

Sticky Dividend: Explaining the Comprehensive Measurement Model and Its Impact on Corporate Governance Mechanisms

Mehdi Beshkooch*

Assistant Professor Islamic Azad University, Qazvin Branch, (Corresponding Author)
beshkooch@gmail.com

Mohsen Moharram Khani

Master of Accounting, Islamic Azad University, Qazvin Branch,
M.13680626@yahoo.com

Abstract

Purpose: The purpose of the present study is to provide models for measuring the dividend bonding phenomenon and its impact on corporate governance mechanisms and life cycles.

Method: In order to achieve the purpose of the study, 119 companies were selected from among the listed companies at Tehran Stock Exchange during 2011-2017 and analyzed by multiple regression method.

Results: The results showed that there is a dividend bonding phenomenon among sample companies. It is also more severe in mature companies than in growth or decline. In addition, the presence of institutional owners and non-executive directors reduces this phenomenon. While the duality of CEO responsibility did not have a significant impact on it.

Conclusion: The findings of the study showed that being or not managing directors has an important role in dividend policy, but the presence of non-executive directors who have good independence and are able to deal with the CEO seriously and the presence of institutional owners The General Assembly has a constructive role in improving dividend policy.

Contribution: the present study, while examining the phenomenon of dividend adhesion and its impact on corporate governance mechanisms over the lifecycle of companies, has attempted to explain the model of dividend adhesion phenomena that can be addressed by existing data. To increase knowledge. To help shareholders understand the relationship between net profit and dividend.

Keywords: Board Independence, Dual Responsibility, Institutional Ownership, Life Cycle, Sticky Dividend

پدیده چسبندگی سود سهام: تبیین مدل جامع اندازه گیری و تاثیر پذیری آن از مکانیزم های راهبردی شرکتی

مهدی بشکوه*

استادیار دانشگاه آزاد اسلامی، واحد قزوین، ایران، (نویسنده مسئول) beshkoo@gmail.com

محسن محرم خانی

کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد قزوین، ایران، M.13680626@yahoo.com

چکیده

هدف: پژوهش حاضر، بررسی پدیده چسبندگی سود سهام و تاثیرپذیری آن از مکانیزم های راهبردی شرکتی در طی چرخه عمر شرکت ها به همراه تبیین مدل های اندازه گیری در این خصوص است.

روش: به منظور دستیابی به هدف پژوهش، تعداد ۱۹ شرکت از میان شرکت های پذیرفته شده بورس تهران طی سال های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۷ انتخاب و به روش رگرسیون چندگانه مورد تحلیل و بررسی قرار گرفته است.

یافته ها: نتایج پژوهش نشان داد بین شرکت های نمونه، پدیده چسبندگی سود سهام وجود دارد. همچنین این پدیده در شرکت هایی که در مرحله بلوغ قرار دارند نسبت به مرحله رشد یا افول شدت بیشتری داشته است. علاوه بر این حضور مالکان نهادی و اعضای غیرموظف هیئت مدیره باعث تقلیل این پدیده می شود. درحالی که دوگانگی مسئولیت مدیرعامل تاثیر قابل ملاحظه ای بر آن نداشت.

نتیجه گیری: یافته های پژوهش نشان داد که دوگانگی مسئولیت مدیرعامل نقش مهمی در چسبندگی سود سهام ندارد. لیکن حضور اعضای غیرموظف هیئت مدیره که استقلال مناسبی داشته و امکان برخورد جدی با مدیرعامل را دارند و حضور مالکان نهادی در مجمع عمومی نقش سازنده ای در بهبود اتخاذ تصمیم، سود تقسیمی دارند.

دانش افزایی: پژوهش حاضر ضمن بررسی پدیده چسبندگی سود سهام و تاثیرپذیری آن از مکانیزم های راهبردی در شرکت ها در طی چرخه عمر شرکت ها، اقدام به تبیین مدل اندازه گیری پدیده چسبندگی سود سهام نموده است که پرداختن به آن، می تواند بر ادبیات موجود دانش افزایی داشته باشد. به گونه ای که سهامداران را در درک ارتباط بین سود خالص و سود تقسیمی یاری نماید.

واژگان کلیدی: استقلال هیئت مدیره، چرخه عمر، چسبندگی سود سهام، دوگانگی مسئولیت، مالکیت نهادی.

۱- مقدمه

در حال حاضر با توجه به اهمیت هرچه بیشتر نحوه تامین مالی و همچنین محدودیت‌های موجود در این حوزه و در کنار آن، تشدید رقابت در فضای کسب و کار، نیاز و وجود یک یا چند استراتژی و خط مشی مالی مناسب و مدون به عنوان یکی از بحث‌های مهم در حوزه مالی قابل طرح بوده است. بدین ترتیب استراتژی مالی در دوران عمر شرکت‌ها به نحوه‌های مقتضی خود عمل می‌کند. بعنوان مثلاً در دوران رشد و یا افول و... رفتار متناسب با آن دوران را بعنوان رویه خود اتخاذ می‌نماید. یکی از همین موارد که بصورت کاملاً عینی و ملموس می‌توان در حوزه تامین مالی داخلی مورد بررسی قرار داد، همان سیاستهای تقسیم سود و عوامل تاثیر گذار در توزیع آن از قبیل وجود مالکان نهادی و همچنین دوگانگی مسئولیت اعضای هیئت مدیره است، که امروزه بعنوان یکی از موضوع‌های متداول در شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی از آن یاد می‌شود. به گونه‌ای که پژوهش‌های صورت گرفته در خصوص سیاستهای تقسیم سود اصولاً بر بازارهای کشورهای توسعه یافته متمرکز بوده و پژوهش‌های کمتری در ارتباط با استراتژیهای پرداخت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بازارهای در حال توسعه انجام گرفته است (دموداران، ۱۳۹۳: ۴۱۵).

در کنار چنین فضای کسب و کاری، از پیامدهای موضوع نمایندگی، که موجب تضعیف بنای شرکت‌ها و گردیده، همان رفتار نامتقارن سود سهام و توزیع بیش از حد نرمال آن در بین سهامداران است. شرکت‌ها عموماً سود تقسیمی خود را تغییر نمی‌دهند. این عدم تمایل که منجر به سود تقسیمی چسبنده می‌شود، که ریشه در چند عامل دارد. عواملی همچون، نگرانی شرکت در مورد قابلیت حفظ سود تقسیمی بالا در دوره‌های آتی و همچنین نگرش منفی بازار به کاهش سود تقسیمی و کاهش متعاقب در قیمت سهام است. بنابراین آگاهی و شناسایی از این عوامل ضمن آنکه تصویر روشنی از توان توزیع نقدینگی شرکت‌ها ارائه می‌کند، بلکه امکان برآورد رفتار آتی و میزان وابستگی سود سهام قابل توزیع به هریک از عوامل یاد شده را برای استفاده کنندگان بالفعل و بالقوه فراهم می‌سازد. تاثیر تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری بر ارزش شرکت و بازده سهام شرکت ریشه در تحولات بنیادی ناشی از نوسانات سود دارد و از آنجا که سود معمولاً دستخوش نوسانات زیادی است و سود تقسیمی نسبت به سود، از نوسان‌پذیری کمتری برخوردار است، بنابراین مفهوم چسبندگی سود سهام نیز از همین موضوع نشات گرفته است. آگاهی از رفتار سود تقسیمی و چسبندگی سود سهام برای سرمایه‌گذاران و پژوهشگران و تمام کسانی که با بازار سرمایه در ارتباط هستند، دارای اهمیت است. امروزه حفظ منافع عمومی، رعایت حقوق سهامداران، ارتقای شفافیت اطلاعات و الزام شرکتها به ایفای مسئولیت‌های اجتماعی از مهمترین آرمان‌هایی است که بیش از گذشته، توسط مراجع مختلف نظارتی و اجرایی مورد توجه قرار گرفته است. (دموداران، ۱۳۹۳: ۴۱۶)

۲- مبانی نظری، ادبیات و فرضیه ها

اهمیت موضوع جریان نقدی در شرکت ها به عنوان یکی از ارکان اساسی در بقای شرکت ها، از دید هیچ مدیر و فعال اقتصادی، پوشیده نیست. بنابراین چنین اهمیتی هم از دید سهامدار در خصوص سود سهام، میزان و نحوه توزیع آن و همچنین نگرش و سیاستهای اتخاذ شده در این حوزه، از اهمیت بسزایی برخوردار است به نحوی که یکی از دلایل مهم و اساسی در سرمایه-گذاری، از سوی سهامداران، همان نگرش افزایش ثروت می باشد که بخشی از این امر از طریق توزیع سود سهام محقق می شود. دنیس و آسوبو^۱ (۲۰۰۸: ۶۲) در پژوهش خود با عنوان چرا موسسه ها سود توزیع می کنند؟ که در آن به بررسی میل ذاتی پرداخت سود و رابطه سودآوری، فرصت های رشد، اندازه شرکت و سرمایه کسب شده را بین شرکت های پرداخت کننده سود سهام و شرکت هایی که سود سهام پرداخت نکرده بودند، در کشورهای امریکا، کانادا، انگلیس، آلمان، فرانسه و ژاپن بررسی کردند. آنها این نتیجه رسیدند که سود تقسیمی تحت تأثیر اندازه، سودآوری، فرصت های رشد، دوره عمر و سرمایه کسب شده است. در همین راستا مطالعه جان لیتنر^۲ (۱۹۶۱) از چگونگی تصمیم گیری شرکت ها در مورد میزان سود تقسیمی حدود ۵۰ سال قبل انجام شده است.

اما یافته های وی بیانگر این موضوع است که شرکت ها دارای اهداف بلندمدت در خصوص سود تقسیمی و ثبات سودآوری دارند و به تناسب شرایط محیطی و استراتژیکی، اقدامات و سیاست های خود را تغییر می دهند، به این صورت که شرکت ها در مرحله بلوغ به دلیل ثبات سودآوری، معمولاً اقدام به توزیع سود سهام به میزان قابل توجهی می نمایند. نقطه مقابل آن، شرکت های رشدی معمولاً تمایلی به پرداخت سود ندارد. و نکته قابل تأمل اینکه شرکت ها از ابزار مدیریت سود و یا گاه هموارسازی سود جهت کاهش هرگونه شرایطی که میزان تغییرات در سود تقسیمی را به حداقل می رساند، بهره می جویند. (جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۴: ۳۱) در همین راستا؛ با وجود افزایش نوسان پذیری در سود و جریان نقد، جالب است که سود تقسیمی این نوسان پذیری را منعکس نمی کند و این که شرکت ها به طور فعال درگیر ارزیابی چگونگی تقسیم سود نیستند. کرت و مارچ^۳ (۱۹۹۳) توضیحی برای یافته های لیتنر ارائه کردند. این توضیح در مفهومی نهفته است که آن را اجتناب از عدم اطمینان^۴ نامیدند. (دمودران^۵، ۱۳۹۳: ۴۱۶). این محققان معتقدند، مدیران با استفاده از قواعد تصمیم گیری متمرکز بر بازخورد کوتاه مدت حاصل از محیط اقتصادی، تلاش می کنند تا از پیش بینی رویدادهای آتی اجتناب کنند. به عبارت دیگر، شرکت ها قواعد استاندارد شده ای را اتخاذ می کنند که عدم اطمینان را حذف نمی کند، اما با آن به گونه ای مهار شده برخورد می کنند. در ارتباط با سیاست تقسیم سود، مدل آنها مبین این است که مدیران:

- سطح سود تقسیمی را با نگاه به متوسط صنعت تعیین می کنند.
- در واکنش به تغییرات سود بر تغییرات سود تقسیمی، تمرکز می کنند.

پدیده چسبندگی سود سهام: تبیین مدل جامع اندازه گیری و تاثیر پذیری آن.../۱۰۵

➤ از قواعد سرانگشتی ساده در مورد چگونگی تعدیل سود تقسیمی استفاده می‌کنند. مانند افزایش سود تقسیمی در صورتیکه سود ۳۰٪ یا بیشتر افزایش یابد.

➤ از تعدیل سود تقسیمی در واکنش به تغییرات در نگرش های سهامدار اجتناب می‌کنند، اگر آن را کوتاه مدت ببینند.

➤ این پیش بینی ها با یافته های لیتر سازگار است. : (دمودران، ۱۳۹۳: ۴۱۶)

با توجه به اهمیت موضوع چسبندگی سود سهام^۶ در این پژوهش به دنبال پاسخ به این مهم هست که آیا نظام راهبری شرکتی و مراحل چرخه عمر باعث تاثیر بر چسبندگی سود سهام خواهد شد؟ در بخشی که گذشت مسئله اصلی پژوهش، اهمیت و هدف آن مورد بحث قرار گرفت و در ادامه توضیحاتی راجع به هریک از عناصر و فرضیه های پژوهش به همراه نتایج سایر پژوهش های مرتبط و همچنین روش پژوهش، جامعه آماری، نمونه برداری و ابزار گردآوری داده ها تشریح می‌گردد.

۲-۱. سیاست های تقسیم سود و تئوری های آن

تشریح و تبیین سیاستهای تقسیم سود، پس از طی چندین دهه بررسی و پژوهش، از جمله دغدغه ها و چالش هایی است که هنوز تئوریسن ها و پژوهشگران موفق به درک و بیان تمامی عواملی که سیاست های تقسیم سود را تحت الشعاع قرار می دهند، نگردیده اند. از اولین تلاش هایی که در زمینه خط مشی تقسیم سود، که در آن به اثر سود تقسیمی اشاره دارد، همان مدلی است که در سال ۱۹۶۱ توسط میلر و مودیگلیانی^۷ مطرح گردید. نتیجه پژوهش وی این چنین بیان گردید که ارزش شرکت ها براساس دارایی ها و جریان های نقدی ایجاد شده توسط همان دارایی تعیین می‌گردد، نه صرفا براساس روشی که جریان های نقدی بین سهامداران توزیع می‌گردد. (اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۳: ۵۹).

میلر و مودیگلیانی (۱۹۶۱) از جمله پژوهشگرانی بود که تلاش کرد از طریق ابزار ریاضیات و بدون توجه به ارتباط یا عدم ارتباط سیاست های سود تقسیمی و ارزش سهام، به اثبات شرایط بازار کامل سرمایه ای که اساس و پایه آن بر عدم ارتباط این به دو متغیر با یکدیگر باشند (مرادی و دلدار، ۱۳۹۱: ۱۰۹). در همین راستا، شنگ و همکاران^۸ (۸۷: ۲۰۱۱) طی پژوهشی بر روی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تایوان به بررسی رابطه بین سودهای آتی و سیاست تقسیم سود پرداختند. نتایج پژوهش مزبور نشان داد سود تقسیمی با سودهای واقعی دو سال آتی شرکت در ارتباط است، و یافته خود را به صورت وجود محتوای اطلاعاتی در سودهای تقسیمی برای سرمایه گذاران تفسیر نمودند. همچنین آنتونی و همکاران^۹ (۲۰۱۰: ۴۳) به بررسی رابطه بین رشد سود آتی با نسبت پرداخت سود سهام در بازار سهام استرالیا پرداختند و بررسی های خود را در شرکت های استرالیایی بین سال های ۱۹۸۹ تا ۲۰۰۸ انجام دادند. نتایج پژوهش های آن ها ابتدا با تجزیه تحلیل تک متغیره صورت پذیرفت که نشان دهنده ارتباط به

شدت قوی نسبت پرداخت سود سهام با رشد سود آتی در دوره یک ساله و سه ساله و پنج ساله بود؛ و در تجزیه و تحلیل رگرسیون چندگانه، ارتباط نسبت پرداخت سود سهام با رشد سود آتی مثبت و بسیار با اهمیت بود. فخاری و یوسف علی‌تبا (۱۳۸۹: ۸۴) به بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان داد که رابطه معکوس و معناداری بین شاخص حاکمیت شرکتی و تقسیم سود وجود دارد. این یافته بیانگر آن موضوع است که شرکت‌های بورسی از تقسیم سود برای کسب شهرت و ایجاد اعتبار استفاده می‌کنند و با وجود ارتباط معنادار حاکمیت شرکتی و تقسیم سود تأثیر حاکمیت شرکتی بر تقسیم سود اندک است.

در پژوهشی دیگر، رمضان‌زاده (۱۳۸۸: ۸۰) به بررسی عوامل موثر بر سیاست تقسیمی سود شرکت‌های شیمیایی و دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل اطلاعات آن نشان داد که سیاست سود تقسیمی تحت تأثیر سود تقسیمی سال قبل بوده، که این نتایج با مدل هموارسازی لبتنر سازگاری دارد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اندازه شرکت تأثیری بر آن ندارند. به لحاظ ارتباط موضوعی در ادامه به تشریح تعدادی از تئوری‌ها و فرضیه‌های مطرح در این حوزه پرداخته می‌شود.

۲-۲. تئوری نامربوط بودن سود سهام

بر طبق این نظریه سیاست‌های تقسیم سود بر قیمت و ارزش شرکت‌ها تأثیری ندارند. از دیدگاه میلرو مودیگلیانی (۱۹۶۱) اگر سیاست‌های تقسیم سود اثر قابل ملاحظه‌ای بر سود ندارد، پس نامربوط است، آنان مدعی هستند که ارزش شرکت‌ها فقط با معیارهای مالی از قبیل توانایی در کسب سود و میزان سود تقسیمی قابل بررسی و سنجش است. به عبارت دیگر، ارزش شرکت‌ها فقط به عایدات ایجاد شده در دارایی ختم می‌شود و ارتباطی به سیاست‌های تقسیم سود ندارد. به همین دلیل سهامداران نسبت به آن واکنشی نشان نمی‌دهند. بنابراین میلرو مودیگلیانی معتقدند شرکت‌ها صرفاً با افزایش سود تقسیمی، باعث افزایش قیمت سهام و نهایتاً عملکرد بهتر می‌گردد. (قالیباف اصل و ولی‌زاده، ۱۳۹۵: ۴).

۲-۳. مدل‌های رفتاری سیاست سود تقسیمی

یکی از علوم که مدتی است در بازار سرمایه نمو پیدا کرده است، همان بحث علوم رفتاری (عملگراییانه) است. علمی که در آن بر خلاف رویکرد تئوری‌های مالی که بیشتر در حوزه تهیه و جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز بازار سرمایه (رویکرد کلی) است. ولی در حوزه رفتاری و روان‌شناختی، استفاده‌کننده‌گان و سرمایه‌گذاران (رویکرد جزئی)، و همچنین مدل‌های رفتاری آنها را مورد بحث و تحلیل قرار می‌گیرند. که گاهاً مفروضات اساسی مطرح در حوزه‌های مالی را به مرحله نقض یا با چالش رو به می‌سازند. (رمضان‌زاده زیدی، ۱۳۸۸: ۸۲).

۲-۴. چسبندگی سود سهام

به عنوان یکی از رویدادهایی که ممکن است هر یک از شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی با آن برخورد می‌کنند، بحث نوسانات سود تقسیمی است. هر یک از نوسانات مثبت یا منفی گاه‌اثرات یکسانی را به دنبال ندارد. به این صورت که شرکت‌ها به این موضوع واقف‌اند که اطلاعات مربوط به جریانهای نقدی از قبیل سود تقسیمی، جز یکی از مهمترین و اولین اطلاعاتی است که سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه به خصوص سرمایه‌گذاران ناآگاه مدنظر قرار می‌دهند، همان سود و سود تقسیمی می‌باشد که توجهی به کیفیت و رویه‌های اعمال شده در فرایند محاسبه آن و همچنین سایر عوامل گزارش شده در صورتهای مالی ندارد. که در نهایت این موضوع، قیمت سهام و بازار سهام آن شرکت را تحت تاثیر قرار خواهد داد. لذا در چنین شرایط شرکت‌ها با افزایش میزان سود، میزان سود تقسیمی خود را، حتی میزان اندک، افزایش می‌دهند. نقطه مقابل آن در شرایطی که با کاهش سود همراه هستند، شرکت‌ها تمایلی به کاهش سود تقسیمی ندارند یا حداقل آن را ثابت نگه می‌دارند. در این زمان پدیده چسبندگی سود رخ می‌دهد. بنابراین انتظار می‌رود که شرکت‌هایی که سود تقسیمی خود را تغییر (یا کاهش) نمی‌دهند، نسبت به سایر شرکت‌ها، بیشتر باشد. به عبارتی می‌توان یکی از عوامل حساسیت در پدیده چسبندگی سود را، در سود تقسیمی خلاصه کرد. (دمودران، ۱۳۹۳: ۴۱۵).

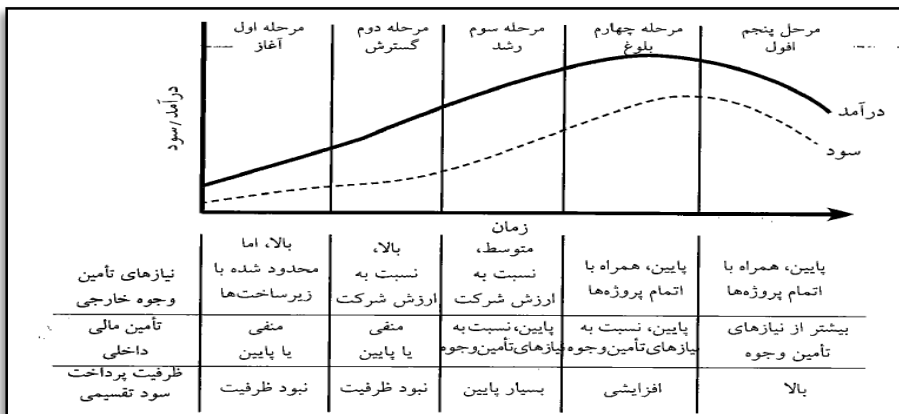
می‌توان به ۲ دلیل تجربی در خصوص اینکه شرکت‌ها تا زمانی که مجبور به کاهش نشوند، اقدام به حفظ سود تقسیمی می‌کنند، بیان نمود. اول اینکه پژوهشی در دوره زمانی ۱۹۶۰ تا ۲۰۰۳ انجام گرفته که در آن انحراف معیار سود تقسیمی و سود به ترتیب ۵ و ۱۴ درصد می‌باشد که به این معنی که تغییر و تبعیت پذیری سود تقسیمی به طور چشمگیری از سود، کمتر است. دوم اینکه انحراف معیار بازده نقدی به طور قابل محسوسی کمتر از انحراف معیار بازده سود بوده است. به عبارتی تغییر در سود تقسیمی کمتر از سود در بین شرکت‌ها بوده است. (مطیع و همکاران، ۱۳۹۷: ۵۱).

از این رو با توجه به توضیحاتی که در خصوص اهمیت تقسیم سود و سیاستهای این حوزه بیان شد، لازم است سیاستها و رویه‌های اتخاذ شده در خصوص تقسیم سود در هر یک از چرخه عمر شرکت‌ها هم مورد بررسی قرارگیرد. لذا در ادامه به توضیح هر یک از مقاطع زمانی از عمر شرکت‌ها و سیاست‌های مرتبط با هر یک از دوره‌ها پرداخته می‌شود.

۲-۵. سیاست تقسیم سود و چرخه عمر

شرکت‌ها به دلیل وجود تنوع مختلف در روش و سیاست‌های تامین مالی، و همچنین با توجه به چرخه عمر، و هر یک از مراحل آن، در جهت افزایش منافع سهامداران، اقدام به اتخاذ سیاست‌های مربوط به آن شرایط (بلوغ، رشد و...) می‌نمایند. به این صورت که شرکت‌ها رویکردی را اتخاذ می‌کنند که به لحاظ موقعیت چرخه عمر مناسب آنها باشد. به نحوی که شرکت‌ها در مرحله ظهور

و رشد، اقدام به تامین مالی داخلی و خارجی جهت کسب هرچه بیشتر سهم از بازار و توسعه زیرساخت‌ها می‌نمایند لذا تمایل کمی نسبت به توزیع سود دارند. در نقطه مقابل، در مرحله بلوغ، شرکت‌ها به دلیل توسعه اقتصادی، و کسب سهم مناسب از بازار و کاهش نیازهای مربوط به تامین مالی، و در جهت کسب ثبات اقتصادی، تمایل بیشتری به توزیع سود دارند. و یا با ورود به دوره افول، نسبت سود تقسیمی به ارزش بازار شرکت همچنان روند صعودی خود را حفظ میکند اما نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم کاهش پیدا کرده است. بنابراین همانگونه که بیان گردید شرکت‌ها با توجه به شرایط محیطی و داخلی خود، دائم در حال تغییر رویکرد و استراتژی خود هستند (اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۳: ۷۹). در پژوهشی وانگ و همکاران^{۱۱} (۲۰۱۱: ۳۳) به بررسی سیاست تقسیم سود و فرضیه چرخه عمر در بازار بورس تایوان پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که پرداخت سود سهام در واحدهای تجاری جوان‌تر با توان رشد بالا و سودآوری پایین، به توزیع سود سهمی در مقابل سود نقدی منجر می‌شود. همچنین، در واحدهای تجاری بالغ‌تر با توان رشد پایین و سودآوری بالا، به توزیع بیشتر سود نقدی در مقابل سود سهمی منجر می‌شود. همچنین در پژوهشی دیگر، اعتمادی و همکاران (۱۳۹۳: ۵۹) به بررسی تاثیر چرخه عمر بر روی سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۸۶ تا ۹۰ پرداختند. نتایج آنها نشان داد سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها در مراحل مختلف چرخه عمر (رشد، بلوغ و افول) با یکدیگر تفاوت دارند. همچنین نتایج بیانگر آن بود که میانگین نسبت سود تقسیمی به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت‌های نمونه، در مراحل رشد، بلوغ و افول متفاوت است.



شکل (۱) ارتباط بین مراحل چرخه عمر و سیاست تقسیم سود سهام (دمردان، ۱۳۹۳، ۴۱۶)

۲-۶. مراحل چرخه عمر شرکت‌ها

همان گونه که در بسیاری از متون نظری بیان شده، تجزیه و تحلیل و توجه به چرخه عمر شرکت‌ها به عنوان یکی از استراتژی‌های مهم شرکت، باعث ایجاد مزیت رقابتی و همچنین کسب سهم کافی از بازار را به همراه دارد. چرخه عمر دارای مراحل هست. این مراحل شامل تولد یا ظهور، رشد، بلوغ و افول می‌باشد. که هر کدام دارای ویژگی و شرایط منحصر به فردی هستند مثلاً در مرحله تولید و ظهور، با توجه به اینکه سطح فروش و سهم از بازار در حال افزایش می‌باشد، شرکت‌ها اقدام به انجام فعالیت‌هایی در راستای نوآوری و بازاریابی می‌کنند و یا در مرحله بلوغ شرکت‌ها نیازمند تامین منابع مالی (داخلی و خارجی) هستند و از سویی شرکت‌ها تحت فشارهایی خاصی هستند که تا به یک سطح از فروش و سود دست یابند لذا در این زمان مدیران انگیزه کافی برای مدیریت سود واقعی دارند که نقطه مقابل این موضوع در شرایط افول رخ می‌دهد؛ در این شرایط به دلیل افول در عملیات و کاهش فروش، مدیران اجرایی بواسطه وجود اقلام تعهدی اقدام به مدیریت سود می‌نمایند. (اثنی عشری و نادری، ۱۳۹۶: ۵). در نگاره (۱) مجموعه ویژگی‌هایی که شرکت‌ها در هر یک از مراحل عمر دارند بطور خلاصه بیان می‌گردد.

نگاره ۱- خلاصه ویژگی‌های شرکت‌ها در طی چرخه عمر

چرخه عمر	معیارها (میزان دارایی)	اندازه شرکت	جریان عملیاتی	نقدی	سودآور	نسبت تقسیمی سود	سود	مقایسه بازدهی	انعطاف پذیری	منبع تامین منابع مالی
ظهور	کم و مثبت	کم و روند	کم و روند مثبت	کم و روند مثبت	کم و روند مثبت	کم و روند مثبت	کم و روند مثبت	نرخ مالی < نرخ بازده داخلی	پایین	از منابع داخلی و خارجی
بلوغ	زیاد	زیاد	زیاد	زیاد	زیاد	زیاد - ۵۰٪ تا ۱۰۰٪	زیاد	نرخ مالی ≥ نرخ بازده داخلی	متوسط	از منابع داخلی
رشد	خیلی زیاد	خیلی زیاد	خیلی زیاد	خیلی زیاد	خیلی زیاد	متوسط - ۱۰٪ تا ۵۰٪	خیلی زیاد	نرخ مالی > نرخ بازده داخلی	بالا	از منابع داخلی
افول	کم و نزولی	کم و روند	کم و روند نزولی	کم و روند نزولی	کم و روند نزولی	بسیار کم یا گاهاً صفر	کم و روند نزولی	نرخ مالی < نرخ بازده داخلی	پایین	از منابع خارجی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۲-۷. نظام راهبری شرکتی^{۱۲}

امروزه از جمله موضوعاتی که توسط مراجع نظارتی و اجرایی مورد توجه قرار گرفته است همان حفظ و رعایت حقوق سهامداران، افزایش شفافیت مالی و همچنین الزام‌هایی جهت رعایت هر چه بهتر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها است. تحقق این اهداف نیازمند وجود ابزارها و سازوکارهایی اجرایی مناسب و اثر گذار است که از جمله آن می‌توان به وجود نظام راهبری شرکتی اشاره داشت. وجود چنین مکانیزمی باعث افزایش عمر شرکت، حفظ منافع عمومی سهامداران، جلوگیری از انتقال نامعقول منابع میان ذینفعان و گروه‌های مختلف را به همراه خواهد

داشت. همچنین وجود نظام راهبری شرکت‌ها باعث کمک به برقراری استقلال واقعی برای حسابران خواهد شد که این امر منجر به شفافیت هر چه بیشتر اطلاعات در صحنه عملیات و تصمیمات اقتصادی را همراه دارد. به عبارت دیگر تأثیرپذیری ارزش شرکت‌ها، از وجود انگیزه-های ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منابع بین مالک و مدیر، که خود مسبب به وجود آمدن مشکلات و مسائلی در مقوله تئوری نمایندگی است، همگی از جمله مسائلی است که در محیط پیرامونی نظام راهبری شرکت‌ها رخ می‌دهد. (شوروزی و همکاران، ۱۳۹۴: ۱۲۳). در پژوهشی اشمیدو همکاران^{۱۳} (۲۰۱۱: ۳۶) به بررسی راهبری شرکتی و ارزش شرکت پرداخته که یافته‌ها مبین این موضوع است که رابطه مثبت معناداری در بین تمامی ویژگی‌های راهبری شرکتی و همچنین رفتار اجتماعی شرکت‌ها با ارزش شرکت‌ها را نشان می‌دهد.

۲-۸. ارتباط موضوعی میان اجزای راهبری شرکت‌ها و چسبندگی سود سهام

همانگونه که بدیهی است، استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی همیشه به دنبال اطلاعاتی هستند که دارای ویژگی مربوط بودن باشد. به عبارتی اطلاعاتی که در تصمیمات اقتصادی مهم و تأثیرگذار باشد که چنین اطلاعاتی می‌تواند با ویژگی قابلیت اتکا هم همراه باشد. در نقطه مقابل شرایطی که در آن استفاده‌کننده اطلاعات و محیط اقتصادی از عدم وجود اطلاعات یا وجود اطلاعات بصورت ناقص ناراضی هستند (عدم تقارن اطلاعاتی). در چنین وضعیتی با برقراری مکانیزم‌هایی از جمله بهبود ساختار هیئت مدیره، اصلاح مکانیزم‌های حاکمیتی از جمله مالکیت نهادی، دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و استقلال هیئت مدیره؛ باعث افزایش ویژگی مربوط بودن و کیفیت اطلاعات می‌شود که نهایتاً باعث افزایش کیفیت سود و رضایت مندی استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی را به همراه خواهد داشت که ماحصل آن مدیریت سود کمتر و همسویی منافع مدیران و مالکان خواهد بود. (صدیقی، ۱۳۹۲: ۱۰۰). از همین رو انتظار می‌رود به تناسب کاهش این مکانیزم-های حاکمیتی، چسبندگی سود دست‌خوش تغییراتی کاهنده داشته باشد. در ادامه به تشریح مختصری از موضوعات مرتبط پرداخته می‌شود.

• مالکیت نهادی^{۱۴}

پژوهش‌ها، بیانگر این موضوع هستند که علاوه بر نقش هیئت مدیره در کنترل و نظارت بر شرکت‌ها، از وجود نقش نظارتی از سوی سهامداران به خصوص سهامداران نهادی خبر می‌دهند. چنین سهامدارانی که اغلب تعداد اکثریت مالکیت سهام را در اختیار دارند. و از طرفی اغلب چنین سهامدارانی از گروه‌های متخصص مالی و اقتصادی تشکیل شده‌اند که از انگیزه‌های کافی جهت دریافت به موقع و با کیفیت هر چه بیشتر اطلاعات برخوردارند. که این روند در نتیجه باعث افزایش کیفیت اطلاعات و نهایتاً منجر به بهبود کیفیت سود را خواهد شد. به عبارت دیگر با وجود سهامداران نهادی و افزایش آن، و همچنین افزایش کیفیت سود و قابلیت اتکاء آن باعث افزایش

محتوای اطلاعاتی از قبیل توان پیش‌بینی کنندگی سود و.. می‌گردد. (سبزی‌علی‌پور و همکاران- ۱۳۹۱:۱۳۰). در همین راستا مراد زاده‌فرد و همکاران (۱۳۸۸:۸۵) در پژوهشی با عنوان رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداختند که نتایج این پژوهش حاکی از آن است که سرمایه گذاران نهادی به گونه ای به عنوان بازوهای نظارتی، نقش موثری در تصمیم گیری های در خصوص مدیریت سود را اتخاذ می نمایند. در واقع با تمرکز بر سطح مالکیت نهادی موجب کاهش مدیریت اقلام تعهدی توسط شرکت می‌شود.

• عدم دوگانگی مسئولیت مدیرعامل

به شرایطی اطلاق می‌گردد که نقش مدیرعاملی و رئیس هیئت مدیره را یک نفر ایفا کند. در این حالت فرد بطور ذاتی دارای اختیارات بیشتری را دارا می‌باشد به طوری مدیرعامل تمام اطلاعات موجود در اختیار اعضای هیئت مدیره را دسترسی دارد. بنابراین برای ایجاد کنترل از طریق هیئت مدیره که خود بعنوان یکی از بازوهای موثر در ارزیابی عملکرد مدیرعامل و شرکت هستند، بهتر است این دو نقش از یکدیگر تفکیک گردد. به عبارت دیگر نه تنها تفکیک این دو نقش از یکدیگر باعث تضعیف قدرت مدیرعامل نمی‌شود بلکه باعث ایجاد میزان قابل قبولی از کنترل داخلی و رعایت هرچه بیشتر نظارت بر عملکرد وی می‌شود که این موضوع منجر به بهبود فرایند گزارشگری مالی می‌گردد (آقایی و همکاران: ۱۳۸۸: ۳۵). همچنین نتایج پژوهش عباسی و کلانتری (۱۳۹۳:۱۴۵) حاکی از آن است که بین تمرکز مالکیت، درصد مالکیت و نهادی و نسبت بدهی با دوگانگی وظیفه مدیرعامل، رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

از این رو تفکیک مدیران اجرایی از مدیران ارشد شرکت‌ها، موجب شفافیت حدود دامنه پاسخگویی آنان و رفع هرگونه کج فهمی در خصوص وظایف این دو نهاد شود. و ضمن اینکه مدیران اجرایی مستقل، میتواند نقش پر رنگ و کاراتری را در جهت رسیدن به اهداف و استراتژی- های شرکت‌ها گام بردارند که این امر در نهایت به حفظ و افزایش منافع ذینفعان ختم میگردد. (عباسی و کلانتری، ۱۳۹۳: ۱۵۰).

• استقلال هیأت مدیره^{۱۵}

نقش بی‌بدیل هیئت مدیره و اعضای آن در خصوص قدرت تصمیم‌گیری و نظارت در بنگاه های اقتصادی بر همگان روشن است. می‌توان از اعضا موظف به عنوان مدیران تصمیم‌گیرنده و از اعضا غیرموظف به عنوان اعضای نام برده که در کنار قدرت تصمیم‌گیری از قدرت نظارت مستقل خوبی نیز برخوردارند. از جمله قدرت های نظارتی آن، به وجود کمیته حسابرسی و تعامل نزدیک و مستقیمی که با این کمیته دارند، اشاره کرد. انتظار می‌رود شرکت‌هایی که دارای هیئت مدیره متشکل از اعضای غیر موظف بیشتری هستند، در ابتدای امر دارای قدرت بالقوه ای

در بحث نظارت راهبری شرکت ها دارند، و از سویی وجود چنین مزیتی باعث کاهش هر چه بیشتر هزینه‌های نمایندگی، که به عنوان یکی از دغدغه‌های جدی مدیران است، می‌گردد و نهایتاً منجر به ارزش آفرینی که مسبب حفظ سرمایه فعلی و جذب سرمایه‌های بالقوه در بلندمدت، می‌گردد. در چنین شرکت‌هایی با فرض ثابت نگه داشتن سایر عوامل اقتصادی، معمولاً عملکرد مالی مناسب و از کارایی هرچه بهتری برخوردار باشند. زیرا باعث کاهش سوبیه‌های رفتاری از سوی مدیران اجرایی شرکت (خصوصاً اعضای غیرموظف) می‌گردد (مهدوی و کرمانی، ۱۳۹۴: ۴). در پژوهشی توسط قالیباف اصل و رضایی (۱۱۳۸۷) که به بررسی تاثیر ترکیب هیأت مدیره بر روی عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل بیانگر این بود که بین نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره و عملکرد شرکت، رابطه معناداری وجود ندارد. باتوجه به اهداف، مبانی و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح ذیل طرح می‌گردد؛

- فرضیه اصلی اول: بین شرکت های نمونه پدیده چسبندگی سود سهام وجود دارد .
- فرضیه اصلی دوم: پدیده چسبندگی سود سهام در دوره بلوغ نسبت به دوره های رشد و افول بیشتر است .

- فرضیه اصلی سوم: نظام راهبری شرکتی، چسبندگی سود سهام را تقلیل می‌دهد .
- فرضیه فرعی اول: مالکیت نهادی، چسبندگی سود سهام را تقلیل می‌دهد .
- فرضیه فرعی دوم: استقلال هیئت مدیره، چسبندگی سود سهام را تقلیل می‌دهد .
- فرضیه فرعی سوم: عدم دوگانگی مسئولیت مدیر عامل، چسبندگی سود سهام را تقلیل می‌دهد.

۳- روش پژوهش

به دلیل این که نتایج حاصل از پژوهش می‌تواند در فرآیند تصمیم‌گیری مورد استفاده قرار گیرد، پژوهش حاضر از شاخه پژوهش‌های کاربردی و نوع پس‌رویدادی است و همچنین این پژوهش، از لحاظ ماهیت توصیفی - همبستگی است. جامعه آماری پژوهش در برگیرنده کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۷ را تشکیل می‌دهند. برای نمونه‌گیری از روش حذف سیستماتیک (تکنیک غربالگری) استفاده شده است. از این رو نمونه آماری این پژوهش شامل شرکت‌هایی می‌باشد که دارای ویژگی‌های زیر بودند و بقیه آنها را کنار گذاشته شده :

دوره مالی آنها به ۲۹ اسفند ختم شود و در طول دوره پژوهش تغییر در دوره مالی نداشته باشند. جزء شرکت‌های فعال در حوزه فعالیت‌های مالی، از جمله شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، بیمه‌ها و موسسات مالی نباشند. به دلیل این که این موسسات از لحاظ ماهیت فعالیت متفاوت بوده و درآمد اصلی آنها حاصل از سرمایه‌گذاری بوده و وابسته به فعالیت سایر شرکت‌ها است، لذا ماهیتاً با سایر شرکت‌ها متفاوت می‌باشند، بنابراین با توجه به مولفه‌های پژوهش، امکان

تعمیم نتایج آن به این گونه از شرکت ها وجود ندارد، لذا از پژوهش حذف خواهند شد. شرکت ها در طول دوره پژوهش وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشند، دلیل آن حذف اثرات مربوط به وقفه معاملاتی بر سنجش متغیرهای مربوط به بازده سهام صورت پذیرفته است (قائمى و- همکاران، ۱۳۹۱: ۱۱۷ و ۱۲۵). در نهایت داده‌های مورد نیاز جهت متغیرهای پژوهش در طول دوره زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۷ موجود باشند، تا در حد امکان بتوان محاسبات را بدون نقص انجام داد. در نهایت ۱۱۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پس از بررسی و مطابقت آن با معیاری های یاد شده انتخاب گردید.

جمع آوری داده‌ها به کمک نرم افزار ره‌آوردنویین (به صورت کتابخانه‌ای) و همچنین تجزیه و تحلیل اطلاعات بدست آمده از صورتهای مالی به کمک نرم افزار Eviews می باشد.

۳-۱. الگوهای پژوهش

باتوجه به مبانی نظری اشاره شده، هدف این پژوهش بررسی پدیده چسبندگی سود سهام در طول عمر شرکت ها و همچنین میزان تاثیر پذیری آن از مالکیت نهادی، عدم دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و استقلال هیئت مدیره است. در ابتدا جهت آشنایی با چگونگی اندازه گیری چسبندگی سود سهام، به معرفی مدل‌های محاسبه‌ی چسبندگی سود سهام نیز پرداخته می‌شود:

مدل اول - اندازه گیری چسبندگی سود سهام

$$\frac{Dps_t}{Dps_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \log \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} + \alpha_2 Dum. EPS + \alpha_3 \log \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} \times Dum. EPS + \varepsilon \quad (1)$$

در مدل مزبور؛ Dum.EPS نشان‌دهنده کاهش در EPS بوده و در صورتی که EPS نسبت به سال قبل کاهش داشته باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر را خواهد گرفت. همچنین EPS معرف سود هر سهم و DPS معرف سود پرداختی هر سهم می‌باشد. Eps_t معرف سود هر سهم شرکت i در سال t می‌باشد. Eps_{t-1} معرف معرف سود هر سهم شرکت i در سال $t-1$ می‌باشد. Dps_t معرف سود تقسیمی هر سهم شرکت i در سال t می‌باشد. Dps_{t-1} معرف معرف سود تقسیمی هر سهم شرکت i در سال $t-1$ می‌باشد (اقتباس از دمودران، ۱۳۹۳). لازم به توضیح است که چنانچه $\alpha_3 \leq 0$ باشد، نشان‌دهنده چسبندگی سود سهام است

مدل دوم - اندازه گیری چسبندگی سود سهام

پیرو پژوهش سجادی و همکاران (۱۳۹۳) و اندرسون^{۱۶} (۲۰۰۷) جهت تعیین چسبندگی سود سهام به شرح زیر عمل شده است:

$$DPS \text{ RATIO} = \frac{DPS_t}{EPS_t} - \frac{DPS_{t-1}}{EPS_{t-1}} \quad (2)$$

در مدل مزبور DPS معرف سودپرداختی هر سهم و EPS بیانگر سود هر سهم است. حال برای تعیین شرکت‌های دارای چسبندگی سود سهام از فرمول زیر برای هر سال شرکت استفاده شده است:

$$S \text{ DPS} = DPS \text{ RATIO}_{i,t} \times D_{i,t}^{EPS} \times D_{i,t}^{DPS}$$

در این رابطه :

$$D_{i,t}^{EPS} = \begin{cases} 1 & \text{if } \frac{EPS_t}{EPS_{t-1}} < 1 \\ 0 & \text{if } \frac{EPS_t}{EPS_{t-1}} \geq 1 \end{cases}, \quad D_{i,t}^{DPS} = \begin{cases} 1 & \text{if } DPS \text{ RATIO} < 1 \\ 0 & \text{if } DPS \text{ RATIO} \geq 1 \end{cases}$$

برای سال شرکت‌هایی که فرمول مزبور برابر با عدد صفر شود، نشان دهنده این است که در سال مورد نظر، در آن شرکت چسبندگی سود سهام رخ نداده است. و در صورتیکه عدد مثبت وجود داشته باشد نشان دهنده این است که در آن سال شرکت، چسبندگی سود سهام رخ داده است.

* مدل آزمون فرضیه اصلی اول

$$\frac{Dps_t}{Dps_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \log \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} + \alpha_2 Dum.EPS + \alpha_3 \log \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} \times$$

$$Dum.EPS + \varepsilon$$

* مدل آزمون فرضیه اصلی دوم

$$\frac{Dps_t}{Dps_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \log \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} + \alpha_2 Dum.EPS + \alpha_3 \log \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} \times Dum.EPS \times$$

$$Life Cycle_{puberty} \times Life Cycle_{growth} \varepsilon \times Life Cycle_{wane} \quad (4)$$

Puberty: معرف دوره بلوغ / *Growth*: معرف دوره رشد / *Wane*: معرف دوره افول

* مدل آزمون فرضیه سوم

$$\frac{Dps_t}{Dps_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \log \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} + \alpha_2 Dum.EPS + \alpha_3 \log \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} \times Dum.EPS \varepsilon \times \quad (5)$$

$$INST + \log \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} \times Dum.EPS \times INDEP + \log \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} \times Dum.EPS \times DUAL + \varepsilon$$

INST: معرف مالکیت نهادی / *INDEP*: معرف استقلال هیئت مدیره / *DUAL*: معرف دوگانگی

مسئولیت مدیرعامل

* مدل آزمون فرضیه های فرعی

$$\frac{dps_t}{dps_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \log \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} + \alpha_2 Dum.EPS + \alpha_3 \log \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} \times Dum.EPS + \alpha_4 \log \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} \times$$

$$\left\{ \begin{array}{ll} Dum.EPS \times INST + \varepsilon & \text{فرضیه فرعی اول} \\ Dum.EPS \times INDEP + \varepsilon & \text{فرضیه فرعی دوم} \\ Dum.EPS \times DUAL + \varepsilon & \text{فرضیه فرعی سوم} \end{array} \right. \quad (6)$$

۲-۳. متغیرهای پژوهش و تعریف عملیاتی آن

در نگاره (۲) متغیرهای پژوهش به همراه نحوه محاسبه آن را نشان می‌دهد. متغیرهای مستقل این پژوهش، عدم دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و مراحل چرخه عمر هستند، همچنین متغیر وابسته پژوهش چسبندگی سود سهام می‌باشد. از آنجا که هدف، مطالعه تاثیر عدم دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و مراحل چرخه عمر بر چسبندگی سود سهام است، متغیر اندازه شرکت به عنوان یکی از متغیرهای توضیحی در مدل ها قرار گرفته است. برای اندازه گیری میزان کاهش در سود

پدیده چسبندگی سود سهام: تبیین مدل جامع اندازه گیری و تاثیر پذیری آن.../۱۱۵

هرسهم از متغیر مصنوعی Dum.EPS استفاده شده است و در صورتی که EPS نسبت به سال قبل کاهش داشته باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر را خواهد گرفت.

نگاره ۲- فهرست و نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش

نماد متغیرها	نام متغیرها	نحوه محاسبه متغیرها
INST	مالکیت نهادی	در صورتیکه نسبت مالکیت مالکان نهادی بیش از میانه باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت عدد صفر اختصاص می‌یابد. (پاک مرام و یاسمن مایان، ۱۳۹۷: ۸۷)
INDEP	استقلال هیئت مدیره	در صورتیکه نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره به کل اعضا بیش از میانه باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت عدد صفر اختصاص می‌یابد. (امینی و همکاران، ۱۳۹۴: ۶۳)
DUAL	عدم دوگانگی مسئولیت	در صورتیکه مدیرعامل همزمان* رئیس هیئت مدیره نیز باشد عدد صفر و در غیر اینصورت عدد ۱ اختصاص می‌یابد. (آقایی و همکاران، ۱۳۸۸: ۴۱)
SIZE	اندازه شرکت	لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل داراییها ؛ استفاده از لگاریتم طبیعی باعث می‌شود تا ضرایب احتمالی این متغیر در مدل، تحت تاثیر اثرات مقیاس بزرگتر قرار نگیرد (مشکی، ۱۳۹۰: ۱۰۶) و با توجه به اهمیت دارایی در صورتهای مالی، انتظار می‌رود که نقش دارایی بتواند اندازه شرکتها را بطور مناسب تبیین نماید.
LEV	اهرم مالی	نسبت جمع بدهیها (بدهیهای کوتاه مدت و بلندمدت) به جمع داراییها (مهدودی و همکاران، ۱۳۹۴: ۱۳)
LIFE CYCLE	چرخه عمر	جداگانه تشریح می‌گردد.

* براساس ماده ۱۲۴ قانون تجارت، در صورت موافقت سه چهارم آراء حاضرین در مجمع عمومی میسر می‌گردد.

۳-۳. چرخه عمر ۱۷

در این پژوهش جهت بررسی و محاسبه چرخه عمر شرکتها از رویه مورد استفاده در پژوهش آنتونی و رامش^{۱۸} (۱۹۹۲) و پارک و چن^{۱۹} (۲۰۰۶) و اعتمادی و همکاران (۱۳۹۳) کمک گرفته شده است. به این صورت که:

۱- ابتدا هر یک از متغیرهای رشد فروش، مخارج سرمایه‌ای، نسبت سود تقسیمی و سن شرکت را محاسبه می‌کنیم.

• رشد فروش: نشان‌دهنده درصد تغییرات در فروش واحد اقتصادی می‌باشد که به روش زیر محاسبه می‌شود:

$$SG_{it} = \left(1 - \left(\frac{\text{sale}_{it}}{\text{sale}_{it-1}} \right) \right) \times 100$$

• نسبت سود تقسیمی: که نشان‌دهنده این است که واحد اقتصادی چند درصد از سود حاصل شده خود را در میان سهامداران توزیع کرده است و به روش زیر محاسبه می‌شود:

$$DPR_{it} = \left(\frac{DPS_{it}}{EPS_{it}} \right) \times 100$$

• مخارج سرمایه‌ای: مخارجی هستند که از تحمل آنها به دنبال کسب منافع آتی بلندمدت یا منافع آتی حداقل برای یک دوره مالی دیگر هستیم و به روش زیر محاسبه می‌شود:

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

تفاوت سال t و سال تاسیس شرکت = AGE

۲- سال شرکت‌ها براساس هر یک از متغیرهای مذکور و با استفاده از هفتک‌های آماری در هر صنعت به هفت طبقه تقسیم می‌شوند که با توجه به قرار گرفتن در هفتک مورد نظر طبق نگاره (۳) نمره‌ای بین ۱ تا ۷ می‌گیرند.

نگاره ۳- مدل چرخه عمر شرکت

هفتک‌ها	سود تقسیمی	مخارج سرمایه‌ای	رشد فروش	سن شرکت
هفتک اول	۷	۱	۱	۷
هفتک دوم	۶	۲	۲	۶
هفتک سوم	۵	۳	۳	۵
هفتک چهارم	۴	۴	۴	۴
هفتک پنجم	۳	۵	۵	۳
هفتک ششم	۲	۶	۶	۲
هفتک هفتم	۱	۷	۷	۱

۳- نهایتاً برای هر سال شرکت، نمره‌ای ترکیبی به دست می‌آید که با توجه به تقسیم بندی زیر طبقه بندی می‌گردند:

الف: در صورتی که مجموع نمرات بین ۲۱ تا ۲۸ باشد، در مرحله رشد قرار دارد.

ب: در صورتی که مجموع نمرات بین ۱۲ تا ۲۰ باشد، در مرحله بلوغ قرار دارد.

ج: در صورتی که مجموع نمرات بین ۴ تا ۱۱ باشد، در مرحله افول قرار دارد.

۴- یافته‌ها

در نگاره (۴) شاخص‌های توصیفی متغیرهای پژوهش از قبیل میانگین، میانه و... مورد بررسی قرار می‌گیرد.

نگاره ۴- آمار توصیفی متغیرها

متغیرها	نماد	میانگین	میانگین	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
رشد سود تقسیمی سهام	$\frac{dps_t}{dps_{t-1}}$	۱/۳۴	۱/۱۲	۲/۳۴	۰/۰۰	۰/۲۱
رشد سود سهام	$\frac{Eps_t}{Eps_{t-1}}$	۱/۲۳	۱/۱۹	۳/۲۱	-۰/۹۶	۰/۲۸
چرخه عمر	lifecycle	۱۵/۸۸۳	۱۶	۲۷	۴	۴/۰۳۵
مالکیت نهادی	INST	۰/۶۵	۰	۱	۰	۰/۱۲
استقلال هیئت مدیره	INDEP	۰/۴۷	۱	۱	۰	۰/۲۳
عدم دوگانگی مسئولیت	DUAL	۰/۳۸	۰	۱	۰	۰/۳۲
چسبندگی سود سهام	STICKYdiv	۰/۰۴۹	۰	۰/۸۸۱	۰	۳/۶۸۹
متغیر مجازی چسبندگی	Stickydiv.DUM	۰/۲۲۱	۰	۱	۰	۰/۱۳۴
اهرم مالی	LEV	۰/۵۶۷	۰/۵۷۵	۰/۹۹۶	۰/۰۶۵	۰/۱۸۷
اندازه شرکت	SIZE	۱۳/۶۶۰	۱۳/۵۳	۱۹/۰۰۹	۱۰/۰۸۶	۱/۵۱۴

پدیده چسبندگی سود سهام: تبیین مدل جامع اندازه گیری و تاثیر پذیری آن.../۱۱۷

نگاره (۴) حاوی شاخصه‌هایی برای توصیف متغیرهای پژوهش که شامل: شاخصه های مرکزی، شاخصه های پراکندگی و شاخصه های شکل توزیع می‌باشد. همانگونه که ملاحظه می‌گردد بطور میانگین سود تقسیمی (DPS) و سود سهام (EPS) شرکت‌ها به نسبت سالهای گذشته خود دارای رشد و روند مثبتی می‌باشند.

۴-۱. آزمون الگوی های پژوهش

قبل از آزمون رگرسیون به انتخاب مناسب برای الگوی رگرسیونی پرداخته شده است. ابتدا با استفاده از آزمون F لیمر به انتخاب مدل داده‌های تلفیقی در برابر مدل داده‌های تابلویی پرداخته شده است. مقدار احتمال آماره F لیمر در نگاره ۵ برای تمامی مدل‌ها کم‌تر از سطح معنادار ۵٪ بوده و لذا استفاده از روش داده‌های تلفیقی منتفی است. به دلیل عدم انتخاب مدل داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های تابلویی به انجام آزمون هاسمن به منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی پرداخته شده است. نتیجه آزمون هاسمن در نگاره (۵) نشان می‌دهد مقدار احتمال آماره هاسمن در هر چهار مدل کم‌تر از سطح معنادار ۵٪ می‌باشد.

نگاره ۵ - نتیجه آزمون لیمر و هاسمن

مدل	آزمون F لیمر		آزمون هاسمن	
	مقدار آماره	درجه آزادی	مقدار آماره	درجه آزادی
اصلی	۱۰/۷۱۲	۴۸۱/۱۲۳	۶۲/۴۳۰	۱۵
اول	۱۰/۹۲۷	۴۸۵/۱۲۳	۶۱/۱۳۱	۱۱
دوم	۱۱/۸۹۱	۴۸۶/۱۲۳	۴۱/۵۶۵	۱۰
سوم	۱۰/۸۲۲	۴۸۳/۱۲۳	۶۲/۳۲۰	۱۵

۴-۲. آزمون فرضیه اول

براساس نگاره (۶)، در حالت عادی a_1 بین رشد سود خالص و رشد سود تقسیمی رابطه مستقیم و معنی داری وجود دارد. به عبارت دیگر با افزایش یا کاهش سود خالص، سود تقسیمی نیز افزایش یا کاهش می‌یابد. اما در حالت کاهش سود خالص a_3 نشان می‌دهد که ارتباط ضعیفی بین آن دو وجود داشته و با اغماض بتوان معنادار بودن آن را پذیرفت. ضمن اینکه آماره آزمون والد نشان می‌دهد ضریب سود خالص در حالت کاهش (a_3) به طور معنی داری از متغیر رشد سود در حالت عادی (a_1) کمتر است. براساس کوچکتر بودن a_3 از a_1 می‌توان نتیجه گرفت که در حالت کاهش سود خالص، سود سهام تقسیمی تبعیت ضعیفی از تغییرات سود خالص داشته و به همان نسبت که سود خالص کاهش می‌یابد، کم نمی‌شود. لذا می‌توان گفت بین شرکت های نمونه پژوهش پدیده چسبندگی سود سهام ملاحظه می‌شود و فرضیه اول پژوهش را نمی‌توان رد کرد. بر اساس روش دوم محاسبه چسبندگی سود سهام نیز بر اساس میانگین این متغیر در نگاره (۵) آمار توصیفی قضاوت می‌شود. همانطور که در نگاره (۴) ملاحظه می‌شود میانگین این متغیر در حالت غیر دامی ۰/۰۴۹ و در حالت دامی ۰/۲۲۱ است. با توجه به اینکه به شرکت‌هایی که

درگیر چسبندگی سود نبودند عدد صفر اختصاص یافت می‌توان گفت رقم ۰/۰۴۹ نشان دهنده وجود شرکت‌هایی با عددی غیر از صفر در نمونه پژوهش است بنابراین در شرکت‌های نمونه این پدیده اتفاق افتاده است. این متغیر در حالت دامی به اینگونه تعریف گردید که به شرکت‌های درگیر در چسبندگی سود عدد ۱ و بقیه شرکت‌ها عدد صفر تعلق گیرد. میانگین این متغیر در این حالت ۰/۲۲۱ شد که نشان می‌دهد ۲۲ درصد شرکت‌ها از این سیاست تقسیم سود استفاده نموده‌اند. لذا بر اساس این روش نیز فرضیه اول تایید می‌گردد.

نگاره ۶- نتایج آزمون فرضیه اول

متغیرها	ضریب	آماره t	احتمال
مقدار ثابت	۰/۸۱۹	۱/۸۷۶	۰/۰۷۶
$Log \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}}$	۰/۹۸۷	۲/۷۱۵	۰/۰۰۰
Dum.EPS	۰/۰۹۹	۲/۱۸۰	۰/۰۲۹
$Log \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} \times Dum.EPS$	۰/۰۱۲	۱/۹۵۴	۰/۰۵۱
ضریب تعیین	۰/۶۸	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۲
آماره F	۴۷۷/۷۹۴	(F) احتمال آماره	۰/۰۰۰
آماره دوربین- واتسون	۲/۰۷۱	آماره والد(احتمال)	(۰/۰۰۰)۴/۳۵۷

در ادامه، برای آزمون فرضیه‌های دوم و سوم پژوهش الگوی ارائه شده مورد بررسی و آزمون قرار گرفته که نتایج آنها در نگاره (۸) و (۹) و (۱۰) آورده شده است. همچنین نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش بر اساس هر یک از مراحل چرخه عمر (رشد، بلوغ و افول) ارائه شده است.

۴-۳. آزمون فرضیه دوم و سوم

در نگاره (۷) ضریب تعیین نشان می‌دهد در مراحل رشد، بلوغ و افول به ترتیب حدوداً ۸۰، ۶۰ و ۷۰ درصد تغییرات متغیر وابسته ناشی از متغیرهای مستقل و کنترلی بوده و قدرت تبیین مدل در وضعیت مطلوبی قرار دارد. همچنین سطح معنی داری آماره F که کمتر از ۵ درصد است نشان دهنده معنی داری مدل رگرسیونی خطی است. آماره دوربین واتسون نیز که در بازه بین یک و نیم تا دو و نیم قرار دارد نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی بین اجزای خطای مدل است.

نگاره ۷- نتایج رگرسیون با کل داده ها

متغیرها	ضریب (سطح معناداری)	ضریب (سطح معناداری)	ضریب (سطح معناداری)
(ستون ۱)	رشد(ستون ۲)	بلوغ (ستون ۳)	افول (ستون ۴)
مقدار ثابت	۱/۹۹۷	۲/۰۵۸	۲/۱۵۵
	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)
$\text{Log} \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}}$	۶/۶۲۱	۵/۴۴۸	۷/۳۸۵
	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)
<i>Dum.EPS</i>	-۰/۲۵۷	-۰/۲۴۵	-۰/۲۴۵
	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)
$\text{Log} \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} \times \text{Dum.EPS}$	-۱/۸۳۸	-۰/۵۶۸	۱/۶۵۴-
	(۰/۰۴۸)	۵)۳(۰/۰	(۰/۰۴۹)
$\text{Log} \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} \times \text{Dum.EPS} \times \text{Life Cycle}_{growth}$	۴/۳۵۱		
	(۰/۰۰۰)		
$\text{Log} \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} \times \text{Dum.EPS} \times \text{Life Cycle}_{puberty}$		-۱/۹۷۳	
		(۰/۰۱۹)	
$\text{Log} \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} \times \text{Dum.EPS} \times \text{Life Cycle}_{wane}$			۵/۵۸۱
			(۰/۰۰۰)
Size	-۰/۰۹۵	-۰/۰۳۷	-۰/۰۷۵
	(۰/۰۰۶)	(۰/۰۰۵)	(۰/۰۰۳)
LEV	-۰/۰۳۵	-۰/۰۶۵	-۰/۰۴۰
	(۰/۰۰۷)	(۰/۰۱۴)	(۰/۰۰۲)
ضریب تعیین	۰/۸۷	۶۵۰/	۰/۷۸
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۸۲	۶۳۰/	۰/۷۴
آماره F	۴۱۴/۴۸۴	۳۳۳/۶۱۸	۳۱/۵۶۴
احتمال (آماره F)	-۰/۰۰۰	-۰/۰۰۲	-۰/۰۰۱
آماره دوربین- واتسون	۲/۱۴۵	۱/۹۸۹	۱/۷۶۵
آماره والد(احتمال)	(۰/۰۳۲)۳/۷۶	(۰/۰۰۲)۵/۲۱	(۰/۰۱۲)۴/۷۸

در ستون ۲ نگاره (۷) ملاحظه می شود که ضریب متغیر رشد سود، متغیر تعاملی رشد منفی سود خالص به ترتیب ۶/۶۲۱ و -۱/۸۳۸ است که نشان می دهد در حالت کاهش سود خالص، سود تقسیمی کاهش متناسبی نداشته است و چسبندگی سود اتفاق افتاده است. همچنین ضریب متغیر تعاملی رشد منفی سود با مرحله رشد $(\text{Log} \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} \times \text{Dum.EPS} \times \text{Life Cycle}_{growth})$ ۴/۳۵۱ شده است. این به این معنی است که در مرحله رشد چسبندگی سود سهام کاهش یافته است زیرا ضریب متغیر مربوطه به حالت قبلی نزدیک تر شده است. بنابراین می توان نتیجه گرفت شرکت ها در مرحله رشد کمتر از سیاست چسبندگی سود سهام پیروی می کنند.

در ستون ۳ نگاره (۷) ملاحظه می شود که ضریب متغیر رشد سود، متغیر تعاملی رشد منفی سود خالص به ترتیب ۵/۴۴۸ و -۰/۵۶۸ است که نشان می دهد در حالت کاهش سود خالص، سود تقسیمی کاهش متناسبی نداشته است و چسبندگی سود اتفاق افتاده است. همچنین ضریب متغیر تعاملی رشد منفی سود با مرحله بلوغ $(\text{Log} \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} \times \text{Dum.EPS} \times \text{Life Cycle}_{PUBERTY})$

۱/۹۷۳- شده است. این به این معنی است که در مرحله بلوغ چسبندگی سود سهام افزایش یافته است زیرا ضریب متغیر مربوطه منفی تر شده است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت شرکت‌ها در مرحله بلوغ بیشتر از سیاست چسبندگی سود سهام پیروی می‌کنند.

در ستون ۴ نگاره (۷) ملاحظه می‌شود که ضریب متغیر رشد سود، متغیر تعاملی رشد منفی سود خالص به ترتیب ۷/۳۵۸ و ۱/۶۴۵- است که نشان می‌دهد در حالت کاهش سود خالص، سود تقسیمی کاهش متناسبی نداشته است و چسبندگی سود اتفاق افتاده است. همچنین ضریب متغیر تعاملی رشد منفی سود با مرحله افول ($\text{Log} \frac{\text{Eps}_t}{\text{Eps}_{t-1}} \times \text{Dum. EPS} \times \text{Life Cycle}_{\text{WANE}}$) ۵/۵۸۱ شده است. این به این معنی است که در مرحله افول چسبندگی سود سهام کاهش یافته است زیرا ضریب متغیر مربوطه به حالت قبلی نزدیک تر شده است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت شرکت‌ها در مرحله افول کمتر از سیاست چسبندگی سود سهام پیروی می‌کنند. آماره والد و احتمال خطای آن نیز موید اختلاف معنادار بین ضرایب متغیرهای مورد بحث می‌باشد.

در نگاره (۸) نتایج بررسی تاثیر مکانیزم‌های راهبری شرکتی بر چسبندگی سود سهام برای کل نمونه و در چرخه‌های مختلف عمر به تفکیک ارائه شده است. در نگاره (۸) ملاحظه می‌گردد که ضریب تعیین در کل نمونه و شرکت‌های مراحل رشد، بلوغ و افول به ترتیب حدوداً ۷۰، ۷۰، ۶۵ و ۸۰ درصد تغییرات متغیر وابسته ناشی از متغیرهای مستقل و کنترلی بوده و قدرت تبیین مدل در وضعیت مطلوبی قرار دارد. همچنین سطح معنی داری آماره F که کمتر از ۵ درصد است نشان دهنده معنی داری مدل رگرسیونی خطی است. آماره دوربین واتسون نیز که در بازه بین یک و نیم تا دو و نیم قرار دارد نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی بین اجزای خطای مدل است.

نگاره ۸- نتایج رگرسیونی به تفکیک مراحل مختلف چرخه عمر

متغیرها	چرخه عمر	ستون ۱ (کل)	ستون ۲ (رشد)	ستون ۳ (بلوغ)	ستون ۴ (افول)
		۳/۱۱۲	۰/۹۹۷	۱/۰۵۸	۰/۱۵۵
		(۰/۰۰۱)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)
	$\text{Log} \frac{\text{Eps}_t}{\text{Eps}_{t-1}}$	۲/۸۷۳	۱/۶۲۱	۳/۴۴۸	۲/۳۸۵
		(۰/۰۰۵)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)
	<i>Dum. EPS</i>	۰/۳۴۲	۰/۲۵۷	۰/۲۴۵	۰/۲۴۵
		(۰/۰۰۱)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)
	$\text{Log} \frac{\text{Eps}_t}{\text{Eps}_{t-1}} \times \text{Dum. EPS}$	-۲/۵۴۲	-۲/۸۳۸	-۳/۵۶۸	-۱/۶۵۴
		(۰/۰۰۱)	(۰/۰۰۳)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)
	$\text{Log} \frac{\text{Eps}_t}{\text{Eps}_{t-1}} \times \text{Dum. EPS} \times \text{INST}$	۰/۵۷۱	۰/۵۷۱	۰/۴۱۰	۰/۱۶۱
		(۰/۰۳۳)	(۰/۰۳۳)	(۰/۰۰۵)	(۰/۰۰۴)

ضریب (سطح معناداری)	ضریب (سطح معناداری)	ضریب (سطح معناداری)	ضریب (سطح معناداری)	
۰/۱۰۳ (۰/۰۰۶)	۰/۰۵۴ (۰/۰۰۸)	۰/۳۰۹ (۰/۰۲۷)	۰/۳۰۹ (۰/۰۲۷)	$\text{Log} \frac{\text{Eps}_t}{\text{Eps}_{t-1}} \times \text{Dum. EPS} \times \text{INDEP}$
۰/۳۲۴ (۰/۰۹۲)	-۰/۴۳۲ (۰/۰۰۸)	-۰/۲۰۹ (۰/۱۴۲)	-۰/۱۰۲ (۰/۱۲۷)	$\text{Log} \frac{\text{Eps}_t}{\text{Eps}_{t-1}} \times \text{Dum. EPS} \times \text{DUAL}$
-۰/۰۵۰ (۰/۰۰۱)	-۰/۰۴۷ (۰/۰۰۳)	-۰/۰۴۹ (۰/۰۰۳)	۳/۲۱۳ (۰/۰۰۱)	Size
-۰/۵۸۱ (۰/۰۰۱)	-۰/۱۳۷ (۰/۰۰۸)	-۰/۱۶۲ (۰/۰۰۵)	۱/۹۸۳ (۰/۰۰۳)	LEV
۰/۶۵۴	۰/۷۷۸	۰/۸۷۵	۰/۷۳۲	ضریب تعیین
۰/۶۳۴	۰/۷۵۲	۰/۸۲۸	۰/۷۱۸	ضریب تعیین تعدیل شده
۳/۴۳۲	۴۷۷/۶۱۸	۳۴۴۴/۴۴	۵۳۳/۱۳۲	آماره F
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	احتمال (آماره F)
۱/۹۷	۲/۴۵	۱/۷۸	۲/۳۲	آماره دوربین-واتسون
(۰/۰۰۲۲)۴/۴۳	(۰/۰۰۰۲)۵/۸۷	(۰/۰۰۰۱)۶/۹۸	(۰/۰۰۰)۷/۳۲	آماره والد(احتمال)
۲۸۹	۳۲۳	۲۲۱	۸۳۳	تعداد مشاهدات

۴-۴. آزمون فرضیه فرعی اول

در ستون ۱ نگاره (۸) ملاحظه می شود که ضریب متغیر رشد سود خالص و ضریب رشد منفی سود خالص به ترتیب ۲/۸۷۳ و ۲/۵۴۲ - است، که نشان می دهد تقسیم سود سهام در حالت وقوع کاهش سود خالص تبعیت متناسبی از آن ندارد و سیاست چسبندگی ای بکار رفته است. ضریب متغیر تعاملی مذکور با مالکیت نهادی $\text{Log} \frac{\text{Eps}_t}{\text{Eps}_{t-1}} \times \text{Dum. EPS} \times \text{INST}$ با بهبودی قابل ملاحظه به رقم ۰/۵۷۱ رسیده است که نشان می دهد در شرکت هایی که مالکیت نهادی بالا است سود سهام تقسیمی حتی در حالت کاهش سود خالص نیز از آن تبعیت می نماید. این وضعیت در ستون های ۲ الی ۴ نیز ملاحظه می شود و می توان گفت مالکیت نهادی در هر سه گروه های شرکت های رشدی، بالغ و رو به افول نقش سازنده ای ایفا می کند. در نتیجه مالکیت نهادی پدیده چسبندگی سود سهام را کاهش می دهد و می توان بیان کرد که فرضیه فرعی اول رد نشد.

۴-۵. آزمون فرضیه فرعی دوم

در رابطه با نقش استقلال هیئت مدیره نیز با دقت در ضریب متغیر تعاملی مذکور با استقلال هیئت مدیره $\text{Log} \frac{\text{Eps}_t}{\text{Eps}_{t-1}} \times \text{Dum. EPS} \times \text{INDEP}$ ملاحظه می شود که ضریب مذکور با بهبودی قابل ملاحظه از ۲/۵۴۲ - به رقم ۰/۳۰۹ رسیده است که نشان می دهد در شرکت هایی که استقلال هیئت مدیره بالا است سود سهام تقسیمی حتی در حالت کاهش سود خالص نیز از آن تبعیت می نماید. این وضعیت در ستون های ۲ الی ۴ نیز ملاحظه می شود و می توان گفت استقلال هیئت

مدیره در هر سه گروه های شرکت های رشدی، بالغ و رو به افول نقش سازنده ای ایفا می کند. در نتیجه استقلال هیئت مدیره پدیده چسبندگی سود سهام را کاهش می دهد و فرضیه فرعی دوم می توان پذیرفت.

۴-۶. آزمون فرضیه فرعی سوم

در رابطه با نقش عدم دوگانگی مسئولیت مدیر عامل نیز با دقت در ضریب متغیر تعاملی مذکور با استقلال هیئت مدیره $DUAL \times Dum.EPS \times \log \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}}$ ملاحظه می شود که ضریب مذکور رقم ۰/۱۰۲ - رسیده است که معنادار نیست. این وضعیت در ستون های ۲ الی ۴ نیز ملاحظه می شود و می توان گفت عدم دوگانگی مسئولیت مدیر عامل در هر سه گروه های شرکت های رشدی، بالغ و رو به افول تاثیر قابل ملاحظه ای بر چسبندگی سود سهام ندارد. لذا فرضیه فرعی سوم را نمی توان پذیرفت.

نگاره (۹). نتایج رگرسیون لجستیک آزمون فرضیه های فرعی طبق روش دوم محاسبه چسبندگی سود سهام

متغیرها			چرخه عمر			راهبری شرکتی		
			احتمال	آماره Z	ضریب	احتمال	آماره Z	ضریب
مقدار ثابت			۰/۲۳۱	۱/۲۷۵	۰/۰۳۴۱	۰/۲۴۶	۰/۶۹۳	۰/۰۲۱۷
<i>Life Cycle_{growth}</i>			-۰/۰۴۴	-۱/۹۸۲	-۰/۰۱۲			
<i>Life Cycle_{PUBERTY}</i>			-۰/۰۳۲	۲/۱۴۳	-۰/۰۷۶			
<i>Life Cycle_{WANE}</i>			-۰/۰۴۸	-۱/۹۹۸	-۰/۰۵۶			
<i>INST</i>			۰/۰۳۲	-۲/۳۴	-۰/۰۶۷۵			
<i>INDEP</i>			-۰/۰۰۶	-۲/۷۵۴	-۰/۰۵۲			
<i>DUAL</i>			-۰/۰۰۷	۱/۸۳۱	-۰/۰۷۲۳			
<i>SIZE</i>			۰/۰۳۹	۱/۵۶۲	۰/۰۰۳۹	۰/۱۳۹	۱/۵۶۴	-۰/۰۰۶۲
<i>LEV</i>			-۰/۰۸۱	-۲/۱۲۰	-۰/۰۲۸	۰/۰۳۵	-۱/۹۹۳	-۰/۰۹۸
ضریب تعیین مک فادن			۰/۵۳		۰/۵۷			۰/۵۳
آماره LR			۲۶۷/۳		۳/۹۸۳			۳/۹۸۳
احتمال (آماره LR)			۰/۰۰۰		۰/۰۰۰			۰/۰۰۰

آماره LR نشان دهنده برآزش صحیح مدل می باشد، همانطور که در نگاره (۹) ملاحظه می گردد، احتمال آماره های LR در سطح خطای ۱ درصد و میزان اطمینان ۹۹ درصد معنی دار بوده و فرض خطی بودن مدل و معنی داری آن پذیرفته می شود.

جهت بررسی رابطه میان متغیر مستقل و متغیر وابسته در خصوص اینکه چند درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل می باشد از ضریب تعیین استفاده می شود. در این نگاره ضریب تعیین به ترتیب ۰/۵۳ و ۰/۵۷ است که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در مدل بیش از پنجاه درصد تغییرات متغیر وابسته را تبیین می کنند.

همانطور که در نگاره (۹) قابل ملاحظه است که در مرحله رشد و افول قرار داشتن رابطه منفی با چسبندگی سود سهام دارد. احتمال خطا نیز که کمتر از ۵ درصد است نشان دهنده معنی داری این

ارتباط است. لیکن در مرحله بلوغ قرار داشتن شرکت‌ها ارتباط مثبت و معنی داری با این پدیده دارد. بنابراین می توان گفت شرکت‌هایی که در مرحله رشد یا افول قرار دارند کمتر سیاست چسبندگی سود را در پیش می گیرند و بر اساس سودآوری هر سال نسبت میزان تقسیم سود تصمیم گیری می شود اما شرکت‌هایی که در مرحله بلوغ قرار دارند بیشتر درگیر چسبندگی سود سهام هستند. لذا فرضیه اصلی دوم پژوهش تایید می گردد.

بابت تحلیل نتایج فرضیه سوم در نگاره (۹) ملاحظه می شود که مالکیت نهادی (INST) و استقلال هیئت مدیره (INDEP) ارتباط منفی یا معکوس با چسبندگی سود سهام دارند. با توجه به اینکه احتمال خطای آنها نیز کمتر از ۵ درصد است می توان گفت رابطه منفی مذکور معنی دار است. لیکن سطح احتمال خطای عدم دوگانگی مسئولیت مدیر عامل (DUAL) نشان می دهد ارتباط معنی داری بین این متغیر و چسبندگی سود وجود ندارد. لذا می توان نتیجه گرفت بر اساس روش دوم اندازه گیری چسبندگی سود سهام، مالکیت نهادی و حضور اعضای غیرموظف هیئت مدیره این پدیده را کاهش می دهند و فرضیه فرعی اول و دوم تایید می گردد. اما فرضیه فرعی سوم را نمی توان پذیرفت.

۵- بحث و نتیجه گیری

هدف پژوهش حاضر تبیین مدل‌های اندازه‌گیری چسبندگی سود سهام و بررسی نقش مکانیزم‌های راهبردی شرکتی در محدود شدن آن طی چرخه‌های مختلف عمر شرکت بود. منظور از چسبندگی سود سهام نیز این بود که پیرو تئوری علامت‌دهی، شرکت‌ها هم راستا با افزایش سود، میزان سود تقسیمی خود را، حتی به میزان اندک هم، افزایش می‌دهند در صورتی که در حالت عکس آن این روند صادق نیست، به این صورت که شرکت‌ها تمایل به کاهش میزان سود تقسیمی خود نیستند. شاید یکی از عمده علت‌های آن وجود سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه که تمرکز خود را بر میزان سود تقسیمی اعلامی از سوی شرکت‌ها، کرده باشند، لذا این کاهش سود تقسیمی بار روانی را در پی خواهد داشت که در نهایت قیمت سهام شرکت‌ها را تحت تاثیر خواهد گذاشت. در راستای آزمون فرضیه اول؛ همان گونه که در بیان مسئله مطرح گردید در پدیده چسبندگی سود سهام، انتظار می‌رود شرکت‌هایی که روند کاهش یا افزایش سودخالص را دارند، درصد سود تقسیمی به همان میزان افزایش و یا کاهش نیابد. لذا همان گونه که در یافته‌های پژوهش مشخص شده است، پدیده چسبندگی سود سهام در نمونه‌های پژوهشی مشهود است. به این صورت که دلیل عدم وابستگی روند سودخالص و سود تقسیمی به یکدیگر می‌تواند از عواملی نظیر سیاستهای تقسیمی سود (از جمله دوره زمانی که شرکت در آن قرار دارد از قبیل رشد، بلوغ و افول)، عوامل سیاسی (درونی و بیرونی)، چشم اندازهای آتی شرکت و شرایط بازار رقابت ... نشات بگیرد.

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش، بیانگر این موضوع است که شرکت‌ها در مرحله بلوغ نسبت به دوره‌های رشد و افول از پدیده چسبندگی سود سهام بیشتر استفاده می‌کنند. مطابق بیان مسئله، شرکت‌ها در طول حیات چرخه عمر، دارای شرایطی مختص به آن دوران را دارند. از همین رو انتظار می‌رود شرکت‌هایی که در مرحله بلوغ هستند، با توجه به اینکه در این دوران تامین مالی خارجی و داخلی به شدت کم می‌شود و از طرفی چون این شرکت‌ها تقریباً موفق به تصاحب سهمی قابل قبولی از فروش بازار رقابت شده‌اند، لذا در این شرایط شرکت‌ها ظرفیت افزایش پرداخت سود تقسیمی بالایی را دارند. نقطه مقابل آن شرایطی که شرکت‌ها در مرحله رشد و یا افول قرار دارد. در مرحله رشد شرکت‌ها به دلیل نیاز شدید به تامین مالی (داخلی و خارجی)، وجود سیاست‌های کوتاه و بلند مدت در خصوص فعالیتهای عملیاتی شرکت و نبود تقاضا برای کالا و خدمات (در دوران افول) و... منجر به کاهش ظرفیتهای پرداخت سود تقسیمی می‌گردد (حتی در شرایطی که سود خالص قابل توجهی هم متوجه شرکت باشد). نتایج این فرضیه با یافته‌های پژوهش اثنی عشری و نادری (۱۳۹۶) مطابقت دارد. همچنین وجود چسبندگی سود سهام در این حالت، به گونه‌ای منافع عمومی شرکت‌ها را تامین می‌کند و باعث تقویت بنیه مالی شرکت‌ها می‌گردد.

همچنین از دیگر یافته‌های پژوهش، در بررسی نقش مکانیزم‌های راهبری شرکتی در کاهش چسبندگی سود نتایج به دست آمده است که تصدیق این مطلب است که مالکین نهادی به دلیل داشتن اطلاعات و تخصص و دانش بالا، می‌توانند کنترل بیشتری بر فرایند انتخاب رویه‌های حسابداری مدیران داشته باشند و امکان استفاده از ارقام تعهدی را کم و در همین راستا کیفیت سود را افزایش دهند لذا در این شرایط استفاده از پدیده چسبندگی سود سهام کاهش می‌یابد که با یافته‌های پژوهش مرادزاده و همکاران (۱۳۸۸) مطابقت دارد. از طرفی استقلال هیئت مدیره (از مدیر عامل) نقش مثبتی در کاهش این پدیده دارند لذا به دلیل اینکه وجود اعضای هیئت مدیره مستقل (اعضای غیرموظف) به سبب افزایش نظارت و کنترل مدیریت و کاهش هزینه‌های نمایندگی و در نهایت ایجاد ارزش برای سهامداران می‌شود زیرا این اعضاء عایدی مستقیمی از عملکرد شرکت ندارند لذا رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت را تحت کنترل و نظارت قرار می‌دهند که با یافته‌های پژوهش عرب صالحی و ضیایی (۱۳۸۹) و شمس (۱۳۹۵) و چترو^{۲۰} و همکاران (۲۰۰۱) همخوانی دارد. در حالیکه دوگانگی مسئولیت مدیر عامل تاثیر قابل ملاحظه‌ای بر پدیده چسبندگی سود سهام نداشته است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که رئیس هیئت مدیره، بودن یا نبودن مدیرعامل نقش مهمی در سیاست تقسیم سود ندارد لیکن حضور اعضای غیر موظف هیئت مدیره که استقلال مناسبی دارند، لذا امکان نظارت جدی بر مدیر عامل را دارند و از طرفی حضور مالکان نهادی در مجمع عمومی نقش سازنده‌ای در بهبود سیاست تقسیم سود دارند. یادآوری این نکته ضروری است که متأسفانه در کشور ما گاه‌آین دو وظیفه (مدیر اجرایی

پدیده چسبندگی سود سهام: تبیین مدل جامع اندازه گیری و تاثیر پذیری آن.../۱۲۵

و مدیران ارشد) به خوبی از یکدیگر تفکیک نشده‌اند (زنجیردار و همکاران، ۱۳۸۹: ۱۶). که نتایج این فرضیه با یافته‌های پژوهش عرب صالحی و ضیایی (۱۳۸۹) و زنجیردار و همکاران (۱۳۸۹) مطابقت دارد.

محدودیت پژوهش حاضر همانند سایر پژوهش‌ها، جهت فرضیه‌سازی و انجام محاسبات مربوط به مدل‌های پژوهش از روش نمونه‌گیری استفاده شده است که نمونه‌هایی که حائز معیارهای این پژوهش را نداشته‌اند از جامعه آماری کنار گذاشته شده لذا در خصوص میزان تعمیم پذیری نتایج آن باید دقت کافی به عمل آید. همچنین اطلاعات مورد استفاده از اقلام صورتهای مالی بابت تورم تعدیل نشده است لذا ممکن است با تعدیل اطلاعات، نتایج متفاوتی حاصل شود.

بنابر نتایج مذکور پیشنهاد می‌گردد جهت بهبود سیاست گذاری‌ها بر اجرای استراتژی‌های شرکت از جمله تقسیم عایدی‌ها از اعضای موظف در هیئت مدیره کمتر استفاده شود. ضمن اینکه به سرمایه‌گذاران که تمایل به سرمایه‌گذاری دارند، توصیه می‌گردد در سبد پرتفوی خود از شرکت‌هایی که در دوران بلوغ هستند را، مدنظر قرار دهند. بنابراین در همین راستا پیشنهاد می‌گردد شرکت‌هایی که مالکیت نهادی بالاتر و قوی‌تری را انتخاب کنند. همچنین در پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌گردد نقش ویژگی‌های مدیران، ساختار صنعت و وضعیت بازار سرمایه بر پدیده چسبندگی سود سهام نیز بررسی گردد.

یادداشت‌ها

- | | |
|--------------------------|--|
| 1. Dennis and Asobo | 11. Wang et al. |
| 2. John Litner | 12. Corporate Governance System |
| 3. Crete and March | 13. Schmidt et al. |
| 4. Uncertainty Avoidance | 14. Institutional ownership |
| 5. Demodrants | 15. Independence of the Board of Directors |
| 6. Sticky dividends | 16. Anderson |
| 7. Miller and Modigliani | 17. LIFECYCLE |
| 8. Sheng et al. | 18. Anthony and Ramesh |
| 9. Anthony et al. | 19. Park and Chen |
| 10. Sharp and Markotise | 20. Chtourou |

کتابنامه

۱. اثنی‌عشری، حمیده؛ نادری‌نورعینی، مهدی (۱۳۹۶). الگوی مدیریت سود در چرخه عمر شرکت. مجله دانش حسابداری مالی، ۴(۱): ۱-۲۱.
۲. اعتمادی، حسین؛ انواری رستمی، علی اصغر؛ احمدیان، وحید. (۱۳۹۳). آزمون نظریه چرخه عمر در سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی ۱۱: ۵۹-۸۱.

۳. آقای، محمدعلی؛ اعتمادی، حسین؛ آذر، عادل؛ چالاک، پری (۱۳۸۸). ویژگیهای حاکمیت شرکتی و محتوای اطلاعاتی سود در بورس اوراق بهادار تهران با تاکید بر نقش مدیریت سود، فصلنامه علوم مدیریت ایران، ۴(۱۶): ۲۷-۵۳.
۴. امینی، پیمان؛ علیزاده، علی؛ رجبی، مهناز (۱۳۹۴). بررسی تاثیر استقلال اعضای هیئت مدیره بر رابطه بین اجتناب مالیاتی و ریسک سقوط قیمت سهام، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۸(۳۰): ۵۳-۸۱.
۵. ایزدی‌نیا، ناصر؛ سلطانی، اصغر؛ علینقیان، نسرين (۱۳۸۹). ارزیابی عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات حسابداری، ۲۶(۲۶): ۱۳۹-۱۵۵.
۶. پاک‌مرام، عسگر؛ یاسمن مایان، رسول (۱۳۹۷). بررسی تاثیر تضاد نمایندگی بر عدم تقارن اطلاعاتی، نشریه چشم اندازه مدیریت و حسابداری، ۱(۲): ۸۳-۹۶.
۷. جهانخانی، علی؛ قربانی، سعید (۱۳۸۴). شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه تحقیقات مالی، ۲۰(۲۰): ۲۷-۴۸.
۸. دمردان، اسوات (۱۳۹۳). مالیه شرکتی پیشرفته.. ترجمه احمد بدری، روح الله فرهادی و سارا شهریاری. تهران، انتشارات نص : ۱ - ۶۱۴.
۹. رمضان زاده زیدی، عباس (۱۳۸۸). بررسی عوامل موثر بر سیاست تقسیمی سود شرکت‌های شیمیایی و دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. (پژوهشگر) فصلنامه مدیریت، ۶(۱۶): ۸۰-۸۷.
۱۰. زنجیردار، مجید؛ امیرحسینی، زهرا؛ زمانی، مجید (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین ساز و کارهای راهبری شرکت و مدیریت سود در بازار سرمایه ایران. مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، ۳(۳): ۲۰-۱.
۱۱. سبزلعلی پور، فرشاد؛ قیطاسی، روح‌اله؛ رحمتی، سلمان (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و دقت پیش‌بینی سود. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۴(۲): ۱۲۳-۱۴۰.
۱۲. سجادی، سیدحسین؛ حاجی زاده، سعید؛ نیک کار، جواد (۱۳۹۳). تاثیر چسبندگی هزینه بر تقارن زمانی سود با تاکید بر ارتباط میان چسبندگی هزینه و محافظه کاری شرطی. مجله دانش حسابداری کرمان، ۵(۱۶): ۸۱-۹۹.
۱۳. شمس، مینا؛ فولادی، مسعود، فرهادی، مریم (۱۳۹۵). تاثیر استقلال هیئت مدیره و کیفیت حسابرس بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله بررسی‌های حسابداری، ۳(۱۰): ۶۱-۸۱.

پدیده چسبندگی سود سهام: تبیین مدل جامع اندازه گیری و تاثیر پذیری آن.../۱۲۷

۱۴. شورورزی، محمدرضا، خلیلی، محسن، سلیمانی، حمید، فروتن، امید (۱۳۹۴). ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت بر مبنای رگرسیون فازی. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۷(۲۵): ۱۲۷-۱۴۵.
۱۵. صدیقی، روح‌اله (۱۳۹۲). ارتباط ساختار هیئت مدیره با محتوای اطلاعاتی سود حسابداری، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۱(۳۷): ۹۹-۱۲۵.
۱۶. عباسی، مجید، کلانتری، الهام (۱۳۹۳). بررسی تاثیر نظام راهبری شرکتی بر دوگانگی وظیفه مدیرعامل. فصلنامه روند، ۲۱(۶۶و۶۵): ۱۴۵-۱۷۴.
۱۷. عرب صالحی، مهدی؛ ضیایی محمدعلی (۱۳۸۹). ارتباط بین نظام راهبری و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی و پژوهشی حسابداری مالی، ۲(۵): ۳۹-۵۶.
۱۸. فخاری، حسین؛ یوسف‌علی‌تبا، نصیبه (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۷(۶۲): ۶۹-۸۴.
۱۹. قالیباف اصل، حسن؛ زمانی، فاطمه (۱۳۸۷). بررسی تاثیر ترکیب هیئت مدیره بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی دانشگاه تهران، ۹(۳): ۱-۱۶.
۲۰. قالیباف اصل، حسن؛ ولی‌زاده، فریده (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود با عدم تقارن اطلاعاتی و نقدشوندگی سهام. راهبرد مدیریت مالی، ۴(۱۴): ۱-۲۳.
۲۱. قائمی، محمدحسین؛ معصومی، جواد؛ آزادی، محمدرضا (۱۳۹۱). سنجش بازده غیرعادی سهام در شرایط وقفه معاملات. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۳(۳): ۱۱۳-۱۲۶.
۲۲. مرادزاده، مهدی؛ ناظمی اردکانی، مهدی؛ غلامی، رضا؛ فرزانی، حجت‌اله (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین مالکین نهادی سهام و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۶(۵۵): ۸۵-۹۳.
۲۳. مرادی، مهدی؛ دلدار، مصطفی (۱۳۹۱). بررسی تأثیر سهامداران غیرنهادی بر سیاست تقسیم سود. پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، ۲(۲): ۱۰۶-۱۲۴.
۲۴. مشکی، مهدی (۱۳۹۰). تعیین عوامل موثر بر عملکرد شرکت‌های بورسی با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) و حداقل مربعات تعمیم یافته برآورد (EGLS). پیشرفتهای حسابداری، ۳(۱): ۹۰-۱۱۹.
۲۵. مطیع، پروانه؛ بخشی، علی؛ معنوی‌مقدم، امیرهادی (۱۳۹۷). معمای سود تقسیمی (مروری بر نظریه‌های تقسیم سود) فصلنامه حسابداری رسمی، ۴۶(۴۶): ۴۶-۵۵.

۲۶. مهدوی، غلامحسین؛ کرمانی، احسان (۱۳۹۴). بررسی تاثیر استقلال هیئت مدیره بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی در کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی، ۳(۱۱): ۱-۲۶.

References

1. Abbasi, Majid, Kalantari, Elham (2014). Investigating the Impact of Corporate Governance on the Duality of CEO Duties. *Trend Quarterly*, 21st Year, Nos. 65 and 66, Spring and Summer 1393. 145-174. (in Persian) .
2. Aghaei, Mohammad Ali-Etemadi, Hossein-Azar, Adel-Chalaki, Perry (2009). Characteristics of Corporate Governance and the Information Content of Earnings in Tehran Stock Exchange with Emphasis on the Role of Earnings Management, *Iranian Journal of Management Science*, Issue 16, Volume 4, Winter 88, 27-53. (in Persian).
3. Amini, Peyman-Alizadeh, Ali-Rajabi, Mahnaz (2015). Investigating the Impact of Board Independence on the Relationship between Tax Avoidance and Stock Price Risk, *Quarterly Bulletin*, Eighth Year, No. 30, Summer 94: 53-81. (in Persian) .
4. Anthony F, Andrew T , Gary G (2010). "Predicting Future Earnings Growth: A Test of the Dividend Payout Ratio in the Australian Market " *The International Journal of Business and Finance Research*, Vol. 4, No. 2, 43-58.
5. Anthony, J. H. and, K. Ramesh (1992). "Association between Accounting Performance Measures and Stock Prices: A Test of the Life Cycle Hypothesis", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, pp203-227.
6. Arab Salehi, Mehdi-Ziaie Mohammad Ali (2010). The Relationship between Governance System and Earnings Quality in Companies Listed in Tehran Stock Exchange, *Journal of Financial Accounting*, Volume 2, Issue 5, Spring 89: 39-56. (in Persian)
7. Asno Ashari, Hamideh; Naderi Noori, Mehdi (1396). Earnings Management Model in the Corporate Life Cycle. *Journal of Financial Accounting Knowledge*, Volume 4, Issue 1, Spring 96. 1-21. (in Persian) .
8. Chtourou, S.M., Bedard, J. and Courteau, L. (2001). Corporate Governance and Earnings Management, *Working Paper*, SSRN. /abstract=275053
9. Demodran, Oswat (2014). *Advanced Corporate Finance* .. Translated by Ahmad Badri, Ruhollah Farhadi and Sara Shahriari. Tehran, Nas Publishing. 1- 614. (in Persian).
10. Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89, 62-82.
11. Etemadi, Hossein; Anvari Rostami, Ali Asghar; Ahmadian, Vahid. (2014). Life Cycle Theory Test in Profit Sharing Policies of Tehran Stock Exchange

- Companies. *Empirical Studies of Financial Accounting Studies* 11. 59-81 . (in Persian) .
12. Fakhari, Hussein; Yousef Al Taba, Nasibah. (1389). Investigating the Relationship between Profit Sharing Policy and Corporate Governance in Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *Accounting and auditing reviews*. Volume 17. No. 62. 69-84 (in Persian) .
13. Ghaemi, Mohammad Hossein Masoumi, Javad Azadi, Mohammad Reza (2012). Measuring anomalous stock returns in terms of trading interruption. *Financial Accounting Research*, Volume 3, Issue 3, autumn 90: 113-126. (in Persian)
14. Ghalibaf Asl, Hassan Zamani, Fatemeh (2008). Investigating the Impact of Board Composition on the Performance of Companies Listed in Tehran Stock Exchange, *Tehran University Financial Research*, Ninth Volume, Autumn 87. 1-16. (in Persian) .
15. Ghalibaf Asl, Hassan-Valizadeh, Farideh (2016). Investigating the Relationship between Profit Sharing and Information Asymmetry and Stock Liquidity. *Financial Management Strategy*, Fourth Year, No. 14, autumn 95. 1-23. (in Persian) .
16. Izadienia, Nasser-Soltani, Asghar-Alinigian, Nasrin (2010). Evaluation of Factors Affecting Profit Sharing Policy in Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Studies*, No. 26, Summer 89: 139-155. (in Persian)
17. Jahankhani, Ali; Ghorbani, Saabd (2005). Identifying and explaining the determinants of the earnings policy of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Research*, No. 20, Winter 84: 27-48. (in Persian)
18. Mahdavi, Gholamhossein-Kermani, Ehsan (2015). Investigating the Impact of Board Independence on the Relationship between Information Asymmetry in Financial Reporting Quality of Companies Listed in Tehran Stock Exchange, *Financial Management Strategy*, Third Year, No. 11, Winter 94. 1-26. (in Persian) .
19. Meshki, Mehdi (2011). Determining Factors Affecting Stock Exchange Performance Using Generalized Moments Method (GMM) and Estimated Generalized Least Squares (EGLS) *Accounting Advances*, Volume 3, Issue 1, Spring Summer 90: 91-119.. (in Persian)
20. Moradi, Mehdi; Deldar, Mustafa (2012). Investigating the effect of non-institutional shareholders on dividend policy. *Empirical Research in Financial Accounting*, Second Year, No. 2, 106-124. (in Persian) .
21. Moradzadeh, Mehdi-Nazemi Ardakani, Mehdi-Gholami, Reza-Farzani, Hojjatollah (2009). Investigating the Relationship between Institutional Owners of Stocks and Earnings Management in Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Reviews*, Volume 16, Number 55, Spring 2009, 85-93 (in Persian).

22. Obedience, Partial Proposal, Ali-Mani Moghaddam, Amirhadi (1397). The Dividend Conundrum (Overview of Dividend Theories). *Quarterly Accounting*. No. 46. Autumn 97. 46-55. (in Persian) .
23. Pakmaram, Asgar; Yasman Mayan, Rasool (1397). Investigating the Impact of Agent Conflict on Information Asymmetry, *Journal of Management Size and Accounting*, Volume I, Number 2, Autumn 97: 83-96. (in Persian)
24. Park Y, Chen K. (2006). "The Effect of Accounting Conservatism and Life-Cycle Stages On Firm Valuation", *Journal of Applied Business Research*, 22, 75-92.
25. Ramazan Zadeh, Abbas (2009). Investigating Factors Influencing the Profit Sharing Policy of Chemical and Pharmaceutical Companies Listed in Tehran Stock Exchange. (Researcher) *Management Journal*, Sixth Year, No. 16. 87-80. (in Persian) .
26. Sabzali Pour, Farshad-Qatasi, Ruhollah-Rahmati, Salman (2012). Investigating the Relationship between Corporate Governance Mechanisms and Profit Prediction. *Financial Accounting Research*, No. 2, Volume IV, autumn 91, 123-140. (in Persian).
27. Sajjadi, Seyed Hossein; Hajizadeh, Saeed; Nikkar, Javad (2014). The effect of cost stickiness on earnings time symmetry with emphasis on the relationship between cost stickiness and conditional conservatism. *Kerman Accounting Knowledge Journal*. Year 5. No. 16. 9-11. (in Persian) .
28. Schmid, M. M., Oesch, D., and Ammann, M. (2011). Corporate Governance and Firm Value: International Evidence. *Journal of Empirical Finance* 18. PP 36-55.
29. Sedighi, Rouhollah (2013). Relationship of Board Structure with Information Profitability of Accounting Profit, *Quarterly Journal of Experimental Financial Accounting Studies*, Volume 11, Issue 37, Spring 92. 99-125. (in Persian) .
30. Shams, Mina; Fooladi, Massoud, Farhadi, Maryam (2016). The Impact of Board Independence and Auditor Quality on Earnings Management in Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Reviews*, Doormess, No. 10, Spring 95: 61-81. (in Persian) .
31. Shin, Min-Shik, Kwon, Joong-Saeng and Soo-Eun Kim 2011, 'Earned Surplus and Dividend Policy: A Test of the Financial Life Cycle Theory in Korean Capital Market", *International Research Journal of Finance and Economics*, vol.59, pp. 87-100. Available from: euro journals [5 Aug 2011]. [36] Stacescu,
32. Shourvorazi, Mohammad Reza, Khalili, Mohsen, Soleimani, Hamid, Forutan, Omid (2015). The Relationship between Corporate Governance and Corporate Performance Based on Fuzzy Regression. *Financial Accounting and Auditing Research*, Seventh Year, No. 25, Spring 94, 121-139. (in Persian) .

33. Wang, Ming-Hui, Ke, Mei-Chu and Liu, Yen-Sheng Huang. (2011). Dividend Policy and Life Cycle Hypothesis: Evidence From Taiwan, *The international Journal of Business and Finance Research*, vol. 5, No. 1, pp. 33-52.
34. Zinjirdar, Majid; Amir Hosseini, Zahra; Zamani, Majid (2010). Investigating the Relationship between Corporate Governance Mechanisms and Earnings Management in the Iranian Capital Market. , *Journal of Financial Engineering and Portfolio Management*, Issue 3, Summer 89: 1-20. (in Persian) .