

بررسی محتوای اطلاعاتی نقدشوندگی سهام بر سیاست تقسیم سود سهام با در نظر گرفتن نقش مالکان نهادی در صنایع مختلف

سهیل بیگ زاده

کارشناس ارشد مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد الکترونیک

s.beigzadeh@gmail.com

دکتر معصومه لطیفی بنماران

عضو هیات علمی گروه مدیریت مالی دانشکده مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب

m.latifibenmaran@gmail.com

دینا تاج‌الدینی

کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه شهید باهنر کرمان / حق التدریس دانشگاه آزاد اسلامی اصفهان (واحد

خوراسگان)

چکیده - شرکت‌ها دو گزینه برای تصمیم‌گیری پیرامون سود کسب شده دارند؛ می‌توانند سود را به سهامداران به صورت سود نقدی بپردازند و یا در شرکت به صورت سود انباشته سرمایه‌گذاری مجدد نمایند. دیدگاه اثر اطلاعاتی نقدشوندگی سهام در سیاست پرداخت سود بیان می‌کند که نقدشوندگی سهام می‌تواند مشکلات سازمانی موجود بین سهامداران داخلی و خارجی را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، کاهش دهد و بنابراین انگیزه‌ی درونی سهامداران داخلی برای پرداخت سود سهام را افزایش دهد. دیدگاه جایگزینی تقسیم سود و نقدشوندگی بازار سهام بیان می‌کند که با نفوذ موانع تجاری در بازارهای مالی، نقدینگی سهام می‌تواند سهامدارانی را که به وجه نقد نیاز دارند سوق دهد تا مقدار قابل توجهی از سهام خود را بفروشند. و با توجه به این دیدگاه که نقدشوندگی بازار سهام و پرداخت سود جایگزین یکدیگرند، انتظار می‌رود که شرکت‌های با سهام نقدشونده بیشتر، سود کمتری تقسیم کنند و شرکت‌های با سهام نقدشونده کمتر، احتمال بیشتری دارد که سود پرداخت کنند.

پژوهش حاضر ابتدا به بررسی رابطه بین محتوای اطلاعاتی نقدشوندگی سهام و تقسیم سود سهام پرداخته است؛ سپس این رابطه را با وارد کردن متغیر مالکان نهادی مورد بررسی قرار داده است و در نهایت این رابطه را در صنایع مختلف بررسی و مقایسه نموده است. برای این پژوهش از اطلاعات سالانه‌ی ۶۴ شرکت پذیرفته شده در

بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ استفاده شد و نتایج حاکی از آن است که بین اثر محتوای اطلاعاتی نقدشوندگی سهام و تقسیم سود سهام رابطه معناداری وجود دارد. همچنین این رابطه در شرایط حضور مالکان نهادی نیز حاکم است. و در نهایت بین اثر محتوای اطلاعاتی نقدشوندگی سهام و تقسیم سود سهام با در نظر گرفتن نقش مالکان نهادی در صنایع دارویی، خودرو و قطعات، محصولات فلزی و سیمان و آهک رابطه منفی معناداری وجود دارد. اما این رابطه در صنایع فلزات، کاشی و سرامیک، ماشین‌آلات و تجهیزات و صنایع شیمیایی معنادار نیست.

واژگان کلیدی: محتوای اطلاعاتی، نقدشوندگی سهام، تقسیم سود سهام، مالکان نهادی

بیان مسئله

شرکت‌ها دو گزینه برای تصمیم‌گیری پیرامون سود کسب شده دارند: می‌توانند سود را به سهامداران به صورت سود نقدی بپردازند و یا در شرکت به صورت سود انباشته سرمایه‌گذاری مجدد نمایند. از دید هزینه معاملات از نگاه مشتریان تجاری، رابطه منفی‌ای بین پرداخت سود سهام و نقدشوندگی سهام وجود دارد. برخی از محققان معتقدند که سودهای سهام در یک دنیای بدون موانع مالی و اصطکاک، نامربوط هستند و سلامت سهامداران به تنهایی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری تعیین می‌شود و از سیاست‌های پرداخت سود مستقل است. و در واقعیت، موانع تجاری در بازارهای مالی نفوذ می‌کند و نقدینگی سهام می‌تواند سهامدارانی را که به وجه نقد نیاز دارند، سوق دهند تا مقدار قابل توجهی از سهام خود را بفروشند. لذا شرکت‌های با سهام نقدشونده بیشتر، باید سود کمتری تقسیم کنند. همچنین آن‌ها با حمایت از این دیدگاه که نقدشوندگی بازار سهام و پرداخت سود جایگزین یکدیگرند، بر این باورند که شرکت‌های با سهام نقدشونده کمتر، احتمال بیشتری دارد که سود پرداخت کنند (بانرجی و همکاران، ۲۰۰۷).

در مدل‌های استاندارد تجارت آگاه، نقدشوندگی می‌تواند به یک طرف آگاه برای پنهان کردن اطلاعات خصوصی که در قیمت منعکس شده است یاری رساند (کایل، ۱۹۸۴). لذا ارزش حاشیه‌ای اطلاعات زمانی که نقدشوندگی سهام زیاد است، زیاد می‌شود (هولمسترون و تیرویل، ۱۹۹۳). لذا برای به دست آوردن منفعت بیشتر، دلالتان زمان بیشتری برای جمع‌آوری اطلاعات صرف می‌کنند. این تاثیر محتوای اطلاعاتی نقدشوندگی سهام ممکن است به سیاست‌های تقسیم سود داخلی شرکت شکل دهد. برخی از محققین معتقدند که پرداخت سود کمتر، درآمدی را حفظ می‌کند که می‌تواند برای استفاده شخصی یا سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآوری که مزایای خصوصی ایجاد می‌کنند منحرف شوند (جنسن، ۱۹۸۶). لذا سرمایه‌گذاران داخل شرکت

ترجیح می‌دهند تا درآمد را برای پرداخت سود حفظ کنند. زمانی که محیط اطلاعاتی غیر شفاف باشد، سرمایه‌گذاران داخل شرکت انگیزه‌ی قوی‌تری برای حفظ نقدینگی بیشتر برای منافع شخصی دارند چون می‌توانند منافع شخصی بیشتری بدون شناخته شدن به دست آورند (استیگتیز، ۲۰۰۰، لیوز و همکاران، ۲۰۰۳)، اما شفافیت بیشتر در رابطه با تجارت آگاهانه می‌تواند ریسکی‌تر باشد و امکان شناسایی اموال و سلب مالکیت از آن‌ها را فراهم کند (لی و ژاو، ۲۰۰۸؛ پتراسک، ۲۰۱۲). علاوه بر این، در حالت شفافیت بیشتر، حفظ درآمد مازاد، به جای توزیع آن به سرمایه‌گذاران خارجی، می‌تواند به شهرت سرمایه‌گذاران داخلی به دلیل عدم تعهد کافی به خاطر مصادره انجام شده صدمه بزند (گمز، ۲۰۰۰؛ کارپای سیوس، ۲۰۱۵). بنابراین منفعت ناشی از پرداخت سود با نقدشوندگی سهام افزایش می‌یابد که این انگیزه‌ی سرمایه‌گذاران داخلی را برای تصاحب کاهش داده و تمایل آن‌ها به پرداخت سود را افزایش می‌دهد (لاپرتا و همکاران، ۲۰۰۰). بنابراین به‌طور کلی می‌توان گفت که دو دیدگاه در رابطه با نقدشوندگی و تقسیم سود سهام با توجه به حضور مالکان نهادی وجود دارد:

دیدگاه اثر اطلاعاتی نقدشوندگی سهام در سیاست پرداخت سود: این دیدگاه بیان می‌کند که نقدشوندگی سهام می‌تواند مشکلات سازمانی موجود بین سهامداران داخلی و خارجی را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، کاهش دهد و بنابراین انگیزه‌ی درونی سهامداران داخلی برای پرداخت سود سهام را افزایش دهد. دیدگاه جایگزینی تقسیم سود و نقدشوندگی بازار سهام: با نفوذ موانع تجاری در بازارهای مالی، نقدینگی سهام می‌تواند سهامدارانی را که به وجه نقد نیاز دارند سوق دهد تا مقدار قابل توجهی از سهام خود را بفروشند. و با توجه به این دیدگاه که نقدشوندگی بازار سهام و پرداخت سود جایگزین یکدیگرند، انتظار می‌رود که شرکت‌های با سهام نقدشونده بیشتر، سود کمتری تقسیم کنند و شرکت‌های با سهام نقدشونده کمتر، احتمال بیشتری دارد که سود پرداخت کنند.

زمانی که محیط اطلاعاتی غیرشفاف باشد، سرمایه‌گذاران داخل شرکت انگیزه‌ی قوی‌تری برای حفظ نقدینگی بیشتر برای منافع شخصی دارند چون می‌توانند منافع شخصی بیشتری بدون شناخته شدن به دست آورند، اما شفافیت بیشتر در رابطه با تجارت آگاهانه می‌تواند ریسکی‌تر باشد و امکان شناسایی اموال و سلب مالکیت از آن‌ها را فراهم کند. علاوه بر این، در حالت شفافیت بیشتر، حفظ درآمد مازاد، به جای توزیع آن به سرمایه‌گذاران خارجی، می‌تواند به شهرت سرمایه‌گذاران داخلی به دلیل عدم تعهد کافی به خاطر مصادره انجام شده صدمه بزند؛ و از آنجایی که برای این اعتبار برای مالکان نهادی مهم است لذا حضور مالکان نهادی موجب شفاف شدن محیط اطلاعاتی می‌شود و بنابراین منفعت ناشی از پرداخت سود با نقدشوندگی سهام افزایش می‌-

یابد که این انگیزه‌ی سرمایه‌گذاران داخلی را برای تصاحب کاهش داده و تمایل آن‌ها به پرداخت سود را افزایش می‌دهد و همچنین می‌توان گفت که نقدشوندگی سهام بالاتر می‌تواند به اشتراک‌گذاری اطلاعات مربوط به قیمت و تقویت حاکمیت شرکتی (حضور مالکان نهادی) را از طریق تهدید به خروج، افزایش دهد (ادمانز و همکاران، ۲۰۱۱). از طرف دیگر مالکان نهادی به دلیل تاثیر زیادی که بر تصمیمات گرفته شده در شرکت دارند و همچنین به دلیل دارا بودن پشتوانه‌ی مالی قوی که موجب عدم نیاز مالی به دریافت سود و ترجیح به سرمایه‌گذاری شدن سودها در شرکت به منظور دریافت سود بیشتر در آینده می‌شود، به عدم پرداخت سود متمایل ترند. لذا حضور بیشتر سهامداران نهادی می‌تواند منجر به پرداخت سود کمتر گردد.

لذا براساس مطالب گفته شده ابتدا رابطه بین محتوای اطلاعاتی نقدشوندگی سهام و پرداخت سود سهام مورد بررسی قرار می‌گیرد. سپس با توجه به تاثیرات حضور مالکان نهادی (تاثیرات حضور سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی) رابطه بین محتوای اطلاعاتی نقدشوندگی سهام و پرداخت سود سهام بررسی می‌شود و در نهایت این موضوع را مورد مطالعه قرار می‌دهیم که آیا این نتایج برای تمامی صنایع یکسان است یا در صنایع مختلف براساس شرایط خاص آن‌ها نتایج می‌تواند متفاوت باشد یا خیر؟ لذا سه فرضیه این پژوهش مطرح می‌گردد:

فرضیه اول: "بین اثر محتوای اطلاعاتی نقدشوندگی سهام و تقسیم سود سهام رابطه معناداری وجود دارد"
فرضیه دوم: "بین اثر محتوای اطلاعاتی نقدشوندگی سهام و سیاست تقسیم سود سهام با در نظر گرفتن نقش مالکان نهادی رابطه معناداری وجود دارد"

فرضیه سوم: "بین اثر محتوای اطلاعاتی نقدشوندگی سهام و تقسیم سود سهام با در نظر گرفتن نقش مالکان نهادی در صنایع مختلف رابطه معناداری وجود دارد".

بینر (۲۰۰۱)، در تحقیقی با عنوان "تنوری‌ها و عوامل موثر بر خط‌مشی تقسیم سود" چهار عامل اهرم مالی، اندازه، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سود تقسیمی را به عنوان متغیر وابسته، مورد بررسی قرار داد. وی دریافت که سطح سود تقسیمی شرکت‌ها به سطح بازده سود تقسیمی سال قبل بستگی دارد؛ همچنین شرکت‌ها وقتی فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیادی دارند، سود کمی تقسیم می‌کنند؛ اهرم مالی شرکت عامل دیگری است که در تعیین خط‌مشی تقسیم سود مهم است؛ و در نهایت، اندازه‌ی شرکت‌ها تأثیر منفی بر خط‌مشی تقسیم سود می‌گذارد. به عبارتی شرکت‌های بزرگتر بدهی‌های بیشتری دارند، زیرا اعتباردهندگان اعتماد بیشتری به شرکت‌های بزرگتر دارند. بنابراین، شرکت‌های بزرگتر سود کمتری تقسیم می‌کنند تا بیشتر از سرمایه خود قرض نکنند.

آمیهود^۱ (۲۰۰۲) بیان نمود که عدم نقدشوندگی مورد انتظار بازار دارای رابطه مثبت با مازاد بازده پیش‌بینی شده سهام است؛ او در پژوهش خود ادعا نمود که بخشی از مازاد بازده مورد انتظار را می‌توان به‌وسیله صرف عدم نقدشوندگی بیان کرد. او نسبت قدرمطلق بازده روزانه سهام به حجم معاملات را به‌عنوان معیار عدم نقدشوندگی در پژوهش خود مورد استفاده قرار داد. علاوه بر این نیز اشاره کرده است که عدم نقدشوندگی تاثیر بیشتری بر صرف سهام شرکت‌های کوچک دارد. زمانی که مطالعه به‌صورت مقطعی انجام شد محقق دریافت که اگر حجم و اندازه سرمایه‌گذاری در سهام را به‌عنوان یک معیار دیگر از نقدشوندگی در نظر بگیریم یک رابطه منفی بین این معیار و بازده مورد انتظار سهام وجود دارد. رابطه بین بازده و عدم نقدشوندگی زمانی که دو متغیر صرف بازده اوراق قرضه شرکت‌های کم معامله (شرکت‌های دارای حجم مبادلات پایین) و صرف بازده اوراق قرضه بلندمدت خزانه نیز وارد مدل شدند، به قوت خود باقی ماند.

بررسی مقطعی بنرجی و همکاران (۲۰۰۷) نشان می‌دهد سهامداران با نقدشوندگی کمتر (بیشتر)، تمایل بیشتر (کمتر) به دریافت سود نقدی دارند. از سوی دیگر در طول زمان، افزایش قابل ملاحظه نقدشوندگی بازار سهام ایالات متحده، تمایل شرکت‌ها به کاهش سود نقدی را به همراه داشته است. آنها در تحقیق خود به این موضوع دست یافتند که نقدشوندگی بازار سال‌های گذشته یک معیار مهم در تقسیم یا عدم تقسیم سود است. همچنین صحت قابلیت پیش‌بینی مدلی که نقدشوندگی بازار را کنترل می‌کند، در مقابل مدلی که این کنترل را انجام نمی‌دهد، برای شرکت‌هایی با پرداخت سود نقدی بالاتر است. برای شرکت‌های بدون سود نقدی، نقدشوندگی بازار سهام هیچ قدرت اقتصادی‌ای برای توضیح عدم پرداخت سود نقدی ندارد. آنها نشان دادند که نقدشوندگی گذشته عامل مهمی برای پرداخت یا عدم پرداخت سود نقدی شرکت‌هاست و بهبود در وضعیت نقدشوندگی بازار سهام، باعث کاهش در پرداخت سود نقدی می‌شود.

روبین^۲ (۲۰۰۷) در پژوهشی با عنوان "سطح مالکیت، تمرکز مالکیت و نقدشوندگی" به بررسی رابطه مالکیت نهادها و سایر گروه‌های درون شرکت و نقدشوندگی سهام پرداخته است. وی دریافت که بین سطح مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام رابطه مستقیم وجود دارد. همچنین، بین تمرکز مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام رابطه معکوس وجود دارد. بنابراین در این تحقیق هر دو نظریه کارآیی اطلاعاتی یا معاملاتی و کژگزینی مورد تأیید قرار گرفته‌اند. اگاروال^۳ (۲۰۰۸) در تحقیقی با عنوان "مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام" به مطالعه رابطه بین مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام از دو منظر کژگزینی و کارآیی اطلاعاتی پرداخته است. نتایج

^۱ Amihud, 2002

^۲ Rubin , A, 2007

^۳ Agarwal , P, 2008

حاکمی از آن بود که شرکت‌هایی که مالکیت نهادی بالاتری دارند دارای نقدشوندگی سهام پایین‌تری هستند (منظر کژگزینی)؛ همچنین شرکت‌هایی که مالکیت نهادی بالاتری دارند دارای نقدشوندگی سهام بالاتری هستند (منظر کارآیی اطلاعاتی). او در بررسی‌های خود نشان داده است که هر دو منظر و کارکرد درخصوص مالکان نهادی همزمان وجود دارد.

ژیانگ و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان "بررسی اثر اطلاعاتی نقدشوندگی سهام بر تقسیم سود سهام" بررسی محتوای اطلاعاتی نقدشوندگی سهام و اثر آن بر تقسیم سود سهام پرداختند. آن‌ها دریافتند که واکنش بازار به تقسیم سود با قاعده و منظم، در شرکت‌های با نقدشوندگی سهام کمتر، خیلی بیشتر است.

روش پژوهش

این تحقیق از لحاظ همبستگی و روش‌شناسی از نوع شبه تجربی و در حوزه تحقیقات پس‌رویدادی و اثباتی حسابداری قرار دارد. این تحقیق با استفاده از اطلاعات واقعی صورت می‌گیرد و چون می‌تواند در فرآیند استفاده از اطلاعات کاربرد داشته باشد، لذا نوعی تحقیق کاربردی محسوب می‌شود. روش پس‌رویدادی روشی است که در آن تحقیق با استفاده از اطلاعات گذشته و مطالعه روابط گذشته متغیر وابسته و متغیرهای مستقل به بررسی روابط بین آن‌ها می‌پردازد. به عبارت دیگر روش پس‌رویدادی روشی است که از روی اطلاعات گذشته و از روی معلول، به یافتن علت احتمالی می‌پردازد. اطلاعات مورد نیاز این تحقیق، با مطالعه صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی جمع‌آوری می‌شود. جمع‌آوری داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار پایگاه داده‌ای تدبیرپرداز و برداشت مستقیم آن‌ها از صورت‌های مالی صورت می‌گیرد. صورت‌های مالی شرکت‌ها نیز از وب‌سایت سازمان بورس و اوراق بهادار تهران استخراج می‌گردد. جهت آزمون فرضیه‌های تحقیق، پس از انتخاب شرکت‌های نمونه و جمع‌آوری اطلاعات مربوطه، این اطلاعات با استفاده از نرم‌افزار صفحه گسترده اکسل پردازش شده و سپس با استفاده از نرم‌افزار ایویوز اقدام به آزمون فرضیه‌ها می‌گردد. مدل‌های مورد استفاده در این تحقیق نیز از نوع رگرسیون خطی چندمتغیره می‌باشند.

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. شرکت‌هایی که برای نمونه انتخاب می‌شوند، بایستی در دوره زمانی ابتدای سال ۱۳۹۰ تا پایان سال ۱۳۹۷ در بورس مشغول فعالیت بوده باشند و صورت‌های مالی آن‌ها برای این دوره، در گزارشات بورس موجود باشند. دوره‌ی زمانی پژوهش از آغاز سال ۱۳۹۰ تا پایان سال ۱۳۹۷ است.

از آنجا که بررسی داده‌های تمام شرکت‌های جامعه، کاری وقت‌گیر و هزینه‌بر است و احتمالاً شرط فزونی منافع بر مخارج را برآورده نمی‌کند، از این‌رو بخشی از جامعه به‌عنوان نمونه انتخاب می‌گردد؛ به‌گونه‌ای که معرف جامعه باشد. در این پژوهش، برای انتخاب نمونه محدودیت‌های زیر اعمال شده است:

۱- شرکت قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و تا پایان سال ۱۳۹۷ نماد آن از تابلو معاملات حذف نشده باشد.

۲- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد.

۳- شرکت طی دوره زمانی تحقیق، تغییر سال مالی نداده باشد.

۴- داده‌های موردنیاز این تحقیق موجود باشد.

۵- شرکت‌های نمونه جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی نباشند.

روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک بوده است. به عبارت بهتر، شرکت‌های مورد بررسی که دارای ویژگی‌های موردنظر نباشند، از فرآیند تجزیه و تحلیل کنار گذاشته شدند.

جهت انجام آزمون فرضیات این پژوهش از مدل‌های زیر استفاده شده است:

مدل آزمون فرضیه ۱:

$$Payout_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Liquidity_{it} + \alpha' Controls + \varepsilon_{it}$$

مدل آزمون فرضیه ۲:

$$Payout_{it}, t+1 = \alpha_0 + \alpha_1 Liquidity_{it} + \alpha_2 IP_{it} + \alpha_3 Controls + \varepsilon_{it}$$

مدل آزمون فرضیه ۳:

$$Payout_{it}, t+1 = \alpha_0 + \alpha_1 Liquidity_{it} + \alpha_2 IP_{it} + \alpha_3 Ind_{it} + \alpha_4 Controls + \varepsilon_{it}$$

در تمامی مدل‌های فوق، متغیر مستقل نقدشوندگی سهام ($Liquidity_{it}$)، با استفاده از تعدیل مدل آمیهود (۲۰۰۲) به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$Amihud_{i,t} = 1/D_{i,t} \times \sum_{d=1}^D |Ret_{i,t,d}| / Volume_{i,t,d}$$

که در آن:

Ret: بازده روزانه سهام ضرب شده در عدد صد

Volume: حجم تجارت روزانه به میلیون ریال در هر روز برای هر شرکت

D: تعداد روزهای معاملاتی در سال t برای هر شرکت

D: روز معامله

در سیستم محاسبه و تجزیه تحلیل‌مان عدد ۱+ را وارد می‌کنیم؛ از آن‌جا که ارزش بالاتر این معیار مطابقت می‌کند با درجات نقدشوندگی کمتر، لذا برای سهولت تفسیر، آن را در منفی یک ضرب می‌کنیم و مدل آمیهود تعدیل می‌شود:

$$Liquidity_{i,t} = -\ln(1 + Amihud_{i,t})$$

در تمامی مدل‌های فوق، متغیر مستقل مالکیت نهادی (IP_{it}) به صورت مجموع درصد سهام شرکت، متعلق به بانک‌ها، بیمه‌ها، نهادهای مالی، شرکت‌های هلدینگ، سازمان‌ها، نهادها و شرکت‌های دولتی تعریف می‌شود و میزان مالکیت نهادی از طریق نسبت سهام عادی در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی در یک شرکت به کل سهام آن شرکت محاسبه می‌شود.

متغیر مستقل نوع صنعت (Ind_{it}) هم یک متغیر موهومی است که برای بررسی هر صنعت به شرکت‌های آن صنعت عدد یک و به بقیه شرکت‌ها عدد صفر داده می‌شود.

متغیر وابسته در هر سه مدل فوق، متغیر نسبت سود نقدی است که به صورت حاصل تقسیم سود نقدی پرداختی بر سود خالص محاسبه می‌شود.

متغیرهای کنترلی این پژوهش عبارتند از:

اندازه شرکت ($SIZE_{it}$): که از لگاریتم طبیعی دارایی‌ها در سال t به دست می‌آید.

رشد شرکت ($GROWTH_{it}$): که از مجموع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها در سال t ، همگن شده با کل دارایی در سال t به دست می‌آید.

بازده دارایی‌ها (ROA_{it}): که عبارت است از نسبت سود خالص به کل دارایی‌های شرکت در سال t

اهرم مالی شرکت (LEV_{it}): که از نسبت بدهی‌ها به دارایی‌های شرکت در سال t به دست می‌آید.

یافته‌ها

قبل از شروع برازش، انجام آزمون چاو به بررسی امکان ترکیب‌پذیری اثرات زمانی و مقاطع می‌پردازد. برای توضیح بیشتر باید گفت که، در بررسی داده‌های مقطعی و سری زمانی، اگر ضرایب اثرات مقطعی و اثرات زمانی معنادار نشود، می‌توان داده‌ها را با یکدیگر ترکیب نمود. در صورت امکان انجام این تلفیق، داده‌های ما به صورت پنل برآورد می‌گردند. بررسی امکان ترکیب‌پذیری از طریق آزمون چاو انجام می‌گیرد. در این آزمون، فرض H_0 عدم ترکیب‌پذیری اثرات یا به عبارتی پول بودن داده‌هاست و در ابتدا پیش از برآورد مدل

باید آزمون چاو برای داده‌ها انجام شود تا مشخص گردد که داده‌ها باید به شیوه پنل^۱ یا پول^۲ تخمین زده شوند. آزمون هاسمن نیز برای انتخاب بین مدل اثرات ثابت و تصادفی استفاده می‌شود. در مرحله اول براساس روند پژوهش، پیش از برازش مدل‌ها، برای تمام مدل‌های فرضیه‌های پژوهش آزمون چاو انجام شد که نتایج آن در جدول (۲-۴) قابل مشاهده است. همان گونه که در

جدول ۱، مشاهده می‌شود، نتیجه آزمون چاو برای تمامی مدل‌ها، حاکی از قبول فرض H_0 بوده و لذا تمامی مدل‌های پژوهش باید به صورت پول تخمین زده شوند و لذا نیازی به انجام آزمون هاسمن نیست.

جدول ۱: نتایج آزمون چاو برای مدل‌های پژوهش

آزمون چاو	Prob	نتیجه H_0	روش
برای فرضیه یک	۰/۱۶۸۲	قبول	پول
برای فرضیه دو	۰/۱۷۴۱	قبول	پول
برای فرضیه سه در صنایع دارویی	۰/۱۵۳۲	قبول	پول
برای فرضیه سه در صنایع فلزات	۰/۱۶۷۸	قبول	پول
برای فرضیه سه در صنایع کاشی و سرامیک	۰/۱۶۴۱	قبول	پول
برای فرضیه سه در صنایع خودرو و قطعات	۰/۱۵۹۹	قبول	پول
برای فرضیه سه در صنایع محصولات فلزی	۰/۱۵۸۰	قبول	پول
برای فرضیه سه در ماشین آلات و تجهیزات	۰/۱۶۸۲	قبول	پول
برای فرضیه در صنایع شیمیایی	۰/۱۵۸۷	قبول	پول
برای فرضیه سه در صنایع سیمان و آهک	۰/۱۵۳۹	قبول	پول

نتایج حاصل از برازش مدل فرضیه یک پژوهش در جدول ۲ قابل مشاهده است. همان گونه که در جدول مشاهده می‌شود، آماره F که نشان‌دهنده معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده می‌باشد، حاکی از معناداری کل مدل در سطح ۹۹٪ می‌باشد که این امر علاوه بر معناداری کل مدل، نشان‌دهنده انتخاب مناسب متغیرها برای آزمون این مدل می‌باشد. همچنین با توجه به عدد ضریب تعیین در جدول می‌توان ادعا کرد که، در مدل حدود ۱۷/۶۷ درصد از ویژگی‌های متغیر وابسته توسط سایر متغیرهای مدل توضیح داده شده است.

^۱ Panel

^۲ Pool

جدول ۲: نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

$Payout_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Liquidity_{it} + \alpha' Controls + \varepsilon_{it}$					
نام متغیر	علامت	پیش‌بینی	ضرایب	آماره t	Prob
عرض از مبدأ	C	+/-	۰/۶۵۱۰	۸/۸۷۳۶	۰/۰۰۰۰
نقدشوندگی سهام	$Liquidity_{it}$	+/-	-۳/۰۶۸۹	-۲/۵۲۴۴	۰/۰۱۱۹
اندازه شرکت	$Size_{it}$	+/-	-۰/۰۰۱۴	-۰/۲۵۴۶	۰/۷۹۹۱
رشد شرکت	$Growth_{it}$	+/-	-۰/۰۵۰۴	-۱/۸۳۱۵	۰/۰۶۷۶
بازده دارایی‌ها	Roa_{it}	+/-	۰/۴۶۶۱	۲/۶۱۰۹	۰/۰۰۹۳
اهرم مالی	Lev_{it}	+/-	-۰/۴۵۴۷	-۶/۹۴۴۶	۰/۰۰۰۰
مفروضات مدل					
۲۱/۷۲۷۰		F-statistic	۰/۱۷۶۷	R-squared	
۰/۰۰۰۰		Prob	۱/۸۱۲۱	D-W	

برای مدل این فرضیه، براساس تعداد پارامترها و تعداد نمونه، مقدار حداقل و حداکثر دوربین واتسون که نشان‌دهنده فاصله‌ایست که حاکی از عدم وجود خودهمبستگی می‌باشد، از جدول مربوطه استخراج شده که پس از انجام محاسبات میزان حداقل دوربین واتسون ۱/۷۶۷ و میزان حداکثر آن ۲/۲۳۳ تخمین زده شد که همان‌گونه که مشاهده می‌شود میزان دوربین واتسون برآورد شده برای این مدل برابر ۱/۸۱۲۱ بوده که حاکی از عدم وجود خودهمبستگی می‌باشد.

فرضیه اول پژوهش بیان می‌کند که بین اثر محتوای اطلاعاتی نقدشوندگی سهام و تقسیم سود سهام رابطه معناداری وجود دارد؛ همان‌طور که در جدول فوق مشاهده می‌شود، با توجه به سطح معناداری متغیر نقدشوندگی سهام می‌توان گفت که بین تقسیم سود سهام و نقدشوندگی سهام رابطه معناداری در سطح ۹۵ درصد وجود دارد که با توجه به علامت ضریب آن که برابر با -۳/۰۶۸۹- می‌باشد می‌توان گفت که بین تقسیم سود سهام و نقدشوندگی سهام، رابطه منفی معناداری در سطح ۹۵ درصد وجود دارد که لذا این نتیجه از یک طرف تاییدکننده این مطلب است که از دید هزینه معاملات از نگاه مشتریان تجاری، رابطه منفی بین پرداخت سود سهام و نقدشوندگی سهام وجود دارد. برخی از محققان معتقدند که سودهای سهام در یک دنیای بدون موانع مالی و اصطکاک، نامربوط هستند و سلامت سهامداران به تنهایی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری تعیین می‌-

شود و از سیاست‌های پرداخت سود مستقل است. و در واقعیت، موانع تجاری در بازارهای مالی نفوذ می‌کند و نقدینگی سهام می‌تواند سهامدارانی را که به وجه نقد نیاز دارند، سوق دهند تا مقدار قابل توجهی از سهام خود را بفروشند. لذا شرکت‌های با سهام نقدشونده بیشتر، باید سود کمتری تقسیم کنند؛ از طرف دیگر این نتیجه تاییدکننده‌ی دیدگاه جایگزینی تقسیم سود و نقدشوندگی بازار سهام است که بیان می‌کند با نفوذ موانع تجاری در بازارهای مالی، نقدینگی سهام می‌تواند سهامدارانی را که به وجه نقد نیاز دارند سوق دهد تا مقدار قابل توجهی از سهام خود را بفروشند. و با توجه به این دیدگاه که نقدشوندگی بازار سهام و پرداخت سود جایگزین یکدیگرند، انتظار می‌رود که شرکت‌های با سهام نقدشونده بیشتر، سود کمتری تقسیم کنند و شرکت‌های با سهام نقدشونده کمتر، احتمال بیشتری دارد که سود پرداخت کنند. لذا فرضیه اول مورد قبول واقع گردید و تایید شد.

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌کند که بین اثر محتوای اطلاعاتی نقدشوندگی سهام و سیاست تقسیم سود سهام با در نظر گرفتن نقش مالکان نهادی رابطه معناداری وجود دارد. زمانی که محیط اطلاعاتی غیرشفاف باشد، سرمایه‌گذاران داخل شرکت انگیزه‌ی قوی‌تری برای حفظ نقدینگی بیشتر برای منافع شخصی دارند چون می‌توانند منافع شخصی بیشتری بدون شناخته شدن به‌دست آورند، اما شفافیت بیشتر در رابطه با تجارت آگاهانه می‌تواند ریسکی‌تر باشد و امکان شناسایی اموال و سلب مالکیت از آن‌ها را فراهم کند. علاوه بر این، در حالت شفافیت بیشتر، حفظ درآمد مازاد، به جای توزیع آن به سرمایه‌گذاران خارجی، می‌تواند به شهرت سرمایه‌گذاران داخلی به دلیل عدم تعهد کافی به‌خاطر مصادره انجام شده صدمه بزند؛ و از آنجایی که برای این اعتبار برای مالکان نهادی مهم است لذا حضور مالکان نهادی موجب شفاف شدن محیط اطلاعاتی می‌شود و بنابراین منفعت ناشی از پرداخت سود با نقدشوندگی سهام افزایش می‌یابد که این انگیزه‌ی سرمایه‌گذاران داخلی را برای تصاحب کاهش داده و تمایل آن‌ها به پرداخت سود را افزایش می‌دهد و همچنین می‌توان گفت که نقدشوندگی سهام بالاتر می‌تواند به اشتراک‌گذاری اطلاعات مربوط به قیمت و تقویت حاکمیت شرکتی (حضور مالکان نهادی) را از طریق تهدید به خروج، افزایش دهد (ادمانز و همکاران، ۲۰۱۱). از طرف دیگر مالکان نهادی به دلیل تاثیر زیادی که بر تصمیمات گرفته شده در شرکت دارند و همچنین به دلیل دارا بودن پشتوانه‌ی مالی قوی که موجب عدم نیاز مالی به دریافت سود و ترجیح به سرمایه‌گذاری شدن سودها در شرکت به‌منظور دریافت سود بیشتر در آینده می‌شود، به عدم پرداخت سود متمایل‌ترند. لذا حضور بیشتر سهامداران نهادی می‌تواند منجر به پرداخت سود کمتر گردد.

همان‌طور که در جدول ۳ مشاهده می‌شود، با توجه به سطح معناداری متغیر نقدشوندگی سهام و علامت منفی ضریب آن و همچنین عدم معناداری متغیر مالکیت نهادی، می‌توان گفت که بین تقسیم سود سهام و نقدشوندگی سهام در حالت وجود سرمایه‌گذاران نهادی رابطه‌ی منفی معناداری حاکم است که حاکی از آن است که به دلیل تاثیر زیادی که سهامداران نهادی بر تصمیمات گرفته شده در شرکت دارند و همچنین به دلیل دارا بودن پشتوانه‌ی مالی قوی که موجب عدم نیاز مالی به دریافت سود و ترجیح به سرمایه‌گذاری شدن سودها در شرکت به منظور دریافت سود بیشتر در آینده می‌شود، به عدم پرداخت سود متمایل‌ترند. و لذا حضور بیشتر سهامداران نهادی می‌تواند منجر به پرداخت سود کمتر شود و نقدشوندگی بیشتر سهام گردد (با توجه به این دیدگاه که نقدشوندگی بازار سهام و پرداخت سود جایگزین یکدیگرند) لذا فرضیه دوم تایید می‌شود.

جدول ۳: نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

$Payout_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Liquidity_{it} + \alpha_2 IP_{it} + \alpha' Controls + \varepsilon_{it}$					
نام متغیر	علامت	پیش بینی	ضرایب	آماره t	Prob
عرض از مبدا	C	+/-	۰/۶۳۱۲	۹/۴۱۳۸	۰/۰۰۰۰
نقدشوندگی سهام	$Liquidity_{it}$	+/-	-۳/۱۳۴۶	-۲/۳۴۶۴	۰/۰۱۹۳
مالکان نهادی	IP_{it}	+/-	۰/۰۰۰۴	۱/۲۲۳۷	۰/۲۲۱۶
اندازه شرکت	$Size_{it}$	+/-	-۰/۰۰۲۷	-۰/۴۲۷۹	۰/۶۶۸۹
رشد شرکت	$Growth_{it}$	+/-	-۰/۰۴۶۳	-۱/۶۹۰۴	۰/۰۹۱۶
بازده دارایی‌ها	Roa_{it}	+/-	۰/۴۲۴۴	۲/۲۳۶۶	۰/۰۲۵۷
اهرم مالی شرکت	Lev_{it}	+/-	-۰/۴۴۷۰	-۶/۳۴۸۹	۰/۰۰۰۰
مفروضات مدل					
R-squared		F Statistic		۰/۱۷۰۵	۱۷/۳۰۵۲
D-W		Prob		۱/۸۲۲۳	۰/۰۰۰۰

فرضیه سوم پژوهش، بیان می‌کند که بین اثر محتوای اطلاعاتی نقدشوندگی سهام و تقسیم سود سهام با در نظر گرفتن نقش مالکان نهادی در صنایع مختلف رابطه معناداری وجود دارد. لذا این فرضیه در صنایع مختلف

سنجیده می‌شود و نتایج حاصل از این صنایع مقایسه می‌شوند. نتایج حاصل از برازش این فرضیه در صنایع مختلف در جداول زیر ارائه شده است.

نتایج حاصل از برازش فرضیه سوم در صنایع دارویی، در جدول ۴ قابل مشاهده است. با توجه به علامت منفی و میزان ضریب و میزان سطح معناداری متغیر نقدشوندگی سهام که به ترتیب ۳/۰۷۹۸- و ۰/۰۱۹۲ و متغیر نوع صنعت که به ترتیب ۰/۱۱۶۶- و ۰/۰۰۲۱ می‌باشد و با توجه به نتایج سایر متغیرها، می‌توان گفت که در صنایع دارویی، بین تقسیم سود سهام و نقدشوندگی سهام در حالت وجود سرمایه‌گذاران نهادی رابطه‌ی منفی معناداری حاکم است لذا فرضیه سوم در صنایع دارویی مقبول اعلام می‌شود.

جدول ۴: نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم برای صنایع دارویی

$Payout_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Liquidity_{it} + \alpha_2 IP_{it} + \alpha_3 Ind_{it} + \alpha' Controls + \varepsilon_{it}$					
نام متغیر	علامت	پیش‌بینی	ضرایب	آماره t	Prob
عرض از مبدأ	C	+/-	۰/۷۲۷۱	۹/۹۴۰۹	۰/۰۰۰۰
نقدشوندگی	$Liquidity_{it}$	+/-	-۳/۰۷۹۸	-۲/۳۴۹۶	۰/۰۱۹۲
مالکان نهادی	IP_{it}	+/-	۰/۰۰۰۱	۰/۴۸۹۸	۰/۶۲۴۴
نوع صنعت	Ind_{it}	+/-	-۰/۱۱۶۶	-۳/۰۸۴۷	۰/۰۰۲۱
اندازه شرکت	$Size_{it}$	+/-	-۰/۰۰۸۴	-۱/۲۹۰۷	۰/۱۹۷۴
رشد شرکت	$Growth_{it}$	+/-	-۰/۰۶۰۷	-۲/۰۳۴۲	۰/۰۴۲۵
بازده دارایی‌ها	Roa_{it}	+/-	۰/۵۴۳۲	۲/۳۸۵۴	۰/۰۱۷۴
اهرم مالی	Lev_{it}	+/-	-۰/۳۹۶۷	-۵/۴۳۹۰	۰/۰۰۰۰
مفروضات مدل					
۱۵/۷۰۴۳		F Statistic	۰/۱۷۹۰	R-squared	
۰/۰۰۰۰		Prob	۱/۹۳۴۸	D-W	

نتایج حاصل از برازش فرضیه سوم در صنایع فلزات، در جدول ۵ قابل مشاهده است. با توجه به علامت منفی و میزان ضریب متغیر نقدشوندگی که برابر با ۳/۰۷۶۵- و میزان سطح معناداری متغیر نقدشوندگی سهام ۰/۰۱۹۲ که حاکی از معناداری در سطح ۹۵ درصد می‌باشد، و همچنین ضریب و سطح معناداری متغیر نوع صنعت که

به ترتیب ۰/۱۵۱۹- و ۰/۱۰۵۲ که حاکی از عدم معناداری این متغیر می‌باشد، لذا می‌توان گفت که در صنایع فلزات، بین تقسیم سود سهام و نقدشوندگی سهام در حالت وجود سرمایه‌گذاران نهادی رابطه‌ی معناداری وجود ندارد و لذا فرضیه سوم در صنایع فلزات مردود اعلام می‌شود.

جدول ۵: نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم برای صنایع فلزات

$Payout_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Liquidity_{it} + \alpha_2 IP_{it} + \alpha_3 Ind_{it} + \alpha' Controls + \varepsilon_{it}$					
نام متغیر	علامت	پیش‌بینی	ضرایب	آماره t	Prob
عرض از مبدأ	C	+/-	۰/۶۲۲۵	۹/۴۷۳۱	۰/۰۰۰۰
نقدشوندگی	$Liquidity_{it}$	+/-	-۳/۰۷۶۵	-۲/۲۴۹۹	۰/۰۲۴۹
مالکان نهادی	IP_{it}	+/-	۰/۰۰۰۴	۱/۱۴۶۲	۰/۲۵۲۲
نوع صنعت	Ind_{it}	+/-	-۰/۱۰۵۲	-۱/۴۳۵۱	۰/۱۵۱۹
اندازه شرکت	$Size_{it}$	+/-	-۰/۰۰۱۲	-۰/۲۱۴۰	۰/۸۳۰۶
رشد شرکت	$Growth_{it}$	+/-	-۰/۰۳۰۰	-۱/۰۷۸۰	۰/۲۸۱۵
بازده دارایی‌ها	Roa_{it}	+/-	۰/۳۴۵۶	۱/۹۹۷۹	۰/۰۴۶۳
اهرم مالی	Lev_{it}	+/-	-۰/۴۷۶۷	-۷/۳۹۲۷	۰/۰۰۰۰
مفروضات مدل					
F Statistic		۱۵/۳۵۶۳		۰/۱۷۵۷	
R-squared		۱/۹۰۳۰		D-W	
Prob		۰/۰۰۰۰			

نتایج حاصل از برازش فرضیه سوم در صنایع کاشی و سرامیک، در جدول ۶ قابل مشاهده است. همان‌گونه که در جدول مشاهده می‌شود، توجه به علامت منفی و میزان ضریب نقدشوندگی سهام و میزان سطح معناداری آن که به ترتیب برابر با ۳/۱۴۱۲- و ۰/۰۱۸۰ که حاکی از معناداری متغیر در سطح ۹۵ درصد می‌باشد و همچنین ضریب و سطح معناداری متغیر نوع صنعت که به ترتیب ۰/۰۰۳۷ و ۰/۹۵۴۶ که حاکی از عدم معناداری این متغیر می‌باشد، لذا می‌توان گفت که در صنایع کاشی و سرامیک، بین تقسیم سود سهام و نقدشوندگی سهام در حالت وجود سرمایه‌گذاران نهادی رابطه‌ی منفی معناداری وجود ندارد و لذا فرضیه سوم در صنایع کاشی و سرامیک مردود اعلام می‌شود.

جدول ۶: نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم برای صنایع کاشی و سرامیک

$Payout_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Liquidity_{it} + \alpha_2 IP_{it} + \alpha_3 Ind_{it} + \alpha' Controls + \varepsilon_{it}$					
نام متغیر	علامت	علامت پیش‌بینی	ضرایب	آماره t	Prob
عرض از مبدأ	C	+/-	۰/۶۳۴۴	۸/۴۴۷۰	۰/۰۰۰۰
نقدشوندگی	$Liquidity_{it}$	+/-	-۳/۱۴۱۲	-۲/۳۷۳۶	۰/۰۱۸۰
مالکان نهادی	IP_{it}	+/-	۰/۰۰۰۴	۱/۲۷۳۲	۰/۲۰۳۵
نوع صنعت	Ind_{it}	+/-	۰/۰۰۳۷	۰/۰۵۶۹	۰/۹۵۴۶
اندازه شرکت	$Size_{it}$	+/-	-۰/۰۰۲۶	-۰/۳۵۲۲	۰/۷۲۴۸
رشد شرکت	$Growth_{it}$	+/-	-۰/۰۴۶۷	-۱/۶۹۷۵	۰/۰۹۰۲
بازده دارایی‌ها	Roa_{it}	+/-	۰/۴۱۹۰	۲/۱۹۰۷	۰/۰۲۸۹
اهرم مالی	Lev_{it}	+/-	-۰/۴۵۵۸	-۵/۲۰۲۴	۰/۰۰۰۰
مفروضات مدل					
۱۴/۸۴۱۰		F Statistic	۰/۱۷۰۸	R-squared	
۰/۰۰۰۰		Prob	۱/۹۱۳۵	D-W	

نتایج حاصل از برازش فرضیه سوم در صنایع خودرو و قطعات، در جدول ۷ قابل مشاهده است. با توجه به علامت منفی و میزان ضریب و میزان سطح معناداری متغیر نقدشوندگی سهام که به ترتیب -۳/۱۳۵۶ و ۰/۰۱۱۶ بوده و حاکی از معناداری آن در سطح ۹۵ درصد است و همچنین ضریب و سطح معناداری متغیر نوع صنعت که به ترتیب -۰/۱۹۴۵ و ۰/۰۰۰۰ که حاکی از معناداری این متغیر در سطح ۹۹ درصد می‌باشد، می‌توان گفت که در صنایع خودرو و قطعات، بین تقسیم سود سهام و نقدشوندگی سهام در حالت وجود سرمایه‌گذاران نهادی رابطه‌ی منفی معناداری حاکم است و لذا فرضیه سوم در صنایع خودرو و قطعات مقبول اعلام می‌شود.

جدول ۷: نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم برای صنایع خودرو و قطعات

$Payout_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Liquidity_{it} + \alpha_2 IP_{it} + \alpha_3 Ind_{it} + \alpha' Controls + \varepsilon_{it}$					
نام متغیر	علامت	پیش‌بینی	ضرایب	آماره t	Prob
عرض از مبدأ	C	+/-	۰/۶۴۰۶	۸/۳۶۸۹	۰/۰۰۰۰
نقدشوندگی سهام	$Liquidity_{it}$	+/-	-۳/۱۳۵۶	-۲/۵۳۲۷	۰/۰۱۱۶
مالکان نهادی	IP_{it}	+/-	۰/۰۰۰۴	۱/۴۲۷۲	۰/۱۵۴۱
نوع صنعت	Ind_{it}	+/-	-۰/۱۹۴۵	-۴/۱۰۵۰	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	$Size_{it}$	+/-	۰/۰۰۵۷	۰/۹۶۰۹	۰/۳۳۷۰
رشد شرکت	$Growth_{it}$	+/-	-۰/۰۵۲۹	-۱/۶۴۵۰	۰/۱۰۰۶
بازده دارایی‌ها	Roa_{it}	+/-	۰/۱۵۴۰	۰/۶۷۲۸	۰/۵۰۱۴
اهرم مالی	Lev_{it}	+/-	-۰/۵۳۴۷	-۵/۸۱۵۷	۰/۰۰۰۰
مفروضات مدل					
R-squared		F Statistic		۰/۲۱۹۶	۲۰/۲۶۸۶
D-W		Prob		۱/۹۲۶۳	۰/۰۰۰۰

نتایج حاصل از برازش فرضیه سوم در صنایع محصولات فلزی، در جدول ۸ قابل مشاهده است. همان‌گونه که در جدول مشاهده می‌شود، با توجه به علامت منفی و میزان ضریب نقدشوندگی سهام که برابر با $-۲/۸۶۹۵$ و میزان سطح معناداری متغیر نقدشوندگی سهام $۰/۰۰۳۸$ که حاکی از معناداری در سطح ۹۹ درصد می‌باشد و همچنین ضریب و سطح معناداری متغیر نوع صنعت که به ترتیب $-۰/۱۹۴۵$ و $۰/۰۰۰۰$ بوده و حاکی از معناداری این متغیر در سطح ۹۹ درصد می‌باشد می‌توان گفت که در صنایع محصولات فلزی، بین تقسیم سود سهام و نقدشوندگی سهام در حالت وجود سرمایه‌گذاران نهادی رابطه‌ی منفی معناداری وجود دارد و لذا فرضیه سوم در صنایع محصولات فلزی مقبول اعلام می‌شود.

جدول ۸: نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم برای صنایع محصولات فلزی

$Payout_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Liquidity_{it} + \alpha_2 IP_{it} + \alpha_3 Ind_{it} + \alpha' Controls + \varepsilon_{it}$					
نام متغیر	علامت	پیش‌بینی	ضرایب	آماره t	Prob
عرض از مبدأ	C	+/-	۰/۷۳۶۰	۹/۳۰۶۲	۰/۰۰۰۰
نقدشوندگی	$Liquidity_{it}$	+/-	-۲/۸۶۹۵	-۲/۹۰۷۸	۰/۰۰۳۸
مالکان نهادی	IP_{it}	+/-	۰/۰۰۰۲	۰/۹۶۱۹	۰/۳۳۶۵
نوع صنعت	Ind_{it}	+/-	-۰/۱۵۰۴	-۴/۰۲۰۲	۰/۰۰۰۱
اندازه شرکت	$Size_{it}$	+/-	-۰/۰۰۶۹	-۱/۰۳۷۲	۰/۳۰۰۱
رشد شرکت	$Growth_{it}$	+/-	-۰/۰۴۶۷	-۱/۶۷۹۱	۰/۰۹۳۷
بازده دارایی‌ها	Roa_{it}	+/-	۰/۴۲۶۷	۲/۲۸۲۰	۰/۰۲۲۹
اهرم مالی	Lev_{it}	+/-	-۰/۴۸۸۷	-۶/۸۲۳۵	۰/۰۰۰۰
مفروضات مدل					
۱۶/۷۲۲۶		F Statistic	۰/۱۸۸۴		R-squared
۰/۰۰۰۰		Prob	۱/۹۱۷۹		D-W

نتایج حاصل از برازش فرضیه سوم در صنایع ماشین‌آلات و تجهیزات، در جدول ۹ قابل مشاهده است. با توجه به علامت منفی و میزان ضریب متغیر نقدشوندگی که برابر با -۳/۱۵۸۴ و میزان سطح معناداری متغیر نقدشوندگی سهام ۰/۰۱۷۸ که حاکی از معناداری در سطح ۹۵ درصد می‌باشد و همچنین ضریب و سطح معناداری متغیر نوع صنعت که به ترتیب ۰/۰۱۸۶ و ۰/۷۵۶۱ بوده که حاکی از عدم معناداری این متغیر می‌باشد می‌توان گفت که در صنایع ماشین‌آلات و تجهیزات، بین تقسیم سود سهام و نقدشوندگی سهام در حالت وجود سرمایه‌گذاران نهادی رابطه‌ی معناداری وجود ندارد. لذا در صنایع ماشین‌آلات و تجهیزات، بین اثر محتوای اطلاعاتی نقدشوندگی سهام و تقسیم سود سهام با در نظر گرفتن نقش مالکان نهادی رابطه معناداری وجود ندارد و لذا فرضیه سوم در صنایع ماشین‌آلات و تجهیزات، مردود اعلام می‌شود.

جدول ۹: نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم برای صنایع ماشین‌آلات و تجهیزات

$Payout_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Liquidity_{it} + \alpha_2 IP_{it} + \alpha_3 Ind_{it} + \alpha' Controls + \varepsilon_{it}$					
نام متغیر	علامت	پیش‌بینی	ضرایب	آماره t	Prob
عرض از مبدأ	C	+/-	۰/۶۲۷۸	۱۰/۳۵۷۰	۰/۰۰۰۰
نقدشوندگی	$Liquidity_i$	+/-	-۳/۱۵۸۴	-۲/۳۷۷۶	۰/۰۱۷۸
مالکان نهادی	IP_{it}	+/-	۰/۰۰۰۵	۱/۴۹۷۵	۰/۱۳۴۹
نوع صنعت	Ind_{it}	+/-	-۰/۰۱۸۶	-۰/۳۱۰۸	۰/۷۵۶۱
اندازه شرکت	$Size_{it}$	+/-	-۰/۰۰۲۱	-۰/۳۶۶۱	۰/۷۱۴۴
رشد شرکت	$Growth_{it}$	+/-	-۰/۰۴۷۲	-۱/۶۷۱۵	۰/۰۹۵۲
بازده دارایی‌ها	Roa_{it}	+/-	۰/۴۰۴۳	۲/۱۱۹۹	۰/۰۳۴۵
اهرم مالی	Lev_{it}	+/-	-۰/۴۷۰۲	-۶/۵۶۱۷	۰/۰۰۰۰
مفروضات مدل					
R-squared		F Statistic		۱۵/۲۴۰۶	۰/۱۷۴۶
D-W		Prob		۱/۹۲۶۲	۰/۰۰۰۰

نتایج حاصل از برازش فرضیه سوم در صنایع شیمیایی، در جدول ۱۰ قابل مشاهده است. همان‌گونه که در جدول مشاهده می‌شود، با توجه به علامت منفی و میزان ضریب و میزان سطح معناداری متغیر نقدشوندگی سهام که به ترتیب ۳/۱۱۴۶- و ۰/۰۱۷۵ می‌باشد، و همچنین ضریب و سطح معناداری متغیر نوع صنعت که به ترتیب ۰/۰۶۱۶ و ۰/۲۱۸۹ بوده که حاکی از عدم معناداری این متغیر می‌باشد، می‌توان گفت که در صنایع شیمیایی، بین تقسیم سود سهام و نقدشوندگی سهام در حالت وجود سرمایه‌گذاران نهادی رابطه‌ی معناداری وجود ندارد. لذا در صنایع شیمیایی بین اثر محتوای اطلاعاتی نقدشوندگی سهام و تقسیم سود سهام با در نظر گرفتن نقش مالکان نهادی رابطه معناداری وجود ندارد و لذا فرضیه سوم در صنایع شیمیایی مردود اعلام می‌شود.

جدول ۱۰: نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم برای صنایع شیمیایی

$Payout_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Liquidity_{it} + \alpha_2 IP_{it} + \alpha_3 Ind_{it} + \alpha_4 Controls + \varepsilon_{it}$					
نام متغیر	علامت	پیش‌بینی	ضرایب	آماره t	Prob
عرض از مبدأ	C	+/-	۰/۶۹۲۲	۷/۴۱۸۸	۰/۰۰۰۰
نقدشوندگی	$Liquidity_{it}$	+/-	-۳/۱۱۴۶	-۲/۳۸۴۲	۰/۰۱۷۵
مالکان نهادی	IP_{it}	+/-	۰/۰۰۰۲	۰/۶۸۸۶	۰/۴۹۱۴
نوع صنعت	Ind_{it}	+/-	۰/۰۶۱۶	۱/۲۳۰۸	۰/۲۱۸۹
اندازه شرکت	$Size_{it}$	+/-	-۰/۰۰۶۵	-۱/۱۶۰۴	۰/۲۴۶۴
رشد شرکت	$Growth_{it}$	+/-	-۰/۰۴۳۵	-۱/۵۹۵۹	۰/۱۱۱۱
بازده دارایی‌ها	Roa_{it}	+/-	۰/۳۷۱۷	۱/۸۵۴۳	۰/۰۶۴۳
اهرم مالی	Lev_{it}	+/-	-۰/۴۵۲۱	-۶/۱۳۱۰	۰/۰۰۰۰
مفروضات مدل					
R-squared		F Statistic		۱۴/۸۰۹۶	
D-W		Prob		۰/۰۰۰۰	

نتایج حاصل از برآزش فرضیه سوم در صنایع سیمان و آهک، در جدول ۱۱ قابل مشاهده است. با توجه به علامت منفی و میزان ضریب نقدشوندگی سهام که برابر با ۳/۲۵۷۲- و میزان سطح معناداری متغیر نقدشوندگی سهام ۰/۰۰۷۵ که حاکی از معناداری در سطح ۹۹ درصد می‌باشد و همچنین ضریب و سطح معناداری متغیر نوع صنعت که به ترتیب ۰/۳۳۰۹ و ۰/۰۰۰۰ بوده که حاکی از معناداری این متغیر در سطح ۹۹ درصد می‌باشد، می‌توان گفت که در صنایع سیمان و آهک، بین تقسیم سود سهام و نقدشوندگی سهام در حالت وجود سرمایه‌گذاران نهادی رابطه‌ی منفی معناداری حاکم است که حاکی از آن است که در این صنعت، در شرایط حضور سهامداران نهادی، به عدم پرداخت سود متمایل‌ترند و لذا در صنایع سیمان و آهک حضور بیشتر سهامداران نهادی می‌تواند منجر به پرداخت سود کمتر شود و نقدشوندگی بیشتر سهام گردد. لذا در صنایع سیمان و آهک بین اثر محتوای اطلاعاتی نقدشوندگی سهام و تقسیم سود سهام با در نظر گرفتن نقش مالکان نهادی رابطه منفی معناداری وجود دارد و لذا فرضیه سوم در صنایع سیمان و آهک مقبول اعلام می‌شود.

جدول ۱۱: نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم برای صنایع سیمان و آهک

$Payout_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Liquidity_{it} + \alpha_2 IP_{it} + \alpha_3 Ind_{it} + \alpha_4 Controls + \varepsilon_{it}$					
نام متغیر	علامت	پیش‌بینی	ضرایب	آماره t	Prob
عرض از مبدأ	C	+/-	۰/۳۷۶۸	۰/۰۰۲۴	۰/۰۰۲۴
نقدشوندگی سهام	$Liquidity_{it}$	+/-	-۳/۲۵۷۲	۰/۰۰۷۵	۰/۰۰۷۵
مالکان نهادی	IP_{it}	+/-	-۰/۰۰۰۴	۰/۲۶۹۶	۰/۲۶۹۶
نوع صنعت	Ind_{it}	+/-	۰/۳۳۰۹	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	$Size_{it}$	+/-	۰/۰۰۶۷	۰/۴۳۹۹	۰/۴۳۹۹
رشد شرکت	$Growth_{it}$	+/-	-۰/۰۲۲۳	۰/۳۴۹۰	۰/۳۴۹۰
بازده دارایی‌ها	Roa_{it}	+/-	۰/۴۰۱۷	۰/۰۴۰۴	۰/۰۴۰۴
اهرم مالی	Lev_{it}	+/-	-۰/۳۱۱۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
مفروضات مدل					
R-squared		F Statistic		۰/۱۹۰۴	۱۶/۹۴۱۸
D-W		Prob		۱/۹۵۷۷	۰/۰۰۰۰

نتیجه‌گیری

براساس مطالب گفته شده، در فرضیه اول به بررسی این موضوع پرداختیم که بین اثر محتوای اطلاعاتی نقدشوندگی سهام و تقسیم سود سهام رابطه معناداری وجود دارد یا خیر. با توجه به نتایج حاصل از برازش مدل آزمون فرضیه اول دریافتیم که بین تقسیم سود سهام و نقدشوندگی سهام، رابطه منفی معناداری در سطح ۹۵ درصد وجود دارد و لذا فرضیه اول تایید شد. این نتیجه از یک طرف تاییدکننده این مطلب است که از دید هزینه معاملات از نگاه مشتریان تجاری، رابطه منفی بین پرداخت سود سهام و نقدشوندگی سهام وجود دارد. محققان معتقدند که سودهای سهام در یک دنیای بدون موانع مالی و اصطکاک، نامربوط هستند و سلامت سهامداران به تنهایی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری تعیین می‌شود و از سیاست‌های پرداخت سود مستقل است. و در واقعیت، موانع تجاری در بازارهای مالی نفوذ می‌کند و نقدینگی سهام می‌تواند سهامدارانی را که به وجه نقد نیاز دارند، سوق دهند تا مقدار قابل توجهی از سهام خود را بفروشند. لذا شرکت‌های با سهام نقدشونده بیشتر، باید سود کمتری تقسیم کنند؛ از طرف دیگر این نتیجه تاییدکننده‌ی دیدگاه جایگزینی تقسیم سود و

نقدشوندگی بازار سهام است که بیان می‌کند با نفوذ موانع تجاری در بازارهای مالی، نقدینگی سهام می‌تواند سهامدارانی را که به وجه نقد نیاز دارند سوق دهد تا مقدار قابل توجهی از سهام خود را بفروشند. و با توجه به این دیدگاه که نقدشوندگی بازار سهام و پرداخت سود جایگزین یکدیگرند، انتظار می‌رود که شرکت‌های با سهام نقدشونده بیشتر، سود کمتری تقسیم کنند و شرکت‌های با سهام نقدشونده کمتر، احتمال بیشتری دارد که سود پرداخت کنند.

در فرضیه دوم، تاثیر حضور مالکان نهادی در نوع رابطه‌ی موجود در فرضیه قبل مورد بررسی قرار گرفت. مبانی نظری فرضیه دوم بیان می‌کند که زمانی که محیط اطلاعاتی غیرشفاف باشد، سرمایه‌گذاران داخل شرکت انگیزه‌ی قوی‌تری برای حفظ نقدینگی بیشتر برای منافع شخصی دارند چون می‌توانند منافع بیشتری بدون شناخته شدن به دست آورند، اما شفافیت بیشتر در رابطه با تجارت آگاهانه می‌تواند ریسکی‌تر باشد و امکان شناسایی شخصی اموال و سلب مالکیت از آن‌ها را فراهم کند. علاوه بر این، در حالت شفافیت بیشتر، حفظ درآمد مازاد، به جای توزیع آن به سرمایه‌گذاران خارجی، می‌تواند به شهرت سرمایه‌گذاران داخلی به دلیل عدم تعهد کافی به خاطر مصادره انجام شده صدمه بزند؛ و از آنجایی که برای این اعتبار برای مالکان نهادی مهم است لذا حضور مالکان نهادی موجب شفاف شدن محیط اطلاعاتی می‌شود و بنابراین منفعت ناشی از پرداخت سود با نقدشوندگی سهام افزایش می‌یابد که این انگیزه‌ی سرمایه‌گذاران داخلی را برای تصاحب کاهش داده و تمایل آن‌ها به پرداخت سود را افزایش می‌دهد و همچنین می‌توان گفت که نقدشوندگی سهام بالاتر می‌تواند به اشتراک‌گذاری اطلاعات مربوط به قیمت و تقویت حاکمیت شرکتی (حضور مالکان نهادی) را از طریق تهدید به خروج، افزایش دهد. از طرف دیگر مالکان نهادی به دلیل تاثیر زیادی که بر تصمیمات گرفته شده در شرکت دارند و همچنین به دلیل دارا بودن پشتوانه‌ی مالی قوی که موجب عدم نیاز مالی به دریافت سود و ترجیح به سرمایه‌گذاری شدن سودها در شرکت به منظور دریافت سود بیشتر در آینده می‌شود، به عدم پرداخت سود متمایل‌ترند. لذا حضور بیشتر سهامداران نهادی می‌تواند منجر به پرداخت سود کمتر گردد. نتایج حاصل از برازش مدل آزمون فرضیه دوم بیان می‌کند که بین تقسیم سود سهام و نقدشوندگی سهام در حالت وجود سرمایه‌گذاران نهادی رابطه‌ی منفی معناداری حاکم است که حاکی از آن است که به دلیل تاثیر زیادی که سهامداران نهادی بر تصمیمات گرفته شده در شرکت دارند و همچنین به دلیل دارا بودن پشتوانه‌ی مالی قوی که موجب عدم نیاز مالی به دریافت سود و ترجیح به سرمایه‌گذاری شدن سودها در شرکت به منظور دریافت سود بیشتر در آینده می‌شود، به عدم پرداخت سود متمایل‌ترند. و لذا حضور بیشتر

سهامداران نهادی می‌تواند منجر به پرداخت سود کمتر شود و نقدشوندگی بیشتر سهام گردد و لذا فرضیه دوم تایید شد.

فرضیه سوم پژوهش به دنبال بررسی این موضوع بود که آیا بین اثر محتوای اطلاعاتی نقدشوندگی سهام و تقسیم سود سهام با در نظر گرفتن نقش مالکان نهادی در صنایع مختلف رابطه معناداری وجود دارد یا خیر. لذا به بررسی این عامل در صنایع متفاوت پرداخته شد. با توجه به برازش مدل آزمون فرضیه سوم در صنایع مختلف مشخص شد که در صنایع دارویی، خودرو و قطعات، محصولات فلزی و سیمان و آهک بین تقسیم سود سهام و نقدشوندگی سهام در حالت وجود سرمایه‌گذاران نهادی رابطه‌ی منفی معناداری حاکم است که حاکی از آن است که در این صنایع، به دلیل تاثیر زیادی که سهامداران نهادی بر تصمیمات گرفته شده در شرکت دارند و همچنین به دلیل دارا بودن پشتوانه‌ی مالی قوی آن‌ها، که موجب عدم نیاز مالی به دریافت سود و ترجیح به سرمایه‌گذاری مجدد سودها در شرکت به‌منظور دریافت سود بیشتر در آینده می‌شود، به عدم پرداخت سود متمایل‌ترند. و لذا در این صنایع حضور بیشتر سهامداران نهادی می‌تواند منجر به پرداخت سود کمتر شود و نقدشوندگی بیشتر سهام گردد (با توجه به این دیدگاه که نقدشوندگی بازار سهام و پرداخت سود جایگزین یکدیگرند). لذا در این صنایع بین اثر محتوای اطلاعاتی نقدشوندگی سهام و تقسیم سود سهام با در نظر گرفتن نقش مالکان نهادی رابطه منفی معناداری وجود دارد و لذا فرضیه سوم در صنایع دارویی، خودرو و قطعات، محصولات فلزی و سیمان و آهک مقبول اعلام شد. همچنین نتایج حاصل از برازش مدل آزمون فرضیه سوم در صنایع فلزات، کاشی و سرامیک، ماشین‌آلات و تجهیزات و صنایع شیمیایی نشان می‌دهد که در این صنایع، بین تقسیم سود سهام و نقدشوندگی سهام در حالت وجود سرمایه‌گذاران نهادی رابطه‌ی معناداری وجود ندارد و لذا فرضیه سوم در صنایع فلزات، کاشی و سرامیک، ماشین‌آلات و تجهیزات و صنایع شیمیایی مردود اعلام شد.

منابع و مآخذ

1. Amihud, Y. (2002), "Liquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects", Journal of Financial Markets, 5,1, pages 31-56
2. Banerjee, S., Gatchev, V.A., & Spindt P.A. (2007). Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 42(2), 369- 398.
3. Beiner, S. (2001), Theories and Determinants of Dividend Policy. Journal of Corporate Finance.

4. Edmans, A., Manso, G., 2011. Governance through trading and intervention: a theory of multiple blockholders. *Review of Financial Studies* 24(7), 2395–2428.
5. Gomes, A., 2000. Going public without governance: managerial reputation effects. *Journal of Finance* 55(2), 615–646.
6. Holmstrom, Bengt and Jean Tirole, (1993), " *Market Liquidity and Performance Monitoring* ", *Journal of Political Economy*, v101(4), 678–709.
7. Jensen, M.C., 1986. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76(2), 323–329
8. Jensen, Michael C. Meckling, William H, (1976), " *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* ", *Journal of Financial Economics*, V.3, No. 4: 305–360.
9. Kyle, A.S., Vila, J.L., 1991. Noise trading and takeovers. *RAND Journal of Economics* 22, 54–71
10. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 2000a. Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance* 55(1), 1–33.
11. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 2000b. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics* 58(1), 3–27.
12. Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P., 2003. Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics* 69(3), 505–527.
13. Li, K., Zhao, X., 2008. Asymmetric information and dividend policy. *Financial Management* 37(4), 673–694.
14. Petrasek, L., 2012. Do transparent firms pay out more cash to shareholders? evidence from international cross-listings. *Financial Management* 41(3), 615–636.
15. Rubin, A., (2007), " *Ownership level, ownership concentration and liquidity* ", *Journal of Financial Markets*, 10, 3, pages: 219–248.
16. Stiglitz, J., 2000. The contributions of the economics of information to twentieth century economics. *Quarterly Journal of Economics* 115(4), 1441–1478.