

## رابطه‌ی عدم تقارن اطلاعاتی با سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌ها

محسن نظری

دانشیار گروه مدیریت بازرگانی دانشگاه تهران (نویسنده مسئول و طرف مکاتبات)

منا پارسائی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تهران

سپیده‌سادات نصیری

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تهران

تاریخ دریافت: ۹۱/۱/۱۹ تاریخ پذیرش: ۹۱/۳/۲۸

### چکیده

اطلاعات سودمند مبنای تصمیم‌گیری اشخاصی است که در بازار سرمایه مشارکت می‌کنند. تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری همواره تلاش می‌کنند تا گزارشگری مالی نیازهای اطلاعاتی بازار سرمایه را تامین کرده و از عدم تقارن اطلاعاتی بکاهد. در این مقاله رابطه‌ی بین عدم تقارن اطلاعاتی با میزان سود تقسیمی شرکت‌ها بررسی می‌گردد. انتظار می‌رود که هر چه عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و بازارهای مالی بیشتر باشد، شرکت‌ها به میزان بیشتری از سودهای تقسیمی به منظور علامت‌دهی به بازار استفاده نمایند. در این پژوهش برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی از دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش در ۲۱ روز قبل از تاریخ اعلان سود استفاده می‌شود. جامعه آماری در این پژوهش، متشکل از اطلاعات ۹۷ مشاهده بین سال‌های ۱۳۸۹-۱۳۸۷ می‌باشد. نتایج نشان می‌دهد که بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود رابطه مستقیمی وجود داشته و این نتایج با تئوری علامت‌دهی سیاست تقسیم سود مطابقت دارد. همچنین به منظور اطمینان از صحت نتایج حاصله تاثیر سایر عوامل نظیر اندازه، سود آوری و ریسک بر میزان سود تقسیمی بررسی می‌شود. در نهایت با در نظر گرفتن سایر عوامل نیز این نتیجه تایید شد که عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر در شرکت‌ها موجب افزایش سودهای تقسیمی می‌شود.

**واژه‌های کلیدی:** عدم تقارن اطلاعاتی، میزان سود تقسیمی، سودآوری، ریسک، اندازه.

## ۱- مقدمه

بحث عدم تقارن اطلاعاتی از لحاظ تئوریک همواره از اهمیت ویژه‌ای برخوردار بوده است. استیگلیتز و ویز (۱۹۸۱) نقش موثری در ادبیات مالی داشته‌اند و حوزه نقش عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای اعتباری را چنان گسترش داده‌اند که بر سیاست‌های اقتصادی و رویه‌های استقرار کلیه بنگاه‌های اقتصادی در سراسر دنیا نقش قابل ملاحظه‌ای داشته است [کارلان و زینمن، ۲۰۰۶]. تئوری‌ها نشان می‌دهند که نابرابری اطلاعاتی ممکن است موجب شکست بازار شده و این امر از طریق تمایل به سرمایه‌گذاری کمتر یا بیشتر از واقع موجب ناکارآمدی در سطح کلان و خرد می‌شود. درک هر چه بیشتر این مفهوم به حل بهینه آن کمک می‌کند. دو مورد از عوامل موثر بر ناکارآمدی بازارها، انتخاب نامناسب و خطر اخلاقی می‌باشد.

انتخاب نامناسب اولین عامل عدم تقارن اطلاعاتی بوده و زمانی رخ می‌دهد که یک یا تعداد بیشتری از طرفین در یک مبادله تجاری حقیقی یا بالقوه، نسبت به طرفین دیگر دارای مزیت اطلاعاتی باشند. این موضوع به سیاست‌گذاران و قرض‌دهندگان انگیزه لازم برای توجه و تاکید بر یکپارچه‌سازی اطلاعات میان استفاده‌کنندگان صورتهای مالی را می‌دهد. خطر اخلاقی عامل دوم عدم تقارن اطلاعاتی است که بر اساس آن هر یک از طرفین در مبادله تجاری حقیقی یا بالقوه قادر به مشاهده اعمال خود در اجرا یا نقض شرایط هستند، در حالی که طرفین دیگر توانایی مشاهده عمل دیگری را ندارند [اسکات، ۲۰۰۹]. خطر اخلاقی سیاست‌گذاران و قرض‌دهندگان را به سمت وضع قوانین لازم‌الاجرا در حوزه بدهی‌ها و دعاوی حقوقی در جهت کنترل بهتر عملکرد طرفین قراردادهای و مبادلات سوق می‌دهد.

با توجه به این عوامل، اندازه‌گیری و از بین بردن عدم تقارن اطلاعاتی در عمل کاری بس دشوار بوده و گردآوری شواهد تجربی در زمینه وجود و اهمیت نابرابری اطلاعاتی به ویژه در بازارهای اعتباری به سادگی ممکن نیست [کارلان و زینمن، ۲۰۰۶]. در واقع، تقارن اطلاعاتی در صورتی وجود دارد که مدیران و بازار،

اطلاعات یکسانی درباره شرکت داشته باشند. در غیر این صورت، مدیران به دلیل دارا بودن اطلاعات محرمانه درباره شرکت، اطلاعات بیشتر و بهتری نسبت به بازار در اختیار داشته و به اطلاعات شرکت قبل از اطلاع بازار دسترسی دارند.

سیاست تقسیم سود در شرکت‌ها از اهمیت بسیاری برخوردار بوده و سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و اقتصاددانان به این مسئله توجه زیادی نموده‌اند. نتایج مطالعات تجربی در این زمینه نشان می‌دهند که افزایش سود سهام شرکت‌ها، قیمت سهم را بالا می‌برد. این مطالعات، دلایل مختلفی را برای رفتار سود سهام که تئوری علامت‌دهی یکی از مهم‌ترین آنهاست، بیان نموده‌اند. در مقابل ادعای این گروه مطالعات، تحقیق میلر و مودیگلیانی<sup>۲</sup> نشان داد که سیاست تقسیم سود در تسهیم ارزش در بازارهای سرمایه کارا و کامل، قلمی نامربوط می‌باشد [لی و ژاو، ۲۰۰۸].

در اقتصاد و به طور دقیق‌تر در تئوری قراردادهای، علامت‌دهی به ایده‌ای که در آن یک طرف مقداری اطلاعات معنی‌دار در مورد خود به طرف دیگر ارسال می‌کند، اطلاق می‌شود. مسئله علامت‌دهی از ایده اطلاعات نامتقارن نشأت می‌گیرد.

طبق مدل‌های علامت‌دهی هاتاچاریا، جان و ویلیامز، میلر و راک<sup>۳</sup>، مدیران در مورد ارزش واقعی شرکت نسبت به سرمایه‌گذاران اطلاعات بیشتری داشته و از سود سهام برای انتقال اطلاعات به بازار استفاده می‌کنند. به عبارت دیگر، آنها ارتباط مثبتی را بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود نشان داده‌اند [جعفری پرور، ۱۳۸۹].

برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی از معیارهایی مانند خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران با سود واقعی، دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و اختلاف پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران استفاده می‌شود.

در این مقاله برای قضاوت در مورد میزان عدم تقارن اطلاعاتی، از میان معیارهای موجود اختلاف قیمت خرید و فروش سهم بین مدیران و سرمایه‌گذاران انتخاب شده است. یافته‌ها حاکی از آن است که شرکت‌هایی که محیط‌های اطلاعاتی شفاف‌تری ندارند،

نظریه عدم تقارن اطلاعاتی موسوم شد. این محققین نشان دادند که عدم تقارن اطلاعاتی می تواند موجب افزایش انتخاب نامناسب در بازارها شود که این امر قبل از وقوع معامله برای افراد به وجود می آید [بسیدیق و حسینی، ۲۰۱۰].

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

میلر (۱۹۸۵) بر اثر محتوای اطلاعاتی تقسیم سود در کار خود تاکید کردند. آنها مدلی را گسترش دادند که به دنبال عدم تقارن اطلاعاتی بین مالکان و مدیران اعلام سود بر بازار تاثیر گذار بوده و دارای محتوای اطلاعاتی برای آنان می باشد. اعلام سود برای سهامداران و بازار اطلاعاتی را در مورد سود جاری که بر مبنای برآوردهای سودهای پیش بینی شده آتی شرکت قرار دارد در اختیار می گذارد. توجیهی که هاتاچاربا (۱۹۷۹) و ویلیامز (۱۹۸۵) در مورد تئوری علامت دهی ارائه کردند این است که سود تقسیمی با دادن اطلاعات درونی و محرمانه در مورد چشم انداز های اتی شرکت، از شدت عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه گذاران می کاهشد. نتایج پژوهش ویلیامز همانند جان و لانگ (۱۹۹۱) نشان داد که مدیران اطلاعات بیشتری در مورد ارزش شرکت دارند و این اطلاعات را در بازارها به وسیله تقسیم سود اعلام می کنند. (اکپارا، ۲۰۱۰)

تصمیم شرکت در مورد اینکه چه میزان سود می تواند به عنوان سود تقسیمی پرداخت شود و چه میزانی می تواند انباشته شود موضوع تصمیم گیری در مورد سیاست تقسیم سود می باشد. سیاست بهینه تقسیم سود موضوعی است که با حداکثر سازی قیمت سهام

سود سهام بیشتری پرداخت می کنند. این شواهد با تئوری علامت دهی سود سهام مطابقت دارد.

در مقاله حاضر این سئوالات بررسی می شود: آیا میزان عدم تقارن اطلاعاتی که شرکتها با آن روبرو هستند بر سیاست تقسیم سود تاثیر می گذارد؟ آیا این رابطه با دیدگاه علامت دهی اطلاعات نامتقارن سازگار است؟ با توجه به اینکه عدم تقارن اطلاعاتی، نقصی عمده در بازار بوده و سیاست تقسیم سود از مهمترین تصمیمات شرکتها محسوب می شود، پاسخ به سئوالات مذکور از اهمیت ویژه ای برخوردار است.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه تحقیق

### ۲-۱- مبانی نظری

اطلاعات بازار سرمایه را می توان به عنوان اطلاعات مربوط به اقتصاد بازار صنعت و شرکت طبقه بندی نمود. بنابراین اطلاعات مربوط به اقتصاد بخش ضروری و مهمی از دانش یک سرمایه گذار است اکثر سرمایه گذاران و کارگزاران آنچه که در بازار در حال وقوع است را با بررسی شاخص های بازار تفسیر می کنند. علاوه بر اهمیت اطلاعات بازار اطلاعات مربوط به کل اقتصاد و صنعت نیز برای یافتن درکی روشن از روند کلی وقایع و رویدادها درون صنعت ضروری است.

با توجه به اهمیت روزافزون اطلاعات، امروزه بحثهای مربوط به اقتصاد اطلاعات به یکی از موضوعات چالش برانگیز در میان کلیه طرفین درگیر در بازار شده است. این امر سبب شده که حسابداران به طور روز افزونی نسبت به بها (منافع) تهیه اطلاعات حسابداری هشیار باشند. این موضوع سنگ بنای گرایش تحقیقاتی جدیدی در حسابداری به نام اقتصاد اطلاعات می باشد. شاخه نوظهور مذکور به قدری حائز اهمیت است که هیات استانداردهای حسابداری مالی در بیانیه مفاهیم شماره ۲ خود با نام ویژگی های کیفی اطلاعات صورت های مالی ویژگی هزینه-منفعت را به عنوان محدودیتی اساسی و فراگیر هنگام ارائه اطلاعات سودمند در نظر گرفته است.

نخستین بار اکرلوف و همکاران (۱۹۷۰) در زمینه اقتصاد اطلاعات، نظریه ای را پایه گذاری کردند، که به

- در صورتی که اطلاعات در اختیار تمامی فعالان بازار قرار بگیرد، اعلامیه های سود عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش خواهد داد.
- بازار متشکل از افرادی است که توانایی های متفاوتی در پردازش اطلاعات دارند. طبق این دیدگاه عدم تقارن اطلاعاتی نباید قبل از اعلان سود افزایش یابد بلکه باید در یک سطح صعودی در پی اعلان سود باقی بماند. زیرا، برخی از معامله گران قادر به پردازش بهتر اطلاعات هستند و این پردازش اطلاعات است که موجب افزایش حجم مبادلات در یک محیط دارای نقدینگی کم تر می شود، نه عدم تقارن اطلاعاتی. در این زمان معامله گران غیر مطلع به دلیل افزایش دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام از انجام مبادله خودداری می کنند. مطالعات تجربی که بر اعلامیه های سود تاکید دارند، نتایج گوناگونی را به دست آورده است.

کریسکی و لی (۱۹۹۶) دریافتند که اعلان سود عدم تقارن اطلاعاتی را در بازار افزایش می دهد [قائم و وطن پرست، ۱۳۸۴]. چیانگ و کیم (۲۰۰۰) به بررسی اثرات عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سهامداران در رابطه با سودآوری از نظر زمان و مقدار می پردازند. طبق نتایج تحقیق یاد شده، هر چه میزان سطح مالکیت نهادی در شرکت های ژاپنی افزایش می یابد، عدم تقارن اطلاعاتی کمتری بین مدیران شرکت و سایر اشخاص مرتبط در بازار وجود خواهد داشت. بنابراین در شرکت هایی که میزان مالکیت بین شرکتی در آنها بیشتر است قیمت بازار سهام اطلاعات مرتبط با سودآوری آینده شرکت را سریعتر از شرکت هایی که مالکیت بین شرکتی کمتری دارند، در بر می گیرد [صمدی، ۱۳۹۰].

کنگ و کینگ<sup>۴</sup> (۲۰۰۲) به بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سودهای تقسیمی پرداختند. آنها از سودهای کسب شده اشخاص درون سازمانی به عنوان معیاری برای اندازه گیری عدم تقارن اطلاعاتی استفاده کردند و به این نتیجه رسیدند که تغییرات سیاست سود تقسیمی هیچ تاثیر با اهمیتی بر عدم تقارن اطلاعاتی ندارد [خانگ و کینگ، ۲۰۰۲].

باعث حداکثر شدن ثروت سهامداران و در نتیجه رشد سریع اقتصادی می شود. این سطح بهینه باعث ایجاد توازن میان سود جاری و رشد آتی شده و به همین دلیل باعث حداکثرسازی قیمت سهام می شود. در عمل هر شرکتی سیاست تقسیم سود مربوط به خود را دارد. محققان ادعا کرده اند که شرکت ها از سود تقسیمی به عنوان مکانیزمی برای علامت دهی اطلاعات در مورد چشم اندازهای رشد و ثبات شرکت به استفاده کنندگان بیرونی استفاده می کنند.

## ۲-۲- پیشینه تحقیق

تحقیقات بسیاری تاثیر اعلام سود را بر رفتار دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (که به عنوان معیاری از عدم تقارن در نظر گرفته شد)، مورد توجه قرار داده اند. در مطالعاتی که اوشمن و مورس (۱۹۸۳) بر روی ۲۵ شرکت انجام دادند به تغییر دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در زمان اعلان سود پی برده شد. وینکاتش و چیانگ (۱۹۸۶) نیز تغییرات مهمی را در دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام پس از اعلان سود، تنها زمانی که هیچ اطلاعات مهمی از جانب شرکت در ظرف ۳۰ روز قبل از اعلان سود منتشر نشده باشد، مشاهده کردند. پاتل (۱۹۹۱) نیز مدعی شد که پس از اعلان سود، دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام افزایش می یابد [قائم و وطن پرست، ۱۳۸۴].

جاکوبسون و آکر (۱۹۹۳) به بررسی مقایسه ای عدم تقارن اطلاعات بین بازارهای سرمایه ژاپن و آمریکا پرداخته اند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که بازار سرمایه ژاپن اطلاعات مربوط به سودآوری آتی را زودتر از بازار سهام آمریکا در قیمت سهام منعکس می کند. چرا که به دلیل ساختار مالکیتی شرکت ها و حضور گسترده سهامداران نهادی، سهامداران ژاپنی در مقایسه با آمریکایی ها از چشم اندازهای آتی شرکت ها بهتر آگاهند [صمدی، ۱۳۹۰]. کیم و ورچیا (۱۹۹۴) اثرات اعلان سود را به دو صورت بیان می کنند:

تقسیمی شرکت‌ها و همچنین به برگشت بعدی سودهای حسابداری که در دوره بعد از کاهش سود تقسیمی روی می‌دهد، واکنشی منفی دارد. در حقیقت مطالعه آن‌ها تصریح کرد که شواهد موجود با تئوری علامت‌دهی ناسازگار است. واکنش منفی بازار به این صورت توجیه شد که کاهش سودهای تقسیمی شرکت‌ها به معنی از دست رفتن فرصت‌های رشد شرکت‌ها است [جنسن و همکاران، ۲۰۱۰].

قائمی و وطن پرست دریافتند که عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران بین سرمایه‌گذاران وجود داشته و در دوره‌های قبل از اعلان سود به مراتب بیشتر از دوره‌های پس از اعلان سود است. همچنین مشخص شد که عدم تقارن اطلاعاتی با حجم مبادلات و قیمت سهام مرتبط بوده است، به طوری که در دوره قبل از اعلان سود حجم مبادلات افزایش یافته و قیمت سهام شرکت‌ها نیز دچار نوسان شدند [قائم و وطن پرست، ۱۳۸۴].

ابراهیمی کردلر (۱۳۸۴) به بررسی و تدوین رابطه‌ی ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد پرداختند. برای انجام آزمون تجربی دو نمونه از شرکتهای سرمایه‌پذیر انتخاب شدند. نمونه اول شامل شرکت‌هایی با درجه پایینی از مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و نمونه دوم شامل شرکت‌هایی با درجه بالایی از مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی را تشکیل می‌دهند. نتایج تحقیق نشان داده شرکت‌هایی با درجه بالایی از مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، اطلاعات بیشتری را در رابطه با سودهای آتی گزارش می‌کنند. در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی در این شرکت‌ها کاهش می‌یابد [ابراهیمی، ۱۳۸۴].

در پژوهشی خوش طینت و یوسفی اصل، استدلال کردند که عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران آگاه و ناآگاه موجب ایجاد هزینه‌های نمایندگی می‌شود که این امر به نوبه خود موجب افزایش بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران می‌گردد، لذا دینفعان هر شرکتی به دنبال مکانیزمی جهت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشند. نتایج آنها نشان داد که عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران آگاه و ناآگاه منجر به محافظه‌کاری می‌

تحقیق لافوند و واتز در مورد رابطه میان محافظه‌کاری و عدم تقارن اطلاعاتی بین استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی نشان داد که محافظه‌کاری، عدم تقارن اطلاعاتی در میان استفاده‌کنندگان و مدیریت شرکت و حتی بین خود گروه‌های استفاده‌کننده را تشدید می‌کند [لافوند و واتز<sup>۵</sup>، ۲۰۰۶].

لی و ژاو در مورد میزان تاثیر اطلاعات نامتقارن بر سیاست تقسیم سود به تحقیق پرداخته و مطالعه آن‌ها با استفاده از فایل‌های سیستم برآوردی کارگزاران نهادی<sup>۶</sup> و در سال‌های ۱۹۸۳ تا ۲۰۰۳ انجام شد. آن‌ها دو معیار اختلاف در پیش‌بینی تحلیل‌گران و خطاهای پیش‌بینی‌شان از سود را به عنوان سنج‌های از عدم تقارن اطلاعاتی بکار بردند. نتیجه تحقیق آن‌ها با تئوری علامت‌دهی ناسازگار بوده و نشان داد که هر چه عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر باشد، احتمال پرداخت سود تقسیمی کمتر است [لی و ژاو، ۲۰۰۸].

یافته‌های حاصل از تحقیق و جتک<sup>۷</sup> نشان داد در شرکت‌هایی که سود سهام بیشتری پرداخت می‌شود، شواهد کمتری از مدیریت سود وجود دارد [وجتک، ۲۰۰۹]. مطالعه اکپارا<sup>۸</sup> تاثیر بلند مدتی که عدم تقارن اطلاعاتی بر روی سیاست تقسیم سود می‌گذارد را بررسی نمود و به این نتیجه رسید که عدم تقارن اطلاعاتی به طور مستقیم و معنی داری بر سیاست تقسیم سود تاثیر می‌گذارد. به این دلیل که اشخاص درون سازمانی اطلاعات محرمانه‌ای در مورد ارزش حقیقی شرکت دارند و این اطلاعات را در تقسیم سود نشان می‌دهند [اکپارا، ۲۰۱۰].

بسیدیق و حسینی<sup>۹</sup> با بررسی ۲۸۲ نمونه شرکت در بورس لندن رابطه منفی و معناداری را میان سیاست تقسیم سود و عدم تقارن اطلاعاتی مشاهده کردند. شواهد به دست آمده با تئوری نمایندگی و تئوری سلسله مراتب<sup>۱۰</sup> سازگار و در تقابل با تئوری علامت‌دهی قرار دارد [بسیدیق و حسینی، ۲۰۱۰].

جنسن و همکاران در مقاله‌ای به دنبال پاسخ به این پرسش برآمدند که آیا کاهش سودهای تقسیمی شرکت‌ها علامتی به بازار می‌دهد یا خیر. نتیجه این تحقیق حاکی از آن است که بازار به کاهش سودهای

صورت عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر، تمایل مدیران به تقسیم سود بیشتر می‌شود تا از این طریق از سیاست‌ها و رویه عمل صادقانه و شایسته خود به بازار علامت دهند. جامعه آماری این تحقیق تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نمونه انتخابی این مقاله شرکت‌هایی هستند که واجد مجموعه شرایط زیر باشند:

- (۱) پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند باشد.
- (۲) اطلاعات آنها در دسترس باشند.
- (۳) سهام آنها در بازه انتخابی ۲۱ روزه معامله شده باشد.

(۴) جزء بانک‌ها و موسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری های مالی، شرکت‌های هلدینگ و بانک‌ها) نباشد.

با در نظر گرفتن این شرایط و به شیوه حذفی، ۹۷ مشاهده به دست آمد که نمونه مورد مطالعه این مقاله را بین سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۸۹ تشکیل می‌دهند. روش بررسی داده‌ها تلفیقی و با استفاده از رگرسیون چندگانه است.

داده‌های مورد نیاز به روش کتابخانه‌ای، ابتدا با استفاده از نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین و سایت شرکت مدیریت فناوری بورس تهران گردآوری شده و سپس با جمع‌بندی و محاسبات مورد نیاز در صفحه گسترده نرم‌افزار اکسل برای تجزیه و تحلیل آماده شده است. تجزیه و تحلیل نهایی به کمک نرم‌افزار آماری SPSS انجام شده است.

## ۵- متغیرهای پژوهش و معیارهای اندازه‌گیری آنها

### ۵-۱- سیاست تقسیم سود

برای کشف نقش عدم تقارن اطلاعاتی در سیاست تقسیم سود، بر سودهای تقسیمی که به سهامداران عادی پرداخت شده و دارای بالاترین محتوای اطلاعاتی است، تاکید داریم. بنابراین سودهای تقسیمی نظیر سود تقسیمی خاص یا سود تقسیمی بابت تسویه، منظور نمی‌شود. در واقع این سودهای تقسیمی تأثیر مهمی بر نتایج کار ما ندارد.

شود. از طرفی تغییرات عدم تقارن اطلاعاتی مابین سرمایه‌گذاران منجر به تغییرات محافظه کاری می‌گردد، اما محافظه کاری منجر به عدم تقارن اطلاعاتی نمی‌گردد [خوش طینت، یوسفی اصل، ۱۳۸۶].

نتایج تحقیق رضا زاده و آزاد نشان داد که به دنبال افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران، تقاضا به اعمال محافظه کاری در گزارشگری مالی افزایش می‌یابد و بدین ترتیب، سودمندی محافظه کاری به عنوان یکی از خصوصیات کیفی صورت‌های مالی مورد تأیید قرار می‌گیرد [رضازاده و آزاد، ۱۳۸۷].

## ۳- فرضیه‌های تحقیق و دلایل تبیین

از آنجایی که سود سهام راهی هزینه بر برای برطرف کردن عدم تقارن اطلاعاتی است، در این مقاله رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست‌های تقسیم سود بر اساس مدل علامت‌دهی بررسی می‌شود. به دلیل اهمیت عدم تقارن اطلاعاتی، شرکت‌هایی که اطلاعاتشان نامتقارن است، بایستی پرداخت کنندگان فعال‌تری از سود سهام باشند. بنابراین پس از کنترل سایر معیارها، در صورتی که تئوری علامت‌دهی را بپذیریم، بایستی رابطه مثبتی را میان عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود شرکت پیدا کنیم. این موضوع با یافته‌های اکپارا (۲۰۱۰) و ویلیامز (۱۹۸۵) مبنی بر تأیید رابطه مستقیم میان عدم تقارن اطلاعاتی و تقسیم سود مطابقت دارد. در عین حال مخالف با یافته‌های لی و ژاو (۲۰۰۸) در شرکت‌های کانادایی می‌باشد. به این ترتیب فرضیه پژوهش به صورت زیر تعریف می‌شود:

**فرضیه اصلی:** هر چه میزان عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر باشد میزان سود تقسیمی در شرکت‌ها افزایش می‌یابد.

## ۴- روش شناسی تحقیق

روش مورد استفاده در انجام این پژوهش آزمون دو متغیر شامل دامنه تفاوت پیشنهادی خرید و فروش برای عدم تقارن و میزان سود تقسیمی سالانه (DPS) برای سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها است. بر اساس تئوری زیربنایی علامت‌دهی در حرفه حسابداری، در

شایان ذکر است که جهت رسیدن به معیاری صحیح از عدم تقارن به صورت مرحله‌ای و تدریجی عمل شده و ابتدا قیمت پیشنهادی از روز قبل از اعلام سود تقسیمی بررسی شده و تدریجاً بازه مربوطه گسترش یافته است. دلیل اصلی چنین رویه عملی این است که عدم تقارن اطلاعاتی متغیری کیفی بوده و اندازه‌گیری آن به سادگی میسر نیست. در نتیجه در انتخاب معیاری از عدم تقارن و همچنین اطمینان از صحت محاسبات و نتایج حاصله، بایستی نهایت دقت اعمال گردد. در صورتی که بازه مورد نظر خیلی محدود در نظر گرفته شود، نمی‌تواند وجود و رفع عدم تقارن اطلاعاتی را به درستی نشان دهد و در صورتی که بازه مربوطه بیش از حد گسترده شود، عدم تقارن اطلاعاتی از بین می‌رود.

بعد از به دست آوردن میزانی از عدم تقارن اطلاعاتی در بازه مربوطه، هر چه دامنه‌ی تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام عدد بزرگتری باشد، حاکی از عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر است. در آزمون فرضیه‌ها، قدر مطلق عدد حاصل از این مدل مورد استفاده قرار می‌گیرد.

### ۳-۵- سایر ویژگی‌های شرکت

تحقیقات متعدد نشان داده‌اند که سیاست سود تقسیمی علامتی از اندازه، پایین بودن ریسک و بالا بودن سودآوری آن‌ها است. فاما و فرنچ (۲۰۰۱) دریافتند که شرکت‌های بزرگتر با سودآوری بالاتر و بالقوگی رشد کمتر، احتمال پرداخت بالاتری دارند. گروئن و همکاران<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۲)، هوبرگ و پروبالا<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۸) و بولان و همکاران<sup>۱۳</sup> (۲۰۰۷) نشان داده‌اند که شرکت‌ها سود سهام را به عنوان علامتی از بالغ بودن و ریسک کاهش یافته پرداخت می‌کنند (لی و ژاو ۲۰۰۸).

به دلیل تاثیر عمده این متغیرها بر میزان سود تقسیمی شرکت‌ها، در این تحقیق اندازه، سودآوری و ریسک شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته می‌شوند.

در تعریف عملیاتی از متغیرهای کنترلی در این پژوهش؛ برای اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی کل

لازم به ذکر است برای از بین بردن تاثیرات ناشی از اندازه و حجم فعالیت شرکت‌ها ارقام سود خالص (حسابداری) بایستی تعدیل گردد. این امر بدین سبب ضروری است که ممکن است ارقام مثبت (منفی) سود یا سود تقسیمی بزرگتر متعلق به صنایع بزرگ نظیر صنعت نفت، خودرو و غیره، ارقام منفی (مثبت) سود یا سود تقسیمی کوچکتر متعلق به صنایع جزءتر را از بین برده و تاثیرات مخربی بر یافته‌های پژوهش داشته باشند به طوری که نتایج واقعی را تحریف نمایند. بنابراین به منظور نیل به این هدف بایستی رقم سود تقسیمی سالانه با مبلغ کل دارایی‌های پایان دوره شرکت‌ها تعدیل گردد. در نتیجه در پژوهش حاضر میزان سود تقسیمی برابر است با کل سود تقسیمی سالانه به کل دارایی‌ها.

### ۲-۵- محیط اطلاعاتی شرکت‌ها

در این تحقیق برای بررسی کیفیت محیط اطلاعاتی شرکت‌ها، از دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام استفاده می‌کنیم. در این خصوص مدلی که توسط چیانگ و وکینتاش در سال ۱۹۸۶ برای تعیین دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام مورد استفاده قرار گرفت، به کار می‌رود. مدل مذکور به شرح زیر می‌باشد.

$$SPREAD = \frac{AP - BP}{\frac{AP + BP}{2}} \times 100$$

که در آن:

SPREAD = دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

AP (ASK PRICE) = میانگین قیمت پیشنهادی

فروش سهام شرکت در دوره مورد بررسی i

BP (BID PRICE) = میانگین قیمت پیشنهادی خرید

شرکت در دوره مورد بررسی i

تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش برای ۲۱ روز قبل از تاریخ اعلام سود محاسبه گردیده و به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی استفاده شده است.

شد ۱/۱۸ می باشد. مقدار مذکور نشان دهنده عدم تقارن اطلاعاتی بالا نسبت به شرکت های نمونه در پژوهش مشابه لیو و ژاو (۲۰۰۸) می باشد. به منظور بررسی همبستگی بین متغیرهای وابسته و مستقل با در نظر گرفتن تاثیر متغیرهای کنترلی از مدل زیر استفاده می شود:

$$r = \beta_2 + \text{عدم تقارن اطلاعاتی} + \beta_1 + \alpha_0 = \text{میزان تقسیم سود اندازه} + \beta_4 + \text{سودآوری} + \beta_3 + \text{ریسک شرکت} +$$

در هنگام استفاده از روش رگرسیون توجه به چند نکته ضروری است. اول اینکه نتایج حاصل از رگرسیون تنها زمانی قابل اتکا است که مدل رگرسیون برازش شده، در کل معنی دار باشد. به این منظور از تحلیل ANOVA استفاده می گردد. فرضیات نیز به صورت زیر تعریف می شود:

$$\begin{cases} H_0: \text{رابطه خطی بین دو متغیر وجود ندارد} \\ H_1: \text{رابطه خطی بین دو متغیر وجود دارد} \end{cases}$$

با توجه به اینکه مقدار معناداری آزمون ANOVA که برابر ۰/۰۱۰ می باشد، در سطح اطمینان ۹۵٪ می توان فرض خطی بودن مدل را تایید نمود. در شکل ۱ رابطه خطی مذکور ملاحظه می گردد.

دارایی ها در سال مالی مربوطه، برای متغیر سودآوری از نسبت سود عملیاتی به کل دارایی های شرکت در سال های مورد بررسی و نهایتاً برای متغیر کنترلی سوم یعنی ریسک از اطلاعات ریسک شرکت ها در بازار بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است.

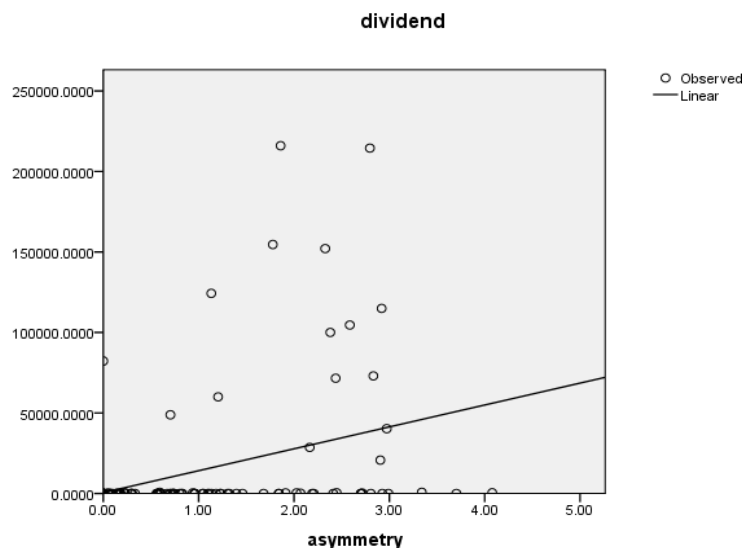
### ۶- نتایج تحقیق

طبق فرضیه این تحقیق، متغیر وابسته میزان سود تقسیمی و متغیر مستقل عدم تقارن اطلاعاتی شرکت ها است. نگاره شماره ۱ آماره های توصیفی را نشان می دهد:

جدول (نگاره ۱): توصیف شاخص های توصیفی متغیرهای مورد

مطالعه		
متغیر	میانگین	انحراف استاندارد
میزان سود تقسیمی	۱/۶۶	۴/۴۴
عدم تقارن اطلاعاتی	۱/۱۸	۱/۰۵
ریسک	۱۶/۵۴	۲۳/۰۶
سودآوری	۱/۱۶	۲۴/۲۴
اندازه	۱۳/۶۱	۱/۳۷

همانگونه که در نگاره فوق دیده می شود، میانگین شکاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش که به عنوان شاخصی از عدم تقارن اطلاعاتی در نظر گرفته



شکل ۱: نمودار پراکندگی عدم تقارن اطلاعاتی و تقسیم سود مربوط به مشاهدات



جدول (نگاره ۳): نتایج حاصل از آزمون پیرسون

مدل	ضریب همبستگی پیرسون	معناداری در تحلیل آزمون همبستگی پیرسون
	۰/۳۲۳	۰/۰۰۱

به منظور آزمون فرضیه تحقیق از روش رگرسیون استفاده شده است. در نگاره شماره ۴ نتایج حاصل از برازش مدل رگرسیون میزان سود تقسیمی بر اساس متغیر عدم تقارن اطلاعاتی و با در نظر گرفتن متغیرهای کنترلی، ارائه شده است. همانطور که ملاحظه می‌گردد، مقدار ضریب مربوط به عدم تقارن اطلاعاتی (۰/۱۷) و احتمال آماره  $t$ ، در سطح اطمینان ۹۹٪ بیانگر وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان سطح عدم تقارن اطلاعاتی و میزان سود تقسیمی است. به عبارتی دیگر با افزایش سطح عدم تقارن اطلاعاتی، میزان سود تقسیمی افزایش می‌یابد. این موضوع با یافته‌های اکپارا (۲۰۱۰) و ویلیامز (۱۹۸۵) مطابقت داشته و در عین حال مخالف با یافته‌های لی و ژاو (۲۰۰۸) در شرکت‌های کانادایی می‌باشد. با توجه به کمتر بودن احتمال آماره  $t$  از ۱۰٪ در مورد متغیر کنترلی ریسک می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۰٪ میان ریسک و میزان سود تقسیمی رابطه معنی‌داری وجود دارد. هم چنین ضریب حاصله برای متغیر کنترلی مذکور، بیانگر وجود رابطه‌ای منفی با میزان سود تقسیمی می‌باشد. این نتیجه مطابق با انتظار بوده و یافته‌های گروئن و همکاران (۲۰۰۲)، هوبرگ و پروبحالا (۲۰۰۸) و بولان و همکاران (۲۰۰۷) را تایید می‌کند.

جدول (نگاره ۴): نتایج حاصل از آزمون فرضیه

متغیر	ضرایب	p-value
عدم تقارن اطلاعاتی	۰/۱۷	۰/۰۰۰
سود آوری	-۰/۱۱	۰/۲
ریسک	-۰/۱۰۹	۰/۰۹
اندازه	۰/۰۶	۰/۴

با توجه به سطح معناداری بیش از ۱۰٪ در مورد متغیرهای کنترلی اندازه و سودآوری در آزمون  $t$ ، فرض

مطلب مهم بعدی، استقلال اجزای خطا در مدل برازش شده است. برای این مطلب از آماره دوربین-واتسون استفاده می‌شود. اگر این آماره در بازه‌ای حول ۲ باشد، می‌توان بر این مطلب صحت گذاشت که اجزای خطا در این مدل همبستگی معنی‌دار با یکدیگر نداشته و رفتاری مستقل از هم دارند. نگاره شماره ۲ نتایج حاصل از آزمون دوربین واتسون و ضرایب هم بستگی و تعیین را نشان می‌دهد.

جدول (نگاره ۲): اطلاعات مربوط به همبستگی بین

متغیرها

مدل	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون
	۰/۳۶۶	۰/۱۳۴	۰/۰۹۶	۱/۶۲۱

با توجه به این که مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۶۲۱ بوده و در بین بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، خطاها همبستگی نداشته و می‌توان از رگرسیون استفاده کرد. قابل ذکر است میزان ضریب تعیین تعدیل شده که تقریباً ۰/۱ می‌باشد بدین معنی است که ۱۰٪ تغییرات در متغیر وابسته را می‌توان با استفاده از تغییرات در متغیر مستقل که میزان عدم تقارن اطلاعاتی است توضیح داد.

همچنین باید با استفاده از آزمون پیرسون، بررسی می‌شود که آیا همبستگی به دست آمده میان دو متغیر را می‌توان شانس و تصادفی دانست یا واقعا نشان می‌دهد بین دو متغیر همبستگی وجود دارد. صحت فرضیه آماری  $H_0$  مبنی بر این که بین عدم تقارن اطلاعاتی و میزان سود تقسیمی رابطه‌ای معنادار وجود ندارد، بررسی گردد. به عبارت دیگر:

$$\begin{cases} H_0: r=0 \\ H_1: r \neq 0 \end{cases}$$

همانگونه که در نگاره ۳ ارائه شده، نتایج به دست آمده از آزمون پیرسون با معناداری ۰/۰۰۱ نمایانگر رد ادعای  $H_0$  مبنی بر نبود رابطه معنی‌دار بین عدم تقارن اطلاعاتی و میزان سود تقسیمی شرکت‌ها می‌باشد. به بیان دیگر همبستگی به دست آمده ناشی از تصادف و شانس نیست.

شرکت به بازار علامت مثبت دهند. این دستاورد، می‌تواند پیامهای مهمی برای گروههایی چون مالکان و سهامداران نهادی و جزء، قرض‌دهندگان، تدوین کنندگان استاندارد و تحلیل‌گران به همراه آورد.

با توجه به نتایج کسب شده و اهمیت روزافزون عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای مالی ایران پیشنهادات زیر جهت تحقیقات آتی توصیه می‌شود:

- (۱) بررسی رابطه عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در بورس اوراق بهادار تهران
- (۲) بررسی رابطه عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌ها و به تفکیک صنعت.

### فهرست منابع

- (۱) ابراهیمی کردلر، علی. (۱۳۸۴)، "تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد"، رساله دکتری، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران
- (۲) احمدپور 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
- (۳) جعفری پرور، مصطفی. (۱۳۸۹)، "بررسی شواهدی از کمتر قیمت‌گذاری سهام شرکت های تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران
- (۴) خوش‌طینت، محسن؛ یوسفی اصل، فرزانه (۱۳۸۶)، رابطه بین تقارن و عدم تقارن اطلاعاتی با محافظه‌کاری، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۲۰
- (۵) رضا زاده، جواد؛ آزاد عبدالله (۱۳۸۷)، رابطه‌ی بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در گزارشگری مالی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۴، زمستان
- (۶) صمدی، صابر (۱۳۹۰)، "عدم تقارن اطلاعاتی و مربوط بودن جریان وجه نقد و سود حسابداری"،

$H_0$  مبنی بر نبود رابطه معنی‌دار پذیرفته شده و متغیرهای مذکور از مدل خارج می‌شوند. این نتیجه یافته‌های لی و ژاو (۲۰۰۸) را مبنی بر موجود رابطه‌ای مثبت میان سودآوری با سود تقسیمی و اندازه با سود تقسیمی تایید نمی‌کند.

### ۷- نتیجه گیری و بحث

به موجب اهمیت روزافزون اطلاعات در بازارهای مالی ایران و همچنین کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان استفاده‌کنندگان، در این مقاله به تحلیل رابطه بین سیاست تقسیم سود و کیفیت محیط اطلاعاتی شرکت‌ها پرداخته شد. برای انجام این تحقیق، از میان معیارهای موجود اندازه‌گیری، به ترتیب از نسبت سود تقسیمی سالانه به کل دارایی‌ها و دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (به دلیل در دسترس بودن اطلاعات مورد نیاز) به عنوان تعریف عملیاتی از سود تقسیمی و عدم تقارن اطلاعاتی، استفاده گردید. یافته‌های حاصل از تجزیه و تحلیل اطلاعات جمع‌آوری شده، نشان می‌دهند که بین دو متغیر مذکور یعنی عدم تقارن اطلاعاتی و میزان سود تقسیمی ارتباط مستقیمی برقرار بوده و این نتیجه فرضیه این پژوهش را در راستای تایید تئوری علامت‌دهی تصدیق می‌کند. این نتیجه در حالی به دست آمده که یافته‌های پژوهش لی و ژاو (۲۰۰۸) با زمینه تحقیقی مشابه به نتایج متمایزی دست یافتند. آن‌ها با مطالعه عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود مابین شرکت‌های کانادایی در میان سال‌های ۱۹۸۳ تا ۲۰۰۳ نتیجه گرفتند که بر خلاف ادعای تئوری علامت‌دهی شرکت‌ها با وجود عدم تقارن اطلاعاتی زیادی که ممکن است میان مدیران و استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی وجود داشته باشد، تمایلی به تقسیم سود بیشتر نداشته و سود بیشتری را میان سهامداران خود توزیع نخواهند کرد.

این موضوع بر اساس تئوری علامت‌دهی نیز قابل تفسیر است. به این صورت که هر چه میزان تفاوت میان قیمت پیشنهادی خرید و فروش بیشتر باشد، مدیران شرکت‌ها انگیزه بیشتری دارند که با استفاده از سیاستهایی نظیر سود تقسیمی، در مورد چشم انداز آتی

- 18) Tehran Securities Exchange Technology Management Co-TSETMC website address: <http://tsetmc.com/Site.aspx>.
- 19) Valipour, H., Rostami, V., Salehi, M. (2009). Asymmetric Information and Dividend Policy in Emerging Markets: Empirical Evidences from Iran. *International Journal of Economics and Finance*, Vol 1, No 1, pp203-211
- 20) Vojtech, C. M., (2010), the Relationship between Information Asymmetry and Dividend Policy, Available at <http://southwesternfinance.org/conf-2010/D1-3.pdf>

پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

۷) قائم، محمد حسین؛ وطن پرست، محمدرضا (۱۳۸۴)، بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال دوازدهم شماره ۴۱ پاییز ۱۳۸۴، صص ۸۵ تا ۱۰۳

۸) محبی، احسان (۱۳۸۹)، پایان نامه "ارتباط بین سازو کارهای حاکمیت شرکتی و اندازه شرکت بر هزینه سرمایه شرکت ها" دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

#### یادداشت ها

- 1- Stiglitz and Weiss  
 2- Miller and Modigliani  
 3- Bhattacharya (1979), John and Williams (1985), and Miller and Rock (1985)  
 4- Khang, King (2002)  
 5- Lafound, Watts  
 6- Institutional Brokers' Estimate System  
 7- Vojtech (2009)  
 8- Okpara, Go (2010)  
 9- Basiddiq, H & Hussainey, Kh  
 10- تئوری سلسله مراتب برای اولین بار توسط دنالسون در سال ۱۹۶۱ مطرح شد و ماجلوف و مایرز در سال ۱۹۸۴ آن را تعدیل کردند. این نظریه بیان می کند که شرکت برای تامین مالی ابتدا از منابع داخلی استفاده نموده و با اتمام آن بدهی منتشر می کند. متعاقباً زمانی که انتشار بدهی دیگر منطقی نباشد سرمایه را افزایش می دهد.  
 11- Grullon, Michaely and Swaminathan (2002)  
 12- Hoberg and Prabhala (2008)  
 13- Bulan, Subramanian, and Tanlu (2007)

- 9) Akerlof, G. A., (2000), "THE MARKET FOR "LEMONS": quality uncertainties and the market mechanism, *Journal of economics*, pp488-500
- 10) Basiddiq, H., Hussainey, K. (2010). Is Asymmetric Information Associated with UK Dividend Policy?, *Forthcoming Journal of Applied Accounting Research*
- 11) Chigozie O, Godwin. (2010). Asymmetric Information and Dividend Policy in Emerging Markets: Empirical Evidence from Nigeria. *International Journal of Economics and Finance* Vol. 2, No. 4, pp212-220
- 12) Karlan D., Zinman J. (2006). Observing Unobservables: Identifying Information Asymmetries with a Consumer Credit Field Experiment. Available at <http://karlan.yale.edu/p/ObservingUnobservables-long.pdf>
- 13) Jensen, G., R, Lundstrum Leonard L., Miller Robert E (2010), What do dividend reductions signal? *Journal of Corporate Finance* 16 (2010) 736-747
- 14) Khang, K., King D. (2002). Is dividend policy Related to information Asymmetry: Evidence from Insider Trading Gains, *Financial Management*, Vol 35, pp. 71-94.
- 15) Li, K., Zhao, X. (2008). Asymmetric Information and Dividend Policy, *Financial Management*, Volume 37, Number 4, pp. 673-694(22)
- 16) Okpara, C., G., (2010), Asymmetric Information and Policy in Emerging Markets: Empirical Evidence from Nigeria
- 17) Scott, W., (2009), financial accounting theory, Fifth Edition, PEARSON Inc