

تأثیر منابع تأمین مالی و عدم تقارن اطلاعاتی بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۲/۰۵

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۴/۰۹

کد مقاله: ۴۷۱۴۹

شهناز صاحبی همراهِ^۱

چکیده

سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین مباحث مطرح در مدیریت مالی است؛ زیرا سود تقسیمی بیانگر پرداخت‌های نقدی عمده شرکت‌ها و یکی از مهم‌ترین گزینه‌ها و تصمیمات فراروی مدیران به شمار می‌رود. هدف این پژوهش، منابع تأمین مالی و عدم تقارن اطلاعاتی بر سیاست تقسیم سود می‌باشد. برای سنجش منابع تأمین مالی از اهرم مالی و سررسید بدهی استفاده شده است. همچنین عدم تقارن اطلاعاتی از تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به دست آمده است. در این تحقیق سه فرضیه طراحی گردید و با انتخاب ۸۱ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۵ ساله ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۱، آزمون شدند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌های تحقیق به روش پانل (داده‌های تابلویی) نشان می‌دهند ضمن اینکه بین منابع تأمین مالی و عدم تقارن اطلاعاتی با سیاست تقسیم سود رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
رتال جامع علوم انسانی

واژگان کلیدی: منابع تأمین مالی، عدم تقارن اطلاعاتی، تقسیم سود.

از جمله گروه‌های اصلی استفاده‌کننده از اطلاعات مالی^۱ شرکت‌ها؛ سهام‌داران^۲ و سرمایه‌گذاران^۳ هستند. خطامشی تقسیم سود^۴ به عنوان یکی از اطلاعات اثرگذار در بازار سرمایه^۵، برای سرمایه‌گذاران اهمیت خاصی دارد، زیرا اغلب سرمایه‌گذاران با استفاده از آن اقدام به اخذ تصمیمات مورد نظر خود می‌نمایند. به منظور افزایش قدرت پیش‌بینی^۶ سرمایه‌گذاران و کاهش ریسک شرکت^۷، شناسایی عوامل مؤثر بر خط مشی تقسیم سود می‌تواند بسیار مفید و حائز اهمیت باشد.

۲- مبانی نظری

هیئت استانداردهای حسابداری مالی^۸ در بیانیه مفهومی شماره (۱) هدف گزارشگری مالی را به این صورت بیان می‌کند: «گزارشگری مالی باید اطلاعاتی را که سرمایه‌گذاران فعلی و بالقوه، اعتباردهندگان^۹ و سایر استفاده‌کنندگان برای تصمیم‌گیری درباره سرمایه‌گذاری، تأمین مالی^{۱۰} و تصمیمات مشابه لازم دارند، را فراهم آورد». یکی از اقلام حسابداری که در گزارش‌های مالی (صورت سود و زیان)^{۱۱} تهیه و ارائه می‌شود «سود خالص»^{۱۲} است. سود نه تنها عاملی برای تدوین سیاست‌های تقسیم سود است، بلکه عاملی برای پیش‌بینی و از همه مهم‌تر راهنمایی برای سرمایه‌گذاری و تصمیم‌گیری به شمار می‌آید. سیاست تقسیم سود یکی از چالشی‌ترین مباحث مدیریت مالی^{۱۳} است. تقسیم سود از دو جنبه بسیار مهم، قابل بحث است و عاملی اثرگذار بر سرمایه‌گذاری‌های آتی شرکت‌ها می‌باشد. تقسیم سود از یک طرف موجب کاهش منابع داخلی و افزایش نیاز به منابع مالی خارجی می‌شود و از طرف دیگر بسیاری از سهامداران شرکت خواهان تقسیم سود نقدی هستند، از این رو مدیران با هدف حداکثر کردن ثروت^{۱۴}، همواره باید بین علایق مختلف آنان و فرصت‌های سودآور^{۱۵} سرمایه‌گذاری یک تعادل برقرار کنند. بنابراین تصمیمات تقسیم سود که از سوی مدیران اتخاذ می‌شود بسیار حساس و دارای اهمیت است. (مهرانی؛ تالانه، ۱۳۷۷)

برای اکثر مردم، بخصوص سهامداران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، این سؤال مطرح است که چگونه می‌توان عواملی را که بر سود تقسیمی تأثیر می‌گذارند، مشخص کرد تا قادر شوند سهام شرکت‌ها را با یکدیگر مقایسه و در نهایت، سهام مورد نظر خود را با اطمینان بیشتری خریداری کنند؟ (اسدی؛ عزیزی بصیر، ۱۳۸۷)

دریافت‌کنندگان سهامداران عمده^{۱۶} مایل هستند که سود در شرکت نگهداری و صرف توسعه گردد تا در نتیجه قیمت سهام^{۱۷} شرکت از این طریق افزایش یابد. انتظار این است، شرکت‌هایی که اکثر سهام آن‌ها را مدیران و سهامداران عمده خریداری نموده‌اند، تقسیم سود کمتری داشته باشند و سود خود را در فرصت‌های سرمایه‌گذاری^{۱۸} به کار گیرند و شرکت‌هایی که سهام آن‌ها را سرمایه‌گذاران فردی خریداری نموده‌اند سود تقسیمی بیشتری را مدنظر داشته باشند. (صادقی؛ بهادری، ۱۳۸۸)

نظریه عدم تقارن اطلاعاتی^{۱۹}، موضوعی مهم و بحث‌برانگیز در حسابداری مالی^{۲۰} است که به طور معمول در بازار اوراق بهادار رخ می‌دهد. براساس این نظریه، عدم تقارن اطلاعاتی به شکاف‌های اطلاعاتی^{۲۱}، کیفیت^{۲۲}، گزارشگری^{۲۳} قابل فهم بودن^{۲۴}، ادراکی^{۲۵} و ارزش تقسیم می‌شود. هرچه دامنه مطرح شده بیشتر باشد، سطح شکاف ارزش و به دنبال آن فاصله بین قیمت مبادلاتی^{۲۶} اوراق بهادار شرکت‌ها از ارزش ذاتی^{۲۷} آن‌ها بیشتر خواهد بود که این امر، به تصمیم‌گیری‌های نامناسب اقتصادی و مالی توسط سرمایه‌گذاران منجر خواهد شد. عدم تقارن اطلاعاتی زمانی به وجود می‌آید که یک طرف از قرارداد یا معامله از اطلاعات بیشتری آگاهی داشته باشد؛ مشروط بر اینکه از این اطلاعات در زمان برقراری اطلاع ارتباط با طرف دیگر به طور مؤثر استفاده

- 1 Financial Information
- 2 Stockholders
- 3 Investors
- 4 Dividend Policy
- 5 Capital Market
- 6 Forecast
- 7 Firm Risk
- 8 Financial Accounting Standards Board (FASB)
- 9 Creditors
- 10 Financing
- 11 Profit and Loss Statement
- 12 Net profit
- 13 Financial Management
- 14 Wealth
- 15 Profitable Opportunities
- 16 Major Shareholders
- 17 Stock Prices
- 18 Investment Opportunities
- 19 Information Asymmetry
- 20 Financial Accounting
- 21 Information Gap
- 22 Quality Gap
- 23 Reporting Gap
- 24 Understanding Gap
- 25 Perceptual Gap
- 26 Transaction Price
- 27 Intrinsic Value

کند. آگاهی بیشتر، عمدتاً باعث ایجاد منافع اقتصادی^۱ برای طرف برخوردار از اطلاعات بیشتر است. برخی از سرمایه‌گذاران شامل افراد درون سازمانی مانند مدیران، تحلیلگران^۲ آن‌ها و مؤسسه‌های که از این افراد اطلاعات دریافت می‌کنند به اخبار محرمانه^۳ دسترسی دارند. هر چه اطلاعات محرمانه^۴ بیشتر باشد، دامنه تفاوت قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش سهام بین سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد و در نتیجه بازده سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد که به این گونه اطلاعات دسترسی ندارند. (قریبانی؛ عدیلی، ۱۳۹۱)

۳- فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول: بین منابع تأمین مالی و سیاست تقسیم سود رابطه معنی‌داری وجود دارد.
فرضیه دوم: بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود رابطه معنی‌داری وجود دارد.

۴- روش تحقیق

در این پژوهش اطلاعات دوره مالی از صورت‌های مالی و گزارشات شرکت‌ها به دست آمده است؛ بدین صورت که داده‌های مربوط به شرکت‌های عضو نمونه تحقیق طی سال‌های مالی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۱ از منابعی چون نرم‌افزار ره‌آورد نوین و تدبیر پرداز، سایت بورس اوراق بهادار و... استخراج و به صفحه گسترده Excel منتقل شد. همچنین برای پردازش اطلاعات از نرم‌افزار SPSS استفاده شده است. در این پژوهش به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش پانل (داده‌های تابلویی) و از آزمون‌های لیمر (چاو)^۵ و هاسمن^۶ استفاده شده است. ضمناً در این تحقیق برای هر یک از ضرایب جزئی رگرسیون از آزمون t- استیوننت و برای معنی‌داری مدل رگرسیونی از آماره فیشرف (F) در سطح ۹۵٪ اطمینان (۵٪ خطا) استفاده شده است.

۵- جامعه آماری و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق با توجه به موضوع، نوع اطلاعات مورد نیاز و کاربرد آن دربرگیرنده کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی ۵ ساله از سال مالی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۱ است. نمونه‌های مورد مطالعه در این تحقیق با استفاده از روش حذف سیستماتیک و براساس معیارهای زیر انتخاب شده‌اند:

۱. جزء بانک‌ها، موسسات مالی، سرمایه‌گذاری و لیزینگ نباشند.
۲. برای رعایت قابلیت مقایسه‌پذیری، سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفندماه هر سال باشد.
۳. شرکت طی سال‌های مالی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۱ تغییر سال مالی نداده باشد.
۴. شرکت تا پایان سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و طی سال‌های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۱ از بورس اوراق بهادار تهران نیز خارج نشده باشد.
۵. صورت‌های مالی شرکت‌های فوق در دسترس باشند.

جدول ۱- روند انتخاب نمونه

ردیف	شرح	تعداد نمونه
۱	تعداد کل شرکت‌ها تا پایان سال ۹۱	۵۱۷
۲	تعداد شرکت‌هایی که سال مالی آنها ۲۹ اسفند نیست.	(۹۵)
۳	تعداد شرکت‌هایی که مالی هستند.	(۲۱)
۴	تعداد شرکت‌هایی که تغییر سال مالی داده‌اند.	(۱۷۸)
۵	تعداد شرکت‌هایی که از یک سال قبل و بعد ۱۳۸۷ فعال بوده‌اند.	(۱۱۰)
۶	تعداد شرکت‌هایی که در دوره زمانی فعال نبوده‌اند.	(۲۲)
۷	تعداد شرکت‌هایی که اطلاعات آنها در دسترس نیستند.	(۱۰)
	تعداد شرکت‌های منتخب	۸۱

با توجه به معیارهای فوق، از بین ۵۱۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۸۱ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۳۸۷ به عنوان حجم نمونه آماری انتخاب گردیده‌اند.

1 Economic Benefits
2 Analysts
3 Secrecy News
4 Confidential Information
5 Chow Test
6 Hausman Test

۶- مدل‌های تحقیق

۶-۱- مدل اول پژوهش

به منظور تحلیل فرضیه اول از معادله رگرسیونی (۲) استفاده شده است.

فرضیه اول: «بین منابع تأمین مالی و سیاست تقسیم سود رابطه معنی‌داری وجود دارد».

$$DP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DEBT\ MATU_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 PROFIT_{i,t} + \beta_4 RISK_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

که در آن:

$DP_{i,t}$: سود تقسیمی شرکت i در سال t	$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: ضرایب مدل رگرسیون
$DEBT\ MATU_{i,t}$: سررسید بدهی شرکت i در سال t	β_0 : عرض از مبدا
$LEV_{i,t}$: اهرم مالی شرکت i در سال t	$\varepsilon_{i,t}$: جزء اختلال مدل رگرسیون. (شاه‌تیموری اردستانی و همکاران، ۲۰۱۳)
$PROFIT_{i,t}$: سودآوری شرکت i در سال t	
$RISK_{i,t}$: ریسک سهام شرکت i در سال t	

۶-۲- مدل دوم پژوهش

به منظور تحلیل فرضیه سوم از معادله رگرسیونی (۳) استفاده شده است.

فرضیه دوم: «بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود رابطه معنی‌داری وجود دارد».

$$DP_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 IA_{i,t} + \gamma_2 PROFIT_{i,t} + \gamma_3 RISK_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

که در آن:

$DP_{i,t}$: سود تقسیمی شرکت i در سال t	$\gamma_1, \gamma_2, \gamma_3$: ضرایب مدل رگرسیون
$IA_{i,t}$: عدم تقارن اطلاعاتی شرکت i در سال t	γ_0 : عرض از مبدا
$PROFIT_{i,t}$: سودآوری شرکت i در سال t	$\varepsilon_{i,t}$: جزء اختلال مدل رگرسیون. (وجتک، ۲۰۱۲)
$RISK_{i,t}$: ریسک سهام شرکت i در سال t	

۷- متغیرهای تحقیق

۷-۱- متغیر وابسته

در این پژوهش نسبت سود تقسیمی شرکت‌ها با استفاده از رابطه (۱) سنجیده می‌شود.

رابطه (۱)

$$DIV_{i,t} = \frac{DPS_{i,t}}{EPS_{i,t}}$$

$DIV_{i,t}$: بیانگر درصد سود سهامی است که شرکت بین سهامداران توزیع می‌نماید.

$DPS_{i,t}$: سود تقسیمی هر سهم

$EPS_{i,t}$: سود هر سهم. (ستایش؛ ذوالفقاری، ۱۳۹۰)

۷-۲- متغیرهای مستقل

منابع تأمین مالی: در این پژوهش معیارهای سنجش منابع تأمین مالی عبارتند از اهرم مالی و سررسید بدهی.

اهرم مالی: اهرم مالی از نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود. (ستایش؛ ذوالفقاری، ۱۳۹۰)

سررسید بدهی: سررسید بدهی از نسبت بدهی بلندمدت به کل بدهی‌ها محاسبه می‌شود. (حاجی‌ها؛ اخلاقی، ۱۳۹۰)

عدم تقارن اطلاعاتی: در این تحقیق برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران از الگوی زیر استفاده می‌شود که

برای تعیین دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام طراحی شده است.

این الگو به صورت معادله (۴) است.

$$SPREAD_{i,t} = \frac{(AP_{i,t} - BP_{i,t}) \times 100}{(AP_{i,t} + BP_{i,t}) \div 2} \quad (4)$$

که در آن:

$SPREAD_{i,t}$: دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

$AP_{i,t}$: میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در دوره t

$BP_{i,t}$: میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در دوره t (قربانی؛ عدیلی، ۱۳۹۱)

۷-۳- متغیرهای کنترلی

سودآوری: سودآوری شرکت از نسبت سود ویژه پس از کسر مالیات به حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید. (ستایش؛ ذوالفقاری، ۱۳۹۰)

ریسک: برای محاسبه ریسک سهام از معادله زیر استفاده می‌شود.
معادله (۵)

$$\beta_{i,t} = \frac{Cov(r_{i,t}, r_{M,t})}{Var(r_{M,t})}$$

که در آن:

$r_{i,t}$: بازده سهام i در دوره t

$r_{M,t}$: شاخص بازار M بین ماه‌های $t-12$ تا t

$\beta_{i,t}$: بتای محاسبه شده سهام i در ماه t (راعی؛ تلنگی، ۱۳۸۳)

۸- آزمون فرضیه‌های تحقیق

جدول ۲- داده‌های مرتبط با فرضیات

سودآوری	۲۸/۸۶	۲۴/۳۳	-۹۲/۷۴	۹۶/۳۲
اهرم مالی	۲/۰۴	۱/۷۱	-۴/۹۷	۱۱/۳۲
سود تقسیمی	۰/۴۹	۰/۳۲	-۰/۶۶	۰/۹۹
عدم تقارن اطلاعاتی	۱/۶۴	۰/۹۷	۰/۰	۷/۲۵

براساس نتایج جدول فوق مقادیر میانگین متغیرهای تحقیق به جز بتا و سررسید بدهی، سودآوری، اهرم مالی، سود تقسیمی و عدم تقارن اطلاعاتی به ترتیب برابر با ، ۲۸/۸۶، ۲/۰۴، ۰/۴۹ و ۱/۶۴ کمتر از دو برابر مقادیر انحراف معیار متغیرهای فوق بوده و از این رو احتمال وجود توزیع غیر نرمال را برای متغیرهای فوق به جز بتا و سررسید بدهی ضعیف نشان می‌دهد.

۸-۱- آزمون فرضیه اول

فرضیه اول و معادله رگرسیونی آن به صورت زیر می‌باشد:

$$\begin{cases} H_0: \text{بین منابع تامین مالی و سیاست تقسیم سود رابطه معنی‌داری وجود ندارد.} \\ H_1: \text{بین منابع تامین مالی و سیاست تقسیم سود رابطه معنی‌داری وجود دارد.} \end{cases}$$

$$DP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DEBT_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 PROFIT_{i,t} + \beta_4 RISK_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

جدول ۳- ماتریس همبستگی متقابل داده‌ها

متغیر	سود تقسیمی	سررسید بدهی	اهرم مالی	سودآوری	ریسک
سود تقسیمی	۱				
سطح معناداری					
سررسید بدهی	-۰/۴۴	۱			
سطح معناداری					
اهرم مالی	-۰/۴	۰/۱۶	۱		
سطح معناداری					
سودآوری	۰/۰	۰/۰۰۰۲	-۰/۰۲	۱	
سطح معناداری					
ریسک	-۰/۳۳	۰/۱۸	۰/۶۴	۰/۴۴	۱
سطح معناداری					

براساس نتایج جدول فوق، مقدار ضریب همبستگی پیرسون میان متغیرهای تحقیق به جز ضرائب همبستگی میان سودآوری با اهرم مالی و سررسید بدهی همگی در سطح ۹۵ درصد اطمینان معنادار شده‌اند. از این رو با توجه به اینکه مقادیر ضرائب همگی کمتر از ۰/۷ است، احتمال وجود همخطی میان متغیرهای مستقل بسیار ضعیف می‌باشد.

جدول ۴- آزمون لیمر (چاو)

شرح	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون
آزمون لیمر (چاو)	۱/۹۳	۰/۰۰۰۵	تایید می‌گردد

براساس نتایج جدول فوق، آماره F با مقدار ۱/۹۳ در سطح ۹۵ درصد معنادار شده؛ از این رو آزمون لیمر (چاو) مبنی بر قابلیت انجام رگرسیون پنل دیتا تایید می‌گردد.

جدول ۵- آزمون هاسمن

شرح	آماره کای دو	سطح معناداری	نتیجه آزمون
آزمون هاسمن	۹/۸۲	۰/۰	تایید می‌شود

براساس نتایج جدول فوق، آماره کای دو با مقدار ۹/۸۲ در سطح ۹۵ درصد معنادار شده؛ از این رو فرضیه اثرات ثابت تایید شده و مدل رگرسیون پنل دیتا با روش اثرات ثابت انجام خواهد شد.

جدول ۶- نتایج رگرسیون پنل دیتا

شرح	پارامتر برآورد شده	مقدار آماره t	سطح معناداری	عامل تورم واریانس
سررسید بدهی	-۰/۵۷	-۸/۶۱	۰/۰	۱/۰۶
اهرم مالی	-۰/۰۶	-۸/۸۷	۰/۰	۱/۰۴
سودآوری	-۰/۰۰۱	-۳/۹۶	۰/۰۰۰۱	۱/۲۴
ریسک	-۰/۰۲	-۲/۸۹	۰/۰۰۴	۱/۲۹
ضریب تعیین	۰/۴۸	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۷
آماره F	۴/۴۲	سطح معناداری آماره F		۰/۰
آماره دوربین واتسون	۱/۸۹			

براساس نتایج جدول فوق، ضرائب متغیرهای فرضیه دوم شامل سررسید بدهی، اهرم مالی، سودآوری و ریسک به ترتیب برابر با ۰/۵۷، -۰/۰۶، -۰/۰۰۱ و -۰/۰۲ در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار شده‌اند. همچنین مقادیر عامل تورم واریانس متغیرها همگی کمتر از عدد ۲ بوده که بیانگر عدم وجود همخطی میان متغیرهای مستقل می‌باشد. براساس نتایج جدول فوق ضریب تعیین برابر ۰/۴۸ بوده و به معنی آن است که ۴۸ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده شده است. همچنین آماره F با مقدار ۴/۴۲ در سطح ۰/۰۵ معنادار شده که به معنی خوبی مدل برآورد شده می‌باشد. مقدار آماره دوربین واتسون نیز برابر ۱/۸۹ است که نشان دهنده عدم وجود ارتباط معنادار میان جملات اختلال مدل می‌باشد. ضرایب سررسید بدهی و اهرم مالی به ترتیب با مقادیر ۰/۵۷ و -۰/۰۶ در سطح اطمینان ۹۵ معنادار شده‌اند؛ بنابراین فرضیه دوم مبنی بر اینکه بین منابع تامین مالی و سیاست تقسیم سود در شرکتهای منتخب بورسی در دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۳۸۷ رابطه معناداری وجود دارد تایید می‌گردد. همچنین علامت این ضریب نشان می‌دهد که با افزایش هر واحد از منابع تامین مالی و اهرم مالی، تقسیم سود به ترتیب با مقادیر ۰/۵۷ و ۰/۰۶ کاهش می‌یابد.

۸-۲- آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم و معادله رگرسیونی آن به صورت زیر می‌باشد:

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{بین عدم تقاوت اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود رابطه معنی داری وجود ندارد: } H_0 \\ \text{بین عدم تقاوت اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود رابطه معنی داری وجود دارد: } H_1 \\ DP_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 IA_{i,t} + \gamma_2 PROFIT_{i,t} + \gamma_3 RISK_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{array} \right.$$

براساس نتایج جدول ۷، مقدار ضریب همبستگی پیرسون میان متغیرهای تحقیق همگی در سطح ۹۵ درصد اطمینان معنادار شده‌اند. از این رو با توجه به اینکه مقادیر ضرائب همگی کمتر از ۰/۷ است، احتمال وجود همخطی میان متغیرهای مستقل بسیار ضعیف می‌باشد.

براساس نتایج جدول ۸ آماره F با مقدار ۱/۹۷ در سطح ۹۵ درصد معنادار شده؛ از این رو آزمون لیمر (چاو) مبنی بر قابلیت انجام رگرسیون پنل دیتا تایید می‌گردد.

براساس نتایج جدول ۹، آماره کای دو با مقدار ۸/۹۱ در سطح ۹۵ درصد معنادار شده؛ از این رو فرضیه اثرات ثابت تایید شده و مدل رگرسیون پنل دیتا با روش اثرات ثابت انجام خواهد شد.

جدول ۷- ماتریس همبستگی متقابل داده‌ها

متغیر	سود تقسیمی	عدم تقارن اطلاعاتی	سودآوری	ریسک
سود تقسیمی	۱	-----	-----	-----
سطح معناداری	-----	-----	-----	-----
عدم تقارن اطلاعاتی	-۰/۳۶	۱	-----	-----
سطح معناداری	۰/۰	-----	-----	-----
سودآوری	-۰/۲۵	۰/۳۶	۱	-----
سطح معناداری	۰/۰	۰/۰	-----	-----
ریسک	-۰/۳۳	۰/۳۹	۰/۴۴	۱
سطح معناداری	۰/۰	۰/۰	۰/۰	-----

جدول ۸- آزمون لیمر (چاو)

شرح	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون
آزمون لیمر (چاو)	۱/۹۷	۰/۰۰۱	تایید می‌گردد

جدول ۹- آزمون هاسمن

شرح	آماره کای دو	سطح معناداری	نتیجه آزمون
آزمون هاسمن	۸/۹۱	۰/۰	تایید می‌شود

جدول ۱۰- نتایج رگرسیون بیل دیتا

شرح	پارامتر برآورد شده	مقدار آماره t	سطح معناداری	عامل تورم واریانس
عدم تقارن اطلاعاتی	-۰/۰۶	-۴/۶	۰/۰	۱/۲۵
سودآوری	-۰/۰۰۵	-۲/۵۱	۰/۰۰۱	۱/۳۱
ریسک	-۰/۴۳	-۳/۶۶	۰/۰۰۰۳	۱/۳۴
ضریب تعیین	۰/۳۲		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۱
آماره F	۱/۹		سطح معناداری آماره F	۰/۰
آماره دورین واتسون	۱/۸			

براساس نتایج جدول ۱۰، ضرائب متغیرهای فرضیه سوم شامل عدم تقارن اطلاعاتی، سودآوری و ریسک به ترتیب برابر با $-۰/۰۶$ ، $-۰/۰۰۵$ و $-۰/۴۳$ در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار شده‌اند. همچنین مقادیر عامل تورم واریانس متغیرها همگی کمتر از عدد ۲ بوده که بیانگر عدم وجود همخطی میان متغیرهای مستقل می‌باشد. براساس نتایج جدول فوق، ضریب تعیین برابر با $۰/۳۲$ بوده و به معنی آن است که ۳۲ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده شده است. همچنین آماره F با مقدار $۱/۹$ در سطح $۰/۰۵$ معنادار شده که به معنی خوبی مدل برآورد شده می‌باشد. مقدار آماره دورین واتسون نیز برابر $۱/۸$ است که نشان‌دهنده عدم وجود ارتباط معنادار میان جملات اختلال مدل می‌باشد. ضریب عدم تقارن اطلاعاتی با مقدار $-۰/۰۶$ در سطح اطمینان ۹۵ معنادار شده است؛ بنابراین فرضیه سوم مبنی بر اینکه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های منتخب بورسی در دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۹۱ رابطه معناداری وجود دارد تایید می‌گردد. همچنین علامت این ضریب نشان می‌دهد که با افزایش هر واحد عدم تقارن اطلاعاتی، $۰/۰۶$ تقسیم سود کاهش می‌یابد.

۹- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

۱- شرکت‌هایی که نسبت بدهی زیادی به حقوق صاحبان سهام دارند برای تأمین وجوه مورد نیاز به منظور پرداخت بهره و اصل بدهی در سر رسید، ممکن است در صد بیشتری از سود را در شرکت حفظ کنند و سود کمتری بین سهامداران توزیع کنند. با توجه به نتایج حاصل از فرضیه اول مبنی بر این: «بین منابع تأمین مالی و سیاست تقسیم سود رابطه معنی‌داری وجود دارد» که مورد تأیید قرار گرفت پیشنهاد می‌گردد:

مدیران شرکتها، سهامداران، دولت و سایر استفاده‌کنندگان به خاطر روند خصوصی شدن شرکت‌های دولتی، نتایج پژوهش حاضر را مدنظر قرار دهند.

۲- به موجب اهمیت روزافزون اطلاعات در بازارهای مالی و همچنین کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان استفاده‌کنندگان و با توجه به نتایج حاصل از بررسی فرضیه دوم مبنی بر این: «بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود رابطه معنی‌داری وجود دارد» که مورد تأیید قرار گرفت نشان‌دهنده این نکته هستند که وجود عدم تقارن اطلاعاتی زیاد بین مدیران و استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی حاکی از این خواهد بود که شرکت‌ها تمایلی به تقسیم سود بیشتر نداشته و سود بیشتری را میان سهامداران خود توزیع نخواهند کرد. لذا پیشنهاد می‌گردد:

مدیران شرکت‌ها در برنامه‌ریزی‌های خود برای تقسیم سود به این نکته توجه نمایند که انباشت وجه نقد بدون بازده موجب کاهش کارایی و در نهایت کاهش ارزش شرکت خواهد شد.

منابع

۱. اسدی، غلامحسین؛ عزیزی بصیری، سعید، (۱۳۸۷)، «بررسی ارتباط سودآوری و نقدینگی در شرکت‌ها و تأثیر آن بر سود تقسیمی»، فصلنامه پیام مدیریت، شماره ۲۸.
۲. پورحیدری، امید؛ دلدار، مصطفی، (۱۳۹۱)، «بررسی تأثیر گروه‌های تجاری بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله حسابداری مدیریت، صفحات: ۶۷-۸۴.
۳. حاجیها، زهره؛ اخلاقی، حسنعلی، (۱۳۹۰)، «تأثیر عوامل خاص شرکت بر ساختار سررسید بدهی»، مجله پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال اول، شماره ۱، صفحات: ۳۹-۶۲.
۴. خواجوی، شکرالله؛ منفردمهاری، محمد، (۱۳۹۰)، «بررسی کارایی شاخصهای سنتی و نوین نقدینگی در پیش‌بینی هموارسازی سود شرکتها»، مجله دانش حسابداری، شماره ۴، صفحات: ۱۰۵-۱۲۴.
۵. صادقی، سید جلال؛ بهادری، حجت، (۱۳۸۸)، «بررسی تأثیر ساختار مالکیتی بر نسبت پرداخت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه تحقیقات مالی، دوره ۱۱، شماره ۲۷.
۶. قربانی، سعید؛ عدیلی، مجتبی، (۱۳۹۱)، «نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی»، مجله دانش حسابداری، سال سوم، شماره ۸، صص: ۱۴۹-۱۳۱.
۷. مهرانی، ساسان؛ تالانه، عبدالرضا، (۱۳۷۷)، «تقسیم سود در شرکت‌ها»، مجله حسابدار، شماره ۱۲۵.
8. (2012), "Ownership Structure, Board Composition and Dividend Policy in Pakistan", COMSATS Institute of Information Technology, Islamabad – Pakistan, PP: 1-24.
9. Al-Gharaibeh, M, and Zurigat, Z, and Al-Harashsheh, Kh, (2013), "The Effect of Ownership Structure on Dividends Policy in Jordanian Companies", Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, VOL 4, NO 9, PP: 769-796.
10. Arshad, Z. and et al. (2013), "Ownership structure and dividend policy", Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, Vol 5, No 3, PP: 378-401.
11. Ghassan, A. (2012), "Measurement of Impact Agency Costs Level of Firms on Dividend and Leverage Policy: An Empirical Study", Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, VOL 4, NO 9, PP: 234-243.
12. Khan, A., and et al, (2012), "Impact of Financial Leverage on Agency Cost of Free Cash Flow: Evidence from the Manufacturing sector of Pakistan", Journal of Basic and Applied, Scientific Research, PP: 6694-6700.
13. Shahtemoori Ardestani, H, and et al, (2013), "Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia", Journal of Applied Finance & Banking, vol. 3, no. 1, PP: 123-136.
14. Utami, S. R. and Inanga, E. L., (2011), "Agency Costs of Free Cash Flow, Dividend Policy, and Leverage of Firms in Indonesia", European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, Issue 33, PP: 8-24.
15. Uwuigbe, U, and et al, (2012), "Dividend Policy and Firm Performance: a Study of Listed Firm in Nigeria", Accounting and Management Information Systems, Vol. 11, No. 3, PP: 442-454.
16. Vojtech, C. M., (2009), "the Relationship between Information Asymmetry and Dividend Policy", Available at <http://southwesternfinance.org/conf-2010/D1-3.pdf>
17. Vojtech, C, (2012), "The Relationship between Information Asymmetry and Dividend Policy", Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C., PP: 1-56