

نقدشوندگی و پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

بهادار تهران

میثم دعائی^۱

زهرا کریمان^۲

محسن فرهادی شریف آباد^۳

چکیده

هدف پژوهش بررسی تأثیر نقدشوندگی بر پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. پژوهش از لحاظ شیوه اجرا شبه تجربی - پس رویدادی، در حوزه تحقیقات اثباتی مالی و مبتنی بر اطلاعات واقعی است که داده‌ها به صورت سری زمانی - مقطعی در بازه زمانی ۱۳۸۸-۱۳۹۴ می‌باشد و مدل کاربردی پژوهش پنل است. محقق جامعه آماری را کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تعیین نموده که تعداد ۷۸ شرکت به روش حذفی به عنوان نمونه انتخاب گردید. نتایج بررسی به عمل آمده نشان می‌دهد: نقدشوندگی بر پرداخت سود سهام تأثیر معناداری دارد، تعداد حساب‌برسان در رابطه نقدشوندگی بر پرداخت سود سهام تأثیر معناداری ندارد، سطح حق رای مالکان نهادی در رابطه نقدشوندگی بر پرداخت سود سهام تأثیر معناداری دارد و سطح مالکیت در رابطه نقدشوندگی بر پرداخت سود سهام تأثیر معناداری دارد.

واژه‌های کلیدی: نقدشوندگی سهام، پرداخت سود سهام، مالکان نهادی

طبقه‌بندی موضوعی: G35, G33

۱. گروه مدیریت مالی، واحد اسفراین، دانشگاه آزاد اسلامی، اسفراین، ایران (نویسنده‌ی مسئول).

۲. کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی، اسفراین، ایران.

۳. دانشجوی دکتر، رشته مالی - بیمه، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد، تهران، ایران.

۱- مقدمه

از اهداف مهم تشکیل بورس، ایجاد ساز و کارهای منظم و شفاف در تقابل عرضه و تقاضا برای تعیین دارایی‌های مالی است. سرمایه هر شرکت سهامی، به قسمت‌هایی مساوی تقسیم می‌شود که به هر یک از این قسمت‌ها، یک سهم گفته می‌شود. هر فرد پس از خرید هر سهام مالک جزئی از دارایی شرکت می‌شود (شیرازیان، ۱۳۸۴). در هر بازار مالی، با توجه به گستردگی و عمق بازار، ابزار متنوعی برای سرمایه‌گذاری وجود دارد و سرمایه‌گذاران دارایی‌های مورد نظر خود را با توجه به بازده و ریسک سرمایه‌گذاری بر می‌گزینند. یکی از موضوعات اساسی در سرمایه‌گذاری میزان نقدشوندگی دارایی‌ها است که از ویژگی‌های مطلوب بازارهای رقابتی است و به صورت امکان انجام معاملات به سرعت با هزینه اندک و بدون تحت تأثیر قرار دادن شدید قیمت و تعیین‌کننده اصلی امکان ادامه حیات بازارها تعریف شده است (Weiss, 2004). نقدشوندگی، توانایی سرمایه‌گذاران در تبدیل دارایی‌های مالی به وجه نقد در قیمتی مشابه با آخرین معامله می‌باشد. نقدشوندگی از ابعاد مهم فرایند تخصیص بهینه منابع به شمار می‌آید (شیرازیان، ۱۳۸۴).

قابلیت نقدشوندگی یک دارایی مالی از طریق قابلیت تبدیل آن دارایی به وجه نقد در هر زمان و بدون تحمل زیان ارزیابی می‌شود. از طرف دیگر سرمایه‌گذاران به عنوان تأمین‌کنندگان منابع مالی مورد نیاز واحدهای اقتصادی با انگیزه‌های مختلفی سرمایه‌گذاری می‌کنند، سرمایه‌گذاران به دنبال حداکثر کردن ثروت خود هستند. فرصت‌های رشد، نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه کرده و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. در این میان سرمایه‌گذاران همیشه باید در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود ریسک را در نظر داشته باشند، زیرا آنچه باعث موفقیت می‌گردد استفاده بهینه از فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود است که برای این امر باید سیاست‌های مالی مؤثر بر ایجاد فرصت‌های رشد را در واحدهای تجاری شناسایی کرد (تهرانی، ۱۳۸۲). در این میان سیاست تقسیم سود می‌تواند از عوامل اثرپذیر از عامل نقدشوندگی باشد.

تصمیم به پرداخت یا عدم پرداخت سود سهام تأثیر فراوانی بر ارزش شرکت دارد. پرداخت سود سهام سبب کاهش وجوه نقد گردیده و مدیران را به سمت استفاده از منابع بیرونی به منظور تأمین مالی وجوه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری‌های برنامه‌ریزی شده سوق می‌دهد. استفاده از منابع بیرونی از یک طرف به افزایش ریسک و بهره‌ناشی از افزایش بدهی و از طرف دیگر سبب کاهش مالیات پرداختی شرکت می‌گردد؛ با این وجود، عدم پرداخت سود سهام سبب کاهش بازده سرمایه‌داران می‌گردد که می‌تواند عملکرد ناموفق مدیریت را به بازار ارسال نماید. در هر صورت با در نظر گرفتن تبعات

گسترده تصمیمات مدیران در زمینه سیاست تقسیم سود سهام، آگاهی از عوامل تعیین کننده این سیاست دارای اهمیت ویژه‌ای است. سیاست‌های پرداخت سود سهام بیانگر این موضوع هستند که هیئت مدیره و سهام‌داران می‌توانند سود سهام نقدی را به‌عنوان ابزاری جهت نظارت بر فعالیت‌های مدیریت به کار برند (Jensen, 2010). نتایج پژوهش‌های بیدل و همکاران (Biddle, 1995)، شباهنگ (۱۳۸۶) و گانگ (Gang, 2005) بیانگر تأکید سهام‌داران بر سود به‌عنوان ابزاری برای ارزش‌گذاری شرکت‌ها و اندازه‌گیری فعالیت‌های یک واحد تجاری می‌باشد. بیدل و همکاران (Biddle, 1995) سود را از جمله برترین شاخص‌های اندازه‌گیری فعالیت‌های یک واحد تجاری می‌دانند، به گونه‌ای که تقریباً همه استفاده‌کنندگان برون‌سازمانی در تلاش‌اند به کمک اطلاعات مالی گزارش شده، سود چند دوره آتی را پیش‌بینی کنند. بنرجی و همکاران (Banerjee, 2007) با استفاده از نمونه داده‌های ثبت شده از شرکت‌های آمریکایی، بیان داشتند: شرکت‌ها با موجودی نقدی کمتر، متحمل پرداخت سود سهام نقدی بیشتری می‌باشند. البته با در نظر گرفتن این مطلب که نقدینگی بازار سهام و سود سهام قابل جایگزینی هستند. در این بحث، اثر اطلاعاتی نقدینگی سهام را بر سیاست پرداخت آن نادیده گرفته شده است و کاملاً مشخص است که نقدینگی می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی را بین مدیران داخلی (فردی که اطلاعات محرمانه دسترسی دارد) و مدیران خارجی با ارائه اطلاعات بیشتر، کاهش دهد. با توجه به مباحث ذکر شده سؤال اصلی پژوهش این است که: آیا نقدشوندگی سهام بر پرداخت سود سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر است؟

۲- ضرورت و اهمیت پژوهش

اوراق بهادار قابل معامله را می‌توان از طریق فروش کافی در بازار در هر زمان به وجه نقد تبدیل کرد، اما تضمینی در قبال زیان وجود ندارد. معیار نقدشوندگی یکی از مهم‌ترین معیارهایی است که بر سود شرکت‌ها می‌تواند نقش داشته باشد لذا سرمایه‌گذاران شرکت‌هایی را انتخاب می‌کنند که دارای درجه نقدشوندگی بالایی باشند. توجه سرمایه‌گذاران به سهام‌هایی با قدرت نقدشوندگی بالا باعث جذب سرمایه‌های بیشتر به سمت این شرکت‌ها و در نتیجه سود بیشتر می‌گردد. نرخ بازده مورد انتظار هر دارایی، نشانگر بازده از دست‌رفته تحت شرایط ریسک مساوی ناشی از تحصیل آن دارایی است. هر چه ریسک ناشی از یک سرمایه‌گذار دارایی افزایش یابد، انتظار دریافت بازده بیشتری خواهد داشت این در حالی است که از عوامل مؤثر بر ریسک دارایی‌ها قابلیت نقدشوندگی آنها می‌باشد (Fama & French, 2001). توزیع سود سهام به‌صورت نقدی علاوه بر اینکه سرمایه‌گذاران را نسبت به بازده

سرمایه گذاری‌شان مطمئن می‌سازد این حق انتخاب را به آنها می‌دهد تا وجوه خود را در فرصت‌های دیگر مورد نظر سرمایه‌گذاری کنند. لذا شناسایی و تشریح عوامل تأثیرگذار بر نقدشوندگی سهام و پرداخت سود سهام از موضوعات مهم در حوزه مباحث مربوط به بازار سرمایه به شمار می‌رود.

۳- ادبیات نظری و پیشینه پژوهش

۳-۱ نقدشوندگی

نقدشوندگی یکی از دغدغه‌های کسانی است که اقدام به معامله سهام می‌کنند یا زیرساخت‌های معاملاتی را مدیریت می‌نمایند. یکی از مهم‌ترین شاخص‌ها در بررسی وضعیت بازار سرمایه، قابلیت نقدشوندگی اوراق بهادار موجود در آن است. بالا بودن میزان نقدشوندگی در یک بورس نشان‌دهنده موفقیت آن بازار در شفاف‌سازی اطلاعات و نزدیکی قیمت اوراق بهادار به ارزش ذاتی آنها است. سهام دارای قابلیت نقدشوندگی بالا، طبیعتاً ریسک نگهداری کمتری دارد، زیرا سرعت تبدیل به نقد آن بالا است. بنابراین سرمایه‌گذاران به دلیل داشتن ماهیت ریسک‌گریزی سعی در انتخاب سهامی دارند که قابلیت نقدشوندگی بالایی داشته باشد تا در مواقع لزوم، فروش سهم را با سرعت بالا و در زمان کم و با کمترین تغییر قیمت انجام دهند. پیش‌بینی میزان نقدشوندگی یک سهم با استفاده از اطلاعات مربوط به میزان نقدشوندگی ماه‌های قبل آن بسیار مفید خواهد بود (سعیدی، ۱۳۸۹: ۷۶). سود تقسیمی به واسطه عینیت و ملموس بودن از جایگاه ویژه‌ای نزد مالکان شرکت برخوردار است. 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. یکی از ویژگی‌های بازار کارا و ایده‌آل، نبود هزینه‌های معاملاتی و در نتیجه قابلیت نقدشوندگی بالاست؛ از این رو، نقدشوندگی سهام می‌تواند معیاری برای کارایی بازار، به‌ویژه از نظر اطلاعاتی مطرح شود و به شکل گسترده در بررسی عوامل مؤثر بر ارائه اطلاعات مفید به کار گرفته شود. با افزایش نقدشوندگی، هزینه معاملات به شکل چشم‌گیری پایین خواهد آمد (Chung, 2009). مفهوم نقدشوندگی در بازارهای نوپایی مثل بازار ایران از اهمیت زیادی برخوردار است. نتایج پژوهش‌هایی که در زمینه نقدشوندگی سهام در بازار اوراق بهادار ایران انجام شده است، نشان می‌دهد که

سرمایه‌گذاران ریسک عدم نقدشوندگی را در تصمیم‌های خود به شدت لحاظ می‌کنند (اسلامی بیدگلی و سارنج، ۱۳۸۷؛ یحیی زاده فر و خرمدین، ۱۳۸۷).

۲-۳ پرداخت سود سهام

سود تقسیمی از موضوع‌هایی است که از دیرباز مورد توجه پژوهشگران مالی قرار داشته است و هنوز نیز به‌عنوان یکی از مسائل بحث‌انگیز در حوزه مدیریت مالی باقی مانده است. تقسیم سود شرکت‌ها از دو جنبه بسیار مهم قابل بحث است. از یک طرف، عاملی اثرگذار بر سرمایه‌گذاری‌های پیش روی شرکت‌هاست. تقسیم سود موجب کاهش منابع داخلی و افزایش نیاز به منابع مالی خارجی می‌شود. از طرف دیگر، بسیاری از سهام‌داران شرکت، خواهان تقسیم سود نقدی هستند. از این رو، مدیران با هدف حداکثر کردن ثروت سهام‌داران همواره باید بین علایق مختلف آنان و فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری تعادل برقرار کنند؛ بنابراین، تصمیمات تقسیم سود که از سوی مدیران شرکت‌ها اتخاذ می‌شود، بسیار حساس و دارای اهمیت است (Miller & Modigliani, 1961).

سه مفهوم اصلی قابل تفسیر سود عبارت‌اند از: اول، مفهوم نگهداشت سرمایه یا ثروت که از نظر بسیاری از افراد باید اصلی‌ترین مفهوم سود باشد؛ زیرا از حمایت نظریه اقتصادی برخوردار است. دوم، مفهوم کارایی سود که بر طبق آن از سود خالص و عناصرش اغلب به‌عنوان سنجه‌های کارایی مدیریت استفاده می‌شود. سومین هدف بر اساس ابعاد رفتاری آن ارزیابی می‌شود که یکی از ویژگی‌های رفتاری توانایی پیش‌بینی است (نوروش و همکاران، ۱۳۸۲). پرداخت سود سهام به‌عنوان ابزاری جهت کاهش هزینه تضاد منافع به شمار می‌رود (ایزدی نیا و همکاران، ۱۳۹۴). از طرفی همان‌طور که پرداخت بیشتر سود سهام می‌تواند تضاد منافع بین سهام‌داران و مدیران را کاهش دهد، می‌تواند موجب ایجاد تضاد منافع بین سهام‌داران و اعتباردهندگان گردد. از این رو به منظور کاهش این تضاد منافع، اعتباردهندگان اغلب قراردادهای بدهی که با توجه به خروجی‌های سیستم حسابداری و نسبت‌های مالی، میزان پرداخت سود سهام را محدود می‌سازند را به کار می‌گیرند (ابراهیمی کردلر و همکاران، ۱۳۸۳). شرکتی که سود آن نسبت به سایر شرکت‌ها از ثبات و پایداری بیشتری برخوردار است احتمالاً در صدد بیشتری از سود خود را توزیع خواهد نمود. شرکت‌هایی که دارای جریان‌های نقدی و نیازهای سرمایه‌گذاری متغیری هستند نباید سود سهام منظم و بالایی پرداخت نمایند. این شرکت‌ها بهتر است سود سهام منظم کمی وضع کنند تا حتی در دوره‌هایی که سود آنها بسیار پایین است بتوانند از عهده پرداخت آن برآیند (ایزدی نیا و همکاران، ۱۳۹۴).

۴-پیشینه داخلی و خارجی پژوهش

مرادی و همکاران (۱۳۹۶) در بررسی تاثیر دفعات بازنگری پیش‌بینی سود هر سهم بر نقدشوندگی، هزینه سرمایه سهام عادی و ارزش شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۴-۱۳۸۸ دریافتند: بین دفعات بازنگری در سود پیش‌بینی شده، با نقدشوندگی و ارزش شرکت، رابطه معناداری وجود ندارد. لیکن یکی از معیارهای مهم و تاثیرگذار در هزینه سرمایه سهام عادی شرکت می‌باشد. به این صورت با افزایش در دفعات بازنگری و تعدد تعدیل پیش‌بینی سود هر سهم، هزینه سرمایه سهام عادی نیز افزایش پیدا می‌کند. حاجی و همکاران (۱۳۹۴) در بررسی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران دریافتند: متغیرهای فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تمرکز مالکیت بر سیاست تقسیم سود تأثیر معناداری دارند. متغیرهای نقدینگی، گردش سهام، اندازه شرکت، حجم معاملات، ارزش معاملات و نسبت نقدشوندگی تأثیر معناداری بر سیاست تقسیم سود نداشته‌اند. قالیباف اصل ولی زاده (۱۳۹۴) در بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود با عدم تقارن اطلاعاتی و نقدشوندگی سهام با استفاده از رهیافت پانل دیتا دریافتند: در بورس اوراق بهادار تهران بین نقدشوندگی سهام و سیاست تقسیم سود شرکت رابطه مثبت معناداری وجود دارد. همچنین، رابطه معکوس معناداری بین سیاست تقسیم سود و عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. ایزدی‌نیا و همکاران (۱۳۹۴) در بررسی تأثیر وجه نقد مازاد بر اثرگذاری محافظه‌کاری بر پرداخت سود سهام دریافتند: محافظه‌کاری بر پرداخت سود سهام در شرکت‌های با وجه نقد مازاد در سطح بالا تأثیر منفی و معنی‌داری دارد؛ اما در شرکت‌های با وجه نقد مازاد در سطح پایین، محافظه‌کاری تأثیر معنی‌داری بر پرداخت سود سهام ندارد، همچنین وجه نقد مازاد در سطح بالا، بر میزان اثرگذاری محافظه‌کاری بر پرداخت سود سهام تأثیر معنی‌داری دارد. احمدپور و باغبان (۱۳۹۳) در بررسی رابطه بین نقدشوندگی دارایی‌ها و نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران دریافتند: بین نقدشوندگی دارایی‌ها و نقدشوندگی سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

جیانگ و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی تأثیر نقدشوندگی بر پرداخت سود سهام پرداختند نتایج نشان داد نقدشوندگی تأثیر مثبتی بر پرداخت سود سهام دارد. لوئیس و یرکان (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان تضاد نمایندگی، پرداخت سود سهام و منافع گزارشگری مالی محافظه‌کارانه برای دارندگان سرمایه به بررسی تأثیر محافظه‌کاری بر توزیع سود سهام پرداختند. و به این نتیجه رسیدند که محافظه‌کاری تأثیر منفی و معنی‌داری بر پرداخت سود سهام دارد. همچنین تأثیر محافظه‌کاری بر پرداخت سود سهام در اثر وجود برخی مسائل نمایندگی در شرکت از جمله: نبود سازوکارهای حاکمیت شرکتی و وجود وجه نقد

مازاد در سطح بالا افزایش می‌یابد. کاسکی و همکاران (Caskey, 2013) در بررسی و تجزیه و تحلیل سود سهام دریافتند: سود سهام نقدی اطلاعاتی در مورد کیفیت سود گزارش شده شرکت‌ها بیان می‌کند. بدین معنی که شرکت‌هایی که سود سهام پرداخت می‌کنند سود با کیفیت بالاتری نسبت به شرکت‌هایی که سود سهام پرداخت نمی‌کنند، گزارش می‌کنند. گیل و آبرادوویچ (Gill & Obradovich, 2012) نقش مالکیت نهادی را در تصمیم‌گیری پرداخت سود سهام مهم بیان کرده و می‌گویند ساختار مالکیت و کنترل شرکت، استراتژی‌های پرداخت سود را تحت تأثیر قرار می‌دهند. از آنجایی که مالکیت نهادی بالاست، سهامداران تلاش می‌کنند که با کنترل تصمیمات پرداخت سود سهام، مشکلات نمایندگی را کنترل کنند. اندروس (Andros, 2010) در بررسی نقش نقدشوندگی سهام در فرصت‌های سرمایه‌گذاری دریافتند: رابطه مثبتی بین نقدشوندگی سهام و فرصت‌های سرمایه‌گذاری وجود دارد. گوپلن و همکاران (Gopalan, 2009) در بررسی چگونگی اثرگذاری تصمیمات مدیریت در ارتباط با ساختار دارایی‌های شرکت بر نقدشوندگی سهام آن شرکت‌ها دریافتند: این رابطه به انتظارات بازار در مورد ساختار دارایی‌های نقد شرکت مربوط است و هنگامی که تبدیل دارایی‌های نقد به مدیریت تمایل کمتری به دارایی‌های غیرنقد دارد، ارتباط بین نقدینگی دارایی و نقدشوندگی سهام بیشتر است. فانگ، نو و تیس (Fang & Tice, 2008) پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و عملکرد شرکت، یافتند که نقدشوندگی سهام بطور مثبت بر عملکرد شرکت و سودآوری عملیاتی اثر دارد. آنان نتیجه‌گیری کردند که بازخورد اطلاعاتی از قیمت‌های سهام به مدیران شرکت‌ها و دیگر ذینفعان، مکانیزم پاسخگویی، برای شرکت‌ها با نقدشوندگی بازار سهام بالاتر است. همچنین استنباط کردند که نقدشوندگی، عملکرد شرکت را از طریق افزایش سودآوری عملیاتی، بالا می‌برد.

۵- سؤال‌های پژوهش

سؤال اصلی: آیا نقدشوندگی سهام بر پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران موثر است؟

سؤال‌های فرعی:

۱- آیا نوسان قیمت سهام به‌عنوان شاخصی از عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه نقدشوندگی سهام و پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران موثر است؟

- ۲- آیا نوع حسابرسی به عنوان شاخصی از عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه نقدشوندگی سهام و پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موثر است؟
- ۳- آیا سطح حق رأی مالکان نهادی عمده به عنوان شاخصی از انگیزه سلب مالکیت در رابطه نقدشوندگی سهام و پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موثر است؟
- ۴- آیا سطح مالکیت به عنوان شاخصی از انگیزه سلب مالکیت در رابطه نقدشوندگی سهام و پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موثر است؟

۶- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی: نقدشوندگی سهام بر پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

فرضیه‌های فرعی:

- ۱- نوسان قیمت سهام به عنوان شاخصی از عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه نقدشوندگی سهام و پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیری معناداری دارد.
- ۲- نوع حسابرسی به عنوان شاخصی از عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه نقدشوندگی سهام و پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.
- ۳- سطح حق رأی مالکان نهادی عمده به عنوان شاخصی از انگیزه سلب مالکیت در رابطه نقدشوندگی سهام و پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیری معناداری دارد.
- ۴- سطح مالکیت به عنوان شاخصی از انگیزه سلب مالکیت در رابطه نقدشوندگی سهام و پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیری معناداری دارد.

۷- روش پژوهش

پژوهش، از لحاظ شیوه اجرا پژوهشی شبه تجربی و پس رویدادی است، از لحاظ ماهیت توصیفی-همبستگی و از لحاظ هدف کاربردی است. جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۴-۱۳۸۸ تعیین شد که در نهایت تعداد ۷۸ شرکت به روش سیستماتیک به عنوان نمونه انتخاب گردید. داده‌های مورد نیاز برای انجام پژوهش به صورت میدانی،

عموماً با استفاده از نرم‌افزار ره‌آورد نوین ۳ استخراج شدند. و مدل مورد استفاده پژوهش پتل می‌باشد که محقق به منظور تجزیه و تحلیل آماری داده‌های جمع‌آوری شده از نرم افزار Eviews بهره گرفته است. همچنین، ادبیات و مباحث نظری پژوهش از منابع کتابخانه و پایگاه‌های علمی و مقالات خارجی و داخلی جمع‌آوری شد. در نهایت از آزمون‌های t (جهت آزمون معنی‌دار بودن مدل رگرسیون)، F، لیمر، هاسمن، ضریب تعیین در روند تحلیل استفاده شده است.

۷-۱ مدل پژوهش

مدل‌های زیر برگرفته از مطالعه جیانگ و همکاران (۲۰۱۶) می‌باشد که در ذیل آورده شده است:

مدل (۱) برای فرضیه اصلی

$$DVP_{it} = \beta_1 LIQ_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 Q_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 CASH_{it}$$

مدل (۲) برای فرضیه فرعی اول

$$DVP_{it} = \beta_1 LIQ_{it} + \beta_2 LIQ_{it} * RE_{it} + \beta_3 RE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 Q_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 CASH_{it}$$

مدل (۳) برای فرضیه فرعی دوم

$$DVP_{it} = \beta_1 LIQ_{it} + \beta_2 LIQ_{it} * BIG_{it} + \beta_3 BIG_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 Q_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 CASH_{it}$$

مدل (۴) برای فرضیه فرعی سوم

$$DVP_{it} = \beta_1 LIQ_{it} + \beta_2 LIQ_{it} * WE_{it} + \beta_3 WE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 Q_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 CASH_{it}$$

مدل (۵) برای فرضیه فرعی چهارم

$$DVP_{it} = \beta_1 LIQ_{it} + \beta_2 LIQ_{it} * SOE_{it} + \beta_3 SOE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 Q_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 CASH_{it}$$

متغیر وابسته:

DVP: سود سهام به‌عنوان سود سهام نقدی کل پرداخت شده در یک سال مالی تعریف می‌شود (جیانگ و همکاران، ۲۰۱۶).

متغیر مستقل:

LIQ: نقدشوندگی: نسبت عدم نقدشوندگی (AMIUD) نسبت عدم نقدشوندگی به‌صورت قدر مطلق بازده روزانه یک سهم تقسیم بر حجم معامله آن در همان روز محاسبه می‌شود. نسبت عدم نقدشوندگی ماهانه از رابطه زیر به دست می‌آید (آمیهد، ۲۰۰۲):

$$Illiquid_{it} = \frac{1}{D_{it}} \sum_{d=1}^{wit} |r_{idt}| / V_{idt}$$

که $|r_{idt}|$ قدر مطلق بازده سهام i در روز d در ماه t ، V_{idt} حجم معامله سهام i در روز d نمایشه t به میلیون ریال و D تعداد روزهای معامله سهام i در ماه t را نشان می‌دهد. نسبت عدم نقدشوندگی حرکت قیمت در ارتباط با حجم معامله را نشان می‌دهد. RE: نوسان قیمت سهام؛ تفاوت ارزش بازار سهام در سال $t-1$ ، t تقسیم بر تعداد سال‌های مورد بررسی (۷ سال)، (جیانگ و همکاران، ۲۰۱۶). BIG: تعداد حساب‌رسان؛ بر اساس طبقه‌بندی موسسات حسابرسی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار، اگر شرکت مورد نظر توسط موسسه حسابرسی طبقه اول حسابرسی شود برابر با یک است در غیر این صورت صفر می‌باشد. WE: سطح حق رای مالکان نهادی عمده: سهامداران عمده می‌باشند که از تقسیم میزان سهام در اختیار مالکان به کل شرکت بدست می‌آید (همان منبع). SOE: سطح مالکیت: سطح مالکیت که در این مطالعه مالکیت دولتی در نظر گرفته شده است. مالکیت دولتی نشان‌دهنده مجموع سهام در اختیار ارگان‌های دولتی و شبه دولتی می‌باشد که در این مطالعه متغیر ساختگی در نظر گرفته شده است. اگر شرکت دولتی باشد برابر با یک است در غیر این صورت صفر می‌باشد (همان منبع).

متغیر کنترلی:

LEV: اهرم مالی شرکت برابر است با نسبت جمع بدهی‌ها به جمع دارایی‌های شرکت در پایان دوره مالی. SIZE: برای محاسبه اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی دارایی‌ها استفاده می‌شود. CASH: وجه نقد شرکت: نگهداشت وجه نقد تقسیم بر کل دارایی. ROA: بازده دارایی که به عنوان سود خالص تقسیم بر کل دارایی محاسبه می‌شود. Q: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به علاوه ارزش کل دارایی منهای ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، تقسیم بر ارزش کل دارایی

۸- یافته‌ها

با بررسی مدل‌های آماری طراحی شده جهت بررسی فرضیه‌های پژوهش یافته‌ها زیر حاصل شد که بدین شرح می‌باشند:

نتایج آزمون فرضیه اول: نقدشوندگی بر پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

جدول (۱): نتایج حاصل از برآورد الگو (۱) بر اساس داده‌های تلفیقی باروش اثرات تصادفی

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال
نقدشوندگی	۰/۳۰	۲/۲۵	۰/۰۳
اندازه شرکت	-۰/۲۳	-۱/۶۷	۰/۰۸
اهرم مالی	-۰/۵۵	-۳/۱۳	۰/۰۰۱
وجه نقد	۰/۵۱	۰/۱۱	۰/۹۰
نرخ بازده دارایی	۰/۵۸	۱/۸۴	۰/۰۶
ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام	۰/۶۰	۴/۹۳	۰/۰۰۰
C	۰/۱۲	۷/۵۵	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۸۸	آماره دوربین واتسون	۱/۶۳
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۸۱		
آماره F	۳۶,۲۸۶	احتمال آماره	۰,۰۰۰

بر اساس نتایج جدول (۱) با توجه به آماره دوربین واتسون در برآورد مدل اولیه مشخص شد که مدل فوق دارای خودهمبستگی نمی‌باشد. R^2 به دست آمده نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل مدل قادر هستند ۸۸ رابطه با متغیر وابسته را توضیح دهند. بنابراین رابطه بالایی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته وجود دارد که می‌توان از آن در جهت پیش‌بینی استفاده نمود. همچنین بر اساس نتایج جدول (۱) نقدشوندگی رابطه مثبت با پرداخت سود سهام دارد و آماره t برابر با ۲/۲۵ بیانگر معنی‌داری اثر این متغیر است. به این معنی که با افزایش نقدشوندگی، پرداخت سود سهام افزایش می‌یابد. براساس ضریب برآورد افزایش یک واحد در نقدشوندگی منجر به افزایش ۰/۳۰ واحد در پرداخت سود سهام می‌شود. هنگامی نقدشوندگی شرکت‌ها بیشتر شود ریسک کمتر و در نهایت سود افزایش می‌یابد. اثر ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام بر پرداخت سود سهام شرکت‌های مورد مطالعه مثبت است و آماره t برابر با ۴/۹۳ بیانگر معنی‌داری اثر این متغیر است. به این معنی که با افزایش ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام، پرداخت سود سهام شرکت‌ها افزایش می‌یابد. بر اساس ضریب برآورد افزایش یک واحد در ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام منجر به افزایش ۰/۶۰ در پرداخت سود سهام شرکت‌ها می‌شود. اثر اهرم مالی بر پرداخت سود سهام شرکت‌های مورد مطالعه منفی است و آماره t برابر با ۳/۱۳ بیانگر

معنی داری اثر این متغیر است. به این معنی که با افزایش اهرم مالی، پرداخت سود سهام شرکت‌ها کاهش می‌یابد. بر اساس ضریب برآورد افزایش یک واحد در اهرم مالی منجر به کاهش ۰/۵۵٪ در پرداخت سود سهام شرکت‌ها می‌شود. هنگامی اهرم مالی بیشتر شود بدهی شرکت‌ها نیز افزایش یافته است و بدنبال آن نیز فعالیت‌های تجاری شرکت‌ها کمتر شده و در نهایت سود سهام کمتر می‌شود. با توجه به احتمال آماره مدل کلی فرضیه که کمتر از ۰/۵٪ است، فرضیه تحقیق تایید شده است و می‌توان گفت که نقدشوندگی بر پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

نتایج آزمون فرضیه دوم: نوسان قیمت سهام به‌عنوان شاخصی از عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه نقدشوندگی بر پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

جدول (۲): نتایج حاصل از برآورد الگو (۲) بر اساس داده‌های تلفیقی باروش اثرات تصادفی

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال
نقدشوندگی	-۰/۵۳	-۰/۳۴	۰/۷۳
اندازه شرکت	-۰/۵۹	-۰/۶۸	۰/۶۴
نوسان قیمت سهام در نقدشوندگی	-۰/۶۲	-۳/۳۹	۰/۰۰۰۷
نوسان قیمت سهام	-۰/۷۱	-۲/۳۷	۰/۰۰۹
اهرم مالی	-۰/۶۵	-۲/۲	۰/۰۴
وجه نقد	۰/۹۵	۴/۱۲	۰/۰۰۰
نرخ بازده دارایی	۰/۴۱	۱/۸۰	۰/۰۷
ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام	۰/۵۱	۰/۹۴	۰/۳۴
C	۰/۳۸	۶/۵۴	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۸۵	آماره دوربین	۱/۶۳
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۸	واتسون	
آماره F	۲۹,۵۴۶	احتمال آماره	۰,۰۰۰

بر اساس نتایج جدول (۲) با توجه به آماره دوربین واتسون در برآورد مدل اولیه مشخص شد که مدل فوق دارای خودهمبستگی نمی‌باشد. R^2 به دست آمده نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل مدل قادر هستند ۸۵ رابطه با متغیر وابسته را توضیح دهند. بنابراین رابطه بالایی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته وجود دارد که می‌توان از آن در جهت پیش‌بینی استفاده نمود. همچنین بر اساس نتایج جدول (۲) نوسان قیمت سهام به‌عنوان شاخصی از عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه نقدشوندگی رابطه منفی با پرداخت سود سهام دارد و آماره t برابر با $3/39$ بیانگر معنی‌داری اثر این متغیر است. به این معنی که با افزایش نوسان قیمت سهام در نقدشوندگی، پرداخت سود سهام کاهش می‌یابد. بر اساس ضریب برآورد افزایش یک واحد در نوسان قیمت سهام در نقدشوندگی منجر به کاهش $0/62$ واحد در پرداخت سود سهام می‌شود. اثر نوسان قیمت سهام بر پرداخت سود سهام شرکت‌های مورد مطالعه منفی است و آماره t برابر با $2/37$ بیانگر معنی‌داری اثر این متغیر است. به این معنی که با افزایش نوسان قیمت سهام، پرداخت سود سهام شرکت‌ها کاهش می‌یابد. بر اساس ضریب برآورد افزایش یک واحد در نوسان قیمت سهام منجر به کاهش $0/71$ در پرداخت سود سهام شرکت‌ها می‌شود. نوسانات قیمت سهام باعث عدم اطمینان در امر سرمایه‌گذاری می‌شود و سرمایه‌گذاران با عدم تصمیم‌گیری مواجه هستند که این امر باعث کاهش فعالیت‌های بنگاه و کاهش سود سهام شرکت‌ها خواهد شد. اثر وجه نقد بر پرداخت سود سهام شرکت‌های مورد مطالعه مثبت است و آماره t برابر با $4/12$ بیانگر معنی‌داری اثر این متغیر است. به این معنی که با افزایش جریان وجه نقد، پرداخت سود سهام شرکت‌ها افزایش می‌یابد. بر اساس ضریب برآورد افزایش یک واحد در جریان وجه نقد منجر به افزایش $0/95$ در پرداخت سود سهام شرکت‌ها می‌شود. هنگامی وجه نقد شرکت‌ها بیشتر می‌شود بنگاه‌ها با ریسک کمتری به فعالیت‌های تجاری می‌پردازند و در نهایت سود سهام شرکت‌ها بیشتر خواهد بود. با توجه به احتمال آماره مدل کلی فرضیه که کمتر از 5% است، فرضیه تحقیق تایید شده است و می‌توان گفت که نوسان قیمت سهام به‌عنوان شاخصی از عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه نقدشوندگی بر پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

نتایج آزمون فرضیه سوم: تعداد حساب‌برسان به‌عنوان شاخصی از عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه نقدشوندگی بر پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

جدول (۳): نتایج حاصل از برآورد الگو (۳) بر اساس داده‌های تلفیقی باروش اثرات تصادفی

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال
نقدشوندگی	-۰/۸۳	-۰/۶۴	۰/۵۲
اندازه شرکت	۰/۳۴	۴/۰۳	۰/۰۰۰
تعداد حسابرسان در نقدشوندگی	۰/۶۲	۰/۶۱	۰/۵۴
تعداد حسابرسان	۰/۱۲	۲/۱۴	۰/۰۴
اهرم مالی	-۰/۷۵	-۳/۱۴	۰/۰۰۱
جریان وجه نقد	۰/۷۳	۲/۱۳	۰/۰۴
نرخ بازده دارایی	۰/۷۷	۱/۸۲	۰/۰۶
ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام	۰/۴۰	۰/۹۰	۰/۳۶
C	۰/۱۳	۵/۵۱	۰/۰۰۰
ضریب تعیین ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۵ ۰/۶۹	آماره دوربین واتسون	۱/۶۹
آماره F	۲۶,۵۴۳	احتمال آماره	۰,۰۰۰

بر اساس نتایج جدول (۳) با توجه به آماره دوربین واتسون در برآورد مدل اولیه مشخص شد که مدل فوق دارای خودهمبستگی نمی باشد. R^2 به دست آمده نیز نشان می دهد که متغیرهای مستقل مدل قادر هستند ۷۵ رابطة با متغیر وابسته را توضیح دهند. بنابراین رابطة بالایی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته وجود دارد که می توان از آن در جهت پیش بینی استفاده نمود. همچنین براساس نتایج جدول (۳) تعداد حسابرسان به عنوان شاخصی از عدم تقارن اطلاعاتی در رابطة نقدشوندگی رابطه با پرداخت سود سهام ندارد و آماره t برابر با ۰/۶۲ بیانگر عدم معنی داری اثر این متغیر است. اثر تعداد حسابرسان بر پرداخت سود سهام شرکت های مورد مطالعه مثبت است و آماره t برابر با ۲/۱۴ بیانگر معنی داری اثر این متغیر است. به این معنی که با افزایش تعداد حسابرسان، پرداخت سود سهام شرکت ها افزایش می یابد. بر اساس ضریب برآورد افزایش یک واحد در تعداد حسابرسان منجر به افزایش ۰/۱۲ در پرداخت سود سهام شرکت ها می شود. هنگامی تعداد حسابرسان بیشتر می شود سطح نظارت بر حسابرسی شرکت ها افزایش می یابد و این باعث افزایش عملکرد شرکت می شود و در نهایت باعث افزایش سود سهام

شرکت‌ها خواهد بود. اثر اهرم مالی بر پرداخت سود سهام شرکت‌های مورد مطالعه منفی است و آماره t برابر با $۳/۱۴$ بیانگر معنی‌داری اثر این متغیر است. به این معنی که با افزایش اهرم مالی، پرداخت سود سهام شرکت‌ها کاهش می‌یابد. بر اساس ضریب برآورد افزایش یک واحد در اهرم مالی منجر به کاهش $۰/۷۵$ در پرداخت سود سهام شرکت‌ها می‌شود. اثر وجه نقد بر پرداخت سود سهام شرکت‌های مورد مطالعه مثبت است و آماره t برابر با $۲/۱۳$ بیانگر معنی‌داری اثر این متغیر است. به این معنی که با افزایش جریان وجه نقد، پرداخت سود سهام شرکت‌ها افزایش می‌یابد. بر اساس ضریب برآورد افزایش یک واحد در جریان وجه نقد منجر به افزایش $۰/۷۳$ در پرداخت سود سهام شرکت‌ها می‌شود. با توجه به احتمال آماره مدل کلی فرضیه که کمتر از ۵% است، فرضیه تحقیق تایید شده است و می‌توان گفت که تعداد حساب‌سازان به‌عنوان شاخصی از عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه نقدشوندگی بر پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

نتایج آزمون فرضیه چهارم: سطح حق رای مالکان به‌عنوان شاخصی از عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه نقدشوندگی بر پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

جدول (۴): نتایج حاصل از برآورد الگو (۴) بر اساس داده‌های تلفیقی با روش اثرات تصادفی GLS

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال
نقدشوندگی	-۰/۶۲	-۰/۲۲	۰/۸۲
اندازه شرکت	۰/۹۹	۲/۰۵	۰/۰۴
سطح حق رای مالکان در نقدشوندگی	۰/۷۹	۲/۰۸	۰/۰۴
سطح حق رای مالکان	۰/۶۱	۳/۷۳	۰/۰۰۰۴
اهرم مالی	-۰/۴۰	-۲/۱۰	۰/۰۳
جریان وجه نقد	۰/۱۵	۴/۰۸	۰/۰۰۰
نرخ بازده دارایی	۰/۷۷	۱/۸۲	۰/۰۶
ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام	۰/۸۲	۰/۹۷	۰/۳۳
C	۰/۱۳	۵/۵۱	۰/۰۰۰

۱/۷۰	آماره دوربین واتسون	۰/۸۲ ۰/۷۸	ضریب تعیین ضریب تعیین تعدیل شده
۰,۰۰۰	احتمال آماره	۲۷,۲۵۳	آماره F

بر اساس نتایج جدول (۴) با توجه به آماره دوربین واتسون در برآورد مدل اولیه مشخص شد که مدل فوق دارای خودهمبستگی نمی‌باشد. R2 به دست آمده نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل مدل قادر هستند ۸۲ رابطه با متغیر وابسته را توضیح دهند. بنابراین رابطه بالایی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته وجود دارد که می‌توان از آن در جهت پیش‌بینی استفاده نمود. همچنین براساس نتایج جدول (۴) سطح حق رای مالکان به عنوان شاخصی از عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه نقدشوندگی رابطه منفی با پرداخت سود سهام دارد و آماره t برابر با ۲/۰۸ بیانگر معنی‌داری اثر این متغیر است. به این معنی که با افزایش سطح حق رای مالکان در نقدشوندگی، پرداخت سود سهام افزایش می‌یابد. بر اساس ضریب برآورد افزایش یک واحد در سطح حق رای مالکان در نقدشوندگی منجر به افزایش ۰/۷۹ واحد در پرداخت سود سهام می‌شود. سطح حق رای مالکان رابطه مثبت با پرداخت سود سهام دارد و آماره t برابر با ۳/۷۳ بیانگر معنی‌داری اثر این متغیر است. به این معنی که با افزایش سطح حق رای مالکان، پرداخت سود سهام افزایش می‌یابد. بر اساس ضریب برآورد افزایش یک واحد در سطح حق رای مالکان منجر به افزایش ۰/۶۱ واحد در پرداخت سود سهام می‌شود. سطح حق رای مالکان وقتی افزایش می‌یابد، مسئولیت‌های اماتی و عملکرد سرمایه‌گذاری بالاتر می‌شود و پرداخت سود سهام نیز بیشتر می‌شود. اثر اهرم مالی بر پرداخت سود سهام شرکت‌های مورد مطالعه منفی است و آماره t برابر با ۲/۱۰ بیانگر معنی‌داری اثر این متغیر است. به این معنی که با افزایش اهرم مالی، پرداخت سود سهام شرکت‌ها کاهش می‌یابد. بر اساس ضریب برآورد افزایش یک واحد در اهرم مالی منجر به کاهش ۰/۴۰ در پرداخت سود سهام شرکت‌ها می‌شود. اثر وجه نقد بر پرداخت سود سهام شرکت‌های مورد مطالعه مثبت است و آماره t برابر با ۴/۰۸ بیانگر معنی‌داری اثر این متغیر است. به این معنی که با افزایش جریان وجه نقد، پرداخت سود سهام شرکت‌ها افزایش می‌یابد. بر اساس ضریب برآورد افزایش یک واحد در جریان وجه نقد منجر به افزایش ۰/۱۵ در پرداخت سود سهام شرکت‌ها می‌شود. با توجه به احتمال آماره مدل کلی فرضیه که کمتر از ۵٪ است، فرضیه تحقیق تایید شده است و می‌توان گفت که سطح حق رای مالکان به عنوان شاخصی از عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه نقدشوندگی بر پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

نتایج آزمون فرضیه پنجم: سطح مالکیت به‌عنوان شاخصی از عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه نقدشوندگی بر پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

جدول (۵): نتایج حاصل از برآورد الگو (۵) بر اساس داده‌های تلفیقی با روش اثرات تصادفی GLS

متغیر	ضریب	t آماره	احتمال
نقدشوندگی	-۰/۶۹	-۰/۳۶	۰/۷۱
اندازه شرکت	-۰/۹۰	-۰/۵۸	۰/۵۵
سطح مالکیت در نقدشوندگی	۰/۱۲	۲/۳۳	۰/۰۱
سطح مالکیت	۰/۱۲	۲/۱۲	۰/۰۴
اهرم مالی	-۰/۵۵	-۲/۰۰	۰/۰۴
جریان وجه نقد	۰/۵۵	۴/۰۱	۰/۰۰۰
نرخ بازده دارایی	۰/۳۷	۱/۷۰	۰/۰۸
ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام	۰/۴۷	۱/۰۶	۰/۲۸
C	۰/۲۶	۲/۲۴	۰/۰۲
ضریب تعیین	۰/۵۷	آماره دوربین واتسون	۱/۵۳
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۳		
آماره F	۲۴,۰۹۴	احتمال آماره	۰,۰۰۰

بر اساس نتایج جدول (۵) با توجه به آماره دوربین واتسون در برآورد مدل اولیه مشخص شد که مدل فوق دارای خودهمبستگی نمی‌باشد. R^2 به‌دست آمده نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل مدل قادر هستند ۵۷ رابطه با متغیر وابسته را توضیح دهند. بنابراین رابطه بالایی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته وجود دارد که می‌توان از آن در جهت پیش‌بینی استفاده نمود. همچنین بر اساس نتایج جدول (۵) سطح مالکیت به‌عنوان شاخصی از عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه نقدشوندگی رابطه منفی با متغیر پرداخت سود سهام دارد و آماره t برابر با ۲/۳۳ بیانگر معنی‌داری اثر این متغیر است. به این معنی که با افزایش سطح مالکیت در نقدشوندگی، پرداخت سود سهام افزایش می‌یابد. بر اساس ضریب برآورد افزایش

یک واحد در سطح مالکیت در نقدشوندگی منجر به افزایش ۰/۱۲ واحد در پرداخت سود سهام می‌شود. سطح مالکیت رابطه مثبت با متغیر پرداخت سود سهام دارد و آماره t برابر با ۲/۱۲ بیانگر معنی‌داری اثر این متغیر است. به این معنی که با افزایش سطح مالکیت، پرداخت سود سهام افزایش می‌یابد. بر اساس ضریب برآورد افزایش یک واحد در سطح مالکیت منجر به افزایش ۰/۱۲ واحد در پرداخت سود سهام می‌شود. مالکان به عملکرد واحد تجاری و سرمایه‌گذاران به ریسک و بازده پرتفوی سهام‌شان توجه دارند. هر چقدر سهام تحت تملک سهام‌داران بیشتر باشد، نظارت اعمال‌شده بیشتر خواهد بود و در نهایت سود بنگاه نیز بیشتر می‌شود. اثر اهرم مالی بر پرداخت سود سهام شرکت‌های مورد مطالعه منفی است و آماره t برابر با ۲/۰۰ بیانگر معنی‌داری اثر این متغیر است. به این معنی که با افزایش اهرم مالی، پرداخت سود سهام شرکت‌ها کاهش می‌یابد. بر اساس ضریب برآورد افزایش یک واحد در اهرم مالی منجر به کاهش ۰/۵۵ در پرداخت سود سهام شرکت‌ها می‌شود. اثر وجه نقد بر پرداخت سود سهام شرکت‌های مورد مطالعه مثبت است و آماره t برابر با ۴/۰۱ بیانگر معنی‌داری اثر این متغیر است. به این معنی که با افزایش جریان وجه نقد، پرداخت سود سهام شرکت‌ها افزایش می‌یابد. بر اساس ضریب برآورد افزایش یک واحد در جریان وجه نقد منجر به افزایش ۰/۵۵ در پرداخت سود سهام شرکت‌ها می‌شود. با توجه به احتمال آماره مدل کلی فرضیه که کمتر از ۵٪ است، فرضیه تحقیق تایید شده است و می‌توان گفت که سطح مالکیت به‌عنوان شاخصی از عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه نقدشوندگی بر پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

۹- نتیجه‌گیری

- در خصوص فرضیه تحقیق با عنوان «نقدشوندگی بر پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد» می‌توان گفت این فرضیه تایید شده است. نتایج این فرضیه با مطالعه حاجی و همکاران (۱۳۹۴) در بررسی عوامل موثر بر تقسیم سود پرداختند همخوانی ندارد که بیان کردند نقدشوندگی بر سود سهام تأثیری ندارد اما با مطالعه جیانگ و همکاران (2016) که به بررسی تأثیر نقدشوندگی بر پرداخت سود سهام پرداختند و ذکر کردند افزایش نقدشوندگی باعث افزایش وجه نقد در شرکت و افزایش فعالیت‌های تجاری شده و در نهایت افزایش سود را به همراه دارد که با نتیجه این فرضیه همخوانی دارد.

- فرضیه دیگر تحقیق با عنوان «نوسان قیمت سهام به‌عنوان شاخصی از عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه نقدشوندگی بر پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر

معناداری دارد» نیز تایید شده است. نتایج این فرضیه با مطالعه جیانگ و همکاران (Jiang, 2016) که به بررسی تأثیر نقدشوندگی بر پرداخت سود سهام پرداختند و ذکر کردند نوسان قیمت سهام باعث افزایش ریسک و سرمایه‌گذاری شده و سود سهام را کاهش می‌دهد که با این فرضیه همخوانی دارد و این فرضیه را تایید کردند. اما با مطالعه مری، زبانی و لوکیل (۲۰۰۴) که به بررسی تأثیر عوامل نقدشوندگی و بازده سهام پرداختند همخوانی ندارد. زیرا آنها در مطالعه خود رابطه بین نوسان قیمت سهام را با بازده سهام رد کردند.

- فرضیه تحقیق با عنوان «تعداد حساب‌برسان به‌عنوان شاخصی از عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه نقدشوندگی بر پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد» رد شده است و هیچ ارتباطی در این خصوص مشاهده نشده است.

- فرضیه دیگر تحقیق با عنوان «سطح حق رای مالکان به‌عنوان شاخصی از عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه نقدشوندگی بر پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد» تایید شده است. نتایج این فرضیه با مطالعه تحقیقات گیل و آبرادوویچ (Gill & Obradovich, 2012) نقش مالکیت نهادی را در تصمیم‌گیری پرداخت سود سهام مهم بیان کرده و می‌گویند ساختار مالکیت و کنترل شرکت، استراتژی‌های پرداخت سود را تحت تأثیر قرار می‌دهند. از آنجایی که مالکیت نهادی بالاست، سهامداران تلاش می‌کنند که با کنترل تصمیمات پرداخت سود سهام، مشکلات نمایندگی را کنترل کنند آنها نیز در مطالعه خود دریافتند که سطح حق رای مالکان با تقسیم سود سهام رابطه منفی دارد آنها بیان کردند افزایش سطح حق رای مالکان باعث افزایش نظارت و قدرت آنها شده و در نتیجه بر مدیریت و سود اثر منفی دارد که با نتیجه این مطالعه همخوانی ندارد.

- آخرین فرضیه تحقیق با عنوان «سطح مالکیت به‌عنوان شاخصی از عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه نقدشوندگی بر پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد» تایید شده است. نتایج این فرضیه با مطالعات گیل و آبرادوویچ (Gill & Obradovich, 2012) که نقش مالکیت نهادی را در تصمیم‌گیری پرداخت سود سهام مهم بیان کرده و می‌گویند ساختار مالکیت، کنترل شرکت، استراتژی‌های پرداخت سود را تحت تأثیر قرار می‌دهند. از آنجایی که مالکیت نهادی بالاست، سهامداران تلاش می‌کنند که با کنترل تصمیمات پرداخت سود سهام، مشکلات نمایندگی را کنترل کنند آنها نیز در مطالعه خود دریافتند که سطح مالکیت بر پرداخت سهام تاثیر دارد.

در راستای نتایج تحقیق پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌گردد: الف- مدیران با توجه به نتایج حاصل از این تحقیق درخصوص تأثیر نقدشوندگی بر پرداخت سود سهام، در جهت افزایش ارزش شرکت تصمیم‌های مقتضی اتخاذ کنند. ب- از آنجا که بین نقدشوندگی و پرداخت سود سهام رابطه مثبت تأیید گردید به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد جهت تمایل به مبادله سهامی دارای نقدشوندگی بالاتر سهام شرکت‌هایی را خریداری نمایند که در بازه اطمینانی خاص ماه گذشته دارای تعداد معاملات بالاتری از میانگین شرکت‌های بورسی (به طور مثال در طی دوره تحقیق بالاتر از ۰/۳۸) داشته باشد. ج- با توجه به نتایج پیشنهاد می‌شود: با گسترش مطالعات در حوزه نوسانات قیمت سهام و نیز تغییرات قیمت سهام، فعالان بورس، اعضاء هیئت مدیره شرکت‌ها، سهام‌داران، شرکت‌های حساسی، پژوهشگران و غیره با مباحث نوسانات قیمت سهام و نیز تغییرات قیمت سهام بیشتر آشنا شده تا بتوانند نقش مهمی در زمینه افزایش پرداخت سود سهام داشته باشند. د- پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی به ساختار مالکیت و برآورد از محتوای اطلاعاتی سود حسابداری توجه داشته باشند تا بر این اساس در تصمیمات خرید و فروش سهام تجدیدنظر کنند.

منابع و مآخذ

۱. ابراهیمی کردلر، علی، محمدآبادی، مهدی و رضا حصارزاده. (۱۳۸۷). بررسی رابطه تضاد منافع بین سهام‌داران و اعتباردهندگان با توزیع سود سهام و محدودیت سود سهام و محدودیت در تأمین مالی. فصل‌نامه بورس اوراق بهادار، شماره ۴، صص. ۷۴-۵۳.
۲. احمدپور احمد، باغبان محسن، (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین نقدشوندگی دارایی‌ها و نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران مقاله ۳، دوره ۴، شماره ۲، زمستان، صفحه ۷۷-۶۱.
۳. اسلامی بیدگلی؛ غلامرضا و سارنج، علیرضا (۱۳۸۷). انتخاب پرتفوی با استفاده از سه معیار میانگین بازدهی، انحراف معیار بازدهی و نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران. فصل‌نامه بررسی حسابداری و حسابرسی. دوره ۱۵، شماره ۴،
۴. ایزدی نیا، ناصر و طباطبایی، سیده زهرا (۱۳۹۴). تأثیر وجه نقد مازاد بر اثرگذاری محافظه‌کاری حسابداری بر پرداخت سود سهام. پژوهش‌های حسابداری مالی. سال هفتم. شماره سوم. صص ۱۷-۳۶.
۵. تهرانی، رضا، نوربخش، عسگر، (۱۳۸۲)، "مدیریت سرمایه‌گذاری"، انتشارات نگاه دانش.

۶. حاجی، توفیق حاجی، سیروان رسولی، فاروق (۱۳۹۴) عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران منتشر شده در اولین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت در هزاره سوم.
۷. سعیدی، علی و دادار، ام البنین (۱۳۸۹). بررسی رابطه نقدشوندگی سهام با شاخص نقدشوندگی دوره‌های پیشین در بورس اوراق بهادار تهران. فصل‌نامه مطالعات مدیریت صنعتی سال ششم. شماره ۱۶ و صص ۷۵ تا ۹۷
۸. شباهنگ، رضا (۱۳۸۶) مدیریت مالی جلد دوم، تهران: سازمان حسابرسی، نشریه شماره ۱۰۲، چاپ چهارم.
۹. شیرازیان، زهرا. (۱۳۸۴). " بررسی ارتباط میان عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری با اندازه و نقدشوندگی آنها"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
۱۰. قالیباف اصل، حسن ولی زاده، فریده (۱۳۹۵) بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود با عدم تقارن اطلاعاتی و نقدشوندگی سهام مقاله ۱، دوره ۴، شماره ۳، پاییز، صفحه ۱-۲۳.
۱۱. مرادی، محمد. آذرنیا، مریم. حسین زاده، سهراب. (۱۳۹۶). تاثیر دفعات بازنگری پیش‌بینی سود هر سهم بر نقدشوندگی، هزینه سرمایه سهام عادی و ارزش شرکت. مجله علمی پژوهشی دانش حسابداری مالی. دوره چهارم، شماره ۱۲، بهار.
۱۲. نوروش، ایرج و وفادار، عباس (۱۳۸۲). سودمندی اطلاعات حسابداری در ارزیابی ریسک بازار، حسابداری، شماره ۱۳۵، صص ۲۸-۱۶.
۱۳. یحیی زاده فر محمود، خرم‌دین جواد (۱۳۸۷). "نقش عوامل نقدشوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران." بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۵، ۱۰۱-۱۱۸، ۵۳
14. -Andros Gregoriou, Ngoc Dung Nguyen. 2010. Stock liquidity and investment opportunities: New evidence from FTSE 100 index deletions. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*. 20 (2010) 267–274.
- Amihud, Y. (2002), Illiquidity and stock returns: cross-section and timeseries effects, *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31-56.
15. Banerjee s. gatchey v.a spindt p.a. (2007). Stock market liquidity and firm dividend policy. *J. finance.quant.anal.* 42(2) .369-397.
16. Biddle, G.; Seow, G.; and A. Siegel (1995). "Relative Versus Incremental
17. Caskey, J. and M. Hanlon. (2013). Dividend Policy at Firms Accused of Accounting Fraud Dividend Policy at Firms Accused of Accounting Fraud, *Contemporary Accounting Research*, 30 (2): 818-850.
18. Chung, H. Sheu, H. & Wang, J. (2009). Do firms' earnings management practices affect their equity liquidity? *Finance Research Letters*. 6, 152–158.
19. Fama, Eugene. F. , and Kenneth R. French. (۲۰۰۱). "The Cross-Section of Expected

20. Fang, V.N. & Noe, T.H. & Tice, T. (2008), stock market liquidity and firm value, at: www.ssrn.com/abstract=1287646-code 365137.
21. Gang, E (2005). Board Leadership Structure and Firm Performance. Journal.
22. Gill, A. S. and Obradovich, J. D. (2012). "Corporate governance, institutional ownership and decision to pay the amount of dividends: evidence from USA". Journal of finance and economics. 1450(97), PP. 60-71
23. Gopalan, R. & Kadan, O. & Pevzner, M. (2009), managerial Decisions, asset Liquidity, and stock liquidity, at: www.ssrn.com/abstract=1342706.
24. Jensen, M. C. (2010). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. AEA Papers and Proceedings, 76 (2): 323– 329.
25. Jiang, F, Ma, Y. Shi, B. 2016. Stock Liquidity and Dividend Payouts. Journal of Corporate Finance. S0929-1199(16)30358-3.
26. Louis, H. Urcan, O. (2014). Agency Conflicts, Dividend Payout, and the Direct Benefits of Conservative Financial Reporting to Equity-Holders. Working paper.
27. Miller, M. H. & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. Journal of Business, 34, 411–433.
28. Weiss (2004). Impact of Liquidity On Stock Return: An Empirical Investigation of The Tunis Stock Market, Finance and Business Strategies, Social Science Electronic Publishing

Liquidity and Dividend Payments in the TSE Listed Companies

Meysam Doaei¹

Zahra Kariman²

Mohsen Fakhadi Sharif Abad³

Abstract

The present study aimed at evaluating the effect of liquidity and dividend payments in listed companies in Tehran Stock Exchange. This study is done in quasi experimental method and it is an Ex-Post Facto research in terms of its implementation. It is conducted in the field of positive accounting researches and is based on the real information, which data are collected in temporal and time series during seven years 2009-2015. Panel model is used in this research. All listed companies are the statistical population of the present study and 78 companies were selected systematically as the samples. According to the results of the research, liquidity has a significant effect on the dividend payments in the listed companies in Tehran Stock Exchange. The number of auditors as an indicator of information asymmetry in the liquidity relationship does not have a significant effect on the dividend payment in listed companies in Tehran Stock Exchange. The level of voting rights of the institutional owners as an indicator of information asymmetry in the liquidity relationship does not have a significant effect on the dividend payment in listed companies in Tehran Stock Exchange. The level of ownership as an indicator of information asymmetry in the liquidity relationship has a significant effect on the dividend payment in listed companies in the Tehran Stock Exchange.

Keyword: Dividend Payment, Institutional Owners, Stock Liquidity

JEL Classification: G35, G33

¹. Department of Finance, Esfarayen Branch, Islamic Azad University, Esfarayen, Iran

². M.A. of Finance, Esfarayen Branch, Islamic Azad University, Esfarayen, Iran

³. Department of Management, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran