



مقایسه تطبیقی عناصر نقدشوندگی و توزیع سود مجامع در دوران رکود و رونق بازار سرمایه ایران

مونا نجمی^۱

عبدالمجید دهقان^۲

معصومه پیریایی^۳

تاریخ دریافت مقاله: ۹۷/۱۱/۱۱ تاریخ پذیرش مقاله: ۹۷/۱۲/۱۱

چکیده

هدف از انجام این پژوهش مقایسه تطبیقی عناصر نقدشوندگی و توزیع سود مجامع در دوران رکود و رونق بازار سرمایه ایران می باشد. نمونه آماری ۱۰۹ شرکت پذیرفته شده در بازار سرمایه که اطلاعات آنها برای دوره زمانی سال ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۶ در دسترس بوده است به روش حذف سیستماتیک انتخاب شدند. پژوهش انجام شده از نظر نوع هدف جزء پژوهش‌های کاربردی است و روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی همبستگی می باشد. برای تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها از تحلیل پانلی کمک گرفته شده است. یافته های پژوهش نشان می دهند، بین نقدشوندگی سهام و سود تقسیمی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین بین نقدشوندگی سهام و سود تقسیمی در دوران رونق رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. درحالی که در دوران رکود رابطه معناداری بین نقدشوندگی سهام و سود تقسیمی مشاهده نشد.

کلمات کلیدی

نقدشوندگی سهام، نسبت عدم نقدشوندگی آمیهد، سود تقسیمی، دوران رکود، دوران رونق، بازار سرمایه ایران

۱ دانشجوی مقطع کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد یادگار امام خمینی (ره) - شهرری، تهران، ایران mona.najmi01990@gmail.com

۲ استادیار گروه مدیریت، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد یادگار امام خمینی (ره) - شهرری، تهران، ایران (نویسنده مسئول) mjd.dehghan@gmail.com

۳ استادیار گروه مدیریت، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد یادگار امام خمینی (ره) - شهرری، تهران، ایران Masoomehpiryaei@gmail.com

۱- مقدمه

نقدشوندگی در ارزش‌گذاری دارایی‌ها حائز اهمیت است. زیرا سرمایه‌گذاران به این موضوع توجه دارند که اگر بخواهند دارایی‌های خود را به فروش رسانند، آیا بازار مناسبی برای آنها وجود دارد یا خیر؟ این موضوع تبلور ریسک عدم نقدشوندگی دارایی در ذهن خریدار است که می‌تواند باعث انصراف سرمایه‌گذار از سرمایه‌گذاری شود. هر چقدر قابلیت نقدشوندگی یک سهم کمتر باشد، آن سهم برای سرمایه‌گذاران جذابیت کمتری خواهد داشت، مگر اینکه بازده بیشتری عاید دارنده آن گردد. شواهد تجربی نشان می‌دهد که عامل عدم نقدشوندگی در تصمیم‌گیری‌ها می‌تواند نقش مهمی را ایفا نماید. به عبارت دیگر برخی سرمایه‌گذاران ممکن است به سرعت به منابع مالی سرمایه‌گذاری خود نیاز داشته باشند که در چنین مواردی قدرت نقدشوندگی می‌تواند اهمیت زیادی داشته باشد. در حقیقت فقدان نقدشوندگی ممکن است تأثیری منفی، بر ارزش سهام بگذارد. نسبت عدم نقدشوندگی نشان‌دهنده میزان حساسیت قیمت سهم در مقابل تغییرات هر واحد در حجم معامله آن روز است. عدم نقدشوندگی زمانی اتفاق می‌افتد که قیمت سهام در واکنش به حجم معاملات کم تغییرات زیادی داشته باشد. نقدشوندگی عبارتست از توانایی معامله سریع حجم بالایی از اوراق بهادار با هزینه پایین و تأثیر قیمتی ناچیز، به این معنی که قیمت دارایی در فاصله میان سفارش تا خرید، تغییر چندانی نداشته باشد (۵). کاهش هزینه معاملات در گرو بهبود فعالیت‌هایی است که به رشد و تقویت ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بینجامد. به عبارتی بهبود ساز و کارهای حاکمیت شرکتی منجر به کاهش شکاف قیمتی در بازار می‌گردد با افزایش نقدشوندگی هزینه معاملات به شکل چشمگیری پایین خواهد آمد. یکی از ویژگی‌های بازارهای کارا و بسیار مطلوب، نبود هزینه‌های معاملاتی و در نتیجه قابلیت نقدشوندگی بالاست. سودهای خالص یک شرکت می‌تواند به سهامداران از طریق سود تقسیمی تخصیص یابد یا به صورت سود انباشته در شرکت نگهداری شود. سودهای تقسیمی ارزش بنیادی سهام یک شرکت را تغییر نمی‌دهد. پرداخت سود تقسیمی باید توسط سهامداران تأیید شود و ممکن است به‌عنوان یک سود تقسیمی ویژه یک‌باره یا به‌عنوان جریان پول نقد در حال پیشرفت به صاحبان سهام و سرمایه‌گذاران پرداخت شود.

سود تقسیمی نسبتی از درآمدهای شرکت است که بین سهامداران توزیع می‌شود. توزیع سود تقسیمی توسط هیئت مدیره تصمیم‌گیری شده و به طبقه خاصی از سهامداران داده می‌شود. سودهای تقسیمی می‌تواند به‌عنوان پول نقد، سهام یا شکل‌های دیگر دارایی توزیع گردد. نرخ سود

تقسیمی ممکن است به شکل مقدار پولی که سهم دریافت می‌کند (سود تقسیمی به ازای هر سهم یا (DPS)) یا همچنین به شکل درصدی از قیمت کنونی بازار که به آن سود سهام می‌گویند، بیان شود (۲۰). ژیانگ و همکاران (۲۰۱۷)، به بررسی رابطه بین نقد شوندگی سهام و میزان سود تقسیمی پرداختی برای شرکت‌های عضو سازمان اوراق بهادار چین پرداختند و با استفاده از اطلاعات مربوط به این شرکت‌ها برای بازه زمانی ۲۰۰۰-۲۰۱۴ به این نتیجه دست یافتند که شرکت‌ها با نقدینگی سهام بالا، پرداخت سود سهام بالاتر، گرایش و تمایل بالاتری به پرداخت سود سهام، نسبت به شرکت‌ها با نقدینگی سهام پایین‌تر دارند و این ارتباط، زمانی قدرتمندتر است که عدم تقارن اطلاعات بالاتر باشد و در زمانی که سهامداران کنترل بیشتری در جهت سلب مالکیت سرمایه‌گذاران اقلیت دارند. یافته‌های آن‌ها حاکی از آن است که نقدینگی سهام می‌تواند مسائل نمایندگی میان افراد داخلی و خارجی را با کاهش عدم تقارن اطلاعات کاهش داده و در نتیجه پرداخت سود سهام را افزایش بخشد. هدف از انجام این پژوهش مقایسه تطبیقی عناصر نقدشوندگی و توزیع سود مجامع در دوران رکود و رونق بازار سرمایه ایران می‌باشد (۲۰).

۲- ادبیات نظری و پیشینه پژوهش

نقدشوندگی^۱

نقدشوندگی عبارتست از کیفیت یا حالت نقد بودن. قابلیت نقدشوندگی یک دارایی به معنای امکان فروش سریع آن است. هر چه بتوان یک دارایی را سریع‌تر و با هزینه کمتری به فروش رساند قابلیت نقدشوندگی آن بیشتر است (۱). از عمده‌ترین کارکردهای بازار ثانویه علاوه بر ایجاد مکانیزمی برای کمک به تعیین قیمت عادلانه اوراق بهادار، کمک به تشکیل بستری برای معامله این اوراق و به عبارتی زمینه‌سازی برای نقدشوندگی مناسب این اوراق است. در واقع یکی از مهم‌ترین عواملی که در انتخاب هر سرمایه‌گذاری از بین گزینه‌های مختلف سرمایه‌گذاری مد نظر است، نقدشوندگی آن گزینه‌ها است. هر چه نقدشوندگی بازار بیشتر باشد، تعداد سفارش‌های بالقوه‌ی متقابل برای سفارش‌های انجام نشده بیشتر است و بنابراین احتمال انطباق مطلوب سفارش‌ها افزایش می‌یابد. سرمایه‌گذاران به بازارهایی روی می‌آورند که از نقدشوندگی بالاتری برخوردارند. بنابراین نقدشوندگی عامل مهمی در رشد و توسعه بازارها محسوب می‌شود. نقدشوندگی در بازارهای ثانویه در موفقیت عرضه‌های عمومی^۲ نقش تعیین‌کننده‌ای دارد و موجب کاهش هزینه و ریسک پذیره‌نویس‌ها^۳ و بازارگردان‌ها^۴ می‌شود. همچنین هزینه سرمایه‌گذاران از طریق کاهش دامنه نوسان و هزینه‌های معاملاتی، کاهش می‌یابد. بنابراین از دیدگاه کلان وجود

مقایسه تطبیقی عناصر نقدشوندگی و توزیع سود مجامع در دوران / نجمی، دهقان و پیریایی

بازارهای سرمایه نقد برای تخصیص کارای سرمایه ضروری است (۱۱). با توجه به اهمیت فزاینده نقدشوندگی، تاکید مقامات ناظر بازارها بر بهبود نقدشوندگی، موجه و قابل فهم است. در واقع هدف اصلی بسیاری از اقدامات در زمینه تنظیم مقررات، توسعه بازار و انجام اصلاحات در بازارها، ایجاد بازارهای عمیق و با نقدشوندگی بالا است. وجود بازارهای نقدینه، اعتماد سرمایه گذار و کارایی بازار را افزایش می دهد و بنابراین افزایش انعطاف پذیری بازار را به دنبال دارد (۱۸).

یکی از معیارهایی که برای محاسبه نقدشوندگی مورد استفاده قرار میگیرد نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود می باشد. نسبت عدم نقدشوندگی بصورت قدر مطلق بازده روزانه یک سهم تقسیم بر حجم معامله آن در همان روز محاسبه می شود. نسبت عدم نقد شونگی ماهانه از رابطه زیر بدست می آید (۱۲).

$$ILLIQ_i = \frac{1}{D_i} \sum_{t=1}^{D_i} \frac{|R_{id}|}{VOLD_{id}}$$

که $|R_{id}|$ قدر مطلق بازده سهام i در روز d و $VOLD_{id}$ حجم معامله سهام i در d به میلیون ریال و D_i تعداد روزهای معامله سهام i در ماه t را نشان می دهد. میانگین مقادیر معیار عدم نقدشوندگی آمیهود ماهانه، بعنوان مقادیر سالیانه برای هر سال محاسبه خواهد شد. ماهیت این عدد منفی بوده که در علامت منفی ضرب شده تا به مثبت تبدیل شود.

سود تقسیمی^۵

سود تقسیمی نسبتی از درآمدهای شرکت است که بین سهامداران توزیع می شود. توزیع سود تقسیمی توسط هیئت مدیره تصمیم گیری شده و به طبقه خاصی از سهامداران داده می شود. سودهای تقسیمی می تواند به عنوان پول نقد، سهام یا شکل های دیگر دارایی توزیع گردد. نرخ سود تقسیمی ممکن است به شکل مقدار پولی که سهم دریافت می کند (سود تقسیمی به ازای هر سهم یا DPS) یا همچنین به شکل درصدی از قیمت کنونی بازار که به آن سود سهام می گویند، بیان شود (۲۰).

میزان سود تقسیمی درصدی از میزان سود سهام شرکتها می باشد. سود هر سهم (EPS) یکی از آماره های مالی بسیار مهم است که مورد توجه سرمایه گذاران و تحلیل گران مالی می باشد. EPS از تقسیم سود پس از کسر مالیات شرکت، بر تعداد کل سهام، محاسبه می شود. که نشان دهنده سودی است که شرکت در یک دوره مشخص به ازای یک سهم عادی بدست آورده است.

دوره‌های کسب و کار

دوره‌های کسب و کار به سیکلی گفته می‌شود که در آن شرایط اقتصادی یک کشور از رونق به رکود یا بلعکس تغییر مسیر می‌دهد. این دوره‌ها به ترتیبی است که ما بین آن‌ها دوره‌های دیگری امکان شکل‌گیری دارند مثل دوره بازگشت که مهمترین بخش این دوره‌ها به حساب می‌آید.

دوران اقتصادی به چهار دوره تقسیم می‌شود، عبارتند از:

رکود اقتصادی: به حالتی که درصد رشد تولید ناخالص داخلی برای دو فصل کاسته شود حتی اگر این مقدار درصد کاسته شده به اعداد منفی نرسد گفته می‌شود. مهمترین خصوصیت دوره رکود کمتر بودن درصد رشد اقتصادی نسبت به مقدار تورم هست و مهم‌ترین سیاست اجرایی در این دوره سیاست‌های انبساطی (تسهیلی) پولی و مالی برای خارج شدن از رکود می‌باشد (۲). در دوره‌های رکود اقتصادی برای اهداف اقتصادی سه اتفاق روی می‌دهد: کاهش رشد اقتصادی، کاهش تورم و افزایش نرخ بیکاری.

بحران اقتصادی: اگر مقدار تولید ناخالص داخل منفی شود بحران اقتصادی در آن کشور ایجاد شده است.

دوران بازگشت: اگر به طور نامنظم مقدار تولید ناخالص داخلی افزایش و یا کاهش داشته باشد به این شرایط دوران بازگشت گفته می‌شود.

رونق اقتصادی: مثبت بودن تولید ناخالص داخلی برای چند فصل پی در پی نشان دهنده دوره رونق اقتصادی می‌باشد (۷). در دوره رونق شرایط به ترتیبی پیش می‌رود که مهم‌ترین نگرانی سیاست‌گذاران مهار تورم می‌شود (سیاست‌های انقباضی اجرا می‌شود) در این دوره‌ها سه اتفاق معکوس روی می‌دهد: افزایش رشد اقتصادی، بالا رفتن مقدار تورم، پایین آمدن نرخ بیکاری. در صورت پایین آمدن نرخ بیکاری از دو جنبه رشد اقتصادی افزایش پیدا می‌کند: ۱- با بالا رفتن نرخ اشتغال میزان دریافتی و درآمدهای فردی افزایش پیدا می‌کند در نتیجه میزان مصرف بالا می‌رود. ۲- پرداخت مالیات و پس انداز باعث می‌شود که اشتغال بالاتر به سرمایه‌گذاری و هزینه‌های دولتی اضافه شود (۷).

پیشینه پژوهش

در جدول ۱ خلاصه ای از پژوهش‌های صورت گرفته در داخل و خارج از کشور در زمینه موضوع پژوهش بیان شده است.

مقایسه تطبیقی عناصر نقدشوندگی و توزیع سود مجامع در دوران/نجمی، دهقان و پیریایی

جدول ۱: پیشینه پژوهش

پژوهشگر/پژوهشگران	سال	نتایج
پژوهش های داخلی		
موسوی شیرینی و دیگران (۸)	۱۳۹۷	مقادیر بیشتر کیفیت اقلام تعهدی و اعلام به موقع سود، سبب کاهش ریسک نقدشوندگی سهام و مقادیر بیشتر درصد خطای پیش بینی سود سبب افزایش ریسک نقدشوندگی سهام می شود.
قالیباف اصل و ولی زاده (۶)	۱۳۹۵	در بورس اوراق بهادار تهران بین نقدشوندگی سهام و سیاست تقسیم سود شرکت رابطه مثبت معناداری وجود دارد.
فخاری و بذرافشان (۴)	۱۳۹۰	ارتباط معنی دار مثبتی بین میزان نقدشوندگی سهام و عملکرد بلندمدت شرکتها وجود دارد.
هاشمی و اخلاقی (۱۰)	۱۳۸۹	رابطه مثبت و معنی دار بین اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری با ارزش شرکت وجود دارد. همچنین بین متغیرهای مورد بررسی با ارزش آتی شرکت رابطه مثبت و معنی دار وجود دارد.
سلیم پور (۳)	۱۳۸۴	بین عدم نقدشوندگی سهام به عنوان یک عامل ریسک و مازاد بازده سهامداران در بورس تهران رابطه معنی داری وجود ندارد.
پژوهش های خارجی		
ژیانگ و همکاران (۲۰)	۲۰۱۷	رابطه مثبت و معناداری میان نقدشوندگی سهام و میزان سودتقسیمی وجود دارد.
گریگ و همکاران (۱۶)	۲۰۱۵	انتشار اطلاعات در دوره پیش از مزایده موجب می شود تا شاخص نقدینگی سهام در طی جلسه معاملاتی، بهبود قابل توجهی داشته باشد. به دلیل کاهش قابل توجه ریسک گزینش نامطلوب، تفاوت دامنه پیشنهادی خرید و فروش در نخستین ساعت معامله، کاهش داشته و در ادامه جلسه معاملاتی، تغییر پذیری قیمت کمتر بوده است.
لیو (۲۱)	۲۰۱۱	زمانی که سود از پیش مدیریت شده (سود خالص منهای مدیریت واقعی سود) کوچک تر از سود تقسیمی سال قبل است مدیران با دست کاری فعالیت های واقعی اقدام به مدیریت سود به سمت بالا می کنند. همچنین زمانی که سود از پیش مدیریت شده بزرگ تر از سود تقسیمی سال قبل است مدیران با دست کاری فعالیت های واقعی اقدام به مدیریت سود به سمت پایین می کنند.
چانگ ^۶ و دیگران (۱۵)	۲۰۱۰	ارتباط معنادار قوی و مثبت بین متغیر نقدشوندگی و بازده سهام وجود دارد.
حافظ و آتیا (۱۷)	۲۰۰۹	وجه نقد، سودآوری، ساختار مالکیت و نقدینگی بازار اثر مثبتی بر سیاست تقسیم سود دارند، بعلاوه فرصت های سرمایه گذاری و اهرم مالی اثر منفی بر سیاست تقسیم سود دارند، گذشته از این ارزش بازار سرمایه و اندازه شرکت اثر منفی بر سیاست تقسیم سود دارد که نشان می دهد شرکتها، سرمایه گذاری در دارایی ها را بیشتر از پرداخت سود تقسیمی به سهامداران شان ترجیح می دهند.
مارسلو، میرالز ^۷ و کوپروس ^۸ (۲۲)	۲۰۰۶	عامل عدم نقدشوندگی (آمیهود ^۹ (۲۰۰۲)) بعنوان یکی از اجزای کلیدی قیمت-گذاری دارایی ها باید مورد توجه قرار گیرد.

۳- روش شناسی پژوهش

این تحقیق بر اساس اهداف، از نوع تحقیقات کاربردی است و بر اساس طرح تحقیق روش توصیفی- رگرسیونی است زیرا که هدف آن توصیف شرایط و یا پدیده‌های مورد بررسی است. تحقیق همبستگی- رگرسیونی شامل کلیه روش‌هایی است که در آن‌ها سعی می‌شود رابطه بین متغیرهای مختلف با استفاده از مدل رگرسیون و رابطه همبستگی، کشف یا تعیین گردد. هدف روش تحلیل همبستگی- رگرسیونی، مطالعه میزان تغییرات یک یا چند متغیر و اثر آن بر تغییرات یک یا چند متغیر دیگر می‌باشد. مدل‌های مورد استفاده در این تحقیق از نوع رگرسیون چند متغیره می‌باشد. ابزار گردآوری اطلاعات، داده‌ها و اطلاعات شرکت‌ها می‌باشد که در نرم افزار ره آورد نوین گردآوری شده‌اند. همچنین از صورت‌های مالی و گزارش‌های هیئت مدیره شرکت‌ها که در سایت کدال^{۱۰} بارگذاری شده است استفاده شد. تجزیه و تحلیل داده‌ها از طریق نرم افزار ایویوز ورژن ۱۱۱۰ انجام شد.

جامعه آماری تحقیق متشکل از کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند. قلمرو زمانی پژوهش حاضر، بین سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ می‌باشد. به منظور انتخاب نمونه از روش حذف سیستماتیک استفاده شد و از شرکت‌هایی انتخاب شدند که محدود به شروط ذیل بودند:

- (۱) تا قبل از سال ۱۳۹۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 - (۲) پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند ماه باشد.
 - (۳) اطلاعات آن‌ها در دسترس باشد.
 - (۴) در طول دوره مورد بررسی زیان ده نباشند.
 - (۵) شرکت‌ها در دوره مورد بررسی وقفه معاملاتی قابل ملاحظه نداشته باشند.
- همچنین جامعه در نظر گرفته شده نیز یک نمونه زمانی از کل فعالیت‌های بورس تلقی می‌شود. شرکت‌های منتخب که حائز شرایط مندرج در فوق بوده و انتخاب شده‌اند، شامل ۱۰۹ شرکت بوده است.

برای انجام این پژوهش سال‌های پژوهش به دو دوره تقسیم شدند. دوره رونش و دوره رکود. دوره رکود به شرایطی اطلاق می‌شود که بازده بازار بورس در یک سال از نرخ سود بانکی همان سال کمتر باشد (۱۹). بر همین اساس رونق بازار زمانی صورت می‌گیرد که بازده بازار بورس در یک

مقایسه تطبیقی عناصر نقدشوندگی و توزیع سود مجامع در دوران/ نجمی، دهقان و پیریایی

سال بیشتر از نرخ سود بانکی همان سال باشد (۱۴)۲. مطابق آمار بانک مرکزی، وضعیت اقتصادی کشور در طی سالهای ۹۱ تا ۹۶ بصورت جدول ۲ می باشد.

جدول ۲: وضعیت اقتصادی کشور

سال	بازده بازار بورس	سود بانکی	وضعیت اقتصادی
۹۱	۴۷	۱۷	رونق
۹۲	۱۰۸	۱۷	رونق
۹۳	-۲۱	۲۲	رکود
۹۴	۱۷	۲۰	رکود
۹۵	-۴	۲۱	رکود
۹۶	۲۴	۱۵	رونق

منبع: (گزارش بورس، ۱۳۹۶)

فرضیه های پژوهش

فرضیه اصلی

بین نقدشوندگی سهام و سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیات فرعی

(۱) بین نقدشوندگی سهام و سود سهام پرداختی در دوره رونق رابطه معناداری وجود دارد.

(۲) بین نقدشوندگی سهام و سود سهام پرداختی در دوره رکود رابطه معناداری وجود دارد.

مدل و متغیرهای پژوهش

مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه های تحقیق بر اساس مطالعه ژیانگ و همکاران (۲۰۱۷)

به شکل زیر می باشد و متغیرها و نحوه سنجش هر یک در جدول ۳ مشاهده می شود.

$$\text{Payout}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Iliquidity}_{it} + \beta_2 \text{BI}_{it} + \beta_3 \text{OS}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{LEV}_{it} + \beta_6 \text{SIZE}_{it} + \beta_7 \text{CASH}_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۳: متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	نوع متغیر	نحوه محاسبه
سود تقسیمی	Payout	میزان سود تقسیمی درصدی از میزان سود سهام شرکت‌ها می‌باشد.	وابسته
نقدشوندگی	ILiquidity	معیار عدم نقد شوندگی آمیهد که از فرمول زیر محاسبه می‌شود $ILLIQ_i = \frac{1}{D_i} \sum_{t=1}^{D_i} \frac{ R_{id} }{VOLD_{id}}$ که $ R_{id} $ قدر مطلق بازده سهام i در روز d و $VOLD_{id}$ حجم معامله سهام i در d به میلیون ریال و D_i تعداد روزهای معامله سهام i در ماه t را نشان می‌دهد.	مستقل
استقلال هیئت مدیره	BI	اگر اعضای هیئت مدیره وظیفه اجرایی در شرکت داشته باشند عدد ۰ و در غیر اینصورت عدد ۱	مستقل
تمرکز مالکیت	OS	سهام مالکیت سهامداران عمده از سهام شرکت‌ها	مستقل
بازده دارایی‌ها	ROA	تقسیم سود خالص بر کل دارایی‌ها	مستقل
اهرم مالی	LEV	کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها	کنترلی
اندازه شرکت	SIZE	لگاریتم طبیعی نرخ کل دارایی‌ها	کنترلی
جریان نقدی	CASH	مجموع وجه نقد و سرمایه گذاری‌های کوتاه مدت	کنترلی

۴- تجزیه و تحلیل و یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

آمار توصیفی عبارت است از، جمع‌آوری، تلخیص، تنظیم و ارائه اطلاعات به صورت روشن و قابل درک و در صورت لزوم تعیین روابط موجود بین اطلاعات جمع‌آوری شده است. در جدول ۴ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش شامل میانگین، میانه، بیشینه، کمینه، انحراف معیار و ... آورده شده است.

مقایسه تطبیقی عناصر نقدشوندگی و توزیع سود مجامع در دوران/نجمی، دهقان و پیریایی

جدول ۴: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

	Payout (سود تقسیمی)	Iliquidity (نقد شوندگی)	BI (استقلال هیئت مدیره)	OS (تمرکز مالکیت)	ROA (بازده دارایی ها)	Lev (اهرم مالی)	Size (اندازه شرکت)	Cash (جریان نقدی)
میانگین	۶.۰۱۸۷۶۲	۰.۲۲۴۹۷۱	۰.۲۵۵۳۵۲	۰.۵۶۵۴۰۱	۰.۱۴۲۵۰۸	۰.۶۱۲۴۶۰	۱۲.۲۱۰۳۲	۶.۸۴۳۵۶۱
میانه	۶.۲۱۴۶۰۸	۰.۱۸۰۴۵۳	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۴۱۸۳۵۰	۰.۱۰۶۶۳۶	۰.۶۱۵۰۴۳	۱۲.۱۱۲۳۱	۶.۲۳۶۸۸۴
بیشترین	۹.۹۳۰۲۸۲	۱.۲۴۴۵۳۶	۱.۰۰۰۰۰۰	۰.۹۸۹۱۰۰	۱.۹۹۰۵۸۴	۲.۰۷۷۵۰۶	۱۴.۸۱۸۳۹	۱۰.۷۸۵۰۵۸
کمترین	۱.۳۸۶۲۹۴	۰.۰۰۰۰۸۴۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۹۰۰۰۰	-۰.۱۷۳۵۶۸	۰.۰۹۰۱۶۴	۱۰.۵۶۲۰۷	۱.۴۵۹۱۸۷
انحراف معیار	۱.۳۶۶۹۴۸	۰.۱۹۱۵۵۲	۰.۴۳۶۳۹۲	۲۸.۸۷۹۹۸	۰.۲۰۵۲۴۸	۰.۲۱۹۴۹۷	۰.۶۸۰۸۱۴	۰.۵۱۱۶۸۵
ضریب چولگی	-۰.۵۵۶۱۹۶	۱.۸۴۰۵۴۸	۱.۱۲۲۰۸۹	۲۵.۵۱۰۹۷	۴.۷۲۰۲۸۱	۱.۴۷۴۷۵۷	۰.۷۳۸۳۱۴	۱.۴۳۰۴۴۸
ضریب کشیدگی	۳.۵۰۴۳۶۴	۷.۶۵۴۷۷۶	۲.۲۵۹۰۸۳	۶۵۱.۸۱۳۷	۳۱.۸۳۸۵۴	۱۱.۵۳۵۳۸	۳.۷۲۶۹۶۳	۷.۱۵۵۰۸۳
مشاهدات	۶۵۴	۶۵۴	۶۵۴	۶۵۴	۶۵۴	۶۵۴	۶۵۴	۶۵۴

منبع: محاسبات نرم افزاری

میزان همبستگی متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش

در جدول ۵ میزان همبستگی بین متغیرهای پژوهش نشان داده شده است. میزان ضریب همبستگی بین سود تقسیمی (payout) و عدم نقدشوندگی سهام (Iliquidity) در مدل کلی به میزان ۰,۲۷-، در دوران رونق به میزان ۰,۴۴- و در دوران رکود به میزان ۰,۰۰۸- می باشد.

جدول ۵: نتایج آزمون همبستگی متغیرها

تعداد داده ها	سطح معناداری	ضریب همبستگی	آزمون
۶۵۴	۰,۰۴۷۵۰	-۰,۲۷۹۷۹	همبستگی متغیر سود تقسیمی و عدم نقدشوندگی سهام در مدل کلی
۳۲۷	۰,۰۴۲۵۱	-۰,۴۴۲۵۹	همبستگی متغیر سود تقسیمی و عدم نقدشوندگی سهام در دوران رونق
۳۲۷	۰,۹۸۷۸	-۰,۰۰۰۸۴۷	همبستگی متغیر سود تقسیمی و عدم نقدشوندگی سهام در دوران رکود

منبع: محاسبات نرم افزاری

تعیین روش بکارگیری داده‌ها

پیش از تخمین مدل با استفاده از داده‌های ترکیبی، باید در مورد روش مناسب بکارگیری این گونه داده‌ها در تخمین، تصمیم‌گیری نمود. در تخمین‌های تک معادله‌ای، برای اخذ تصمیم از آماره آزمون F (لیمر) استفاده می‌شود. براساس نتایج این آزمون، درباره رد یا پذیرش فرضیه برابری آثار ثابت خاص شرکت‌ها و در نهایت درباره انتخاب روش کلاسیک (ترکیبی) (Pooling) یا روش داده‌های پانل (تلفیقی) (Panel) تصمیم‌گیری می‌شود. در صورت تایید آزمون داده‌های پانل، برای انتخاب بین مدل اثرات تصادفی یا اثرات ثابت از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. جدول ۶ نتایج آزمون چاو (آماره F) و هاسمن مربوط به مدل کلی، دوران رونق و رکود را نشان می‌دهد. در ستون نتیجه مشاهده می‌شود که مدل‌های پژوهش از نوع داده‌های پانل با اثرات ثابت هستند.

جدول ۶: نتایج آزمون F (لیمر) و آزمون هاسمن

نتیجه آزمون	p-value	آماره χ^2	فرضیه صفر (H ₀)	نتیجه آزمون	p-value	آماره F	فرضیه صفر (H ₀)
H ₀ رد می‌شود (روش اثرات ثابت مناسب است)	۰/۰۱۸۸	۱۱/۰۹	در مدل کلی روش اثرات تصادفی مناسب است	H ₀ رد می‌شود (روش داده‌های پانل انتخاب می‌شود)	۰,۰۰۰۰	۴/۴۷	در مدل کلی اثرات خاص شرکت معنی‌دار نیستند (روش Pooling مناسب است)
	۰/۰۳۵۸	۱۲/۹۹	در دوران رونق روش اثرات تصادفی مناسب است		۰,۰۰۰۰	۴/۲۶	در دوران رونق اثرات خاص شرکت معنی‌دار نیستند (روش Pooling مناسب است)
	۰/۰۰۳۶	۱۴/۲۴	در دوران رکود روش اثرات تصادفی مناسب است		۰,۰۰۰۰	۵/۹۰	در دوران رکود اثرات خاص شرکت معنی‌دار نیستند (روش Pooling مناسب است)

منبع: محاسبات نرم افزاری

آزمون ناهمسانی واریانس

در این پژوهش برای بررسی وجود مشکل ناهمسانی واریانس از آزمون بروش - پاگان - گادفری استفاده شده است. نتایج در جدول ۷ نشان داده شده است.

مقایسه تطبیقی عناصر نقدشوندگی و توزیع سود مجامع در دوران / نجمی، دهقان و پیریایی

جدول ۷: نتایج آزمون بروش - پاگان - گادفری برای کشف ناهمسانی واریانس

نتیجه آزمون	p-value	آماره F	فرضیه صفر (Ho)
در مدل پژوهش فرض همسان بودن واریانس جملات اخلاص (خطا) رد می شود و مدل با روش GLS برآورد خواهد شد.	۰,۰۱۳۱	۲,۷۰	در مدل کلی واریانس ها همسانند
	۰,۰۱۲۸	۲,۷۱	در دوران رونق واریانس ها همسانند
	۰,۰۰۰۰	۶,۷۴	در دوران رکود واریانس ها همسانند

منبع: محاسبات نرم افزاری

نتایج آزمون فرضیه های پژوهش

نتایج حاصل از برآورد مدل پژوهش به شرح جدول ۸ می باشد:

$$\text{Payout}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Ilquidity}_{it} + \beta_2 \text{BI}_{it} + \beta_3 \text{OS}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{Lev}_{it} + \beta_6 \text{Size}_{it} + \beta_7 \text{Cash}_{it} + \epsilon_{it}$$

جدول ۸: نتایج برازش مدل پژوهش (مدل کلی، دوران رونق، دوران رکود)

متغیر	نام مدل ها	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری (sig)	آزمون هم خطی (VIF)
(بازده دارایی ها) ROA	مدل کلی	۱,۳۹۶۰۹۲	۰,۰۶۹۴۴۳	۲۰,۱۰۴۱۷	۰,۰۰۰۰	۱,۰۵۴۴۷۶
	دوران رونق	۱,۲۸۱۳۹۸	۰,۰۳۲۱۹۶	۳۹,۸۰۰۰۹	۰,۰۰۰۰	۱,۱۸۹۶۶۲
	دوران رکود	۲,۷۳۶۹۱۰	۰,۱۸۵۶۸۹	۱۴,۷۳۹۲۱	۰,۰۰۰۰	۱,۰۸۹۳۳۲
(اندازه شرکت) SIZE	مدل کلی	۰,۴۲۳۰۶۳	۰,۰۹۶۴۸۶	۴,۳۸۴۶۹۴	۰,۰۰۰۰	۲,۰۲۳۶۰۳
	دوران رونق	-۰,۴۴۸۹۲۲	۰,۰۷۳۰۵۹	-۶,۱۴۴۶۸۳	۰,۰۰۰۰	۱,۲۱۹۶۴۲
	دوران رکود	۰,۶۱۷۰۳۱	۰,۰۳۹۰۴۸	۱۵,۸۰۱۹۲	۰,۰۰۰۰	۱,۴۶۶۷۹۲
(تمرکز مالکیت) OS	مدل کلی	۰,۰۰۰۰۷۵	۰,۰۰۰۰۴۶۸	۱,۶۵۷۴۸۳	۰,۰۹۸۰	۱,۰۴۹۷۹۷
	دوران رونق	۰,۰۰۰۰۹۸۳	۰,۰۰۰۰۷۲۲	۱,۳۶۱۵۲۹	۰,۱۷۴۸	۱,۱۳۵۴۹۸
	دوران رکود	۰,۳۱۸۸۴۵	۰,۰۱۳۸۵۵	۲۳,۰۱۳۱۶	۰,۰۰۰۰	۱,۳۵۷۹۰۱
(عدم نقدشوندگی) Ilquidity	مدل کلی	-۰,۳۵۶۱۹۶	۰,۰۶۴۴۲۱	-۵,۵۲۹۲۱۵	۰,۰۰۰۰	۱,۱۳۲۳۷۷
	دوران رونق	-۰,۲۷۵۶۸۱	۰,۰۴۰۵۹۷	-۶,۷۹۰۶۲۳	۰,۰۰۰۰	۱,۱۳۲۶۰۱
	دوران رکود	۰,۰۵۲۳۹۹	۰,۰۴۰۸۴۲	۱,۲۸۲۹۷۹	۰,۲۰۰۹	۱,۱۶۸۱۴۶
(اهرم مالی) LEV	مدل کلی	-۰,۳۷۹۴۳۲	۰,۰۸۴۶۳۳	-۴,۴۸۳۲۸۸	۰,۰۰۰۰	۱,۴۲۹۱۷۵
	دوران رونق	-۰,۷۲۶۲۲۳	۰,۱۰۲۰۱۵	-۷,۱۱۸۷۹۶	۰,۰۰۰۰	۱,۰۸۴۱۸۸
	دوران رکود	۱,۱۰۲۲۷۹	۰,۰۲۴۷۰۲	۴۴,۶۲۲۴۴	۰,۰۰۰۰	۱,۲۹۰۷۳۱

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره سی و نهم / تابستان ۱۳۹۸

متغیر	نام مدل ها	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری (sig)	آزمون هم خطی (VIF)
CASH (جریان نقدی)	مدل کلی	-۰.۰۹۱۱۱۷	۰.۰۶۶۸۳۸	-۱.۳۶۳۲۳۹	۰.۱۷۳۴	۲.۱۳۸۲۶۵
	دوران رونق	۰.۰۲۳۲۱۸	۰.۰۰۶۴۷۷	۳.۵۸۴۸۹۰	۰.۰۰۰۴	۱.۱۱۸۷۶۲
	دوران رکود	-۰.۱۳۴۱۳۳	۰.۰۰۳۲۱۷	-۴۱.۶۹۶۸۳	۰.۰۰۰۰	۱.۳۵۲۶۰۳
BI (استقلال هیئت مدیره)	مدل کلی	۰.۰۲۷۸۹۶	۰.۰۳۶۴۸۷	۰.۷۶۴۵۴۶	۰.۴۴۴۹	۱.۳۲۷۳۷۴
	دوران رونق	۰.۱۳۸۴۰۱	۰.۰۴۲۶۱۶	۳.۲۴۷۶۵۲	۰.۰۰۱۴	۱.۲۸۳۷۱۲
	دوران رکود	۰.۵۲۲۳۰۱	۰.۰۲۸۱۶۹	۱۸.۰۹۱۹۵	۰.۰۰۰۰	۱.۱۶۴۱۰۹
C (عرض از مبدأ)	مدل کلی	۰.۹۹۱۹۸۴	۱.۱۳۷۲۲۲	۰.۸۷۲۲۸۸	۰.۳۸۳۴	-----
	دوران رونق	۱۱.۴۲۲۴۴	۱.۰۰۴۰۸۱	۱۱.۳۷۶۰۲	۰.۰۰۰۰	-----
	دوران رکود	-۲.۸۱۸۰۰۷	۰.۵۲۶۴۴۳	-۵.۳۵۲۹۲۳	۰.۰۰۰۰	-----
آماره F فیشر (سطح معنی داری)	مدل کلی	۱۶,۳۷ (۰,۰۰۰۰)				۱,۸۰
	دوران رونق	۳۶,۰۷ (۰,۰۰۰۰)				۲,۴۱
	دوران رکود	۵۳,۵۱ (۰,۰۰۰۰)				۲,۴۰
ضریب تعیین	مدل کلی	۰,۷۷				۰,۷۳
	دوران رونق	۰,۹۵				۰,۹۲
	دوران رکود	۰,۹۶				۰,۹۴

همانگونه که در جدول ۸ مشاهده می‌شود، با توجه به احتمال آماره F محاسبه شده برای هر سه مدل (۰,۰۰۰۰)، می‌توان ادعا نمود که مدل‌های رگرسیونی برازش شده معنادار هستند. با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا نمود، حدود ۷۷ درصد در مدل کلی، حدود ۹۵ درصد در دوران رونق و حدود ۹۶ درصد در دوران رکود، از تغییرات در متغیر وابسته مدل (سود تقسیمی)، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. مقدار VIF برای کلیه متغیرهای مستقل کمتر از ۵ ($VIF < 5$) می‌باشد. بنابراین بین متغیرهای مستقل هم‌خطی وجود ندارد. بنابراین مدل‌های برازش شده دارای اعتبار می‌باشد.

در مدل برآوردی برای کلیه دوره‌های آزمون (مدل کلی) و همچنین مدل برآوردی در دوران رونق، ضریب برآوردی متغیر Illiquidity (شاخص عدم نقد شوندگی) نشان‌دهنده رابطه منفی و

مقایسه تطبیقی عناصر نقدشوندگی و توزیع سود مجامع در دوران/نجمی، دهقان و پیریایی

معنادار میان شاخص عدم نقد شوندگی و سود تقسیمی در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. زیرا میزان P-Value محاسبه شده برای ضریب این متغیر، کمتر از ۰,۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت که بین شاخص عدم نقد شوندگی و سود تقسیمی در سطح اطمینان ۹۵٪ در مدل کلی و در دوران رونق رابطه منفی و معناداری وجود دارد. بنابراین هرچه میزان نقد شوندگی یک سهم بیشتر باشد سود تقسیمی نیز افزایش می‌یابد. در حالیکه این آزمون برای دوران رکود نتیجه معناداری در برداشت. به طور کلی می‌توان نتیجه گرفت فرضیه اصلی این تحقیق مبنی بر " بین نقدشوندگی سهام و سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد" و فرضیه فرعی اول پژوهش مبنی بر " بین نقدشوندگی سهام و سود سهام پرداختی در دوره رونق رابطه معناداری وجود دارد" در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شوند در حالیکه فرضیه فرعی دوم پژوهش مبنی بر " بین نقدشوندگی سهام و سود سهام پرداختی در دوره رکود رابطه معناداری وجود دارد" پذیرفته نمی‌شود.

- در برازش مدل کلی متغیر کنترلی اندازه شرکت و متغیر بازده دارایی‌ها رابطه مثبت و معنادار و اهرم مالی رابطه منفی و معنادار با سود تقسیمی دارند.
- در برازش مدل در دوران رونق، متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و اهرم مالی رابطه منفی و معنادار با سود تقسیمی دارند در حالیکه متغیرهای بازده دارایی‌ها، جریان نقدی و استقلال هیئت مدیره رابطه مثبت و معنادار با سود تقسیمی دارند.
- در برازش مدل در دوران رکود، متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، اهرم مالی و متغیرهای تمرکز مالکیت، بازده دارایی‌ها، استقلال هیئت مدیره رابطه مثبت و معنادار با سود تقسیمی دارند در حالیکه متغیر جریان نقدی رابطه منفی و معنادار با سود تقسیمی دارد.

۵- نتیجه گیری و پیشنهادات

هدف از انجام این پژوهش مقایسه تطبیقی عناصر نقدشوندگی و توزیع سود مجامع در دوران رکود و رونق بازار سرمایه ایران می‌باشد. نتایج پژوهش نشان دادند که نقدشوندگی سهام و سود تقسیمی بدون در نظر گرفتن دوران کسب و کار شرکت و همچنین بررسی در دوران رونق شرکت، رابطه مثبت با یکدیگر دارند ولی در دوران رکود رابطه معناداری حاصل نشد. نتیجه حاصل از فرضیه اصلی تحقیق با تحقیقات باکر و استین (۱۳) در فرضیه اصلی تحقیق حاضر یعنی ارتباط معنادار بین نقدشوندگی و سود پرداختی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بطور کلی و ارتباط معنادار بین نقدشوندگی و سود پرداختی سهام شرکت‌های پذیرفته شده

بورس اوراق بهادار تهران در دوران رونق مطابقت دارد. ولی نتیجه حاصل از فرضیه دوم فرعی تحقیق با نتیجه تحقیق مهرانی و رسائیان (۹) که بین نقدشوندگی و سود پرداختی سهام شرکت-های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه بدون معنی دارد دارای تطابق می‌باشد.

علاوه بر آن نتایج نشان داد که حاکمیت شرکتی در کنار سهامداران و مدیریت عامل نقش عمده ای را در برابر ذی نفعان بر عهده دارد. نگرانی‌های سهامداران بابت پرداختها و آفت ارزش سهام به مرور موجب بالا رفتن تقاضا برای اصلاحاتی در حاکمیت شرکتی و به گونه‌ای خاص عملکرد هیئت مدیره در آن شده است. سیاست تقسیم سود زمینه ای است که ممکن است باعث شود بین سهامداران و مدیران تضاد ایجاد کند و مدیران مستقل در هیئت مدیره می‌تواند با حمایت کردن از منافع سهامداران به کاهش تضاد نمایندگی بین سهامداران و مدیران کمک کند.

مشخصه‌های شرکت شامل اندازه، سودآوری و فرصت‌های رشد نیز در این رگرسیون بررسی شدند. شواهد حاکی از آن است که اندازه‌ی شرکت رابطه ای مثبت و معنادار و جریان نقدی و اهرم مالی نیز رابطه‌ی بی معنا و منفی و بامعنایی را با میزان سود تقسیمی دارند. ولی سودآوری، رابطه-ای مثبت و معنادار با میزان سود تقسیمی دارد. این سیاست تقسیم سود حداکثری در بسیاری از شرکت‌های بورسی، حاکی از آن است که بسیاری از سرمایه‌گذاران به عملکرد شرکت‌ها توجه داشته و سعی بر آن دارند جدا از متغیرهای مؤثر و با اهمیت بر میزان سود تقسیمی، سود بیشتری تقسیم کنند.

پس از تجزیه و تحلیل و بررسی نتایج لازم است که پیشنهاداتی را برای استفاده کنندگان از این تحقیق متذکر شویم.

(۱) بر مبنای یافته‌های پژوهش می‌توان به سرمایه‌گذاران توصیه نمود که در تشکیل پورتفوی خود، علاوه بر سود تقسیمی به ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام نیز توجه کافی مبذول دارند. تصمیمات مرتبط با تقسیم سود، به عنوان یکی از سیاست‌های راهبردی در اداره شرکت‌ها، تحت تاثیر ساز و کارهای نظام حاکمیت شرکتی قرار دارد.

(۲) خریداران سهام می‌توانند با بررسی میزان نفوذ اصول حاکمیت شرکتی متوجه شوند که روش تقسیم سود در این شرکت چگونه است. سهامداران نیز با وجود معیارهای حاکمیت شرکتی می‌توانند از سلامت شرکت اطمینان یابند.

مقایسه تطبیقی عناصر نقدشوندگی و توزیع سود مجامع در دوران / نجمی، دهقان و پیریایی

۳) همچنین مسئولین بورس می‌توانند با اعمال قوانینی در این راستا از تداوم عملکرد کلی مثبت بورس در دوران رونق و رکود اطمینان یابند. سازمان بورس اوراق بهادار و وزارت امور اقتصادی و دارایی نیز از این یافته در امر تدوین آیین نامه‌ها استفاده کنند.

۴) سازمان بورس می‌تواند با پیگیری‌های لازم در جهت حاکمیت شرکتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بر صحت و دقت این گزارش‌ها افزوده و درخواست نماید که شرکت‌ها جزئیات بیشتری از دارایی‌های خود را در اختیار بازار قرار دهند.

۵) سرمایه‌گذاران می‌توانند با مراجعه به صورت‌های مالی شرکت‌ها معیاری از جنس اطلاعات خاص هر شرکت را ملاک نقدشوندگی سهام آن، قرار دهند. همچنین این تحقیق می‌تواند برای مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری و سایر ذینفعان بازار نیز مورد استفاده واقع شود.

۶) همچنین سرمایه‌گذاران در کنار توجه به ریسک‌های مختلف باید به ریسک نقدشوندگی سهم نیز توجه نمایند. معیاری که بتواند از صورت‌های مالی شرکت استخراج شود و بتواند نقدشوندگی سهام شرکت را توضیح دهد، می‌تواند به تصمیم‌گیری کاراتر سرمایه‌گذاران کمک کند.

۶- فهرست منابع

- ۱) اسلامی بیدگلی، غلامرضا، تهرانی، رضا، شیرازیان، زهرا (۱۳۸۴) بررسی ارتباط میان عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری با اندازه و نقد شوندگی آن‌ها، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
- ۲) پور حیدری، امید، عالی پور، داریوش، (۱۳۹۰)، بررسی ارتباط بین داده‌های حسابداری با چرخه‌های تجاری در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۳(۲)، ۱-۱۶.
- ۳) سلیم پور، مریم، (۱۳۸۴)، بررسی اثر نقدشوندگی سهام روی مزاد بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی.
- ۴) فخاری، حسین، بذرافشان ابراهیم (۱۳۹۰)، بررسی اثر نقدشوندگی بر عملکرد شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات حسابداری، دوره ۳ شماره ۹، صص: ۱۱۶-۱۲۹.
- ۵) فخاری، حسین، یوسفعلی تبار، نصیبه، (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۷(۶۲)، ۶۹-۱۵۲.
- ۶) قالیباف اصل، حسن، و ولی زاده، فریده، (۱۳۹۵)، بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود با عدم تقارن اطلاعاتی و نقدشوندگی سهام، راهبرد مدیریت مالی، ۴(۳)، ۱-۲۳.
- ۷) مختارزاده، فاطمه. (۱۳۸۷). "بررسی عوامل تعیین کننده چرخه‌های تجاری در اقتصاد ایران بر اساس رویکرد حسابداری چرخه تجاری"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
- ۸) موسوی شیرینی، محمود، روشندل، معصومه، خلعت بری، حسن. (۱۳۹۷). بررسی اثر کیفیت اطلاعات بر ریسک نقدشوندگی سهام و ریسک بازار. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۶(۲)، ۱۵-۳۴.
- ۹) مهرانی، ساسان. رسائیان، امیر (۱۳۸۸). نقدشوندگی سهام و نقدشوندگی دارایی‌ها. حسابرس. شماره ۴۶. ص ص ۵۲-۵۶.
- ۱۰) هاشمی، سید عباس؛ اخلاقی، حسنعلی (۱۳۸۹). "تأثیر اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری بر ارزش آتی شرکت". فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، شماره ۶، صص ۳۸-۴۲.
- 11) Acharya, V & Pedersen, L. (2005) , Asset Pricing With Liquidity risk, Journal Of Financial Economics , 77 ,PP375-410.
- 12) Amihud, Yako (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time series effects. Journal of Financial Markets 5. pp 31-56.
- 13) Baker, M., and J. Stein, (2003), Market liquidity as a sentiment indicator, Forthcoming, Journal of Financial Markets.
- 14) Blau, B.M. & Fuller , K. P. (2005), Flexibility and dividends, Journal of Corporate Finance, Elsevier, vol. 14(2), pages 133-152.

- 15) Chung, K ,Elder ,J ,Kim ,(2008), Corporate Governance and Liquidity, Journal of financial and Quantitative Analysis.
- 16) Greig, C.A., Johns, N., Gray, C., MacDonald, A., Stephens, N.A., Skipworth, R.J., et al. (2014). Phase I/II trial of formoterol fumarate combined with megestrol acetate in cachectic patients with advanced malignancy. Support Care Cancer, 22, 1269–1275.
- 17) Hafeez A, Attiya YJ. (2009), The Determinants of Dividend Policy in Pakistan. International Research Journal of Finance and Economics. Vol. 25, pp. 148-171.
- 18) Iosco Emerging Markets Committee, (2007), Factor Influencing Liquidity in Emerging Markets.
- 19) Jagannathan , R. & Yong, W. (2007), Lazy Investors, Discretionary Consumption, and the Cross-Section of Stock Returns, the journal of finance, Volume62, Issue4, Pp.1623-1661.
- 20) Jiang, Fuxiu, Ma, Yunbiao, Shi, Beibei, (2016), Stock Liquidity and Dividend Payouts, journal of corporate finance, doi:10.1016/j.jcorpfin.2016.12.005.
- 21) Liu, Nan, (2011), The Role of Dividend Policy in Real Earnings Management, Dissertation, Georgia State University, 2011. https://scholarworks.gsu.edu/accountancy_diss/9.
- 22) Marcelo, J., Miralles, L. & Quirós M.d.M. (2006), the role of an illiquidity risk factor in asset pricing: Empirical evidence from the Spanish stock market . The Quarterly Review of Economics and Finance, 46, pp. 254–267.

یادداشت ها

1. Liquidity
- 2 Public offering
- 3 Under writers
- 4 Market Makers
- 5 Payout
- 6 chang
- 7 Miralles
- 8 Marselo and koeirous
- 9 Amihud
- 10 Wwww.Codal.Ir
- 11 E'views.10
- 12 Blau & Fuller