

تأثیر چرخه عمر و جریان نقدی آزاد بر سیاست تقسیم سود در صنایع (موردکاوی: صنایع فولاد، خودروسازی، داروسازی)

عباسعلی پور آقاجان^۱

کبری غلامی^۲

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۱۰/۲۴ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۱/۱۲/۲۶

چکیده

این مقاله به سیاست تقسیم سود پرداختی، در شرکت‌های صنعت فولاد و خودروسازی و داروسازی ایران که در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند می‌پردازد. یافته‌ها حاکی از آن است که شرکت‌های بزرگ و سودآور با جریان‌های نقدی آزاد و سود انباشته بالا تمایل بیشتری به پرداخت سود سهام دارند. همچنین شواهد نشان می‌دهد که شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا، تمایل به پرداخت کمتر نرخ درصد سود تقسیمی اما بازده سهام بیشتر دارند. در مجموع، یافته‌های این مقاله تایید نظریه جریان نقدی آزاد و چرخه عمر شرکت را میسر می‌سازد. به علاوه، یافته‌ها نشان می‌دهد که اهرم‌های مالی به‌طور مثبتی با نرخ درصد سود تقسیمی رابطه دارند. یکی از یافته‌ها این تردید را مطرح می‌سازد که شرکت‌ها برای پرداخت سود سهام به استقراض تکیه می‌کنند.

واژگان کلیدی: سیاست تقسیم سود سهام، چرخه عمر، جریان نقدی آزاد
G10, H24, H25: JEL

۱. استادیار گروه حسابداری دانشکده علوم انسانی دانشگاه آزاد اسلامی واحد قائم شهر، E.Mail: abbas_acc46@yahoo.com

۲. دانشجوی کارشناسی‌ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد بابل، E.Mail: kbrgholami@gmail.com

۱. مقدمه

هدف اصلی گزارشگری مالی کمک به استفاده‌کنندگان، به‌ویژه سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی است و ارزیابی بازده سهام، مبنای اصلی تصمیمات اقتصادی سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد (۳).

جریان نقد آزاد معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها است و وجه نقدی را نشان می‌دهد که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی‌ها، در اختیار دارد. جریان نقد آزاد از این حیث دارای اهمیت است که به شرکت اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را جستجو کند که ارزش سهام را افزایش می‌دهد. بدون در اختیار داشتن وجه نقد، توسعه محصولات جدید، انجام تحصیل‌های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نمی‌باشد. از طرف دیگر، وجه نقد باید در سطحی نگهداری شود که بین هزینه نگهداری وجه نقد و هزینه وجه نقد ناکافی تعادل برقرار شود (۲). در زمانی که مدیر جریان نقدی آزاد نسبتاً زیادی در دست دارد و از سوی دیگر فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری زیادی برای شرکت موجود باشد، مدیر، می‌تواند این وجوه نقد را در فعالیت‌هایی در راستای رشد شرکت استفاده کند. در چنین موقعیتی با توجه به اینکه این سرمایه‌گذاری‌ها در جهت رشد شرکت و در ادامه روند فعلی آن است، خطرپذیری کمتر و بازدهی تقریباً مشابه بازده فعلی شرکت دارد و بنابراین سود دچار نوسانات زیادی نخواهد شد. در مقابل، هنگامی که فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری محدود باشد، مدیران به سرمایه‌گذاری‌هایی دست خواهند زد که دارای خطرپذیری بیشتر و بالاتر و بازده متفاوتی از جریان عملیات فعلی شرکت است. در چنین موقعیتی سود شرکت دستخوش نوسان می‌شود و مدیر برای مهار کردن اینگونه نوسانات، که ناشی از سرمایه‌گذاری پرخطر است به هموارسازی سود اقدام خواهد کرد (۵).

از طرفی، در اقتصاد و مدیریت، چرخه عمر شرکت‌ها و مؤسسات به مراحل تقسیم می‌شود. در ادبیات این علوم برای چرخه عمر مدل‌هایی با چند مرحله ارائه شده است که در چارچوب این مدل‌ها، مؤسسات و شرکت‌ها با توجه به هر مرحله از حیات اقتصادی خود سیاست و خط مشی مشخصی را دنبال می‌کنند این سیاست‌ها به‌گونه‌ای در اطلاعات

حسابداری شرکت‌ها منعکس می‌شود (۳). نخستین پژوهش در زمینه چرخه عمر شرکت‌ها در حوزه حسابداری توسط (آنتونی و رامش^۱، ۱۹۹۲) انجام گرفته است. در ایران، تحقیقات اندکی در زمینه چرخه عمر شرکت‌ها در حوزه حسابداری صورت گرفته است (قربانی، ۱۳۸۵). رابطه سود و جریان‌های نقدی با ارزش شرکت در چارچوب چرخه عمر شرکت را بررسی نمود. یافته‌های وی نشان می‌دهد که در مراحل رشد و افول رابطه جریان‌های نقدی با ارزش شرکت قوی‌تر از رابطه سود با ارزش شرکت است و در مرحله بلوغ، عکس این موضوع صادق است (۳).

سیاست تقسیمی سود سهام یکی از مهمترین عرصه‌های ادبیات مالی است. بسیاری از محققان بررسی کرده‌اند که، چرا شرکت‌ها بخش متناهی از عوایدشان را به صورت سود سهام می‌پردازند (بلک^۲، ۱۹۷۶) توضیح می‌دهد که سود سهام به عنوان کردن مسائل نمایندگی بین مدیران و سهامداران خارجی کمک می‌کند. در تحلیل (استربروک^۳، ۱۹۸۶) نقش کنترل‌کننده سود سهام تضادها و اختلافات نمایندگی بین سهامداران و مدیران را کاهش می‌دهد (۸)، به تحلیل (جنسن^۴، ۱۹۸۶) مساله نمایندگی از انگیزه مدیران برای استفاده منافع شخصی، برای مثال بنای امپراتوریشان با سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی آزاد در پروژه‌های دارای ارزش خالص فعلی منفی یا صرف وجوه نقد در درآمدهای متفرقه نشأت می‌گیرد. بنابراین، سود سهام با کاهش جریان‌های نقدی آزاد در دسترس مدیران، این مشکل را تعدیل می‌کند (۱۲)

اما مقدار وجوه نقد آزاد به شرایط و مقررات سرمایه شرکت برای تامین مالی رشد آن بستگی دارد. عموماً شرکت‌های در مرحله رشد با فرصت‌های سرمایه‌گذاری فراوان، می‌خواهند جریان‌های نقدی آزاد کمی داشته باشند و در عوض، سود سهام کمتری بپردازند. از سوی دیگر، شرکت‌های در مرحله سر رسید با پروژه‌های سودآور نادر سرمایه‌گذاری، می‌خواهند جریان‌های نقدی آزاد زیادی داشته باشند و بتوانند سود سهام زیادی بپردازند.

1. Antoni & Ramash
2. Black
3. Easterbrook's
4. Jensen's

بنابراین، به نظر می‌رسد سیاست سود سهام شرکت متأثر از چرخه عمر آن باشد. این سود سهام تئوری چرخه عمر شناخته می‌شود (۱۴).

در مرحله رشد 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 (۳).

در مرحله افول 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؛ ضمن اینکه هزینه تأمین مالی از منابع خارجی بالاست (۱۴).

اخیراً محققان شروع به بررسی سیاست (تقسیم) سود سهام شرکت‌های بازارهای نو ظهور نموده و به‌طور فزاینده‌ای در یافته‌اند که سیاست (تقسیم) سود سهام می‌تواند تحت تأثیر زمینه بین‌المللی باشد که در آن پدید می‌آید.

دی آنجلو^۱ ثابت کرد که سرمایه‌مشارکتی تحصیل شده (اندازه‌گیری شده با نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام)، نماینده‌ای برای چرخه عمر شرکت، عامل تعیین‌کننده کلیدی خط مشی سود سهام شرکت در امریکا است. مطالعه اخیر (دنيس و اوسباو^۲، ۲۰۰۸) نیز نسبت سودهای انباشته و سنواتی به حقوق صاحبان سهام را عامل اصلی و مهم موثر بر سیاست‌های سود سهام در بازارهای توسعه‌یافته و پیشرفته (امریکا، کانادا، انگلیس، آلمان، فرانسه و ژاپن) نشان می‌دهد. اما، در مورد تأثیر و اثر سرمایه‌مشارکتی تحصیل شده بر سیاست‌های سود سهام در اقتصادهای نو ظهور اطلاعات کمی داریم (۷).

بنابراین، هدف این مقاله فراهم آوردن شواهد و مدارک بیشتری از تأثیر سرمایه‌مشارکتی تحصیل شده بر سیاست سود سهام بازار نو ظهوری مانند ایران است.

نتایج نشان می‌دهند که شرکت‌های بزرگتر با جریان‌های نقدی آزاد و سود انباشته حقوق صاحبان سهام بیشتر، سود سهام بیشتری می‌پردازند و شرکت‌هایی با نسبت بالاتر ارزش

1. De Angelo

2. Denis & D.J.G Osobow

دفتری به بازار، نماینده فرصت‌های رشد، نسبت سود سهام پرداختنی کمتر اما بازده سود سهام بیشتری می‌پردازند. روی هم رفته، یافته‌ها فرضیه جریان نقدی آزاد و نظریه سود سهام را تایید و تقویت می‌کنند (۱۴).

در این مقاله، فرضیه جریان نقدی آزاد را به بررسی ارتباط جریان‌های نقدی آزاد و سود سهام پرداختنی و همچنین چرخه عمر شرکت و سود سهام پرداختنی شرکت‌های ایرانی به‌طور خاص، می‌پردازیم.

۲. مفاهیم و ادبیات موضوعی

۲-۱. فرضیه‌های جریان نقدی آزاد

جریان نقد آزاد معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد است و وجه نقدی را نشان می‌دهد که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی‌ها، در اختیار دارد. جریان نقد آزاد از این حیث دارای اهمیت است که به شرکت اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را پیگیری کند که ارزش سهامدار را افزایش می‌دهد. بدون وجه نقد، توسعه محصولات جدید، انجام تحصیل‌های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نمی‌باشد (۲).

علت اینکه شرکت‌ها سود سهام را می‌پردازند فرضیه جریان نقدی آزاد است (جنسن، ۱۹۸۶) که سود سهام را وسیله‌ای برای کاهش هزینه نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد توضیح می‌دهد. فرضیه جریان نقدی آزاد در اصل بر اساس این استدلال است که بین مدیران و سهامداران اختلاف منافع وجود دارد. یعنی، به‌جای اقلام که بیشترین نفع سهامداران، مدیران می‌توانند منابع شرکت را برای منافع خودشان اختصاص دهند. رفتار خودخواهانه مدیران می‌تواند شامل صرف هزینه فراوان برای دفتر لوکس و تجملی و خریدها و کارهای بی‌مورد باشد. بنابراین، وجه نقد مازاد می‌تواند مساله سرمایه‌گذاری افراطی باشد زیرا آن‌ها ممکن است برای تامین بودجه پروژه‌های NPV منفی مورد استفاده قرار گیرند. برای تعدیل مساله سرمایه‌گذاری افراطی، (استربروک، ۱۹۸۳) و (جنسن، ۱۹۸۶) اظهار داشتند که شرکت‌ها مازاد وجه نقد را با پرداخت سود سهام یا با بازخرید سهام به سهامداران بر می‌گردانند (۱۴).

مدیریت وجه نقد شرکت به تقاضا برای وجه نقد در شرکت بستگی دارد. هدف مدیریت وجه نقد آن است که با محدود کردن سطوح وجه نقد در شرکت، ثروت سهامداران را حداکثر کند. وجه نقد باید در سطحی نگهداری شود که بین هزینه نگهداری وجه نقد و هزینه وجه نقد ناکافی تعادل برقرار شود (۲).

یک مفهوم فرضیه جریان‌های نقدی آزاد این است که شرکت‌های غنی از نقدینگی که با فرصت‌های سرمایه‌گذاری نادر به وجود می‌آیند و رشد می‌کنند مساله سرمایه‌گذاری افراطی خواهند داشت. بنابراین اعلام افزایش سود سهام این شرکت‌ها باید با واکنش مثبت بازار سهام همراه باشد. (لنگ و لیتزنبرگر^۱، ۱۹۸۹) به بررسی این مشخصه فرضیه جریان نقدی آزاد پرداختند. از لحاظ تجربی، آن‌ها از نسبت Tobin's Q برای تعیین گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری افراطی استفاده می‌کنند. به‌ویژه، Tobin's Q کمتر از یک، مساله سرمایه‌گذاری بیش از حد را نشان می‌دهد در حالی‌که Tobin's Q بیشتر از یک، نشان‌دهنده این است که شرکت به حداکثر رسانی ارزش سطح سرمایه‌گذاری را انجام می‌دهد. با بررسی نمونه‌ای از ۴۲۹ تغییر سود سهام منظم بین ۱۹۷۹ و ۱۹۸۴ (لنگ و لیتزنبرگر) دریافتند که میانگین بازده اعلام، تغییر زیاد سود سهام برای شرکت‌هایی با Tobin's Q پایین، بیشتر از شرکت‌های با Tobin's Q بالا است (۱۳).

در بررسی ۵۵ پیشنهاد و ۶۰ مناقصه اعلام سود سهام ویژه بین ۱۹۷۹ و ۱۹۸۹، (هوی، هی و کائو^۲، ۱۹۹۲) هیچ ارتباط عمده‌ای بین بازده بیان شده و Tobin's Q نمی‌یابند، که یافته‌ای در برابر یافته (۱۱) (لنگ و لیتزنبرگر، ۱۹۸۹) است. آن‌ها همچنین رگرسیون (سیر قهقراپی) بین بازده بیان شده و جریان نقدی شرکت قبل از این رویداد و دوره تعامل بین Tobin's Q و جریان وجوه نقدی را راه می‌اندازند. اما، نتایج نمی‌توانند ارتباط عمده‌ای بین بازده اعلانی و پتانسیل سرمایه‌گذاری افراطی شرکت به دست آورند. بنابراین یافته‌های آن‌ها هیچ مدرکی در تایید فرضیه جریان نقدی آزاد ارائه نمی‌دهند (۱۴).

(یون و استارک^۳، ۱۹۹۵) نمونه‌ای از ۴۱۷۹ تغییر سود سهام بین ۱۹۶۹ و ۱۹۸۸ را بررسی می‌کنند و در می‌یابند که میانگین بازده غیرعادی شرکت‌های دارای Q پایین، بسیار

1. Long & L.H.P. Litzenger

2. Ho we & K.M & Kao

3. Yoon & Starks

بیشتر از شرکت‌های دارای Q بالا برای افزایش‌های سود سهام است. اما، هیچ تفاوتی در حجم و میزان واکنش‌های قیمت سهام بین این دو گروه پس از کنترل اندازه تغییر سود سهام، بازده سود سهام، و ارزش بازار شرکت وجود ندارد. این نتیجه مخالف نتیجه‌ای است که (لنگ و لیتزبرگر، ۱۹۸۹) به دست آوردند که برای شرکت‌های دارای Q پایین واکنش بسیار بیشتر قیمت سهام را نسبت به شرکت‌های دارای Q بالا یافتند. بررسی مخارج سرمایه‌ای شرکت پس از تغییرات سود سهام توسط آن‌ها نشان می‌دهد که قطع نظر از فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، پس از (کاهش‌ها) افزایش‌های سود سهام شرکت‌ها، (کاهش) افزایش عمده‌ای در مخارج سرمایه‌ای مشاهده می‌شود. این نتایج با فرضیه جریان نقدی آزاد مطابقت دارند (۱۵).

(دنيس و سارين^۱، ۱۹۹۴) با استفاده از ۶۷۷۷ نمونه تغییر سود سهام بین ۱۹۶۲ و ۱۹۸۸ برای بررسی رابطه بین آگهی (اعلان) تغییر سود سهام و واکنش‌های قیمت سهام در می‌یابند که بازده‌های غیرعادی مدل تغییرات سود سهام، ارتباط مثبتی با حجم و اندازه تغییرات سود سهام و سطح بازده سود سهام دارند. اما ربطی به، $Tobin's Q$ ندارند. به علاوه، نتایج آن‌ها نشان می‌دهند که تحلیل‌گران پیش‌بینی‌های عواید آتی پس از آگهی‌های تغییر سود سهام را اصلاح می‌کنند و شرکت‌های دارای Q پایین پس از (کاهش) افزایش سود سهام، مخارج سرمایه‌ای را واقعا (کاهش) افزایش می‌دهند. در مجموع، یافته‌های آن‌ها فرضیه جریان نقدی آزاد را تایید نمی‌کنند (۶).

(لی^۲، ۲۰۰۰) با بررسی ۵۷۰ سود سهام ویژه، ۷۴۱۷ افزایش منظم سود سهام و ۲۰۷ پیشنهاد مناقصه در می‌یابد که شرکت‌ها میلند قبل از اعلام پرداخت‌ها مازاد وجوه (نقد) داشته باشند و همان‌طور که با $Tobin's Q$ اندازه‌گیری شد، برای پیشنهاد‌های مناقصه و سود سهام ویژه زیاد، واکنش قیمت سهام به این اعلام‌ها رابطه عمده‌ای با مازاد وجوه نقد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت دارد اما نه برای افزایش‌های منظم سود سهام و سودهای ویژه جزئی. روی هم رفته، نتایج او با فرضیه جریان نقدی آزاد مطابقت دارد؛ یعنی پرداخت‌های نقدی سرمایه‌گذاری بالقوه کوتاه و محدود مدیران کمک می‌کنند (۱۴).

1. Denis & Sarin
2. Lie

مطالعات (گش و ولریج، ۱۹۸۶) نشان داد که اقدام شرکت‌ها برای کاهش سود سهام به سبب عملکرد ضعیف درآمدهاست. ویژگی این نوع شرکت‌ها با عملکرد ضعیف این است که مانند شرکت‌های روبه رشد، سود سهام پرداخت نمی‌کنند. همچنین مانند شرکت‌های بالغ، سود سهام معوقه دارند (۱).

۳. فرضیه چرخه عمر

طبق تئوری چرخه عمر، شرکت‌ها در مراحل مختلف چرخه عمر از نظر مالی دارای نمودگرها و رفتارهای خاصی هستند؛ بدین معنی که ویژگی‌های مالی یک شرکت متأثر از مرحله‌ای از چرخه عمر است که شرکت در آن قرار دارد (۳).

نخستین پژوهش در زمینه چرخه عمر شرکت‌ها در حوزه حسابداری توسط (آنتونی و رامش، ۱۹۹۲) انجام گرفته است. آن‌ها در تحقیق خود پس از طبقه‌بندی شرکت‌ها به مراحل رشد، بلوغ و افو، ارتباط بین معیارهای عملکرد، چون رشد فروش و مخارج سرمایه‌ای با قیمت بازار سهام را بررسی نمودند (۳).

(فرنچ و فاما^۱، ۲۰۰۱) تمایل به پرداخت سود سهام شرکت‌های آمریکایی بین ۱۹۲۶ و ۱۹۹۹ را بررسی نمودند. آن‌ها دریابند که درصد شرکت‌های پرداخت‌کننده سود سهام بعد از ۱۹۷۸ به‌طور مشابهی کاهش می‌یابد، یعنی سهم پرداخت‌کنندگان سود سهام در ۱۹۷۸ به اوج ۶۶/۵٪ آن می‌رسد، اما در ۱۹۹۹ به فقط ۲۰/۸٪ سقوط می‌کند. شواهد آن‌ها نشان می‌دهد که سهم پایین‌تر پرداخت‌کنندگان سود سهام تا حدی ناشی از موج پذیرش و ثبت جدید شرکت‌های کوچک با سودآوری کم اما فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیاد است که، هیچ‌گاه سود سهام نمی‌پردازند (۹).

در بررسی از ۶۴۲ آگهی تغییر سود سهام بین ۱۹۶۷ و ۱۹۹۳، (گرالون، میشلی و سوامیناتسو^۲، ۲۰۰۲) در می‌یابند که شرکت‌های افزایش‌دهنده سود سهام در سال‌های پس از افزایش سود سهام، مخارج سرمایه‌های را افزایش نمی‌دهند. از این گذشته، ریسک سیستماتیک شرکت‌های افزایش‌دهنده سود سهام بر محور آگهی‌های افزایش سود سهام به‌طور عمده‌ای کاهش می‌یابد و به کاهش عمده هزینه سرمایه آن‌ها منجر می‌شود (۱۰).

1. French & Fama

2. Grullon & Michaely & Swaminathan

گرالون و همکارانش نشان می‌دهند که این کاهش رانت ریسک سیستماتیک، تعیین‌کننده عمده واکنش مثبت قیمت سهام به افزایش‌های سود سهام است. به علاوه، آن‌ها افزایش دائمی نسبت‌های سود سهام پرداختی شرکت‌های افزایش‌دهنده سود سهام را یافتند. این نتیجه که این شرکت‌ها می‌توانند سود سهام بالاتر را حفظ کنند با یافته‌های (لینتنر^۱، ۱۹۵۶) که مدیران می‌کوشند سود سهام را یکنواخت کنند مطابقت دارد. به دنبال این یافته‌ها، گرالون فرضیه بلوغ یا سررسید را مطرح می‌سازد که حاکی از آن است که شرکت زمانی که از مرحله رشد به مرحله بالغ‌تری می‌رسد می‌خواهد سود سهام را افزایش دهد. زمانی که یک شرکت در حال رشد بالغ می‌شود، فرصت‌های سرمایه‌گذاری آن کاهش می‌یابد که در عوض، به افزایش جریان‌های نقدی آزاد شرکت منتهی می‌شود. سپس شرکت بالغ این جریان‌های نقدی آزاد را به صورت سود سهام یا بازخرید سهام می‌ردازد، بنابراین، افزایش سود سهام می‌تواند نه تنها تغییر در اصول اساسی شرکت بلکه تعهد مدیریت به عدم سرمایه‌گذاری افراطی را نشان دهد (۳).

(بلیک، ۱۹۹۸) به بررسی توان توضیحی افزایش‌دهنده الگوهای ارزش‌گذاری مبتنی بر اقلام تعهدی در مقایسه با الگوهای ارزش‌گذاری مبتنی بر جریان‌های نقدی پرداخت. یافته‌های وی نشان می‌دهد که توان توضیحی الگوهای ارزش‌گذاری مبتنی بر اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی در مراحل مختلف چرخه عمر تفاوت معناداری با یکدیگر دارند. در مرحله رشد و افول الگوهای ارزش‌گذاری مبتنی بر جریان‌های نقدی مربوط‌تر هستند و در مرحله بلوغ عکس این موضوع صادق است (۳).

مطالعه (پایلوت^۲، ۱۹۹۲) نشان داد که واکنش قیمت سهام به عرضه اوراق بهادار، تابعی از فرصت‌های رشد شرکت و ریسک اوراق بهادار عرضه شده می‌باشد. سیاست تقسیم سود شاخصی برای فرصت‌های رشد است. فرض می‌شود شرکت‌هایی با سیاست تقسیم سود بالا و باثبات، شرکت‌های بالغ می‌باشند. بنابراین شرکت‌های رو به رشد از پرداخت سود سهام زیاد برای سرمایه‌گذاری مجدد درآمدها در فرصت‌های سرمایه‌گذاری باارزش، اجتناب

1. Lintner's
2. Paylot

می‌کنند. درحالی‌که شرکت‌های بالغ، فرصت‌های رشد محدود و نرخ سود پرداختی بالایی را دارند (۱).

(جنکینز و همکاران، ۲۰۰۴) به بررسی تأثیر چرخه عمر شرکت بر میزان مربوط بودن اجزای سود پرداخت. یافته‌های وی نشان می‌دهد که میزان مربوط بودن اجزای سود بسته به اینکه شرکت در کدام مرحله از چرخه عمر قرار دارد متفاوت است (۳).

(دی آنجلو و استولز، ۲۰۰۶) تئوری چرخه عمر را با بررسی اینکه آیا احتمال پرداخت سود سهام، همان‌طور که با سودهای انباشته برای کل حقوق صاحبان سهام (RE/TE) یا سودهای انباشته برای کل دارایی‌ها (RE/TA) اندازه‌گیری شد، با ترکیب سرمایه مشارکتی/تحصیل شده ارتباط دارد آزمایش کردند. نوعاً، شرکت‌هایی با RE/TE (RE/TA) پایین می‌خواهند در مرحله رشد و متکی به سرمایه خارجی باشند در حالیکه شرکت‌هایی با RE/TE (RE/TA) بالا می‌خواهند با منافع انباشته زیاد بالغ‌تر باشند، بنابراین خود را داوطلبان خوبی برای پرداخت سود سهام می‌کنند (۵). طبق نظریه چرخه عمر، شواهد آن‌ها نشان می‌دهد که ترکیب سرمایه مشارکتی/تحصیل شده رابطه عمده مثبتی با این احتمال دارد که شرکت سود سهام را بپردازد، اندازه شرکت، سودآوری جاری و آتی، رشد، کل حقوق صاحبان سهام، مانده نقدی و تاریخ سود سهام را کنترل کند. این رابطه احتمال اینکه شرکت (تقسیم) سود سهام را آغاز یا حذف کند را نیز دارد. به‌علاوه، (دی آنجلو و دستیارانش) افزایش معتنا به شرکت‌هایی با سودهای انباشته منفی از ۱۱/۸٪ در ۱۹۷۸ به ۵۰/۲٪ در ۲۰۰۲ را ثابت می‌کنند، یافته‌ای که بیشتر توضیح می‌دهد چرا شرکت‌های آمریکایی تمایل کمتری به پرداخت سود سهام در دوره‌هایی که (فرنچ و فاما، ۲۰۰۱) استفاده کرده‌اند دارند (۱۴).

یافته‌های (لورک و ویلینگر) نشان داد پیش‌بینی جریان‌های نقدی در شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچکتر و شرکت‌هایی که چرخه عملیاتی کوتاهتری دارند نسبت به شرکت‌هایی که چرخه عملیاتی طولانی‌تری دارند به‌طور معنی‌داری دقیق‌تر است (۴).

(دهدار، ۱۳۸۶) به بررسی تأثیر چرخه عمر بر توان توضیحی افزایش اجزای سود و جریان‌های نقدی پرداخت. یافته‌های وی نشان می‌دهد که در مراحل رشد و بلوغ الگوهای ارزش‌گذاری مبتنی بر سود و ارقام تعهدی در قیاس با الگوهای مبتنی بر جریان‌های نقدی

عملیاتی، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی، حاوی توان توضیحی افزایشده بیشتری هستند و در مرحله افول، عکس این موضوع صادق است (۳).

(رحمانی و دیگران، ۱۳۸۸) در تحقیقی به بررسی و تجزیه و تحلیل رابطه سودآوری و بازده سهام با توجه به چرخه عمر و اندازه شرکت، در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند که متغیرهای سود هر سهم و تغییر سود هر سهم به‌عنوان متغیر مستقل و نرخ بازده سهام شرکت‌ها به‌عنوان متغیر وابسته و همچنین دو متغیر چرخه عمر و اندازه شرکت به‌عنوان متغیرهای کنترلی مورد بررسی قرار گرفتند. در این تحقیق اطلاعات مورد نیاز در دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ بررسی شد. نتایج به‌دست آمده حاکی از آن است که متغیرهای چرخه عمر و اندازه شرکت عوامل تأثیرگذار در رابطه بین سودآوری و بازده می‌باشند و باعث افزایش ضریب تعیین تعدیل شده می‌شوند (۱)

(کرمی و عمران، ۱۳۸۸) در تحقیقی با هدف اصلی بررسی تأثیر چرخه عمر شرکت و محافظه‌کاری بر ارزش شرکت با استفاده از مدل فلتهم و اوهلسون (۱۹۹۵)، تأثیر محافظه‌کاری بر واکنش سرمایه‌گذاران به خالص دارایی‌های عملیاتی و سود عملیاتی غیرعادی در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج حاصل از بررسی ۴۵۰ سال - شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷ نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران اهمیت (وزن) بیشتری به خالص دارایی‌های عملیاتی و سود عملیاتی غیرعادی شرکت‌های در مرحله‌ی رشد نسبت به شرکت‌های مراحل بلوغ و افول می‌دهند. همچنین نتایج نشان می‌دهد که در مراحل رشد و بلوغ، سرمایه‌گذاران اهمیت (وزن) بیشتری به خالص دارایی‌های عملیاتی و سود عملیاتی غیرعادی شرکت‌های محافظه‌کار (نسبت به شرکت‌هایی که از رویه‌های حسابداری متهورانه استفاده می‌کنند) می‌دهند و در مرحله افول عکس این موضوع صادق است.

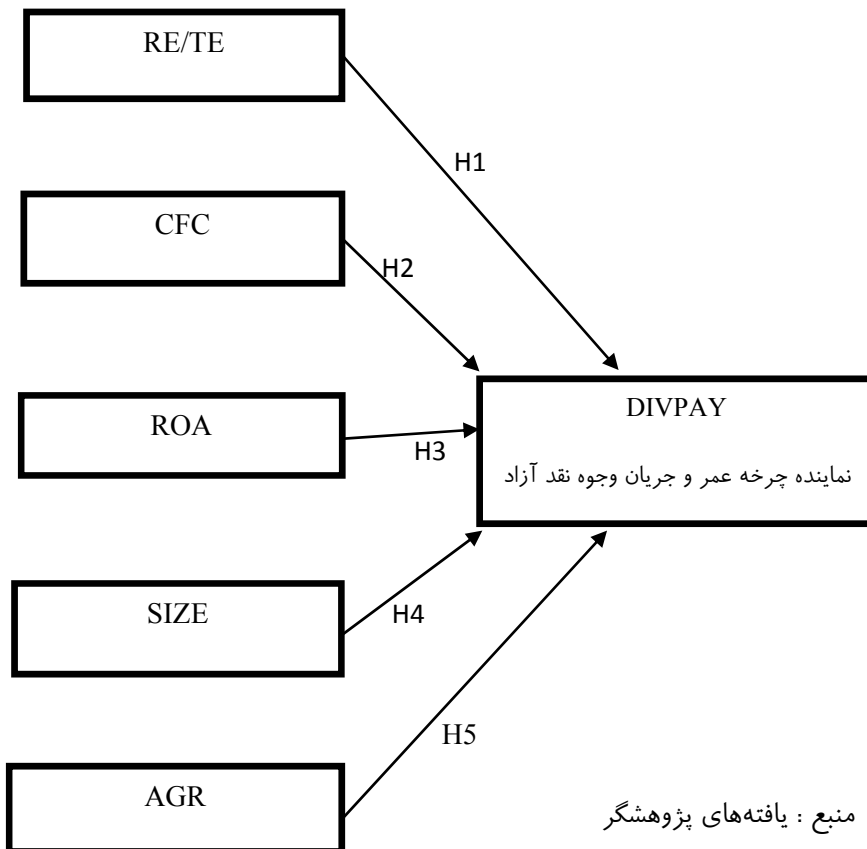
اخیرا، (دنيس و اوسباو، ۲۰۰۸) شواهد سری زمانی و مقطعی تمایل پرداخت سود سهام در ۶ بازار مالی پیشرفته (آمریکا، کانادا، انگلستان، آلمان، فرانسه و ژاپن) در دوره ۲۰۰۲-۱۹۸۹ را بررسی می‌کنند (۷). همانند (فرنچ و فاما)، آن‌ها نیز درمی‌یابند که احتمال پرداخت سود سهام به اندازه شرکت، فرصت‌های رشد و سودآوری بستگی دارد. در تمام این ۶ کشور، احتمال پرداخت سود سهام شدیداً وابسته به نسبت سودهای انباشته به کل حقوق

صاحبان سهام است. شکست شرکتهایی که سود سهام را می‌پردازند زمانی بالاست که این نسبت بالا باشد و زمانی پایین است که سودهای انباشته منفی باشند. مطابق شواهد آمریکایی گزارش شده توسط (دی آنجلو، ۲۰۰۶)، شواهد آنها نشان می‌دهد که میانگین سود سهام به مرور زمان کاهش نمی‌یابد اما در میان بزرگترین و سودآورترین شرکتها متمرکز است. یافته‌ای مطابق با پیش‌بینی تئوری چرخه عمر که توزیع جریان نقدی آزاد تعیین‌کننده اصلی سیاست تقسیم سود سهام است (۱۴).

مدل مفهومی

در تحقیق حاضر به بررسی ارتباط ۵ فرضیه با چرخه عمر و جریان نقدی وجوه آزاد، می‌پردازیم.

نمودار ۱. مدل تاثیر متغیرهای موثر بر سود سهام پرداختی



منبع: یافته‌های پژوهشگر

۴. تعریف متغیرها

الف) متغیر وابسته:

$$(۱) \quad \text{DIVPAY} = \alpha + \beta_1 \text{RE/TE} + \beta_2 \text{FCF} + \beta_3 \text{ROA} + \beta_4 \text{SIZE} + \beta_5 \text{AGR} + \varepsilon$$

ب) متغیر مستقل:

(RE/TE) سودهای انباشته برای ارزش حقوق صاحبان سهام که از تقسیم RE بر TE به دست می آید.

(FCF) جریان نقدی آزاد با جریان نقدی آزاد حاصل از عملیات به پیروی از بابا (۲۰۰۹) برآورد می شود.

(ROA) بازده دارایی عبارت است از حاصل تقسیم سودهای عملیاتی بر جمع دارایی ها.

(SIZE) اندازه شرکت به وسیله لگاریتم طبیعی کل دارایی ها سنجیده می شود.

(AGR) نسبت رشد دارایی ها بر حسب درصد رشد کل دارایی ها محاسبه می شود

۵. فرضیه های تحقیق

فرضیه ۱: RE/TE (نماینده چرخه عمر شرکت) رابطه ای معنا دار با سود سهام پرداختی دارد.

فرضیه ۲: بین جریان نقدی آزاد و سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۳: جریان نقدی آزاد ارتباط مثبتی بین سودآوری و سود سهام پرداختی دارد.

فرضیه ۴: بین اندازه شرکت و سود سهام پرداختی رابطه مثبتی وجود دارد.

فرضیه ۵: بین فرصت های سرمایه گذاری و سود سهام پرداختی رابطه منفی وجود دارد.

۶. روش پژوهش

روش پژوهش حاضر از نوع استقرایی و پس رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) و روش آماری آن همبستگی مقطعی است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل های انجام شده بر مبنای طرح پژوهش در این قسمت ارائه شده است. با بهره گیری از تکنیک های آماری مناسب، داده های جمع آوری شده، دسته بندی، تجزیه و تحلیل و در نهایت فرضیه تحقیق مورد

آزمون قرار گرفته است. ابتدا آزمون فرضیات و سپس نتایج و تفسیر آن‌ها مورد بررسی قرار گرفته است.

۶-۱. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های فولاد و خودروسازی و داروسازی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. قلمرو زمانی این پژوهش سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۸۹ است. محدودیت‌های زیر برای انتخاب نمونه مناسب به روش حذفی مورد استفاده قرار گرفته است:

جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا واسطه‌گری مالی، هلدینگ، بانک و لیزینگ نباشد. به‌منظور ایجاد قابلیت مقایسه پایان سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد. اطلاعات مالی شرکت‌ها در دوره مورد مطالعه در دسترس باشد. شرکت‌ها سودآور باشند.

با توجه به شرایط فوق ۱۵ شرکت در صنعت فولاد و ۱۵ شرکت در صنعت داروسازی و ۱۳ شرکت در صنعت خودروسازی (در طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۸۹) شرایط فوق را دارا بوده و به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شده‌اند.

۶-۲. یافته‌های پژوهش برای صنعت فولاد

آزمون فرضیه:

بین RE/TE (نماینده چرخه عمر شرکت) و SIZE, ROA با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد.

به منظور بررسی ارتباط RE/TE (نماینده چرخه عمر شرکت) و SIZE, ROA با سود سهام پرداختی، مدل رگرسیون خطی زیر استفاده شده است: (۲)

$$Divpay = c + \beta_1 SIZE + \beta_2 ROA + \beta_3 RE/RT + \beta_4 FCR + \beta_5 AGR \quad (2)$$

فرض‌های آزمون:

فرض اول:

H0: بین SIZE با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود ندارد. H1: بین SIZE با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد.

$$H_1 : \rho \neq 0 \quad \text{prob} < 0.05 \quad H_0 : \rho = 0 \quad \text{prob} \geq 0.05$$

فرض دوم:

H0: بین ROA با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود ندارد. H1: بین ROA با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد.

$$H_1 : \rho \neq 0 \quad \text{prob} < 0.05 \quad H_0 : \rho = 0 \quad \text{prob} \geq 0.05$$

فرض سوم:

H0: بین RE/TE (نماینده چرخه عمر شرکت) با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود ندارد.

H1: بین RE/TE (نماینده چرخه عمر شرکت) با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد.

$$H_1 : \rho \neq 0 \quad \text{prob} < 0.05 \quad H_0 : \rho = 0 \quad \text{prob} \geq 0.05$$

فرض چهارم:

H0: بین FCR با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود ندارد. H1: بین FCR با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد.

$$H_1 : \rho \neq 0 \quad \text{prob} < 0.05 \quad H_0 : \rho = 0 \quad \text{prob} \geq 0.05$$

فرض پنجم:

H0: بین AGR با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود ندارد. H1: بین AGR با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد

$$H_0 : \rho=0 \quad \text{prob} \geq 0.05 \quad H_1 : \rho \neq 0 \quad \text{prob} < 0.05$$

آزمون مدل: برای آزمون فرضیه ابتدا تحلیل ذیل مشخص شده است که آزمون به صورت مدل تلفیقی یا اثرات ثابت می باشد. آماره آزمون F به صورت جدول زیر محاسبه شده است: جدول ۱. انتخاب بین مدل تلفیقی و اثرات ثابت

سطح معناداری	درجه آزادی	آماره	آزمون اثرات
۰/۱۶۶۹	(۱۳,۳۷)	۱/۴۹۱۵۲۶	Cross-section F
۰/۰۳۵	۱۳	۲۳/۵۹۶۷۸	Cross-section Chi-square

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در جدول ۱ با توجه به اینکه در آزمون F، $\text{prob} > 0.05$ می باشد در نتیجه از آزمون پولینگ استفاده می گردد. که آزمون آن به شرح زیر می باشد.

جدول ۲. آزمون پولینگ صنعت فولاد

متغیر	ضرایب	t-آماره	سطح معناداری
C	۹۳۶۵۹/۳۱	۱/۳۷۹۴۷	۰/۱۷۳۹
AGR	۰/۰۷۷۰۹۱	۰/۱۹۱۷۹	۰/۸۴۸۷
SIZE	۲۸۴/۶۴۲۲	۰/۲۰۶۹۵۷	۰/۰۸۳۶۹
ROA	-۰۰۰۲۱/۴	-۱/۶۰۳۴	۰/۱۱۵۱
FCR	۲/۴۲E-۰۵	۰/۹۰۴۰۷۳	۰/۳۷۰۳
RE/RT	۰/۲۶۳۵۴۱	۰/۶۲۷۶۶۶	۰/۵۳۳۱

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در سطح معناداری ۰,۰۵ هیچ معیاری معنادار نمی باشد. معیارها در سطح بالاتر از ۰,۰۵ قابل قبول می باشند.

ارتباط بین متغیرها و Divpay: در این حالت، در صورتیکه سطح معناداری بیش از ۰,۰۵ باشد می توان ارتباطی ضعیفی را مدنظر قرار داد.

نتایج و تفسیر فرضیه‌های تحقیق

فرض اول: بین SIZE (اندازه شرکت) و سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد. SIZE با t آماری ۰.۲۰۶۹۵۷ و Prob برابر است با ۰.۸۳۶۹، چون بیشتر از ۵٪ می‌باشد معنی‌دار نیست. اما در سطح بیش از ۵٪ ضریب این متغیر ۲۸۴,۶۴۲۲ می‌باشد و نشان می‌دهد SIZE (نماینده چرخه عمر شرکت) رابطه مستقیمی با (Div pay) دارد یعنی اگر SIZE یک واحد افزایش یابد میزان (Div pay) به میزان ۲۸۴,۶۴۲۲ واحد افزایش می‌یابد. فرض دوم: بین ROA و سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد.

متغیر اندازه شرکت با t آماری ۱.۶۰۳۴- و Prob برابر است با ۰.۱۱۵۱، چون بیشتر از ۵٪ می‌باشد معنی‌دار نیست. اما در سطح بیش از ۵٪ ضریب این متغیر ۲۱۰۰۰,۴- می‌باشد و نشان می‌دهد ROA رابطه معکوسی با سود سهام پرداختی دارد یعنی اگر ROA یک واحد افزایش یابد سود سهام پرداختی به میزان ۲۱۰۰۰,۴- واحد کاهش می‌یابد. فرض سوم: بین RE/TE (نماینده چرخه عمر شرکت) (Div pay) رابطه معناداری وجود دارد.

متغیر RE/TE با t آماری ۰.۶۲۷۶۶۶ و Prob برابر است با ۰.۵۳۳۱، چون بیشتر از ۵٪ می‌باشد معنی‌دار نیست. ضریب این متغیر ۰.۲۶۳۵۴۱ می‌باشد و نشان می‌دهد RE/TE رابطه مستقیمی با Div pay دارد یعنی اگر RE/TE یک واحد افزایش یابد میزان Div pay به میزان ۰.۲۶۳۵۴۱ واحد افزایش می‌یابد.

فرض چهارم: بین FCR و سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد. متغیر اندازه شرکت با t آماری ۰.۹۰۴۰۷۳ و Prob برابر است با ۰.۳۷۰۳، چون بیشتر از ۵٪ می‌باشد معنی‌دار نیست. اما در سطح بیش از ۵٪ ضریب این متغیر ۰.۲۴E-۰۵ می‌باشد و نشان می‌دهد FCR رابطه مستقیمی با سود سهام پرداختی دارد یعنی اگر FCR یک واحد افزایش یابد سود سهام پرداختی به میزان ۰.۲۴E-۰۵ واحد افزایش می‌یابد.

فرض پنجم: بین AGR و سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد. متغیر اندازه شرکت با t آماری ۰.۱۹۱۷۹ و Prob برابر است با ۰.۸۴۸۷، چون بیشتر از ۵٪ می‌باشد معنی‌دار نیست. اما در سطح بیش از ۵٪ ضریب این متغیر ۰.۰۷۷۰۹۱

می‌باشد و نشان می‌دهد AGR رابطه مستقیمی با سود سهام پرداختی دارد یعنی اگر AGR یک واحد افزایش یابد سود سهام پرداختی به میزان ۰.۰۷۷۰۹۱ واحد افزایش می‌یابد.

۳-۶. آزمون فرضیه صنعت خودروسازی

آزمون فرضیه: بین AGR, SIZE و با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد. به منظور بررسی ارتباط AGR, SIZE و با سود سهام پرداختی، مدل رگرسیون خطی زیر استفاده شده است: (۳)

$$\text{Divpay} = c + \beta_1 \text{AGR} + \beta_2 \text{SIZE} \quad (3)$$

فرض‌های آزمون:

فرض اول:

H_0 : بین AGR با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود ندارد. H_1 : بین AGR با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد.

$$H_1 : \rho \neq 0 \quad \text{prob} < 0.05 \quad H_0 : \rho = 0 \quad \text{prob} \geq 0.05$$

فرض دوم:

H_0 : بین SIZE با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود ندارد. H_1 : بین SIZE با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد

$$H_1 : \rho \neq 0 \quad \text{prob} < 0.05 \quad H_0 : \rho = 0 \quad \text{prob} \geq 0.05$$

آزمون مدل: برای آزمون فرضیه ابتدا تحلیل ذیل مشخص شده است که آزمون به صورت مدل تلفیقی یا اثرات ثابت می‌باشد. آماره آزمون F به صورت جدول زیر محاسبه شده است:

جدول ۳. انتخاب بین مدل تلفیقی و اثرات ثابت

سطح معناداری	درجه آزادی	آماره	آزمون اثرات
۰/۹۱۱۴	(۱۲،۳۴)	۰/۴۸۱۷۹۲	Cross-section F
۰/۷۷۲	۱۲	۸/۱۶۶۱۶۸	Cross-section Chi-square

منبع: یافته‌های پژوهشگر

تأثیر چرخه عمر و جریان نقدینگی آزاد بر سیاست تقسیم سود در صنایع (مورد کاوی: صنایع فولاد، خودروسازی، داروسازی) ۱۷۳

در جدول ۳ با توجه به اینکه در آزمون F ، $prob > 0.05$ می‌باشد در نتیجه از آزمون پولینگ استفاده می‌گردد. که آزمون آن به شرح زیر می‌باشد.

جدول ۴. آزمون فرضیه صنعت خودروسازی

متغیر	ضرایب	t-آماره	سطح معناداری
(عرض از مبدا) C	-۹۴۵۰۰۹	-۱/۲۶۵۶۵	۰/۲۱۲
AGR	-۱/۴۲۹۶	-۶/۹۲۶۹۳	۰/۰۰۰
SIZE	۱۰۲۱۳۴/۲	۳/۶۵۸۳۱۶	۰/۰۰۰۷
ROA	۹۰۴۰۴/۰۵	۰/۷۷۷۸۱	۰/۴۴۰۷
FCR	۳/۲۳E-۰۶	-۰/۲۶۲۲۸۴	۰/۷۹۴۳
RE/RT	-۰/۱۰۶۷۰۹	۰/۵۶۹۷۹۹	۰/۵۷۱۶

منبع : یافته‌های پژوهشگر

در سطح معناداری ۰,۰۵ دو معیار AGR و SIZE معنادار می‌باشند. بقیه معیارها در سطح بالاتر از ۰,۰۵ قابل قبول می‌باشند. (۴)

ارتباط بین متغیرهای AGR و SIZE و Divpay : بررسی ارتباط بین متغیرهای AGR و SIZE و Divpay (با استفاده از تکنیک پانل دیتا و نرم افزار Eviews به شرح جدول زیر می‌باشد): (۵)

جدول ۵. رگرسیون خطی چند متغیره بین متغیرهای مستقل و وابسته

Div pay			متغیر
prob	آماره t	ضرایب	
۰/۲۱۲	-۱/۲۶۵۶۵	-۹۴۵۰۰۹	عرض از مبدا
۰/۰۰۰	-۶/۹۲۶۹۳	-۱/۴۲۹۶	AGR
۰/۰۰۰۷	۳,۶۵۸۳۱۶	۱۰۲۱۳۴/۲	SIZE
۱/۹۷۸۵۴	دوربین واتسن	۱	ضرایب تعیین تعدیل شده
۰,۰۰۰	Prob (F-statistic)	۴۴/۹۹۵۱۵	F-statistic

منبع : یافته‌های پژوهشگر

نتایج و تفسیر فرضیه‌های تحقیق:

فرض اول: بین AGR و سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد. AGR با t آماری ۰.۹۲۶۹۳-۶ و Prob برابر است با ۰,۰۰۰، چون کمتر از ۵٪ می‌باشد معنی‌دار است. ضریب این متغیر ۰.۴۲۹۶-۱ می‌باشد و نشان می‌دهد AGR رابطه معکوسی با (Div pay) دارد یعنی اگر AGR یک واحد افزایش یابد میزان (Div pay) به میزان ۰.۴۲۹۶-۱ واحد کاهش می‌یابد.

فرض دوم: بین SIZE و سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد. متغیر اندازه شرکت با t آماری ۰.۶۵۸۳۱۶-۳ و Prob برابر است با ۰,۰۰۰۰۷، چون کمتر از ۵٪ می‌باشد معنی‌دار است. ضریب این متغیر ۰.۲۱۳۴,۲ می‌باشد و نشان می‌دهد اندازه شرکت رابطه معکوسی با سود سهام پرداختی دارد یعنی اگر اندازه شرکت یک واحد افزایش یابد سود سهام پرداختی به میزان ۰.۲۱۳۴,۲ واحد افزایش می‌یابد.

۳-۶. آزمون فرضیه در صنعت داروسازی

آزمون فرضیه: بین شلق و SIZE, RE/RT با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد.

به منظور بررسی ارتباط AGR و SIZE, RE/RT با سود سهام پرداختی، مدل رگرسیون خطی زیر استفاده شده است:

$$\text{Divpay} = c + \beta_1 \text{AGR} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{RE / RT} \quad (۴)$$

فرض‌های آزمون:

فرض اول:

H_0 : بین AGR با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود ندارد. H_1 : بین AGR با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد.

$$H_0 : \rho = 0 \quad \text{prob} \geq 0.05 \quad H_1 : \rho \neq 0 \quad \text{prob} < 0.05$$

فرض دوم:

H0: بین SIZE با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود ندارد. H1: بین SIZE با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد

$$H_1 : \rho \neq 0 \quad \text{prob} < 0.05 \quad H_0 : \rho = 0 \quad \text{prob} \geq 0.05$$

فرض سوم:

H0: بین RE/RT با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود ندارد. H1: بین RE/RT با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد

$$H_1 : \rho \neq 0 \quad \text{prob} < 0.05 \quad H_0 : \rho = 0 \quad \text{prob} \geq 0.05$$

آزمون مدل: برای آزمون فرضیه ابتدا تحلیل ذیل مشخص شده است که آزمون به صورت مدل تلفیقی یا اثرات ثابت می باشد. آماره آزمون F به صورت جدول زیر محاسبه شده است: جدول ۶. انتخاب بین مدل تلفیقی و اثرات ثابت

سطح معناداری	درجه آزادی	آماره	آزمون اثرات
۰/۲۶	(۱۴،۴۰)	۱/۲۸۲۹۸۴	Cross-section F
۰/۰۷۳۵	۱۴	۲۲/۲۵۴۲۶	Cross-section Chi-square

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در جدول ۶ باتوجه به اینکه در آزمون F، $\text{prob} > 0.05$ می باشد در نتیجه از آزمون پولینگ استفاده می گردد. که آزمون آن به شرح زیر می باشد.

جدول ۷. آزمون فرضیه صنعت داروسازی

متغیر	ضرایب	t-آماره	سطح معناداری
C	۱۴۴۲۱/۸۱	۰/۷۸۷۳۸۹	۰/۴۳۴۵
AGR	-۰/۸۵۴۴۱	-۲/۶۸۰۳۵	۰/۰۰۹۷
SIZE	۲۰۴۲/۸۸۷	۶/۳۱۹۶۹۱	۰/۰۰۰
ROA	-۹۱۲/۶۹۷	-۰/۴۴۰۵۳	۰/۶۶۱۳
FCR	۲/۸۷E-۰۶	۰/۵۰۳۶۸۷	۰/۶۱۶۵
RE/RT	-۰/۴۱۱۴۳۵	۴،۶۱۸۳۲۷	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در سطح معناداری ۰,۰۵ دو معیار MRG و SIZE و RE/RT معنادار می‌باشند. بقیه معیارها در سطح بالاتر از ۰,۰۵ قابل قبول می‌باشند (۷).

ارتباط بین متغیرهای AGR، SIZE و RE/RT و Divpay: بررسی ارتباط بین متغیرهای AGR، SIZE و RE/RT (با استفاده از تکنیک پانل دیتا و نرم‌افزار Eviews به شرح جدول زیر می‌باشد: (۸)

جدول ۸. رگرسیون خطی چند متغیره بین متغیرهای مستقل و وابسته

Div pay			متغیر
prob	آماره t	ضریب	
۰/۴۳۴۵	۰/۷۸۷۳۸۹	۱۴۴۲۱/۸۱	عرض از مبدا
۰/۰۰۹۷	-۲,۶۸۰۳۵	-۰/۸۵۴۴۱	AGR
۰/۰۰۰	۶,۳۱۹۶۹۱	۲/۴۲,۸۸۷	SIZE
۰/۰۰۰	۴,۶۱۸۳۲۷	۰/۴۱۱۴۳۵	RE/RT
۱/۶۰۰۴۷۶	دوربین واتسن	۱	ضریب تعیین تعدیل شده
۰/۰۰۰	Prob(F-statistic)	۱۶/۹۵۷۶۷	F-statistic

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج و تفسیر فرضیه‌های تحقیق

فرض اول: بین AGR و سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد. AGR با t آماری ۲.۶۸۰۳۵ و Prob برابر است با ۰,۰۰۹۷، چون کمتر از ۵٪ می‌باشد معنی‌دار است. ضریب این متغیر ۰.۸۵۴۴۱- می‌باشد و نشان می‌دهد AGR رابطه معکوسی با (Div pay) دارد یعنی اگر AGR یک واحد افزایش یابد میزان (Div pay) به میزان ۰.۸۵۴۴۱- واحد کاهش می‌یابد.

فرض دوم: بین SIZE و سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد. متغیر SIZE (اندازه شرکت) با t آماری ۶.۳۱۹۶۹۱ و Prob برابر است با ۰,۰۰۰، چون کمتر از ۵٪ می‌باشد معنی‌دار است. ضریب این متغیر ۲۰۴۲,۸۸۷ می‌باشد و نشان می‌دهد اندازه شرکت رابطه مستقیمی با سود سهام پرداختی دارد یعنی اگر اندازه شرکت یک واحد افزایش یابد سود سهام پرداختی به میزان ۲۰۴۲,۸۸۷ واحد افزایش می‌یابد.

فرض سوم: بین RE/RT و (Div pay) رابطه معناداری وجود دارد.

متغیر RE/RT با t آماره ۰.۶۱۸۳۲۷ و Prob ۰.۰۰۰۰۰۰ برابر است با ۰.۰۰۰۰۰، چون کمتر از ۵٪ می باشد معنی دار است. ضریب این متغیر ۰.۴۱۱۴۳۵ می باشد و نشان می دهد RE/RT رابطه مستقیمی با Div pay دارد یعنی اگر RE/RT یک واحد افزایش یابد میزان Div pay به میزان ۰.۴۱۱۴۳۵ واحد افزایش می یابد. و آماره دوربین واتسن، ۰.۶۰۰۴۷۶ می باشد که نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی در اجزای خطا یا اختلال در مدل می باشد.

۴-۶- آزمون فرضیه در کل سه صنعت

آزمون فرضیه: بین AGR و SIZE, RE/RT با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد.

به منظور بررسی ارتباط AGR و SIZE و RE/RT با سود سهام پرداختی، مدل رگرسیون خطی زیر استفاده شده است: (۵)

$$\text{Divpay} = c + \beta_1 \text{AGR} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{RE} / \text{RT} \quad (5)$$

فرض‌های آزمون:

فرض اول:

H0: بین AGR با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود ندارد. H1: بین AGR با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد.

$$H_1 : \rho \neq 0 \quad \text{prob} < 0.05 \quad H_0 : \rho = 0 \quad \text{prob} \geq 0.05$$

فرض دوم:

H0: بین RE/RT با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود ندارد. H1: بین RE/RT با سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد.

$$H_1 : \rho \neq 0 \quad \text{prob} < 0.05 \quad H_0 : \rho = 0 \quad \text{prob} \geq 0.05$$

آزمون مدل: برای آزمون فرضیه ابتدا تحلیل ذیل مشخص شده است که آزمون به صورت مدل تلفیقی یا اثرات ثابت می‌باشد. آماره آزمون F به صورت جدول زیر محاسبه شده است:

جدول ۹. انتخاب بین مدل تلفیقی و اثرات ثابت

سطح معناداری	درجه آزادی	آماره	آزمون اثرات
۰/۷۴۹۳	۴۱،۱۲۱	۰/۸۳۰۱۶۳	Cross-section F
۰/۴۴۲۷	۴۱	۴۱/۶۴۲۳۶	Cross-section Chi-square

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در جدول ۹ با توجه به اینکه در آزمون F، $\text{prob} > 0.05$ می‌باشد در نتیجه از آزمون پولینگ استفاده می‌گردد. که آزمون آن به شرح زیر می‌باشد.

جدول ۱۰. آزمون فرضیه کل ۳ صنعت

متغیر	ضرایب	t-آماره	سطح معناداری
C	۶۹۷۳۲/۲۶	۰/۷۰۷۴۳۱	۰/۴۸۰۳
AGR	-۱/۵۴۸۱۴	-۱۲/۹۸۹	۰/۰۰۰
SIZE	۳۲۸۹/۳۳۲	۱/۴۳۸۷۰۳	۰/۱۵۲۲
ROA	-۷۷۳۸/۱۱	-۰/۴۸۶۹۸	۰/۶۲۶۹
FCR	۷/۶۰E-۰۶	۰/۹۹۳۷۵۲	۰/۳۲۱۸
RE/RT	۰/۳۰۳۹۰۶	۲/۷۰۲۳۰۳	۰/۰۰۷۶

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در سطح معناداری ۰،۰۵ دو معیار MRG و RE/RT معنادار می‌باشند. بقیه معیارها در سطح بالاتر از ۰،۰۵ قابل قبول می‌باشند (۱۰).

ارتباط بین متغیرهای AGR و RE/RT و Divpay: بررسی ارتباط بین متغیرهای AGR و RE/RT Divpay (با استفاده از تکنیک پانل دیتا و نرم افزار Eviews به شرح جدول زیر می‌باشد): (۱۱)

نداشته است از طرفی می‌توان در سطح ۹۵٪ همه متغیرها را موثر تلقی نمود. در صنعت خودروسازی AGR, SIZE, معیارهای اصلی تاثیرگذار هستند. اما در صنعت داروسازی ملاحظه می‌گردد که معیارهای AGR و RE/RT,SIZE تاثیرگذارتر از سایر معیارها می‌باشند. و چنانچه ملاحظه می‌گردد صنعت داروسازی و خودرو در معیارهای SIZE, AGR مشترک می‌باشند؛ اما در بررسی سه صنعت فوق به صورت یک کل، معیارهای AGR و RE/RT,SIZE, معیارهای اصلی تاثیرگذار هستند. این نشان می‌دهد که در کل (هر سه صنعت) دارای معیارهای مشترکی مانند AGR, SIZE می‌باشند؛ از طرفی دو معیار ROA, FCR در هیچ یک از صنایع معیار اصلی تاثیرگذار بر سهام پرداختی به سهامداران نبوده است. در پایان به تمامی تصمیم‌گیرندگان، فعالان بازار سرمایه، تحلیلگران مالی و سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل در بورس اوراق بهادار توصیه می‌شود در تجزیه و تحلیل طرح‌های سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی و اوراق بهادار برای ارزیابی شرکت‌ها، با توجه به صنعت مورد نظر، برآورد صحیحی از خالص جریان‌ات نقدی آتی، میزان ریسک‌های موجود و آتی، زمان‌بندی و سرمایه‌گذاری‌های خود با عنایت به درجات مختلف و ناهمگن ریسک‌پذیری به عامل مهم و اساسی چرخه عمر شرکت توجه وافر و درخور اهمیت داشته باشند، و نیز تاثیرات دو عامل چرخه عمر و جریان‌ات نقدی را بر سیاست سود پرداختی شرکت‌ها در صنایع مختلف را در نظر داشته باشند، زیرا لحاظ داشتن این عامل مهم منجر به انتخاب سبد سرمایه‌گذاری بهینه با کمینه مخاطره و بیشترین بازدهی می‌شود و به سرمایه‌گذار این قابلیت را داده تا برای دستیابی هر چه زودتر و کم‌ریسک‌تر آزادی برآورد و عمل داشته باشد.

منابع

- رحمانی، علی و قیطاسی مسجد موسوی (۱۳۹۰)، "بررسی رابطه سودآوری و بازده با توجه به چرخه عمر و اندازه شرکت"، انجمن حسابداران ایران نهمین فصلنامه علمی - پژوهشی تحقیقات حسابداری
- رهنمای رودپشتی، فریدون، طالب نیا و سلیمانی فر (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه بین وجوه نقد ناشی از فعالیتهای تامین مالی و بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران" فصلنامه بورس اوراق بهادار سال دوم / شماره ۸ از صفحه ۶۵-۸۹
- غلام زاده لداری، مسعود (۱۳۸۶)، "جریان نقد آزاد، معیاری برای انداز هگیری عملکرد شرکت ها" www.tse.ir/CoDoc/880117RM.pdf
- کرمی، غلامرضا و عمرانی (۱۳۸۹)، "تأثیر چرخه عمر شرکت بر میزان مربوط بودن معیارهای ریسک و عملکرد"، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره سوم، شماره پیاپی (۵)
- میر فخرالدینی، سیدحیدر و معین الدین ابراهیم پور (۱۳۸۸)، "مقایسه توانایی جریان های نقدی واقلام تعهدی در پی بینی جریان های نقدی آتی"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، شماره ۵۵، از صفحه ۹۹ تا ۱۶۶
- هاشمی سید عباس، کمالی (۱۳۸۹)، "تأثیر افزایش تدریجی اهرم مالی، میزان جریان نقدی آزاد و رشد شرکت بر مدیریت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله دانش حسابداری، سال اول، شماره ۲، صفحات ۹۵-۱۱۵
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R.M. (2006). "Dividend Policy and the Earned/ Contributed [۶] Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory". *Journal of Financial Economics* 81, 227-254, doi:10.1016/j.jfineco.2005.07.005, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>
- Denis, D.J., Denis, D.K., & Sarin, A. (1994). "The Information Content of Dividend Changes: Cash [۷]. Flow .Signaling, Overinvestment, Dividend Clienteles". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29, 567-587, doi:10.2307/2331110, <http://dx.doi.org/10.2307/2331110>

- Denis, D.J. & Osobov, I. (2008). "Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the [۸] . Determinants of Dividend Policy". *Journal of Financial Economics* 89, 62-82, doi:10.1016/j.jfineco.2007.06.006 <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.006>
- Easterbrook, F.H. (1984). "Two Agency-Cost Explanations of Dividends". *American Economic [۹]. Review* 74, .650-659.
- Fama, F.E. & French, K.R. (2001). "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or [۱۰]. Lower Propensity to Pay?" *Journal of Financial Economics* 60, 3-43, doi:10.1016/S0304-405X(01)00038-1, [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00038-1](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1)
- Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002). "Are Dividend Changes A Sign of Firm [۱۱] Maturity?" *Journal of Business* 75, 387-424, doi:10.1086/339889, <http://dx.doi.org/10.1086/339889>
- Howe, K.M., He, J., & Kao, G.W. (1992). "One-time Cash Flow Announcements and Free Cash [۱۲] Flow .Theory: Share Repurchases and Special Dividends". *Journal of Finance* 47, 1963-1974, doi:10.2307/2329004, <http://dx.doi.org/10.2307/2329004>
- Jensen, M. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover. *American [۱۳]. Economic Review* 76, 323-329.
- Lang, L.H.P. & Litzenberger, R.H. (1989). "Dividend Announcements: Cash Flow Signalling." [۱۴] versus Free .Cash Flow Hypothesis? *Journal of Financial Economics* 24, 181-192, doi:10.1016/0304-405X(89)90077-9, [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90077-9](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(89)90077-9)
- Thanatawee. Yordying, Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from.Dividend Policy in Thailand. *International Journal of Financial Research* Vol. 2, No. 2; July 2011. www.sciedu.ca/ijfr
- Yoon, P.S. & Starks, L.T. (1995). "Signaling, Investment Opportunities, and Dividend [۱۶]. Announcements". *Review of Financial Studies* 8, 995-1018, doi:10.1093/rfs/8.4.995, <http://dx.doi.org/10.1093/rfs/8.4.995>