

بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود با عدم تقارن اطلاعاتی

و نقدشوندگی سهام^۱

حسن قالیباف اصل^۲، فریده ولی زاده^۳

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 ویژگی‌های شرکت به عنوان متغیرهای کنترل است. برای این منظور کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ به عنوان جامعه آماری در نظر گرفته شد که پس از غربال‌گیری با استفاده از روش نمونه‌گیری 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 داده‌های ترکیبی استفاده شد. متغیرهای لحاظ شده در مدل شامل اندازه شرکت، ریسک شرکت، فرصت‌های رشد و سودآوری به عنوان متغیرهای کنترل بوده است که 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. 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

طبقه‌بندی 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»^۱ 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^۲ 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 با 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 چالاکی، 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 ۶-۴۳). 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 در 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 نرخ پایین تر از منفعت مورد انتظار سرمایه تنزیل خواهد شد (گوردون، ۱۹۵۹، ۹۹-۱۰۵) (لیتنر، ۱۹۶۲، ۲۴۳-۲۶۹). 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، ۲۰۰۲). تئوری پرنده در دست می‌گوید که ارزش شرکت در صورتی به بیشترین حد می‌رسد که سرمایه‌گذاران، سود سهام نقدی را کم خطرتر از عایدی 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، انباشته 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 غیرنقد 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 [ورنیم 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 (اعتمادی و رسائیان، 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 غربال 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، اخلال 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 زاینبار (انتخاب نادرست) است که سرچشمه بسیاری از مشکلات می‌باشد. یک سرمایه‌گذار ممکن است از کیفیت شرکتی که قرار است تبدیل به یک شرکت عام شود، مطمئن نباشد. سهامدارن 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 گریفین^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. گریفین 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 (۲۰۰۶)، 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 معکوسی 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 دریافته‌اند 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 ژاؤ^۳ (۲۰۰۸)، دریافته‌اند 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 دریافته‌اند 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)، تغییرات 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. کرینسکی 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. Sanjay 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 عدم تقارن 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 چندمتغیره 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 چندمتغیره 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: 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 شرکت: 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 شرکت: نوسان بازده سهم در دوره‌های گذشته و برابر با انحراف معیار آن است که از

فرمول زیر به دست می‌آید (بودی و همکاران، ۱۹۹۶).

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

که در آن r_i بازده هر سهم و r_m 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 A در دوره t می‌باشد. 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).

نقدشوندگی: در این پژوهش از معیار نسبت گردش حجم معاملات به عنوان شاخص نقدشوندگی 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 پانل استفاده شده است. در موارد استفاده از داده‌های پانل، 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 دوربین واتسون استفاده شد مقدار بدست آمده از آزمون دوربین واتسون برابر با ۲/۳۷ است. چون این مقدار نزدیک به عدد ۲ می‌باشد، پس مدل پژوهش دارای خودهمبستگی 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

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، ۱۳۹۱). 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 تأییدکننده 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	-۰/۷۷
نقدشوندگی	۲۷۰	۰/۰۰۰۰۴	۰/۰۰۹۲	۰/۰۰۰۰۶	۰/۰۰۰۱۲	۰/۰۰۰۱۶	۲/۶۴
عدم تقارن 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 $\left(\frac{DPS}{EPS}\right)$ که متغیری اساسی است، این میزان ضریب تعیین قابل توجه می‌باشد. همچنین آماره دوربین واتسون بیانگر ضریب ۲/۳۷ می‌باشد که نشان دهنده عدم خودهمبستگی بین مقادیر متغیر وابسته می‌باشد. همچنین ضریب ۲۰/۲۵۹ 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 دال 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 دال 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	۳/۵۵	۰/۰۰۰۶
ریسک	۰/۰۲۶	۹/۷	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۱۱۳	۸/۷۳	۰/۰۰۰۰
عرض از مبداء	-۲/۳۸	-۶/۷۱	۰/۰۰۰۰
آماره F : ۶۵/۷۹		ضریب R ^۲ تعدیل شده : ۰/۹۶	
احتمال آماره F : ۰/۰۰۰۰		دوربین واتسون : ۲/۳۷	
ضریب R ^۲ : ۰/۹۷			

منبع: محاسبات پژوهشگر

همچنین با توجه به نتایج جدول ۴، متغیر فرصت‌های رشد با ضریب $-0/11$ ، 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 بکار بردن سودهای شرکت در این فرصت‌های ایجاد شده، سود کمتری تقسیم می‌کنند. متغیر سودآوری با ضریب $0/052$ ، 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 هرچقدر شرکت سودآوری بیشتری داشته باشد، سود بیشتری را بین سهامداران تقسیم می‌کند. متغیر ریسک شرکت با ضریب $0/026$ ، 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 $0/113$ ، 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 ورچیا (۱۹۹۶)؛ دشماخ

(۲۰۰۵)؛ پاتل (۱۹۹۱)؛ ونکاتش و چیانگ (۱۹۸۶)؛ مورس و یوشمان (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 سرمایه گذاران بسیار مهم است. زیرا این احتمال وجود دارد که مدیران در رابطه با ارزش واقعی شرکت، بیشتر از سرمایه گذاران اطلاعات داشته باشند و اطلاعات را با تقسیم سود به بازار منتقل کنند. واقعیت داشتن این مسئله می تواند برای سرمایه گذاران 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 می تواند در نهایت به افزایش سرعت معاملات در بازارهای سرمایه بینجامد و نقدشوندگی افزایش می یابد. این یافته ها می تواند 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 نوسان های شرطی می باشد. به پژوهشگران پیشنهاد می شود که در پژوهش های آتی ریسک را برای هر شرکت به صورت جداگانه مدل سازی و وارد مدل کنند. برای بررسی رابطه نقدشوندگی و سیاست تقسیم سود، پژوهشگران می توانند با استفاده از دیگر شاخص های نقدشوندگی به بررسی رابطه بین این دو متغیر بپردازند. همچنین پیشنهاد می شود که در پژوهش های 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 چالاکی، پری. (۱۳۸۴). «رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه بررسی های 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.
- جهانخانی، علی و قربانی، عبدالله. (۱۳۸۷). «بررسی رابطه ی بین سیاست تقسیم سود و نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران» (پایان نامه کارشناسی ارشد). دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه شهید بهشتی.
- خوش طینت، محسن، و یوسفی اصل، فرزانه. (۱۳۸۶). «رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی با محافظه کاری». فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۲۰، صص. ۳۷-۶۰.
- 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 رضاپور، ناصر. (۱۳۸۹). «رابطه ی مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام». بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۰، صص. ۲۲-۳.
- رستمی، محمدرضا و رضایی مقدم، امین. (۱۳۹۰). «بررسی رابطه نقدشوندگی و اهرم با بازده بلند مدت عرضه های 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، 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.

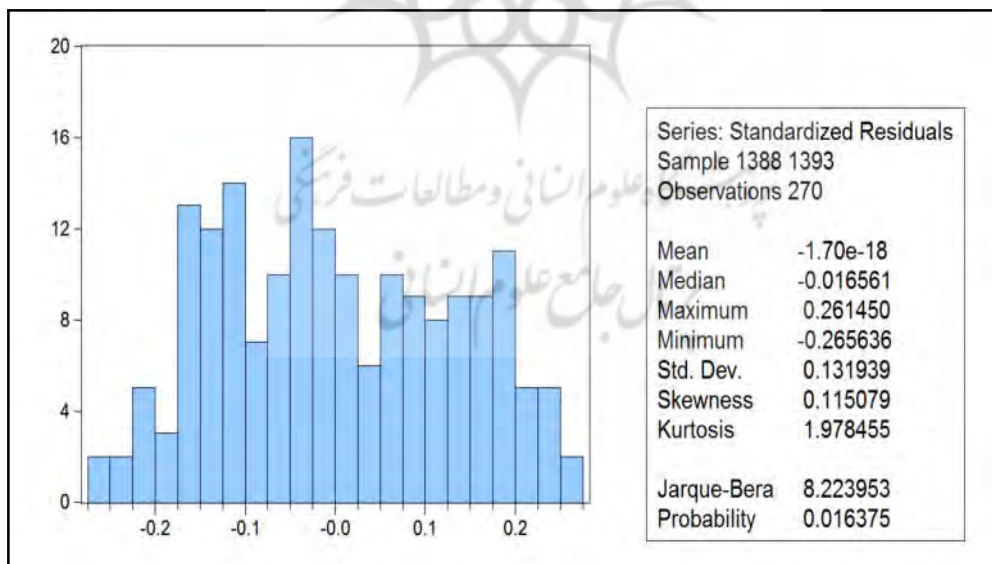
- مکرمی، یدالله. (۱۳۸۱). «نظریه اطلاعات نامتقارن». فصلنامه حسابرس، شماره ۱۶، صص. ۴۲-۴۴.
- میلر، مرتون اچ و مودیلیانی، فرانکو. (۱۳۷۳). «سیاست تقسیم سود، رشد و تعیین ارزش سهام». ترجمه علی پارسائیان. فصلنامه علمی پژوهشی پژوهش‌های مالی، شماره ۳، صص. ۴۳-۶.
- وستون، بریگام، یوستون. (۱۳۸۶). مدیریت مالی، عبده تبریزی، حسین و حنیفی، 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". , No. 29409, posted 10.
- Lafond R., & Watts, R. (2008). "The Information role of Conservatism" . Available at URL: <http://www.ssrn.com>.
- Li, Kai and Zhao, Xinlei. (2008). "Asymmetric Information and Dividend policy". , No. 6(2), pp.345-374.
- Lintner J. (1962). "Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and Supply of Capital to Corporation". , 44, pp.243-269.
- Miller, M. H. and Rock, K. (1985). "Dividend Policy under Asymmetric Information". , Volume 40, No.4, pp.1031-1051.
- Vernimmen, P.et al. (2005). "Corporate Finance Theory and practice". Netyork: Tohn wiley & sons, ltd.

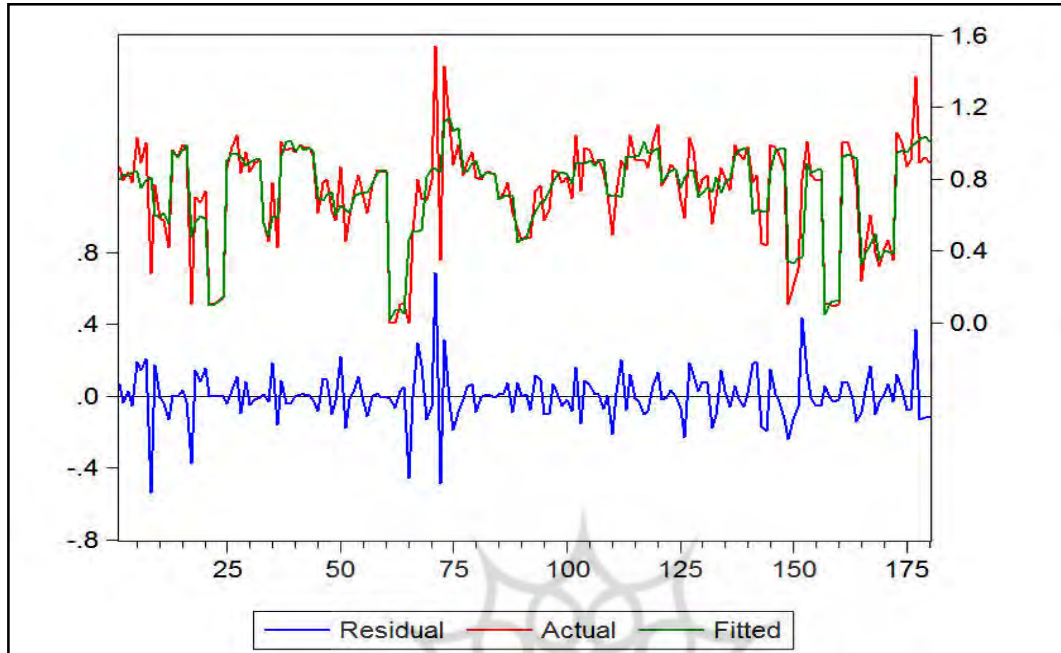


جدول ۴. نتایج تخمین مدل

Dependent Variable: DIVDEND				
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				
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
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



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

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی