

آزمون نظریه چرخه عمر در سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران

حسین اعتمادی*

علی اصغر انواری رستمی**

وحید احمدیان***

چکیده

هدف اصلی این تحقیق، بررسی تأثیر چرخه عمر بر روی سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این تحقیق، دو نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم و سود تقسیمی به اندازه شرکت به عنوان متغیر وابسته و چرخه عمر شرکت به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده بود. نخست نمونه آماری با استفاده از متغیرهای رشد فروش، تغییرات مخارج سرمایه‌ای و عمر، به شرکت‌های در مرحله رشد، بلوغ و افول تفکیک شده، سپس با استفاده از روش تحلیل واریانس یک طرفه و آزمون LSD فرضیات تحقیق بررسی شده‌اند. نتایج حاصل از بررسی ۴۳۵ سال-شرکت طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ نشان می‌دهد سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها در مراحل مختلف چرخه عمر (رشد، بلوغ و افول) با یکدیگر تفاوت دارند. همچنین نتایج بیانگر آن است که میانگین نسبت سود تقسیمی به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت‌های نمونه، در مراحل رشد، بلوغ و افول متفاوت است. بر این اساس به تحلیل گران مالی توصیه می‌شود حین ارزیابی عملکرد و ساختار مالی فعلی و آتی شرکت‌ها به مراحل چرخه عمر آن‌ها به عنوان یک فاکتور کلیدی توجه نموده و جهت تحلیل صحیح وضعیت مالی و پیش‌بینی تصمیمات پرداخت سود، چرخه عمر شرکت‌ها را معین نمایند. واژه‌های کلیدی: چرخه عمر شرکت، سیاست‌های تقسیم سود، فرصت‌های رشد، اندازه شرکت

* دانشیار، دانشگاه تربیت مدرس

**استاد و مدیر گروه حسابداری دانشگاه تربیت مدرس

*** کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تربیت مدرس

با توجه به توسعه روزافزون شیوه‌های تأمین مالی داخلی و خارجی در کنار تشدید رقابت در فضای کسب و کار پر تغییر امروزی، تهیه و تنظیم خط‌مشی صحیح مالی، توان شرکت‌ها را در نیل به اهداف استراتژیک تقویت کرده و بدین ترتیب، فرآیندهای تصمیم‌گیری مالی در دوران حیات شرکت‌ها امروزه به موضوعی حیاتی در تصمیم‌گیری آن‌ها تبدیل شده است. مطالعات انجام شده در زمینه سیاست‌های تقسیم سود اصولاً بر بازارهای کشورهای توسعه یافته متمرکز بوده و مطالعات کمتری در رابطه با استراتژی‌های پرداخت و نگهداشت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بازارهای در حال توسعه و نوظهور انجام گرفته است. از آن جایی که سیاست‌های تقسیم سود از مهم‌ترین مباحث در ادبیات تأمین مالی شرکت‌ها و از عوامل مؤثر بر حداکثر سازی ثروت سهامداران است این مبحث همواره موضوع مهم و بحث‌برانگیزی در حوزه‌ی مدیریت شرکتی بوده است؛ زیرا در این تصمیم‌گیری مقدار پولی که باید به سرمایه‌گذاران پرداخت شود و همچنین مقدار پولی که باید برای سرمایه‌گذاری مجدد انباشته شود، مشخص می‌شود. تأمین مالی از محل منابع داخلی، یعنی عدم توزیع سود نقدی، از طرفی برای شرکت مطلوب به نظر می‌رسد و از طرف دیگر ممکن است برنامه سهامداران خرد برای تأمین بخشی از هزینه‌ها از این بخش را تغییر دهد. از طرفی کارایی بازارهای سرمایه در گرو تخصیص بهینه سرمایه در جامعه می‌باشد؛ بنابراین لزوم تحقیقات کاربردی در زمینه عوامل مؤثر بر این روند در جهت رسیدن به تصمیمات مناسب امری گریزناپذیر است. تحقیق حاضر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در چارچوب مدل چرخه عمر مورد مطالعه و آزمون قرار می‌دهد.

بیان مساله

در سال‌های اخیر با تشکیل سازمان بورس اوراق بهادار و افزایش شرکت‌های پذیرفته شده و همچنین نوسان‌های مشاهده شده در شاخص‌های آن، موضوع تقسیم سود برای سرمایه‌گذاران به موضوعی مهم برای افزایش ثروت تبدیل شده است. شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود، یکی از اصلی‌ترین دغدغه‌های ذینفعان بنگاه‌های اقتصادی است. آگاهی از این عوامل ضمن آنکه تصویر روشنی از توان توزیع نقدینگی شرکت‌ها ارائه می‌دهد، امکان برآورد رفتار آتی آن‌ها را نیز فراهم می‌سازد. بعد از آنکه

میلر و مودیگیلیانی نظریه نامربوط بودن سیاست تقسیم سود در بازارهای سرمایه‌ی کامل را ارائه دادند، چندین تئوری در رابطه با تشریح پرداخت سود و متغیرهای سیاست پرداخت سود با تمرکز بر ناقص بودن بازار، عرضه شدند. در این راستا تئوری جدیدی بنام تئوری چرخه‌ی عمر مطرح شده است که مطابق با آن، پیش‌بینی می‌شود که سود پرداختی به سهامداران شرکت‌ها با گذشت زمان و افزایش منابع، افزایش پیدا کند.

یکی از ویژگی‌های اقتصادی شرکت‌ها، چرخه عمر متفاوت آن‌ها می‌باشد. طبق تئوری چرخه عمر، شرکت‌ها در مراحل مختلف حیاتشان از نظر مالی و اقتصادی دارای نمودگرها و رفتارهای خاصی هستند، بدین نحو که ویژگی‌های مالی و اقتصادی یک شرکت تحت تأثیر مرحله‌ای از چرخه عمر است که شرکت در آن قرار دارد (بیکسی، ۲۰۰۷). بنگاه‌های اقتصادی از زمان شروع و پیدایش خود مراحل مختلف چرخه عمر را طی می‌نمایند و هر یک با توجه به قرار گرفتن در مراحل چهارگانه چرخه عمر باید استراتژی‌های مناسبی را انتخاب کنند. مراحل مزبور جامع نیستند اما می‌توانند چارچوبی را برای ارزیابی، طراحی و توسعه استراتژی‌ها فراهم نمایند. یکی از متغیرهای مهم در تدوین استراتژی‌های شرکت توجه به این نکته است که شرکت در کدام یک از مراحل چرخه عمر، یعنی هر یک از مراحل ظهور، رشد، بلوغ و افول قرار گرفته است که در این راستا، یکی از مهم‌ترین مباحث، تصمیمات و سیاست‌های تقسیم سود است و در تحقیق حاضر مورد بررسی قرار خواهد گرفت. نظریه‌های پیشین حاکی از آن است که بنگاه‌هایی که در مرحله رشد قرار دارند دارای سودآوری پایین هستند و به دلیل قرار گرفتن در سال‌های اولیه چرخه عمر، جریان‌های نقدی خروجی بالاتری داشته و به تبع آن نیاز به تأمین مالی بیشتری دارند. در مرحله بلوغ و افول بنگاه‌ها به حفظ و بهبود عملکرد خود تأکید دارند و معمولاً سودآوری در این مرحله قابل توجه بوده و با فرصت‌های رشد کمتری مواجه بوده و نیاز به تأمین مالی کمتری احساس می‌گردد. لذا بنگاه‌ها به جهت تثبیت موقعیت خود اقدام به تقسیم سود می‌نمایند. با توجه به آنچه که بیان گردید، به نظر می‌رسد که شرکت‌ها در هر یک از مراحل ظهور، رشد، بلوغ و افول تصمیم‌گیری‌های متفاوتی درباره سیاست‌های تأمین مالی خود اتخاذ خواهند نمود و به تبع آن سیاست‌های تقسیم سود متفاوتی خواهند داشت. تحقیق حاضر در پی پاسخ‌گویی به این سؤال می‌باشد که آیا سیاست‌های تقسیم سود شرکت متأثر از مراحل مختلف چرخه عمر می‌باشد؟ برای

این منظور شرکت‌ها را به سه گروه عمده شرکت‌های در مرحله رشد، شرکت‌های در مرحله بلوغ و شرکت‌های در مرحله افول تفکیک نموده (از مرحله ظهور چشم‌پوشی شده است) و در این راستا فرضیه‌هایی مطرح کرده و مورد آزمون قرار دادیم.

اهمیت و ضرورت تحقیق

تصمیمات و سیاست‌های مربوط به تقسیم سود در شرکت‌ها در ایجاد تصویری از سودآوری آتی آن‌ها و توان رقابتی و فعالیتی‌شان از موارد قابل تأمل در مباحث مالی شرکت‌ها می‌باشد. سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار، کسب منافع از محل سود تقسیمی شرکت‌ها و افزایش قیمت سهام را هدف قرار داده، به امید افزایش بازدهی و ثروت به سفته‌بازی می‌پردازند. در این راستا، اتخاذ سیاست‌های تقسیم سود مناسب، از جمله مسائلی است که می‌تواند بر علایق و انگیزه‌های سرمایه‌گذاران و هدایت منابع بازار مؤثر باشد. حداکثر سازی ثروت سهامداران و به حداقل رساندن هزینه تأمین مالی و به تبع آن افزایش ارزش بازار سهام شرکت‌ها، از مباحث مورد توجه در مدیریت مالی بوده است. این مساله که شرکت‌ها چگونه سود خود را تقسیم نمایند و چه عواملی بر انتخاب و تنظیم این سیاست تأثیرگذار است مباحث فراوان و تحلیل‌های مختلفی را در تئوری‌های مالی به خود اختصاص داده است. در این راستا تئوری جدیدی بنام تئوری چرخه عمر شرکت، مطرح شده است که مطابق با این تئوری، به این مهم واقف می‌شویم که روشی را که اکنون برای ارزیابی و توصیف یک سازمان به کار می‌بریم، ضرورتاً نمی‌توانیم برای ارزیابی و تشریح آن در آینده مورد استفاده قرار دهیم. اقداماتی که برای یک مساله در زمان رشد لازم است مسلماً با اقداماتی که برای همان مساله در دوران افول ضروری است، تفاوت دارند. توجه به مواردی نظیر چرخه عمر شرکت و تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها در مراحل مختلف چرخه عمر، گویای اهمیت مبحث تقسیم سود شرکت‌ها می‌باشد. مدیر مالی در حداکثر سازی ثروت سهامداران و به حداقل رساندن هزینه تأمین مالی شرکت ایفاگر نقش مهمی می‌باشد و این دو به نوعی با سیاست‌های تقسیم سود شرکت ارتباط دارند. مدیر مالی باید بتواند همزمان با پیشروی در مراحل مختلف چرخه عمر، استراتژی‌های متناسب با این مراحل را تدوین نماید. با توجه به اهمیت تصمیمات پرداخت سود در ارزش سهام شرکت‌ها و آینده آن‌ها و به تبع آن در حفظ و بقای

شرکت‌ها در طول چرخه حیات آن‌ها، لازم است تا با بهره‌گیری از نتایج تحقیقاتی که در این حوزه در داخل و خارج کشور انجام شده است، فرضیاتی را درباره اثرگذاری و اثرپذیری مقوله تقسیم سود با چرخه عمر شرکت، به محک آزمون گذاریم.

ادبیات و مبانی نظری پژوهش

تقسیم سود

اولین گام‌های نظریه‌پردازی در زمینه سیاست تقسیم سود به پیش‌بینی اثر پرداخت سود بر قیمت سهام مربوط می‌شود. بحث درباره اهمیت آن برای نخستین بار از سوی میلر و مودیگلیانی (۱۹۶۱) ارائه شد. آن‌ها مدلی را ارائه نمودند که نشان می‌داد ارزش شرکت بر اساس دارایی‌ها و جریان نقد ایجاد شده توسط دارایی‌ها تعیین می‌شود نه بر اساس روشی که جریان‌های نقد به سهامداران توزیع می‌شود (ویگند و بیکر ۲۰۰۹). این نظریه بر مفروضاتی استوار است که به قرار زیر می‌باشد: ۱- بازار سرمایه کارا، ۲- اطلاعات متقارن، ۳- فقدان هزینه مبادلات، ۴- فقدان مالیات. مدل میلر و مودیگلیانی یک مدل تک دوره‌ای تحت شرایط اطمینان است (باتاچاریا، ۲۰۰۷). در مدل آن‌ها اثر پرداخت سود سهم روی دارایی‌ها با ابزارهای دیگر تأمین مالی خنثی می‌شود. بعد از آنکه میلر و مودیگلیانی نامربوط بودن سیاست تقسیم سود در بازارهای سرمایه‌ای کامل را ارائه دادند، چندین تئوری در رابطه با تشریح پرداخت سود و متغیرهای سیاست پرداخت سود با تمرکز بر ناقص بودن بازار، عرضه شدند. به طور خلاصه، این مطالعات برای تشریح تقسیم سود بر پنج دسته تمرکز کردند که عبارتند از: (۱) مالیات‌بندی مبتنی بر مشتری، (۲) هزینه‌های مبادلاتی تأمین مالی (تئوری تقسیم سود باقیمانده)، (۳) نقدینگی شرکت، (۴) نقش علامت‌دهی تقسیم سود و (۵) نقش تقسیم سود در کاهش مشکلات نمایندگی. در این راستا دی آنجلو و همکاران (۲۰۰۶) در مقاله‌ای با عنوان «نامربوط بودن نظریه بی‌ارتباطی سود تقسیمی» بیان می‌کنند میلر و مودیگلیانی فرض نادرستی را مبنای تحقیق خود قرار دادند. آن‌ها فرض کردند شرکت‌ها تمام وجوه نقد خود را برای پرداخت سود سهام صرف می‌کنند. بنابراین، نتیجه‌گیری که در پیامد این فرض حاصل می‌شود نیز درست نمی‌باشد. آن‌ها پس از توضیح نواقص این نظریه، نظریه جدیدی با نام نظریه چرخه عمر مطرح کردند که بیان می‌کند شرکت‌ها بر اساس چرخه عمر خود سود

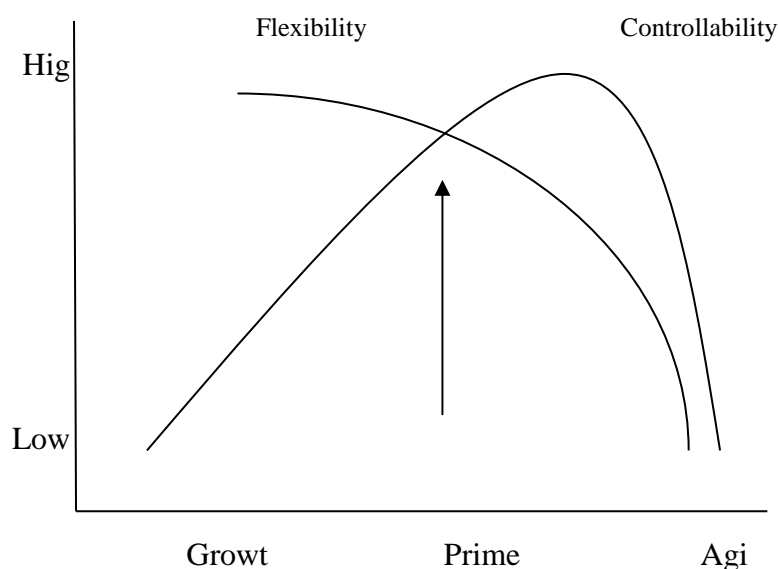
پرداخت می‌نماید. مطابق با این نظریه، با گذشت زمان و با افزایش منابع مالی، شرکت‌ها معمولاً سود پرداختی خود به سهامدارانشان را افزایش می‌دهند. به عبارت دیگر، میزان سود تقسیمی در شرکت‌هایی که به دوران بلوغ خود رسیده‌اند، بیشتر است. این در حالی است که در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا، سود کمتری تقسیم می‌شود. در دیدگاه آن‌ها تمام آنچه که برای تشریح سود تقسیمی بیان می‌شود، به طور ضمنی موازنه‌ای بین مزایای تقسیم سود و هزینه‌های نگهداری آن (مانند هزینه نمایندگی و جریان نقد آزاد) است. این موازنه در واقع، موازنه بین ذخیره و توزیع منابع طی زمان است. اما به مرور زمان سود انباشته شرکت افزایش می‌یابد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری که شرکت با آن‌ها روبه‌رو است کاهش می‌یابد. در این حالت، شرکت از لحاظ دوره‌ی عمر مالی در مرحله بلوغ قرار دارد و پرداخت سود تقسیمی مطلوبیت بیشتری می‌یابد (بروگمن و آنلو، ۲۰۰۹).

ارتباط بین سیاست‌های تقسیم سود شرکت و عمر آن از طریق تحقیقات پیشین (نظیر منوس و همکاران، ۲۰۱۲؛ چای و سو، ۲۰۰۹؛ دنیس و آسوبو، ۲۰۰۸) مورد بررسی قرار گرفته است. مطابق با نظریه سود وستون و بریگام (۱۹۹۶) سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت موثر است و بستگی به چگونگی جایگاه مؤسسات در شرایط رشد دارد. علاوه بر شرایط رشد شرکت، ویژگی‌های خاص شرکت و مالکان آن و عواملی از قبیل نرخ مالیاتی، نیازهای درآمدی سهامداران و فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت می‌تواند تصمیمات پرداخت سود را تحت تأثیر قرار دهد. بر اساس نظر گوردن و والتر (۲۰۰۳) شرکت‌ها بر اساس چرخه عمر به سه دسته، در حال رشد، بالغ و در حال افول تقسیم می‌شوند. واحدهای تجاری در حال رشد با انباشته کردن سود موجب افزایش قیمت سهم می‌شوند. واحدهای تجاری بالغ فرصت مناسبی نداشته، سیاست تقسیم سود آن‌ها تأثیری بر قیمت ندارد؛ هر چند که نسبت ثابت سود تقسیمی آن‌ها باعث کاهش ریسک می‌شود. واحدهای تجاری در حال افول نیز مجبور به تقسیم سود هستند چون ریسک بسیار بالایی را در خود دارند.

چرخه عمر

آدیزس (۱۹۸۹) بیان می‌کند که همه موجودات زنده از جمله نباتات، جانوران و

انسان‌ها همگی از منحنی عمر یا چرخه عمر پیروی می‌کنند. این گونه موجودات متولد می‌شوند، رشد می‌کنند، به پیری می‌رسند و در نهایت می‌میرند. این سیستم‌های زنده در هر مرحله از چرخه عمر خود دارای الگوهای رفتاری خاص به منظور چیرگی بر مسائل آن دوره و مشکلات مربوط به انتقال از دوره‌ای به دوره دیگر هستند. تئوری چرخه عمر شرکت چنین فرض می‌کند که شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی، همچون تمامی موجودات زنده که متولد می‌شوند، رشد می‌کنند و می‌میرند، دارای منحنی عمر یا چرخه عمر هستند (کرمی و عمرانی، ۱۳۸۹). بیکسی (۲۰۰۷) یکی از ویژگی‌های اقتصادی شرکت‌ها را چرخه عمر آن‌ها می‌داند. طبق تئوری چرخه عمر، شرکت‌ها در مراحل چرخه عمر از نظر مالی و اقتصادی دارای نمودگرها و رفتارهای خاصی هستند، بدین معنی که ویژگی‌های مالی و اقتصادی یک شرکت تحت تأثیر مرحله‌ای از چرخه عمر است که شرکت در آن قرار دارد (کرمی و عمرانی، ۱۳۸۹). همانند موجودات زنده، رشد و پیری واحدهای تجاری را در آغاز، با ارتباط بین انعطاف‌پذیری و کنترل نشان می‌دهند. در جوانی، بنگاه‌ها بسیار انعطاف‌پذیر، ولی در اکثر مواقع کنترل‌ناپذیر هستند. با پیر شدن بنگاه‌ها، روابط تغییر می‌کند. کنترل، افزایش و انعطاف‌پذیری، کاهش می‌یابد. از طرف دیگر نهایتاً ادامه پیر شدن با از دست رفتن قابلیت کنترل نیز همراه خواهد بود. لذا طول و گذر عمر، دلایل رشد و پیری نیستند، شرکت‌های بزرگی با عمر طولانی وجود دارند که پیر یا جوان محسوب می‌شوند. آنچه که باعث رشد و پیری بنگاه‌هاست، طول و گذر عمر نمی‌باشد. جوان به این معنی است که بنگاه به آسانی تغییر می‌کند، از طرف دیگر به خاطر نبود امکان پیش‌بینی در پایین‌ترین سطح کنترلی هم قرار دارد. پیر، به معنی کنترل‌پذیری رفتار می‌باشد. در حالی که انعطافی وجود نداشته و تمایلی هم به تغییر وجود ندارد. هنگامی که واحد تجاری قابلیت انعطاف داشته و کنترل‌پذیر است، نشان می‌دهد که زیاد جوان یا پیر نبوده و توامان مزایای جوانی را دارا می‌باشد، این وضعیت به دوره تکامل ۳ شناخته می‌شود. چنین واحدی می‌تواند جهت را تغییر داده و این تغییر را همان‌طوری که می‌خواهد پیش‌برد و آنچه را که مایل به انجامش است تحت کنترل درآورد. نمودار زیر رابطه بین قابلیت انعطاف و کنترل‌پذیری را در واحدهای تجاری نشان می‌دهد:



نمودار ۱. رابطه بین قابلیت انعطاف و کنترل‌پذیری در چرخه حیات واحد تجاری

به هر حال با رشد و پیر شدن شرکت‌ها کمبود و کاستی‌هایی که منجر به انعطاف‌پذیری گردیده است، باعث خود کنترل می‌گردد. رشد به معنی قابلیت مواجهه با مشکلات بزرگ‌تر و پیچیده‌تر است، پس وظیفه مدیریت، راهبری بنگاه است به گونه‌ای که بتواند به دوره بعدی چرخه حیات حرکت نماید. پیر شدن به معنی کاهش قابلیت مواجهه با مشکلات است، همان مشکلاتی که واحد تجاری سال‌ها با آن مواجه بوده است. با پیر شدن بنگاه، مشکلات مزبور به طور فزاینده‌ای لاینحل به نظر می‌رسند. با این حال، می‌توان فرآیند پیری را برگشت داد. بدین منظور مدیریت می‌بایست به دنبال مهیاسازی شرایطی باشد که رشد یا جوانی در آن تثبیت شده، بگونه‌ای که واحد تجاری را به تکامل رسانیده و در آن دوره حفظ نماید (آقای و دهدار، ۱۳۸۶).

مراحل چرخه عمر

مرحله ظهور: در این مرحله معمولاً میزان دارایی‌ها (اندازه شرکت) در سطح نازلی قرار داشته، جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی و سودآوری نیز پایین است و شرکت‌ها برای تأمین مالی و تحقق فرصت‌های رشد به نقدینگی بالایی نیاز دارند. نسبت

سود تقسیمی در این شرکت‌ها معمولاً کم بوده و نرخ بازده داخلی در قیاس با نرخ تأمین مالی ناچیز است.

مرحله رشد: در این مرحله اندازه شرکت بیش از اندازه شرکت‌های در مرحله ظهور بوده، میزان فروش و درآمدها نیز نسبت به مرحله ظهور بیشتر است. منابع مالی نیز بیشتر در دارایی‌های مولد سرمایه‌گذاری شده، شرکت از انعطاف‌پذیری بیشتری در شاخص‌های نقدینگی برخوردار است. نسبت سود تقسیمی در این طیف از شرکت‌ها معمولاً بین ۱۰٪ و ۵۰٪ در نوسان است. نرخ بازده داخلی نیز در اغلب موارد بر نرخ هزینه تأمین مالی فزونی دارد.

مرحله بلوغ: در مرحله بلوغ شرکت‌ها فروش باثبات و متعادلی را تجربه نموده، نیاز به وجوه نقد در اکثر موارد از طریق منابع داخلی تأمین مالی می‌شود. اندازه دارایی‌های این شرکت‌ها نیز به تناسب بیش از اندازه شرکت‌های در مرحله رشد بوده، نسبت سود تقسیمی نیز در این شرکت‌ها بین ۵۰٪ و ۱۰۰٪ در نوسان است. به دلیل وفور نقدینگی و کاهش اتکا به سیاست تأمین منابع مالی از خارج، معمولاً نرخ بازده داخلی در این شرکت‌ها معادل یا بیش از نرخ تأمین مالی است. با وجود نرخ هزینه سرمایه معادل نرخ بازده مورد انتظار، شرکت‌ها فرصت سرمایه‌گذاری مناسبی ندارند و تقسیم سود تأثیری بر قیمت سهام نخواهد داشت.

مرحله افول: در این مرحله فرصت‌های رشد عموماً بسیار ناچیز است. شاخص‌های سودآوری، نقدینگی و ایفای تعهدات روند نزولی داشته و شرکت در شرایط رقابتی بسیار سخت محاط شده است، مؤسسات در شرایطی قرار می‌گیرند که منحنی عمر آن‌ها شرایط نهایی را طی می‌کند و نرخ بازده سرمایه‌گذاری آن‌ها کمتر از نرخ هزینه سرمایه آن‌ها است. عدم تقسیم سود در این مرحله موجب کاهش قیمت سهام خواهد شد لذا مؤسسات اقدام به تقسیم سود می‌کنند.

پیشینه پژوهش

در زمینه سیاست تقسیم سود شرکت‌ها و عوامل موثر بر آن، تحقیقات مختلفی در داخل و خارج از کشور صورت گرفته است که در ادامه به برخی از آن‌ها اشاره می‌گردد.

منوس و همکاران (۲۰۱۲) به بررسی تأثیر سطح عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های هندی پرداختند. در این مطالعه برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از مدل لوجیت و توییت استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیات با تایید تئوری‌های نمایندگی، علامت‌دهی و سلسله مراتبی در بورس هند نشان می‌دهد اولاً سطوح بالای وابستگی مالی خارجی منجر به عدم پرداخت یا پرداخت کمتر سود می‌شود. ثانیاً سطوح بالاتر عدم تقارن اطلاعات منجر به عدم پرداخت یا پرداخت کمتر سود می‌شود. ثالثاً، مطابق با نظریه چرخه عمر، شرکت‌های مسن‌تر تمایل بیشتری به پرداخت سود سهام داشته و نسبت پرداخت‌های بالاتری در مقایسه با شرکت‌های جوان دارند. در نهایت نتایج تحقیق نشان می‌دهد که تفاوت قابل توجهی در تصمیم‌گیری سیاست سود سهام در شرکت‌های مستقل و وابسته وجود دارد و شرکت‌های وابسته، سود بیشتری به سهامداران خود پرداخت می‌کنند.

وانگ و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی سیاست تقسیم سود و فرضیه چرخه عمر در بازار بورس تایوان پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که پرداخت سود سهام در واحدهای تجاری جوان‌تر با توان رشد بالا و سودآوری پایین، به توزیع سود سهمی در مقابل سود نقدی منجر می‌شود. همچنین، در واحدهای تجاری بالغ‌تر با توان رشد پایین و سودآوری بالا، به توزیع بیشتر سود نقدی در مقابل سود سهمی منجر می‌شود.

استپانیان (۲۰۱۰) به بررسی چرخه عمر واحد تجاری و نوع پرداخت سود سهام می‌پردازد. در این تحقیق سه گروه متفاوت از واحدهای تجاری توزیع‌کننده وجه نقد شامل بازخرید سهام، سود نقدی و ترکیبی از سود نقدی و بازخرید سهام در نظر گرفته شده است. بازخرید سهام در مرحله رشد سریع، بسیار محتمل است و علامت کیفیت واحد تجاری برای سرمایه‌گذاران است. پرداخت سود نقدی به سهامداران، در واحدهای تجاری بالغ افزایش می‌یابد و تمایل مدیران برای گسترش یا حفظ اندازه واحد تجاری نسبت به رفاه سهامداران افزایش می‌یابد. سرانجام استفاده ترکیبی از سود نقدی و بازخرید سهام، در واحدهای تجاری که بالغ‌تر هستند، صورت می‌گیرد. این مطالعه نشان می‌دهد که چرخه عمر واحد تجاری از مهم‌ترین دلایل برای انتخاب روش‌های پرداخت سود سهام است.

ابور و همکاران (۲۰۱۰) در پژوهشی به تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری و منابع تأمین

مالی بر خط‌مشی تقسیم سود پرداختند. این پژوهش برای ۳۴ شرکت پذیرفته شده در بورس غنا طی سال‌های ۱۹۹۰ الی ۲۰۰۶ انجام گرفته است و برای تخمین مدل خطی چند متغیره از داده‌های پانل با روش اثرات ثابت استفاده شده است. خلاصه یافته‌های تحقیق حاکی از این مطلب است که فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر منفی بر خط‌مشی تقسیم سود دارد. همچنین منابع تأمین مالی شرکت تأثیر کمی بر خط‌مشی تقسیم سود شرکت دارند و شرکت‌های سودآور به احتمال بیشتری سود بین سهامداران خود تقسیم می‌کنند. چای و سو (۲۰۰۹) در پژوهشی با عنوان «سیاست‌های پرداخت سود سهام و عدم اطمینان نسبت به نقدینگی» رابطه نسبت پرداخت سود سهام را با عدم اطمینان نسبت به نقدینگی، نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام، تضاد نمایندگی و فرصت‌های رشد بررسی کردند. پژوهش آن‌ها در دوره زمانی ۱۹۹۵-۲۰۰۵ در شرکت‌های منتخب کشورهای استرالیا، امریکا، ژاپن، فرانسه، آلمان و انگلیس انجام شد. آن‌ها به این نتیجه رسیدند عدم اطمینان نسبت به جریان‌های نقدی می‌تواند یکی از عوامل اثرگذار بر نسبت تقسیم سود باشد. همچنین نتایج حاکی از آن بود که تأثیر نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام بیشتر از سایر عوامل است.

دنيس و آسوبو (۲۰۰۸) در پژوهش خود با عنوان «چرا موسسه‌ها سود توزیع می‌کنند؟» تغییرات میل ذاتی به پرداخت سود را طی سال‌های ۱۹۹۴-۲۰۰۲ بررسی کردند و رابطه سودآوری، فرصت‌های رشد، اندازه شرکت و سرمایه کسب شده را بین شرکت‌های پرداخت کننده سود سهام و شرکت‌هایی که سود سهام پرداخت نکرده بودند، در کشورهای امریکا، کانادا، انگلیس، آلمان، فرانسه و ژاپن بررسی کردند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که سود تقسیمی تحت تأثیر اندازه، سودآوری، فرصت‌های رشد، دوره عمر و سرمایه کسب شده است.

دی آنجلو و همکاران (۲۰۰۶) در مقاله‌ای با عنوان «نامربوط بودن نظریه بی‌ارتباطی سود تقسیمی» بیان می‌کنند میلر و مودیگلیانی فرض نادرستی را مبنای تحقیق خود قرار دادند. آن‌ها فرض کردند شرکت‌ها تمام وجوه نقد خود را برای پرداخت سود سهام صرف می‌کنند. بنابراین، نتیجه‌گیری که در پیامد این فرض حاصل می‌شود نیز درست نمی‌باشد. اما آن‌ها پس از توضیح نواقص این نظریه، نظریه جدیدی با نام نظریه چرخه عمر مطرح کردند که بیان می‌کند شرکت‌ها بر اساس چرخه عمر خود سود پرداخت

می‌نمایند.

در ایران نیز، ایزدی نیا و علینقیان (۱۳۹۰) با به کارگیری مدل لاجیت، تلاش کردند تا معیارها و شاخص‌های تاثیرگذار بر پرداخت سود را شناسایی و آزمون کنند. نمونه مورد بررسی شامل ۱۴۱ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران، طی یک دوره هشت‌ساله از سال ۱۳۸۰ تا سال ۱۳۸۷ بوده است. مدل نهایی حاصل که به صورت لاجیت با رویکرد پانل و با اثر ثابت تخمین زده شد، نشان داد از بین عوامل مورد نظر، نا اطمینانی به جریان نقد، مرحله عمر شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سودآوری شرکت بر پرداخت سود تقسیمی اثرگذار هستند. پس از تخمین مدل، با محاسبه اثر حاشیه‌ای، مشخص شد مرحله عمر شرکت و سودآوری شرکت بیشترین تأثیر را در بین عوامل دارند.

مهرانی و همکاران (۱۳۸۹) با در نظر گرفتن تئوری‌های علامت‌دهی و نمایندگی در بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی رابطه‌ی بین مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود پرداختند. برای آزمون ارتباط بین سیاست تقسیم سود شرکت و مالکیت نهادی، از سه مدل رگرسیونی (مدل‌های سود سهام لاینتر (مدل کاملاً تعدیل شده و نیمه تعدیل شده) و مدل واد) استفاده شد. به طور کلی، نتایج تحقیق بیانگر وجود یک رابطه‌ی منفی، بین سطح سرمایه‌گذاران نهادی و سود سهام پرداختی از سوی شرکت بوده و مؤید تئوری علامت‌دهی است.

پور حیدری و خاکساری (۱۳۸۷) با بررسی عوامل تعیین‌کننده نسبت تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴ به این نتیجه رسیدند که بین وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور و درصد توزیع سود ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد که با یافته‌های پژوهشگران دیگر و نظریه جنسن (۱۹۸۶) مغایرت دارد.

اعتمادی و چالاکی (۱۳۸۴) به بررسی رابطه بین عملکرد مدیریت و تقسیم سود نقدی توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که بین عملکرد مدیریت و تقسیم سود نقدی رابطه معناداری وجود دارد.

جهان‌خانی و قربانی (۱۳۸۴) به شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده‌ی سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این راستا ۶۳

شرکت در دوره زمانی ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۲ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش حاکی است که سیاست تقسیم سود شرکت‌ها از الگوی گام تصادفی پیروی می‌کند. همچنین با توجه به تأیید نظریه پیام‌رسانی، انتظار می‌رود شرکتی که از رشد سود زیادی (کمی) برخوردار است، بازده نقدی آن نیز زیاد (کم) باشد. اندازه، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ساختار مالی، ریسک و اهرم مالی از دیگر متغیرهای تبیین‌کننده‌ی سیاست تقسیم سود به شمار می‌رود.

همان‌گونه که مشاهده شد تاکنون در ایران هیچ تحقیقی به صورت مستقیم فرضیه چرخه عمر را در سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران بررسی نکرده است. لذا تحقیق حاضر جامع‌ترین تحقیق در این حوزه خواهد بود.

فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اصلی: موقعیت چرخه عمر شرکت‌ها بر روی تصمیمات تقسیم سود آن‌ها تأثیر دارد.

فرضیه فرعی اول: اندازه سود تقسیمی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران که با نسبت سود سهام پرداختی به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت اندازه‌گیری می‌شود، در مراحل مختلف چرخه عمر تغییر می‌کند.

فرضیه فرعی دوم: سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران که با نسبت سود سهام پرداختی به سود هر سهم اندازه‌گیری می‌شود، در مراحل مختلف چرخه عمر تغییر می‌کند.

روش تحقیق، جامعه آماری و شیوه نمونه‌گیری

پژوهش مذکور از حیث هدف کاربردی و با توجه به روش اجرا در حوزه تحقیقات توصیفی است. داده‌های مورد استفاده در این تحقیق تاریخی (پس رویدادی) می‌باشد و مقیاس داده‌ها از نوع نسبی است. جهت دستیابی به اطلاعات مورد نظر و برای اجرایی شدن پژوهش، از نرم‌افزارهای رهاورد نوین و تدبیر و کلیه‌ی سایت‌های مرتبط با بورس اوراق بهادار استفاده شده است. همچنین برای آزمون معناداری تفاوت میان متغیرها در فرضیه‌های تحقیق، از نرم‌افزار Spss استفاده شده است. جامعه آماری تحقیق کلیه

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. برای انتخاب شرکت‌های نمونه نیز با توجه به اهداف تحقیق به شرح زیر عمل گردید:

۱. تا قبل از سال ۱۳۸۵ به عضویت سازمان بورس اوراق بهادار تهران درآمده باشد.
۲. دوره مالی شرکت مذکور منتهی به ۱۲/۲۹ بوده و طی دوره تحقیق دوره مالی خود را تغییر نداده باشد.
۳. اطلاعات و داده‌های صورت‌های مالی آن به طور منظم وجود داشته و قابل حصول باشد.
۴. جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، لیزینگ‌ها و سایر شرکت‌های ارائه دهنده خدمات مالی نباشد.

با در نظر گرفتن محدودیت‌های فوق و محدودیت‌های طبقه‌بندی چرخه عمر، حجم نمونه ۸۷ شرکت برای سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ در نظر گرفته شده بود، در نهایت نیز، ۴۳۵ شرکت - سال مورد آزمون قرار گرفتند.

نحوه طبقه‌بندی شرکت‌ها در مراحل چرخه عمر و سنجش سیاست‌های تقسیم سود

مبنای تفکیک شرکت‌ها به مراحل چرخه عمر در این تحقیق، متغیرهای رشد فروش، مخارج سرمایه‌ای و عمر شرکت می‌باشد. این شیوه برای اولین بار توسط آنتونی و رامش (۱۹۹۲) ارائه گردیده است. آن‌ها مشاهدات گردآوری شده در پژوهش خود را در راستای تفکیک شرکت‌ها به سه گروه چرخه حیات شرکتی یا (LCC) چهار متغیر عمده‌ی نرخ رشد فروش، تغییر در نرخ رشد یا زوال مخارج سرمایه‌ای (R&D)، تغییر در نرخ رشد یا زوال نسبت پرداخت سود نقدی سهام و سن یا عمر شرکت (Age Corporation) را پیشنهاد نمودند. لیکن به دلیل غیرقابل پیش‌بینی بودن عامل نسبت پرداخت سود و زیان‌ده بودن برخی از شرکت‌های انتخابی در نمونه آماری عامل سوم را حذف نمودند. مبنای شرکت‌ها بر حسب (LCC) در این پژوهش نیز مشتمل بر رویه‌های مورد استفاده در تحقیق آنتونی و رامش و روش‌شناسی پارک و چن (۲۰۰۶) می‌باشد:

۱. ابتدا مقادیر سه متغیر فوق برای هر سال شرکت محاسبه شده، این مقادیر بر اساس چندک‌های آماری به سه طبقه پایین، متوسط و بالا تقسیم می‌شوند.

۲. به هر یک از مشاهداتی که در این سه طبقه قرار می‌گیرند، یک نمره تعلق می‌گیرد. (پایین ۱، متوسط ۲، بالا ۳)
۳. سپس برای هر سال شرکت یک نمره مرکب به دست می‌آید که در یکی از مراحل رشد، بلوغ و افول طبقه‌بندی می‌گردد.
۴. در نهایت، مشاهداتی که بر اساس متغیرهای مزبور در چارچوب مدل چرخه عمر قرار نمی‌گیرند از نمونه اولیه حذف می‌شوند و مابقی نمونه نهایی را تشکیل می‌دهند.
۵. از مرحله ظهور به دلیل عدم دسترسی به اطلاعات شرکت‌های مربوطه چشم‌پوشی گردیده است.

جدول ۱. مدل چرخه عمر

عمر شرکت (AGE)	تغییرات مخارج سرمایه‌ای (CE)	رشد فروش (SG)	مراحل چرخه عمر
۳	۱	۱	رشد (G)
۲	۲	۲	بلوغ (M)
۱	۳	۳	افول (S)

تعریف عملیاتی متغیرهای فوق به صورت زیر است:

$$SG_{it} = [(Sale_{it} / Sale_{it-1}) - 1] \times 100$$

$$CE_{it} = 100 * (\text{ارزش بازار شرکت} / \text{اضافات یا کاهش دارایی‌های ثابت طی دوره})$$

$$AGE = \text{سال تأسیس شرکت} - \text{سال مورد مطالعه} =$$

میزان سود تقسیم شده و سیاست‌های تقسیم سود دو متغیر وابسته این تحقیق هستند. به طور کلی رابطه بین سود تقسیمی و سود هر سهم، نشان دهنده‌ی سیاست تقسیم سود شرکت است. به علاوه از بین تمام شاخص‌های موجود سیاست تقسیم سود، نسبت سود تقسیمی به سود، رایج‌ترین شاخص مورد استفاده است (مانسینی و اوزکان ۲۰۰۶، هارادا و نگوین ۲۰۰۶، منوس و همکاران ۲۰۱۲). در این پژوهش نیز از نسبت سود نقدی تقسیم شده به سود هر سهم برای سنجش سیاست تقسیم سود شرکت استفاده می‌شود. همچنین

مطابق با تحقیق لیسپون و همکاران (۱۹۹۸) از نسبت سود تقسیمی به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به عنوان دیگر متغیر وابسته تحقیق استفاده شده است.

یافته‌های پژوهش

به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها، ابتدا آمار توصیفی متغیرها در جدول ۲ ارائه شده است. آماره‌های توصیفی این پژوهش، شامل تعداد مشاهدات در هر یک از مراحل چرخه عمر، میانگین، میانه، انحراف معیار، کمترین و بیشترین مقدار بوده است. با بررسی این نگاره می‌توان به یک شمای کلی در مورد روند تغییرات سیاست‌های تقسیم سود در طی دوران حیات شرکت‌ها دست یافت.

جدول ۲. آمار توصیفی داده‌های تحقیق

بیشترین	کمترین	انحراف معیار	میانه	میانگین	تعداد مشاهده	دوره حیات	متغیر وابسته
۵۰۴۳۰۷/۰	۰/۰۰۰	۱۰۷۶۴۹۱۲۹/۰	۰۴۱۴۹۰۲۳/۰	۰۷۶۲۲۷۵۶/۰	۷۷	رشد	نسبت سود تقسیمی به اندازه شرکت
۵۷۲۵۵۴/۲	۰/۰۰۰	۲۵۷۳۰۰۲۱۷/۰	۱۱۹۳۳۶۷۲/۰	۱۸۸۹۷۵۶۷/۰	۲۲۰	بلوغ	
۵۴۳۳۵۹/۱	۰/۰۰۰	۳۰۱۰۸۶۹۵۹/۰	۱۵۶۳۰۰۹۵/۰	۲۵۹۱۰۵۴/۰	۱۳۸	افول	
۶۰۳۵۱/۱	۰/۰۰۰	۳۰۸۹۷۸۴/۰	۷۹۳۶۵/۰	۷۳۹۸۱۱۵۶/۰	۷۷	رشد	نسبت سود نقدی به سود هر سهم
۵/۷	۰/۰۰۰	۷۹۸۵۴۵/۰	۷۹۸۵۴۵/۰	۷۹۷۶۹۷۰۹/۰	۲۲۰	بلوغ	
۱۲۵/۳	۰/۰۰۰	۴۵۵۵۰۳۸۴۵/۰	۷۰۰۰۳۵/۰	۶۱۴۳۳۸۴/۰	۱۳۸	افول	

در یک ارزیابی کلی، می‌توان به این جمع‌بندی رسید که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با یک روند صعودی در پرداخت سود از دوره‌ی رشد خود وارد دوره‌ی بلوغ می‌شوند؛ بیشترین میزان نسبت سود پرداختی به سود هر سهم در دوره -ی بلوغ اتفاق افتاده و دوباره هنگامی که شرکت‌ها وارد دوره افول می‌شوند نسبت کمتری از سود هر سهم را بین سهامداران تقسیم می‌کنند. این در حالی است نسبت سود پرداختی به اندازه شرکت در طول چرخه‌های مختلف عمر، همواره روند صعودی داشته است. حال جهت بررسی معنادار بودن میزان اختلاف در میانگین‌ها، به آزمون فرضیات

تحقیق می‌پردازیم.

نتایج آزمون فرضیه‌ها

هدف اصلی تحقیق حاضر آزمون میزان تأثیرپذیری تصمیمات تقسیم سود شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران از مراحل مختلف چرخه عمر شامل رشد، بلوغ و افول می‌باشد که در این راستا ۲ فرضیه مطرح شد. فرضیه یک به بررسی تغییرات سود تقسیمی به اندازه شرکت و فرضیه دوم به تغییرات نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم می‌پردازد. بیان آماری این فرضیه‌ها به شرح زیر می‌باشد:

$$\left\{ \begin{array}{ll} H_0: \mu_1 = \mu_2 = \mu_3 & \text{نقیض ادعا} \\ H_1: \text{دست کم میانگین نسبت سود دو دوره از حیات شرکت ها با هم برابر نیست} & \text{ادعا} \end{array} \right.$$

که در آن μ_1 و μ_2 و μ_3 در فرضیه یک، به ترتیب میانگین نسبت سود تقسیم شده به اندازه شرکت‌های نمونه در مراحل رشد، بلوغ و افول و در فرضیه دو، میانگین نسبت سود تقسیم شده به سود هر سهم شرکت‌های نمونه در هر یک از سه مرحله فوق می‌باشند. جهت مقایسه میانگین بین چند دسته جامعه، مناسب‌ترین روش ارزیابی، روش تحلیل واریانس یک طرفه می‌باشد. در این پژوهش نیز همین روش مورد استفاده قرار گرفته است. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش به شرح جدول ۳ می‌باشد.

جدول ۳. نتایج آزمون آماری فرضیه‌ها با روش تحلیل واریانس یک طرفه

فرضیه	منبع تغییرات	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	مقدار F	P-value	نتیجه آزمون
فرضیه ۱	بین گروه‌ها	۰/۰۰۰	۲	۰/۰۰۰	۸۶۲/۱۲	۰/۰۰۰	H ₀ رد می‌شود
	درون گروه‌ها	۰۰۳/۰	۴۳۲	۰/۰۰۰			
	کل	۰۰۳/۰	۴۳۴				
فرضیه ۲	بین گروه‌ها	۳۳۲/۲	۲	۱۶۶/۱	۶۶۶/۴	۰/۰۰۰	H ₀ رد می‌شود
	درون گروه‌ها	۹۷۱/۱۰۷	۴۳۲	۰/۲۵۰			
	کل	۳۰۳/۱۱۰	۴۳۴				

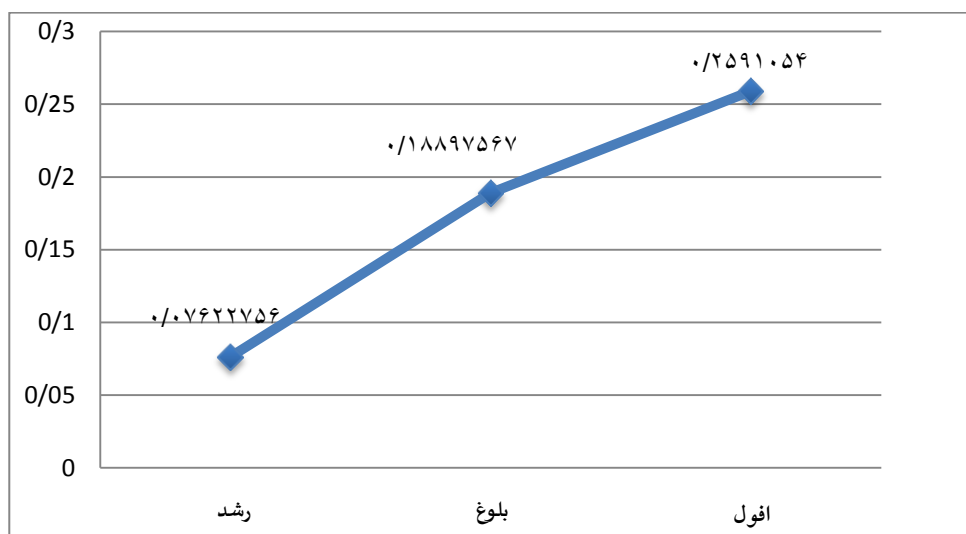
همان گونه که از نتایج آزمون فرضیه‌ها در جدول ۳ برمی آید سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها که بر اساس نسبت سود پرداختی به سود هر سهم اندازه‌گیری می‌شود و همچنین میزان سود پرداختی توسط آن‌ها که بر اساس اندازه‌شان تعدیل شده است در مراحل مختلف چرخه عمر با یکدیگر تفاوت معنی‌داری دارند. در ادامه جهت تعیین این که کدام یک از موارد باعث به وجود آمدن تفاوت شده است از آزمون مقایسات زوجی (LSD) بهره گرفته شده و نتایج آن در جدول ۴ ارائه شده است:

جدول ۴. نتایج آزمون مقایسه زوجی علل به وجود آمدن تفاوت در سیاست‌های تقسیم سود سه گروه آماری فرضیه‌ها با روش LSD

فرضیه	گروه‌های مقایسه شونده	طبقه‌های مقایسه شونده آماری	اختلاف میانگین	P- value	نتیجه آزمون
فرضیه ۱	افول و بلوغ*	۲U و ۳U	-	۰۳/۰	اختلاف معنادار است
	افول و رشد*	۱U و ۳U	۰۰۱۸۲۸۷۷۸/۰	۰/۰۰۰	اختلاف معنادار است
	بلوغ و رشد*	۱U و ۲U	۰۰۱۱۲۷۴۸۱/۰	۰۰۲/۰	اختلاف معنادار است
فرضیه ۲	افول و بلوغ*	۲U و ۳U	۱۶۳۰۵۸۷۳/۰-	۰۰۸/۰	اختلاف معنادار است
	افول و رشد*	۱U و ۳U	۱۳۵۱۷۳۴/۰-	۰۳۱/۰	اختلاف معنادار است
	بلوغ و رشد*	۱U و ۲U	۱۲۷۸۸۵۳۳/۰	۰۰۷/۰	اختلاف معنادار است

همان گونه که از نتایج آزمون LSD بر می آید، اندازه سود تقسیمی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران که با نسبت سود پرداخت شده به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام اندازه‌گیری می‌شود در هر یک از مراحل چرخه حیات این شرکت‌ها تهران تفاوت معنی‌داری با یکدیگر دارد. از طرفی یافته‌های توصیفی و نمودار ۲ حاکی از آن است که میانگین سود تقسیمی شرکت‌ها، که تفاوت معناداری در هر یک از مراحل چرخه عمر دارد در گذر از مراحل اولیه چرخه عمر به سمت افول، افزایش پیدا می‌کند. این نتیجه-گیری مطابق با یافته‌های قبلی اوسابو (۲۰۰۸)، چای سو (۲۰۰۹)، نظریه‌ی چرخه‌ی عمر دی انجلو و همکاران (۲۰۰۶) و تحلیل‌های وستون و بریگام (۱۹۹۶) می‌باشد. مطابق با

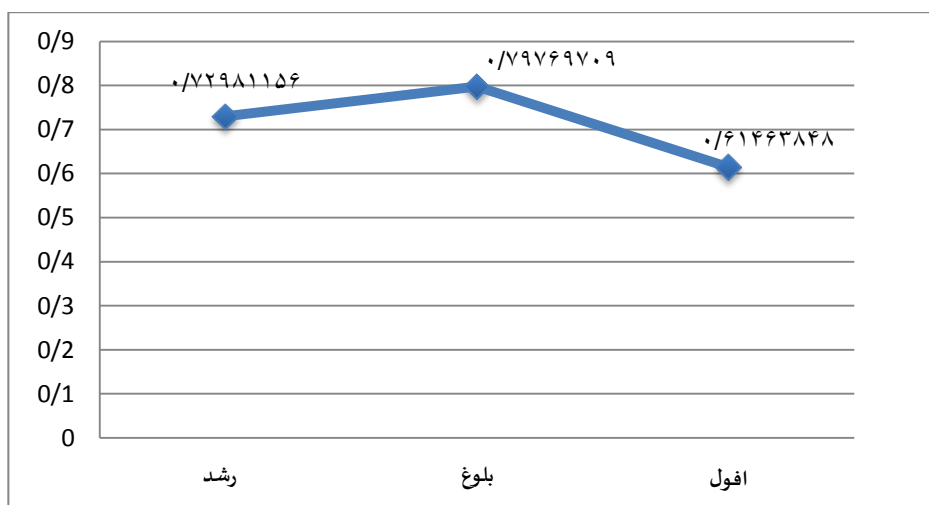
نظر آن‌ها شرکت‌ها در مرحله‌ی رشد، نرخ هزینه سرمایه کمتری نسبت به نرخ بازده مورد انتظار دارند. فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسبی که برای مؤسسات در این مرحله پدید می‌آید موجب می‌شود این مؤسسات به‌جای تقسیم سود، با انباشته کردن سود و انتقال آن به سرمایه‌گذاری در طرح‌ها، زمینه افزایش قیمت سهام را فراهم آورند. به تدریج که شرکت‌ها مراحل مختلف چرخه عمر را سپری می‌نمایند و وارد مرحله بلوغ می‌شوند نرخ هزینه سرمایه معادل و در موازات با نرخ بازده مورد انتظار شرکت‌ها شده و فرصت سرمایه‌گذاری مناسبی وجود ندارد و تقسیم سود تأثیری بر قیمت سهام نخواهد داشت و بدین طریق سود پرداختی شرکت‌ها افزایش پیدا می‌کند. مطابق با نظریه وستون و بریگام (۱۹۹۶) و نتایج پژوهش حاضر، در دوره‌ی افول مؤسسات در شرایطی قرار می‌گیرند که منحنی عمر آن‌ها شرایط نهایی را طی می‌کند و نرخ بازده سرمایه‌گذاری آن‌ها کمتر از نرخ هزینه سرمایه آن‌ها است. به دلیل اینکه عدم تقسیم سود در این مرحله موجب کاهش قیمت سهام خواهد شد و از طرفی فرصت‌های رشد این مرحله نیز بسیار ناچیز است، لذا مؤسسات اقدام به تقسیم سود بیشتری می‌کنند.



نمودار ۲. میانگین نسبت سود تقسیمی به اندازه شرکت در مراحل مختلف چرخه عمر

در فرضیه ۲، هدف بررسی تأثیرپذیری نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم از تغییرات

چرخه عمر شرکت‌های نمونه بود. نتایج آزمون تحلیل واریانس و آزمون LSD در جداول ۲ و ۳ نشان می‌دهد این نسبت در دوره‌های مختلف چرخه عمر، تغییرات معنی‌داری داشته است. بدین صورت که، نسبت فوق در شرکت‌های بالغ در مقایسه با شرکت‌های در حال رشد بالاتر است. دلیل این امر آن است که شرکت‌های جدیدالتأسیس که هزینه ثابت سنگینی را متحمل می‌شوند به درآمدهای خود برای توسعه و رشد نیازمند هستند. اما شرکت‌هایی که به حد بلوغ رسیده‌اند و شهرت و اعتبار خوبی در بازار سرمایه کسب کرده‌اند نسبت به شرکت‌های جدیدالتأسیس وابستگی کمتری به درآمدهایشان دارند و بنابراین می‌توانند از سیاست تقسیم سود آزادتری استفاده کنند. این نسبت در شرکت‌هایی که در دوره‌ی افول قرار گرفته‌اند دوباره در مقایسه با دوره‌ی بلوغ کاهش پیدا کرده است. به نظر می‌رسد شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران بعد از ورود به دوره‌ی افول، درصد کمتری از سود هر سهم را تقسیم می‌کنند و بقیه سود ذخیره می‌شود. شاید دلیل این امر، تامین مالی شرکت‌های مذکور از سود انباشته به دلیل هزینه بالای تامین مالی خارجی در مرحله‌ی افول (آقایی و دهدار، ۱۳۸۹) می‌باشد.



نمودار ۳. میانگین نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم در مراحل مختلف چرخه عمر

نتیجه‌گیری و پیشنهاد

در این تحقیق رابطه چرخه عمر واحد تجاری با سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های

بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است. تحقیق حاضر بر مبنای ادبیات موجود در خصوص تئوری چرخه عمر، به تبیین و آزمون دو فرضیه می‌پردازد. همان‌گونه که از نتایج آزمون فرضیه‌ها استنباط می‌شود سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها در مراحل مختلف چرخه عمر به دلیل فرصت‌های سرمایه‌گذاری مختلف و سیاست‌های متفاوت کاربردی برای تامین مالی در هر یک از این مراحل جهت حصول به اهداف بیشینه‌سازی ثروت سهامداران، متفاوت است؛ به نحوی که شرکت‌های در مرحله رشد چرخه عمر به واسطه وجود فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری و پایین بودن نرخ هزینه سرمایه، ترجیح می‌دهند در وهله نخست سودهای به دست آمده را صرف توسعه کنند و در نتیجه سود کمتری تقسیم می‌کنند. از سوی دیگر شرکت‌های در مرحله بلوغ به دلیل کاهش فرصت‌های سرمایه‌گذاری و فعالیتشان نسبت به شرکت‌های در مرحله رشد چرخه عمر، سود بیشتری تقسیم می‌کنند. مطابق با نتایج این پژوهش، با ورود به دوره افول، نسبت سود تقسیمی به ارزش بازار شرکت همچنان روند صعودی خود را حفظ می‌کند اما نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم کاهش پیدا کرده است.

با توجه به نتایج تحقیق به کلیه فعالان بازار سرمایه از جمله تحلیل‌گران و استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی پیشنهاد می‌شود در حین ارزیابی خود از عملکرد شرکت‌ها به ویژه تجزیه و تحلیل سیاست تقسیم سود آن‌ها به فاکتور مهم چرخه عمر شرکت‌های مذکور توجه نمایند. با وجود رابطه‌ی بین چرخه عمر شرکت و سیاست‌های تقسیم سود، ارزیابی صحیح عملکرد فعلی و آتی و ساختار مالی شرکت‌ها مستلزم توجه به مراحل چرخه عمر شرکت می‌باشد و توجه به مقوله موجب افزایش کیفیت تصمیم‌گیری شده و زمینه مساعدی را برای تصمیم‌گیری آگاهانه فراهم می‌آورد.

در اجرای پژوهش حاضر، سایر عوامل اختصاصی شرکت نظیر ویژگی‌های تجاری و مدیریتی و عوامل کلان اقتصادی که احتمال تأثیر آن‌ها بر رابطه سود تقسیمی و چرخه عمر وجود دارد نادیده گرفته شده است. همچنین به واسطه غیر بورسی بودن شرکت‌ها در مرحله ظهور، از کاربرد این دسته شرکت‌ها در ارزیابی چرخه عمر شرکت‌ها چشم‌پوشی شده است. لذا محققین در کاربرد نتایج تحقیق حاضر به اثرات محدودیت‌های مذکور توجه کافی نموده و احتیاط لازم را نمایند.

منابع و مأخذ

۱. آقایی، محمدعلی، دهدار، فرهاد. (۱۳۹۱)، "طراحی و تبیین الگوهای برتر ارزش گذاری مبتنی بر عایدات حسابداری و جریان وجوه نقد در فرایند چرخه عمر شرکت"، *مجله دانشور رفتار*، سال ۱۹، ش ۲، ص ۱-۲۴
۲. اعتمادی، حسین، پری چالاکی. (۱۳۸۴). رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، سال ۴۷-دوازدهم، ش ۳۹، ص ۳۲-۴۷
۳. ایزدی نیا و همکاران. (۱۳۹۰)؛ "شناسایی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی با به کارگیری مدل لاجیت، *مجله پژوهش های حسابداری مالی*، سال سوم ۱، ص ۲۱-۳۸
۴. پورحیدری، امید و محمد خاکساری. (۱۳۸۷) بررسی عوامل تعیین کننده خط مشی تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله توسعه و سرمایه*، ش ۲، پاییز و زمستان ۱۳۸۷، ص ۱۸۳-۲۰۰
۵. جهان خانی، علی و قربانی، سعید. (۱۳۸۴)، شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه تحقیقات مالی*، ۲۰. ص ۲۷-۴۸
۶. کرمی، غلامرضا، مهرانی، ساسان و اسکندر، هدی (۱۳۸۹)؛ "بررسی تئوری نمایندگی و تئوری علامت دهی در سیاست های تقسیم سود: نقش سرمایه گذاران. نهادی"، *ماهنامه حسابدار*، ۲۰۷، ص ۵۳-۶۷
۷. کرمی، غلامرضا و حامد عمرانی. (۱۳۸۹)، "تأثیر چرخه عمر شرکت و محافظه کاری بر ارزش شرکت" *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، ۵۹، صص. ۹۶-۷۹
۸. وستون، بریگام؛ یوستون. ترجمه عبده تبریزی، حسین؛ حنیفی، فرهاد. (۱۳۸۶). *مدیریت مالی*. جلد دوم. نشر آگاه
9. Abor, J., and Godfred, A., (2010). "Investment Opportunities, Corporate Finance, and Dividend Payout Policy", *Economics and Finance*. Vol 27, No 3.
10. Anthony, J. H. and, K. Ramesh (1992). "Association between Accounting Performance Measures and Stock Prices: A Test of the Life Cycle Hypothesis", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, pp. 203-227.
11. Bhattacharyya, N. (2007). Dividend Policy: A Review, *Managerial Finance*, Vol. 33 No. 1 pp. 4-13.
12. Brockman, P., and E. Unlu (2009). Dividend Policy, Creditor Rights, and The Agency Costs of Debt", *Journal of Financial Economics*, Vol. 92 pp. 276-299.

13. Chay, J. B., and Jungwon Suh (2009). Payout Policy and Cash-flow Uncertainty, *Journal of Financial Economics*, Vol. 93 pp. 88–107.
14. De. Angelo, H. , DeAngelo, L. , and R. M. Stulz (2006). Dividend Policy and the Earned / Contributed Capital Mix: A Test of The Life-Cycle Theory, *Journal of Financial Economics*, Vol. 81 pp. 227–254.
15. Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89, 62–82.
16. Harada, K, and Nguyen, P. (2006). Ownership Concentration, agency conflicts, and dividend policy in Japan. Working paper. [Online]. www. ssrn.com.
17. Lipson, M., Macquieira, C., Megginson, W., (1998). “Dividend initiation and earnings surprises”, *Financial Management*, Vol. 27, pp. 36– 45.
18. Mancinelli, L, and Ozkan, A. (2006). Ownership structure and Dividend Policy: Evidence from Italian Firms. *The European journal of Finance*. Vol. 12, No. 3, pp. 265-282.
19. Miller, M. H, & Modigliani, F., (1961). “Dividend policy, Growth, and the Valuation of Shares”, *Journal of Business*, Vol. 34, PP. 411-433.
20. Park Y, Chen K. (2006). “The Effect of Accounting Conservatism and Life-Cycle Stages On Firm Valuation”, *Journal of Applied Business Research*, 22, 75-92.
21. Ronny Manos, Victor Murinde, Christopher J. Green. (2012); “Dividend policy and business groups: Evidence from Indian firms”. *International Review of Economics and Finance*, Vol. 21, pp. 42–56.
22. Gohar G. Stepanyan. (2010). “Firm Life Cycle and the Choice of the Form of Payout”, www. SSRN.com
23. Wang, Ming-Hui, Ke, Mei-Chu and Liu, Yen-Sheng Huang (2011), “Dividend Policy and Life Cycle Hypothesis: Evidence From Taiwan”, *The international Journal of Business and Finance Research*, vol. 5, No. 1, pp. 33-52.
24. Weigand, Robert A, and H. Kent Baker (2009). Changing Perspectives on Distribution Policy. *managerial Finance*, Vol. 35 No. 6 pp. 479-492.
25. X, Bixia (2007). “Life Cycle Effect on the Value Relevance of Common Risk Factor”, *Review of Accounting and Finance*, 6, 162-175

