

تبیین اثر اطلاعاتی نقدشوندگی سهام بر سود تقسیمی

حمیدرضا کردلوئی^۱
مهرنوش ابراهیمی^۲

تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۴/۰۱

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۱/۲۰

چکیده

در پژوهش حاضر به بررسی اثر اطلاعاتی نقدشوندگی بر سود تقسیمی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است، که اطلاعات ۱۰۲ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۴-۱۳۸۵ استفاده و جهت برآورد مدل از روش پانل لاجیت (توبیت) در نرم افزار استاتا بهره گرفته شد. جهت تبیین صحیح روابط، از متغیرهای تعدیل‌کننده کیفیت افشای اطلاعاتی، سهم شناور آزاد و عدم تقارن اطلاعاتی استفاده گردیده و همچنین جهت تعمیم نتایج از معیارهای مختلف نقدشوندگی (آمیهود^۱-کروین واسکولتز^۲-نسبت بازده صفر) بهره گرفته شد. نتایج پژوهش بیانگر آن است که عامل‌های مختلف نقدشوندگی تأثیر معناداری بر تقسیم سود دارند. تأثیر متغیرهای تعدیل‌کننده بر تقسیم سود، در حالیکه شاخص نقدشوندگی نسبت بازده‌های صفر در نظر گرفته شده؛ قوی‌تر از سایر حالت‌ها است. همچنین بر اساس نتایج متغیرهای تعدیل‌گر در حالتی که تعدیل‌کننده متغیر سهم سهام شناور در نظر گرفته شده، موجب افزایش تأثیر شاخص‌های نقدشوندگی شده‌اند. بر اساس نتایج متغیرهای نقدشوندگی و تعدیل‌کننده بر تقسیم سود سهام نقدی درجه‌بندی شده توسط گردش نقدینگی از فعالیتهای عملیاتی (DVC^۳) بیش از حالتی است که متغیر وابسته سودهای سهام نقدی درجه‌بندی شده توسط درآمدها (DVE^۴) در نظر گرفته شود.

لازم بذکر است میان متغیرهای DVC، DVE و نقدینگی خاصیت درونزایی مشاهده نگردید در نتیجه جهت علیت یکطرفه‌ای از نقدینگی به سمت DVC، DVE قابل تأیید است.

واژه‌های کلیدی: تقسیم سود، نقدشوندگی، کیفیت افشای اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی، پانل لاجیت.

۱- دانشیار و عضو باشگاه پژوهشگران جوان و نخبگان، گروه حسابداری، واحد اسلامشهر، دانشگاه آزاد اسلامی، اسلامشهر، ایران.
hamidreza.kordlouie@gmail.com

۲- دانشجوی دکتری حسابداری، واحد علوم تحقیقات- پردیس بین الملل قشم، دانشگاه آزاد اسلامی، قشم، ایران (نویسنده مسئول)
Ghazalmehr2005@gmail.com

۱- مقدمه

یکی از مهم‌ترین اطلاعات اثرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری افراد، میزان سود شرکت می‌باشد. افراد بر اساس سیاست تقسیم سود شرکت، میزان جریان نقدی دریافتی خود را پیش‌بینی می‌کنند و بر اساس ارزیابی‌ها و پیش‌بینی‌های خود اقدام به سرمایه‌گذاری می‌نمایند؛ بنابراین سیاست تقسیم سود شرکت‌ها به عنوان تعیین‌کننده میزان تقسیم سود، در میان عوامل موثر بر تصمیم‌گیری نقش پررنگی خواهد داشت (نارتی‌اوهمکاران^۵، ۲۰۱۳).

تصمیم‌های پرداخت سود همچنان که روی نقدشوندگی اثر دارند، متأثر از شرایط نقدشوندگی سهام‌داران نیز هست. آشکارا توزیع وجه نقد بین سهام‌داران، تراز نقدی آن‌ها را افزایش می‌دهد. از این رو، محدودیت‌های نقدشوندگی آن‌ها کاهش می‌یابد. جالب توجه است که تصمیم به توزیع وجه نقد ممکن است رابطه‌ای پویا با ویژگی‌های قیمت سهام و در نهایت، نقدشوندگی سهام در بازار داشته باشد. هر چه قابلیت نقدشوندگی یک سهم کم‌تر باشد، آن سهم برای سرمایه‌گذاران جذابیت کم‌تری خواهد داشت؛ مگر اینکه بازده بیشتری عاید دارنده آن شود. در حقیقت فقدان نقدشوندگی ممکن است تأثیر منفی بر ارزش سهام داشته باشد. به طوری که یکی از دلایل اصلی تقاضا برای افزایش درصد تقسیم سود، عدم وجود نقدشوندگی مناسب سهام عنوان می‌شود. در نتیجه با توجه به اهمیت نقدشوندگی سهام شرکت‌ها، مدیران مالی باید نسبت به اتخاذ سیاست‌های تقسیم سود بهینه گام بردارند (ایلینگ، ۲۰۱۳).

از آنجایی که سیاست‌های تقسیم سود از سوی مدیران می‌تواند سبب انتقال یک سری علامت‌ها و اطلاعات به بازار شود، امکان بروز عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد که این امر می‌تواند عدم اطمینانی را برای سرمایه‌گذاران و سهام‌داران ایجاد کند و بر سرمایه‌گذاری آن‌ها در اوراق بهادار تأثیرگذار باشد. از این رو واکنش بازار به اعلان سود می‌تواند نخستین معیار عدم تقارن اطلاعاتی شرکت از طریق افشای اطلاعات باشد (دونادلی و پرشا، ۲۰۱۴).

این پژوهش به بررسی اثر اطلاعاتی نقدشوندگی بر روی پرداخت سودهای سهام شرکتی با استفاده از داده‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. نوآوری و جدید بودن آن، از این لحاظ قابل بررسی است که در این پژوهش جهت تبیین صحیح روابط، از متغیرهای تعدیل‌کننده کیفیت افشای اطلاعاتی، سهم شناور آزاد و عدم تقارن اطلاعاتی استفاده شده و همچنین جهت تعمیم نتایج از معیارهای مختلف نقدشوندگی (آمیهود، کروین واسکولتز و نسبت بازده صفر) بهره گرفته شده است. در این راستا با استفاده از شاخص‌ها مختلف برای نقدینگی و استفاده از شاخص‌های تعدیل‌کننده مبتنی بر شفافیت و کارایی بازار سعی شده است، بالاترین تبیین درست از واقعیت ارتباط میان متغیرهای تحقیق به تصویر کشیده شود.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

یکی از ویژگی‌های بازارهای کارا و بسیار مطلوب، نبود هزینه‌های معاملاتی و در نتیجه قابلیت نقدشوندگی بالا است (رحمانی و همکاران، ۱۳۸۹). بنابراین نقدشوندگی سهام می‌تواند معیاری برای کارایی بازار مطرح شود. علاوه بر جنبه تئوری به لحاظ عملی و با توجه به واقعیت‌های موجود مانده پدیده صف‌های خرید و فروش و مشکلات بسیار دیگر توجه به نقدشوندگی و تلاش برای حل این مشکل ضروری می‌رسد.

نقدشوندگی: موضوع نقدشوندگی از اواسط دهه ۱۹۸۰ یکی از مهم‌ترین زمینه‌های ایجاد نوآوری مالی شناخته شده است. یکی از شاخص‌های کارایی عملیاتی بورس به عنوان بازار ثانویه، ایجاد قابلیت نقد شوندگی اوراق بهادار است. نقد شوندگی عبارت است از خرید و فروش سهام در کوتاه‌ترین زمان ممکن با حداقل تأثیر بر قیمت جاری سهام مورد معامله هر قدر قابلیت نقد شوندگی سهام کاهش یابد یک نوع ریسک غیر سیستماتیک بنام ریسک نقد شوندگی افزایش می‌یابد. با افزایش ریسک نقد شوندگی معیارهای اندازه گیری این ریسک از جمله حجم معاملات و درصد

توانایی آنها برای چنین کاری به میزان دسترسی آن‌ها به منابع مالی بستگی دارد.

سیاست تقسیم سود: شرکت‌های موفق معمولاً از سودآوری بالایی برخوردارند. تصمیم‌گیری درباره‌ی پرداخت سود و مقدار آن، موضوع حائز اهمیتی در حوزه‌ی مالی شرکتی است؛ زیرا در این تصمیم‌گیری مقدار پولی که باید به سرمایه‌گذاران پرداخت شود و همچنین مقدار پولی که باید برای سرمایه‌گذاری مجدد انباشته شود، مشخص می‌شود. در یک بازار بدون محدودیت معاملاتی، سرمایه‌گذاران عقلایی با نیاز نقدشوندگی، می‌توانند بین سود نقدی و فروش سهم خود بدون هزینه انتخاب کنند (پور ابراهیمی و سید خسروشاهی، ۱۳۹۱).

نخستین گام‌های نظریه‌پردازی در زمینه سیاست تقسیم سود به پیش از پرداخت سود سهام بر می‌گردد. پژوهشگران تاکنون مدل‌ها و تئوری‌های بسیاری برای تشریح، تبیین و پیش‌بینی عوامل موثر بر تصمیمات شرکت در باب تقسیم سود ارائه نموده‌اند.

محققان ادعا کرده‌اند که شرکت‌ها از سود تقسیمی به عنوان مکانیزمی برای علامت‌دهی اطلاعات در مورد چشم‌اندازهای رشد و ثبات شرکت به استفاده‌کنندگان بیرونی استفاده می‌کنند (نظری و همکاران، ۱۳۹۱). در مقابل ادعای این گروه مطالعات، پژوهش میلر و مودیگلیانی نشان داد که سیاست تقسیم سود در تسهیم ارزش در بازارهای سرمایه کارا و کامل، قلمی نامربوط می‌باشد (لی و ژائو، ۲۰۰۸). تئوری‌های سیاست تقسیم سود عبارتند از:

- **نظریه علامت دهی**

نظریه علامت دهی (پیام رسانی) بیان می‌دارد که اعلام سود سهام برای بازار حاوی اطلاعات جدیدی است و مدیران می‌توانند از سود سهام برای علامت دادن و رساندن اخبار به سهام‌داران استفاده کنند. (اهرونی و سواری، ۱۹۸۰، ۱۱) میلر و مودیگلیانی (۱۹۶۱) بیان کردند که سود سهام ممکن است اثر علامت‌دهی داشته باشد. مدیریت ارشد یک شرکت اطلاعات بیشتری در مورد استراتژی شرکت و درآمدهای آتی آن دارد و این منجر به مشکل نابرابری

سهام شناور آزاد کاهش می‌یابد. این موضوع در قیمت گذاری اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد. به همین دلیل یکی از اهداف بازارهای مالی ایجاد یک بازار روان برای اوراق بهادار است. از نظر ایکنن (۲۰۰۲) بازاری که بتوان هر مقدار اوراق بهادار را با کم‌ترین هزینه معاملاتی به وجه نقد تبدیل کرد بازار روان و نقدشونده است.

قابلیت نقدشوندگی یک برگه سهام به معنای امکان فروش سریع آن است. هر چه قابلیت نقدشوندگی سهمی کم‌تر باشد، آن سهم جذابیت کم‌تری برای سرمایه‌گذاران خواهد داشت، مگر اینکه بازده بیشتری عاید دارنده آن کند (کیل و نیکلسن، ۲۰۰۳). لیو (۲۰۰۶) نقدشوندگی را چنین تعریف کرده است:

نقدشوندگی عبارت است از توانایی معامله سریع حجم بالایی از اوراق بهادار با هزینه پایین و تأثیر قیمتی کم. تأثیر قیمتی کم به این معنی است که قیمت دارایی در فاصله زمانی میان سفارش تا خرید، تغییر چندانی نداشته باشد.

یکی از مهمترین کارکردهای بازار سرمایه، تأمین نقدشوندگی است. در حقیقت بازارهای ثانویه ضمن فراهم کردن نقدشوندگی، از طریق کشف قیمت و توانایی انتقال ریسک، باعث کاهش هزینه سرمایه می‌گردند (فرناندز، ۱۹۹۹).

پژوهش چوریدا و همکارانش (۲۰۰۰) نشان داد که نقد شونددگی سهام درجه بالایی از کارایی اطلاعاتی را بوجود می‌آورد. از این رو نقد شونددگی نقش مهمی در ایجاد کارایی ایفا می‌کند. هر قدر قدرت نقد شونددگی بازار بالاتر باشد احتمال انطباق سفارش‌های متقابل افزایش می‌یابد. سرمایه‌گذاران به بازارهایی روی می‌آورند که قابلیت نقد شونددگی سهام در آن‌ها بالاتر باشد، از این رو نقد شونددگی به رشد و توسعه بازار کمک می‌کند. از نظر اکونومیدز (۱۹۹۴) برای ادامه حیات یک بورس، وجود مقداری نقد شونددگی ضروری است. زیرا نقد شونددگی بالا سطح رضایت و مطلوبیت فعالان بازار را افزایش می‌دهد. پژوهش برونیرمیر و پیدرسن (۲۰۰۸) نشان داد که معامله‌گران و سفته‌بازان به نقد شونددگی بازار کمک می‌کنند و

اطلاعاتی می‌شود (پارمسر و بودهو، ۱۳، ۲۰۰۹). وقتی ما اطلاعات نامتقارن را بین مدیران و بازارها در بازار سرمایه کامل ارائه می‌کنیم، سود تقسیمی ممکن است نقش علامت‌دهی را برای انتقال اطلاعات محرمانه به افراد خارج از شرکت بازی کند (بان، ۱۴، ۲۰۰۵).

• تئوری نامربوط بودن

مودیگیلیانی و میلر (۱۹۶۱)، هنگام مطرح کردن تئوری نامربوط بودن سود سهام فرض کردند که کلیه افراد اعم از سرمایه‌گذاران و مدیران، در مورد سود سهام و عایدات اطلاعات یکسانی دارند؛ اما در واقع، سرمایه‌گذاران برآوردهای متفاوتی در مورد پرداخت سود سهام آتی و همچنین عدم قطعیت نهفته در این پرداخت‌ها دارند و مدیران نسبت به عموم سهامداران، در مورد چشم اندازه‌های آتی، دارای اطلاعات بهتری هستند. سرمایه‌گذاران تنها به واسطه اطلاعات صورت‌های مالی قادر به عکس‌العمل به موقع در بازار سهام نمی‌باشند و همواره تمایل به کسب اطلاعات محرمانه دارند که این امر به کاهش نقدشوندگی بازار و افزایش هزینه سرمایه می‌انجامد (فدائی نژاد و خرم‌نیا، ۱۳۹۱).

از آنجا که نقدشوندگی سهام می‌تواند سرمایه‌گذارانی را که نیاز به پول نقد دارند قادر سازد تا سودهای سهام خانگی را بدون هیچ هزینه‌ای از طریق فروش مقدار مناسبی از موجودی خود بوجود آورند، برداشتی از اثر میلر و مادیگیلیانی این است که، در صورتی که چیزهای دیگر برابر باشند، شرکت‌هایی با سهام‌های نقدشونده بیشتر باید سود سهام کم‌تری پرداخت کنند. بنرجی و همکارانش (۲۰۰۷)، با استفاده از نمونه‌ای از کمپانی‌های فهرست شده آمریکائی در می‌یابند که احتمال بیشتری وجود دارد که شرکت‌هایی با سهام نقدشونده کم‌تر سود سهام‌های نقدی پرداخت کنند، که این موضوع از این دیدگاه که نقدشوندگی بازار سهام و سودهای سهام جایگزین یکدیگر می‌باشند، حمایت می‌کند.

اگرچه، این ادعا اثر اطلاعاتی نقدشوندگی سهام بر روی سیاست‌های پرداخت را نادیده می‌گیرد. بخوبی

مقرر شده است که نقدشوندگی می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی بین کارمندان داخلی و کارمندان خارجی را از طریق ایجاد اطلاعات بیشتر کاهش دهد. در مدل‌های معاملاتی آگاهانه استاندارد، نقدشوندگی می‌تواند به یک طرف آگاه در پنهان کردن اطلاعات خصوصی که در قیمت سهام منعکس نشده‌اند، کمک نماید (کایل، ۱۶، ۱۹۸۴). بدین ترتیب، زمانی که میزان نقدشوندگی سهام بالا باشد، ارزش نهائی اطلاعات نیز بالا خواهد بود (هولمستروم و تیروول، ۱۷، ۱۹۹۳). سفته باز به منظور دریافت منافع معاملاتی بیشتر، زمان بیشتری را روی جمع‌آوری اطلاعات صرف خواهد نمود.

۲-۱- پیشینه پژوهش

در این بخش خلاصه‌ای از نتایج تحقیقات داخلی و خارجی ارائه شده است:

در این راستا جیانگ و همکاران (۲۰۱۶)، در تحقیقی اثر اطلاعاتی نقدشوندگی سهام بر روی پرداخت سود سهام را مورد بررسی قرار دادند. با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های فهرست شده چینی طی سال‌های ۲۰۰۰ - ۲۰۱۴، رابطه مثبتی را بین نقدشوندگی سهام و پرداخت سود سهام بدست آوردند که در پژوهش حاضر از این مدل بهره گرفته شده است.

گریفین (۱۹، ۲۰۱۰)، در پژوهشی تحت عنوان «نقدشوندگی و سیاست تقسیم سود» به بررسی این رابطه در سطوح بین‌المللی به منظور تعیین رابطه نقدشوندگی سهام شرکت با تصمیم مقدار سود تقسیمی برای پرداخت به سهام‌داران مورد بررسی قرار گرفته است. گریفین دریافت که در چند مورد خاص، بین نقدشوندگی و مقدار سود پرداختی رابطه معکوس وجود دارد.

آدلین و پریسینا (۲۰۰۷)، نشان داد که برای بهتر شدن نقدشوندگی بازار سهام مالزی باید درصد سهام شناور آزاد شرکت‌ها افزایش یابد، زیرا سرمایه‌گذاران خارجی حاضر نیستند در بازاری که شناوری سهام آن پایین است، سرمایه‌گذاری کنند.

صادقی بهبهانی زاده و همکاران (۱۳۹۱)، پژوهشی تحت عنوان تأثیر سیاست تقسیم سود بر نقدشوندگی سهام انجام دادند. در این پژوهش به بررسی عوامل مؤثر بر نقدشوندگی سهام پرداخته شده است. آن‌ها پس از آزمون فرضیه‌های پژوهش به رابطه معنی‌داری بین سیاست تقسیم سود شرکت و نقدشوندگی سهام دست یافتند.

بر اساس مبانی نظری ارائه شده فرضیه‌ی اصلی پژوهش حاضر عبارت است از:
«بین میزان نقدشوندگی و میزان سود تقسیمی رابطه‌ی معناداری وجود دارد».

۳- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از منظر منطق اجرا (یا نوع استدلال) استقرایی و از منظر بُعد زمانی پژوهش طولی (پس رویدادی) می‌باشد. افق زمانی این پژوهش، یک دوره ده ساله از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ شمسی برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، که پس از اعمال محدودیت‌های زیر به عنوان نمونه انتخاب گردیدند:

(۱) به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آن‌ها منتهی به اسفندماه و طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ تغییر سال مالی نداده باشد.

(۲) شرکت‌هایی با نسبت سود سهام به سودهای انباشته منفی یا نسبت سود سهام به گردش نقدینگی منفی را حذف می‌کنیم.

(۳) شرکت‌هایی که داده‌های مالی مورد نیاز آن در دسترس باشد.

جهت تعیین حجم نمونه، از روش حذف سیستماتیک ۱۰۲ شرکت به عنوان نمونه مورد استفاده قرار گرفت و عملاً از روش خاص نمونه‌گیری آماری استفاده نگردید.

متغیرهای تحقیق حاضر در چهار دسته کلی متغیرهای وابسته، متغیرهای توضیحی، متغیرهای میانجی و متغیرهای کنترل می‌توان دسته‌بندی نمود،

وی نتیجه گرفت افزایش سهام شناور آزاد و افزایش نقدشوندگی سهام، یکی از راه‌های مناسب برای جذب سرمایه‌گذاران بین‌المللی است.

بنرجی و همکاران (۲۰۰۷)، شواهدی در مورد ارتباط بین سیاست تقسیم سود شرکت و نقدشوندگی یافتند. آن‌ها بیان کردند که احتمال پرداخت سود نقدی توسط شرکت به طور مثبتی با تقاضای سرمایه‌گذار برای پرداخت سود نقدی ارتباط دارد. در واقع آن‌ها نشان دادند که دارندگان سهام‌های با نقدشوندگی کم‌تر، تمایل بیشتری به دریافت سود نقدی دارند و از آنجا که اصطکاک معاملاتی با نقدشوندگی ارتباط منفی دارد، تقاضای سود نقدی به طور معکوسی با نقدشوندگی بازار سهام مرتبط است. آن‌ها از پژوهش خود نتیجه گرفتند که نقدشوندگی بازار سهام رابطه‌ای منفی با پرداخت سود تقسیمی دارد.

قالیباف اصل و ولی زاده (۱۳۹۵)، به بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود با عدم تقارن اطلاعاتی و نقدشوندگی سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران با در نظر گرفتن ویژگی‌های شرکت به عنوان متغیرهای کنترل از روش رگرسیون چند متغیره و به کارگیری مدل داده‌های ترکیبی پرداختند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که در بورس اوراق بهادار تهران بین نقدشوندگی سهام و سیاست تقسیم سود شرکت رابطه مثبت معناداری وجود دارد. همچنین دریافتند که رابطه معکوس معناداری بین سیاست تقسیم سود و عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد.

قاسمی؛ معصومی؛ قاسمی و موسوی (۱۳۹۲)، به بررسی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های تولیدی می‌پردازد. جامعه مورد بررسی در این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه آماری شامل ۹۹ شرکت و طی بازه زمانی ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۰ است، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست‌های تقسیم سود رابطه معنی‌داری وجود دارد.

پائین‌تری از نقدشوندگی مربوط می‌شود، ما برای راحتی تفسیر هر یک از این معیارها را ضرب در ۱- می‌کنیم.

نسبت بازده‌های صفر: فلسفه اصلی محاسبه این نسبت این است که در صورتی که ارزش یک سیگنال اطلاعاتی یک سهم بیش از هزینه مبادلاتی آن نباشد. سرمایه‌گذار ترجیح می‌دهد مبادله‌ای انجام ندهد و لذا بازده صفر حاصل می‌شود (ایزدی نیا و رامشه، ۱۳۹۰).
مدل تخمین گسترش بالا و پائین: کروین و شولتز (۲۰۱۲) بیان می‌کنند که قیمت‌های روزانه‌ی بالا (پائین) تمایل به خرید (فروش) سفارش دارند که نشان می‌دهد نسبت سهام بالا (H) به سهام پایین (L) شامل تفاوت ذخیره و گسترش آن است. نسبت قیمت‌های بالا و پائین که در طول دو روز تخمین زده شده باید واریانسی داشته باشد که دو برابر واریانس یک روزه است پیشنهاد تقاضای گسترش مقوله‌ها باید یکسان باشد (مارشال و همکاران، ۲۵، ۲۰۱۲).

۳-۴- متغیرهای تعدیل‌گر

عدم تقارن اطلاعاتی: در این پژوهش برای بررسی کیفیت محیط اطلاعاتی شرکت‌ها، از دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام طبق مدل چپانگ در سال ۱۹۸۶ استفاده می‌کنیم.

کیفیت افشای اطلاعاتی: برای سنجش این متغیر، از رتبه‌بندی افشای شرکت که توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران استفاده می‌شود که این رتبه‌بندی ارزیابی سازمان بورس درباره محتوای اطلاعاتی افشاهای شرکت‌ها را منعکس می‌کند (ستایش و همکاران، ۱۳۹۰).

متغیر سهام شناور آزاد: برای محاسبه محاسبه سهام شناور آزاد تعداد سهام متعلق به دارندگان سهام راهبردی از تعداد کل سهام موجود کسر می‌شود. از همین رو درصد سهام شناور آزاد عبارت است از درصد سهامی که در دست سهام‌داران نهادی نیست (اکبری و همکاران، ۱۳۹۴).

(۵)

درصد سهام شناور آزاد = (درصد سهام‌داران نهادی-۱)

که در ادامه به معرفی هر یک به صورت جداگانه پرداخته و نحوه محاسبه هر یک ارائه شده است.

۴- متغیرهای پژوهش

۴-۱- متغیر وابسته

ما به منظور اعتبار بخشی به نتیجه آزمون به پیروی از پژوهش جیانگ و همکاران (۲۰۱۶) در دو حالت مختلف سود تقسیمی را تعریف نموده ایم.

DVE: سودهای سهام نقدی درجه‌بندی شده توسط درآمد‌ها می‌باشد. DVE بخشی از سود سهام کل است که به صورت نقدی در یک سال مالی معین پرداخت می‌شود.

DVC: سود سهام نقدی درجه‌بندی شده توسط گردش نقدینگی از فعالیتهای عملیاتی است. DVC بخشی از سود است که سود آن ناشی از فعالیت‌های عملیاتی شرکت باشد.

۴-۲- متغیر مستقل

نسبت عدم نقدشوندگی: آمیهود (۲۰۰۲)، در تحقیق خود نقدشوندگی را سهولت خرید و فروش سهم بدون تغییر در قیمت آن تعریف می‌کند و با تقسیم بازده روزانه بر معاملات روزانه معیار معکوس نقدشوندگی را بیان می‌نماید.

با توجه به اینکه شاید روابط به ثبت رسیده بین نقدشوندگی سهام و پرداخت سود سهام در اثر انتخاب معیار نقدشوندگی سهام توسط ما ناشی شده باشد. به منظور کاهش این نگرانی، با برگزاری آزمون حساسیت دو معیار جایگزین زیر را برای نقدشوندگی سهام در نظر می‌گیریم:

معیار بازدهی‌های روزانه صفر لسموند و همکارانش (۱۹۹۹) و مدل تخمین گسترش بالا و پائین کروین و شولتز (۲۰۱۲). این دو معیار، در مطالعات انجام شده در مورد بازارهای ایالات متحده و همچنین در حال ظهور به وسعت مورد استفاده قرار گرفته‌اند (چن و همکاران، ۲۲، ۲۰۱۵؛ فانگ و همکاران، ۲۳، ۲۰۱۶؛ مک لین و پانتیف، ۲۴، ۲۰۱۶). از آنجا که مقادیر بالاتری از این دو معیار به مقدار

۴-۴- متغیرهای کنترلی

طبق تحقیقات صورت گرفته احتمال بیشتری وجود دارد که شرکت‌های بزرگ سودآور و دارای قدرت نفوذ کم‌تری با فرصتهای سرمایه‌گذاری اندک و نقدینگی زیاد، سود سهام پرداخت نمایند. مطابق با این امر و براساس پژوهش جیانگ و همکاران (۲۰۱۶)، ما ویژگی‌های این شرکت‌ها را در آنالیز رگرسیون خود مضمول می‌داریم.

اندازه شرکت (Size): در این مقاله منظور از اندازه، لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی شرکت است.

بازدهی دارائی‌ها (ROA): از این شاخص برای اندازه‌گیری میزان سوددهی شرکت استفاده می‌کنیم و در واقع میزان بازده حاصل از دارایی‌های شرکت را نشان می‌دهد که از تقسیم سود خالص بر مجموع دارایی‌های شرکت محاسبه خواهد شد. در استفاده از اطلاعات کل دارایی‌ها، ملاک میزان دارایی‌های شرکت‌ها در آخر دوره بوده است.

فرصت‌های رشد (Q): شاخص کیو توبین یکی از ابزارهای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها می‌باشد که از تقسیم ارزش بازار دارایی‌ها بر بهای تمام شده جایگزینی آن‌ها محاسبه می‌شود.

نقدینگی: در این مقاله نقدینگی را به صورت میزان وجوه نقد درجه‌بندی شده توسط کل دارائیها محاسبه می‌کنیم.

اهرم مالی (LEV): به حد و اندازه‌ای که یک شرکت از طریق وام یا استقراض، تأمین مالی نموده است، دلالت دارد. یکی از مهم‌ترین مقیاس‌های اهرم، نسبت بدهی است که از تقسیم بدهی‌ها به دارایی‌ها به دست می‌آید.

کنترل اثر سال و صنعت داده‌های ترکیبی: برای استفاده از مدل‌های رگرسیون در ساختار داده‌های پانل، علاوه بر انجام آزمون‌های مختلف و بکارگیری متغیرهای کنترلی، ضرورت دارد به منظور حصول نتایج قابل اتکا دو عامل تأثیرگذار سال و صنعت نیز کنترل شوند (بنی مهد و همکاران، ۱۳۹۵).

۵- تجزیه و تحلیل

در این نوع تحلیل به بررسی و آزمون روابط بین متغیرها از طریق آزمون ضرایب همبستگی، تخمین مدل رگرسیون و سایر تکنیک‌های آماری می‌پردازد، به طوری که نتایج آزمون فرضیه‌ها مشخص شود. در این تحقیق ما اثر نقدشوندگی بر روی پرداخت‌های شرکتی را با استفاده از مدل رگرسیون پایه زیر مورد آزمایش قرار می‌دهیم:

$$Payout_{i,t+1} = a_{i,t} + \beta_{i,t} Liquidity_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

همچنین بخاطر اینکه DVE تصمیمات شرکت در مورد تقسیم سود تنها دو جایگزین وجود دارد (تصمیم به پرداخت یا عدم پرداخت) بنابراین متغیر وابسته (پرداخت سود سهام) یا مثبت خواهد بود یا صفر و مقدار منفی وجود ندارد. بنابراین نمی‌توان برای تحلیل آن از روش OLS استفاده کرد (برآورد OLS اریب خواهد بود به گونه‌ای که استفاده از این پارامتر منجر به توصیه‌های نادرست سیاستگذاری شود) بنابراین برآوردهای بدست آمده با استفاده از مدل لاجیت از ثبات اعتبار بیشتر و اریب کم‌تر در مقایسه با روش OLS در سنجش متغیر برخوردار است.

به منظور معتبرساختن اثر اطلاعاتی نقدشوندگی سهام بروی پرداخت سود سهام، با در نظر گرفتن متغیرهای تعدیل‌گر عدم تقارن اطلاعاتی، کیفیت افشای اطلاعات و سهام شناور آزاد ارتباط نقدشوندگی و پرداخت سود سهام مورد آزمون قرار می‌گیرد.

در بررسی اثر عدم تقارن اطلاعاتی ما از مدلی که توسط چیانگ و وکینتاش در سال ۱۹۸۶ برای تعیین دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام مورد استفاده قرار گرفت، به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری آن استفاده می‌کنیم. در این روش تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش برای چندین روز قبل از تاریخ اعلام سود محاسبه می‌گردد، بعد از به دست آوردن میزانی از عدم تقارن اطلاعاتی در بازه مربوطه، هر چه دامنه‌ی تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و

$$Payout_{i,t+1} = a_{i,t} + \beta_{i,t} Liquidity_{i,t} + \delta_{i,t} MFF_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در ادامه به بررسی آمار استنباطی مدل پرداخته خواهد شد. قبل از ورود به آمار استنباطی لازم است به بررسی مانایی داده‌های پژوهش از روش لو، لوین و چو پرداخته شود.

نتایج جدول شماره (۱) نشان دهنده این است که برای تمامی متغیرها، مقدار آماره احتمال تمامی آزمون‌ها کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد و این نشان دهنده این است که تمامی متغیرهای پژوهش در سطح مانا می‌باشند. در نتیجه نگرانی از بروز رگرسیون کاذب وجود ندارد. در ادامه اقدام به تعیین روش بهینه برآوردی در مدل‌های پانل لاجیت برگزیده خواهیم نمود. برای تعیین مدل بهینه از میان سه روش اثر مشترک، اثر ثابت و اثر تصادفی در مدل‌های پانل از آزمون‌های لیمر و هاسمن استفاده می‌گردد. آماره لیمر و هاسمن پانل در مدل‌های مختلف در جدول ۳؛ ارائه شده است:

فروش سهام عدد بزرگتری باشد، حاکی از عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر است. در آزمون فرضیه، قدر مطلق عدد حاصل از این مدل مورد استفاده قرار می‌گیرد. که از مدل رگرسیون زیر مورد آزمایش قرار می‌دهیم:

$$Payout_{i,t+1} = a_{i,t} + \beta_{i,t} Liquidity_{i,t} + \delta_{i,t} SPREAD_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در بررسی اثرکیفیت افشای اطلاعات از رتبه‌بندی افشای شرکت که توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران استفاده می‌شود و طبق مدل رگرسیون زیر مورد آزمایش قرار می‌دهیم:

$$Payout_{i,t+1} = a_{i,t} + \beta_{i,t} Liquidity_{i,t} + \delta_{i,t} AQ_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

همچنین در بررسی اثر سهام شناور آزاد از طریق ترکیب سهام‌داران به محاسبه متغیر مذکور پرداخته و از طریق مدل رگرسیون زیر مورد آزمایش قرار می‌دهیم:

جدول شماره ۱- بررسی مانایی متغیرها

نتیجه آزمون	آزمون مانایی پانلی		متغیر
	سطح معنا داری ۲۶	میزان آماره لو، لوین و چو	
مانا	۰,۰۰۰۰	-۶/۱۳	DVC
مانا	۰,۰۰۰۰	-۹/۲۲	DVE
مانا	۰,۰۰۰۰	-۲۳/۰۸	ILLIQ
مانا	۰,۰۰۰۰	-۷/۰۴	Zeroreturn _{i,t}
مانا	۰,۰۰۰۰	-۲۳/۰۹	HL
مانا	۰,۰۰۰۰	-۶/۰۹	SIZE
مانا	۰,۰۰۰۰	۸/۱۲-	RSMB
مانا	۰,۰۰۰۰	-۴/۲۱	ROA
مانا	۰,۰۰۰۰	-۷/۱۹	LEV
مانا	۰,۰۰۰۰	-۸/۱۸	Q
مانا	۰,۰۰۰۰	-۱۰/۲۱	M
مانا	۰,۰۰۰۰	-۷/۱۷	SPREAD
مانا	۰,۰۰۰۰	۹/۱۷-	AQ
مانا	۰,۰۰۰۰	-۵/۴۶	MFE

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

جدول شماره ۲: معرفی مدل‌های تحقیق

متغیرهای توضیحی وارد شده در مدل ۲۷									متغیرهای وابسته	نوع مدل
-	INDUSTRY	YEAR	LEV	M	Q	ROA	SIZE	ILLIQ	DVE,DVC	یکم
SPREAD	INDUSTRY	YEAR	LEV	M	Q	ROA	SIZE	ILLIQ	DVE,DVC	دوم
AQ	INDUSTRY	YEAR	LEV	M	Q	ROA	SIZE	ILLIQ	DVE,DVC	سوم
MFE	INDUSTRY	YEAR	LEV	M	Q	ROA	SIZE	ILLIQ	DVE,DVC	چهارم
-	INDUSTRY	YEAR	LEV	M	Q	ROA	SIZE	Zeroreturn _{i,t}	DVE,DVC	پنجم
SPREAD	INDUSTRY	YEAR	LEV	M	Q	ROA	SIZE	Zeroreturn _{i,t}	DVE,DVC	ششم
AQ	INDUSTRY	YEAR	LEV	M	Q	ROA	SIZE	Zeroreturn _{i,t}	DVE,DVC	هفتم
MFE	INDUSTRY	YEAR	LEV	M	Q	ROA	SIZE	Zeroreturn _{i,t}	DVE,DVC	هشتم
-	INDUSTRY	YEAR	LEV	M	Q	ROA	SIZE	HL	DVE,DVC	نهم
SPREAD	INDUSTRY	YEAR	LEV	M	Q	ROA	SIZE	HL	DVE,DVC	دهم
AQ	INDUSTRY	YEAR	LEV	M	Q	ROA	SIZE	HL	DVE,DVC	یازدهم
MFE	INDUSTRY	YEAR	LEV	M	Q	ROA	SIZE	HL	DVE,DVC	دوازدهم

جدول شماره ۳: آزمون راست‌نمایی اثرات ثابت و هاسمن در پانل مدل تقسیم سود DVE

مدل	آزمون	آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار آماره	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون	نوع برآورد
اول	آزمون F لیمر	F	(۱۰۲,۶۷۰)	۴/۶۲	۰	رد فرضیه صفر	تخمین به روش اثر تصادفی
	آزمون هاسمن	کای دو	۸	۱۴/۹۵	۰/۰۹۲۳	تأیید فرضیه صفر	
دوم	آزمون F لیمر	F	(۱۰۲,۶۷۰)	۳/۶۵	۰	رد فرضیه صفر	تخمین به روش اثر تصادفی
	آزمون هاسمن	کای دو	۹	۴/۹۸	۰/۸۹۲۴	تأیید فرضیه صفر	
سوم	آزمون F لیمر	F	(۱۰۲,۶۷۰)	۵/۹۷	۰	رد فرضیه صفر	تخمین به روش اثر تصادفی
	آزمون هاسمن	کای دو	۹	۹/۶۸	۰/۳۷۶۷	تأیید فرضیه صفر	
چهارم	آزمون F لیمر	F	(۱۰۲,۶۷۰)	۴/۱۷	۰	رد فرضیه صفر	تخمین به روش اثر ثابت
	آزمون هاسمن	کای دو	۹	۲۴/۰۲	۰/۰۰۷۵	رد فرضیه صفر	
پنجم	آزمون F لیمر	F	(۱۰۲,۶۷۰)	۳/۷۳	۰	رد فرضیه صفر	تخمین به روش اثر ثابت
	آزمون هاسمن	کای دو	۸	۱۸/۶۸	۰/۰۲۸	رد فرضیه صفر	
ششم	آزمون F لیمر	F	(۱۰۲,۶۷۰)	۵/۵۱	۰	رد فرضیه صفر	تخمین به روش اثر ثابت
	آزمون هاسمن	کای دو	۹	۳۵/۲۸	۰/۰۰۰۱	رد فرضیه صفر	
هفتم	آزمون F لیمر	F	(۱۰۲,۶۷۰)	۳/۹۲	۰	رد فرضیه صفر	تخمین به روش اثر تصادفی
	آزمون هاسمن	کای دو	۹	۱۷/۲۶	۰/۰۶۸۷	رد فرضیه صفر	
هشتم	آزمون F لیمر	F	(۱۰۲,۶۷۰)	۴/۴۶	۰	رد فرضیه صفر	تخمین به روش اثر ثابت
	آزمون هاسمن	کای دو	۹	۱۸/۵۱	۰/۰۴۶۹	رد فرضیه صفر	
نهم	آزمون F لیمر	F	(۱۰۲,۶۷۰)	۳/۷۵	۰	رد فرضیه صفر	تخمین به روش اثر تصادفی
	آزمون هاسمن	کای دو	۹	۴/۲۲	۰/۹۳۷۱	تأیید فرضیه صفر	
دهم	آزمون F لیمر	F	(۱۰۲,۶۷۰)	۵/۸۴	۰	رد فرضیه صفر	تخمین به روش اثر ثابت
	آزمون هاسمن	کای دو	۸	۲۸/۲۲	۰/۰۰۰۹	رد فرضیه صفر	
یازدهم	آزمون F لیمر	F	(۱۰۲,۶۷۰)	۴/۳۳	۰	رد فرضیه صفر	تخمین به روش اثر ثابت
	آزمون هاسمن	کای دو	۹	۲۳/۰۹	۰/۰۱۰۴	رد فرضیه صفر	
دوازدهم	آزمون F لیمر	F	(۱۰۲,۶۷۰)	۴/۲۲	۰	رد فرضیه صفر	تخمین به روش اثر ثابت
	آزمون هاسمن	کای دو	۹	۱۸/۲۳	۰/۰۳	رد فرضیه صفر	

ماخذ: محاسبات پژوهشگر

جدول شماره ۴: آزمون راست‌نمایی اثرات ثابت و هاسمن در پانل مدل تقسیم سود DVC

مدل	آزمون	آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار آماره	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون	نوع برآورد
اول	آزمون F لیمر	F	(۱۰۲,۶۷۰)	۶/۱۱	۰	رد فرضیه صفر	تخمین به روش اثر ثابت
	آزمون هاسمن	کای دو	۸	۱۷/۳۴	۰	تأیید فرضیه صفر	
دوم	آزمون F لیمر	F	(۱۰۲,۶۷۰)	۲/۱۵	۰	رد فرضیه صفر	تخمین به روش اثر تصادفی
	آزمون هاسمن	کای دو	۹	۵/۲۴	۰/۱۰۵۶	تأیید فرضیه صفر	
سوم	آزمون F لیمر	F	(۱۰۲,۶۷۰)	۶/۳۱	۰	رد فرضیه صفر	تخمین به روش اثر تصادفی
	آزمون هاسمن	کای دو	۹	۸/۲۵	۰/۰۶۷۲	تأیید فرضیه صفر	
چهارم	آزمون F لیمر	F	(۱۰۲,۶۷۰)	۶/۱۲	۰	رد فرضیه صفر	تخمین به روش اثر ثابت
	آزمون هاسمن	کای دو	۹	۱۴/۰۴	۰	رد فرضیه صفر	
پنجم	آزمون F لیمر	F	(۱۰۲,۶۷۰)	۵/۷۵	۰	رد فرضیه صفر	تخمین به روش اثر ثابت
	آزمون هاسمن	کای دو	۸	۲۱/۱۴	۰	رد فرضیه صفر	
ششم	آزمون F لیمر	F	(۱۰۲,۶۷۰)	۴/۱۲	۰	رد فرضیه صفر	تخمین به روش اثر تصادفی
	آزمون هاسمن	کای دو	۹	۱/۱۲	۰/۳۴۵۳	رد فرضیه صفر	
هفتم	آزمون F لیمر	F	(۱۰۲,۶۷۰)	۳/۹۲	۰	رد فرضیه صفر	تخمین به روش اثر ثابت
	آزمون هاسمن	کای دو	۹	۱۴/۲۰	۰/۰۳۴۶	رد فرضیه صفر	
هشتم	آزمون F لیمر	F	(۱۰۲,۶۷۰)	۴/۴۶	۰	رد فرضیه صفر	تخمین به روش اثر ثابت
	آزمون هاسمن	کای دو	۹	۱۸/۵۱	۰/۰۳۰۳	رد فرضیه صفر	
نهم	آزمون F لیمر	F	(۱۰۲,۶۷۰)	۴/۳۵	۰	رد فرضیه صفر	تخمین به روش اثر تصادفی
	آزمون هاسمن	کای دو	۹	۶/۲۲	۰/۴۵۲۲	تأیید فرضیه صفر	
دهم	آزمون F لیمر	F	(۱۰۲,۶۷۰)	۷/۳۴	۰	رد فرضیه صفر	تخمین به روش اثر ثابت
	آزمون هاسمن	کای دو	۸	۱۵/۰۱	۰	رد فرضیه صفر	
یازدهم	آزمون F لیمر	F	(۱۰۲,۶۷۰)	۵/۳۷	۰	رد فرضیه صفر	تخمین به روش اثر ثابت
	آزمون هاسمن	کای دو	۹	۴/۱۵	۰/۶۳۲۲	رد فرضیه صفر	
دوازدهم	آزمون F لیمر	F	(۱۰۲,۶۷۰)	۶/۳۴	۰	رد فرضیه صفر	تخمین به روش اثر تصادفی
	آزمون هاسمن	کای دو	۹	۷/۱۴	۰/۰۶۴۳	رد فرضیه صفر	

ماخذ: محاسبات پژوهشگر

برخوردار هستند. این امر می‌تواند ناشی از این واقعیت باشد که اطلاعات سازمان یافته و رسمی جهت بررسی سرمایه‌گذاران وجود ندارد.

نتایج جدول ۷ حاکی از این واقعیت است که: در مدل اول تا هشتم که شاخص آمیهدودو نسبت بازده صفر به عنوان متغیرهای نقدشوندگی لحاظ شده، این متغیرها تأثیر مثبتی بر DVE دارد و در حالتی که متغیر تعدیل‌کننده سهام شناور آزاد است، اثر این متغیر قوی‌تر است. در مدل نهم تا دوازدهم که شاخص گسترش بالا و پائین به عنوان متغیر نقدشوندگی لحاظ شده، این متغیر تأثیر مثبتی بر DVE دارد و در حالتی که متغیر تعدیل‌کننده دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام است، اثر این متغیر قوی‌تر است.

در ستون آخر جدول فوق اقدام به نتیجه‌گیری آزمون‌های F لیمر و هاسمن نموده‌ایم، نتایج در جدول ۳ و ۴، نتایج هر مدل بر اساس مدل بهینه اثرات ثابت یا تصادفی ارائه شده است. در ادامه قبل از برآورد مدل به بررسی درونزایی مابین متغیرهای نقدشوندگی و پرداخت سود می‌پردازیم. چرا که نتایج ممکن است در خطر علیت معکوس باشند. سرمایه‌گذاران ممکن است شرکت‌هایی را ترجیح دهند که سود سهام بیشتری پرداخت می‌کنند و به سادگی در آن‌ها بیشتر داد و ستد کنند. بر این اساس اقدام به بررسی پدیده درون‌زایی در مدل‌های پرداخته می‌شود.

با توجه به نتایج جدول ۵ و ۶، مشاهده می‌گردد پدیده درونزایی در مدل‌ها برآوردی مشاهده نمی‌گردد در نتیجه برآورد مدل‌ها تحقیق از قابلیت اتکای کافی

لازم بذکر است در حالی که متغیر وابسته DVC است اثر این دو شاخص نقدشوندگی نسبت به حالی که متغیر وابسته DVE در نظر گرفته شده بود، عموماً افزایش یافته است.

در تحقیق حاضر آزمون‌های خودهمبستگی و وایانس ناهمسانی و همخطی مورد بررسی قرار گرفت و مدل برآوردی با مشکل نقض فرض روبرو نبود، در نتیجه جهت ایجاز و اختصار در نتایج از ارائه آن خودداری گردید.

نتایج جدول (۸) حاکی از این واقعیت است که: در مدل اول تا هشتم که شاخص آمیهود ونسبت بازده صفر به عنوان متغیرهای نقدشوندگی لحاظ شده، این متغیرها تأثیر مثبتی بر DVC دارد و در حالی که متغیر تعدیل‌کننده سهام شناور آزاد است، اثر این متغیر قوی‌تر است در مدل نهم تا دوازدهم که شاخص گسترش بالا و پائین به عنوان متغیر نقدشوندگی لحاظ شده، این متغیر تأثیر مثبتی بر DVC دارد و در حالی که متغیر تعدیل‌کننده دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام است، اثر این متغیر قوی‌تر است.

جدول شماره ۵: تخمین مدل‌ها در حالت متغیر وابسته DVE

متغیر	مدل	شاخص	اول	دوم	سوم	چهارم	پنجم	ششم	هفتم	هشتم	نهم	دهم	یازدهم	دوازدهم
تغییرات نقدینگی	آماره t	۱/۶۷	۰/۳۵	۰/۹	۱/۱۳	۰/۹۹	۰/۳۶	۱/۲۴	۰/۷۳	۱/۰۶۸	۰/۶۲	۱/۱۷	۰/۶۸	
	آماره f	۲/۹۸	۰/۸۳	۱/۴۴	۱/۷۳	۱/۷۸	۱/۰۱	۲/۴۸	۱/۳۹	۱/۲۴	۱/۰۹	۲/۸۳	۱/۱۳	
Test Δ Liquidity > 0	نتیجه	عدم	عدم	عدم	عدم	عدم	عدم	عدم	عدم	عدم	عدم	عدم	عدم	
		درونزایی	درونزایی	درونزایی	درونزایی	درونزایی	درونزایی	درونزایی	درونزایی	درونزایی	درونزایی	درونزایی	درونزایی	

ماخذ: محاسبات پژوهشگر

جدول شماره ۶: تخمین مدل‌ها در حالت متغیر وابسته DVC و نحوه تغییرات

متغیر	مدل	اول	دوم	سوم	چهارم	پنجم	ششم	هفتم	هشتم	نهم	دهم	یازدهم	دوازدهم
تغییرات نقدینگی	آماره t	۱/۹۷	۰/۳۸	۱/۲	۰/۹۸	۰/۳۸	۱/۷۸	۱/۱۳	۱/۱۲	۱/۶۳	۱/۳۷	۱/۱۱	۰/۴۵
	آماره f	۲/۱۳	۱/۲۱	۲/۹۱	۱/۱۷	۰/۹۹	۲/۲۴	۱/۰۹	۲/۲۴	۲/۸۹	۲/۹۸	۲/۱۲	۱/۰۱
Test Δ Liquidity > 0	نتیجه	عدم	عدم	عدم	عدم	عدم	عدم	عدم	عدم	عدم	عدم	عدم	عدم
		درونزایی	درونزایی	درونزایی	درونزایی	درونزایی	درونزایی	درونزایی	درونزایی	درونزایی	درونزایی	درونزایی	درونزایی

ماخذ: محاسبات پژوهشگر

جدول شماره ۷: تخمین مدل‌ها در حالت متغیر وابسته DVE

متغیر	مدل	اول	دوم	سوم	چهارم	پنجم	ششم	هفتم	هشتم	نهم	دهم	یازدهم	دوازدهم
ILLIQ	6.34E-08	*.0005459	*.0047262	*.0285676	-	-	-	-	-	-	-	-	-
zeroreturn _{i,t}	-	-	-	*.0182595	**0.021405	**0.049904	***0.146849	-	-	-	-	-	-
HL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SIZE	0.00642	***0.015709	.0030732	.0107424	*.0411778	*.0282961	*.0018853	*.0000714	*.0010113	*.0496698	*.0303723	*.040876	
ROA	**0.00065	***0.0123051	***0.0026749	.0398523	*.0078822	.0416957	*.0010798	.0002313	*.0105492	.0063939	-.0499073	.0102476	
Q	0.001308	***0.0000745	***0.0016239	*.0278605	.0122213	***0.0106904	*.0006697	***0.0003868	.0004145	*.0414132	.026904	*.0134896	
M	*0.00258	*.0010091	-.0001208	.0085586	***0.0009092	*.0512099	.001731	*.0025582	.0008361	*.0606427	***0.0063541	.0074606	
LEV	0.005882	***0.000719	*.0001677	*.0359275	*.0866685	*.0230119	*.0006732	*.002031	-.0007381	-.1710142	-.0412849	*.0296218	
YEAR	*-0.00133	***0.0003775	.0017464	*.0272199	***0.0221967	.0363967	***0.000738	.0138908	*.7.85e-06	.0147353	***0.0200705	.0002314	
INDUSTRY	*0.000522	*-0.0005228	-.0031839	*.0057658	.0057517	.012449	*.0008615	***0.0018755	***0.0005396	***0.0005396	*.013513	*.0857094	
SPREAD	-	*-0.185342	-	-	-	***0.0023735	-	-	-	-	*-0.00493-	-	

دوازدهم	یازدهم	دهم	نهم	هشتم	هفتم	ششم	پنجم	چهارم	سوم	دوم	اول	مدل متغیر
-	**0.0223533	-	-	-	**0.0002452	-	-	-	**0.003123	-	-	AQ
**1069851	-	-	-	**0.0227961	-	-	-	**0.0017009	-	-	-	MFE

*** سطح معناداری ۱ درصد ** سطح معناداری ۵ درصد * سطح معناداری ۱۰ درصد

ماخذ: محاسبات پژوهشگر

شماره ۸: تخمین مدل‌ها در حالت متغیر وابسته DVC و نحوه تغییرات

دوازدهم	یازدهم	دهم	نهم	هشتم	هفتم	ششم	پنجم	چهارم	سوم	دوم	اول	مدل متغیر
-	-	-	-	-	-	-	-	کاهش .0283745 **	افزایش .0050932 **	افزایش .0006733 *	افزایش 0.00004	ILLIQ
-	-	-	-	افزایش .06590412 ***	کاهش .0038794 **	افزایش .0038794 **	افزایش .0473844 **	-	-	-	-	zeroretu
افزایش .04367117 *	افزایش .01435807 *	افزایش .1209301 *	افزایش .0208312 *	-	-	-	-	-	-	-	-	HL
افزایش *.064046	کاهش .0254689	افزایش .0576478 **	افزایش .0210941	افزایش .00023134 **	افزایش .0125467 *	افزایش .0354369 **	افزایش .0638394 *	افزایش .0127644	افزایش .042033	افزایش .0024501 ***	افزایش 0.00711	SIZE
کاهش .0092234	افزایش -.057684	افزایش .0065433	افزایش .0245801 **	افزایش .0005442	افزایش .0025412 **	افزایش .0564023	افزایش .0093877 *	افزایش .0538742	کاهش .0003784 ***	افزایش .028732 **	افزایش 0.000672 **	ROA
افزایش .0093245 *	افزایش .04656301	افزایش .0545530 **	کاهش .0034007	افزایش .0012004 ***	افزایش .0007412 *	افزایش .0156603 ***	افزایش .0372931 *	افزایش .0315672 *	افزایش *.002543 **	افزایش .0008753 ***	افزایش 0.001369	Q
افزایش .0097764	افزایش *.009384 **	افزایش .0734897 **	افزایش .000833	افزایش .0033491 *	افزایش .0038421	افزایش .0372931 *	کاهش .0001043 ***	افزایش .0156471	افزایش -.0005321	افزایش .0035408	افزایش 0.003543 *	M
افزایش -.0296218 *	افزایش -.06387001	افزایش -.1937402 *	افزایش -.0083842	افزایش -.0483742 **	افزایش .0018734 *	افزایش -.0839875 **	افزایش .1034842 **	افزایش *.047283 *	افزایش .0093727 **	افزایش .0013741 **	افزایش 0.006384	LEV
افزایش .0393505	افزایش *.038721 **	افزایش .0276832	افزایش 0.000073 *	افزایش .0237942	افزایش - *.00237 *	افزایش .0487924	افزایش .0833482 ***	کاهش .0203501 *	افزایش .0037643	افزایش .00128373 ***	افزایش *-0.00387	YEAR
کاهش .1270232 *	افزایش *-0.027037	افزایش -.0009034	کاهش -.0002371 ***	افزایش -.0047348 ***	کاهش -.0007321 **	افزایش .0273074	کاهش .0028342	افزایش .0293415 *	افزایش -.0057321	افزایش -.0037842 *	افزایش 0.003671 *	INDUSTRY
-	-	کاهش - *0.00451 *	-	-	-	افزایش - *0.13274 **	-	-	-	افزایش - *0.027673 *	-	SPREAD
-	افزایش .04230041 **	-	-	-	کاهش .0023843 **	-	-	-	افزایش *.003845 *	-	-	AQ
افزایش .13094731 **	-	-	-	افزایش *.03664 *	-	-	-	افزایش *.003485 *	-	-	-	MFE

ماخذ: محاسبات پژوهشگر

۶- نتیجه گیری و بحث

سرمایه گذاران موثر بوده و از این طریق کارایی بازار را افزایش دهد. با توجه به تأثیر مثبت و یک طرفه نقدشوندگی سهام بر تقسیم سود می‌توان نتیجه گرفت لزوماً عدم تقسیم سود نمی‌تواند بر نقدشوندگی موثر باشد؛ اما کاهش نقدشوندگی سهام بر تقسیم سود موثر خواهد بود در نتیجه لازم است مدیران و سیاست گذاران بازار سرمایه به این امر واقف باشند که در تقسیم سود خود بدون نگرانی از کاهش سطح نقدشوندگی سهام، سیاست‌های بهینه تری را با توجه به موقعیت شرکت اتخاذ نمایند. با توجه به اینکه میزان سهم سهام شناور آزاد عامل مهمی در تفویض رابطه نقدشوندگی و تقسیم سود دارد و موجب بهبود آن می‌شود اجرایی نمودن سیاست‌هایی که موجب بهبود سهم سهام شناور آزاد در بازار شود می‌تواند وضعیت بازار سرمایه را با بهبود مواجه سازد. نتایج تحقیق حاضر در راستای نتایج تحقیقات جیانگ و همکاران (۲۰۱۶)، آدلین و پرسینا (۲۰۰۷)، قالیباف اصل و ولی زاده (۱۳۹۵)، قاسمی؛ معصومی؛ قاسمی و موسوی (۱۳۹۲)، صادقی بهبهانی زاده و همکاران (۱۳۹۱) و برخلاف نتایج تحقیقات گریفین (۲۰۱۰)، بنرجی و همکاران (۲۰۰۷)، است.

فهرست منابع

- * اکبری محمدرضا، حسنی محسن، بهرامی حمیدرضا (۱۳۹۴) " مطالعه رابطه بین مالکیت مدیریت استراتژیک و محافظه کاری حسابداری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " پژوهش‌های مدیریت راهبردی، سال ۲۱، شماره ۵۷، بهار و تابستان ۱۳۹۴، ص ۱۰۱-۱۱۶.
- * ایزدی نیا ناصر، رامشه منیژه (۱۳۹۰) " نقش ویژگی‌های معاملات سهام بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران " مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره سوم، شماره اول، بهار و تابستان ۱۳۹۰، شماره پیاپی ۶۰/۳، ص ۱-۲۷.
- * بنی مهد بهمن، عربی مهدی، حسن پور شیوا (۱۳۹۵) " کتاب پژوهش‌های تجربی و روش

این پژوهش به بررسی ارتباط بین نقدشوندگی سهام و سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. جهت تبیین صحیح روابط مابین متغیرهای اثر اطلاعاتی نقدشوندگی بر روی پرداخت سود، از متغیرهای تعدیل کننده کیفیت افشای اطلاعاتی، سهم شناور آزاد و عدم تقارن اطلاعاتی استفاده گردید. در نهایت جهت افزایش دقت مدل از معیارهای مختلف نقدشوندگی آمیهدو، کروین و اسکولتز و نسبت بازده‌های صفر استفاده گردید. نتایج تحقیق حاکی از این واقعیت است که عامل‌های مختلف نقدشوندگی تأثیر معناداری بر تقسیم سود دارند. بر این اساس نتایج تحقیق حاضر موید نظریه تئوری نامربوط بودن در راستای ارتباط تقسیم سود و میزان نقدشوندگی سهام است. تأثیر متغیرهای تعدیل کننده بر تقسیم سود، در حالیکه شاخص نقدشوندگی نسبت بازده‌های صفر در نظر گرفته شده است؛ قوی‌تر از سایر حالت‌ها است. همچنین بر اساس نتایج متغیرهای تعدیل گر در حالتی که تعدیل کننده متغیر سهم سهام شناور در نظر گرفته شده است موجب افزایش تأثیر شاخص‌های نقدشوندگی بر تقسیم سود شده‌اند. بر اساس نتایج متغیرهای نقدشوندگی و تعدیل کننده بر تقسیم سود سهام نقدی درجه بندی شده توسط گردش نقدینگی از فعالیت‌های عملیاتی (DVC) بیش از حالتی است که متغیر وابسته سودهای سهام نقدی درجه بندی شده توسط درآمدها (DVE) در نظر گرفته شود. لازم بذکر است میان متغیرهای DVC، DVE و نقدینگی خاصیت درونزایی مشاهده نگردید در نتیجه جهت علیت یک طرفه‌ای از نقدینگی به سمت DVC، DVE قابل تأیید است. با توجه به تأثیر مثبت متغیرهای تعدیل کننده بر تقسیم سود، که عموماً بر افزایش سطح تقارن اطلاعاتی و کاهش ناکارایی و افزایش شفافیت بازار تأکید داشتند در نتیجه سیاست‌های مانند ایجاد بانک‌های اطلاعاتی در خصوص شاخص‌هایی همچون سطح کیفیت اطلاعات و میزان نقدشوندگی سهام هر شرکت از پایگاه‌های رسمی می‌تواند در تصمیم‌گیری دقیق‌تر

- عدم تقارن اطلاعاتی و نقدشوندگی سهام؛ راهبرد مدیریت مالی، مقاله ۱، دوره ۴، شماره ۳ - شماره پیاپی ۱۴، پاییز ۱۳۹۵، صفحه ۱-۲۳
- * نظری محسن، پارسائی منا، رنصیری سیده السادات (۱۳۹۱) " رابطه ی عدم تقارن اطلاعاتی با سیاست های تقسیم سود در شرکت ها" فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال اول ، شماره دوم، تابستان ۱۳۹۱، ص ۱۰۳-۱۱۳.
- * یعقوب نژاد، احمد و ذبیحی، علی. (۱۳۹۰) رابطه بین کیفیت افشا و نقد شونددگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره ۱۰، صص ۲۱۷، ۲۳۵
- * Adeline, Paul Raj and Presenna, Nambiar. (2007). Article: KL urged to take steps for greater free float, liquidity levels on bourse newspaper international ,p:5.http://www.sahamas.net/forum10/4327.html
- * Aharony, J., Swary, I. (1980) , "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders Return: An Empirical Analysis", *Journal of Finance* , 35(1), pp. 1-12.
- * Amihud, Yako. (2002). " Illiquidity and Stock Returns: cross-section and time series effects ". *Journal of Financial Markets*, 5, pp.31-56.
- * Banerjee, S., Gatchev, V.A., Spindt, P.A., 2007. Stock market liquidity and firm dividend policy .*Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42(2), 369-397.
- * Bun, C. (2005) , " Use Dividends to Signal or Not: An Examination of the UK Dividend Payout Patterns" *Managerial Finance*, 31(4), pp. 12-33.
- * Chen, Y., Rhee, S.G., Veeraraghavan, M., Zolotoy, L., 2015. Stock liquidity and managerial short-termism. *Journal of Banking & Finance* 60, 44-59.
- * Cheung, Y., 1986. Tunneling and propping up: an analysis of related party transactions by Chinese listed companies. *Pacific-Basin Finance Journal* 17(3), 372-393.
- * Corwin, S.A., Schultz, P., 2012. A simple way to estimate bid-ask spreads from daily high and low prices. *The Journal of Finance*, 67(2), 719-760.
- * Donadelli, M., Persha, L., 2014.
- شناسی در حسابداری" انتشارات ترمه، چاپ دوم ۱۳۹۵.
- * پور ابراهیمی محمدرضا؛ سیدخسروشاهی سید علی (۱۳۹۱) بررسی رابطه درصد سود تقسیمی و حجم معاملات در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ تحقیقات مالی، دوره ۱۴، شماره ۲، پاییز و زمستان ۱۳۹۱، ص ۳۰-۱۵.
- * رحمانی علی، حسینی سیدعلی، رضاپور نرگس (۱۳۸۹) " رابطه مالکیت نهادی سهام در ایران" بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۶۱، پاییز ۱۳۸۹، ص ۵۴-۳۹.
- * ستایش محمد حسین، کاظم نژاد مصطفی، ذوالفقاری مهدی (۱۳۹۰) " بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقد شونددگی سهام و هزینه سرمایه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال سوم، شماره سوم، ص ۷۴-۵۵.
- * صادقی بهبهانی زاده، صفری و حسن زاده، رسول و صادقی بهبهانی زاده، فاضل. (۱۳۹۱). «تأثیر سیاست تقسیم سود بر نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه گذاری.
- * فدائی نژاد محمد اسماعیل و خرم نیا نوید. (۱۳۹۱) تیررسی محتوای اطلاعاتی افشای اطلاعات سود شرکت ها و اثر آن بر نقدشوندگی و عدم تقارن ازلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال پنجم، شماره ۱۸، تابستان ۱۳۹۱، صص ۶۲-۸۲.
- * قاسمی، قاسم؛ جواد معصومی؛ مصطفی قاسمی و سید حسین موسوی، ۱۳۹۲، بررسی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود در شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، یازدهمین همایش ملی حسابداری ایران، مشهد، دانشگاه فردوسی مشهد
- * قالیباف اصل حسن ؛ فریده ولی زاده (۱۳۹۵) بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود با

- 671).
- * Marshall, BenR. Nguyen, Nhut H. Visaltanachoti, Nuttawat(2012). Commodity Liquidity Measurment and Transaction Costs. The Review of financial studies. V25.n 2.2012
 - * McLean, R.D., Pontiff, J., 2016. Does academic research destroy stock return predictability? The Journal of Finance 71(1), 5-32.
 - * Miller, M.H., Modigliani, F., 1961. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. Journal of Business 34(4), 411-433.
 - * Nartea, G.V., Wu, J., Liu, Z., 2013. Does idiosyncratic volatility matter in emerging markets? Evidence from China. J. Int. Financ. Mark. Inst. Money 27 ,137-160.
 - * Purmessur, R.D., Boodhoo, R.(2009) , "Signalling Power of Dividend on Firms' Future Profits A Literature Review", EvergreenEnergy – International Interdisciplinary Journal, available at: <http://ssrn.com/abstract=1359495>

یادداشت‌ها

1. Amihud
 2. Corwin & Schultz
 3. Dividend-To-Cash-Flow Ratio
 4. Dividend-To-Earnings Ratio
 5. Nartea & Wu & Liu
 6. Eiling
 7. Donadelli & Persha
 8. Kiel & Nicholson
 9. Liu
 10. Li & Zhao
 11. Aharony & Swary
 12. Miller & Modigliani
 13. Purmessur & Boodhoo
 14. Bun
 15. Banerjee & Gatchev & Spindt
 16. Kyle
 17. Holmström & Tirole
 18. Jiang & Ma & Shi
 19. Griffin
 20. Adeline, Paul Raj and
 21. Lesmond & Ogden & Trzcinka
 22. Chen & Rhee & Veeraraghavan & Zolotoy
 23. Fong & Holden & Trzcinka
 24. McLean & Pontiff
 25. Marshall & Nguyen & Visaltanachoti
- ²¹ سطح معنی داری، میزان خطایی است که در رد فرض صفر (H) مرتکب می‌شویم. سطح معنی داری در علم آمار به P-value (مقدار احتمال) معروف است. در تفسیر نتایج هر آزمونی، اعم از پارامتری و ناپارامتری، هر چه مقدار احتمال کوچکتر باشد، رد فرض صفر ساده‌تر است.
- ²⁷ متغیرهایی که در تمامی مدل‌ها برآوردی ثابت هستند
 INDUSTRY، YEAR، LEV، M، Q، ROA، SIZE متغیرهای کنترل و متغیرهای MFE، AQ، SPREAD متغیرهای تعدیل‌گر می‌باشند
- * Understanding emerging market equity risk premia: industries, governance and macroeconomic policy uncertainty. Res. Int. Bus. Finance 30, 284-309.
 - * Eiling, E., 2013. Industry-specific human capital, idiosyncratic risk, and the cross-section of expected stock returns. J. Finance 68, 43-84.
 - * Fong, K.Y., Holden, C.W., Trzcinka, C., 2016. What are the best liquidity proxies for global research? Indiana University Working Paper
 - * Griffin, Carroll Howard. (2010). "Liquidity and Dividend Policy: International Evidence". International Business Research, Published by Canadian Center of Science and Education, Vol. 3, No. 3.
 - * Han, B., Kumar, A., 2013. Speculative retail trading and asset prices. J. Financ. Quant. Anal. 48, 377-404.
 - * Igan, Deniz, de Paula, Aureo and Pinheiro, Marcelo. (2010). "Liquidity and Dividend Policy". MPRA Paper, No. 29409, posted 10.
 - * Holmström, B., Tirole, J., 1993. Market liquidity and performance monitoring. Journal of Political Economy 101(4), 678-709.
 - * Jiang, Fuxiu, Ma, Yunbiao, Shi, Beibei, Stock Liquidity and Dividend Payouts, Journal of Corporate Finance (2016), doi:10.1016/j.jcorpfin.2016.12.005
 - * Kiel, Geoffrey C. & Nicholson, Gavin J. 2003. "Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance, Corporate Governance», An International Review 11(189-205).
 - * Kyle, A., 1984. Market structure, information, futures markets, and price formation. In: Storey, G.G., Schmitz, A., Sarris, A. (Eds.), International Agricultural Trade: Advanced Readings in Price Formation, Market Structure and Price Instability. Westview Press, Boulder, CO, pp. 45-64.
 - * Li, K., Zhao, X. (2008). Asymmetric Information and Dividend Policy, Financial Management, Volume 37, Number 4 , pp. 673-694(22)
 - * Lesmond, D., Ogden, J., Trzcinka, C., 1999. A new estimate of transaction costs. Review of Financial Studies 12(5), 1113-1141.
 - * Liu, Weimin. 2006. "A Liquidity-Augmented Capital Asset Pricing Model", Journal of Financial Economics 82(631-