

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



دانشکده مهندسی صنایع و مدیریت

پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت کسب و کار

بررسی نقش سودآوری، مالکیت نهادی و نقدینگی بر سیاست های تقسیم سود

با توجه به نقش میانجی چرخه عمر کسب و کار

نگارنده:

نیلوفر یزدی حصارکوچک

استاد راهنما:

دکتر عبدالمجید عبدالباقی

بهمن ۱۴۰۰



مدیریت تحصیلات تکمیلی

باسمه تعالی

فرمهای ارزشیابی پایان نامه کارشناسی ارشد
مربوط به ورودی‌های ۹۴ به بعد

شماره:

۷۱۰۰

تاریخ:

۱۳۹۸/۱۲/۲۸

ویرایش:

فرم شماره (۳) صورتجلسه نهایی دفاع از پایان نامه دوره کارشناسی ارشد

با نام و یاد خداوند متعال، ارزیابی جلسه دفاع از پایان نامه کارشناسی ارشد خانم / آقای یزدی حصارکوکچک نیلوفر با شماره دانشجویی ۹۸۳۷۵۲۴ رشته مدیریت کسب و کار گرایش مالی تحت عنوان بررسی نقش سودآوری، مالکیت نهادی و نقدینگی بر سیاست های تقسیم سود با توجه به نقش میانجی چرخه عمر کسب و کار که در تاریخ ۳۰/۱۱/۱۴۰۰ با حضور هیأت محترم داوران در دانشگاه صنعتی شاهرود برگزار شد به شرح ذیل اعلام می گردد:

۱۸/۷۵

(الف) درجه عالی: نمره ۱۹-۲۰ ☐ (ب) درجه خیلی خوب: نمره ۱۸/۹۹-۱۸ ☒ (ج) درجه خوب: نمره ۱۷/۹۹-۱۶ ☐ (د) درجه متوسط: نمره ۱۵/۹۹-۱۴ ☐ (ه) کمتر از ۱۴ غیر قابل قبول و نیاز به دفاع مجدد دارد ☐ نوع تحقیق: نظری ☐ عملی ☐			
عضو هیأت داوران	نام و نام خانوادگی	مرتبه علمی	امضاء
۱- استاد راهنمای اول	دکتر عبدالمجید عبدالباقی عطا آبادی		
۲- استاد راهنمای دوم			
۳- استاد مشاور	دکتر -		
۴- استاد داور اول	دکتر سید مجتبی میرلوحی		
۵- استاد داور دوم	دکتر محسن لطفی		
۶- نماینده تحصیلات تکمیلی	دکتر عاطفه مزینانی		

نام و نام خانوادگی رئیس دانشکده:
تاریخ و امضاء و مهر دانشکده:

تقدیم اثر

بدون شک خدای من بسیار خدای قادریست که عشق به علم و بیشتر آموختن را در من پرورش داده است و من بنده ناچیز آن تا لحظه ای که می توانم برای کسب علم تلاش خواهم کرد. بند بند آموزه هایم را تقدیم می کنم به آنان که مرا امید راه بوده اند و عشق به تحصیل و هدف هایم را در من پرورش داده اند. به مهربان ترین زندگی ام پدرم، به چشمان پر امید و عشق مادر نازنینم و خواهرانم که در لحظه لحظه ی دوران پرفراز زندگی ام همراهم بوده اند. هرآنچه بیاموزم، هرچه بیشتر در دریای عشق آموخته هایم غرق شوم نمی توانم نگاه پرمهر و تکیه گاه استوار شما را قدردان باشم.

تعهد نامه

اینجانب نیلوفر یزدی حصارکوچک دانشجو دوره کارشناسی ارشد رشته مدیریت کسب و کار دانشکده مهندسی صنایع و مدیریت دانشگاه صنعتی شاهرود، نویسنده پایان نامه بررسی نقش سودآوری، مالکیت نهادی و نقدینگی بر سیاست های تقسیم سود با توجه به نقش میانجی چرخه عمر کسب و کار تحت راهنمایی دکتر عبدالمجید عبدالباقی متعهد می شوم.

- تحقیقات در این پایان نامه توسط اینجانب انجام شده است و از صحت و اصالت برخوردار است.
- در استفاده از نتایج پژوهشهای محققان دیگر به مرجع مورد استفاده استناد شده است .
- مطالب مندرج در پایان نامه تاکنون توسط خود یا فرد دیگری برای دریافت هیچ نوع مدرک یا امتیازی در هیچ جا ارائه نشده است .
- کلیه حقوق معنوی این اثر متعلق به دانشگاه صنعتی شاهرود می باشد و مقالات مستخرج با نام « دانشگاه صنعتی شاهرود » و یا « Shahrood University of Technology » به چاپ خواهد رسید .
- حقوق معنوی تمام افرادی که در به دست آمدن نتایج اصلی پایان نامه تأثیرگذار بوده اند در مقالات مستخرج از پایان نامه رعایت می گردد.
- در کلیه مراحل انجام این پایان نامه ، در مواردی که از موجود زنده (یا بافتهای آنها) استفاده شده است ضوابط و اصول اخلاقی رعایت شده است .
- در کلیه مراحل انجام این پایان نامه، در مواردی که به حوزه اطلاعات شخصی افراد دسترسی یافته یا استفاده شده است اصل رازداری ، ضوابط و اصول اخلاق انسانی رعایت شده است .

تاریخ

امضای دانشجو

مالکیت نتایج و حق نشر

کلیه حقوق معنوی این اثر و محصولات آن (مقالات مستخرج ، کتاب ، برنامه های رایانه ای ، نرم افزار ها و تجهیزات ساخته شده است) متعلق به دانشگاه صنعتی شاهرود می باشد . این مطلب باید به نحو مقتضی در تولیدات علمی مربوطه ذکر شود .

استفاده از اطلاعات و نتایج موجود در پایان نامه بدون ذکر مرجع مجاز نمی باشد.

چکیده

هدف از این مطالعه بررسی نقش سودآوری، مالکیت نهادی و نقدینگی بر سیاست‌های تقسیم سود با توجه به نقش میانجی چرخه عمر تجاری است. این پژوهش از نظر ماهیت و روش، توصیفی و از نظر هدف کاربردی است. نوع پس از رویداد گنجانده شده است. در ادامه این پژوهش، شش فرضیه تدوین شد و ۱۴۴ شرکت (۸۴۶ سال شرکت) با روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک برای یک دوره زمانی ۶ ساله بین سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ انتخاب شدند و داده‌های مربوط به متغیرهای تحقیق پس از جمع‌آوری در نرم‌افزار اکسل مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. با استفاده از نرم‌افزار آماری ایویوز نتایج آزمون فرضیه نشان داد که سودآوری تأثیر مثبت و معناداری بر سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. نقدینگی تأثیر مثبت و معناداری بر سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. مالکیت نهادی تأثیر منفی و معناداری بر سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. سودآوری در مراحل مختلف زندگی تجاری (رشد و کاهش) تأثیر متفاوتی بر سیاست تقسیم سود دارد. نقدینگی در مراحل مختلف زندگی تجاری (رشد و بلوغ) تأثیر متفاوتی بر سیاست تقسیم سود دارد. مالکیت نهادی اثرات متفاوتی بر سیاست تقسیم سود در مراحل مختلف زندگی تجاری (رشد و افول) دارد. کلمات کلیدی: سودآوری، مالکیت نهادی، نقدینگی، سیاست‌های تقسیم سود، چرخه حیات کسب و کار.

فهرست مطالب

فصل اول: کلیات	۲
مقدمه	۲
۱-۱- بیان مساله	۲
۱-۲- اهمیت و ضرورت تحقیق	۵
۱-۳- اهداف تحقیق	۷
۱-۴- فرضیه های تحقیق	۷
۱-۵- تعریف واژه های کلیدی	۸
۱-۵-۱- چرخه عمر شرکت	۸
۱-۵-۲- سیاست تقسیم سود	۸
۱-۵-۳- سودآوری	۹
۱-۵-۴- نقدینگی	۹
۱-۵-۵- مالکیت نهادی	۱۰
۱-۶- ساختار فصل بندی پایان نامه	۱۰
فصل دوم: مبانی نظری و پیشینه تحقیق	۱۴
مقدمه	۱۴
۲-۱- بخش اول: سودآوری	۱۴
۲-۱-۲- مفهوم سودآوری	۱۴
۲-۲- بازده دارایی ها	۱۷
۲-۳- چرخه عمر شرکت	۲۰
۲-۳-۱- تئوری چرخه عمر شرکت	۲۰
۲-۳-۲- مراحل چرخه عمر شرکت	۲۱
۲-۳-۲-۱- ایجاد	۲۱
۲-۳-۲-۲- طفولیت	۲۱
۲-۳-۲-۳- رشد سریع	۲۲

۲۳.....	۴-۲-۳-۲- بلوغ
۲۴.....	۵-۲-۳-۲- افول
۲۴.....	۳-۳-۲- نحوه عملکرد و تعیین موقعیت واحدهای تجاری در منحنی چرخه عمر
۲۶.....	۴-۲- مالکیت نهادی
۳۰.....	۴-۲-۱- انواع سرمایه گذاران نهادی
۳۳.....	۴-۲-۲- اهمیت سرمایه گذاران نهادی
۳۴.....	۵-۲- سیاست تقسیم سود
۳۴.....	۵-۲-۱- مفهوم سیاست تقسیم سود
۳۵.....	۵-۲-۲- اجزای تشکیل دهنده سود
۳۶.....	۵-۲-۳- روش های تقسیم سود
۳۸.....	۵-۲-۴- عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود
۳۸.....	۵-۲-۵- نظریه های مرتبط با تقسیم سود
۴۰.....	۶-۲- چهارچوب نظری تحقیق
۴۲.....	۷-۲- پیشینه داخلی
۴۴.....	۸-۲- پیشینه خارجی
۴۶.....	۹-۲- خلاصه فصل
۴۸.....	فصل سوم: روش شناسی تحقیق
۴۸.....	مقدمه
۴۸.....	۳-۱- روش تحقیق
۴۹.....	۳-۲- جامعه و نمونه آماری
۵۰.....	۳-۳- فرضیه های تحقیق
۵۲.....	۳-۴- داده های مورد نیاز، متغیرهای تحقیق و روش محاسبه آنها
۵۷.....	۳-۴-۱- مدل های آزمون آماری فرضیه های تحقیق
۵۸.....	۳-۵- روش اقتصادسنجی
۵۸.....	۳-۵-۱- یافته های توصیفی

۵۹.....	۳-۵-۲-آمار استنباطی
۵۹.....	۳-۵-۲-۱-آزمون‌های پنل
۶۰.....	۳-۵-۲-۱-۱-روش اثرات ثابت
۶۱.....	۳-۵-۲-۱-۲-روش اثرات تصادفی
۶۲.....	۳-۵-۲-۲-آزمون چاو
۶۳.....	۳-۵-۲-۳-آزمون هاسمن
۶۴.....	۳-۵-۲-۴-فروض کلاسیک مدل‌های رگرسیونی
۶۸.....	۳-۵-۲-۵-آزمون‌های تشخیصی
۶۹.....	۳-۶-خلاصه فصل
۷۲.....	فصل چهارم: تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها
۷۲.....	مقدمه
۷۳.....	۴-۱-۱-یافته‌های توصیفی
۷۴.....	۴-۱-۱-۱-آماره‌های توصیفی متغیرهای کیفی
۷۵.....	۴-۲-۲-آمار استنباطی
۷۵.....	۴-۲-۱-آزمون مانایی متغیرها
۷۶.....	۴-۲-۲-آزمون تشخیص توزیع نرمال
۷۷.....	۴-۳-۳-آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن
۷۹.....	۴-۴-همسانی واریانس در مقادیر خطا
۸۰.....	۴-۵-خودهمبستگی مقادیر خطا
۸۱.....	۴-۶-آزمون هم خطی
۸۳.....	۴-۷-۷-آزمون فرضیه‌های پژوهش
۸۳.....	۴-۷-۱-فرضیه‌های مربوط به مدل اول
۸۴.....	۴-۷-۲-فرضیه‌های مربوط به مدل دوم
۸۷.....	۴-۸-خلاصه فصل
۹۰.....	فصل پنجم: نتیجه‌گیری و پیشنهادات

مقدمه	۹۰
۵-۱- بحث و بررسی	۹۰
۵-۲- پیشنهادات کاربردی	۹۵
۵-۳- پیشنهادات برای پژوهش های آتی	۹۶
۵-۴- محدودیتهای تحقیق	۹۶
منابع	۹۸

فهرست جداول

جدول ۱-۲- تفاوت‌های بین شرکت‌های دردوران رشد و شرکت‌های دردوران پیری	۲۵
جدول ۱-۳: انتخاب نمونه و استخراج نمونه آماری تحقیق	۵۰
جدول ۲-۳، منابع جمع آوری داده های مربوط به متغیرها.....	۵۳
جدول ۱-۴، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش	۷۳
جدول ۲-۴، توزیع فراوانی متغیر چرخه عمر شرکت	۷۵
جدول ۳-۴، آزمون مانایی برای متغیرهای پژوهش	۷۶
جدول ۴-۴، نتایج آزمون توزیع نرمال	۷۷
جدول ۵-۴، نتایج آزمون اف لیمر(چاو).....	۷۸
جدول ۶-۴، نتایج آزمون هاسمن	۷۸
جدول ۷-۴، نتایج آزمون ناهمسانی واریانس(بروش پاگان گادفری)	۷۹
جدول ۸-۴، نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی(بروش-گودفری)	۸۰
جدول ۹-۴، آزمون هم خطی برای مدل رگرسیونی اول.....	۸۱
جدول ۱۰-۴، آزمون هم خطی برای مدل رگرسیونی دوم	۸۲
جدول ۱۱-۴، تخمین نهایی مدل رگرسیونی اول	۸۳
جدول ۱۲-۴، تخمین نهایی مدل رگرسیونی دوم	۸۵
جدول ۱-۵، خلاصه یافته ها.....	۹۴

فصل اول

کلیات تحقیق

فصل اول: کلیات

مقدمه

در این فصل کلیات موضوع پایان نامه ارائه می شود. در این فصل بیان مسئله شامل تبیین موضوع، دامنه، ابعاد و نیازهای مرتبط با مسئله تحقیق ارائه شده است. همچنین در ادامه این فصل اهمیت موضوع انتخابی، اهداف تحقیق در قالب اهداف علمی و عملی بیان شده است. در این فصل فرضیه های تحقیق بیان می شود. علاوه بر موارد فوق، فصل اول به معرفی نوع روش تحقیق، جامعه آماری و شرایط انتخاب نمونه آماری می پردازد. شرح ساختار کلی فصول مختلف پایان نامه آخرین قسمت این فصل می باشد که در پایان نیز به صورت خلاصه و جمع بندی آمده است. این فصل به تشریح موضوع تحقیق، اهداف و ضرورت انجام آن، فرضیه ها و جامعه آماری می پردازد. در ادامه موضوع، مکان و زمان تحقیق و در پایان ساختار تحقیق ارائه شده است.

۱-۱- بیان مساله

سرمایه گذاران، اعتباردهندگان، مدیریت و دیگر اشخاص در تصمیم گیری های اقتصادی متکی به پیش بینی هستند و از سود به عنوان یکی از معیارهای اصلی برای ارزیابی شرکت ها استفاده می کنند. آنان تمایل به اندازه گیری میزان سودآوری آتی دارند تا نسبت به وضعیت یک شرکت قضاوت کنند. زیرا در اصل تفاوت در این پیش بینی هاست که تخصیص منابع سرمایه به بخش ها و واحدهای مختلف تجاری را تعیین می کند. از طرفی سیاست تقسیم سود در طول زمان همیشه مایه سردرگمی محققان مالی بوده است. مدیران به طور معقولی سودهای شرکت را به منظور سرمایه گذاری مجدد و کاهش هزینه های تامین مالی برای فرصت های سرمایه گذاری نگهداری می کنند. به هر حال، شرکت ها همیشه بخشی از سود سهام خود را به عنوان سود تقسیمی تعیین می کنند، که این باعث کاهش در سرمایه کارا می شود. روش مبنی بر سرمایه گذاری مجدد

سود موجب ترقی واحد تجاری و تصمیم مبنی بر تقسیم سود موجب جذب سهامداران بالقوه می‌شود(رایان و همکاران، ۲۰۰۰).

بر اساس تئوری علامت‌دهی مدیران دارای اطلاعات بیشتری در مورد سودهای آتی شرکت نسبت به سرمایه‌گذاران خارجی هستند، بنابراین با یک سیاست سود تقسیمی بالا می‌توان چشم انداز تجاری بهتری از واحد تجاری ارائه نمود. علاوه بر این، مدیران واحد تجاری ممکن است از سیاست سود تقسیمی به سبب محتوای اطلاعاتی آن، در تعیین عملکرد شرکت استفاده نمایند(نیسیم و زیو، ۲۰۰۱). در حالی که سرمایه‌گذاران خارجی دارای اطلاعات ناقصی درباره سودآوری آتی شرکت می‌باشند، از اینرو آن‌ها سیاست سود تقسیمی را به عنوان یک علامت از جریان‌ات نقدی پیش‌بینی شده آتی در نظر می‌گیرند به طوری که افزایش در سود تقسیمی نشان دهنده خبرهای خوب و کاهش آن بیانگر خبرهای بد است و به همین دلیل قیمت سهام در بازار به تصمیمات در مورد نحوه تقسیم سود واحد تجاری فوراً واکنش نشان خواهند داد. بنابراین، یک شرکت با سود تقسیمی بالاتر، قیمت سهام بالاتری را به خود خواهد دید(لی و همکاران، ۲۰۱۶). حسابداری اطلاعات مفید و سودمند برای سرمایه‌گذاران جهت تعیین ارزش اوراق بهادار و کمک به تصمیمات آگاهانه آنها فراهم می‌کند. از بین اطلاعات حسابداری سود حسابداری به عنوان مهمترین منبع اطلاعاتی درباره ارزیابی توان سودآوری و جریان های نقدی آتی محسوب می‌شود. واحدهای تجاری با توجه به هر مرحله از حیات اقتصادی خود، سیاست و خط مشی مشخصی را دنبال می‌کنند. این سیاست‌ها به گونه ای در اطلاعات حسابداری شرکت‌ها منعکس می‌شود(دهدار، ۱۳۸۶). به عبارت دیگر شرکت‌ها طی مراحل چرخه عمرشان دارای ویژگی‌ها و شرایط متفاوت هستند. محققان چهار مرحله را برای توصیف منحنی عمر که شامل مرحله ظهور، رشد، بلوغ و افول می‌شود تبیین نموده اند. در مرحله ظهور جریان نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی و سودآوری پایین است و شرکت‌ها برای تامین مالی و تحقق فرصت های

رشد، به نقدینگی بالایی احتیاج دارند. ضریب پرداخت سود نقدی در این طیف از شرکت‌ها معمولاً صفر یا حداکثر ۱۰ درصد بوده و بازده سرمایه گذاری در قیاس با نرخ موزون تامین منابع معمولاً ناچیز است. در مرحله رشد، اندازه شرکت‌ها بیش از اندازه شرکت‌ها در مرحله ظهور است. منابع مالی نیز بیشتر در تسهیلات و تجهیزات سرمایه گذاری شده و شاخص های نقدینگی شرکت در وضعیت مناسبی قرار داشته، ضریب پرداخت سود نقدی در این طیف شرکت‌ها معمولاً ۱۰٪ تا ۵۰٪ است. در مرحله بلوغ، شرکت‌ها نرخ رشد فروش با ثبات و متعادلی را تجربه می کنند و نیاز به وجه نقد در اغلب موارد از منابع داخلی تامین می گردد. اندازه دارایی های شرکت‌ها در این مرحله نیز بیشتر از اندازه دارایی های شرکت‌های در مرحله رشد بوده و ضریب پرداخت سود نقدی در این شرکت‌ها معمولاً ۵۰ درصد و حداکثر ۱۰۰ درصد در نوسان است. در مرحله افول چنانچه فرصت های رشدی وجود داشته باشد به احتمال قریب به یقین بسیار ناچیز است. شاخص های سود آوری و نقدینگی و ایفای تعهدات روند نزولی داشته و شرکت در شرایط رقابتی بسیار شدید احاطه گردیده، ضمن آنکه هزینه تامین مالی نیز به دلیل استقراض از منابع خارج از شرکت بالاست، به گونه ای که در اغلب موارد بازده سرمایه گذاری نازل تر از نرخ تامین مالی است (زو، ۲۰۰۷). میان متغیر های حسابداری و قیمت بازار سهام در دوره های مختلف چرخه عمر ارتباط معنی داری وجود دارد (آنتونی و رامش، ۱۹۹۲). در دوره شروع و افول، جریان های نقدی مهم تر از سود و در دوره های بلوغ، سود از جریان های نقدی مهم تر است (بلیک، ۱۹۹۸).

استا و قیطاسی (۱۳۹۱) معتقدند که میزان استفاده از ارقام تعهدی اختیاری در مرحله رشد نسبت به مرحله افول و بلوغ بیشتر و میزان استفاده از این ارقام در مرحله بلوغ نسبت به مرحله افول کم تر است. کرمی و عمرانی (۱۳۸۹) نشان دادند که سرمایه گذاران اهمیت (وزن) بیشتری به خالص دارایی های عملیاتی و سود عملیاتی غیر شرکت‌ها در مرحله رشد نسبت به شرکت‌های مرحله بلوغ و افول می دهند. همچنین

معتقدند که در مراحل رشد و بلوغ، سرمایه گذاران اهمیت (وزن) بیشتری به خالص دارایی های عملیاتی و سود عملیاتی شرکت های محافظه کار، نسبت به شرکت هایی که از رویه های حسابداری متهورانه استفاده می کنند، می دهند. در مرحله افول عکس این موضوع صادق است. حقیقت و قربانی (۱۳۸۵) نشان دادند که در دوره رشد و افول همبستگی جریان های نقدی با ارزش شرکت به شکل معنا داری قوی تر از همبستگی سود با ارزش شرکت است. همچنین نتایج پژوهش آن ها موید آن است که در دوره بلوغ محتوای اطلاعاتی سود به شکل معنا داری بیشتر از محتوای اطلاعاتی جریان های نقدی است.

علی رغم تفکیک چرخه عمر شرکت ها به مراحل رشد، بلوغ و افول، تفاوتی در نحوه تامین مالی آن ها مشاهده نشده است و شرکت ها در هر سه مرحله از چرخه عمر شان تامین مالی از طریق بدهی را ترجیح می دهند. به عبارت دیگر، شرکت ها در تامین مالی مورد نیاز خود از تئوری سلسله مراتبی پیروی می کنند. بین اطلاعات جریان وجوه نقد و بازده سهام و همچنین اطلاعات مالی تعهدی و بازده سهام در تمامی دوره های چرخه ی عمر ارتباط معنی داری وجود دارد (حسینی و همکاران، ۱۳۹۲). بنابراین، با توجه به نتایج متناقض بدست آمده از تحقیق های پیشین در این تحقیق به بررسی این موضوعات پرداخته می شود که سودآوری، مالکیت نهادی و نقدینگی در دوره های مختلف چرخه ی عمر شرکت ها چه تأثیری بر سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران دارد.

۱-۲- اهمیت و ضرورت تحقیق

امروزه سرمایه گذاری به روش های مختلف به ویژه سرمایه گذاری در سهام شرکت های مختلف جامعه مورد توجه گسترده مردم قرار گرفته است. همچنین افراد برای سرمایه گذاری و اطمینان از بازگشت سرمایه به روش های مختلف به دنبال اطلاعات از منابع مختلف هستند. معمولاً هدف اکثر سرمایه گذاران و سهامداران

عادی و حقیقی از سرمایه گذاری در سهام شرکت ها افزایش هر چه بیشتر ثروت و سود خود است و برای تحقق این هدف به اطلاعات زیر نیاز دارند :

۱- میزان سود سهامی که در آینده دریافت خواهند کرد، در چه تاریخی ، به چه میزان و نقدی یا غیرنقدی؟

۲- در زمان فروش سهام خریداری شده، درآمد حاصل از فروش آن چقدر خواهد بود؟

بنابراین داشتن اطلاعاتی از عملکرد آتی شرکت به ویژه نحوه سودآوری و توزیع سود آن در سال های آتی می تواند در تصمیم گیری سرمایه گذاران و ارزیابی شرکت بسیار حائز اهمیت باشد. از طرفی امکان اطلاع رسانی شرکت نیز می تواند به مدیران شرکت در جذب سهامداران بیشتر کمک کند. یکی از راه های انتقال اطلاعات در مورد عملکرد آتی شرکت ها، استفاده از تغییرات سود سهام توسط مدیران شرکت ها است که به آن نظریه محتوای اطلاعاتی یا علامت گذاری سود سهام می گویند.

میلر و مودیلیانی فرض می کنند که سرمایه گذاران و مدیریت کاملاً از شرکت آگاه هستند و در نتیجه هیچ عدم تقارن اطلاعاتی وجود ندارد، که عملاً در دنیای واقعی وجود ندارد. بنابراین بین مدیریت شرکت و سرمایه گذاران شکاف وجود دارد. برای پر کردن این شکاف، مدیریت از سود سهام به عنوان وسیله ای برای انتقال اطلاعات به سهامداران استفاده می کند. تئوری مشخص می گوید که تغییرات در سیاست تقسیم سود حاوی اطلاعاتی در مورد تغییرات در جریان های نقدی آتی شرکت است. علامت گذاری سود سهام نشان دهنده رابطه مثبت بین عدم تقارن اطلاعات و سیاست تقسیم سود است. به عبارت دیگر، هر چه سطح عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر باشد، حساسیت اشتراک سود نسبت به چشم انداز آتی شرکت بیشتر خواهد بود.

۱-۳-اهداف تحقیق

هدف اصلی

بررسی نقش سودآوری، مالکیت نهادی و نقدینگی بر سیاست های تقسیم سود با توجه به نقش میانجی

چرخه عمر کسب و کار

اهداف فرعی

تأثیر سودآوری بر سیاست های تقسیم سود را توضیح دهید

تأثیر نقدینگی بر سیاست های تقسیم سود را توضیح دهید

تأثیر مالکیت نهادی بر سیاست های تقسیم سود را توضیح دهید

تأثیر سودآوری بر سیاست های تقسیم سود را با توجه به چرخه عمر کسب و کار توضیح دهید

تأثیر نقدینگی بر سیاست های تقسیم سود را با توجه به چرخه عمر تجاری توضیح دهید

تأثیر مالکیت نهادی بر سیاست های تقسیم سود را با توجه به چرخه عمر کسب و کار توضیح دهید

هدف کاربردی

نتایج این تحقیق می تواند توسط کاربران خارجی (از جمله سرمایه گذاران برای اتخاذ تصمیمات معقول

سرمایه گذاری) استفاده شود. کاربران داخلی (از جمله مدیران برای اتخاذ تصمیمات اقتصادی مناسب و

تصمیمات قیمت گذاری مطلوب) و تحلیلگران مالی، شرکت ها و بازارهای سرمایه.

۱-۴-فرضیه های تحقیق

با توجه به اهداف و سوالات طرح شده و بر اساس مبانی نظری فرضیه های زیر تدوین شده و این تحقیق به

دنبال آزمون این فرضیه ها می باشد:

سودآوری بر سیاست های تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

نقدینگی بر سیاست های تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.
مالکیت نهادی بر سیاست های تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

سودآوری در دوره های مختلف عمر کسب و کار تأثیر متفاوتی بر سیاست تقسیم سود دارد.
نقدینگی در دوره های مختلف عمر کسب و کار تأثیر متفاوتی بر سیاست تقسیم سود دارد.
مالکیت نهادی در دوره های مختلف عمر کسب و کار تأثیر متفاوتی بر سیاست تقسیم سود دارد.

۱-۵- تعریف واژه های کلیدی

۱-۵-۱- چرخه عمر شرکت

به دوره ای از زمان اطلاق می شود که شرکت در آن قرار دارد و دارای استراتژی ها و مشخصه های ویژه ای است. چرخه عمر شرکت مانند سایر موجودات زنده، مراحل ظهور، بلوغ، افول و ورشکستگی مشخص شده اند. تمامی موجودات زنده از جمله نباتات، جانوران و انسان ها همگی از منحنی عمر یا چرخه عمر پیروی می کنند. این گونه موجودات متولد می شوند، رشد می کنند، به پیری می رسند و در نهایت می میرند. تئوری چرخه عمر چنین فرض می کند که شرکت ها و بنگاههای اقتصادی همچون تمامی موجودات زنده که متولد می شوند رشد می کنند و می میرند، دارای منحنی عمر یا چرخه عمر هستند (کرمی و عمرانی، ۱۳۸۹).

۱-۵-۲- سیاست تقسیم سود

سیاست تقسیم سود هر شرکت نقش مهمی در تعیین ارزش سهام آن شرکت دارد و بر این اساس، نظریات مختلفی درباره سیاست تقسیم سود مناسب ابراز شده است. برخی سهامداران سود تقسیمی بالا را به انباشته

کردن سود ترجیح می‌دهند، زیرا احساس می‌کنند که سود انباشته تحت تاثیر عوامل مختلف از جمله عدم استفاده بهینه در داخل شرکت قرار دارد؛ بنابراین بهتر است در پایان سال مالی سود خود را دریافت کنند. برخی دیگر معتقدند که برای تامین مالی در جهت اجرای طرح‌های توسعه و پیشرفت درازمدت شرکت، باید بخش بزرگ‌تری از سود اندوخته شود (فرانکفورت و وود، ۲۰۰۲).

۱-۵-۳- سودآوری

سودآوری شرکت در صنعت به عنوان یک سنجه رقابت‌پذیری، نقاط قوت و ضعف تجاری شرکت را منعکس و بر واکنش بازده سهام به اخبار صنعت تأثیر می‌گذارد. سودآوری تحت تأثیر تصمیمات عملیاتی شرکت است که با تصمیمات سایر شرکت‌های صنعت ارتباط دارد. بنابراین، این وابستگی عملیاتی بین شرکت‌های رقیب، جریان‌های نقدی شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار داده و بر رفتار بازده سهام شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد، بر این اساس، بازده سهام شرکت‌هایی که نقاط قوت عملیاتی دارند، نسبت به شرکت‌های ضعیف حساسیت کمتری به اخبار صنعت دارند (حسینی، ۱۳۹۵).

۱-۵-۴- نقدینگی

باتوجه به ترازنامه‌های سیستم بانکی نقدینگی جزء یکی از مهمترین متغیرها محسوب می‌شود. سرمایه‌هایی که به راحتی قابل خرید و فروش باشد نقدینگی نامیده می‌شود. همچنین به مجموعه پول (سپرده‌های دیداری بخش غیر دولتی نزد بانکها و اسکناس و مسکوک در دست اشخاص) و شبه پول (سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت دار، سپرده‌های قرض احسنه پس انداز و...) نقدینگی گفته می‌شود. بنابراین قابلیت تبدیل سریع یک سرمایه به پول نقد را نقدینگی می‌گویند. در واقع تمامی این تعاریف یکسان هستند.

سرمایه گذاران نهادی، به عنوان شاخصی از حاکمیت شرکتی در شرکت ها در نظر گرفته شده اند. این بحث بر مبنای این حقیقت است که سرمایه گذاران نهادی می توانند بطور مستقیم روی عملکرد و فعالیت های مدیران شرکت و بطور غیر مستقیم نیز از طریق توانایشان در مبادله سهامشان، اثر بگذارند. به علاوه نقش دیگر کلیدی آنان، هدایت شرکت ها و انتقال اطلاعات به دیگر سهامداران می باشد. بر طبق نظر تانگ و نینگ (۲۰۱۴) سرمایه گذاران نهادی متفاوت از سرمایه گذاران فردی می باشند زیرا آن ها در نظارت عملکرد مدیران شرکت، بیشتر فعال می باشند و همچنین آن ها بخاطر توانایشان در دسترسی به منابع اطلاعاتی مختلف، آگاه تر از دیگران می باشند. درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی به میزان سهام در دست سهامداران نهادی مانند بانک ها، شرکت های بیمه، صندوق های بازنشستگی، موسسات سرمایه گذاری و ... اطلاق گردیده است.

۱-۶- ساختار فصل بندی پایان نامه

فصل اول شامل بیان مساله و چارچوب نظر پژوهشی، اهمیت تو ضرورت پژوهشی، اهداف پژوهشی، فرضیه ها و مدل های پژوهش، روش پژوهش، تعریف عملیاتی واژگان کلیدی و ساختار پژوهش است.

فصل دوم ادبیات و پیشینه پژوهش است. در این فصل پس از ارائه مفاهیم بنیادی، برخی از پژوهش های مختلفی که در ارتباط با موضوع انجام گرفته، مورد بررسی قرار گرفته است.

فصل سوم روش پژوهش را مورد بررسی قرار می دهد. در این فصل ابتدا فرضیه های پژوهش و تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش و سپس روش پژوهش شامل جامعه و نمونه آماری پژوهش، قلمرو مکانی و زمانی پژوهش،

روش و ابزار گردآوری اطلاعات و روش‌های تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه‌ها بیان شده است. در نهایت مدل‌های پژوهش تشریح خواهد شد.

فصل چهارم تجزیه و تحلیل اطلاعات را مورد بررسی قرار می‌دهد. در این فصل ضمن ارائه آمار توصیفی متغیرهای پژوهش، نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها مورد بحث قرار خواهد گرفت.

فصل پنجم شامل ارائه یافته‌ها، نتیجه‌گیری و پیشنهادها است. این فصل با ارائه یافته‌های پژوهش شروع شده و سپس به بررسی یافته‌ها و نتیجه‌گیری می‌پردازد. در خاتمه پیشنهادهایی ارائه می‌گردد.

فصل دوم

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

فصل دوم: مبانی نظری و پیشینه تحقیق

مقدمه

با بررسی مبانی نظری و پیشینه تحقیق، می‌توان از روش‌های مورد استفاده در پژوهش‌های قبلی مانند ابزار اندازه‌گیری، روش نمونه‌گیری و موارد دیگری از این دست آگاه شد و به نقاط قوت و ضعف آنها پی برد. براین اساس پژوهشگر می‌تواند طرح تحقیق مناسب را برای موضوع مورد نظر انتخاب کند و نارسایی‌های مشهود روش شناختی تحقیقات قبلی را در هنگام اجرای طرح پژوهش خویش برطرف یا کنترل نماید.

با توجه به اصول پژوهش علمی، لازم است در این فصل، مروری بر ادبیات تحقیق انجام می‌پذیرد. لذا با توجه به هدف اصلی که عبارت است از تحلیل تجربی تاثیر متغیرها بر یکدیگر واژگان کلیدی، مشخص و تعریف شده و در مورد هر بخش، مروری بر مبانی نظری مربوطه ارائه خواهد شد.

به عبارت دیگر با توجه به اهمیت بررسی مبانی نظری و پیشینه‌های مرتبط این فصل به مرور مبانی نظری و نتایج مطالعات پیشین که به موضوع‌های این پژوهش مرتبط به نظر می‌رسند، اختصاص داده شده است. پس از این مقدمه ابتدا در مورد سیاست تقسیم سود و سپس در خصوص سودآوری، نقدینگی، مالکیت نهادی و در نهایت چرخه عمر شرکت مطالبی ارائه خواهد شد. همچنین چند نمونه از پژوهش‌های خارجی و داخلی مرتبط با موضوع پژوهش حاضر ارائه شده و یا ذکر خلاصه مطالب، فصل به پایان خواهد رسید.

۲-۱- بخش اول: سودآوری

۲-۱-۱- مفهوم سودآوری

معمولاً مهم‌ترین معیار ارزیابی عملکرد موسسات، در حال حاضر نرخ بازده سهام است. این معیار به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران بوده و برای ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار می‌گیرد. وقتی این معیار کاهش یابد زنگ خطری برای شرکت است و عملکرد شرکت را مناسب نشان نمی‌دهد. این معیار

دارای محتوای اطلاعاتی زیادی می‌باشد، زیرا ارزیابی عملکرد بر مبنای ارزش بازار، اطلاعات سرمایه گذاران را به خوبی منعکس می‌کند (شاهپور، ۱۳۸۵).

بازده در فرآیند سرمایه گذاران نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه گذاران محسوب می‌شود. منظور از بازده کل مجموعه مزایای است که در طول سال به سهم تعلق می‌گیرد، مجموعه این مزایا شامل موارد ذیل است:

۱. افزایش قیمت سهام در آخر سال مالی نسبت به ابتدای سال مالی مورد محاسبه (تفاوت نرخ اول و آخر سال مالی سهم شرکت).

۲. سود نقدی ناخالص هر سهم طبق مصوبه مجمع عمومی صاحبان سهام که بعد از کسر مالیات پرداخت می‌گردد.

۳. مزایای ناشی از حق تقدم خرید سهام که قابل تقویم به ارزش است.

۴. مزایای ناشی از سود سهمی یا سهام جایزه.

نرخ بازده یک سرمایه گذاری، مفهومی است که از نظر سرمایه گذاران مختلف معنای متفاوتی دارد. برخی از شرکت‌ها در جستجوی بازده کوتاه مدت نقدی هستند و ارزش کمتری به بازده بلند مدت می‌دهند. چنین شرکت‌ها می‌توانند سود سهام شرکت‌هایی را که سود سهام نقدی زیادی پرداخت می‌کنند، خریداری کنند. برخی دیگر از سرمایه گذاران در درجه اول به رشد و توسعه اهمیت می‌دهند. این قبیل شرکت‌ها در جستجوی پروژه‌هایی هستند که در بلند مدت درآمد بیشتری عاید آن‌ها می‌کنند. این قبیل سرمایه گذاران در شرکت‌هایی که بازده سهام یا ارزش ویژه آن‌ها بسیار بالا باشد سرمایه گذاری می‌کنند.

فرانسیس^۱ (۲۰۰۶) معتقد است، سرمایه گذاری یک نوع واگذاری پول است که انتظار می رود پول اضافی به دنبال داشته باشد. هر سرمایه گذاری یک درجه ای از ریسک را در بردارد که مستلزم از دست دادن آن پول در زمان حال، برای به دست آوردن منابع آتی است.

مارکویتز^۲ (۲۰۱۰) عقیده دارد ممکن است تعریف مناسب بازده از یک سرمایه گذاری به سرمایه گذاری دیگر فرق کند. اما بازده در هر معنایی که باشد سرمایه گذاران بیشترین آن را ترجیح می دهند تا کمترین آن را.

بازده به بیان ساده عبارت است از کل عایدی که یک سرمایه گذار در طول یک دوره سرمایه گذاری به دست می آورد. نرخ بازده سرعت افزایش یا کاهش ثروت سرمایه گذار را نشان می دهد و به صورت درصدی از سرمایه گذاری اولیه نشان داده می شود.

بازده یا پاداش سرمایه گذاری، شامل درآمد جاری (سود سالانه) و افزایش یا کاهش ارزش دارایی (منفعت یا ضرر سرمایه) است. بنابراین، معمولاً نرخ بازده نشان دهنده کل درآمد سالانه است و منفعت سرمایه برحسب درصدی از مبلغ سرمایه گذاری بیان می شود. منظور از بازده سهم، مجموعه مزایایی است که در طول سال مالی به یک سهم تعلق می گیرد. مجموعه این مزایا شامل موارد زیر است:

افزایش قیمت سهم

افزایش قیمت سهم در آخر سال مالی نسبت به ابتدای سال مالی مورد محاسبه (تفاوت نرخ اول و آخر سال مالی سهام شرکت)

¹ Francis

² Markowitz

سود نقدی ناخالص هر سهم

این سود عبارت است از سود سهام پیشنهادی ناخالص تصویب شده در مجمع عمومی صاحبان سهام و پیشنهادی توسط مجمع عمومی صاحبان سهام، روش محاسبه آن به صورت زیر است:

$$\text{سود نقدی ناخالص تصویب شده} \\ \text{سود نقدی ناخالص هر سهم} = \frac{\text{تعداد سهام در تاریخ تصویب}}$$

سود پس از پیشنهاد هیأت مدیره شرکت و تصویب مجمع عمومی صاحبان سهام، طبق قانون تجارت تا ۸ ماه بعد از تصویب سود توسط مجمع به سهامداران قابل پرداخت است و اغلب شرکت‌ها به دلیل مسائل و مشکلات نقدینگی و یا برای استفاده از این منابع، پرداخت سود را حدود ۸ ماه به تأخیر می‌اندازد. بنابراین سود متعلق به سهامدار که به طور ناخالص در محاسبه منظور می‌شود، بدون در نظر گرفتن ارزش زمانی پول است. در صورتی که علی‌الاصول این سود باید تنزیل شود تا به ارزش فعلی سود در پایان سال مالی مورد نظر دسترسی داشته باشد (شاهپور، ۱۳۸۵).

۲-۲- بازده دارایی‌ها

بازده کل دارایی‌های یک شرکت به عنوان نتیجه فعالیت‌ها و کارایی شرکت‌ها در رابطه با بکارگیری آن‌ها است. یکی از معیارهای اندازه‌گیری کارایی، محاسبه بازده دارایی‌هاست. بازده دارایی‌ها، توانایی شرکت را در ایجاد سود با توجه به میزان سرمایه‌گذاری انجام شده در شرکت اندازه‌گیری می‌کند و از تقسیم سودخالص عملیاتی شرکت بر منابع بکار گرفته شده بدست می‌آید. اعتبار بازده دارایی‌ها، به اندازه‌گیری مناسب سود و دارایی‌های مورد استفاده شرکت بستگی دارد. بازده دارایی‌ها را می‌توان بر اساس سیستم دوپونت بدست آورد. برای بدست آوردن این نرخ از نسبت گردش دارایی‌ها و نسبت حاشیه سود خالص استفاده می‌شود.

گردش دارایی‌ها از تقسیم فروش بر مجموع دارایی‌ها بدست می‌آید. (سن و اروک^۱، ۲۰۰۹)

سود خالص متعلق به سهامداران عادی بر فروش بدست می‌آید. (سن و اروک^۱، ۲۰۰۹)

بازده دارایی‌ها (ROA) به عنوان نسبت سود خالص بعد از مالیات به مجموع دارایی‌های اندازه‌گیری شده تعریف می‌گردد.

نرخ بازده دارایی، رابطه بین حجم دارایی‌های شرکت و سود را تعیین می‌کند. اگر یک شرکتی بر سرمایه‌گذاری‌های خود بیافزاید (البته بر حسب کل دارایی‌ها) ولی نتواند به تناسب، مقدار سود پس از کسر مالیات خود را افزایش دهد، نرخ بازده دارایی کاهش می‌یابد. بنابراین افزایش حجم سرمایه‌گذاری شرکت، به خودی خود باعث بهبود وضع مالی شرکت نمی‌گردد.

$$(\text{کل دارایی‌ها}) / (\text{فروش خالص}) * ((\text{فروش خالص}) / (\text{سود پس از کسر مالیات})) = \text{نرخ بازده دارایی‌ها}$$

گردش کل دارایی‌ها * حاشیه فروش = نرخ بازده دارایی

سودآوری هر ریال از فروش را با استفاده از حاشیه سود محاسبه می‌کنند. گردش کل دارایی‌ها نیز عبارت است از حجم فروش شرکت به ازای یک ریال دارایی.

بنابراین بازده دارایی‌ها ترکیبی از حاشیه سود و حجم فعالیت شرکت است. با استفاده از این نرخ می‌توان دریافت که فقط افزایش فروش نیست که باعث افزایش نرخ بازده دارایی می‌شود، زیرا رقم خالص فروش در

¹. Sen & Orec

این محاسبه حذف شده است، پس برای افزایش نرخ یاد شده، حاشیه سود شرکت یا نرخ گردش دارایی‌ها یا هر دوی آنها باید انجام افزایش یابد (بازگیر، ۱۳۸۴).

ارتباط بین سود و دارایی‌هایی که آن سود را ایجاد می‌کنند، یکی از پرکاربردترین وسیله اندازه‌گیری عملکرد واحد اقتصادی است. سود هنگامی که یک شرکت به صورت اثر بخش عمل می‌کند، ایجاد می‌شود. در نتیجه می‌توانیم بگوئیم که گروه مدیریت کار خود را به خوبی انجام داده‌اند. ابزار اساسی جهت اندازه‌گیری چگونگی عملکرد مدیریت ROA است.

اعتبار دهندگان و مالکان برای موارد زیر از ROA استفاده می‌کنند:

(۱) ارزیابی توانایی شرکت در تحصیل نرخ مناسبی از بازدهی: اعتبار دهندگان و مالکان می‌توانند نرخ بازده دارایی یک شرکت را با سایر شرکت‌ها یا متوسط صنعت مقایسه کنند. نرخ بازده دارایی اطلاعاتی را درباره سلامتی مالی شرکت فراهم می‌کند.

(۲) جمع‌آوری اطلاعات در مورد اثربخشی مدیریت: نرخ بازده دارایی در یک دوره زمانی در تعیین این‌که آیا واحد اقتصادی دارای مدیر لایقی است کمک می‌کند.

(۳) طرح سودهای آتی: عرضه کنندگان بالقوه سرمایه شرکت، سرمایه‌گذاری حال و آینده و بازده مورد انتظار از آن را مورد ارزیابی قرار می‌دهند (سن و اروک، ۲۰۰۹).

اما بازده دارایی بیشتر برای اندازه‌گیری عملکرد می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد. مدیران می‌توانند از این نرخ در سطوح مختلف جهت کمک در تصمیم‌گیری‌هایشان جهت حداکثر کردن سود و ارزش افزوده به شرکت استفاده کنند. مدیران از این نرخ در موارد زیر استفاده می‌کنند:

(۱) اندازه‌گیری عملکرد هر بخش مجزا از شرکت وقتی که با هر بخش به عنوان یک مرکز سرمایه‌گذاری رفتار می‌شود: در یک مرکز سرمایه‌گذاری، هر مدیری هم سود و هم سرمایه‌گذاری را کنترل می‌کند. نرخ بازده دارایی ابزار بنیادی جهت ارزیابی سودآوری و عملکرد است.

(۲) ارزیابی پیشنهادهاى مخارج سرمایه‌ای: بودجه بندى سرمای‌ای طرح ریزی بلندمدتی برای مواردی همچون احیا، جایگزینی یا توسعه تسهیلات است.

(۳) کمک در پایه‌گذاری اهداف مدیریت: اثربخش‌ترین نگرش‌ها به هدف‌گذاری، از فرایند بودجه‌ای استفاده می‌کند که هر مدیری در ایجاد آن اهداف و استانداردها و در برقرار کردن بودجه‌های عملیاتی که با این اهداف و استانداردها مواجه می‌شوند، سهیم است. آغاز و پایان هر فرایند بودجه بندى با هدف، ROA است.

شاید بهترین دلیل برای عمومی بودن ROA سادگی آن است. این نرخ بطور تنهایی یا در ترکیب با سایر اندازه‌گیری‌ها، معمول‌ترین شاخص مورد استفاده مدیریت برای عملکرد و سودآوری شرکت می‌باشد (بازگیر، ۱۳۸۴).

۳-۲- چرخه عمر شرکت

۳-۲-۱- تئوری چرخه عمر شرکت^۱

همه موجودات زنده از جمله نباتات، جانوران و انسانها از منحنی چرخه عمر پیروی می‌کنند. این موجود متولد می‌شود، رشد می‌کند، به پیری میرسد و نهایتاً می‌میرد. این سیستم‌های زنده در هر مرحله از عمر خود دارای الگوهای رفتاری خاص به منظور غلبه بر مسائل آن مرحله و مشکلات مربوط به انتقال از مرحله به مرحله دیگر است. تئوری چرخه عمر شرکت چنین فرض می‌کند که شرکت‌ها و بنگاههای اقتصادی به

^۱- Firm Life Cycle Theory

طور طبیعی چرخه عمر همه موجودات زنده را دارند که متولد می‌شوند، رشد می‌کند و می‌میرند. از یک طرف در هر مرحله از چرخه عمر با مشکلات ویژه آن مرحله مقابله می‌کند و از طرف دیگر در هنگام انتقال از مرحله به مرحله دیگر با مسائل و مشکلات ویژه روبرو می‌باشند. واحدهای تجاری اصولاً در روند حرکتی خود با مشکلات زیادی روبرو می‌شوند که عمدتاً به وسیله تجهیزات داخلی کار می‌کند تا بتواند آن را حل کند و برای رفع آن از حرفه ای خارج از سازمان اجرایی ناپذیر می‌گردد (ابراهیم پور، ۱۳۹۵).

۲-۳-۲- مراحل چرخه عمر شرکت

۲-۳-۲-۱- ایجاد

اولین مرحله از چرخه عمر واحدهای تجاری، ایجاد یا تأسیس نامیده می‌شود. در این مرحله واحد تجاری هنوز متولد نشده است و فقط به صورت یک ایده وجود دارد. در دوره ایجاد تأکید بر ایده‌ها و امکاناتی که در آینده تحقق می‌یابد محتمل است. واحد تجاری (بنیانگذار) در حال حاضر، ساخت، طرح و ایده‌های خود را در مورد آینده واحد تجاری متصور است و پذیرش خطر در صورتی که امکان پذیر باشد، شما را متقاعد می‌کند که مرحله ایجاد وجود داشته باشد (صمدیان، ۱۳۹۱). تولد یک واحد تجاری زمانی محقق می‌شود که تعهدات به طور معمول آمیزی آزمایش می‌شود. استفاده از تعهدات با درجه مخاطره پذیری آن در بدو تولد متناسب است. سختی ایجاد یک واحد تجاری را می‌توان با پارامترهایی مانند سرعت بازخورد مثبت و درجه نوآوری مورد نیاز سنجیده شود.

۲-۳-۲-۲- طفولیت

زمانیکه تعهدات پذیرفته شد و واحد تجاری دگرگون شد، این تعهدات باید به مرحله عمل برسد. سازمان در این دوره دارای حداقل مقررات، سیستم، دستورالعمل انجام کار و بودجه بندی می‌باشد. در این مرحله واحد تجاری بدون شناخت نقاط مثبت و ضعف به سمت جلو حرکت می‌کند. فضای واحد تجاری در این دوره

بسیار صمیمی بوده است و سلسله مراتب سازمانی بسیار محدود است. در این مرحله واحد تجاری به سرمایه در گردش نیاز دارد و اگر این نیاز برآورده نشود، بسیار آسیب پذیر خواهد بود. در این مرحله به طور مرتب مدیریت سیستم وجود ندارد، ضبط و نگهداری سوابق و تجربیات به دلیل وجود یک اشتباه در طراحی، تولید و فروش، سرویس دهی و یا برنامه ریزی مالی یا مدیریت زنجیره ارزش، ممکن است اثر مهلکی داشته باشد. زمانی که حجم نقدینگی و حجم فعالیت واحد تجاری متعادل شود، از مرحله طفولیت خارج و در مرحله بعد قدم میگذارد (صمدیان، ۱۳۹۱).

۲-۳-۲-۳- رشد سریع

در مرحله ایجاد ایده وجود داشت و در مرحله طوفان ایده شروع به کار کرد. اکنون زمان آن فرا رسیده است که ایده‌های شما در عمل تبدیل شود، واحد تجاری بر مشکل کمبود نقدینگی غلبه کرده و باعث افزایش می‌شود. به نظر میرسد واحد تجاری نه تنها قادر به ادامه حیات است بلکه در حال توسعه و پیشرفت نیز هست. شرایط مذکور مؤسس را دچار غرور و تکبری بزرگ می‌کند. هرچه موفقیت واحد تجاری بیشتر می‌شود در غرور مؤسس افزوده می‌شود و برخی اوقات تصور می‌کند شکست ناپذیر است. ارزشمندی واحد تجاری در این دوره به دلیل فعالیتهای آنها در شاخه‌های مختلف مشکل می‌شوند و فقط فرصتهای شما را میبینید و مشکلات را درک نمی‌کنند (صمدیان، ۱۳۹۱). در مرحله رشد سریع، فروش به سرعت افزایش می‌یابد. مؤسس برای نتایج برنامه ریزی نمی‌کند، فقط انتظار آنها را میکشد. در این دوره گرایش به فروش ممکن است نتایج غیر منتظره‌ای در پی داشته باشد. واحد تجاری در مرحله رشد سریع، انتظار سود در صورت صدمه ثابتی از فروش را دارد. ممکن است تصور کنید فروش بیشتر به معنای سود بیشتر است. حسابداری به طور کامل ناکارا شده است و در نتیجه ممکن است بیشتر بفروشد ولی به جای سود، سود زیانده باشد (صمدیان، ۱۳۹۱).

در این مرحله واحد تجاری دوباره متولد می‌شود. اولین تولدی که در مرحله طفولیت صورت گرفت، در واقع تولد فیزیکی بود. در مرحله بلوغ، واحد تجاری دوباره متولد می‌شود، تولدی احساسی و شخصیتی. از علل دشواری انتقال به این مرحله می‌تواند به موارد: الف) تفویض اختیار، ب) دگرگون در رهبر و ج) جابجایی اشاره کرد. جذب یک مدیر حرفه‌ای، شیوه رهبر واحد تجاری را تغذیه می‌کند. رهبر در اینجا به مفهوم فرآیند تغذیه در سیستم‌های مالی و عملیاتی بنگاه از یک مرحله چرخه عمر به مرحله بعد است، یا به عبارت دیگر تغذیه ماهیت مسائل و مشکلات آن است. رهبر مشکلات جاری واحد تجاری را که مسیلی طبیعی و قابل تحمل است حل کرده و برای مقابله با مشکلاتی که در آینده وجود دارد، آماده می‌کند (صمدیان، ۱۳۹۱). در دوره طفولیت، رهبر باید در پی کسب نتیجه باشد. واحد تجاری در دوره رشد سریع، که با استفاده از ایده‌های اولیه موفق شد فعال شود به دنبال وضعیت جدیدی می‌باشد، باید از کوتاه فکری و بکارگیری سیاست تک محصول دوری کند چرا که واحد تجاری به آرمان گرایی و آینده نگری نیاز بیشتری دارد. مشکل موقعی ظاهر می‌شود که بلوغ فرا می‌میرسد. در این دوره تأکید جدید و الزام بر نظام جمهوری اسلامی، خط مشی‌ها، مقررات و دستورالعمل‌های جهانی موجود است. در حقیقت، در این دوره است که به مهارت‌های متفاوت با دوره قبل نیاز است. آنها سعی می‌کنند برای ارضاء این نیاز مدیری متخصص از سازمان استخدام کنند. واحد تجاری باید به شما کمک کند تا حالت «بیشتر، بهتر است» به حالت «بهتر، بیشتر باشد» یا به عبارت دیگری از وضعیت «کار بیشتر» به حالت «کار می‌کند حساب شده و با تدبیر» تغییر کند. اگر از یک واحد تجاری در دوره رشد سوال نمایند که چگونه پیش می‌رود، پاسخ این است که «عالی، فروش ما در حدود ۳۵ درصد افزایش دارد» و اگر راجع به سود از آنها سوال کنید، خواهید شنید: ما سودی ندارد، بروید از دایره حسابداری و امور مالی سوال کنید (صمدیان، ۱۳۹۱). در این مرحله شرکت‌ها

فروش باثبات و متعادلی را تجربه نموده، نیاز به وجوه نقد در اکثر موارد از طریق منابع داخلی تامین می‌شود. اندازه دارایی‌های این شرکت‌ها نیز به تناسب بیش از اندازه شرکت‌های در مرحله ی رشد می‌باشد. سود تقسیمی نیز در این شرکت‌ها بین ۵۰ درصد و ۱۰۰ درصد در نوسان است. به دلیل وفور نقدینگی و کاهش اتکا به سیاست تامین منابع مالی از خارج، معمولاً نرخ بازده داخلی در این شرکت‌ها معادل یا بیش از نرخ تامین مالی است (اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۲).

۲-۳-۵- 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 احاطه شده است، ضمن اینکه هزینه‌های تامین مالی از خارج بالاست به گونه ای که در اغلب موارد نرخ بازده داخلی کمتر از نرخ تامین مالی است. (دهدار، ۱۳۹۲)

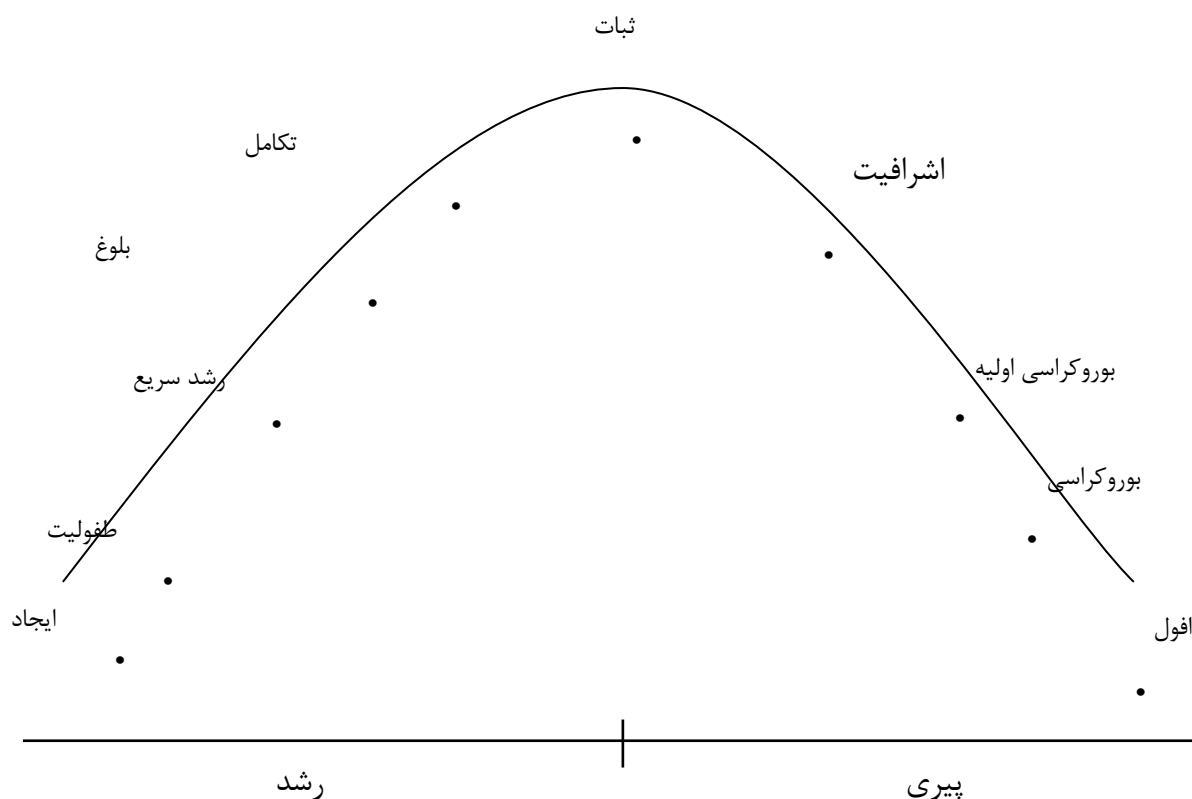
۲-۳-۳- نحوه عملکرد و تعیین موقعیت واحدهای تجاری در منحنی چرخه عمر

تفاوت‌هایی بین آن دسته از واحدهای تجاری که از نظر منحنی چرخه عمر در دوران رشد قرار می‌گیرند و واحدهای تجاری که دوران پیری را می‌گذرانند وجود دارد. این تفاوت در مراحل پیشبرد دوره تکامل، پنهان و با شروع دوران پیری شروع به خودنمایی می‌کند و به صورت فزاینده در جهت حکم فرمائی فرهنگ سازمانی رشد می‌کند. مقایسه این تغییرات به طور خلاصه در جدول (۲-۱) بیان شده است (صمدیان، ۱۳۹۱).

جدول ۱-۲- تفاوت‌های بین شرکت‌های در دوران رشد و شرکت‌های در دوران پیری

شرکت‌های در حال رشد	شرکت‌های در حال پیری
۱. موفقیت‌های افراد ناشی از خطرپذیری	۱. موفقیت‌های افراد نتیجه محافظه کاری
۲. توقعات فراتر از نتایج است.	۲. نتایج بر انتظارات ترجیح دارند.
۳. نقدینگی ضعیف است	۳. نقدینگی بالاست
۴. تأکید بر عملکرد است به عوض قالب و	۴. تأکید بر شکل و ظاهر و قالب است به
۵. چرا و چه کار باید انجام داد؟	۵. چگونه انجام شد و چه کسی انجام داد؟
۶. انجام هر کاری مجاز مگر اینکه مشخصاً	۶. انجام هر کاری ممنوع مگر اینکه مشخصاً
هر مسئله‌ای به مثابه یک فرصت نگریسته	۷. هر فرصتی به مثابه یک مسئله و مشکل
۸. دستمزدها براساس توان مالی شرکت	۸. دستمزدها توسط کارگزینی تعیین
۹. مدیریت سازمان را کنترل می‌کند.	۹. مدیریت توسط سازمان کنترل می‌شود.
۱۰. مدیریت نیروی حرکتی سازمان را تأمین	۱۰. مدیریت توسط اینرسی سازمان حرکت
۱۱. تغییر مدیریت می‌تواند به تغییر	۱۱. برای تغییر رفتار سازمان باید فرهنگ
۱۲. نیازمند مشورت و مشاوره است.	۱۲. نیازمند پرخاش و اهانت است.

نمودار ۲-۱- نحوه عملکرد و تعیین موقعیت واحدهای تجاری در منحنی چرخه عمر (صمدیان، ۱۳۹۱)



۲-۴- مالکیت نهادی

طبق تعریف بوش سرمایه گذاران نهادی، سرمایه گذاران بزرگ نظیر بانک ها، شرکت های بیمه، شرکت های سرمایه گذاری و هستند سرمایه گذاران نهادی، به عنوان شاخصی از حاکمیت شرکتی در شرکت ها در نظر گرفته شده اند. این بحث بر مبنای این حقیقت است که سرمایه گذاران نهادی می توانند بطور مستقیم روی عملکرد و فعالیت های مدیران شرکت و بطور غیر مستقیم نیز از طریق تواناییشان در مبادله سهامشان، اثر بگذارند. به علاوه نقش دیگر کلیدی آنان، هدایت شرکت ها و انتقال اطلاعات به دیگر سهامداران می باشد.

بر طبق نظر تانگ و نینگ^۱ (۲۰۱۴) سرمایه گذاران نهادی متفاوت از سرمایه گذاران فردی می باشند زیرا آن ها در هدایت (نظارت) عملکرد مدیران شرکت، بیشتر فعال می باشند و همچنین آن ها بخاطر تواناییشان در دسترسی به منابع اطلاعاتی مختلف، آگاه تر از دیگران می باشند. درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی به میزان سهام در دست آنهاست. سهامداران نهادی مانند بانک ها، شرکت های بیمه، صندوق های بازنشستگی، موسسات سرمایه گذاری و... اطلاق گردیده است. در ارتباط با سرمایه گذاران نهادی دو فرضیه موجود است:

الف) فرضیه نظارت فعال ب) فرضیه منافع شخصی

براساس فرضیه نظارت فعال به دلیل اهمیت ثروت سرمایه گذاری شده، سرمایه گذاران نهادی احتمالاً فعالانه سرمایه گذاری خود را مدیریت می کنند. بر اساس این نگرش سرمایه گذاران نهادی ماهر هستند و مزیت نسبی در گردآوری و پردازش اطلاعات دارند. آنان اطلاعات مرتبط با ارزش سهام را، که در سود جاری منعکس نشده است، در تجزیه و تحلیل، و در قیمت های سهام لحاظ می کنند. به طور کلی با نظارت کارآمد منافع سهامداران در مقابل سوء استفاده مدیریت حفظ و باعث کاهش ریسک سهامداران کوچک می شوند در مقابل فرضیه نظارت فعال، فرضیه منافع شخصی قرار دارد حامیان این نظریه متعقدند سرمایه گذاران نهادی برای اهداف تجاری بیشتر تمایل به دسترسی به اطلاعات محرمانه دارند. دسترسی مالکان نهادی به اطلاعات محرمانه سبب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی می شود. در چنین موقعیتی ممکن است مالکان نهادی تمایل کمتری به تشویق مدیریت برای گزارش سود با کیفیت داشته باشند (نصرالهی و عارف منش، ۱۳۸۹). در نتیجه عدم نظارت کارآمد توسط سهامداران نهادی سبب افزایش عدم اطمینان در ارتباط با جریان های نقدی آینده شده و سبب افزایش ریسک سهام در ارتباط با عدم نقد شوندگی سهام می شود.

¹ . Tong and Ning

یکی از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی نیرومند را باز نمایی می‌کنند؛ زیرا می‌توانند نفوذی چشم گیر بر مدیریت داشته و منافع مدیریت را در جهت منافع سهامداران هم جهت نمایند (ملکیان و نیکروان فرد، ۱۳۹۴) در کشور ما، به دلیل وجود سهام شرکت‌های در اختیار دولت و اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی و خصوصی سازی، شاهد حضور سازمان‌ها و مؤسسه‌های هسته‌ای که در فرآیند انتقال مالکیت با عنوان سرمایه گذاران نهادی شناخته شده و در قالب مالکان و صاحبان سهام جدید، سهم بیشتری از سهام شرکت‌های در حال انتقال را به خود اختصاص می‌دهند بخشی از این شرکت‌ها و سرمایه گذاران نهادی را شرکت‌های بیمه‌ای اعم از سازمان‌های تأمین اجتماعی، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه بازرگانی و شرکت‌های سرمایه گذاری تشکیل می‌دهند (رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۰) مالکان شرکتی اشخاص حقوقی غیردولتی هستند که به صورت بالقوه منبع اثرگذار برون سازمانی بر استراتژی و عملکرد نگاه به شمار می‌آیند. آن‌ها مالکیت را ساز و کاری برای نهادینه کردن قدرت در سازمان می‌دانند و از این روی نوع مالکیت یک سازمان می‌باید بر استراتژی و عملکرد آن مؤثر واقع شود و با ورود سرمایه گذاران شرکتی، تفکر غالب بر عملکرد شرکت، کسب سود و عملکرد بهتر می‌باشد (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷)

مطابق با تعریف بوشی (۱۹۹۸) سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانکها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مؤسسه‌های بازنشستگی و غیره هستند. براساس قانون بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران، سرمایه‌گذاران نهادی عبارتند از: بانکها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵٪ یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری کند، سازمانها و نهادهای دولتی و عمومی، شرکت‌های دولتی و اعضای هیأت مدیره و مدیران ناشر یا اشخاصی که کارکرد مشابه دارند (طالبی، ۱۳۹۲).

براساس شواهد حاصل از پژوهش‌های پیشین نظیر کرن^۱ و همکاران (۲۰۰۷) نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی مشابه هم نبوده و انگیزه‌های یکسانی برای نظارت فعالانه به مدیریت ندارند. از اینرو تأثیر آنها نیز بر عملکرد شرکت‌ها متفاوت است. بر این اساس سرمایه‌گذاران نهادی را می‌توان به دو دسته‌ی نظارتی (ناظر، غیرحساس به فشار، فعال) و غیر نظارتی (غیرناظر، حساس به فشار، منفعل، موقت) تقسیم کرد.

سرمایه‌گذاران نهادی ناظر از انگیزه‌ی بالاتری برای نظارت و کنترل مدیریت برخوردارند. این گروه از سهامداران نهادی تطابق بیشتری با فرضیه‌ی نظارت دارند (الیاسیانی و جیا^۲، ۲۰۱۰). به بیان دیگر، سرمایه‌گذاران نهادی غیرحساس به فشار دیدگاه بلندمدت داشته و عملکرد بلندمدت شرکت را مدنظر دارند. بنابراین انگیزه‌ی زیادی برای داشتن نماینده در هیأت مدیره‌ی شرکت‌های سرمایه‌پذیر دارند. گردش پایین سبد سرمایه‌گذاران بزرگ بیانگر انگیزه‌ی این سهامداران برای نگهداری سهام و تشویق مدیران به بهبود عملیات و افزایش ثروت سهامداران می‌باشد. پورتر^۳ (۱۹۹۲) بیان می‌کند که این سهامداران با نظارت فعالانه بر تصمیمات مدیریت، انگیزه‌هایی را برای مسئولیت‌پذیری بیشتر مدیریت فراهم می‌آورند. بر این اساس، حضور هر چه بیشتر این سهامداران سبب افزایش عملکرد مدیران و در نتیجه ارتقای عملکرد شرکت‌ها خواهد شد (ابراهیمی کردلر و همکاران، ۱۳۸۹).

سرمایه‌گذاران نهادی غیرناظر کسانی هستند که تمایل کمتری برای چالش با مدیریت دارند. بنابراین به نظر می‌رسد این دسته از سهامداران نهادی تطابق بیشتری با فرضیه‌ی همگرایی منافع داشته باشند (الیاسیانی و جیا، ۲۰۱۰). به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران نهادی حساس به فشار دارای گردش پرتفوی بالایی بوده و استراتژی معاملاتی لحظه‌ای دارند. برای مثال با یک خبر خوب سهام می‌خرند و با خبر بد سهام را می‌فروشند.

¹ Cornett

² Elyasiani & Jia

³ Porter

برای این مالکان قیمت جاری سهام بسیار مهم بوده و دارای دیدگاه کوتاهمدت و گذرا هستند و عملکرد جاری را به عملکرد بلندمدت شرکت ترجیح می‌دهند. بنابراین انگیزه‌ی زیادی برای نظارت بر مدیریت و داشتن نماینده‌ای در هیأت مدیره‌ی شرکت‌های سرمایه‌پذیر ندارند زیرا بعید است که منافع این نظارت در کوتاهمدت نصیب آنها شود (پورتر، ۱۹۹۲). پورتر (۱۹۹۲) اظهار می‌دارد که تمرکز بر عملکرد کوتاهمدت موجب ایجاد فشار بر مدیران برای فدا کردن سرمایه‌گذاری و عملکرد بلندمدت به منظور حفظ رشد سود کوتاهمدت می‌شود (ابراهیمی کردلر و همکاران، ۱۳۸۹).

۲-۴-۱- انواع سرمایه‌گذاران نهادی

ولوری و جنکینز (۲۰۰۶) سرمایه‌گذاران نهادی در کشورهای توسعه یافته‌ای مانند آمریکا و انگلیس را در چهار گروه طبقه‌بندی نموده‌اند. این چهار گروه عبارتند از: صندوق‌های بازنشستگی^۱، شرکت‌های بیمه^۲، شرکت‌های سرمایه‌گذاری^۳ و بانک‌ها^۴.

در ایران علاوه بر نهادهای چهارگانه‌ی فوق، با توجه به شرایط حاکم بر بازار سرمایه، ارگان‌های دیگری نیز در زمره‌ی سهامداران نهادی قرار می‌گیرند. از جمله می‌توان سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران، بنیاد مستضعفان و جانبازان و همچنین سازمان خصوصی‌سازی را نام برد. در ادامه هر یک از این گروه‌ها به صورت مختصر توضیح داده می‌شود.

الف) صندوق‌های بازنشستگی: اینگونه سازمانها با توجه به ویژگی‌های خاصی که دارند، می‌توانند تأثیرات زیادی در بازار سرمایه‌ی کشورها ایجاد نمایند. در کشورهای توسعه یافته‌ای مانند آمریکا و انگلیس، وجوهی

^۱ Pension Funds

^۲ Insurance Companies

^۳ Investment Companies

^۴ Banks

که توسط مردم در اختیار این نهادها قرار داده شده است به سمت بازار سرمایه‌ی این کشورها هدایت شده، بطوری که ارگان‌های مذکور به یکی از مهم‌ترین نهادهای تأمین‌کننده‌ی وجوه مورد نیاز شرکت‌ها تبدیل شده‌اند و نقش بسیار مؤثری در تأمین مالی شرکت‌ها به عهده گرفته‌اند (ولوری، ۲۰۰۶). از اینرو میزان تأثیرگذاری آنها بر بازار سرمایه بسیار قابل ملاحظه و چشم‌گیر شده است. بطوری که اگر این نهادها و وجوه تحت مدیریت آنها از بازار سرمایه خارج شوند احتمالاً مسایل و مشکلات زیادی برای شرکت‌های موجود در بازارهای سرمایه ایجاد خواهد شد که این امر نشان‌دهنده‌ی نقش و جایگاه ویژه‌ی این ارگانها در صحنه‌ی اقتصادی کشورها است (پورزمانی و خریدار، ۱۳۹۲).

هم‌اکنون در ایران نیز نزدیک به ۱۵ سازمان بازنشستگی وجود دارد که اکثر آنها در بازار سرمایه حضوری فعال دارند. از این میان سازمان تأمین اجتماعی بزرگترین و مهم‌ترین سازمان بازنشستگی ایران محسوب می‌شود که شاغلین بخش‌های خصوصی و مستخدمین قراردادی بخش دولتی را تحت پوشش قرار می‌دهد (عبداللهی، ۱۳۸۳).

ب) شرکت‌های بیمه: این شرکت‌ها با دریافت انواع مختلف حق بیمه، وجوه قابل ملاحظه‌ای را در اختیار می‌گیرند که بایستی این وجوه به شکل مناسبی در انواع مختلف فعالیت‌های تولیدی و خدماتی بکار گرفته شوند. از اینرو تجهیز پس‌اندازهای مردم یکی از اساسی‌ترین وظایف آنها محسوب می‌گردد. این شرکت‌ها عمدتاً وجوه تحت مدیریت خود را به سمت بازارهای سرمایه هدایت نموده‌اند و از این طریق توانسته‌اند جایگاه و نقش ویژه‌ای را در اقتصاد کشورها در اختیار گیرند و مبالغ قابل توجهی از سرمایه‌های مورد نیاز شرکت‌ها را تأمین نمایند و به این ترتیب تأثیرات قابل ملاحظه‌ای را بر ساختار اقتصادی کشورها داشته باشند.

در کشور ما نیز این کشورها نقش فعالی را در بازار سرمایه بر عهده دارند و بخشی از سرمایه‌ی مورد نیاز شرکت‌های بورسی و غیربورسی، توسط این نهادها تأمین شده است، اما متأسفانه بخش بیمه در ایران به دلایل مختلف نتوانسته است همگام با دیگر کشورها، نقش و کارکردهای مناسب خود را در اقتصاد کشور به ویژه در بازار سرمایه ایفا نماید (عبداللهی، ۱۳۸۳).

پ) شرکت‌های سرمایه‌گذاری: امروزه این صنعت در سطح جهانی به شدت تخصیصی شده و رقابت قابل توجهی در بین شرکت‌های فعال در این صنعت به وجود آمده است و لذا در سطح جهانی و در جهت پاسخگویی به نیازهای متفاوت سرمایه‌گذاران، در بخش‌های مختلف بازار، شرکت‌های سرمایه‌گذاری گوناگونی با اهداف و عملکردهای متفاوت فعالیت می‌کنند. شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌هایی هستند که وجوه مردم را در مجموعه‌ی سرمایه‌گذاری‌های بزرگ، یک کاسه می‌کنند و به واسطه‌ی برخورداری از تخصیص مدیریت حرفه‌ای سرمایه‌گذاریها، این وجوه را در مجموعه‌ی متنوعی از داراییها، سرمایه‌گذاری می‌نمایند. شرکت‌های سرمایه‌گذاری در میان نهادهای مالی فعال در بازار سرمایه نقش قابل توجهی را ایفا می‌کنند (مهدوی و بهمنش، ۱۳۸۶).

ت) بانکها: بانکها به عنوان یکی از مهم‌ترین قطب‌های بازار پول، می‌توانند تأثیر زیادی در بازار سرمایه داشته باشند. این نهادها هم می‌توانند به عنوان مالک، بخشی از سهام شرکت‌ها را به تملک خود درآورند و هم می‌توانند به عنوان اعتباردهنده، منابع مالی را به منظور رفع نیازهای مقطعی شرکت‌ها به صورت وام در اختیار آنها قرار دهند. در گذشته، بانکها مستقیماً به عنوان مالک در ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها حضور داشتند اما در سال‌های اخیر در بیشتر کشورهای توسعه یافته و نیز در کشور ما، اکثر بانکها و مؤسسه‌های مالی اقدام به تشکیل شرکت‌های سرمایه‌گذاری نموده‌اند و سرمایه‌گذاری‌های آنها در شرکت‌های بورسی و غیربورسی از طریق این شرکت‌های سرمایه‌گذاری صورت می‌گیرد (عبداللهی، ۱۳۸۳).

۲-۴-۲- اهمیت سرمایه گذاران نهادی

سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها، از نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردار بوده و می‌توانند رویه‌های مالی و اعتباری آنها را تحت تأثیر قرار دهند. عموماً اینگونه تصور می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود. این امر از فعالیت‌های نظارتی نشأت می‌گیرد که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند (ولوری و جنکینز^۱، ۲۰۰۶).

از منظر تئوری، سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است انگیزه‌هایی برای نظارت فعال بر مدیریت داشته باشند (پوند^۲، ۱۹۸۸). براساس «فرضیه‌ی نظارت فعال»^۳ سرمایه‌گذاران نهادی، سهامداران متبحری هستند که دارای مزیت نسبی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات هستند. منطق فرضیه‌ی نظارت فعال این است که به علت بالا بودن هزینه‌ی نظارت، فقط سهامداران بزرگ نظیر سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند با دستیابی به مزایای کافی انگیزه‌ی نظارت را داشته باشند. سهامداران نهادی، سهامدارانی با افق دید بلندمدت هستند که مبادلات خود را به تنهایی بر مبنای اخبار سود ترتیب نمی‌دهند. درحقیقت، سهامداران نهادی به ارزش بلندمدت شرکت توجه زیادی داشته و عمدتاً از توانایی و قدرت کنترل شرکت نیز برخوردارند (کی^۴ و همکاران، ۲۰۰۱).

¹ Velury & Jenkins

² Pound

³ Efficient-Monitoring Hypothesis

⁴ Ke

برخی سرمایه‌گذاران نهادی به منظور سلب مالکیت از سهامداران کوچک و متفرق، با مدیریت همکاری می‌کنند. یکی از نقش‌ها ممکن است به عنوان مهم‌ترین عامل تعیین رفتار سرمایه‌گذاران نهادی بر سایرین تسلط یابد (کاظمی و محمد نژاد، ۱۳۹۰).

سهامداران نهادی با هدف دستیابی به منافع کوتاه‌مدت، مدیریت را تحت فشار قرار می‌دهند تا بدون در نظر گرفتن منافع سایر سهامداران با اتخاذ تصمیمات مدبرانه سودهای آتی را به دوره‌ی جاری انتقال دهند که این امر منجر به کاهش کیفیت سود^۱ و ایجاد تضاد منافع بین سهامداران نهادی و سهامداران جزء می‌گردد. همچنین سهامداران، مدیران را از ارائه‌ی اطلاعات در خصوص منافع و سودهای آتی شرکت نهی می‌کنند که باعث ایجاد عدم تقارن اطلاعات بین سهامداران نهادی و سایر سهامداران می‌گردد (کمالی، ۱۳۹۰).

۲-۵- سیاست تقسیم سود

۲-۵-۱- مفهوم سیاست تقسیم سود

موضوع سیاست تقسیم سود همواره به عنوان یکی از بحث برانگیزترین مباحث مالی مطرح بوده به طوری که علاقه اقتصاددانان قرن حاضر و بیش از پنج دهه اخیر را به خود معطوف کرده است؛ بطور کلی رابطه بین سود تقسیمی و سود هر سهم نشان دهنده سیاست تقسیم سود شرکت است (قالیباف، ۱۳۸۶). آگاهی از عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود ضمن آنکه تصویر روشنی از توان توزیع نقدینگی شرکت‌ها ارایه می‌دهد، امکان برآورد رفتار آتی آنها را نیز فراهم می‌سازد. همیشه بین مدیران و صاحبان سهام عمده از یک طرف و هزاران هزار سرمایه‌گذار کوچک از طرف دیگر بر سر مسئله تقسیم سود تضاد وجود دارد. هدف سرمایه‌گذاران جزء از سرمایه‌گذاری بیشتر دریافت سود نقدی است و مایل هستند که بازده سهام خود را به شکل سود نقدی دریافت نمایند از طرف دیگر سهامداران عمده مایل هستند که سود در شرکت نگهداری

¹ Earning Quality

و صرف توسعه گردد و در نتیجه قیمت سهام شرکت از این طریق افزایش یابد(صادقی شریف و بهادری، ۱۳۸۸).

یک سرمایه گذار با خرید سهام یک شرکت، سهامدار آن شرکت محسوب می شود و صاحب حقوق سهامداری می شود از جمله: حق سود، حق رای، حق تقدم در خرید سهام جدید و حق تصفیه(قانون تجارت، ۱۳۸۸). با توجه به این مطلب که سود تقسیمی بین سهامداران توسط خود آنها در مجمع عمومی عادی تعیین و به تصویب می رسد، سهامدار با استفاده از حق رای خود می تواند در تصمیمات و سیاست های شرکت تاثیرگذار باشد بنابراین هر چه این حق رای بیشتر باشد میزان تاثیرگذاری به مراتب بیشتر خواهد بود، بنابراین نوع سیاست تقسیم سود و میزان سود تقسیمی شرکت ها بسته به نوع ترکیب سهامداران و ساختار مالکیت آنها متفاوت خواهد بود(بیابانی و رضی کاظمی، ۱۳۹۲).

۲-۵-۲- اجزای تشکیل دهنده سود

از دیرباز برای اندازه گیری سود خالص بین اندیشمندان حسابداری اختلاف نظرهایی وجود داشته که منجر به پیدایش دو رویکرد برای اندازه گیری سود خالص شده است که عبارتند از مفهوم عملیات جاری^۱ و مفهوم شمول کلی سود^۲(سود جامع) که به شرح زیر می باشند:

الف- مفهوم سود عملیات جاری

مفهوم سود عملیات جاری به اندازه گیری کارآیی واحد انتفاعی تأکید دارد و آن را کانون توجه قرار می دهد. اصطلاح کارآیی به استفاده بهینه از منابع واحد تجاری در جریان عملیات مربوط و کسب سود واحد تجاری

^۱ - Current Operating

^۲ - All-Inclusive Income

مربوط می‌شود. یک ارزیابی صحیح از کارآیی نسبی مستلزم مقایسه با یک درک استاندارد معین می‌باشد. (شباهنگ، جلد اول، ۱۳۹۱)

در محاسبه سود عملیات جاری، تأکید بر اصطلاحات «جاری» و «عملیاتی» است بنابراین فقط رویدادها و تغییرات ارزشی که تحت کنترل مدیریت و منتج از تصمیمات دوره جاری است باید در محاسبه سود بکار برده شود. تغییراتی که نباید در محاسبه سود عملیات جاری لحاظ شود مربوط به رویدادهایی است که در دوره های گذشته واقع شده اما در آن دوره ها شناسایی و ثبت نشده اند. جنبه دیگر مفهوم سود عملیات جاری این است که تغییرات مربوط تنها از علمیات اصلی ناشی می‌شود و به این ترتیب، مقایسه آن با عملیات دیگر امکان پذیر می‌گردد. ضمناً کارآیی نسبی مدیریت نیز بهتر آشکار می‌شود. (هندریکسون و ون برودا، ۱۹۹۲).

۱. طرفداران این مکتب، بر این باورند که سود خالصی که براساس این مفهوم گزارش می‌شود برای مقایسه بین دوره ها و میان واحدهای انتفاعی مختلف و همچنین پیش بینی، مناسب تر است. علاوه بر این، اگر چه طبقه بندی اقلام عملیاتی و غیر عملیاتی مشکل است، اما حسابداران با تجربه می‌توانند این تفکیک را بهتر انجام دهند، علیرغم تأکید تحلیل گران مالی بر رقم یگانه سود خالص، افشای اقلام عملیاتی و غیر عملیاتی حائز اهمیت بسیار می‌باشد. بنابراین اگر قرار بر استناد بر یک رقم سود باشد، به نظر می‌رسد سود خالص عملیات جاری معیار مناسبتری برای ارزیابی عملکرد جاری محسوب می‌شود (هندریکسون و ون برودا، ۱۹۹۲).

۲-۵-۳- روش های تقسیم سود

شرکت ها به سه روش می‌توانند بین سهامداران سود توزیع کنند: (بیابانی و رضی کاظمی، ۱۳۹۲)

۱- تقسیم سود نقدی: پرداخت نقدی سود سهام به پیشنهاد مدیران و تصویب مجمع عمومی شرکت میسر می گردد. پرداخت نقدی سود سهام می تواند هر سه ماه یکبار، شش ماه یکبار و یا سالانه باشد. در توزیع سود نقدی، شرکت ها می توانند روش های مختلفی داشته باشند.

الف) تقسیم مبلغ ثابت و معینی بین سهامداران: طبق این سیاست، سود تقسیمی هر سهم مبلغ مشخصی بوده و شرکت بدون توجه به مبلغ سود خالص، مبلغ مذکور را هر ساله بین سهامداران تقسیم می نماید، چنانچه در این حالت روند سوددهی شرکت بهبود حاصل نماید، هر چند سال یک بار سود تقسیمی را افزایش و اگر روند سوددهی نزولی باشد، کاهش می دهند.

ب) تقسیم درصد ثابتی از سود (سیاست تقسیم سود متغیر): تعدادی از شرکت ها همه ساله درصد معینی از سود خودشان را بین سهامداران تقسیم می کنند. چنین سیاستی باعث خواهد شد که سود پرداختی به سهامداران همراه با نوسانات سود خالص تغییر نماید.

ج) سیاست تقسیم سود ثابت به علاوه حاشیه متغیر: در این سیاست شرکت یک مبلغ معمولاً پایین را بطور دائم به سهامداران پرداخت می کند و با افزایش یا کاهش سود درصدی را به آن اضافه می کند.

د) سیاست تقسیم سود مازاد: در این نوع سیاست تقسیم سود، شرکت ابتدا کلیه نیازهای سرمایه گذاری و مالی خود را از سود کسر می کند. هر چه قدر سود علاوه بر نیازهای سرمایه گذاری و مالی شرکت باقی ماند، بین سهامداران عادی تقسیم می شود.

۲) سهام جایزه: شکل دیگر تقسیم سود، توزیع سهام جدید به عنوان سود است که به آن سود سهمی (جایزه) گویند. شرکت برای اینکه بین سهامداران سود تقسیم کند و از طرفی وجه نقد را به منظور اجرای طرح های توسعه در شرکت نگه دارد اقدام به انتشار سهام جایزه می کند.

۳) تجزیه سهام: تجزیه ی سهام روشی برای کاهش ارزش اسمی سهام و افزایش تعداد سهام می باشد. تجزیه سهام فقط ارزش اسمی را کاهش و تعداد سهام را افزایش می دهد و حقوق صاحبان سهام و سایر اقلام داخل حقوق صاحبان سهام بدون تغییر باقی می ماند (بیابانی و رضی کاظمی، ۱۳۹۲).

۲-۵-۴ عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود

در واقعیت عوامل متعددی بر سیاست تقسیم سود شرکت تاثیر دارند، که این عوامل عبارتند از: محدودیت های قانونی، کنترل اداره امور شرکت، ثبات سودآوری شرکت، مالیات، محدودیت های قرارداد وام و اوراق قرضه، عدم اطمینان نسبت به آینده، فرصت های سرمایه گذاری، هزینه انتشار، محتوای اطلاعاتی سود، سود شرکت به عنوان منبع تامین مالی، علایق سهامداران، توانایی شرکت در دست یابی به بازار پول و سرمایه، دیون شرکت، وضعیت نقدینگی (بیابانی و رضی کاظمی، ۱۳۹۲).

۲-۵-۵ نظریه های مرتبط با تقسیم سود

۲. میلر و مودیگلیانی^۱ (۱۹۶۱) مدلی را ارائه نمودند که نشان می داد ارزش شرکت براساس داراییها و جریان نقد ایجاد شده توسط داراییها تعیین می شود، نه براساس روشی که جریان های نقد به سهامداران توزیع می شود (ویگند و بیکر^۲، ۲۰۰۹). این نظریه بر مفروضاتی استوار است که به قرار زیر می باشد: ۱- بازار سرمایه کارا، ۲- اطلاعات متقارن، ۳- فقدان هزینه مبادلات، ۴- فقدان مالیات. مدل میلر و مودیگلیانی یک مدل تک دوره ای تحت شرایط مطمئن است (باتاچاریا^۳، ۲۰۰۷).

۳. در مدل آنها اثر پرداخت سود سهم روی دارایی ها با ابزارهای دیگر تأمین مالی خنثی می شود.

۴. نظریه علامت دهی

^۱ . Miller and Modigliani

^۲ . Weigand and Baker

^۳ . Bhattacharyya

۵. این نظریه در واقع کاربردی از مفهوم اقتصادی شناخته شده علامت دهی است که توسط باتاچاریا (۱۹۷۹)، میلر و راک^۱ (۱۹۸۵) و جان و ویلیامز^۲ (۱۹۸۵) مطرح شد. نظریه علامت دهی به دنبال آن است که دلیل تمایل شرکت‌ها به پرداخت سود را تبیین کند. طبق این مدل، سیاست سود تقسیمی انتظارات مدیران را درباره سودهای آتی شرکت نشان می‌دهد. مدیران به عنوان افراد درون سازمانی از طریق سیاست تقسیم سود علائمی را درباره انتظاراتشان از درآمدهای آتی شرکت به سرمایه‌گذاران ارسال می‌کنند. آنها این کار را از طریق افزایش یا کاهش در سود تقسیمی انجام می‌دهند. یکی از پیامدهای این فرضیه این است که شرکت‌هایی که سود تقسیمی خود را افزایش می‌دهند باید واکنش قیمت مثبتی را تجربه کنند (ویگند و بیکر، ۲۰۰۹). بازده دارایی‌ها نیز یکی از متغیرهایی است که برای سنجش تأثیری که سهامداران برای شرکت‌های دارای سیاست سود تقسیمی قائل‌اند استفاده می‌شود (جانسون و همکاران^۳، ۲۰۰۶).

۶. نظریه نمایندگی

۷. نظریه نمایندگی به دنبال آن است که ساختار سرمایه شرکت را به عنوان نتیجه تلاش برای حداقل‌سازی هزینه‌های مرتبط با تفکیک مالکیت شرکت و کنترل آن نشان دهد. پرداخت سود سهام مدیران را مجبور به تأمین مالی خارجی و حضور در بازارهای مالی می‌کند. استفاده از منابع خارجی باعث می‌شود که مدیر از طرف متخصصان حرفه‌ای مانند بانکها و واسطه‌های مالی تحت نظارت و کنترل باشد. با تشخیص ارزش نظارت تأمین مالی خارجی، ذینفعان ممکن است روی پرداخت سود پافشاری کنند (چای و سو^۴، ۲۰۰۹). معمولاً در شرکت‌هایی که دارای سهامداران، نهادی هستند و بهتر قادرند بر فعالیت‌های مدیر نظارت کنند پرداخت سود تقسیمی کمتر است. (جانسون و همکاران، ۲۰۰۶)

^۱ . Miller and Rock

^۲ . John and Williams

^۳ . Johnson ,et .al

^۴ . Chay and Suh

۸. نظریه چرخه عمر

۹. این نظریه توسط دی انجلو و همکاران^۱ (۲۰۰۶) ارائه گردید. طبق این نظریه میزان سود تقسیمی در شرکت‌هایی که به دوران بلوغ خود رسیده‌اند، بیشتر است، در حالی که در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا میزان سود تقسیمی کمتر می‌باشد. در واقع، 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 روبرو است کاهش می‌یابد. در این حالت، شرکت از لحاظ دوره عمر مالی در مرحله بلوغ قرار دارد و پرداخت سود تقسیمی مطلوبیت بیشتری می‌یابد (بروکمن و آنلو^۲، ۲۰۰۹).

۲-۶- چهارچوب نظری تحقیق

یکی از موضوعات مهم و اساسی در تعیین ارزش شرکت‌ها ساختار مالکیت آنها می‌باشد. ساختار مالکیت عبارت است از یک معیار سنجش برای مالکیت متمرکز، عبارت است از مالکیت جمعی که به عنوان بزرگی سهامداران تعریف شده است. ترکیب سهامداران شرکت‌های مختلف متفاوت است بخشی از مالکیت شرکتها در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقوقی قرار دارد این گروه برای نظارت بر عملکرد مدیران شرکت عمدتاً بر اطلاعات در دسترس عموم همانند صورت‌های مالی منتشره اتکا می‌کنند این در حالی است که بخش دیگری از مالکیت شرکتها در اختیار سهامداران حرفه‌ای قرار دارد که بر خلاف گروه سهامداران نوع اول اطلاعات داخلی با ارزشی درباره چشم اندازهای آتی و راهبردهای تجاری و سرمایه‌گذاری‌های بلند مدت

^۱ . De Angelo et al.

^۲ . Brockman and Unlu

شرکت، از طریق ارتباط مستقیم با مدیریت شرکت در اختیار ایشان قرار می گیرد (جامعی و همکاران، ۱۳۹۸).

سهامداران نهادی شخصیت یا موسسه ای هستند که به خرید و فروش حجم عظیمی از اوراق بهادار می پردازند: مانند بانک های دولتی و خصوصی، صندوق های بازنشستگی، شرکت های بیمه و سازمان تأمین اجتماعی صندوق ها و شرکت های سرمایه گذاری، بنیادها و نهادها که در سایر شرکت های سهامی عام سرمایه گذاری می کنند. از این رو، سرمایه گذاران نهادی بزرگترین گروه سهامداران شرکتهای سهامی عام شده اند این سهامداران دارای توان بالقوه تاثیرگذاری بر فعالیت های مدیران به طور مستقیم از طریق مالکیت و به طور غیر مستقیم از طریق مبادله سهام خود می باشند. که در این صورت تاثیر مستقیم یا غیر مستقیم سهامداران نهادی می تواند بسیار با اهمیت باشد (عباس زاده و همکاران، ۱۳۹۹).

در ایران در باب رابطه بین سرمایه گذاری نهادی و سودآوری و نقدینگی شرکت تحقیقات بسیاری صورت گرفته است. امادر هیچکدام از این تحقیقات این رابطه در مراحل مختلف چرخه عمر مورد بررسی قرار نگرفته است.

تئوری چرخه عمر عنوان می دارد که شرکت ها و صنایع همانند موجودات زنده روزی متولد می شوند (مرحله ایجاد)، رشد می کنند (مرحله رشد)، بالغ می شوند (مرحله بلوغ) و می میرند (مرحله افول) شرکت ها نیز چنین مراحل را طی می کنند و در هر یک از این مراحل مختلف دارای قابلیت های متفاوت از لحاظ انعطاف پذیری، و کنترل می باشند و رفتارهای متفاوتی در زمینه فروش، سرمایه گذاری و تقسیم سود دارند (رسولی و همکاران، ۱۳۸۸).

۷-۲-پیشینه داخلی

حسینی و همکاران (۱۳۹۹) به بررسی تاثیر ساختار مالکیت و سیاست های تقسیم سود بر سودآوری و ریسک پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که مالکیت نهادی بر سودآوری تاثیر مثبت و معناداری دارد. سیاست تقسیم سود بر سودآوری شرکت تاثیر منفی و معناداری دارد. سیاست تقسیم سود بر ریسک غیر سیستماتیک شرکت تاثیر منفی و معناداری دارد.

تقی زاده خانقاه و همکاران (۱۳۹۷) ارتباط سیاستهای تقسیم سود و کارایی سرمایه گذاری با تاکید بر چرخه عمر شرکت را بررسی کردند. نتایج نشان داد که بین سیاست تقسیم سود و کارایی سرمایه گذاری ارتباط مثبت و معنی داری وجود دارد. همچنین پرداخت سود سهام موجب کاهش سرمایه گذاری بیشتر و کمتر از حد می شود. از سوی دیگر، شرکت های مورد بررسی در مراحل چرخه عمر نیز مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج نشان داد که پرداخت سود سهام موجب بهبود کارایی سرمایه گذاری در مراحل رشد و بلوغ می شود، در حالی که پرداخت سود سهام ارتباطی با کارایی سرمایه گذاری در مرحله افول ندارد.

حیدری هراتمه و شیرین بخش (۱۳۹۶) به بررسی تاثیر سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت بر محدودیت های تامین مالی پرداختند. نتایج این بررسی نشان داد درصد مالکیت بزرگترین سهامدار بر محدودیتهای تامین مالی تاثیر معناداری دارد. بنابراین افزایش متغیر سهامدارن نهادی فعال منجر به افزایش وجه نقد شرکت و در نتیجه کاهش محدودیتهای تامین مالی خواهد شد. و نهایتاً اثر متغیر نسبت کل سود تقسیمی به کل داراییها بر متغیر محدودیتهای تامین مالی منفی و معنادار است.

ستایش و قوهستانی (۱۳۹۵) به بررسی رابطه تقسیم سود، فرصتهای سرمایه گذاری و تامین مالی خارجی در طی چرخه عمر شرکت پرداختند. نتایج حاصل نشان می دهد که بین سود تقسیمی و فرصت های سرمایه گذاری در مرحله رشد رابطه معناداری وجود دارد، در حالی که در مرحله بلوغ بین سود تقسیمی و فرصت

های سرمایه گذاری رابطه معناداری وجود ندارد. علاوه بر این، در مرحله رشد بین سود تقسیمی و تامین مالی خارجی رابطه معناداری وجود ندارد، در حالی که در مرحله بلوغ بین این متغیرها رابطه معنادار وجود دارد.

دلاوری و همکاران (۱۳۹۲)، به بررسی عوامل موثر بر تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که نسبت بدهی با نسبت سود سهام تقسیمی به سود هر سهم رابطه‌ی منفی معناداری داشته است. همچنین، بازده سود نقدی و تغییرات سود خالص با نسبت سود سهام تقسیمی به سود هر سهم رابطه‌ی مثبت معناداری داشته‌اند.

عباسعلی پور و غلامی (۱۳۹۲) تاثیر چرخه عمر و جریان نقدی بر سیاست تقسیم سود در صنایع را بررسی کردند. یافته‌ها حاکی از آن است که شرکت‌های بزرگ و سودآور با جریان‌ات نقدی 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.

لطفی نیا و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی رابطه بین چرخه عمر شرکت با سیاست تقسیم سود پرداختند. نتایج این تحقیق نشان دهد که نسبت رشد دارایی با سود تقسیمی رابطه‌ی معنی دار نداشته اما بازده دارایی‌ها و نسبت سرمایه کسب شده به حقوق صاحبان سهام با سود تقسیمی رابطه‌ی مثبت معناداری داشته است.

اعتمادی و همکاران (۱۳۹۲) آزمون نظریه چرخه عمر در سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. نتایج حاصل نشان می‌دهد سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها در مراحل مختلف چرخه‌ی 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.

۲-۸-پیشینه خارجی

رحمان و همکاران (۲۰۲۱) نگهداری وجوه نقد و چرخه عمر شرکت را بررسی کردند. بررسی تک متغیره نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که در مرحله رشد هستند، بالاترین سطوح نقدی و شرکت‌هایی که در مرحله افول هستند، کمترین سطوح نقدی را نشان می‌دهند. از آنجایی که شرکت‌های در حال رشد نیازهای سرمایه‌گذاری بالایی دارند، ممکن است برای تامین نیازهای سرمایه‌گذاری نیاز به افزایش سرمایه خارجی داشته باشند. برای جلوگیری از تامین مالی پرهزینه خارجی، شرکت‌های در مرحله رشد تمایل دارند وجه نقد بیشتری نگهداری کنند. تخمین GMM نشان می‌دهد که در تمام مراحل چرخه عمر ثابت شواهدی از رفتار مبادله‌ای موجودی نقدینگی شرکت وجود دارد.

مزا و همکاران (۲۰۲۰) نظریه علامت دهی سود و چرخه عمر شرکت را بررسی کردند. از روش دیکینسون (۲۰۱۱) برای ایجاد پروکسی برای مراحل شرکت در چرخه عمر آن و بررسی رابطه بین سود سهام و درآمدهای آتی پس از یک تنظیم غیرخطی استفاده می‌کنند. با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های ایالات متحده در طول دوره ۲۰۰۰-۲۰۱۴، نویسندگان دریافتند که فرضیه سیگنال دهی می‌تواند به ویژگی‌های خاص شرکت، مانند مراحل چرخه عمر، وابسته باشد. آنها گزارش می‌دهند که رابطه بین تغییرات سود سهام و تغییرات سود بعدی برای مراحل مختلف زندگی متفاوت است. آنها همچنین دریافتند که تغییرات در میزان سود سهام، اطلاعاتی در مورد سودهای آتی، به ویژه در مراحل اولیه (مقدمه و رشد) فراهم می‌کند. این نتایج با استفاده از سود یا بازده دارایی‌ها به عنوان متغیرهای وابسته در مدل‌های انتظارات سود سازگار است.

زا گونل و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی مالیات، حاکمیت شرکتی و سیاست تقسیم سود در برزیل پرداختند. نتایج بدست آمده نشان داد که تغییر در قوانین مالیاتی تاثیر بسزایی بر پرداخت سود سهام دارد. تغییر در مقررات مربوط به مالیات باعث کاهش سرمایه گذاری سود و بر پرداخت سود سهام تاثیر مثبت و معنی داری دارد.

حسن و حبیب (۲۰۱۷) به بررسی رابطه بین نوسانات ویژه و مراحل چرخه عمر شرکت پرداختند. آن‌ها بیان نمودند که چون عملکرد و دسترسی به اطلاعات در طی چرخه عمر شرکت متفاوت است و این نوسانات روی نااطمینانی جریان‌های نقدی و بازده سهام تأثیر می‌گذارد، انتظار می‌رود نوسان ویژه هم تأثیر پذیرد. نتایج تحقیق آنها نشان داد که نوسان ویژه در مراحل تولد و افول، بالاتر و در دوران رشد و بلوغ پایین‌تر است.

لی و همکاران (۲۰۱۶)، به بررسی رابطه بین تغییرات سود تقسیمی و سودآوری آتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مالزی پرداختند. نتایج بررسی‌های آن‌ها نشان داد که افزایش سود تقسیمی در سال بهبود بحران مالی آسیا با افزایش سود یک سال بعد مرتبط است. در نهایت نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که ثبات سود تقسیمی ممکن است به طور مستقیم با محتوای اطلاعات بر سود آینده مرتبط شود.

کاسترو و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی و مقایسه اهرم و سرعت تعدیل آن در طی مراحل مختلف چرخه عمر شرکت‌های اروپایی پرداختند. نتایج آنها نشان داد سرعت تعدیل اهرم همزمان با پیرتر شدن شرکت، سریع‌تر تعدیل نمی‌شود؛ بلکه در مرحله تولد بیشترین سرعت تعدیل را داراست. سرعت تعدیل با گذشت عمر شرکت آرام تر می‌شود

کاپستاف و همکاران^۱ (۲۰۱۴)، به بررسی واکنش قیمت هر سهم به اطلاعیه سود سهام پرداختند. نتایج بررسی‌های آن‌ها نشان داد که افزایش در سود نقدی سهام بیانگر افزایش پایدار در جریان‌ات نقدی شرکت‌ها نیست و مدیران از اعلان سود سهام به عنوان شیوه‌ای برای علامت‌دهی در مورد افزایش قیمت هر سهم و عملکرد واحد تجاری استفاده نمی‌کنند. از این رو، مشاهدات آن‌ها نتوانست یک پشتیبان کامل از تئوری علامت‌دهی سود سهام فراهم کند.

تیان و همکاران (۲۰۱۱)، در تحقیق خود در مورد تغییرات سود سهام و عملکرد سودهای آتی در بورس انگلیس به این نتیجه دست یافتند که بین تغییرات سود و سود سال بعد از اعلان پرداخت سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد ولی در بلندمدت این رابطه معنادار نیست. آن‌ها دریافتند که مدیران واحد تجاری از سود دوره‌های گذشته و جاری برای تصمیم‌گیری پرداخت سود سهام استفاده می‌کنند.

فلینت و همکاران (۲۰۱۰)، به بررسی رابطه بین رشد سود آتی با نسبت پرداخت سود سهام در بازار سهام استرالیا پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که ارتباط نسبت پرداخت سود سهام با رشد سود آتی مثبت و بسیار با اهمیت می‌باشد.

۲-۹- خلاصه فصل

در این فصل ابتدا ادبیات مربوط به موضوع پژوهش شامل معرفی تک تک متغیرهای پژوهش بدون قضاوت ارزشی و در آخر گزیده‌ای از تحقیقات انجام شده در خارج از کشور و در داخل کشور و ارائه شده است. در واقع در این فصل تعریف مفهومی متغیرهای پژوهش به صورت مفصل بیان گردید. در فصل بعدی روش اجرای تحقیق بیان خواهد شد

^۱Capstaff et al

فصل سوم

روش شناسی تحقیق

مقدمه

یک محقق پس از انتخاب و تعیین موضوع باید به دنبال تعیین روش تحقیق باشد. انتخاب روش تحقیق بستگی به هدفها و موضوع پژوهش دارد. بنابراین هنگامی می‌توان در مورد روش بررسی انجام یک تحقیق تصمیم گرفت که ماهیت موضوع تحقیق و هدف های آن مشخص باشد، به عبارتی روش تحقیق به محقق کمک می‌کند، شیوه و روشی را انتخاب و آغاز کند تا بتواند هر چه سریع تر به پاسخ یا پاسخ هایی که برای پرسش های خود در نظر گرفته است دست یابد. در واقع روش تحقیق علمی شامل اندازه‌گیری و ارزیابی و مقایسه عوامل بر اساس اصول و موازین پذیرفته شده از طرف دانشمندان، برای حل مشکلات و مسائل و مستلزم قدرت اندیشه و ظرفیت تعمق، تشخیص، قضاوت و ابتکارات است. امروزه یکی از کلیدیترین مباحث در پژوهش و تکاپو برای رسیدن به خلاقیت و نظریه پردازی، بحث روش شناسی و روش تحقیق است و در گستره ی تحقیقات علمی و بنیادین از اهمیت ویژه ای برخوردار است. روش شناسی پژوهش که روش مناسب هر پژوهش را بر اساس موضوع و طرح آن انتخاب میکند، از مهمترین بخشهای فرآیند پژوهش است. در این فصل مراحل انجام تحقیق مورد بررسی قرار می گیرد. روش تحقیق، ویژگیهای تحقیق، فرضیه های تحقیق، جامعه مطالعاتی، نحوه جمع آوری داده های مربوط به متغیرهای تحقیق و چگونگی تجزیه و تحلیل این اطلاعات نیز در این فصل مورد توجه قرار گرفته است.

۳-۱- روش تحقیق

تحقیق‌های علمی معمولاً براساس هدف و ماهیت و روش طبقه بندی می شوند. براساس دسته بندی پژوهش ها برحسب هدف، پژوهش حاضر از نوع کاربردی است. به علاوه در حوزه تحقیقات توصیفی (غیرآزمایشی- پیمایشی) است. همچنین با توجه به اینکه در این پژوهش برای محاسبه متغیرها از اطلاعات گذشته استفاده

شده است، از نوع پژوهش های پس رویدادی است. براساس روش، پژوهش حاضر علی است که در این نوع پژوهش تاثیر متغیرها براساس هدف تحلیل می گردد. از آنجا که این تحقیق با داده های واقعی شرکتها سروکار دارد، برای فراهم کردن اطلاعات شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار که با توجه به متغیرهای پژوهش مربوط به صورت های مالی شرکت ها می شود، از منابع مختلفی از جمله نرم افزار تدبیر پرداز، ره آورد نوین، سایت اطلاع رسانی شرکت بورس و سازمان بورس استفاده می شود. همچنین برای فراهم نمودن مطالب و اطلاعات مربوط به ادبیات تحقیق از روش کتابخانه ای استفاده می شود. پس از آن که داده ها از نمونه های جامعه آماری جمع آوری شد، مرحله بعد آن است که داده ها جهت آزمون فرضیه ها تحلیل شود. با توجه به حجم وسیع داده ها و ضرورت پردازش آنها برای برآورد آمارهای توصیفی و پارامترهای مدل تحقیق و تجزیه و تحلیل از نرم افزارهای ایویوز و اکسل استفاده می شود.

۳-۲- جامعه و نمونه آماری

الف) جامعه آماری: کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

ب) روش نمونه گیری و حجم نمونه: روش نمونه گیری از نوع تصادفی با شیوه حذف سیستماتیک بوده است.

شرایط زیر برای انتخاب نمونه مد نظر قرار می گیرد:

۱- سال مالی منتهی به آخر سال (۲۹ اسفندماه) باشد.

۲- صورتهای مالی حسابرسی شده باشند.

۳- جزو بانکها، بیمه ها، شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری پولی و مالی نباشند.

۴- داده های شرکت ها در دسترس باشند.

جدول ۳-۱: انتخاب نمونه و استخراج نمونه آماری تحقیق

۳۵۴	جامعه آماری در سال ۱۳۹۸	
	(۵۰)	کسر می‌شود: شرکت‌های دارای توقف معاملاتی سهام بیش از ۶ ماه و عدم دسترسی به داده‌ها
	(۹۳)	کسر می‌شود: شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند نیست
	(۷۰)	کسر می‌شود: شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و بیمه‌ها
۱۴۱	نمونه نهایی پژوهش	

۳-۳- فرضیه های تحقیق

خالد و رحمان (۲۰۱۵)، النجار و کیلینکارسلان (۲۰۱۷) و بودیارسو (۲۰۱۹) دریافتند که بازده دارایی‌ها بر سیاست تقسیم سود تأثیر دارند. بر اساس توضیحات فوق، فرضیه اول به شرح زیر است

سودآوری بر سیاست های تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

نقدینگی عامل غالبی است که در تصمیم گیری برای پرداخت سود سهام نقش دارد. یک شرکت ممکن است سود داشته باشد اما فاقد پول نقد برای اعلام سود سهام باشد. بنابراین، نقدینگی برای پیش‌بینی پرداخت سود سهام بالا مورد نیاز است (براهمایا و همکاران، ۲۰۱۸). الکاید (۲۰۱۷) و النادر (۲۰۱۸) ادعا می‌کنند که بین نقدینگی شرکت و پرداخت سود سهام رابطه وجود دارد. بنابراین، این تحقیق فرضیه بعدی را به شرح زیر مطرح می‌کند:

نقدینگی بر سیاست های تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

واحد تجاری قدرت نظارت و کنترل مدیریت در تصمیم گیری های مالی را دارد (الیم، ۲۰۱۹). به گفته شبیری و همکاران (۲۰۱۲) و هوفلر و همکاران (۲۰۱۱) بین مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود رابطه وجود دارد. بنابراین، این تحقیق فرضیه سوم را پیشنهاد می کند:

مالکیت نهادی بر سیاست های تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

بر اساس تئوری چرخه عمر شرکت، شرکت های بزرگ و بالغ تمایل دارند جریان نقدی بیشتری داشته باشند که به معنای سهام سرمایه گذاری بلندمدت کمتری است و سود سهام بیشتری نسبت به شرکت های نوظهور پرداخت می کند (فاما و فرنچ، ۲۰۰۱). به گفته الذوبی (۱۳۹۸)، بین مرحله سررسید شرکت ها و سود سهام و اینکه شرکت های نوظهور و در حال رشد عموماً سود سهام ارائه نمی کنند، رابطه وجود دارد. از این رو، فرضیه های چهار، پنج و شش ارائه شده عبارتند از:

سودآوری در دوره های مختلف عمر کسب و کار تأثیر متفاوتی بر سیاست تقسیم سود دارد.

نقدینگی در دوره های مختلف عمر کسب و کار تأثیر متفاوتی بر سیاست تقسیم سود دارد.

مالکیت نهادی در دوره های مختلف عمر کسب و کار تأثیر متفاوتی بر سیاست تقسیم سود دارد.

۳-۴- داده های مورد نیاز، متغیرهای تحقیق و روش محاسبه آنها

از آنجا که این تحقیق با داده های واقعی شرکت ها سروکار دارد، برای فراهم کردن اطلاعات شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار که با توجه به متغیرهای پژوهش مربوط به صورت های مالی شرکت ها می شود، از منابع مختلفی از جمله لوح های فشرده ی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزار تدبیر پرداز، ره آورد نوین، سایت اطلاع رسانی شرکت بورس و سازمان بورس استفاده می شود. همچنین برای فراهم نمودن مطالب و اطلاعات مربوط به ادبیات تحقیق از روش کتابخانه ای استفاده می شود. پس از آن که داده ها از نمونه های جامعه آماری جمع آوری شد، مرحله بعد آن است که داده ها جهت آزمون فرضیه ها تحلیل شود. فرایند تجزیه و تحلیل داده ها یک فرایند چند مرحله ای است که طی آن داده های جمع آوری شده خلاصه، کدبندی، بسته بندی و در نهایت پردازش می شوند تا زمینه اجرای تحلیل ها و انجام آزمون فراهم گردد. در این بخش با توجه به حجم وسیع داده ها و ضرورت پردازش آنها برای برآورد آمارهای توصیفی و پارامترهای مدل تحقیق و تجزیه و تحلیل و استنباط آماری از نرم افزارهای ایویوز و صفحه گسترده Excel می شود.

جدول ۳-۲، منابع جمع آوری داده های مربوط به متغیرها

نوع متغیر	اسم متغیر	نماد
وابسته	سیاست تقسیم سود	DIV
مستقل	چرخه عمر شرکت (رشد)	GROWTH
	چرخه عمر شرکت (بلوغ)	MATURITY
	چرخه عمر شرکت (افول)	DECLINE
	مالکیت نهادی	ims
	نقدینگی	CA
	سودآوری	ROA
	بدهی شرکت	CD
کنترلی	رشد دارایی ها	AG
	جریان نقد سرمایه گذاری	CF

متغیر وابسته

سیاست تقسیم سود (Dividend): سود تقسیمی هر سهم تقسیم بر سود هر سهم.

متغیرهای مستقل

چرخه عمر شرکت (life-cycle):

به دوره ای از زمان اطلاق می شود که شرکت در آن قرار دارد و دارای استراتژی ها و مشخصه های ویژه ای است. چرخه عمر شرکت مانند سایر موجودات زنده، مراحل ظهور، بلوغ، افول و ورشکستگی مشخص شده اند. تمامی موجودات زنده از جمله نباتات، جانوران و انسان ها همگی از منحنی عمر یا چرخه عمر پیروی می کنند. این گونه موجودات متولد می شوند، رشد می کنند، به پیری می رسند و در نهایت می میرند. تئوری چرخه عمر چنین فرض می کند که شرکت ها و بنگاههای اقتصادی همچون تمامی موجودات زنده که متولد می شوند رشد می کنند و می میرند، دارای منحنی عمر یا چرخه عمر هستند (کرمی و عمرانی، ۱۳۸۹).

در پژوهش های انجام گرفته توسط (اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۳) مرادی و باقری موصول (۱۳۹۴)، به منظور تفکیک شرکت ها به مراحل چرخه ای عمر از چهار متغیر: رشد فروش، مخارج سرمایه ای، نسبت سود تقسیمی و سن شرکت استفاده نموده اند. در این پژوهش تفکیک شرکت ها به مراحل رشد، بلوغ و افول با استفاده از چهار متغیر مذکور و طبق روش شناسی پارک و چن (۲۰۰۶) به صورت زیر است:

نخست مقدار هر یک از متغیرهای رشد فروش، مخارج سرمایه ای، نسبت سود تقسیمی و سن شرکت برای هر سال شرکت محاسبه می شود.

سال شرکت‌ها براساس هر یک از چهار متغیر مذکور و با استفاده از پنجک‌های آماری در هر صنعت به پنج طبقه تقسیم می‌شوند که با توجه به قرار گرفتن در پنجک (طبقه) مورد نظر، طبق جدول زیر نمره‌ای بین ۱ تا ۵ می‌گیرند. سپس برای هر سال شرکت، نمره‌ای مرکب به دست می‌آید که با توجه به شرایط زیر در یکی از مراحل رشد، بلوغ و افول طبقه‌بندی می‌شود:

الف) در صورتی که مجموع نمرات بین ۱۶ و ۲۰ باشد، در مرحله‌ی رشد قرار دارد.

ب) در صورتی که مجموع نمرات بین ۹ و ۱۵ باشد، در مرحله‌ی بلوغ قرار دارد.

ج) در صورتی که مجموع نمرات بین ۴ و ۸ باشد، در مرحله‌ی افول قرار دارد.

پنجک‌ها	سن شرکت (AGE)	رشد فروش (SG)	مخارج سرمایه‌ای (CE)	سود تقسیمی (DPR)
پنجک اول	۵	۱	۱	۵
پنجک دوم	۴	۲	۲	۴
پنجک سوم	۳	۳	۳	۳
پنجک چهارم	۲	۴	۴	۲
پنجک پنجم	۱	۵	۵	۱

منبع: مرادی و باقری موصول (۱۳۹۴)

تعریف عملیاتی متغیرهای فوق به صورت زیر است:

$$SG_{i,t} = \left[1 - \left(\frac{sale_{i,t}}{Sale_{i,t-1}} \right) \right] * 100$$

$$DPR_{i,t} = \left(\frac{DPS_{i,t}}{EPS_{i,t}} \right) * 100$$

$CE_{it} = ۱۰۰ * (\text{ارزش بازار شرکت} / \text{اضافات (کاهش) دارایی های ثابت طی دوره})$.

$Sale = \text{درآمد فروش}$.

$DPS = \text{سود تقسیمی هر سهم}$.

$EPS = \text{سود هر سهم}$.

$AGE = \text{تفاوت سال } t \text{ و سال تأسیس یا سال ورود به بورس شرکت}$

سودآوری (ROA): برای اندازه گیری سودآوری از معیار بازده دارایی ها استفاده می شود که از نسبت سود خالص بر کل دارایی ها بدست می آید.

مالکیت نهادی (ims): برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت های دولتی و عمومی می باشد که شامل شرکت های بیمه، بانکها و مؤسسات مالی، صندوق های بازنشستگی و سرمایه گذاری، شرکت های سرمایه گذاری و تأمین سرمایه ها، شرکت های دولتی و سایر سازمانها و نهادهای دولتی و عمومی است.

نقدینگی (CA): برابر است با نسبت دارایی های جاری بر بدهی های جاری

متغیرهای کنترلی

بدهی شرکت (CD): برابر است با نسبت کل بدهی ها بر کل دارایی ها

رشد دارایی ها (AG): برابر است با تفاوت در کل دارایی های سال جاری و سال قبل بر کل دارایی های سال قبل

جریان نقد سرمایه گذاری (CF): برابر است با نسبت جریان نقد حاصل از سرمایه گذاری بر کل دارایی ها

۳-۴-۱ مدل های آزمون آماری فرضیه های تحقیق

روش تجزیه و تحلیل داده ها دو حالت کلی به دو دسته کیفی و کمی دسته بندی میشود که در این تحقیق شیوه ی تجزیه و تحلیل، روش کمی (آمار توصیفی و آمار استنباطی) است که در بخش های زیر به شرح هر کدام پرداخت شده است. در این نوع تحقیق ها، محقق می کوشد تا براساس اطلاع از یک یا چند متغیر مستقل، به یک معادله رگرسیونی دست یابد و از آن برای پیش بینی مقادیر متغیر وابسته استفاده نماید. برای آزمون فرضیه های تحقیق از ساختار داده های پانلی و با استفاده از آزمون های اف لیمر و هاسمن استفاده شده است. بعد از شناسایی متغیرها، داده های مورد نیاز برای محاسبه متغیرها را از منابع مختلف گردآوری نموده و سپس با توجه به نحوه محاسبه هر یک از متغیرهای شناسایی شده از طریق مدل های موجود، اقدام به محاسبه متغیرها می شود.

در این پژوهش برای آزمون فرضیه ها از مدلهای رگرسیونی زیر استفاده می شود:

$$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 IMS_{it} + \beta_3 CA_{it} + \beta_4 CD_{it} + \beta_5 AG_{it} + \beta_6 CF_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 IMS_{it} + \beta_3 CA_{it} + \beta_4 LIC_{it} + \beta_5 ROA_{it} * LIC_{it} + \beta_6 IMS_{it} * LIC_{it} + \beta_7 CA_{it} * LIC_{it} + \beta_8 CD_{it} + \beta_9 AG_{it} + \beta_{10} CF_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

DIV_{it} : سیاست تقسیم سود شرکت i در سال t

LIC_{it} : چرخه عمر شرکت i در سال t

ROA_{it} : سودآوری شرکت i در سال t

IMS_{it} : مالکیت نهادی شرکت i در سال t

CA_{it} : نقدینگی شرکت i در سال t

CD_{it} : بدهی شرکت i در سال t

CF_{it} : جریان نقد سرمایه گذاری شرکت i در سال t

AG_{it} : رشد دارایی‌ها شرکت i در سال t

۳-۵-روش اقتصادسنجی

۳-۵-۱-یافته های توصیفی

آمار توصیفی به مجموعه روش‌هایی اطلاق می‌شود که برای جمع‌آوری، خلاصه‌کردن، طبقه‌بندی و توصیف حقایق عددی به کار می‌رود. در واقع این آمار، داده‌ها و اطلاعات پژوهش را توصیف می‌کند و طرح یا الگوی کلی از داده‌ها برای استفاده سریع و بهتر از آنها به دست می‌دهد. در آمار توصیفی بعد از جمع‌آوری اطلاعات هدف این است که در زمان کمتر و با دقت بیشتر نتایج داده‌های جمع‌آوری شده را مشاهده کنیم. بنابراین در آمار توصیفی این اهداف دنبال می‌شود: روش‌های نمونه‌گیری، مقیاس‌های اندازه‌گیری، متغیرها و شاخص‌های عددی.

در این راستا از محاسبه‌ی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی از قبیل: میانگین، میانه، مد، انحراف^۶-معیار، واریانس، چولگی، کشیدگی، حداقل و حداکثر استفاده می‌شود.

۳-۵-۲-آمار استنباطی

در بیشتر فعالیت‌های آماری جمع‌آوری، تنظیم و ارائه‌ی یافته‌ها و یا تعیین آماره‌ها کفایت نمی‌کند، بلکه لازم است بر اساس این اطلاعات جمع‌آوری و تنظیم شده، تجزیه و تحلیل و استنباط‌هایی برای تبیین و تصمیم‌گیری صورت گیرد. این بخش از آمار که به تحلیل، تفسیر و تعمیم نتایج حاصل از تنظیم و محاسبه‌ی مقدماتی آماری تکیه دارد، آمار استنباطی خوانده می‌شود. با استفاده از روش‌های آمار استنباطی می‌توان مشخصات جامعه‌ی آماری را از روی نمونه‌ها استنباط کرد.

۳-۵-۲-۱-آزمون‌های پنل

مدل‌ها از لحاظ استفاده از اطلاعات آماری به سه گروه تقسیم می‌شوند. برخی از مدل‌ها با استفاده از «اطلاعات سری زمانی» یا به عبارتی طی دوره نسبتاً طولانی چند ساله برآورد می‌شوند. بعضی دیگر از مدل‌ها بر اساس «داده‌های مقطعی» برآورد می‌شوند یعنی متغیرها در یک دوره زمانی معین برای مثال یک هفته، یک ماه یا یک سال در واحدهای مختلف بررسی می‌شوند.

روش سوم برآورد مدل، که در این پژوهش نیز مورد استفاده قرار گرفته است، برآورد بر اساس «داده‌های پانل» است. در این روش یک سری واحدهای مقطعی (برای مثال شرکت‌ها) در طی چند سال مورد توجه قرار می‌گیرند. با کمک این روش که در مطالعات سال‌های اخیر نیز زیاد استفاده شده است تعداد مشاهدات تا حد مطلوب افزایش می‌یابد. مهمترین مزیت استفاده از داده‌های پانل، کنترل نمودن ویژگی‌های ناهمگن و در نظر گرفتن تک تک افراد، شرکت‌ها، ایالات و کشورها می‌باشد. در حالی که در مطالعات مقطعی و سری زمانی این ناهمگنی کنترل نمی‌گردد و با تخمین مدل با استفاده از این روش‌ها احتمال اریب بودن نتایج،

می‌باشد. بنابراین با توجه به این که مشاهددهای ادغام شده باعث تغییرپذیری بالاتر، هم‌خطی چندگانه کمتر میان متغیرهای توضیحی، درجه آزادی بیشتر و کارایی بالاتر تخمین کننده‌ها می‌شود، مطالعات پانل نسبت به مطالعات مقطعی و سری زمانی دارای مزیت است (بالتاجی، ۲۰۰۸).

در حالت کلی مدل زیر نشان دهنده یک مدل با داده های پانل می‌باشد:

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \sum_{k=1}^k \beta_{kit} X_{kit} + \varepsilon_{it}$$

که در آن $i=1,2,\dots,n$ نشان گر واحدهای مقطعی (برای مثال شرکت‌ها) و $t=1,2,\dots,T$ نشان گر زمان است. Y_{it} متغیر وابسته را برای i امین واحد مقطعی در سال t نشان می‌دهد و X_{kit} نیز k امین متغیر مستقل غیرتصادفی برای i امین واحد مقطعی در سال t ام است. ε_{it} جمله اخلاص بوده که فرض می‌شود دارای میانگین صفر ($E[\varepsilon_{it}]=0$) و واریانس ثابت ($E[\varepsilon_{it}^2] = \sigma_{\varepsilon}^2$) است.

β_{kit} پارامترهای مدل می‌باشد که واکنش متغیر مستقل نسبت به تغییرات k امین متغیر مستقل در i امین مقطع و t امین زمان را اندازه گیری می‌کند. برای برآورد مدل بر اساس داده های پانل روش‌های مختلفی همچون روش اثرات ثابت و روش اثرات تصادفی وجود دارد که بر حسب مورد، کاربرد خواهند داشت.

۳-۵-۲-۱- روش اثرات ثابت

در روش اثرات ثابت فرض بر این است که ضرایب مربوط به متغیرها (شیب‌ها) ثابت هستند و اختلافات بین واحدها را می‌توان به صورت تفاوت عرض از مبدا نشان داد. در این حالت اگر عرض از مبدا تنها برای واحدهای مختلف مقطعی متفاوت باشد اصلاً روش اثرات ثابت یک‌طرفه نامیده شده و مدل آن به صورت زیر می‌باشد:

$$Y_{it} = \alpha + \mu_i + \sum_{k=1}^k \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it}$$

و اگر عرض از مبدا هم ما بین مقاطع و هم مابین دوره‌ها متفاوت باشد روش اثرات ثابت دوطرفه نامیده می‌شود و مدل آن بصورت زیر خواهد بود:

$$Y_{it} = \alpha + \mu_i + \lambda_i + \sum_{k=1}^k \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it}$$

در مدل های فوق μ_i متغیری است که برای واحدهای مقطعی متفاوت اما در طول زمان ثابت می‌باشد و λ_i متغیری است که برای تمام واحدهای مقطعی در زمان مشابه یکسان بوده اما در طول زمان تغییر می‌کند. برای برآورد روش اثرات ثابت از مدل حداقل مربعات متغیر مجازی (LSDV) استفاده می‌شود. مدل اخیر یک مدل رگرسیونی کلاسیک بوده و هیچ شرط جدیدی برای تجزیه و تحلیل آن لازم نیست و از طریق روش حداقل مربعات معمولی قابل برآورد است.

۳-۵-۲-۱-۲-روش اثرات تصادفی

یک روش جایگزین برای تخمین مدل اثرات ثابت، تخمین مدل اثرات تصادفی است. تفاوت چنین مدلی با اثرات ثابت این است که در آن عرض از مبدأ مختص هر یک از متغیرها مقادیر ثابتی نیستند، بلکه به صورت تصادفی انتخاب می‌شوند. لذا مقدار α_i در مدل کلی برابر است با $\alpha_i = \mu_i + v_i$ که در آن v_i یک متغیر تصادفی میانگین صفر و واریانس σ^2_v است. یک فرض مهم این است که متغیر v_i باید مستقل از متغیرهای توضیحی و اجزای خطای u_i باشد. اگر v_i ها با متغیرهای توضیحی همبسته باشند، آنگاه تخمین زن‌های اریب و ناسازگاری بدست خواهند آمد. از سوی دیگر مزیت این مدل بر مدل اثرات ثابت آن است که تعداد پارامترهای کمتری باید تخمین زده شود.

در بررسی داده‌های مقطعی و سری‌های زمانی، اگر ضرایب اثرات مقطعی و اثرات زمانی معنی‌دار نشود، می‌توان داده‌ها را با یکدیگر ترکیب کرده و به وسیله یک رگرسیون حداقل مربعات معمولی تخمین بزنیم. از آنجایی که در اکثر داده‌های ترکیبی اغلب ضرایب مقاطع یا سری‌های زمانی معنی‌دار هستند این مدل که به مدل رگرسیون ترکیب شده معروف است کمتر مورد استفاده قرار می‌گیرد (یافی، ۲۰۰۳). بنابراین برای این که بتوان مشخص نمود که آیا داده‌های پانل برای برآورد تابع موردنظر کارآمدتر خواهد بود یا نه، فرضیه ای را آزمون می‌کنیم که در آن کلیه عبارات ثابت برآورد با یکدیگر برابر هستند. فرضیه صفر این آزمون که به آزمون چاو یا F مقید معروف است به صورت زیر می‌باشد:

$$\begin{cases} H_0 : \alpha_i = \alpha \\ H_1 : \alpha_i \neq \alpha \end{cases}$$

برای آزمون فرضیه مذکور از آماره F به صورت زیر استفاده می‌شود:

$$F(N-1, NT-N-K) = \frac{(RRSS - URSS)/(N-1)}{URSS/(NT-N-K)}$$

که در آن N برابر با تعداد واحدهای مقطعی، T طول دوره مورد نظر، K تعداد متغیرهای توضیحی، $RRSS$ مجذور پسماندهای حاصل از برآورد مقید رگرسیون به صورت حداقل مربعات متغیر مجازی و $URSS$ مجذور پسماندهای حاصل از برآورد نامقید رگرسیون به صورت حداقل مربعات معمولی است.

نحوه داوری: در این آزمون فرضیه H_0 یعنی یکسان بودن عرض از مبداها در مقابل فرضیه H_1 یعنی ناهمسانی عرض از مبداها قرار می‌گیرد. در صورتی که فرضیه H_0 پذیرفته شود به معنی یکسان بودن شیب‌ها برای مقاطع مختلف بوده و قابلیت ترکیب شدن داده‌ها و استفاده از مدل رگرسیون ترکیب شده

مورد تأیید آماری قرار می‌گیرد و فرضیه‌های پژوهش با استفاده از روش داده‌های ترکیب شده مورد آزمون قرار خواهد گرفت. اما در صورت رد فرضیه H_0 روش داده‌های پانل پذیرفته می‌شود و فرضیه‌های پژوهش با استفاده از روش داده‌های پانل آزمون می‌شود.

۳-۵-۲-۳-آزمون هاسمن

در صورتی که بر اساس نتایج آزمون چاو برای هر یک از فرضیه‌ها، استفاده از روش داده‌های پانل مورد تأیید واقع شود، به منظور این که مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) برای برآورد مناسب‌تر می‌باشد (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت‌های واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. در روش اثرات تصادفی بار متغیرهای حذف شده روی جمله اخلاص قرار می‌گیرند، اما این مشروط بر آن است که بین متغیرهای مستقل و مؤلفه خطای مقطعی همبستگی وجود نداشته باشد. آزمون هاسمن وجود این همبستگی را بررسی می‌کند. این آزمون مبتنی بر این فرض اولیه است که در صورت وجود همبستگی، روش اثرات ثابت سازگار و روش اثرات تصادفی ناسازگار است. اگر β_{RE} تخمین‌کننده روش اثرات تصادفی و β_{FE} تخمین‌کننده روش اثرات تصادفی باشد، آماره این آزمون که دارای توزیع کای-دو با درجه آزادی برابر با تعداد متغیرهای مستقل است به صورت زیر قابل تعریف می‌باشد:

$$W = [\beta_{RE} - \beta_{FE}]^T [\text{var}(\beta_{RE} - \beta_{FE})]^{-1} (\beta_{RE} - \beta_{FE})$$

فرضیه صفر در آزمون هاسمن به صورت زیر خواهد بود:

$$\begin{cases} H_0 : E(u_{it} | X_{it}) = 0 \\ H_1 : E(u_{it} | X_{it}) \neq 0 \end{cases}$$

نحوه داوری: فرضیه صفر به این معنی است که ارتباطی بین جزء اخلاص مربوط به عرض از مبدأ و متغیرهای توضیحی وجود ندارد و آن‌ها از یکدیگر مستقل هستند. در حالی که فرضیه مقابل به این معنی است که بین

جزء اخلاص موردنظر و متغیرهای توضیحی همبستگی وجود دارد. از آن جایی که به هنگام وجود همبستگی بین اجزاء اخلاص و متغیر توضیحی با مشکل تورش و ناسازگاری مواجه می‌شویم، بنابراین بهتر است در صورت پذیرفته شدن H_1 (رد H_0) برای آزمون فرضیات از روش اثرات ثابت استفاده کنیم. هنگامی که بین اجزاء اخلاص و متغیر توضیحی همبستگی وجود نداشته باشد (قبول H_0)، هر دو روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی سازگار هستند ولی روش اثرات ثابت ناکارآمد بوده و بایستی برای آزمون فرضیات از روش اثرات تصادفی استفاده شود (جانستون و دیناردو، ۲۰۰۵).

۳-۵-۲-۴-فروض کلاسیک مدلهای رگرسیونی

باید توجه داشت که روش OLS بر اساس برقراری تمام فروض کلاسیک بنا شده است. با این حال برقراری تمام فروض کلاسیک در شرایط واقعی چندان قابل دستیابی نیست. هرچند که برقراری فروض کلاسیک همواره مطلوب است، ولی عدم برقراری برخی از آنها، نتایج مدل برآورد شده را (به ویژه در نمونه های بزرگ) به طور کامل خدشه دار نمی‌کند. فروض کلاسیک به شرح زیر می‌باشد:

- (۱) میانگین خطاها برابر صفر است.
 - (۲) واریانس خطاها مقداری ثابت و متناهی است.
 - (۳) خطاها از یکدیگر استقلال خطی دارند
 - (۴) خطاها و متغیرهای توضیحی از یکدیگر استقلال دارند.
 - (۵) جملات خطا از توزیع نرمال برخوردار هستند.
- آزمون اول: میانگین خطاها برابر صفر است.

اگر یک جمله ثابت در رگرسیون داشته باشیم هدف مذکور که صفر بودن مقدار میانگین خطاها می باشد به راحتی حاصل می شود و این فرض هرگز نقض نخواهد شد.

آزمون دوم: واریانس خطاها مقداری ثابت و متناهی است.

یکی از مفروضات معادله رگرسیون، ثابت بودن واریانس جملات پسماند می باشد، که به عنوان فرض همسانی واریانس شناخته می شود. در صورتیکه جملات پسماند، واریانس ثابتی نداشته باشند گفته می شود واریانس ناهمسانی وجود دارد. این مشکل بیشتر در داده های مقطعی دیده می شود. یکی از آزمون های تشخیص ناهمسانی واریانس آزمون بروش پاگان گادفری می باشد (البته آزمون ضریب لاگرانژ (lm) و white نیز انجام می شود) که راجع به ثابت بودن یا متغیر بودن واریانس جملات پسماند است. از این رو برای بررسی اینکه آیا واریانس ثابت است یا خیر؟ فرض ذیل تدوین می گردد:

واریانس جملات پسماند ثابت می باشد $H_0 : a_i = 0$

واریانس جملات پسماند ثابت نمی باشد $H_1 : a_i \neq 0$

البته این آزمون برای داده هایی که به صورت پانل وارد ایویز شده اند انجام نمی شود.

برای رفع این ناهمسانی روش های زیر پیشنهاد می شود.

(۱) ols به جای gls

(۲) تبدیل متغیرها به شکل لگاریتم یا یا کاهش اندازه با به کارگیری شاخص

(۳) استفاده از آزمون white

در این این نرم افزار برای رفع این مشکل از روش White cross-section استفاده می‌شود.

آزمون سوم: خطاها از یکدیگر استقلال خطی دارند (خودهمبستگی سریالی)

در مطالعات اقتصادسنجی که بر مبنای سری‌های زمانی قرار دارند، فرض عدم خود همبستگی سریالی بین جملات پسماند که از فروض مهم مدل کلاسیک است، اغلب نقض می‌شوند، بنابراین لازم می‌باشد که قبل از تفسیر نتایج حاصل، به بررسی پدیده خود همبستگی سریالی بین جملات پسماند پرداخته شود؛ زیرا در صورت وجود خودهمبستگی سریالی بین اجزاء اخلاص، تخمین‌زن‌های OLS دیگر در بین تمام تخمین‌زن‌ها بدون تورش، کارا نیستند یعنی دارای حداقل واریانس نمی‌باشند و در نتیجه استنباط آماری، قابل اعتماد نخواهد بود این مشکل بیشتر در داده‌های سری زمانی دیده می‌شود. اگر خود همبستگی در داده‌های مقطعی مشاهده شد افزودن متغیر کنترلی صنعت موجب رفع خودهمبستگی سریالی (احتمالی) می‌شود. برای کشف خود همبستگی مرتبه اول از آزمون دوربین واتسون استفاده می‌شود اما برای مراتب بالاتر معمولاً از آزمون تشخیص خود همبستگی سریالی بروش گادفری (یا آزمون ضریب لاکرانژ) استفاده می‌گردد. در این آزمون فرضیه‌ها به شکل زیر است:

جملات پسماند دارای خودهمبستگی سریالی نیستند : H_0

جملات پسماند دارای خودهمبستگی سریالی هستند : H_1

برای رفع این مشکل در ایویوز روش gls و گزینه SURcross-section استفاده می‌شود. همچنین روش‌های خود رگرسیون (ar) میانگین متحرک (ma) و خود توضیح میانگین متحرک (arma) برای رفع مشکل خود همبستگی سریالی انجام می‌شود.

آزمون چهارم: خطاها و متغیرهای توضیحی از یکدیگر استقلال دارند.

برآوردگرهای ols با وجود برآوردگرهای تصادفی، بازهم کارا و بدون تورش است به شرطی که برآوردگرها با جمله اخلاص معادله برآورد شده، همبستگی نداشته باشند. به عبارت دیگر اگر یک یا تعداد بیشتری از متغیرهای توضیحی به طور همزمان با جمله اخلاص رگرسیون همبسته باشند، برآوردگر ols دیگر کارا نخواهد بود. اما از آنجایی که متغیرهای توضیحی (برآوردگرها یا همان متغیرهای مستقل) معمولاً به صورت غیر تصادفی تولید می‌شوند، فرض کلاسیک چهارم در بیشتر مواقع رد نمی‌شود. به همین دلیل در منابع مختلف چندان به روش کشف و رفع آن نپرداخته‌اند.

فرض پنجم: جملات خطا از توزیع نرمال برخوردار هستند.

در هنگام استفاده از روش رگرسیون، نرمال بودن جملات پسماند در مدل برازش شده از اهمیت به سزایی برخوردار است. یکی از آزمون‌هایی که نرمال بودن جملات پسماند را مورد آزمون قرار می‌دهد آزمون جاک-برا است. بنابراین در این آزمون، فرض‌های ذیل تدوین می‌شود.

جملات پسماند دارای توزیع نرمال است : H_0

جملات پسماند دارای توزیع نرمال نیست : H_1

اگر مقادیر محاسباتی آماره جاک-برا (J-B) از مقدار بحرانی جدول کای دو بزرگتر نباشد، نرمال بودن توزیع جملات پسماند رد نمی‌شود.

اما زمانی که اندازه نمونه به میزان کافی بزرگ باشد و سایر فروض کلاسیک نیز برقرار باشند، انحراف از فرض نرمال بودن معمولاً بی اهمیت و پیامدهای آن ناچیز است.

۳-۵-۲-۵-آزمون‌های تشخیصی

آزمون‌های تشخیصی در فرض‌های زیربنایی رگرسیون‌ها:

الف) آزمون نرمال بودن باقی مانده‌ها

به منظور آزمون نرمال بودن باقی مانده‌ها در مدل‌های رگرسیونی از آزمون جاکو- برا استفاده می‌شود. اگر احتمال آماره بیشتر از ۵ درصد باشد، فرض صفر مبنی بر نرمال بودن توزیع خطاها پذیرفته می‌شود.

ب) آزمون همسانی واریانس باقی مانده‌ها

در بررسی وجود ناهمسانی واریانس از آزمون وایت استفاده می‌شود. دو آماره که در این آزمون ارائه می‌شود، آماره F و آزمون ضریب لاگرانژ (LM) است. مقدار آماره ضریب لاگرانژ بر اساس حاصلضرب ضریب تعیین (R^2) در تعداد مشاهدات محاسبه می‌شود. در هر دو این آماره‌ها چنانچه احتمال محاسبه شده کم‌تر از ۵ درصد باشد، فرض صفر مبنی بر ثابت بودن واریانس باقی مانده‌ها در مدل‌های رگرسیونی رد می‌شود و لذا شاهد ناهمسانی واریانس خواهیم بود.

ج) آزمون عدم خود همبستگی باقی مانده‌ها

در تشخیص خودهمبستگی از آزمون هادری استفاده می‌شود. فرض صفر در این آزمون بیانگر عدم وجود خود همبستگی است. اگر مقدار احتمال محاسبه شده بیشتر از ۵ درصد است و این به معنای عدم وجود خود همبستگی بین باقی مانده‌ها در مدل‌های رگرسیونی است.

د) آزمون تشخیصی در تایید یا رد فرضیه‌ها

جهت تعیین معنی‌دار بودن مدل رگرسیون از آماره F فیشر استفاده می‌شود. اگر آماره F فیشر محاسبه شده بزرگتر از آماره F فیشر جدول باشد، فرض H_0 مبنی بر صفر بودن تمامی ضرایب متغیرها رد می‌شود. برای بررسی معنی‌دار بودن ضریب متغیرهای مستقل در هر مدل از آماره t استیودنت در سطح خطای پنج درصد استفاده شده است. آماره t استیودنت محاسبه شده با t استیودنت جدول که با درجه آزادی در سطح خطای پنج درصد مقایسه می‌شود، چنانچه قدر مطلق محاسبه شده از جدول بزرگتر باشد، ضریب مورد نظر معنی‌دار خواهد بود که دلالت بر وجود ارتباط بین متغیر مستقل و متغیر وابسته دارد. همچنین در هر دو آزمون از مقدار احتمال نیز می‌توان جهت تصمیم‌گیری استفاده نمود. اگر مقدار احتمال بزرگتر مساوی $0/05$ باشد فرض صفر تایید و اگر مقدار آن کوچکتر از $0/05$ باشد فرض صفر رد می‌شود.

۳-۶ خلاصه فصل

در این فصل ابتدا روش پژوهش مورد بررسی قرار گرفت. این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی و به جهت نحوه گردآوری داده‌ها توصیفی از نوع همبستگی است. این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۹۳-۹۸ (یک دوره ۶ ساله) مورد بررسی قرار می‌دهد. سپس نحوه انتخاب نمونه مورد مطالعه، روش نمونه‌گیری مشخص شد که برای تعیین نمونه آماری از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است که در نهایت شرکت به عنوان نمونه انتخاب شد در ادامه متغیرهای تحقیق و روش اندازه‌گیری هریک از متغیرها و مدل پژوهش مشخص شد. جهت جمع‌آوری اطلاعات از منابع مختلف مانند کتب و نشریات معتبر بین‌المللی و برای جمع‌آوری جهت آزمون فرضیه تحقیق از سایت بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. در این پژوهش از داده‌های پانلی به دلیل مزایایی که سایر پژوهش‌ها دارد استفاده شده است و در نهایت روش‌های آزمون فرضیه‌ها تشریح شد.

فصل چهارم

تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها

فصل چهارم: تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها

مقدمه

این فصل به ارائه تجزیه و تحلیل یافته‌های پژوهش اختصاص دارد. تجزیه و تحلیل داده‌ها فرایندی چندمرحله‌ای است که طی آن داده‌های جمع‌آوری شده، تلخیص، طبقه‌بندی و درنهایت پردازش می‌شوند تا زمینه اجرای انواع تحلیل بین این داده‌ها به منظور آزمون فرضیه‌ها فراهم گردد. هدف از تحلیل و توصیف در آمار، تحلیل جامعه آماری است که به دو طریق توصیفی و استنباطی انجام می‌شود. استفاده از هر کدام از این آمارها به نوع تحقیق بستگی دارد. در این تحقیق برای تجزیه و تحلیل داده‌های جمع‌آوری شده و آزمون فرضیه‌ها از هر دو روش تحلیل آماری توصیفی و استنباطی استفاده می‌شود. در روش توصیفی تلاش بر آن است تا با ارائه جداول و استفاده از ابزار آمار توصیفی نظیر شاخص‌های پراکندگی و مرکزی، به توصیف داده‌های تحقیق پرداخته شود و این امر به شفافیت موضوع کمک می‌کند. به بیانی دیگر پژوهشگر در فرایند تحقیق از آمار توصیفی استفاده می‌کند تا هرگونه عارضه و ناهنجاری در داده‌ها را کشف کند. از روش‌های آمار استنباطی نیز جهت آزمون فرضیه‌ها استفاده می‌شود. در آمار توصیفی، فقط ویژگی‌های همان گروه توصیف می‌شود و عمل تعمیم به همان گروه (نمونه) محدود است و برخلاف تحلیل آماری استنباطی که در صورت تأیید فرضیه پژوهشی، یافته‌ها بر اساس نمونه قابل تعمیم به جامعه می‌باشد قابل تعمیم به جامعه نیست؛ یعنی در آمار توصیفی برآورد یا استنباط داده‌های آماری صورت نمی‌گیرد. پراستفاده‌ترین شاخص‌های آمار توصیفی شاخص‌های مرکزی، پراکندگی و همبستگی می‌باشند که برای توصیف و بررسی پیوستگی متغیرها در یک مجموعه داده‌ها به کار می‌روند اما در آمار استنباطی برای تعمیم نتایج نمونه به جامعه، علاوه بر توصیف و بررسی پیوستگی متغیرها، نیاز به برآورد و استنباط آماری است. آمار استنباطی کمک می‌کند تا نتایج را به فراتر از نمونه (به جامعه) تعمیم دهیم. آمار استنباطی با تدوین فرضیه‌های خاص

درباره‌ی اینکه انتظار داریم در جامعه واقعاً چه چیز درست باشد، شروع می‌شود. اطلاعات اخذشده در رابطه با متغیرهای تحقیق وارد صفحه گسترده اکسل شده، سپس با استفاده از نرم‌افزار ایویوز نسخه ۱۰ تجزیه و تحلیل شده‌اند.

۱-۴ یافته‌های توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. نگاره (۱-۴)، آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در تحقیق را نشان می‌دهد.

جدول ۱-۴، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کمتری ن	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
تقسیم سود	۰.۴۹۵	۰.۵۶۴	۰.۹۹۴	۰	۰.۳۵۴	-۰.۰۲۰۳	۱.۴۸۴
سودآوری	۰.۱۲۵	۰.۱۰۸	۰.۷۰۸	۰.۴۰۴ -	۰.۱۴۰	۰.۴۷۴	۴.۱۰۱
نقدینگی	۱.۸۳۰	۱.۳۳۰	۴۳.۸۱۱	۰.۲۷۰	۲.۶۶۷	۹.۴۱۱	۱۱۵.۲۷
مالکیت نهادی	۰.۶۸۸	۰.۷۳۲	۰.۹۹۹	۰.۱۱۰	۰.۱۹۲	-۱.۰۰۶	۳.۴۹۴
بدهی شرکت	۰.۵۴۴	۰.۵۴۹	۱.۳۲۶	۰.۰۱۲	۰.۲۱۴	۰.۰۰۲	۳.۰۲۶
رشد دارایی	۰.۲۱۲	۰.۱۴۵	۱.۹۴۰	۰.۴۲۸ -	۰.۲۷۰	۱.۸۲۵	۸.۱۱۹
جریان نقد سرمایه گذاری	-۰.۰۴۱	۰.۰۲۴ -	۰.۳۶۰	۰.۵۴۹ -	۰.۰۸۰	-۱.۶۱۹	۱۱.۱۲۰

مقدار میانگین برای سودآوری برابر با (۱۲۵/۱) می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. به‌طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر در آمار توصیفی کلی، برای نقدینگی برابر با ۲۰۶۶۷ و برای جریان نقد سرمایه گذاری برابر است با ۰۰۸۰. می‌باشد که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند. چولگی معیاری از تقارن یا عدم تقارن تابع توزیع است. برای یک توزیع کاملاً متقارن چولگی صفر و برای یک توزیع نامتقارن با کشیدگی به سمت مقادیر بالاتر چولگی مثبت و برای توزیع نامتقارن با کشیدگی به سمت مقادیر کوچکتر مقدار چولگی منفی است. بطور کلی چنانچه چولگی متغیر در بازه $+0.5$ و -0.5 باشد؛ این متغیر به توزیع نرمال نزدیک است. در بین متغیرهای پژوهش فقط متغیرهای تقسیم سود، سودآوری و بدهی شرکت در این بازه قرار دارد و به توزیع نرمال نزدیک است. کشیدگی یا kurtosis نشان دهنده ارتفاع یک توزیع است. بطور کلی اگر کشیدگی متغیری برابر با عدد ۳ باشد این متغیر به توزیع نرمال نزدیک خواهد بود. در بین متغیرهای پژوهش فقط متغیر بدهی شرکت به لحاظ کشیدگی تقریباً برابر با ۳ می‌باشد.

۴-۱-۱ آماره‌های توصیفی متغیرهای کیفی

سطح اندازه‌گیری برخی از متغیرها شامل مقیاس اسمی و رتبه‌ای می‌باشد که برای متغیرهای کیفی به کار می‌روند. این متغیرها معمولاً دووجهی یا چندوجهی می‌باشند و استفاده از شاخص‌های میانگین، انحراف معیار و ضریب چولگی و کشیدگی برای توصیف آنها مناسب نمی‌باشند. زیرا، استفاده از این شاخص‌ها برای متغیرهای کیفی منطقی نیست. برای توصیف این گونه متغیرها می‌بایست از مد و درصد فراوانی بهره‌گیری کرد. درصد

فراوانی برای یک متغیر دو وجهی بیان میکند که چند درصد از داده های یک متغیر دارای کد ۱ و چند درصد دارای کد ۰ می باشند (بنی مهد و همکاران، ۱۳۹۵).

جدول ۴-۲، توزیع فراوانی متغیر چرخه عمر شرکت

عنوان	فراوانی	درصد فراوانی
شرکت های در مرحله رشد	۴۲	۴.۹۶
شرکت های در مرحله بلوغ	۷۱۷	۸۴.۷۵
شرکت های در مرحله افول	۸۷	۱۰.۲۸
جمع	۸۴۶	۱۰۰

جدول فوق، توزیع فراوانی متغیرهای کیفی را نشان می دهد. طبق جدول ۴-۲ مشاهده می شود که

۲۱ درصد از شرکت ها دارای مدیران فرا اطمینان هستند.

۴-۲ آمار استنباطی

۴-۲-۱ آزمون مانایی متغیرها

یکی از نکاتی که بایستی همیشه قبل از برازش مدل ها در نظر داشت بررسی مانایی متغیرهای تحقیق است. نا مانایی متغیرها یا به عبارتی تصادفی بودن سری زمانی متغیرها منجر به کاذب شدن مدل رگرسیونی برآورد شده می گردد. اگر متغیرهای سری زمانی مورد استفاده در برآورد ضرایب مدل ناپایا باشند، درحالی که هیچ رابطه مفهومی بین متغیرهای مدل وجود نداشته باشد، موجب می شود تا استنباطهای نادرستی در مورد میزان ارتباط بین متغیرها انجام گیرد.

جدول ۳-۴، آزمون مانایی برای متغیرهای پژوهش

نام متغیر	آماره آزمون	معناداری	نتیجه
تقسیم سود	۱۴.۷۱۲	۰.۰۰۰	مانا است
سودآوری	۱۴.۵۱۲	۰.۰۰۰	مانا است
نقدینگی	۱۳.۰۱۰	۰.۰۰۰	مانا است
مالکیت نهادی	۱۶.۴۵۵	۰.۰۰۰	مانا است
بدهی شرکت	۱۶.۰۴۵	۰.۰۰۰	مانا است
رشد دارایی	۱۴.۲۰۵	۰.۰۰۰	مانا است
جریان نقد سرمایه گذاری	۱۵.۲۵۵	۰.۰۰۰	مانا است

با توجه به جدول شماره ۳-۴ مشاهده می‌شود سطح معناداری همه متغیرها کمتر از ۵ درصد بوده و

بیانگر مانا بودن متغیرهاست.

۲-۲-۴ آزمون تشخیص توزیع نرمال

پس از انجام هر نوع اندازه‌گیری همواره تعدادی داده (عدد) در اختیار است که ارتباط بین آن‌ها را کشف می‌کند یا آن‌ها را دسته‌بندی می‌نماید تا بتوان آن‌ها را تجزیه و تحلیل کرد. برای انجام این کار ابتدا می‌بایست نحوه توزیع داده‌ها را بدانیم. به عبارت ساده‌تر توزیع داده‌ها به ما می‌گوید که پراکندگی و گستردگی داده‌هایی که جمع‌آوری کرده‌ایم چگونه است. به منظور بررسی نرمال بودن متغیرهای پژوهش از آزمون جاک و برا استفاده شده است. در این آزمون هرگاه سطح معنی‌داری کمتر از ۵٪ باشد نشان‌دهنده‌ی توزیع نرمال نیست:

جدول شماره ۴-۴، نتایج آزمون توزیع نرمال

نام متغیر	آماره آزمون	معناداری	نتیجه
تقسیم سود	۸۶.۷۸	۰.۰۰۰	فاقد توزیع نرمال
سودآوری	۷۴.۵۳	۰.۰۰۰	فاقد توزیع نرمال
نقدینگی	۴۵.۶۳	۰.۰۰۰	فاقد توزیع نرمال
مالکیت نهادی	۱۵۱.۴۹	۰.۰۰۰	فاقد توزیع نرمال
بدهی شرکت	۰.۰۲۵	۰.۹۸۷	توزیع نرمال دارد
رشد دارایی	۱۳۹۳.۶۴	۰.۰۰۰	فاقد توزیع نرمال
جریان نقد سرمایه گذاری	۲۶۹۴.۵۴	۰.۰۰۰	فاقد توزیع نرمال

نرمال بودن متغیرها: طبق نتایج آزمون مشاهده می‌شود که سطح معناداری همه متغیرها (به جز بدهی شرکت) کمتر از ۵ درصد می‌باشد لذا دارای توزیع نرمال نیستند. طبق قضیه حد مرکزی چون تعداد مشاهدات پژوهش حاضر بیش از ۳۰ مشاهده است از این رو نیازی به برقراری فرض نرمال نیست.

۴-۳ آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن

گاهی اوقات داده‌هایی که ما با آن‌ها روبرو هستیم هم دربرگیرنده داده‌های سری زمانی و هم مقطعی است. به چنین مجموعه‌ای از داده‌ها عموماً پانلی از داده‌ها یا پانل دیتا شناخته شده است. در برآورد مدل پانل دیتا با دو حالت کلی روبرو هستیم. حالت اول این است که عرض از مبدأ برای کلیه مقاطع یکسان است که در این صورت با مدل پول دیتا (pool data) مواجه هستیم. حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام مقاطع متفاوت است که به این حالت پانل دیتا (panel data) گفته می‌شود. برای شناسایی دو حالت فوق

از آزمونی به نام اف-لیمر استفاده می‌شود. بنابراین آزمون اف-لیمر برای انتخاب بین روش‌های رگرسیون پول دیتا (تلفیقی) و رگرسیون با اثرات ثابت استفاده می‌شود.

در صورتی که میزان معناداری آماره‌ی چاو (prob) کمتر از سطح ۰.۰۵ باشد، داده‌های تابلویی (پانل دیتا) انتخاب می‌شود. در این حالت برای تشخیص اثرات ثابت یا تصادفی باید آزمون هاسمن نیز انجام شود.

جدول ۴-۵، نتایج آزمون اف لیمر (چاو)

نام مدل	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
مدل اول	۵.۹۳۴	۰.۰۰۰	داده‌های تابلویی
مدل دوم	۵.۸۷۱	۰.۰۰۰	داده‌های تابلویی

با توجه به جدول ۴-۵، چون سطح معناداری آزمون اف لیمر در هر دو مدل کمتر از ۵ درصد است، از این رو رویکرد داده‌های تابلویی در مقابل رویکرد داده‌های تلفیقی مورد پذیرش قرار می‌گیرند.

جدول ۴-۶، نتایج آزمون هاسمن

نام مدل	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
مدل اول	۹۸.۰۵۴	۰.۰۰۰	اثرات ثابت عرض از مبدا
مدل دوم	۱۰۴.۷۴۵	۰.۰۰۰	اثرات ثابت عرض از مبدا

با توجه به جدول ۴-۶، چون سطح معناداری آزمون هاسمن در هر دو مدل کمتر از ۵ درصد است، از این رو الگوی اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی مورد پذیرش قرار می‌گیرد.

۴-۴ همسانی واریانس در مقادیر خطا

یکی از مفروضات مدل رگرسیونی خطی کلاسیک وجود همسانی واریانس جملات اخلا است. اما به طور متعارف در داده های سری زمانی و داده ها مقطعی ممکن است واریانس جملات اخلا ثابت نموده و از مقادیر وقفه دار جملات اخلا تبعیت نماید. در این صورت مشکل ناهمسانی واریانس بین جملات اخلا بروز می کند و تخمین زنده های رگرسیون علی رغم بدون تورش بودن دارای کارایی نخواهد بود.

فرض های آماری این آزمون به شرح ذیل است.

فرضیه صفر: (H_0) واریانس مقادیر خطا همسان است.

فرضیه مقابل: (H_1) واریانس مقادیر خطا همسان نیست.

جدول ۴-۷، نتایج آزمون ناهمسانی واریانس (بروش پاگان گادفری)

نتیجه	سطح معنی داری	آماره آزمون	مدل های پژوهش
عدم وجود ناهمسانی واریانس	۰.۰۰۰	۳.۲۸۲	مدل اول
عدم وجود ناهمسانی واریانس	۰.۰۰۹	۲.۰۶۸	مدل دوم

نتایج حاصل در جدول ۴-۷ نشان می دهد که سطح معنی داری آزمون در مدل های فوق کمتر از ۵ درصد می باشد و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلا است. لازم به توضیح است که با استفاده از دستور تصحیح وایت، مشکل ناهمسانی واریانس از طریق وزن دهی به داده ها توسط نرم افزار ایویوز، رفع شده است.

۵-۴ خودهمبستگی مقادیر خطا

در مطالعات اقتصادسنجی که بر مبنای سری‌های زمانی قرار دارند، فرض عدم خودهمبستگی سریالی بین جملات پسماند که از فروض مهم مدل کلاسیک است، اغلب نقض می‌شوند، بنابراین لازم می‌باشد که قبل از تفسیر نتایج حاصل، به بررسی پدیده خودهمبستگی سریالی بین جملات پسماند پرداخته شود؛ زیرا در صورت وجود خودهمبستگی سریالی بین اجزاء اخلاص، تخمین زن‌های OLS دیگر در بین تمام تخمین زن‌ها بدون تورش، کارا نیستند یعنی دارای حداقل واریانس نمی‌باشند و در نتیجه استنباط آماری، قابل اعتماد نخواهد بود این مشکل بیشتر در داده‌های سری زمانی دیده می‌شود. در این آزمون فرضیه‌ها به شکل زیر است:

جملات پسماند دارای خودهمبستگی سریالی نیستند : H_0

جملات پسماند دارای خودهمبستگی سریالی هستند : H_1

جدول ۴-۸، نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی (بروش-گودفری)

مدل‌های پژوهش	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	نتیجه
مدل اول	۱۰۰.۵۷	۰.۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی
مدل دوم	۱۰۰.۲۲	۰.۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی

با توجه به نتایج جدول شماره ۴-۸، مشاهده می‌شود که سطح معناداری آزمون بریوش-گودفری در هر دو مدل بیش از ۵ درصد می‌باشد و بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی است. مشکل خودهمبستگی سریالی از طریق دستور اتورگرسیو مرتبه اول (AR1) رفع شده است.

۴-۶ آزمون هم خطی

در آمار، عامل تورم واریانس (variance inflation factor=VIF) شدت هم خطی چندگانه را ارزیابی می‌کند. درواقع یک شاخص معرفی می‌گردد که بیان می‌دارد چه مقدار از تغییرات مربوط به ضرایب برآورد شده بابت هم خطی افزایش یافته است. شدت هم خطی چندگانه را با بررسی بزرگی مقدار VIF می‌توان تحلیل نمود. اگر آماره آزمون VIF به یک نزدیک بود نشان‌دهنده عدم وجود هم خطی است. به‌عنوان یک قاعده تجربی مقدار VIF بزرگ‌تر از ۱۰ باشد هم خطی چندگانه بالا می‌باشد (سوری، ۱۳۹۴).

جدول ۴-۹، آزمون هم خطی برای مدل رگرسیونی اول

نام متغیر	عامل تورم واریانس (VIF)
سودآوری	۱.۹۵۱
نقدینگی	۱.۳۳۱
مالکیت نهادی	۱.۱۳۳
بدهی شرکت	۱.۹۲۲
رشد دارایی	۱.۱۷۱
جریان نقد سرمایه گذاری	۱.۱۲۷

جدول ۴-۱۰، آزمون هم خطی برای مدل رگرسیونی دوم

نام متغیر	عامل تورم واریانس (VIF)
سودآوری	۱.۹۵۸
سودآوری*رشد	۱.۰۱۴
سودآوری*بلوغ	۱.۰۱۳
سودآوری*افول	۱.۰۲۸
نقدینگی	۱.۳۴۷
نقدینگی*رشد	۱.۰۲۴
نقدینگی*بلوغ	۱.۰۱۹
نقدینگی*افول	۱.۰۰۹
مالکیت نهادی	۱.۱۴۳
مالکیت نهادی*رشد	۱.۰۱۷
مالکیت نهادی*بلوغ	۱.۰۱۸
مالکیت نهادی*افول	۱.۰۲۱
بدهی شرکت	۱.۹۴۷
رشد دارایی	۱.۱۸۵
جریان نقد سرمایه گذاری	۱.۱۳۷

همان‌طور که در نتایج آزمون هم خطی در جدول فوق قابل‌مشاهده است، مقادیر عامل تورم واریانس

کمتر از عدد ۱۰ است که بیانگر عدم وجود هم خطی است.

۷-۴ آزمون فرضیه‌های پژوهش

۷-۴-۱ فرضیه‌های مربوط به مدل اول

با استفاده از مدل رگرسیونی اول، فرضیه‌های زیر آزمون شده‌اند:

- (۱) سودآوری بر سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.
- (۲) نقدینگی بر سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.
- (۳) مالکیت نهادی بر سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

جدول ۴-۱۱، تخمین نهایی مدل رگرسیونی اول

متغیرها	ضرایب	انحراف ضرایب	استاندارد	آماره t	سطح معناداری
سودآوری	۰.۱۷۸	۰.۰۴۰		۴.۳۵۱	۰.۰۰۰
نقدینگی	۰.۰۰۲	۰.۰۰۰۳		۸.۷۱۸	۰.۰۰۰
مالکیت نهادی	-۰.۳۳۳	۰.۰۴۰		-۸.۲۴۲	۰.۰۰۰
بدهی شرکت	۰.۰۲۶	۰.۰۰۷		۳.۵۸۹	۰.۰۰۰
رشد دارایی	-۰.۰۳۰	۰.۰۰۸		-۳.۷۰۸	۰.۰۰۰
جریان نقد سرمایه‌گذاری	۰.۳۱۴	۰.۰۲۲		۱۳.۷۴۳	۰.۰۰۰
عرض از مبدأ	۰.۴۶۵	۰.۰۳۳		۱۴.۰۹۲	۰.۰۰۰
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
ضریب تعیین تعدیل‌شده	۰.۶۲۰				
آماره فیشر - سطح معناداری آن	۲۴۵.۱۹۳			۰.۰۰۰	
دوربین واتسون	۲.۰۵۸				

با توجه به اینکه متغیرهای سودآوری و نقدینگی دارای ضرایب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد هستند. یعنی با افزایش سودآوری شرکت، نقدینگی شرکت نیز افزایش می‌یابد و برعکس. از این رو می‌توان گفت که فرضیه اول و دوم مورد پذیرش قرار می‌گیرد. همین مالکیت نهادی به لحاظ داشتن ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد، تاثیر معکوس و معناداری بر سیاست های تقسیم سود دارد. یعنی با افزایش سودآوری شرکت، سیاست تقسیم سود نیز افزایش می‌یابد و برعکس. همچنین با افزایش مالکیت نهادی، سیاست تقسیم سود نیز افزایش می‌یابد و برعکس.

ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۶۲ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۶۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره فیشر دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. همچنین آماره دوربین واتسون مابین ۱.۵ و ۲.۵ است و نشان از برازش نبود خودهمبستگی مرتبه اول در مدل است.

۴-۷-۲ فرضیه های مربوط به مدل دوم

با استفاده از مدل رگرسیون یدوم، فرضیه های زیر آزمون شده اند:

- (۱) سودآوری در دوره های مختلف عمر کسب و کار تأثیر متفاوتی بر سیاست تقسیم سود دارد.
- (۲) نقدینگی در دوره های مختلف عمر کسب و کار تأثیر متفاوتی بر سیاست تقسیم سود دارد.
- (۳) مالکیت نهادی در دوره های مختلف عمر کسب و کار تأثیر متفاوتی بر سیاست تقسیم سود دارد.

جدول ۴-۱۲، تخمین نهایی مدل رگرسیونی دوم

متغیرها	ضرایب	انحراف ضرایب	استاندارد	آماره t	سطح معناداری
سودآوری	۰.۱۸۱	۰.۰۴۸		۳.۷۶۲	۰.۰۰۰
سودآوری*رشد	۰.۲۵۶	۰.۰۳۵		۷.۱۹۴	۰.۰۰۰
سودآوری*بلوغ	۰.۰۰۹	۰.۰۰۵		۱.۸۶۲	۰.۰۶۳
سودآوری*افول	-۰.۰۱۲	۰.۰۰۴		-۲.۷۵۰	۰.۰۰۶
نقدینگی	۰.۰۰۲	۰.۰۰۰۲		۷.۱۸۵	۰.۰۰۰
نقدینگی*رشد	۰.۱۰۲	۰.۰۲۰		۴.۹۱۷	۰.۰۰۰
نقدینگی*بلوغ	۰.۰۰۸	۰.۰۰۳		۲.۳۷۳	۰.۰۱۸
نقدینگی*افول	۰.۰۱۰	۰.۰۱۲		۰.۸۵۳	۰.۳۹۳
مالکیت نهادی	-۰.۴۵۶	۰.۰۴۹		-۹.۲۲۴	۰.۰۰۰
مالکیت نهادی*رشد	۰.۰۰۹	۰.۰۰۳		۲.۵۷۱	۰.۰۱۰
مالکیت نهادی*بلوغ	-۰.۰۰۲	۰.۰۰۵		-۰.۳۵۵	۰.۷۲۲
مالکیت نهادی*افول	-۰.۶۸۵	۰.۰۷۴		-۹.۱۹۳	۰.۰۰۰
بدهی شرکت	۰.۰۳۲	۰.۰۰۶		۵.۲۰۵	۰.۰۰۰
رشد دارایی	-۰.۰۳۳	۰.۰۱۰		-۳.۲۹۳	۰.۰۰۱
جریان نقد سرمایه گذاری	۰.۲۴۸	۰.۰۲۹		۸.۳۱۲	۰.۰۰۰
عرض از مبدأ	۰.۴۳۲	۰.۰۴۴		۹.۷۴۷	۰.۰۰۰
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
ضریب تعیین تعدیل شده		۰.۸۲۰			
آماره فیشر - سطح معناداری آن		۱۵۹.۴۰۵			
دوربین واتسون		۲.۰۴۲			

مشاهده می‌شود که سودآوری در مرحله ای که شرکت در حال رشد است، تاثیر مستقیم و قوی بر

سیاست تقسیم سود دارد. در حالیکه این تاثیر در دوران افول معکوس می‌باشد. لازم به ذکر است که در

دوره بلوغ، سودآوری بر سیاست تقسیم سود اثر معناداری ندارد.

تأثیر نقدینگی بر سیاست تقسیم سود در مرحله رشد نسبت به مرحله بلوغ قوی تر می باشد. یعنی شرکت های مورد بررسی اگر در مرحله رشد باشند، افزایش در نقدینگی منجر به افزایش بیشتر تقسیم سود خواهد شد در حالیکه این رابطه در مرحله بلوغ ضعیف تر و در مرحله افول معنادار نیست.

تأثیر معکوس مالکیت نهادی بر تقسیم سود وقتی که شرکت در مرحله رشد قرار دارد خنثی شده و تبدیل به تأثیر مستقیم می شود و در مرحله افول میزان تأثیر معکوس مالکان نهادی بر تقسیم سود تشدید پیدا می کند ولی این میزان اثرات در دوران بلوغ معنادار نیست.

با توجه به اینکه متغیر نشانگر اثر تعاملی (مالکیت نهادی*رشد) دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت که رشد اثر نقدینگی بر سیاست تقسیم سود را تعدیل می کند و ضریب نقدینگی از عدد ۰.۰۰۲ به عدد ۰.۰۰۹ افزایش پیدا کرده است. مشاهده می شود که ضریب نقدینگی یک ضریب مثبت بود. بعد از تعامل با مالکیت نهادی تبدیل شد نیز ضریب مثبت است. پس معلوم می شود که شرکتهایی که مالکیت نهادی بیشتری دارند باعث می شود نقدینگی اثرش تشدید شود. پس نتیجه میگیریم متغیر تعدیلگر اثر متغیر مستقل و وابسته را تشدید می کند.

ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۸۲ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۸۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره فیشر دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. همچنین آماره دوربین واتسون مابین ۱.۵ و ۲.۵ است و نشان از برازش نبود خودهمبستگی مرتبه اول در مدل است.

۸-۴ خلاصه فصل

در این فصل، داده‌های جمع‌آوری شده برای شرکت‌های عضو نمونه آماری توسط نرم‌افزار ایویوز نسخه ۸ با استفاده از مدل‌های ریاضی مورد تحلیل قرار گرفته و در دو بخش شامل آمار توصیفی و آمار استنباطی ارائه شد. در بخش آمار توصیفی مقادیر کمینه، بیشینه، میانگین و انحراف معیار متغیرها بررسی و برای متغیرهای کیفی جدول توزیع فراوانی ارائه شد. در بخش آمار استنباطی، ابتدا توسط آزمون اف لیمر و هاسمن نوع الگو مشخص و پس از بررسی مفروضات رگرسیون، مدل برازش شد.

فصل پنجم

نتیجه گیری و پیشنهادها

فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادات

مقدمه

در پایان هر فعالیت پژوهشی محقق پس از آزمون فرضیات، می‌بایستی نتایج کار را ارائه دهد. نتایج حاصل از فرضیات نیز پایه‌هایی هستند که پیشنهادات بر اساس آن شکل می‌گیرند. هر تحقیق علمی بر اساس هدف خاصی انجام می‌شود؛ یعنی هدف محقق از تحقیق مبنایی است که به گسترش حوزه معرفت علم می‌انجامد، یا غرض از آن حل مسأله است؛ از این‌رو، محقق با در نظر داشتن هر یک از اهداف مزبور و بر اساس نتایج حاصل از تحقیق، نظرات خود را اعلام می‌دارد. بنابراین یکی از قسمت‌های مهم تحقیق که در واقع می‌تواند راهی برای تبدیل نظریات به عمل برای موفقیت در آینده باشد نتیجه‌گیری‌های صحیح و پیشنهادات مربوط و مناسب است. بنابراین، محقق باید به این نکته توجه کند که در پایان کار تحقیق و بر اساس نتایج به‌دست‌آمده و ارزیابی فرضیه‌ها احکامی را صادر و پیشنهادهایی را ارائه نماید. نتیجه‌گیری‌هایی که بر اساس تحلیل‌های صحیح ارائه‌شده باشد، می‌تواند مشکلات موجود بر سر راه سازمان را که تحقیق به آن منظور طراحی شده است را برطرف کند. در این فصل، نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها خلاصه می‌شود و با تحلیل آن‌ها سعی می‌شود تا به سؤالاتی که در فصل اول تحقیق از سوی محقق مطرح‌شده بود، پاسخ داده شود. همچنین خلاصه نتایج حاصل از اجرای طرح تحقیق و پاسخ هر یک از سؤالات تحقیق نیز ارائه‌شده است و در نهایت با استفاده از اطلاعات به‌دست‌آمده، پیشنهادهایی برای تحقیقات آینده ارائه گردیده است.

۵-۱- بحث و بررسی

سود سهام بازدهی است که سهامداران عادی در قبال سرمایه‌گذاری که در شرکت انجام داده‌اند از شرکت دریافت می‌کنند. هر شرکتی که در دوره جاری سود سهام پرداخت نکند این عمل شرکت بدان معنی است که، سود را دوباره در شرکت سرمایه‌گذاری می‌کند تا ایجاد منفعت کند و به این ترتیب توانایی شرکت را جهت

پرداخت سود سهام در آینده افزایش دهد. با توجه به فرضیه محتوای اطلاعاتی یا علامت دهی، آغاز پرداخت سود سهام توسط یک شرکت و یا افزایش قابل توجه سود سهام توسط شرکت، می‌تواند پیام‌های متفاوتی از دید سهامداران مختلف داشته باشد. پرداخت سود کم باعث کاهش عدم اطمینان سرمایه‌گذاران نسبت به دریافت بازده سرمایه‌شان می‌شود و همان‌طور که در فرضیه علامت دهی عنوان شد افزایش سود سهام از دید سرمایه‌گذاران نشانه توانایی سودآوری آتی شرکت بوده و به عنوان یک خبر خوب مبنی بر روشن بودن افق آینده شرکت از دید مدیریت تفسیر می‌شود. از طرفی برخی سرمایه‌گذاران ممکن است افزایش سود سهام را نشانه در دست نبودن فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد و توسعه و یا عدم استفاده شرکت از این فرصت‌ها دانسته و در نتیجه افزایش سود سهام از دید آنها علامت مثبتی نیست. این دسته احتمالاً به فروش سهام این شرکت‌ها اقدام خواهند کرد. به عبارتی نوع تصمیم شرکت در توزیع سود و یا توزیع نکردن آن می‌تواند در حجم معاملات سهام شرکت و ساختار سهامداران آن مؤثر باشد. احتمال دیگری نیز وجود دارد و آن این که سرمایه‌گذاران نسبت به سود سهام بی تفاوت باشند و به خصوص با توجه به هزینه معاملات، نسبت به آن عکس‌العملی نشان ندهند. (خوش‌طینت و حاجیان، ۱۳۸۷). در این پژوهش هدف بررسی نقش سودآوری، مالکیت نهادی و نقدینگی بر سیاست‌های تقسیم سود با توجه به نقش میانجی چرخه عمر کسب و کار می‌باشد که در راستای اهداف فرضیه‌هایی مطرح شد و در فصل چهارم به بررسی و تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها پرداخت شد. نتایج بدست آمده به شرح زیر می‌باشند:

فرضیه اول: سودآوری بر سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه نشان داد متغیر تغییرات سود تقسیمی دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می‌توان گفت که سودآوری بر سیاست‌های تقسیم سود تأثیر مستقیم و معنی

داری دارد. نتایج بدست آمده از این فرضیه با نتایج پژوهش موسوی و شفیع زاده (۱۳۹۴) مغایرت دارد. آنها رابطه میان تغییرات سود تقسیمی و سودآوری آتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره ۸ ساله (۱۳۹۱-۱۳۸۴) مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار دادند. نتایج تحقیق نشان می دهد که رابطه معنی داری بین تغییرات سود تقسیمی و سودآوری جاری شرکت ها وجود دارد، لیکن بین تغییرات سود تقسیمی و سودآوری آتی شرکت ها رابطه معنادار وجود ندارد. همچنین ایمانی پور مقدم (۱۳۷۷) به بررسی رابطه بین تغییرات سود تقسیمی و تغییرات سودآوری در بین سالهای ۱۳۶۸ تا ۱۳۷۶ پرداختند و به این نتیجه رسیدند که بین تغییرات سود تقسیمی و تغییرات سودآوری رابطه معنی داری وجود دارد که با نتایج فرضیه پژوهش حاضر مطابقت دارد.

فرضیه دوم: نقدینگی بر سیاست های تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه نشان داد متغیر تغییرات سود تقسیمی دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت که نقدینگی بر سیاست های تقسیم سود تاثیر مستقیم و معنی داری دارد.

فرضیه سوم: مالکیت نهادی بر سیاست های تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه نشان داد متغیر تغییرات سود تقسیمی دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت که مالکیت نهادی بر سیاست های تقسیم سود تاثیر مستقیم و معنی داری دارد.

فرضیه چهارم: سودآوری در دوره های مختلف عمر کسب و کار تأثیر متفاوتی بر سیاست تقسیم سود دارد.

نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه نشان داد متغیر سودآوری در دوره های مختلف عمر کسب و کار دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت که سودآوری در دوره های مختلف عمر کسب و کار تأثیر متفاوتی بر سیاست تقسیم سود ندارد.

نتایج بدست آمده از فرضیه با نتایج پژوهش مرادی و باقری موصول (۱۳۹۴) مغایرت دارد. آنها تاثیر چرخه عمر بر رشد شرکت و سودآوری را بررسی کردند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که رشد گذشته، تاثیری منفی بر سودآوری شرکت دارد. بدین صورت که تاثیر رشد گذشته شرکت بر سودآوری با تغییر در وقفه های زمانی، متفاوت است. از طرف دیگر چرخه عمر بر رابطه رشد شرکت و سودآوری تاثیر معناداری دارد و در دوران افول دارای بیشترین ضریب تعیین است و دوران بلوغ دارای کمترین ضریب تعیین است. با توجه به رابطه منفی بین نرخ رشد گذشته شرکت و سودآوری آتی شرکت، شرکت هایی که در دورن افول خود طبقه بندی شده اند نرخ رشدشان با توجه به افزایش سن باعث کاهش سودآوری می شود. همچنین نتایج بدست آمده مطابقت با پژوهش اعتمادی و همکاران (۱۳۹۴) می باشد.

فرضیه پنجم: نقدینگی در دوره های مختلف عمر کسب و کار تأثیر متفاوتی بر سیاست تقسیم سود دارد.

نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه نشان داد متغیر نقدینگی در دوره های مختلف عمر کسب و کار دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت که نقدینگی در دوره های مختلف عمر کسب و کار تأثیر متفاوتی بر سیاست تقسیم سود دارد. این یافته ها با نتایج ماسترز و همکاران (۲۰۱۳) و چن و وانگ (۲۰۱۲) سازگار و با نتایج پژوهش ویتد و وو (۲۰۰۶) و کیم (۲۰۱۱) مغایر است.

فرضیه ششم: مالکیت نهادی در دوره های مختلف عمر کسب و کار تأثیر متفاوتی بر سیاست تقسیم سود دارد.

نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه نشان داد متغیر مالکیت نهادی در دوره های مختلف عمر کسب و کار دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت که مالکیت نهادی در دوره های مختلف عمر کسب و کار تأثیر متفاوتی بر سیاست تقسیم سود دارد. نتایج پژوهش کراملو و ملکی (۱۳۹۳) بیان کردند که تأثیر مالکیت نهادی بر کیفیت سود شرکت، در هریک از مراحل چرخه عمر متفاوت است که با نتایج فرضیه حاضر مطابقت دارد.

جدول ۵-۱، خلاصه یافته ها

فرضیه	دوره	نوع اثر	نتیجه
سودآوری بر سیاست های تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.		+	پذیرش
نقدینگی بر سیاست های تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.		+	پذیرش
مالکیت نهادی بر سیاست های تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.		-	پذیرش
سودآوری در دوره های مختلف عمر کسب و کار تأثیر متفاوتی بر سیاست تقسیم سود دارد.	رشد	+	پذیرش
	بلوغ	عدم پذیرش	
	افول	-	پذیرش
نقدینگی در دوره های مختلف عمر کسب و کار تأثیر متفاوتی بر سیاست تقسیم سود دارد.	رشد	+	پذیرش
	بلوغ	+	پذیرش
	افول	عدم پذیرش	
مالکیت نهادی در دوره های مختلف عمر کسب و کار تأثیر متفاوتی بر سیاست تقسیم سود دارد.	رشد	+	پذیرش
	بلوغ	عدم پذیرش	
	افول	-	پذیرش

۵-۲-پیشنهادهای کاربردی

در راستای فرضیه اول پژوهش به شرکت‌هایی که سودآوری بالایی دارند توصیه می‌شود نسبت به پرداخت سود سهام اقدام نمایند، زیرا باعث افزایش اعتماد سهامداران به شرکت می‌شود.

در راستای فرضیه دوم به مدیران یک شرکت تولیدی توصیه می‌شود با در نظر گرفتن نقدینگی کوتاه مدت یک شرکت، اولویت خود را به پرداخت بدهی شرکت برای حفظ اعتماد بستانکار به جای پرداخت سود سهام به سرمایه‌گذاران در نظر بگیرند. این اعتماد سودآورتر خواهد بود زیرا صنعت تولید صنعتی است که برای ایجاد محصولات جدید برای نفوذ در بازار بسیار گسترده در شرکتها به سرمایه‌های کلانی نیاز دارد. برخلاف مدیریت شرکت، سرمایه‌گذاران پرداخت سود سهام را ترجیح می‌دهند که مانع از آن می‌شود که نقدینگی شرکت از نظر جریان نقد آزاد بیش از حد بزرگ باشد

در راستای فرضیه سوم به سرمایه‌گذاران نهادی توصیه می‌شود با سود نگهداری تولید شده برای منافع سرمایه‌گذاری آتی، در حالی که سرمایه‌گذاران فردی ترجیح می‌دهند که شرکتها سود سهام را برای افزایش ثروت خود تقسیم کنند

در راستای فرضیه‌های چهارم تا ششم پیشنهاد می‌شود شرکت در زمان رشد خود شروع به ارائه سود سهام به دلیل سود حاصل از عملیات تجاری خود کند تا به سهامداران نشان دهد که شرکت شایسته است تا محل سرمایه‌گذاری باشد. شرکتها در مرحله بلوغ خود به طور مداوم سود سهام ارائه می‌کنند، زیرا فرصت‌های کسب سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد، تا از تضاد با نمایندگان جلوگیری کرده و اعتماد سرمایه‌گذاران را حفظ کنند. بدهی شرکت‌ها نیز تأثیر قابل توجهی بر سیاست تقسیم سود دارد، جایی که شرکت‌هایی که نسبت بدهی بالایی دارند تمایل به ارائه سود سهام ندارند

۵-۳-پیشنهادهای برای پژوهش های آتی

بررسی تاثیر ارتباطات سیاسی بر رابطه بین تغییرات سود تقسیمی و سودآوری آتی در طی چرخه های مختلف

بررسی تاثیر عوامل اقتصادی بر رابطه بین تغییرات سود تقسیمی و سودآوری آتی در طی چرخه های مختلف

بررسی تاثیر پوشش رسانه ای بر رابطه بین تغییرات سود تقسیمی و سودآوری آتی در طی چرخه های مختلف

بررسی تاثیر عدم اطمینان سیاستهای اقتصادی بر رابطه بین تغییرات سود تقسیمی و سودآوری آتی در طی

چرخه های مختلف

بررسی تاثیر ویژگی های حاکمیت شرکتی بر رابطه بین تغییرات سود تقسیمی و سودآوری آتی در طی چرخه

های مختلف

۵-۴-محدودیتهای تحقیق

هر پژوهشی متأثر از عوامل کلان و محدودیت‌هایی است که قابل کنترل نیستند. برخی از این محدودیت‌ها که

باید در تعمیم یافته‌های پژوهش حاضر به آن‌ها توجه نمود، به شرح زیر هستند:

(۱) پژوهش حاضر با استفاده از داده‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده

است و در بردارنده شرکت‌های موجود در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران نمی‌باشد. بنابراین، هنگام تعمیم

نتایج حاصل از پژوهش به سایر شرکت‌ها باید با احتیاط عمل شود.

(۲) یکی از عمده‌ترین محدودیت‌های پژوهش‌هایی که بر پایه آمار استنباطی انجام می‌شوند؛ تعمیم نتایج

حاصل از آن‌ها به کل جامعه آماری در شرایط زمانی و مکانی مختلف است. بنابراین در تعمیم نتایج این پژوهش

و به کارگیری عملی این نتایج نیز باید جانب احتیاط را مدنظر قرارداد.

منابع

منابع

- اعتمادی، انواری رستمی و احمدیان (۱۳۹۳)، آزمون نظریه چرخه عمر در سیاست های تقسیم سود شرکت های بورس اوراق بهادار تهران . فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال یازدهم، شماره ۴۱، صفحات ۸۱-۵۹.
- انواری رستمی، علی اصغر؛ امینی، پیمان و علیرضا گودرزی (۱۳۸۹). بررسی سودمندی اطلاعات جریان های نقدی، سودآوری و سود تقسیمی (آزمون تجربی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران). حسابداری مالی، دوره ۲، شماره ۶، صص ۱۹-۳۷.
- حجازی، رضوان؛ قیطاسی، روح اله؛ مسجدموسوی، میرسجاد و ساجده رضایی (۱۳۹۰). اثر خط مشی تقسیم سود بر تغییرپذیری قیمت سهام. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی)، دوره ۳، شماره ۱۱، صص ۲۵-۴۵.
- حسینی، سیده مریم؛ گرجی زاده، داود؛ خان محمدی، محمد حامد (۱۳۹۹) بررسی تاثیر ساختار مالکیت و سیاست های تقسیم سود بر سودآوری و ریسک، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، شماره ۴۰، صص ۱۰۰-۱۱۵.
- حیدری هراتمه، مصطفی؛ شیرین بخش، شمس اله (۱۳۹۶) بررسی تاثیر سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت بر محدودیت های تامین مالی، پژوهش حسابداری، دوره ۷، شماره ۴.
- خوش طینت، محسن و نجمه حاجیان (۱۳۸۷). تاثیر افزایش سود تقسیمی بر رفتار سرمایه گذاران. بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال پانزدهم، شماره ۵۱، صص ۳-۱۸.

- دلاوری، مجید؛ یونسی، الهه و سیروس کرراهی مقدم (۱۳۹۲). بررسی عوامل موثر بر تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال پنجم، شماره ۱۸، صص ۱۵۱-۱۳۰.
- رحیمیان، رجبی (۱۳۹۴). بررسی رابطه ساز و کارهای اصول راهبردی شرکت‌ها و چرخه عمر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابرسی، سال پانزدهم، شماره ۶۱، صفحات ۵۱-۶۷.
- Azmi, I. H., Bertuah, E.(2020) The effect of life-cycle stage through cash flow approach on dividend policy of manufacturing companies, *Accounting* 6 (2020) 1383–1390
- Anthony, J. H. and Ramesh, K.(1992). Association between Accounting Performance Measures and Stock Prices: A Test of the Life Cycle Hypothesis, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.15, pp 203-27.
- Bhattacharya, S.,(1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy. *The Bell Journal of Economics* 10(1), 259-270.
- Capstaff, J., Klæboe, A., and Andrew, P. M.(2014). Share Price Reaction to Dividend Announcements: Empirical Evidence on the Signaling Model from the Oslo Stock Exchange. *Multinational Finance Journal*, Vol. 8, No.1&2, PP. 115–139.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Skinner, D.(1996). Reversal of fortune:Dividend policy and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Financial Economics*,40(2),341-371.
- Flint, A., Tan, A., and Tian, G.(2010). Predicting Future Earnings Growth: A test of the Dividend Payout Ration the Australian Market. *The International Journal of Business and Finance Research*, Vol. 4, No. 2, 43-58
- Fukuda, A.(2006). Dividend Changes and Earning Performance in Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 8, PP. 53-66.
- Grullon, G., Michaely, R., Benartzi, S., and Thaler, R. H.(2005). Dividendchanges do not signal changes in future profitability. *Journal of Business*,78(5), 1659–1682.
- John, K., and Williams, J.(1985). Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium. *The Journal of Finance* 40(4), 1053-1070.

- Lee, S. P., Isa, M., and Lim, W. L.(2016). Dividend Changes and Future Profitability: Evidence from Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, Vol. 8, No. 2, 93–110.
- Lee, S. P., Isa, M., and Lim, W. L.(2016). Dividend Changes and Future Profitability: Evidence from Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, Vol. 8, No. 2, 93–110.
- Lintner, J.(1956). Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review* 46(2), 97-113.
- Miller, M. H., and Modigliani, F.(1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34(4), 411–433.
- Miller, M. H., and Rock, K.(1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance* 40(4), 1031-1051.
- Nissim, D., and Ziv, A.(2001). Dividend Changes and Future Profitability. *Journal of Finance*, Vol. 56, PP. 2111–2133.
- Ryan, P. A., Besley, S., and Lee, H. W.(2000). An Empirical Analysis of Reactions to Dividend Policy Changes for NASDAQ Firms. *Journal of Financial and Strategic Decisions* 13(1), 35-44.
- Tian, G., Zhang, H. and Cao, Y.(2011). Dividend Changes and Future Earnings Performance: Evidence from UK Market. *The Journal of Modern Accounting and Auditing*, Vol. 2, No. 2(Serial No.9), 115-130.
- Tong, S, and Ning, Y.(2014), Does capital structure affect institutional investor choices? , *The Journal of Investing*, Vol 13, No 4, pp 53-66
- Watts, R.(1973). The information contents of dividends. *Journal of Business*, 46(2), 191-211.
- Yanti, N. M. Y. W. A., & Dwirandra, A. A. N. B.(2019). The effect of profitability in income smoothing practice with corporate governance and dividend of payout ratio as a moderation variable. *International research journal of management, IT and social sciences*, 6(2), 12-21
- Zagonel., Timóteo, Paulo Renato Soares Terra, Diogo Favero Pasuch,(2018) "Taxation, corporate governance and dividend policy in Brazil", *RAUSP Management Journal*

Abstract

The purpose of this study is to investigate the role of profitability, institutional ownership and liquidity on profit sharing policies with respect to the mediating role of business life cycle. This research is a descriptive study in terms of nature and method and an applied research in terms of purpose. And post-event type is included. In the course of this research, six hypotheses were formulated and 144 companies(846 years of company) were selected through systematic elimination sampling for a period of 6 years between 2015 and 2020 and data related to research variables after collection in Excel software They were analyzed using evIEWS statistical software. The results of the hypothesis test showed that profitability has a positive and significant effect on dividend policies in companies listed on the Tehran Stock Exchange. Liquidity has a positive and significant effect on dividend policies in companies listed on the Tehran Stock Exchange. Institutional ownership has a negative and significant effect on dividend policies in companies listed on the Tehran Stock Exchange. Profitability at different stages of business life(growth and decline) has a different effect on profit sharing policy. Liquidity at different stages of business life(growth and maturity) has a different effect on profit-sharing policy. Institutional ownership has different effects on dividend policy at different stages of business life(growth and decline).

Keywords: profitability, institutional ownership, liquidity, profit sharing policies, business life cycle.



Shahrood University of Tecnology

Faculty of Industrial Engineering and Management

M.Sc. Thesis in Master Of Business Administration

**The Study Of The Determinants Of Profitability, Institutional Ownership &
Liquidity On Profit Sharing Policies With Respect To The Mediating Role
Of The Business Life Cycle**

By: Nioufar Yazdi Hesar Koochak

Supervisor

Dr. Abdolmajid Abdolbaghi

January 2022