیاست تقسیم سود در ایران وجود ندارد.

حراکه و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های آمریکایی و انگلیسی پرداختند (با توجه یکسان بودن قوانین در آمریکا و انگلیس). آن‌ها متوجه شدند شرکت‌هایی که سود بیشتری تقسیم می‌کنند عدم تقارن اطلاعاتی در آن‌ها کمتر است. مقایسه تحقیق حاضر با حراکه و همکاران منطقی نیست (به دلیل تفاوت اقتصاد و بازار سرمایه در ایران و آمریکا).

ایرنشتین (۲۰۲۰) شرکت‌های اندونزیایی را مورد بررسی قرار داد. متوجه شد رابطه‌ای بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود در بورس اندونزی وجود ندارد. در تحقیق حاضر رابطه معنادار بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود وجود دارد.

۵-۷) مقایسه تحقیق حاضر با تحقیقات داخلی پیشین

در چهار تحقیق نظری و همکاران (۱۳۹۱)، اعتمادی و احمدیان (۱۳۹۳)، قالیباف و ولی زاده (۱۳۹۵) و حبیبی و همکاران (۱۳۹۶) رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود در بین مدیران و سهامداران اندازه‌گیری شده است. در این تحقیقات با استناد به مدل چیانگ و وکینتاش (۱۹۸۶) از قیمت پیشنهادی خریدار و فروشنده برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران استفاده شده است (چیانگ مدلس را برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران آگاه و ناآگاه استفاده کرده است). منظور از بهترین قیمت پیشنهادی خرید، بالاترین قیمت پیشنهادی برای خرید سهم در هر روز، و بهترین قیمت پیشنهادی فروش نیز کمترین قیمت پیشنهادی برای فروش در هر سهم است (احمدپور کاسگری و عجم، ۱۳۸۹). قیمت پیشنهادی خریدار و فروشنده برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران آگاه و ناآگاه می‌تواند استفاده شود. چون ممکن است سهامداری عمده و مطلع از آینده، سهام شرکتی را خریداری کند. در چنین شرایطی قیمت پیشنهادی از طرف خریدار و فروشنده در طی ۲۱ روز قبل و بعد از تاریخ اعلام سود محاسبه می‌گردد. اگر میانگین دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام صفر باشد، نشان دهنده تقارن اطلاعاتی، و در غیر این صورت بیانگر عدم تقارن اطلاعاتی است.

ممکن است دلیل میانگین دامنه تفاوت قیمت‌ها مزیت اطلاعاتی یکسری از سهامداران نسبت به برخی دیگر باشد و نمی‌توان آن را به مدیر شرکت ربط داد. به عبارتی قیمت تابلوی روزانه یک شرکت نمی‌تواند بصورت دقیق مزیت اطلاعاتی مدیران به سهامداران را نشان دهد. مزیت اطلاعاتی مدیران نسبت به آینده شرکت قضیه دیگری است. و باید سنجه‌های دیگری برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی استفاده شود. در تحقیق حاضر سعی شده بود از سنجه‌هایی مناسب که مدیران در اختیار دارند و با تاخیر بدست سهامداران می‌رسد استفاده شود.

دموری و فیروزآبادی (۱۳۹۳) تعداد ۱۴۷ شرکت پذیرفته شده در بورس تهران را در بازه سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار دادند. با استفاده از روش رگرسیون لاجیت متوجه شدند هر قدر عدم تقارن اطلاعاتی افزایش یابد سود تقسیمی کاهش می‌یابد. نکته‌ای که در مورد تحقیق قابل ذکر است این است که، برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی از مقدار انحراف پیش بینی سود تحلیل‌گران و دقت آن نسبت به مقدار واقعی سود تحقق یافته استفاده کرده‌اند. این روش در ایران به دلیل عدم وجود تحلیل‌گران مالی در ۱۴۷ شرکت مورد مطالعه و یا عدم دسترسی به اطلاعات آن‌ها، دقت کمی دارد. به عبارتی حداقل پیش بینی دو تحلیل‌گر مالی باید وجود داشته باشد (یکی در شرکت و دیگری خارج از شرکت باشد بهتر است). اختلاف بین تحلیل آن‌ها در مورد EPS پیش بینی شده شرکت و تفاوت تحلیل نهایی آن‌ها با EPS واقعی می‌تواند نشانه وجود عدم تقارن اطلاعاتی در آن شرکت باشد. هر قدر میزان تفاوت تحلیل کمتر باشد یعنی عدم تقارن اطلاعاتی کمتر است.

حاجی و شریفی (۱۳۹۹) رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود را در ۱۳۲ شرکت بازه سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها متوجه شدند رابطه‌ای مثبت بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود وجود دارد. نکته قابل توجه تحقیق این است که از قیمت پیشنهادی خریدار و فروشنده برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران استفاده شده است؛ که کاملاً درست است.

۵-۸) محدودیت‌های تحقیق

درصد سهامداران شرکت بصورت متغیرهای مجازی (صفر و یک) در نظر گرفته شد. اگر از نسبت‌های مالکیت استفاده می‌شد؛ مقدار دقیق‌تری از تاثیر مالکیت شرکت بر سیاست تقسیم سود بدست می‌آمد. محل افزایش سرمایه شرکت‌ها مشخص نبود (سهام جایزه یا آورده نقدی). اگر این داده وجود داشت قطعا با استفاده از فرمول قیمت قبل و بعد مجمع مقدار **Overprice & underprice** شدن سهام دقیق‌تر مشخص می‌شد.

۵-۹) پیشنهاد برای تحقیقات آتی

با توجه به اینکه داده‌های کلیه شرکت‌ها از کتابخانه بورس اخذ گردیده است مقدار داده‌های از دست رفته به دلیل توقف نماد معاملاتی و یا سایر عوامل وجود دارد. بنابراین مهمترین پیشنهاد برای تحقیقات آتی این است که تعدادی محدود شرکت را مثلا برای بازه ۶ ساله مورد بررسی قرار دهند. یعنی از نمونه گیری حذفی (غربالگری) استفاده شود.

درصد و نسبت سهامدار دولتی شرکت از سایت **tsetmc** دریافت شود بهتر است.

منابع

- Akerlof, G., Spence, M. and Stiglitz, J. (1970). Markets with asymmetric information.
- Allen, F., Bernardo, A. and Welch, I. (2000). A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. *The Journal of Finance*, 55(6), pp.2499-2536.
- Amidu, M. & Abor, J. (2006). Determinants of Dividend Payout Ratios in Ghana; *The Journal of Risk Finance*, Vol 7 (2): 136-45.
- . Baker, H. and Haslem, J. (1974). TOWARD THE DEVELOPMENT OF CLIENT-SPECIFIED VALUATION MODELS. *The Journal of Finance*, 29(4), pp.1255-1263.
- Baker, H.K., Powell, G.E. and Veit (2002). Revisiting managerial perspective on dividend policy. *Journal of Economic and Finance*, volume 26, No3.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, And The Bird In The Hand Fallacy. *The Bell Journal Of Economic* ;10:259-270.
- Black, Fisher, (1976), The dividend puzzle, *Journal of Portfolio Management*, 8-12.
- Brav, A., J. Graham, and C. Harvey. (2005). Pay Out Policy In The 21st Century. *Journal Of Financial Economics* 77: 237-256.
- Brown, S. & Hillegeist, S. (2007). How disclosure quality affects the level of information asymmetry.
- Brockman, P. and Unlu, E. (2011). Earned/contributed capital, dividend policy, and disclosure quality: An international study. *Journal of Banking & Finance*. volume 35 Pages 1610-1625..
- .Byun, H. , Hwang, L. , Lee, W. , 2011. How does ownership concentration exacerbate information asymmetry among equity investors? *Pacific-Basin Finance J.* 19, 511–534.
- Chen, D, Jian, M, Xu, M, Dividends for tunnelling in a regulated economy: The case of China, *Pacific-Basin Finance Journal*, 2009, 1(3), P.209-223.

DeAngelo H, DeAngelo L and Stulz R (2006), “Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Lifecycle Theory”, *Journal of Financial Economics*, 81, 227-254.

..Easterbrook, Frank H. (1984). Two Agency-cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, Vol. 74, No. 4, pp. 650-659.

Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 41, No. 2, pp. 99-105.

Grossman, j. stiglitz, s., and joseph E. (1980). on the impossibility of informationally efficient markets. Volume 70; issue 3 (jun, 1980), pp. 393-408.

Jensen, M., (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.

Kania, SL and Bacon, FW (2005), What factors motivate the corporate dividend decision?, *American Society of Business and Behavioral Sciences E-Journal*, Vol. 1, No. 1.

Kordestani, Gh., Fadaei Kolourzai, A, Investigating the Relationship Between Information Asymmetry and Capital Structure in Companies Accepted in Tehran Stock Exchange, *Journal of Accounting Research*, 2012, p. 99-77.

LaPorta R, Lo´pez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny R (1999). Agency problems and dividend policies around the world. *J. Financ.*, 55: 1-33.

Lee, B.S., Mauck, N. Dividend initiations, increases and idiosyncratic volatility. *Journal of Corporate Finance*, 2016, 3(6), p. 47-60.

L. Ernestin, W.R. Murhadi & B.S. Sutejo (2020). Analysis of the Effect of Information Asymmetry on Dividends. *Advances in Economics, Business and Management Research*, volume 115..

. Li, K., and X. Zhao. (2008). Asymmetric Information and Dividend Policy. *Financial Management* 37(4): 673-394.

- Lin, T., Y. Chen, and H. Tsai. (2017). The relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure; *Finance Research Letters* 20: 1-12.
- Lintner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44(3), p.243.
- Miller, M.H., and K. Rock. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance* 40(4): 1031-1051.
- Modigliani, F., and M. Miller. (1961). Dividend Policy, Growth, And The Valuation Of Shares. *Journal of Business* 34: 411-433.
- Okpara, C. (2010). Asymmetric Information And Policy In Emerging Markets: Empirical Evidence From Nigeria. *Economic Journal* 143:521-543.
- PASEDA, Oluseun A.(2020). The Determinants of Dividend Payout Ratios of Nigerian Non-financial Firms. *Nigerian Journal of Management Studies Special Edition Vol. 20, No.1, 2020*, 123-135.
- Pandy IM (2008) *Financial Management*, Ninth Edition vikas Publishing House PVT Ltd, New Delhi.
- Penman, S., 1996, "The articulation of price-earnings ratios and market-to-book ratios and the evaluation of growth," *Journal of Accounting Research* 34, 235-258.
- . Pushner, G,(1993). Ownership Structure and Corporate Performance in the U.S. and Japan, Working Paper Columbia university.
- Rozeff , M. S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, Vol. 5, No. 3, pp. 249-259.
- Ugwu, Chukwuma C., Onyeka, Virginia N., and Okwa, Iyana E. (2020). Dividend Policy and Corporate Financial Performance: Evidence from Selected Listed Consumer Goods Firms in Nigeria. In: *Journal of Economics and Business*, Vol.3 No.3, 1055-1065.

Ullah, hamid; asma fida (2012). The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy Evidence from Emerging Markets KSE-100 Index Pakistan. International Journal of Business and Social Science Vol. 3 No. 9.

Venkatesh, P. (1989). The Impact Of Dividend Initiation On The Information Content Of Earnings Announcements And Returns Volatility. Journal Of Business 62: 175-197.

منابع فارسی

پور کاسگری، احمد؛ عجم، مریم (۱۳۸۹) بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله فصلنامه بورس اوراق بهادار شماره ۱۱ پاییز ۸۹ سال سوم.

اعتمادی، حسین؛ وحید احمدیان (۱۳۹۲). بررسی تاثیر نوع بزرگ ترین سهامدار بر سیاست های تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه مدیریت و دارایی تامین مالی، دوره ۱، شماره ۳، ص ۴۹ تا ۶۶.

حاجی، توفیق؛ فهیمه شریفی (۱۳۹۹). بررسی رابطه عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. صنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، دوره ۴ شماره ۴۵ (۱۳۹۹)، صفحه ۱۲۱-۱۳۸.

حبیبی، کام بخش؛ مهدی مشکي؛ زهرا معبودی (۱۳۹۶) بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعات، سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. اولین کنفرانس ملی نقش حسابداری، اقتصاد و مدیریت در توسعه پایدار با تاکید بر اقتصاد مقاومتی.

دموری، داریوش و ابوالفضل دهقانی فیروزآبادی. (۱۳۹۳) بررسی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود با به کارگیری مدل لاجیت، راهبرد مدیریت مالی ۲. ۳۸ - ۲۱.

طالب نیا، قدرت؛مریم متانت.(۱۳۹۷). بررسی اثر تعدیل کنندگی عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین سیاست تقسیم سود نقدی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی. شماره ۴- ۵۵۴-۵۳۷.

قالیباف اصل، ولی زاده.(۱۳۹۵). بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود با عدم تقارن اطلاعاتی و نقد شوندگی سهام. راهبرد مدیریت مالی ۱۴. ۱-۲۳.

نظری، محسن؛ منا پارسایی و سپیده سادات نصیری. (۱۳۹۱)رابطه عدم تقارن اطلاعاتی با سیاستهای تقسیم سود در شرکتها. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت ۲: ۱۱۴ - ۱۰۳.

Abstract

This study examines the relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure for companies listed on the tehran stock exchange from 2009 to 2019. 5 models use to measure information asymmetry between managers and shareholders; three models has significant and inverse relationship with dividend policy . an independent model of above 5 models is use to confirm the exsistence of asymmetry between managers and shareholders. also find that company with more private ownership distributes less dividend among shareholders.

Keywords: Information asymmetry-dividend policy-ownership structure



Faculty of Industrial Engineering and Management

M.Sc. Thesis in Master Of Business Administration

**the relationship among information asymmetry, dividend
policy and ownership structure**

By: Mohammad Adib Haddadian

Supervisor:

Dr. Seyed Mojtaba Mirlohi

Advisor:

Dr. Abdolmajid Abdolbaghi

February 2021