

راهبرد مدیریت مالی

دانشگاه الزهرا (س)

سال چهارم شماره چهارم

دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی

پاییز ۱۳۹۵

تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۰۴/۱۴

صص ۱-۲۳

تاریخ تصویب: ۱۳۹۵/۰۶/۰۳

بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود با عدم تقارن اطلاعاتی

و نقدشوندگی سهام^۱

حسن غالباف اصل^۱، فریده ولی زاده^۲

چکیده

هدف این پژوهش، بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود با عدم تقارن اطلاعاتی و نقدشوندگی سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران با در نظر گرفتن ویژگی های شرکت به عنوان متغیرهای کنترل است. برای این منظور کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ به عنوان جامعه آماری در نظر گرفته شد که پس از غربال گیری با استفاده از روش نمونه گیری تصادفی ساده، تعداد ۴۵ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شد. در این پژوهش برای بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود با عدم تقارن اطلاعاتی و نقدشوندگی سهام از روش رگرسیون چند متغیره و بکارگیری مدل داده های ترکیبی استفاده شد. متغیرهای لحاظ شده در مدل شامل اندازه شرکت، ریسک شرکت، فرصت های رشد و سودآوری به عنوان متغیرهای کنترل بوده است که پس از بررسی و تخمین مدل با استفاده از رهیافت پاتل دیتا به این نتیجه رسیدیم که در بورس اوراق بهادار تهران بین نقدشوندگی سهام و سیاست تقسیم سود شرکت رابطه مثبت معناداری وجود دارد. همچنین دریافتیم که رابطه معکوس معناداری بین سیاست تقسیم سود و عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد.

واژه های کلیدی: سیاست تقسیم سود، نقدشوندگی سهام، عدم تقارن اطلاعاتی، بورس اوراق بهادار

طبقه بندی موضوعی: C02، C2، G14، G19، G35

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/jfm.2016.2570

۲. دانشیار دانشگاه الزهرا (س)، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی، گروه مدیریت، ghalibafasl@yahoo.com

۳. کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشگاه الزهراء (س)، نویسنده مسئول، Faridehvalizadeh80@yahoo.com

مقدمه

سود تقسیمی به واسطه عینیت و ملموس بودن از جایگاه ویژه‌ای نزد مالکان شرکت برخوردار است و سرمایه‌گذاران شرکت با هدف آگاهی از توان ایجاد نقدینگی و توزیع آن بین سهامداران، علاقه ویژه‌ای به این مقوله دارند. از این رو بخشی از توان و توجه مدیران شرکت‌ها معطوف به مقوله‌ای است که از آن به عنوان «سیاست تقسیم سود» یاد می‌شود. این سیاست، بیانگر پرداخت شرکت و میزان وجوه نقدی است که بین سهامداران توزیع می‌شود. با توجه به شواهد موجود، سیاست‌های تقسیم سود هنوز به عنوان یک معما در امور مالی شرکت‌ها مطرح است (بلک، ۱۹۷۶، ۵-۸).

تصمیم‌های پرداخت سود همچنان که روی نقدشوندگی^۱ 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. یکی از مسائل فعلی بورس اوراق بهادار تهران، موضوع نقدشوندگی است. به طوری که بسیاری از شرکت‌ها در این بازار، نقدشوندگی پایینی دارند. این مسئله سهامداران را هنگام نیاز به نقدینگی با مشکل مواجه کرده است. انعکاس مشکل نقدینگی سهامداران در مجامع مشهود می‌باشد. 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.

مودیگلیانی 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 چشم‌اندازهای

1. Dividend policy
2. Liquidity

آتی، دارای اطلاعات بهتری هستند. سرمایه‌گذاران تنها به واسطه اطلاعات صورت‌های مالی قادر به عکس‌العمل بموقع 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 خرم نیا، ۱۳۹۱). 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. در این راستا، پژوهش حاضر سعی دارد رابطه بین سیاست تقسیم سود یا عدم تقارن اطلاعاتی و نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دهد.

مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

نخستین گام‌های نظریه‌پردازی در زمینه سیاست تقسیم سود به پیش اثر پرداخت سود سهام برمی‌گردد. در طول قرن اخیر، سه مکتب فکری در این زمینه به وجود آمده است. نتایج پژوهش‌های مکتب نخست نشان می‌دهد که سود سهام پرداختی اثر مثبت و قابل توجهی بر قیمت سهام دارد. گروه دوم بر این باورند که قیمت‌های سهام وابستگی منفی به میزان سود سهام پرداختی دارد. گروه سوم مدعی است که میزان تقسیم سود شرکت در ارزیابی قیمت سهام نامربوط است. براساس این سه مکتب، نظریه‌های تقسیم سود در قالب نظریه هموارسازی تقسیم سود^۱، نظریه نامربوط بودن^۲، نظریه پرنده در دست^۳، نظریه اثر مالیاتی تقسیم سود، نظریه تأثیر مشتریان و موکلین و نظریه عدم تقارن اطلاعاتی^۴ (علامت دهی^۵ و هزینه نمایندگی^۶) طبقه‌بندی می‌شوند (اعتمادی و چالاکي، ۱۳۸۴).

در یک طبقه‌بندی دیگر، نظریه‌های تقسیم سود به چهار دسته تئوری‌های نامربوط بودن، تئوری پرنده در دست، تئوری اولویت مالیاتی و تئوری مرحله رشد طبقه‌بندی شده‌اند که در ادامه، توضیح مختصری در مورد هر یک از این تئوری‌ها داده می‌شود (تهرانی، ۱۳۸۷).

1. Dividend smoothing theory
2. Dividend irrelevance theory
3. Bird-in-the-Hand theory
4. Information asymmetric theory
5. Signaling
6. Agency cost

تئوری نامربوط بودن: میلر و مودیگلیانی^۱ (۱۹۶۱) مقاله‌ای در باره سیاست سود پرداختی، رشد و ارزیابی سهام منتشر کردند. در این مقاله چنین استدلال کردند که وقوع هرگونه تغییر در سود سهام باعث تغییر در قیمت سهام می‌شود (میلر و مودیگلیانی، ۱۳۷۳، ص ۶-۳۳). زیرا به نظر سهامداران، چنین تغییری مبین تغییر در سودهای مورد انتظار آتی می‌باشد. به عقیده آنها، سرمایه‌گذاران به طور عموم در انتخاب سود سهام یا سود سرمایه بی تفاوت هستند. زیرا خط‌مشی سود سهام شرکت هیچ تأثیری بر ارزش سهام آن یا هزینه سرمایه شرکت ندارد. در نتیجه، این تئوری بیان می‌کند که ارزش شرکت یا قیمت سهم، به چگونگی تقسیم سود مربوط نیست و به همین دلیل، سهامداران نسبت به آن بی تفاوتند. طبق این تئوری، آنچه که در تغییر قیمت سهام اثر می‌گذارد، اطلاعاتی است که در تقسیم سود نمایان می‌شود (وستون و بریگام، ۱۳۸۶).

تئوری پرنده دو دست: این تئوری بیان می‌دارد که سود پرداختی بر سود انباشته ترجیح دارد. زیرا دومی ممکن است هرگز به عنوان سود پرداختی آتی پژوهشگر نشود. بر اساس این تئوری، مایرون گوردون^۲ (۱۹۵۹) و جان لیتنر^۳ (۱۹۶۲) چنین استدلال کردند که با افزایش درصد سود تقسیمی، نرخ هزینه سرمایه سهام عادی کاهش می‌یابد. یعنی سهامداران برای سود تقسیمی مورد انتظار در مقایسه با سود سرمایه مورد انتظار ارزش بیشتری قائل هستند. به این دلیل که هزینه سرمایه سهام عادی حاصل جمع دو نرخ می‌باشد که عبارتند از: نرخ سود تقسیمی مورد انتظار و نرخ رشد در سال‌های آینده. مایرون گوردون (۱۹۵۹) به عنوان مهم‌ترین حامی این تئوری معتقد است که جریان مورد انتظار سود پرداختی آتی در نرخی پایین‌تر از منفعت مورد انتظار سرمایه تزیل خواهد شد (گوردون، ۱۹۵۹، ۹۹-۱۰۵) (لیتنر، ۱۹۶۲، ۲۳۳-۲۶۹). این تئوری در نخستین نگاه معقول به نظر می‌رسد؛ به ویژه به علت این حقیقت که سهام دارای سود پرداختی بالاتر، ریسک کمتری نسبت به سهام دارای ریسک بالاتر با جریان نقدی آتی مورد انتظار مشابه دارد (بکرو ویت، ۲۰۰۷). تئوری پرنده دو دست می‌گوید که ارزش شرکت در صورتی به بیشترین حد می‌رسد که سرمایه‌گذاران، سود سهام نقدی را کم‌خطرتر از هایدی سرمایه‌ای احتمالی می‌دانند. براساس این تئوری، با افزایش درصد سود تقسیمی، نرخ هزینه سرمایه سهام عادی کاهش می‌یابد. یعنی سهامداران برای سود تقسیمی مورد انتظار در مقایسه با سود سرمایه ارزش بیشتری قائل هستند (وستون، بریگام، ۱۳۸۶).

1. Miller & Modigliani

2. Gordon

3. Lintner

تئوری ترجیح مالیاتی^۱: براساس این تئوری، میزان ترجیح سود تقسیمی به نرخ مالیاتی آن وابسته است. در صورتی که سود تقسیمی از مالیات معاف نباشد، هر چه درصد سود تقسیمی کمتر باشد، مالیات کمتری پرداخت می‌شود. بنابراین ترجیح داده می‌شود که سود کمتری تقسیم شود. برعکس، در برخی از کشورها که سود تقسیمی معاف از مالیات است، سرمایه‌گذاران سود تقسیمی بیشتر را ترجیح می‌دهند (وستون، بریگام، ۱۳۸۶).

تئوری مرحله رشد^۲: براساس این تئوری، در موسسه‌های رو به رشد که نرخ هزینه سرمایه کمتر از نرخ بازده مورد انتظار است و فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری وجود دارد، آتباشه کردن سود و انتقال به سرمایه‌گذاری در طرح‌ها، قیمت سهام را افزایش می‌دهد. در موسسه‌های رو به بلوغ که نرخ هزینه سرمایه مساوی نرخ بازده مورد انتظار است و فرصت‌های مناسبی برای سرمایه‌گذاری ندارند، سیاست تقسیم سود بر قیمت سهام بی‌اثر است. در موسسه‌های رو به افول که نرخ هزینه سرمایه بیشتر از نرخ بازده مورد انتظار است، عدم تقسیم سود موجب کاهش قیمت سهام خواهد شد (وستون، بریگام، ۱۳۸۶) (تهرانی، ۱۳۸۷).

نقدشوندگی برای فعالیت بورس اوراق بهادار، کیفیت بازارهای مالی و نیز رشد اقتصادی، موضوعی بنیادی می‌باشد و به منظور ایجاد اطمینان در سرمایه‌گذاران، برای تبدیل پس‌اندازها و ثروت آنها به دارایی‌های مالی بازارهای نقدشونده ضرورتی اجتناب‌ناپذیر هستند. در بازارهای نقدشونده، دارایی‌های خیرنقد می‌توانند با کمترین هزینه به دارایی‌های نقد تبدیل شوند (هول و وین، ۱۹۹۵، ص ۱). براساس استراتژی‌های پیشنهاد شده توسط مندلسون و آمیهود^۳ (۱۹۸۶)، شرکت‌ها برای افزایش نقدشوندگی سهام خود دو راه دارند:

- شرکت‌ها می‌توانند سرمایه‌گذاران بیشتری را جذب کنند.
- شرکت‌ها می‌توانند اطلاعات بیشتری را افشاء کنند [ورنیمن و همکاران، ۲۰۰۵، ص ۴۳۰].

تعریف نقدشوندگی: تعاریف متعددی از نقدشوندگی شده است که به برخی از آنها در زیر اشاره می‌شود:

نقدشوندگی عبارت از توانایی تبدیل سریع و بدون کاهش قیمت یک ابزار مالی به وجه نقد است. نقدشوندگی امکان معامله یک ابزار مالی در یک قیمت (قیمت بازار) و در حجم بزرگ بدون ایجاد اختلال در بازار را فراهم می‌کند. در واقع یک دارایی هنگامی نقدشونده نامیده می‌شود که

1. The preference theory
2. Growth stage theory
3. Mendelson & Amihud

یک سرمایه‌گذار بتواند بدون ایجاد تغییر در قیمت بازار، حجم زیادی از آن را مورد معامله قرار دهد [ورنیمن و همکاران، ۲۰۰۵، ص ۸].

نقدشوندگی عبارت از سهولت در معامله اوراق بهادار (جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۷) و یا عبارت از هزینه و سهولتی است که در نتیجه آن، یک دارایی مالی می‌تواند به وجه نقد تبدیل شود (بودی و همکاران، ۱۹۹۶، ص ۲۵۳).

کینز (۱۹۹۰) نقدشوندگی را این‌گونه تعریف می‌کند: اگر یک سرمایه‌گذاری از سرمایه‌گذاری دیگری نقدشونده‌تر باشد، در زمان کوتاهی و بدون ضرر، با اطمینان بیشتری قابل فروش می‌باشد. بر این اساس، فرناندز (۱۹۹۹) نقدشوندگی را بدین شرح تعریف می‌کند: درجه‌ای که معاملات با حجم زیاد، به موقع و با کمترین اثر بر قیمت انجام شوند (گروین، ۲۰۰۵، ص ۸).

به طور کلی، نقدشوندگی عبارت از میزان سهولت در خرید و فروش یک کالا بدون تغییر قابل ملاحظه‌ای در قیمت آن است (اقتصادی و رسانیان، ۱۳۸۹، ۳۱-۵۹) (رحمانی و رضاپور، ۱۳۸۹، ۳-۲۲).

پایه‌های تئوری عدم تقارن اطلاعاتی در دهه ۱۹۷۰ توسط سه پژوهشگر بزرگ از جمله آکرلوف، مایکل اسپنس و جوزف استیگلیتز بنا نهاده شد. آکرلوف (۱۹۷۰) نشان داد که اطلاعات نامتقارن می‌تواند احتمال انتخاب نادرست در بازارها را افزایش دهد. آکرلوف به کمک فرضیه علمی نشان داد که مشکل اطلاعاتی ممکن است موجب توقف کل بازار شود و یا به صورت انقباضی، بازار را به انتخاب نادرست محصولات کم کیفیت سوق دهد.

اسپنس (۱۹۷۰) نشان داد که تحت شرایطی معین، افراد مطلع‌تر در بازار می‌توانند با انتقال اطلاعات خود به افراد غیرمطلع، مشکلات حاصل از انتخاب نادرست را برطرف نمایند. استیگلیتز (۱۹۷۰) نیز نشان داد که یک کارگزار مطلع می‌تواند از طریق فریب اطلاعات، بهتر از یک کارگزار غیرمطلع سود کسب کند (مکرمی، ۱۳۸۱).

استیگلیتز و گراسمن (۱۹۸۰)، فرضیه کارآیی در بازارهای مالی را مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. پارادوکس معروف گراسمن-استیگلیتز بیان می‌کند که اگر بازاری از لحاظ اطلاعات کارا باشد، هیچ کارگزاری انگیزه‌ای برای کسب اطلاعات در مورد چگونگی شکل‌گیری قیمت‌ها را نخواهد داشت.

ویلیام آر اسکات (۲۰۰۸)، در کتاب تئوری حسابداری مالی، عدم تقارن اطلاعاتی را مزیت اطلاعاتی برخی از طرف‌های معامله نسبت به سایرین در یک داد و ستد بازرگانی تعریف می‌کند. بعضی از سرمایه‌گذاران شامل افراد درون سازمانی مانند مدیران، تحلیل‌گران و مؤسسه‌ها به اخبار محرمانه دسترسی دارند (ایزلی و هارا، ۲۰۰۴). هرچه اطلاعات محرمانه بیشتر باشد، تفاوت

قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش سهام بین سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد و در نتیجه بازده سرمایه‌گذارانی که به این گونه اطلاعات دسترسی ندارند، کاهش می‌یابد (لافوند و واتز، ۲۰۰۸). بدون شک، عدم تقارن اطلاعاتی مهم‌ترین مفهوم در حسابداری مالی می‌باشد یکی از آثار وجود اطلاعات نامتقارن، اختلال در عملکرد درست بازارهاست. عدم تقارن اطلاعاتی ممکن است باعث شود که ارزش‌های بازار برابر با ارزش‌های فعلی نباشد در ادبیات تئوری‌های مالی، دو نوع عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. نوع نخست، گزینش زینتبار (انتخاب نادرست) است که سرچشمه بسیاری از مشکلات می‌باشد. یک سرمایه‌گذار ممکن است از کیفیت شرکتی که فرار است تبدیل به یک شرکت عام شود، مطمئن نباشد سهامداران ممکن است از کفایت مدیر انتخابی خود مطمئن نباشند. همچنین مدیران نیز ممکن است از کیفیت کارمندان استخدامی خود مطمئن نباشند. سرمایه‌گذاران نیز ممکن است از درستی اطلاعات مدیریت در مورد شانس موفقیت‌های آینده شرکت مطمئن نباشند. نوع دوم، مخاطره معنوی نامیده می‌شود. مشکلات زیادی را می‌توان در ارتباط با مخاطره معنوی یافت. از آنجایی که مدیران و سهامداران شرکت دارای اطلاعات نامتقارن هستند، سود تقسیمی می‌تواند به عنوان ابزاری برای نشان دادن رشد آتی سودهای مورد انتظار مدیریت بکار رود (میلر و راک، ۱۹۸۵).

در خارج از ایران پژوهش‌هایی در مورد نقدشوندگی و سیاست‌های تقسیم سود انجام شده‌اند که به مواردی چند از آنها به همراه شرح مختصری از نتایج حاصله اشاره می‌شود:

فاما و فرنچ (۲۰۰۱) نشان دادند که افزایش نقدشوندگی بازار سهام آمریکا از مهم‌ترین عوامل کاهش تمایل سهامداران به دریافت سود نقدی است. در واقع آنها دریافتند که بین نقدشوندگی سهام و توزیع سود نقدی رابطه منفی وجود دارد. نقدشوندگی سهام بر سیاست تقسیم سود شرکت تأثیر بسزایی دارد.

کارول هاوارد گرiffin^۱ (۲۰۱۰)، پژوهشی تحت عنوان نقدشوندگی و سیاست تقسیم سود انجام داده است. در این پژوهش رابطه بین نقدشوندگی و سیاست تقسیم سود در سطوح بین‌المللی به منظور تعیین رابطه نقدشوندگی سهام شرکت با تصمیم مقدار سود تقسیمی برای پرداخت به سهامداران مورد بررسی قرار گرفته است. گرiffin دریافت که در چند مورد خاص، بین نقدشوندگی و مقدار سود پرداختی رابطه معکوس وجود دارد.

دنیز ایگان^۲ و همکاران (۲۰۱۰)، پژوهشی با عنوان نقدشوندگی و سیاست سود تقسیمی انجام داده‌اند. از نظر آنها نقدشوندگی زمانی بر تصمیم‌های مدیران در رابطه با پرداخت و یا عدم پرداخت سود نقدی مؤثر است که مدیران نیازهای نقدینگی سهامداران را مورد توجه قرار دهند. ایگان و همکاران نتیجه‌گیری کردند که نقدشوندگی ممکن است در تعیین پرداخت سود نقدی احتمالی مؤثر و بااهمیت باشد.

1. Carroll Howard Griffin

2. Deniz Igan

پل بروکمن^۱ و همکاران (۲۰۱۶)، پژوهشی با عنوان نقدشوندگی بازار ثانویه به عنوان یک عامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود انجام داده‌اند. این پژوهشگران ضمن بیان عدم وجود شرایط بازار کامل به بررسی تأثیر هزینه سیاست‌های مختلف پرداخت سود می‌پردازند که بخشی از هزینه نسبی بازخرید سهام در قیاس با پرداخت سود نقدی توسط نقدشوندگی سهام شرکت تعیین می‌شود. در شرایط برابر، مدیران زمانی که نقدشوندگی سهام شرکت بالاست، بازخرید سهام را به پرداخت سود نقدی ترجیح می‌دهند. بروکمن و همکاران، نتایج پژوهش خود را این گونه بیان می‌کنند که: درک مدیران از نقدشوندگی شرکت در واقع تعیین کننده سیاست تقسیم سود است. پس نتیجه‌گیری آنها بدین صورت است که با افزایش نقدشوندگی بازار، فراوانی و مقدار بازخرید سهام افزایش خواهد یافت.

سومان بنرجی^۲ و همکاران (۲۰۰۵)، 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 معکوس با نقدشوندگی بازار سهام مرتبط است. آنها از پژوهش خود نتیجه گرفتند که نقدشوندگی بازار سهام رابطه‌ای منفی با پرداخت سود تقسیمی دارد.

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 معنی داری بین سیاست تقسیم سود شرکت و نقدشوندگی سهام دست یافتند.

علی جهانخانی و عبدالله قربانی (۱۳۸۷)، در پژوهشی دریافتند که نقدشوندگی سهام رابطه مثبت و معنا داری با سیاست تقسیم سود دارد و در بورس اوراق بهادار تهران با وجود اصطکاک معاملاتی بالا و نبود نقدشوندگی مناسب، تئوری جانشینی نقدشوندگی و سود نقدی صادق نیست.

کای لی و ژاو^۳ (۲۰۰۸)، دریافتند که رابطه منفی بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود وجود دارد. خانگ و کینگ^۴ (۲۰۰۶) شواهد کمی یافتند که تغییرات در سیاست تقسیم سود بر عدم تقارن اطلاعاتی اثر می‌گذارد. همچنین دریافتند که سیاست تقسیم سود یک عامل تعیین کننده در عدم تقارن اطلاعاتی است.

1. Paul Brockman
2. Suman Banerjee
3. Kai Lee & Zhao
4. Khang & King

سانجای دشماخ^۱ (۲۰۰۵) با بررسی اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر سیاست تقسیم سود با توجه به تئوری سلسله مراتبی دریافتند که سیاست تقسیم سود به طور معکوسی با سطح اطلاعات نامتقارن ارتباط دارد.

مورس و یوشمان^۲ (۱۹۸۳) به تغییر دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در زمان اعلان سود پی بردند.

ونکاتش و چیانگ^۳ (۱۹۸۶)، تفسیرات مهمی را در دامنه پیشنهادی خرید و فروش سهام پس از اعلان سود دیدند.

پاتل^۴ (۱۹۹۱) مدعی شد که پس از اعلان سود، دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام افزایش می‌یابد.

لی و ماکلو^۵ (۱۹۹۳) با استفاده از اطلاعات بین روز، شواهدی را دارند که بر مبنای آن، دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام پس از اعلان سود به مدت یک روز دارای وسعت بیشتری می‌باشد و قبل از اعلان سود، شاهد کاهش دامنه قیمت پیشنهادی بودند.

کریسکی و لی^۶ (۱۹۹۶) دریافتند که اعلان سود، عدم تقارن اطلاعاتی را در بازار افزایش می‌دهد.

کیم و ورچیا^۷ (۱۹۹۴) فرض کردند که اگر اطلاعات در اختیار تمامی فعالان بازار قرار بگیرد، اعلامیه‌های سود عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می‌یابد. آنها دریافتند که اگر برخی معامله‌گران قادر به پردازش بهتر اطلاعات باشند، ممکن است عدم تقارن اطلاعاتی در سطح بالا باقی بماند.

پیرامون عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست سود تقسیمی در داخل کشور، پژوهشی تحت عنوان اطلاعات نامتقارن و سیاست تقسیم سود در بازارهای نوظهور توسط هاشم پور و رستمی (۲۰۰۹) انجام شده است. آنها دریافتند که رابطه معنادار و منفی بین سیاست تقسیم سود و عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. همچنین پژوهشی تحت عنوان بررسی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود با به کارگیری مدل لاجیت توسط دموری و دهقانی فیروزآبادی (۱۳۹۳) انجام شده است. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که عدم تقارن اطلاعاتی موجود در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، تأثیر منفی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها دارد. این یافته، نتایج مدل علامت دهی را تأیید نمی‌کند.

1. Sanjasy Deshmukh
2. Morse & Ushman
3. Venkatesh & Chiang
4. Patel
5. Lee & Mucklow
6. Krinsky & Lee
7. Kim & Verchia

فرضیه‌های پژوهش

پرسش اصلی پژوهش این است که آیا بین سیاست تقسیم سود و نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد؟ در راستای پرسش فوق، فرضیه‌های پژوهش را به صورت زیر می‌توان مطرح نمود که از طریق روش‌های رگرسیونی اقدام به استنتاج آماری آن می‌شود:

- بین سیاست تقسیم سود و نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران رابطه آماری معنی‌داری وجود دارد
- بین سیاست تقسیم سود و علم‌تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران رابطه آماری معنی‌داری وجود دارد.

روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از نظر روش پژوهش، توصیفی و همبستگی است که با استفاده از روش‌های اقتصادسنجی به بررسی رابطه بین متغیرها می‌پردازد. از نظر مکان، میدانی می‌باشد. در این پژوهش کلیه شرکت‌های بورس اوراق بهادار برای دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ به عنوان جامعه آماری در نظر گرفته شد و پس از غربال‌گیری، ۴۵ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. پس از جمع‌آوری داده‌ها، با استفاده از تحلیل رگرسیون چند متغیره و به روش داده‌های ترکیبی، رابطه بین متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار گرفته است. داده‌ها از شبکه اطلاع‌رسانی بورس و نرم افزار ره‌آورد نوین تهیه شده‌اند.

در راستای پاسخگویی به پرسش مطرح شده و آزمون آماری فرضیه‌ها، مدل رگرسیون چند متغیره زیر آمده است که با استفاده از داده‌های ترکیبی تخمین زده می‌شود:

$$DP_{it} = \beta_0 + \beta_1 IA_{it} + \beta_2 LQUID_{it} + \beta_3 PR_{it} + \beta_4 \left(\frac{M}{B}\right) + \beta_5 FS_{it} + \beta_6 FR_{it} + e_{it}$$

که در آن سیاست تقسیم سود، سودآوری، $\left(-\right)$ فرصت رشد شرکت،

اندازه شرکت، ریسک شرکت، IA_{it} عدم تقارن اطلاعاتی، و نقدشوندگی در شرکت ام در زمان می‌باشد. این متغیرها به صورت زیر محاسبه شده‌اند:

سیاست تقسیم سود: برای انعکاس سیاست تقسیم سود از شاخص $\left(\frac{DPS}{EPS}\right)$ استفاده شده است

(جهانخانی و همکاران، ۱۳۸۷).

سودآوری^۱ متغیری که با استفاده از آن سودآوری شرکت سنجیده می‌شود. بازده دارایی‌ها (ROA) است. این نسبت از تقسیم درآمدهای کل قبل از بهره بر ارزش دارایی‌های کل بدست می‌آید (لی و همکاران، ۲۰۰۸).

(-): از این نسبت به عنوان اندازه فرصت رشد استفاده می‌شود که عبارت از نسبت ارزش بازاری کل دارایی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌هاست (لی و همکاران، ۲۰۰۸).

اندازه شوکت^۲: اندازه شرکت بوسیله شاخص‌های مختلفی مشخص می‌شود. از جمله می‌توان به ارزش دارایی‌ها، میزان فروش، ارزش بازار سهام و ... اشاره کرد. در این پژوهش از لگاریتم طبیعی ارزش روز شرکت استفاده شده است (لی و همکاران، ۲۰۰۸).

ریسک شوکت^۳: نوسان بازده سهم در دوره‌های گذشته و برابر با انحراف معیار آن است که از فرمول زیر به دست می‌آید (بودی و همکاران، ۱۹۹۹).

$$= \left(\frac{1}{-1} \sum_{i=1}^n (-)^2 \right)^{\frac{1}{2}}$$

که در آن r_i بازده هر سهم و \bar{r} میانگین بازده مورد انتظار هر سهم و N تعداد سهام می‌باشد. عدم تقارن اطلاعاتی: داشتن مزیت اطلاعاتی برخی از طرف‌های معامله نسبت به سایرین در یک دادوستد بازرگانی است. عدم تقارن اطلاعاتی یک مفهوم کیفی است. برای بیان آن در قالب اعداد و ارقام، به مدلی برای کمی کردن آن نیاز است. برای این کار از دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام استفاده شده است.

$$= \left(\frac{-}{\left(\frac{+}{2} \right)} \right) \times 100$$

که در آن AP، میانگین قیمت پیشنهادی فروش و BP، میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت است. دوره‌ی آمی باشد برای انجام محاسبات، ابتدا اطلاعات مربوط به بهترین قیمت پیشنهادی خرید و فروش هر سهم

-
1. Profitability
 2. Market-to-Book
 3. Firm size
 4. Firm risk

برای هر روز در سال مالی مورد بررسی، جمع آوری و میانگین هر یک از آنها محاسبه می‌شود. پس از آن، فرمول تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام محاسبه می‌شود (خوش طینت و یوسفی اصل، ۱۳۸۶). منظور از بهترین قیمت پیشنهادی خرید، بالاترین قیمت پیشنهادی برای خرید سهم در هر روز و بهترین قیمت پیشنهادی فروش نیز کمترین قیمت پیشنهادی برای فروش سهم در هر روز است (احمدپور کاسگری و عجم، ۱۳۸۹).

تقدشوندگی: در این پژوهش از معیار نسبت گردش حجم معاملات به عنوان شاخص تقدشوندگی معاملاتی سهام استفاده شده است (رستمی و همکاران، ۱۳۹۰). نسبت گردش معاملات سهام که به آن سرعت گردش معاملات سهام هم گفته می‌شود، به صورت زیر تعریف می‌شود (آمیهد، ۲۰۰۲، ۳۱-۵۶):

$$TOR = \frac{TV}{S}$$

TOR = نسبت گردش حجم معاملات

TV = حجم معاملات

S = تعداد سهام منتشره

تکیه بر نتایج آماری بدون توجه به پیش فرض‌های مدل رگرسیون از اعتبار چندانی برخوردار نیست و نمی‌توان از آن برای تصمیم‌گیری استفاده کرد بنابراین قبل از انجام هر گونه تفسیر نتایج رگرسیون باید برای تصدیق صحت نتایج، مفروض‌های مدل را بررسی کرد. در این پژوهش از روش رگرسیون داده‌های پاتل استفاده شده است. در موارد استفاده از داده‌های پاتل، از مفروض‌های مدل رگرسیون، فرض عدم وجود خود همبستگی بین جملات خطا موضوعیت پیدا می‌کند (سوری، ۱۳۹۱). برای بررسی خود همبستگی بین متغیرها از آزمون دورین واتسون استفاده شد. مقدار بدست آمده از آزمون دورین واتسون برابر با ۲/۳۷ است. چون این مقدار نزدیک به عدد ۲ می‌باشد، پس مدل پژوهش دارای خود همبستگی نیست.

فرضیه پژوهش در سطح داده‌های ترکیبی مورد آزمون قرار می‌گیرد اما قبل از تخمین مدل لازم است که روش تخمین (تلفیقی^۱ یا تابلویی^۲) مشخص شود. بدین منظور از آزمون F لیمر استفاده شده است (سوری، ۱۳۹۱). اگر معناداری آماره آزمون بیشتر از ۵ درصد باشد، از روش تلفیقی استفاده می‌شود و گرنه برای تخمین مدل از روش تابلویی استفاده خواهد شد. فرض H_0 و H_1 آزمون به شرح زیر می‌باشد:

روش داده‌های تلفیقی ارجح است : H_0

1. Pool
2. Panel

روش داده‌های تابلویی ارجح است : H_1

با توجه به نتایج بدست آمده از آزمون F لیمر در جدول ۱، احتمال آزمون مشاهدات ($Prob=0.000$) کمتر از ۵ درصد شده است. پس با اطمینان ۹۵ درصد فرضیه H_0 رد می‌شود و در نتیجه مدل باید از روش پانل تخمین زده شود.

جدول ۱. نتایج آزمون F لیمر

سطح خطا	Prob
۰/۰۵	۰/۰۰۰

روش تابلویی می‌تواند با استفاده از دو مدل آثار ثابت^۱ و تصادفی^۲ انجام شود. برای تعیین مدل در تخمین مورد استفاده از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. اگر احتمال آزمون مشاهدات کمتر از ۵٪ باشد، از مدل آثار ثابت و گرنه از مدل آثار تصادفی برای تخمین استفاده می‌شود (سوری، ۱۳۹۹). فرض H_0 و H_1 آزمون به شرح زیر می‌باشد:

مدل پانل از روش آثار تصادفی تخمین زده شود : H_0

مدل پانل از روش آثار ثابت تخمین زده شود : H_1

با توجه به نتایج جدول ۲، احتمال آزمون مشاهدات ($Prob=0.0042$) کمتر از ۵ درصد شده است. پس با اطمینان ۹۵ درصد فرضیه H_0 رد می‌شود و در نتیجه، مدل با استفاده از روش آثار ثابت تخمین زده می‌شود.

جدول ۲. نتایج آزمون هاسمن

سطح خطا	Prob
۰/۰۵	۰/۰۰۴۲

1. Fixed effect
2. Random effect

بنابراین نتایج نشان می‌دهد که مدل پانل از نوع آثار ثابت است. یعنی یک ناهمگنی بین مقاطع به لحاظ سیاست تقسیم سود وجود دارد. سیاست تقسیم سود به صورت متمایز عمل می‌کند. یعنی ویژگی‌های شرکت‌ها در خصوص تقسیم سود متمایز عمل می‌کنند.

تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

همانطور که از جدول ۳ مشخص است، سودآوری بالاترین مقدار انحراف معیار را دارد که خبر از پراکندگی بیشتر و کاهش انسجام در جامعه مورد بررسی می‌دهد. از طرف دیگر، اختلاف بالا بین میانه و میانگین سودآوری تأیید کننده انحراف معیار بالا در داده‌ها می‌باشد. متغیر وابسته انحراف معیار کم حکایت از این دارد که داده‌ها از یکسانی برخوردار بوده‌اند و نزدیکی میانگین و میانه نیز بیانگر نرمال بودن داده‌ها می‌باشد.

جدول ۳. آمار توصیفی متغیرها

متغیرها	مشاهدات	حداقل	حداکثر	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی
سیاست تقسیم سود	۲۷۰	۰/۰۰۰۰	۱/۵۴	۰/۸	۰/۷۳	۰/۲۸	-۰/۸۷
نقدشوندگی	۲۷۰	۰/۰۰۰۰۴	۰/۰۰۹۲	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۱۲	۰/۰۰۱۶	۲/۶۴
عدم تعادل اطلاعاتی	۲۷۰	۱/۴۹	۵۲/۴۵	۳/۲۵	۵/۱۸	۶/۱۸	۴/۲۴
اندازه شرکت	۲۷۰	۲۴/۷۹	۳۰/۸	۲۷/۲۷	۲۷/۲۶	۱/۳۱۱	۰/۵۴
سودآوری	۲۷۰	۰/۱۳	۳۳/۵۸	۶/۰۲	۷/۹۹	۶/۰۳۷	۱/۲۱
ریسک	۲۷۰	۰/۱۵	۹/۰۳	۱/۸۷	۲/۱۱	۱/۳۹	۲/۸۶
فرصت‌های رشد	۲۷۰	۰/۵۵	۲۰/۱۱	۲/۶	۳/۳۲	۲/۶۵	۲/۷۵

منبع: محاسبات پژوهشگر

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول ۴، احتمال آماره F کل ۰/۰۰۰۰ می‌باشد. بنابراین می‌توان گفت که کل رگرسیون در سطح اطمینان بالایی معتبر است. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده (R^2) که میزان تغییر متغیر

وابسته به تغییر متغیرهای مستقل موجود در مدل را نشان می‌دهد، ۰/۹۶ است که نشان دهنده تغییرات سیاست تقسیم سود توسط متغیرهای مستقل موجود در مدل به میزان ۰/۹۶ می‌باشد. یعنی ۰/۹۶ تغییرات سیاست تقسیم سود توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود که با توجه به میزان اهمیت شاخص سیاست تقسیم سود ($\frac{DPS}{EPS}$) که متغیری اساسی است، این میزان ضریب تعیین قابل توجه می‌باشد. همچنین آماره دورین واتسون بیانگر ضریب ۲/۳۷ می‌باشد که نشان دهنده عدم خودهمبستگی بین مقادیر متغیر وابسته می‌باشد. همچنین ضریب بدین معناست که رابطه مثبتی بین سیاست تقسیم سود شرکت و نقدشوندگی سهام وجود دارد که با توجه به احتمال آماره t در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. با توجه به رابطه مثبت بین نقدشوندگی سهام و سیاست تقسیم سود شرکت، نقدشوندگی اثر مثبتی بر سیاست تقسیم سود شرکت در بورس اوراق بهادار تهران دارد که این نتیجه دل بر تأیید فرضیه پژوهش می‌باشد. همچنین ضریب ۰/۰۸۱- بدین معناست که رابطه معکوس بین سیاست تقسیم سود شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد که با توجه به احتمال آماره t در سطح اطمینان ۹۵ درصد (خطای ۵ درصد) مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین رابطه معکوسی بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود شرکت وجود دارد که این نتیجه دل بر تأیید فرضیه پژوهش می‌باشد.

جدول ۴. نتایج تخمین مدل

متغیر وابسته: سیاست تقسیم سود (Dividend Policy)			
متغیرهای مستقل و کنترل	ضریب	آماره t	Prob
نقدشوندگی	۲۰/۲۵۹	-۳/۳۶	۰/۰۰۱۲
عدم تقارن اطلاعاتی	-۰/۰۰۸۱	-۱۰/۴۵	۰/۰۰۰۰
فرصت‌های رشد	-۰/۱۱	۵/۶۳	۰/۰۰۰۰
سودآوری	۰/۰۰۵۲	۲/۵۵	۰/۰۰۰۶
ریسک	۰/۰۲۶	۹۷	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۱۱۳	۸۷۳	۰/۰۰۰۰
عرض از مبدا	-۲/۳۸	-۶۷۱	۰/۰۰۰۰
آماره F: ۶۵/۷۹		ضریب R ^۲ تعدیل شده: ۰/۹۶	
احتمال آماره F: ۰/۰۰۰۰		دورین واتسون: ۲/۳۷	
ضریب R ^۲ : ۰/۹۷			

منبع: محاسبات پژوهشگر

همچنین با توجه به نتایج جدول ۴، متغیر فرصت‌های رشد با ضریب $-۰/۱۱$ ، در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنادار و منفی با سیاست تقسیم سود دارد. این نتیجه با توجه به ضریب منفی به دست آمده برای این متغیر بیان می‌کند که اگر شرکت‌ها با فرصت‌های رشد روبرو شوند، برای پیکار بردن سودهای شرکت در این فرصت‌های ایجاد شده، سود کمتری تقسیم می‌کنند. متغیر سودآوری با ضریب $۰/۰۵۲$ ، در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنادار و مثبت با سیاست تقسیم سود دارد. رابطه مثبت بین متغیر سودآوری و سیاست تقسیم سود نیز بیان می‌کند که هرچه قدر شرکت سودآوری بیشتری داشته باشد، سود بیشتری را بین سهامداران تقسیم می‌کند. متغیر ریسک شرکت با ضریب $۰/۰۲۶$ ، در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنادار و مثبت با سیاست تقسیم سود دارد که این رابطه نشان می‌دهد شرکت‌ها در شرایط ریسک بیشتر، سود بیشتری توزیع می‌کنند و اندازه شرکت نیز با ضریب $۰/۱۱۳$ ، در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنی دار و مثبتی با سیاست تقسیم سود دارد. به این معنی که به طور معمول شرکت‌های با اندازه بزرگتر، سود بیشتری را بین سهامداران تقسیم می‌کنند. این روابط در بازار اوراق بهادار تهران تأیید می‌شوند.

در نهایت با توجه به نتایج حاصل از جدول ۴، مدل تصریح شده به صورت زیر خواهد بود:

$$DP_{it} = -0.0081IA_{it} + 20.259LQUID_{it} + 0.0052PR_{it} - 0.11\left(\frac{M}{B}\right) + 0.113FS_{it} + 0.026FR_{it}$$

نتیجه گیری و بحث

در این مقاله به بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود با عدم تقارن اطلاعاتی و نقدشوندگی با در نظر گرفتن ویژگی‌های شرکت به عنوان متغیرهای کنترل پرداختیم. پس از بررسی و تخمین مدل با استفاده از رهیافت پانل دیتا به این نتیجه رسیدیم که در بورس اوراق بهادار تهران بین نقدشوندگی سهام و سیاست تقسیم سود شرکت رابطه مثبت معناداری وجود دارد. این نتیجه با نتایج پژوهش‌های تجربی دیگر از جمله فاما و فرنچ (۲۰۰۱)؛ گریفین (۲۰۱۰)؛ ایگان و همکاران (۲۰۱۰)؛ بروکمن و همکاران (۲۰۰۶)؛ بنرجی و همکاران (۲۰۰۵)؛ و صادقی بهبهانی زاده و همکاران (۱۳۹۱) مطابقت و همسویی ندارد، اما با نتایج پژوهش جهانخانی و همکاران (۱۳۸۷) مطابقت دارد. همچنین دریافتیم که رابطه معکوس معناداری بین سیاست تقسیم سود و عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. این نتیجه با نتایج پژوهش‌های تجربی دیگر از جمله کای لی و ژآو (۲۰۰۸)؛ کیم و ورجیا (۱۹۹۶)؛ دشماخ

(۲۰۰۵)؛ پاتل (۱۹۹۱)؛ ونکاتش و چپانگ (۱۹۸۶)؛ مورس و پوشمان (۱۹۸۳)؛ هاشم پور و رستمی (۲۰۰۹)؛ و دموری و دهقانی فیروزآبادی (۱۳۹۳) مطابقت و همسویی دارد، اما با نتایج پژوهش خانگ و کینگ (۲۰۰۶) مطابقت ندارد.

بدین ترتیب با توجه به نتایج، اطلاعات نامتقارن برای تحلیل گران مالی و سرمایه‌گذاران بسیار مهم است. زیرا این احتمال وجود دارد که مدیران در رابطه با ارزش واقعی شرکت، بیشتر از سرمایه‌گذاران اطلاعات داشته باشند و اطلاعات را با تقسیم سود به بازار منتقل کنند. واقعیت داشتن این مسئله می‌تواند برای سرمایه‌گذاران خارج از شرکت مضر باشد. همچنین با توجه به اینکه در بازارهای مالی سود توزیع بیشتر سود بین سهامداران، از عدم تقارن اطلاعاتی پایین حکایت دارد، این مسأله می‌تواند در نهایت به افزایش سرعت معاملات در بازارهای سرمایه بینجامد و نقدشوندگی افزایش می‌یابد. این یافته‌ها می‌تواند هم برای سیاست‌گذاران بورس و حسابداری و همچنین مدیران مالی و پژوهشگران مفید باشد.

در این پژوهش برای سنجش متغیر ریسک از انحراف معیار ساده استفاده شده است. چون ریسک دارای نوسان‌های شرطی می‌باشد. به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود که در پژوهش‌های آتی ریسک را برای هر شرکت به صورت جداگانه مدل‌سازی و وارد مدل کنند.

برای بررسی رابطه نقدشوندگی و سیاست تقسیم سود، پژوهشگران می‌توانند با استفاده از دیگر شاخص‌های نقدشوندگی، به بررسی رابطه بین این دو متغیر بپردازند.

همچنین پیشنهاد می‌شود که در پژوهش‌های بعدی رابطه بین اطلاعات نامتقارن و سود مدیران و زیردستان در بازارهای سهام مورد بررسی قرار گیرد.

منابع

- احمدپور کاسگری، احمد، و عجم، مریم. (۱۳۸۹). «بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۱، صص. ۱۰۷-۱۲۵.
- اعتمادی، حسین و چالاک، پری. (۱۳۸۴). «رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۹.
- اعتمادی، حسین، و رسائیان، امیر. (۱۳۸۹). «رابطه برخی از ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام». مجله توسعه و سرمایه، شماره ۵، صص. ۵۹-۳۱.
- تهرانی، رضا. (۱۳۸۷). مدیریت مالی، تهران، انتشارات نگاه دانش.
- جهانمخانی، علی و قربانی، علینژاد. (۱۳۸۷). «بررسی رابطه‌ی بین سیاست تقسیم سود و نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران» (پایان نامه کارشناسی ارشد). دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه شهید بهشتی.
- خوش طیبت، محسن، و یوسفی اصل، فرزانه. (۱۳۸۶). «رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی با محافظه کاری». فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۲۰، صص. ۳۷-۵۰.
- دموری، داریوش و دهقانی فیروزآبادی، ابوالفضل. (۱۳۹۳). «بررسی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود با به کارگیری مدل لاجیت». فصلنامه راهبرد مالی، شماره ۴، صص. ۲۱-۳۸.
- رحمانی، علی، حسینی، علی و رضایپور، ناصر. (۱۳۸۹). «رابطه‌ی مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام». بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۰، صص. ۲۲-۳.
- رستمی، محمدرضا و رضایی مقدم، امین. (۱۳۹۰). «بررسی رابطه نقدشوندگی و اهرم با بازده بلند مدت عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران» (پایان نامه کارشناسی ارشد). دانشکده علوم اقتصادی.
- سوری، علی. (۱۳۹۱). اقتصاد سنجی همراه با کاربرد، تهران، نشر فرهنگ شناسی.
- صادقی بهبهانی زاده، صفری و حسن زاده، رسول و صادقی بهبهانی زاده، قاضل. (۱۳۹۱). «تأثیر سیاست تقسیم سود بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه گذاری.

- مکرمی، یدالله. (۱۳۸۱). «نظریه اطلاعات نامتقارن». فصلنامه حسابرس، شماره ۱۶، صص. ۳۲-۴۴.
- میلر، مرتون اچ و مودیلیانی، فرانکو. (۱۳۷۳). «سیاست تقسیم سود، رشد و تعیین ارزش سهام». ترجمه علی پارسائیان. فصلنامه علمی پژوهشی پژوهش‌های مالی، شماره ۳، صص. ۳۳-۶.
- وستون، بریگام، یوستون. (۱۳۸۶). مدیریت مالی، عبده تبریزی، حسین و حنیقی، فرهاد، تهران، انتشارات طیف نگار.
- Akerlof, G., Spence, M. and Stiglitz, J. (1970). "Markets with Asymmetric information". At URL: <http://www.Nobelprize.Org\Economist>.
- Amihud, Yako. (2002). "Illiquidity and Stock Returns : cross-section and time series effects ". , 5, pp.31-56.
- Baker .H.K. Powell, G.E. and Veit. (2002). "Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy". *Journal of economics and finance*, volume 26, No 3.
- Banerjee, Suman and A. Gatchev, Vladimir, and A. Spindt, Paul. (2005). "Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy". *Journal of Financial* , 42, pp.369-398.
- Black F, (1976). "The Dividend Puzzle", , 2, pp.5-8.
- Bodie, Zvi and Kane, Alex and J. Marcus, Alan, (1996), , eighth edition.
- Brockman, Paul and etal. (2006). "Secondary Market Liquidity as a Determinant of Payout Policy". , Vol.92 pp.276-299.
- Easley, D., & Hara, M.O. (2004). "Information and Cost of Capital". . 59, pp.1553-1583.
- Fama E and French K. (2001). "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?". , 60, pp.3-43.
- Gervin, Petra. (2005). "An Liquidity Premium in stock? - Evidence from the Stockholm Stock Exchange". , Master Thesis No 2005:14.
- Gordon, M. (1959). "Dividends, Earnings and Stock Prices". , 41, pp.99-105.
- Griffin, Carroll Howard. (2010). "Liquidity and Dividend Policy: International Evidence". , Published by Canadian Center of Science and Education, Vol. 3, No. 3.
- Grossman, j., Stiglitz, S., and Joseph, E. (1980). "On The Impossibility of Informationally Efficient Markets". , Volume 70, Issue 3 (Jun., 1980), pp.393-408.

- Holl, Thorsten and Winn Roland. (1995). "Comparability of different measures of liquidity on the Australian stock exchange: Working paper, security Industry Research center of Asia-Pasific".
- Igan, Deniz, de Paula, Aureo and Pinheiro, Marcelo. (2010). "Liquidity and Dividend Policy". *Journal of Applied Corporate Finance*, No. 29409, posted 10.
- Lafond R., & Watts, R. (2008). "The Information role of Conservatism". *Journal of Accounting and Finance*. Available at URL: <http://www.ssrn.com>.
- Li, Kai and Zhao, Xinlei. (2008). "Asymmetric Information and Dividend policy". *Journal of Applied Corporate Finance*, No. 6(2), pp.345-374.
- Lintner J. (1962). "Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and Supply of Capital to Corporation". *Journal of Financial Economics*, 44, pp.243-269.
- Miller, M. H. and Rock, K. (1985). "Dividend Policy under Asymmetric Information". *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 40, No.4, pp.1031-1051.
- Vernimmen, P.et al. (2005). "Corporate Finance Theory and practice". Netyork: Tohn wiley & sons, ltd.

پیوست‌ها

جدول ۱. نتایج آزمون F لیمر

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: EQ02			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	66.910739	(44,84)	0.0000

جدول ۲. نتایج آزمون هاسمن

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: EQ01			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	17.151806	5	0.0042

جدول ۳. آمار توصیفی متغیرها

Date: 12/01/15 Time: 13:20							
Sample: 1388 1393							
	DIVIDEND	GROWTHOPP	LIQUIDITY	PROFITABIL..	RISK	SIZE	SPREAD
Mean	0.729967	3.324167	0.001188	7.987722	2.113389	27.25567	5.180056
Median	0.805000	2.605000	0.000555	6.020000	1.875000	27.27000	3.250000
Maximum	1.540000	20.11000	0.009195	33.58000	9.030000	30.80000	52.45000
Minimum	0.000000	0.550000	3.90E-05	0.130000	0.150000	24.79000	1.490000
Std. Dev.	0.284333	2.645666	0.001585	6.037152	1.388904	1.310813	6.179154
Skewness	-0.765439	2.750591	2.635300	1.205133	2.858601	0.535112	4.239972
Kurtosis	3.587063	13.85730	10.92798	4.470519	13.43024	2.898032	25.79145
Jarque-Bera	20.16174	1111.079	679.7409	59.78856	1061.072	8.668340	4435.197
Probability	0.000042	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.013113	0.000000
Sum	131.3940	598.3500	0.213927	1437.790	380.4100	4906.020	932.4100
Sum Sq. Dev.	14.47128	1252.919	0.000450	6524.049	345.3008	307.5632	6834.569
Observations	270	270	270	270	270	270	270

جدول ۴. نتایج تخمین مدل

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GROWTHOPP	-0.110243	0.002922	5.635126	0.0000
LIQUIDITY	20.25868	5.438598	-3.360108	0.0012
PROFITABILITY(-1)	0.005196	0.001508	3.546238	0.0006
RISK	0.025851	0.003217	9.668139	0.0000
SIZE	0.113694	0.008388	8.732728	0.0000
SPREAD	-0.008050	0.000771	-10.44769	0.0000
C	-2.376984	0.220381	-6.710657	0.0000

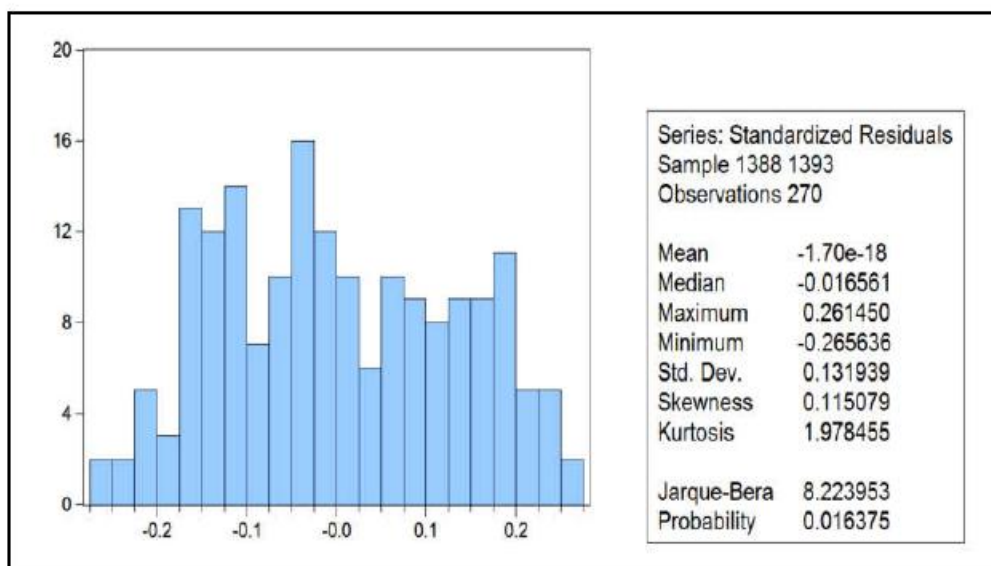
Dependent Variable: DIVIDEND
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)
Date: 12/01/15 Time: 12:13
Sample (adjusted): 1388 1393
Periods included: 3
Cross-sections included: 45
Total panel (balanced) observations: 270.0000
Linear estimation after one-step weighting matrix
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)
WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Effects Specification

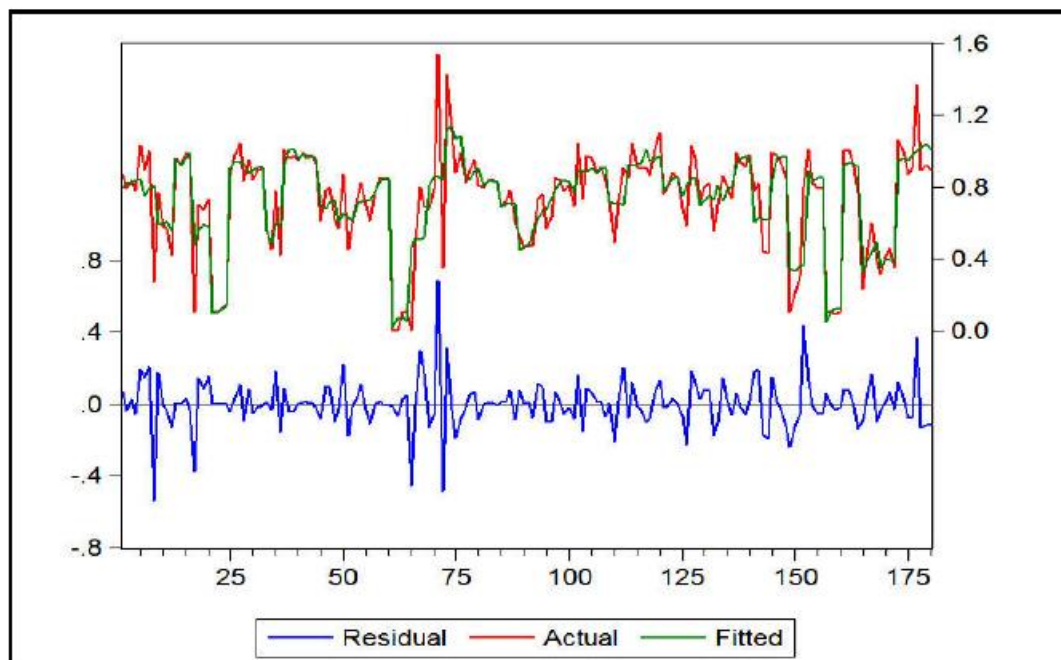
Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

R-squared	0.972629	Mean dependent var	3.124395
Adjusted R-squared	0.958242	S.D. dependent var	5.535725
S.E. of regression	0.146891	Sum squared resid	1.812464
F-statistic	65.79359	Durbin-Watson stat	2.368549
Prob(F-statistic)	0.000000		



نمودار ۱. آزمون نرمال بودن پسماندها



تمودار ۲. مقادیر واقعی متغیر وابسته، مقادیر برآوردی و باقیمانده‌ها