

## Profit Transparency and Profit Payment Policy<sup>1</sup>

Safora Abbasi<sup>1</sup>, Reza Gholami Jamkarani<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Master's degree, Department of accounting, Qom branch, Islamic Azad University, Qom, Iran.  
saforaabbasi62@gmail.com

<sup>2</sup> Assistant Professor, Department of accounting, Qom branch, Islamic Azad University, Qom, Iran  
(Corresponding author). gholami@qom-iau.ac.ir

### Abstract

The purpose of the present study is to review the impact of profit transparency on the policy of stock profit payment. In this regard, a sample composed of 105 corporates accepted in Tehran stock exchange during 2012 to 2019 was studied. Multivariate regression was used for hypothesis testing and EViews software was applied for statistical analysis. The results showed that there is a significantly negative correlation between profit transparency and stock profit payment. The results were in line with the signaling theory. Managers, compared to those outside corporate beneficiaries, have more information about the perspective of corporations, therefore they use stock cash profit to transfer their secret information to the market. By decreasing information asymmetry, profit transparency weakens the role of stock cash profit as an expensive signaling mechanism.

**Keywords:** Profit Transparency, Profit Split Policy, Signaling Theory, Information Asymmetry.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی

<http://sebau.journal.qom-iau.ac.ir/>

1. **Received:** 2021/10/04 ; **Revised:** 2021/11/08 ; **Accepted:** 2021/12/13 ; **Published online:** 2021/12/22

© the authors

**Publisher:** Qom Islamic Azad University



## شفافیت سود و خط مشی پرداخت سود<sup>۱</sup>

صفورا عباسی<sup>۱</sup>، رضا غلامی جمکرانی<sup>۲</sup>

<sup>۱</sup> کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد قم، دانشگاه آزاد اسلامی، قم، ایران. saforaabbasi62@gmail.com  
<sup>۲</sup> استادیار، گروه حسابداری، واحد قم، دانشگاه آزاد اسلامی، قم، ایران (نویسنده مسئول). gholami@qom-iau.ac.ir

### چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر شفافیت سود بر سیاست پرداخت سود سهام است. در این راستا، نمونه‌ای متشکل از ۱۰۵ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۸ مورد بررسی و مطالعه قرار گرفت. برای آزمون فرضیه از رگرسیون چندمتغیره، و برای تحلیل‌های آماری از نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است. نتایج نشان داد که شفافیت سود با پرداخت سود سهام، رابطه منفی و معناداری دارد. نتایج با تئوری علامت‌دهی همسو بود. مدیران در مورد چشم‌انداز شرکت‌ها در مقایسه با خارج از ذی‌نفعان شرکت، اطلاعات بیشتری دارند و بنابراین از سود سهام نقدی برای انتقال اطلاعات خصوصی خود به بازار استفاده می‌کنند. شفافیت سود با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، نقش سود سهام نقدی به عنوان یک مکانیزم علامت‌دهی پرهزینه را تضعیف می‌کند.

**کلیدواژه‌ها:** شفافیت سود، سیاست تقسیم سود، تئوری علامت‌دهی، عدم تقارن اطلاعاتی.

## ۱. مقدمه

شفافیت اطلاعات مالی شرکت‌ها برای استفاده‌کنندگان این اطلاعات از اهمیت بالایی برخوردار است. این اطلاعات مالی کمک می‌کند، تا سهام‌داران عملکرد گذشته شرکت، توانایی، ضعف‌ها، نقدینگی، توانایی پرداخت دیون و اثربخشی مدیریت را ارزیابی کنند. همچنین، صورت‌های مالی به سهام‌داران در ارزیابی جریان‌های نقدی مؤثر بر تعیین ارزش ذاتی سهام کمک می‌کند (چنگ یان و همکاران، ۲۰۱۰). تردیدی نیست که هیچ‌کس به اندازه خود شرکت‌ها از وضعیت مالی‌شان آگاهی کامل ندارد و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و مالکان، همواره وجود دارد.

سود تقسیمی از موضوع‌های با اهمیت بازار سرمایه است؛ چرا که پرداخت شرکت به سهام‌داران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی و متعاقباً ارزیابی آن‌ها تأثیر می‌گذارد. مطالعات قبلی نشان می‌دهد که سیاست پرداخت سود سهام می‌تواند اطلاعات مربوط به چشم‌انداز شرکت، یعنی نظریه علامت‌دهی را به سهام‌داران منتقل کند (مولچاندری و همکاران، ۲۰۲۰).

بر اساس نظریه‌های موجود در مورد عدم تقارن اطلاعاتی و پرداخت سود سهام، دو فرضیه متضاد می‌توان ارائه داد. اولین فرضیه، مبتنی بر تئوری علامت‌دهی برای سود نقدی سهام است. طبق تئوری علامت‌دهی، مدیران در مورد چشم‌انداز شرکت‌ها در مقایسه با خارج از ذی‌نفعان شرکت، اطلاعات بیشتری دارند. بنابراین، از سود سهام نقدی برای انتقال اطلاعات خصوصی خود به بازار استفاده می‌کنند. این تئوری یک رابطه مثبت بین عدم تقارن اطلاعاتی و پرداخت سود سهام را پیشنهاد می‌کند. در این رابطه، بارث و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) نشان می‌دهند که سطوح بالاتر شفافیت اطلاعاتی باعث کاهش ضعف اطلاعاتی سرمایه‌گذاران خارجی می‌شود. بنابراین، آنها از شرکت‌هایی که سود شفاف دارند، هزینه کمتری از سهام را طلب می‌کنند. با پیشبرد این دیدگاه، فرض می‌شود که اگر شفافیت اطلاعاتی بتواند، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد، نقش سود سهام نقدی به عنوان یک مکانیزم علامت‌دهی پرهزینه، نسبتاً ضعیف می‌شود. در نتیجه، شرکت‌هایی که سود شفاف دارند، ممکن است در شرایط برابر، سود نقدی کمتری پرداخت کنند (چایوهان و پاتهاک، ۲۰۲۰).

فرضیه دوم در این رابطه، بر اساس محدودیت‌های تأمین مالی خارجی شرکت‌ها است. با تمرکز بر محدودیت‌های مالی، اصطکاک بازار مانند عدم تقارن اطلاعاتی، مشکل نمایندگی و غیره، باعث می‌شود؛ تأمین مالی خارجی در مقایسه با تأمین مالی داخلی، هزینه بیشتری داشته باشد. در نتیجه، یک شرکت از تأمین اعتبار پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت، باز می‌ماند. این فرض بر اساس

دیدگاه سلسله مراتبی ارائه می‌شود. با توجه به این شواهد، آلمیدا و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۴) مشاهده کردند؛ شرکت‌هایی که محدودیت مالی بیشتری دارند، بیشتر از جریان‌های نقدی پول محافظت می‌کنند، تا در مقابل نیازهای سرمایه‌گذاری آتی بتوانند از آن‌ها استفاده نمایند. این بدان معناست؛ که شرکت‌هایی با محدودیت مالی بیشتر، احتمالاً سود سهام کمتری پرداخت خواهند کرد. در این رابطه فرض می‌شود؛ که سطح بالاتر شفافیت اطلاعاتی، می‌تواند عدم اطمینان در مورد ارزش اقتصادی یک شرکت را کاهش دهد؛ که به نوبه خود، محدودیت‌های مالی شرکت را کاهش می‌دهد. تا آنجا که شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها بتواند محدودیت‌های مالی را کاهش دهد، برای سرمایه‌گذاری‌های آینده نیازی به جمع‌آوری پول نقد نیست. بنابراین، آنها می‌توانند سود نقدی بیشتری به سهام‌داران پرداخت کنند (پاتهاک و راناجی، ۲۰۲۱).

بر اساس مطالب بیان شده در مورد ارتباط بین شفافیت اطلاعات و سیاست‌های پرداخت سود سهام شرکت‌ها، سؤال اصلی مطالعه حاضر این است؛ که اثر شفافیت سود بر خط‌مشی پرداخت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چگونه است؟

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

تصمیم به پرداخت یا عدم پرداخت سود سهام، تأثیر فراوانی بر ارزش شرکت دارد. پرداخت سود سهام، سبب کاهش وجوه نقدی می‌شود و مدیران را به سمت استفاده از منابع بیرونی به منظور تأمین مالی وجوه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری‌های برنامه‌ریزی شده، سوق می‌دهد. استفاده از منابع بیرونی از یک طرف به افزایش ریسک و بهره‌ناشی از افزایش بدهی و از طرف دیگر سبب کاهش مالیات پرداختی شرکت می‌گردد (دعائی و سیدجمالی، ۱۳۹۷). با این وجود، عدم پرداخت سود سهام، سبب کاهش بازده سرمایه‌داران می‌گردد که می‌تواند عملکرد ناموفق مدیریت را به بازار ارسال نماید. شرکت‌ها سیاست‌های مختلفی را برای تقسیم سود دارند؛ ولی صرف نظر از سیاست خاص هر شرکت، مدیران سعی می‌کنند، با توجه به اطلاعاتی که از آینده شرکت دارند، میزان سود تقسیمی را طوری تنظیم کنند که از تأثیرات منفی تغییرات سود تقسیمی بر روی سهام‌داران احتراز نمایند (حاجی و شریفی، ۱۳۹۹). تقسیم سود شرکت‌ها از دو جنبه بسیار مهم قابل بحث است. از یک طرف، عاملی اثرگذار بر سرمایه‌گذاری‌های پیش روی شرکت‌هاست؛ به این معنی که تقسیم سود، موجب کاهش منابع داخلی و افزایش نیاز به منابع مالی خارجی می‌شود. از طرف دیگر،

بسیاری از سهام‌داران شرکت، خواهان تقسیم سود نقدی هستند. از این رو، مدیران با هدف حداکثر کردن ثروت سهام‌داران، همواره باید بین علایق مختلف آنان و فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری تعادل برقرار کنند؛ بنابراین، تصمیمات تقسیم سود که از سوی مدیران شرکت‌ها اتخاذ می‌شود، بسیار حساس و دارای اهمیت است (دعائی و سیدجمالی، ۱۳۹۷). در نهایت، با توجه به نکات مورد اشاره می‌توان گفت، سیاست تقسیم سود یک شرکت باید همواره دو هدف را تأمین کند؛ اول تهیه نقدینگی لازم برای تداوم رشد شرکت و دوم افزایش ثروت سهام‌داران. بدین ترتیب، در مورد شرکت‌های رشدی که اجرای طرح‌های توسعه را در دست دارند؛ تقسیم سود پایین در اولویت است. برعکس، شرکت‌هایی که به دوران رشد و بالندگی و ثبات خود رسیده‌اند، می‌توانند با تقسیم مناسب سود سهام، انتظارات سرمایه‌گذاران را تأمین کنند، بدون آنکه مشکلی در روند فعالیت شرکت ایجاد شود. خط‌مشی پرداخت سود به عنوان یکی از سازوکارهای کاهش تضاد منافع، مطرح شده است.

بر مبنای فرضیه جریان نقد آزاد، مدیران فرصت طلب، از وجوه آزاد به منظور سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها و اموری که باعث افزایش پرستیژ و شهرت آنها می‌شود، به نفع خود استفاده می‌کنند. فرضیه نتیجه، بیان می‌کند تقسیم سود نتیجه کیفیت حاکمیت شرکتی است. در واقع شرکت‌هایی که حقوق سهام‌داران در آن رعایت نمی‌شود، دچار مدیریت‌های فرصت طلب می‌شوند، زیرا مدیران دارای قدرت گسترده‌ای بوده و با نظارت بسیار کمی از طرف صاحبان سهام مواجه می‌شوند. در این صورت، مدیران سعی می‌کنند که وجه نقد را به جای توزیع بین سهام‌داران، درون شرکت نگاه دارند. بنابراین، پرداخت سود کمتر، نتیجه حاکمیت ضعیف‌تر است. اما اگر سهام‌داران قدرت کافی داشته باشند، می‌توانند بر سود تقسیمی اثر بگذارند. در مقابل، براساس فرضیه جایگزینی، توزیع سود، جایگزین حقوق صاحبان سهام می‌شود. یعنی شرکت‌های با حاکمیت ضعیف‌تر، سود تقسیمی بیشتری می‌پردازند، تا جانشینی برای مدیریت ضعیف آنها باشد. این مبحث به خصوص روی نیاز شرکت برای تأمین مالی از طریق بازارهای سرمایه‌ای بیرونی تمرکز می‌کند.

چایوهان و پاتاک<sup>۱</sup> (۲۰۲۰) در مطالعه‌ای نشان دادند؛ شرکت‌های هندی که شفافیت بیشتری دارند، سود نقدی بیشتری پرداخت می‌کنند. نتایج آنها به صراحت، از نظریه سیاست تقسیم سود شرکت، نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی است؛ پشتیبانی می‌کند. چای و سو<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) دریافتند؛ عدم اطمینان نسبت به جریان‌های نقدی می‌تواند یکی از عوامل اثرگذار بر نسبت تقسیم سود باشد. آنها به

این نتیجه دست یافتند، که تأثیر نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام، بیشتر از سایر عوامل است. دنیس و آسوبو<sup>۱</sup> (۲۰۰۸) به این نتیجه رسیدند؛ که سود تقسیمی، تحت تأثیر اندازه، سودآوری و فرصت‌های رشد و سرمایه کسب شده است. ترانگ و هینی<sup>۲</sup> (۲۰۰۷) به این نتیجه رسیدند؛ در شرکت‌هایی که سودآوری بالایی دارند و فرصت‌های سرمایه‌گذاری‌شان محدود است یا زمانی که اکثریت سهام‌داران آن‌ها سهام‌داران خارجی هستند؛ احتمال بیشتری وجود دارد که سود سهام پرداخت نمایند. نتایج پژوهش دی سوزا<sup>۳</sup> (۱۹۹۹) رابطه منفی هزینه نمایندگی و ریسک بازار را روی نسبت تقسیم سود، تأیید کرد. اما در این پژوهش، رابطه منفی سیاست سود تقسیمی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأیید نشد.

مطالعات داخلی نیز در زمینه سیاست تقسیم سود مورد توجه است. حاجی و شریفی (۱۳۹۹) در تحقیقی، به بررسی رابطه عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج کار ایشان نشان داد؛ که بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به‌علاوه متغیرهای فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تمرکز مالکیت بر سیاست تقسیم سود، تأثیری معنادار دارد؛ اما تأثیر متغیرهای نقدینگی، گردش سهام، اندازه شرکت، حجم معاملات، ارزش معاملات و نقدشوندگی بر سیاست تقسیم سود، معنادار نیست. فیل سرائی و زارعی (۱۳۹۷) در تحقیقی به رابطه درون‌زائی مالکیت و خطی مشی تقسیم سود پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد؛ متغیرهای سرمایه‌گذاران نهادی متمرکز و سرمایه‌گذاران شرکتی متمرکز به ترتیب، دارای رابطه معنادار مثبت و منفی بر سیاست تقسیم سود است.

بر اساس نظریه‌های موجود در مورد پرداخت سود سهام، دو فرضیه متضاد را می‌توان ارائه داد. اولین فرضیه مبتنی بر تئوری علامت‌دهی برای سود نقدی سهام است. طبق تئوری علامت‌دهی، مدیران در مورد چشم‌انداز شرکت‌ها در مقایسه با خارج از ذی‌نفعان شرکت، اطلاعات بیشتری دارند. بنابراین، از سود سهام نقدی برای انتقال اطلاعات خصوصی خود به بازار استفاده می‌کنند. این تئوری یک رابطه مثبت بین عدم تقارن اطلاعاتی و پرداخت سود سهام را پیشنهاد می‌کند. در این رابطه، بارث و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۳) نشان می‌دهند که سطوح بالاتر شفافیت اطلاعاتی، باعث کاهش ضعف اطلاعاتی سرمایه‌گذاران خارجی می‌شود. در نتیجه، آنها از شرکت‌هایی که سود شفاف دارند، هزینه

1. Denis & Osobov
2. Troung & Heaney
3. D'Souza
4. Barth & et al.

کمتری از سهام را طلب می‌کنند. با پیشبرد این دیدگاه، فرض می‌شود که اگر شفافیت اطلاعاتی بتواند عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد، نقش سود سهام نقدی به عنوان یک مکانیزم علامت‌دهی پرهزینه، نسبتاً ضعیف می‌شود. در نتیجه، شرکت‌هایی که سود شفاف دارند، ممکن است در شرایط برابر، سود نقدی کمتری پرداخت کنند (چاهان و پاتاک، ۲۰۲۰). دیدگاه دوم در این رابطه، بر اساس محدودیت‌های تأمین مالی خارجی شرکت‌ها است. با تمرکز بر محدودیت‌های مالی، موانع بازار مانند عدم تقارن اطلاعاتی، مشکل نمایندگی و غیره؛ باعث می‌شود تأمین مالی خارجی در مقایسه با تأمین مالی داخلی، هزینه بیشتری داشته باشد. بنابراین، یک شرکت از تأمین اعتبار پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت، باز می‌ماند. این فرض بر اساس دیدگاه سلسله مراتبی ارائه می‌شود. با توجه به این شهود، آلمیدا و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۴) مشاهده کردند که شرکت‌هایی که محدودیت مالی بیشتری دارند، بیشتر از جریان‌های نقدی پول محافظت می‌کنند، تا در مقابل نیازهای سرمایه‌گذاری آتی بتوانند از آن‌ها استفاده نمایند. این بدان معناست که شرکت‌هایی که محدودیت مالی بیشتری دارند احتمالاً سود سهام کمتری پرداخت خواهند کرد. در این رابطه فرض می‌شود که سطح بالاتر شفافیت اطلاعاتی می‌تواند، عدم اطمینان در مورد ارزش اقتصادی یک شرکت را کاهش دهد؛ که به نوبه خود محدودیت‌های مالی شرکت را کاهش می‌دهد. تا آنجا که شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها بتواند محدودیت‌های مالی را کاهش دهد، برای سرمایه‌گذاری‌های آینده نیازی به جمع‌آوری پول نقد نیست. بنابراین، آنها می‌توانند سود نقدی بیشتری به سهام‌داران پرداخت کنند (پاتهاک و راناچی<sup>۲</sup>، ۲۰۲۰). با توجه به مطالب بیان شده فرضیه پژوهش به شکل ذیل تدوین می‌گردد:

**فرضیه پژوهش:** شفافیت سود بر خط مشی پرداخت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معنادار دارد.

### ۳. روش پژوهش

این پژوهش از نوع کاربردی، توصیفی، کمی و تجربی است. روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوا، از نوع همبستگی است، که با استفاده از داده‌های آرشیوی مستخرج از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، به تحلیل رابطه همبستگی می‌پردازد. برای تحلیل آماری داده‌ها از نرم‌افزار استاتا<sup>۳</sup> استفاده شده است. روش انتخاب نمونه، غربال‌گری (حذفی)

1. Almeida & et al.
2. Pathak & Ranajee
3. Stata

است و از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، شرکت‌هایی که شرایطی که در ادامه بیان شده را دارا باشند؛ به عنوان نمونه برگزیده شدند:

- شرکت‌ها قبل از سال ۱۳۹۱ و تا پایان سال ۱۳۹۸ عضو فعال بورس اوراق بهادار باشند،  
- دوره مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد و سال مالی در طول دوره پژوهش تغییر نکرده باشد،

- جزء شرکت‌های تولیدی باشند و اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها طی دوره پژوهش موجود باشد.  
پس از اعمال این محدودیت‌ها، ۱۰۵ شرکت انتخاب گردید.

### ۱-۳. مدل و متغیرها

به منظور بررسی اثر شفافیت سود بر خط مشی پرداخت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به تبعیت از چاهان و پاتاک (۲۰۲۰)، از برآورد مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

معادله یک:

$$\begin{aligned} \text{Dividend payouts}_{it} &= \alpha_0 + \beta_1 ET_{it} + \beta_2 \text{Cash}_{it} + \beta_3 \text{Lev}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{Capex}_{it} \\ &+ \beta_6 \text{Size}_{it} + \beta_7 \text{Age}_{it} + \beta_8 \text{PB}_{it} + \beta_9 \text{FO}_{it} + \beta_{10} \text{CF}_{it} + \beta_{11} \text{KZ}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

متغیر وابسته:

متغیر وابسته پرداخت سود<sup>۱</sup> است که برابر با نسبت سود پرداختی به کل دارایی‌ها در پایان سال مالی است.

متغیر مستقل:

معیار اندازه‌گیری شفافیت سود به تبعیت از پژوهش بارث و همکاران (۲۰۱۳) و حقیقت و علوی (۱۳۹۲) برابر است با ضریب تعیین ( $R^2$ ) رگرسیون ناشی از بازده سهام بر سود و تغییر در سودآوری طبق مدل ذیل:

معادله دو:

$$R_{i,t} = \frac{\alpha_0 E_{i,t} + \alpha_1 \Delta E_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$



که R نشان دهنده بازده سهام i در سال t، E نشان دهنده نسبت سود قبل از استهلاک به قیمت سهم i در سال t،  $\Delta E$  نشان دهنده تغییر در سود شرکت i در سال t و P نشان دهنده قیمت سهم i در سال t است.

#### متغیرهای کنترلی:

نقدینگی (Cash): نسبت منابع نقدی به کل دارایی های شرکت.

اهرم مالی (Lev): نسبت کل بدهی ها به کل دارایی ها.

بازده دارایی ها (ROA): نسبت خالص سود به کل دارایی ها.

مخارج سرمایه ای (Capex): نسبت (مجموع خالص دارایی های ثابت + استهلاک - خالص دارایی های ثابت در سال قبل + استهلاک) به کل دارایی ها.

اندازه شرکت (Size): لگاریتم طبیعی کل دارایی ها.

سن شرکت (Age): لگاریتم تعداد سال های فعالیت شرکت.

نسبت بازار به دفتری (PB): نسبت قیمت سهم به ارزش دفتری هر سهم.

سهامدار عمده (FO): درصد سهام نگه داری شده توسط بیشترین سهامدار شرکت.

جریانان نقدی (CF): نسبت سود قبل از استهلاک به کل دارایی ها.

شاخص محدودیت مالی (KZ): که بر اساس شاخص محدودیت مالی کاپلان و زینگالس تعریف می شود. برای محاسبه این شاخص از رابطه زیر استفاده می شود.

$$KZ = 17.33 - 37.486 \text{ Cash} - 15.216 \text{ DIV} + 3.39 \text{ Lev} - 1.402 \text{ MTB}$$

که در آن، MTB نسبت حاصل جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی ها به ارزش دفتری دارایی ها است. پس از محاسبه مقادیر KZ برای هر شرکت - سال، مقادیر از کوچک ترین به بزرگ ترین مرتب و سپس به پنج قسمت تقسیم می شود که شرکت - سال های حاضر در پنجک چهار و پنج را شرکت - سال های دچار محدودیت مالی شناسایی کرد. باقیمانده مدل (E): پسماند مدل.

#### ۴. یافته های پژوهش

##### ۴-۱. آماره های توصیفی

با توجه به جدول (۱)، متغیر مخارج سرمایه ای دارای میانگین ۰/۰۳۷۶۳۱ و انحراف معیار ۰/۱۰۶۹۹۰، نقدینگی دارای میانگین ۰/۰۶۸۱۷۹ و انحراف معیار ۰/۰۸۷۹۵۱، جریانان نقدی دارای میانگین ۰/۱۲۷۹۲۸، سن شرکت دارای میانگین ۰/۵۷۵۸۷۰، پرداخت سود، دارای میانگین

۰/۰۴۷۵۷۴ و انحراف معیار ۰/۰۷۲۲۵۶ است.

همچنین، شفافیت سود دارای میانگین ۰/۶۴۵۰۴۶ و انحراف معیار ۰/۲۶۸۲۹۹، شاخص محدودیت مالی دارای میانگین ۰/۴۰۴۹۰۸ و اهرم مالی دارای میانگین ۰/۵۷۲۸۲۰ و انحراف معیار ۰/۲۰۳۹۷۵، نسبت بازار به دفتری دارای میانگین ۳/۴۸۷۸۲۱ و انحراف معیار ۲۹/۱۱۰۰۶، نرخ بازده دارایی‌ها دارای میانگین ۰/۱۰۶ و انحراف معیار ۰/۱۳۵ و اندازه شرکت دارای میانگین ۱۴/۵۴ و انحراف معیار ۱/۵۷ به دست آمده است.

جدول شماره ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	بیشترین مقدار	کمترین مقدار	انحراف معیار
مخارج سرمایه‌ای	0.037631	0.008148	0.901603	-0.2632	0.106990
نقدینگی	0.068179	0.037702	0.821668	0.000266	0.087951
جریان‌ات نقدی	0.127928	0.111252	0.614818	-0.39835	0.136631
سن شرکت	1.575870	1.623249	1.832509	1.079181	0.155644
پرداخت سود	0.047574	0.019143	0.613593	0.000000	0.072256
شفافیت سود	0.645046	0.706451	0.998559	0.002278	0.268299
محدودیت مالی	0.404908	0.000000	1.000000	0.000000	0.491125
اهرم مالی	0.572820	0.574461	1.342581	0.036955	0.203975
نسبت بازار به دفتری	3.487821	2.584521	153.5164	-862.987	29.11006
نرخ بازده دارایی‌ها	0.106957	0.087704	0.603493	-0.40446	0.135369
اندازه شرکت	14.54782	14.33131	20.18339	11.11602	1.571652

#### ۲-۴. آزمون نرمال بودن متغیرها

پیش از تعیین روش آماری مناسب برای تحلیل، فرضیه نرمال بودن مشاهدات به صورت استنباطی با استفاده از آماره جارک‌برا، بررسی می‌شود.

در آزمون جارک‌برا، فرضیه‌های مورد بررسی به صورت زیر تعریف می‌شوند:

$$\begin{cases} \text{مشاهدات از توزیع نرمال پیروی می‌کنند: } H_0 \\ \text{مشاهدات از توزیع نرمال پیروی نمی‌کنند: } H_1 \end{cases}$$

با توجه به مقادیر جدول (۲) با توجه به اینکه سطح معناداری مربوط به تمام متغیرها بیشتر از ۰/۰۵ است؛ فرضیه نرمال بودن مشاهدات (فرض صفر) رد نمی‌شود. به عبارت بهتر، فرضیه صفر، مبنی بر نرمال بودن داده‌ها تأیید می‌شود.

جدول شماره ۲- نتایج آزمون جاک برآ

متغیرها	آماره آزمون	سطح معناداری
مخارج سرمایه ای	۱,۶۲	۰,۰۷۹
نقدینگی	۱,۵۳	۰,۱۰۱
جریانان نقدی	۱,۴۴	۰,۱۲۵
سن شرکت	۱,۶۱۳	۰,۰۷۸
پرداخت سود	۱,۸۰۷	۰,۰۶۵
شفافیت سود	۱,۴۵۱	۰,۱۵۲
شاخص محدودیت مالی	۱,۳۳۱	۰,۱۳۲
اهرم مالی	۱,۷۴۲	۰,۰۶۵
نسبت بازار به دفتری	۱,۶۸۳	۰,۰۷۵
نرخ بازده دارایی‌ها	۱,۸۴۵	۰,۰۸۶
اندازه شرکت	۱,۰۲۳	۰,۰۹۵

#### ۳-۴. آزمون چاو و آزمون هاسمن

آزمون تشخیصی چاو و هاسمن برای انتخاب از بین الگوی داده‌های ترکیبی معمولی، در مقابل الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت، انجام می‌شود که نتایج آن در جدول (۳) آورده شده است. با توجه به اینکه سطح معناداری آماره به دست آمده از آزمون چاو برابر با  $0/001$  بوده و کمتر از  $0/05$  است، فرض صفر، یعنی یکسان بودن ضرایب متغیرها رد شده و روش داده‌های پانلی، پذیرفته می‌شود. سطح معناداری آماره به دست آمده از آزمون هاسمن برابر با  $0/001$  بوده و بیشتر از  $0/05$  است، فرض صفر، یعنی وجود اثرات تصادفی رد شده و در نتیجه روش اثرات ثابت، پذیرفته می‌شود.

جدول شماره ۳- آزمون تعیین مدل مناسب در داده‌های ترکیبی

آزمون چاو	سطح معنی‌داری	مقدار آماره	نوع داده‌ها
مدل پژوهش	۰,۰۰۱	۶,۴۳	تابلویی
آزمون هاسمن	سطح معنی‌داری	Chi-Sq. Statistic	نتیجه آزمون
مدل پژوهش	۰,۰۰۱	۲۱۷,۵۳	اثرات ثابت

#### ۴-۴. نتیجه آزمون فرضیه پژوهش

با توجه به جدول (۴) و با مقایسه مقدار آماره فیشر با مقدار جدول، فرض صفر، مبنی بر صفر بودن ضرایب رد می‌شود و معنی‌دار بودن کل مدل رگرسیون تأیید می‌گردد. با توجه به اینکه آماره دوربین واتسن مدل برابر  $1/85$  (نزدیک به ۲) است؛ نشان از عدم خود همبستگی باقیمانده‌های مدل

و تأیید مدل است. مقدار ضریب تعیین مدل تخمینی برابر ۶۸/۵ درصد و بیانگر این امر است که متغیرهای توضیحی، توانایی توضیح ۶۸/۵ درصد از تغییرات میانگین متغیر وابسته را دارند. با توجه به ستون مقدار سطح معناداری در سمت چپ برای متغیر شفافیت سود برابر با ۰/۰۱۵۲ است و این مقدار چون از مقدار ۰/۰۵ کمتر است، در نتیجه رابطه معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین این متغیر با متغیر وابسته تقسیم سود وجود دارد، در نتیجه فرضیه پژوهش تأیید می‌گردد و با توجه به مقدار ۰/۱۱ - ستون ضرایب این رابطه منفی است.

جدول شماره ۴- مدل OLS بر اساس داده‌های پانلی شده با اثرات ثابت

متغیر وابسته تقسیم سود				
مقدار احتمال	آماره t	انحراف معیار	ضرایب	پارامتر
0.0152	-2.436733	0.45234	-0.110224	شفافیت سود
0.9158	-0.105731	0.015252	-0.001613	مخارج سرمایه‌های
0.0660	1.841264	0.022653	0.041710	نقدینگی
0.9734	0.033336	0.149273	0.004976	جریان‌ات نقدی
0.1050	-1.622967	0.087608	-0.142185	سن شرکت
0.6055	-0.516767	0.004056	-0.002096	محدودیت مالی
0.4670	-0.727707	0.015465	-0.011254	اهرم مالی
0.7273	0.348887	4.90E-05	1.71E-05	نسبت بازار به دفتری
0.4558	0.746105	0.149832	0.111791	نرخ بازده دارایی‌ها
0.0030	-2.976533	0.005836	-0.017371	اندازه شرکت
0.0000	5.309388	0.098467	0.522799	عرض از مبدأ
0.740		ضریب تعیین		
0.685		ضریب تعیین تعدیل شده		
13.32		آماره F فیشر		
0.001		احتمال آماره F فیشر		
1.84		دوربین واتسن		

## ۵. نتیجه‌گیری

یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه پژوهش نشان داد؛ شرکت‌هایی که شفافیت سود بیشتر دارند، سود نقدی کمتری پرداخت می‌کنند. وجود شفافیت از یک سو به سهام‌داران خرد اطمینان می‌دهد که

همواره اطلاعات قابل اتکاء و به موقع در خصوص ارزش شرکت، دریافت خواهند کرد و سهامداران عمده و مدیران در پی تضييع حقوق آنها نيستند و از سوى ديگر، مديران براي تلاش در جهت افزايش ارزش شرکت، به جاي پيگيري منافع کوتاه مدت شخصي ترغيب مي شوند. نتيجه حاصل از اين پژوهش در راستاي يافته هاي پژوهش بارث و همکاران (۲۰۱۳) و نظريه علامت دهی است. اين يافته ها مي تواند توجه سرمايه گذاران را به تأثير شفافيت سود و همچنين توجه سازمان امور مالياتي و سازمان بورس اوراق بهادار را به تدوين الزاماتي جهت افشاي برنامه ها و رويه هاي مالياتي شرکت هاي بورسي معطوف نمايد. يکي از مواردی که در اين راستا می تواند مورد توجه قرار گیرد، دقت در تدوين استانداردهاي مرتبط با نحوه حسابداری درآمد است.

جلب اعتماد سرمايه گذاران و ذی نفعان، مستلزم وجود یک بازار سرمايه شفاف و روشن است. اما شفافيت بازار سرمايه خود در گرو گزارش هاي مالي با کيفيت و به موقع شرکت هاي پذيرفته شده در بورس است. بدون وجود چنين گزارشاتي، استفاده کنندگان نمی توانند فرصت ها و خطرات سرمايه گذاري را به موقع تشخيص دهند. از اين رو، مديران می توانند ارزش شرکت خود را از طريق فراهم آوردن گزارش هاي مالي شفاف و با کيفيت افزايش دهند.

با توجه به نتايج حاصل از پژوهش، به نظر می رسد؛ سازمان بورس اوراق بهادار به عنوان نهادی نظارتي در بازار سرمايه ايران، به منظور جهت دهی بازار به سمت کارايی و جلوگيري از نشر اطلاعات نامتقارن که منجر به گزينش هاي نامناسب می شود و همچنين برای جلب اعتماد استفاده کنندگان از گزارش هاي مالي، برای اتخاذ تصميم هاي بهينه، می تواند از طريق نظارت بيشتري بر کيفيت و ارائه به هنگام گزارش هاي مالي تهيه شده توسط شرکت هاي فعال در بازار و نيز روابط نمايندگی حاکم در اين شرکت ها، آنها را ملزم به ارائه اطلاعاتی با کيفيت، شفاف و دقيق نمايد.

## منابع

- حاجی، توفیق؛ شریفی، فهیمه (۱۳۹۹). بررسی رابطه عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*، ۶(۱۰).
- حقیقت، حمید؛ علوی، سید مصطفی (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین شفافیت سود حسابداری و بازده غیرعادی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۵(۱۵)، ص ۲-۱۲.
- دعانی، میثم؛ سید جمالی، ذکبه سادات (۱۳۹۷). رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به اثر تعدیل‌گری عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار مالکیت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*، شماره ۶.
- فیل‌سرای، مهدی؛ زارعی، علیرضا (۱۳۹۷). رابطه درون‌زانی مالکیت و خطی‌مشی تقسیم سود: بهره‌گیری از همسان‌سازی داده‌ها بر اساس تکنیک مجینگ (PSM). *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۰(۳۸)، ص ۱۱۵-۱۴۱.
- Almeida, H., Campello, M. & Weisbach, M.S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *The Journal of Finance*, 59(4), P. 1777-1804.
- Barth, M.E., Konchitchki, Y. & Landsman, W.R. (2013). Cost of capital and earnings transparency. *Journal of Accounting and Economics*, 55(2-3), P. 206-224.
- Chauhan. Y. & Pathak, R. (2020). Does earnings transparency affect corporate payout decisions? *International Journal of Managerial Finance*. 17(2), P. 237-255.  
DOI: <https://doi.org/10.1108/IJMF-11-2019-0441>
- Chay, J.B. & Jungwon, S. (2009). Payout Policy and Cash flow Uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 93, P.88-107.
- Cheung, Y.L. & et al. (2010). A transparency Disclosure Index measuring disclosures: Chinese listed companies. *Journal of Accounting Public Policy*, 29, P.259-280.  
DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2010.02.001>
- D'Souza, J. (1999). Agency Cost, Market Risk, Investment Opportunities and Dividend Policy- An International Perspective. *Managerial Finance*, 25(6), P.35-43.
- Denis, D.J. & Osobov, I. (2008). Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on The Determinants of Dividend Policy. *Journal of Financial Economics*, 89, P.62-82.
- Nguyen, A.H. & et al. (2020). The Effect of Dividend Payment on Firm's Financial Performance: An Empirical Study of Vietnam. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(8), 353.  
DOI: <https://doi.org/10.3390/jrfm14080353>
- Pathak, R. & Ranajee, R. (2020). Earnings quality and corporate payout policy linkages: an Indian context. *The North American Journal of Economics and Finance*, 51.
- Truong, T. & Heaney, R. (2007). Largest Shareholder and Dividend Policy around the World. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47.