

تاثیر ویژگیهای مراحل چرخه عمر شرکت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

ناصر ایزدی نیا*

غلامحسین کیانی**

مهدی میرزائی***

چکیده

هدف از این پژوهش، بررسی تاثیر ویژگیهای مراحل چرخه عمر شرکت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش، ویژگی های توصیف کننده مراحل چرخه عمر شرکت شامل اندازه، سن، مخارج سرمایه ای، رشد فروش، نسبت سود تقسیمی هر سهم و اهرم مالی شرکت، وارد مدل رگرسیونی عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی شده اند و برای بررسی فرضیه های پژوهش از اثر متقابل این ویژگیها بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی استفاده شده است. نتایج حاصل از بررسی ۷۰ شرکت در طی سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۹ نشان میدهد که اندازه، سن، مخارج سرمایه ای و اهرم مالی شرکت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی تاثیر مثبت و معنی دار دارند. همچنین تاثیر رشد فروش و نسبت سود تقسیمی هر سهم بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی منفی و معنی دار است.

واژگان کلیدی: بازار کار، عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی، چرخه عمر شرکت

* دانشیار گروه حسابداری دانشگاه اصفهان

** استادیار گروه اقتصاد دانشگاه اصفهان

*** دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه اصفهان، m.mirzaie@ase.ui.ac.ir

۱- مقدمه

تصمیمات سرمایه‌گذاری مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه به بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری بستگی دارد. این انتظارات درباره بازده به ارزیابی مبلغ، زمان بندی و عدم اطمینان خالص جریان های نقدی آتی واحد تجاری بستگی دارد. بنابراین بازده مستند به وجه نقد از نقش با اهمیتی در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری برخوردار است. همچنین به دلیل محدودیت دسترسی شرکت‌ها به وجوه خارجی، وجوه داخلی شرکت که همان خالص جریانهای نقدی حاصل از عملیات است، از اهمیت فراوانی برخوردار می‌شود. بر این اساس، وقوع همزمان بازده و جریانهای نقدی عملیاتی شرکت‌ها باعث ارزیابی بهینه تر توسط مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه خواهد شد. عموماً این همزمانی وقوع میان بازده و جریان های نقدی عملیاتی در بین شرکت‌ها، با توجه به خوش‌خبر یا بدخبر بودن محیط فعالیت اقتصادی شرکت تعدیل می‌شود. در بازار کارای سرمایه، از بازده برای اندازه‌گیری خوش‌خبر بودن یا بدخبر بودن محیط فعالیت اقتصادی شرکت استفاده می‌شود، به طوری که از بازده مثبت و منفی به ترتیب به عنوان جانشینی برای خوش‌خبر بودن و بدخبر بودن محیط فعالیت اقتصادی شرکت استفاده می‌نمایند. همزمانی وقوع میان بازده منفی و جریانهای نقدی عملیاتی نسبت به بازده مثبت و جریان های نقدی عملیاتی بیشتر است. این عدم تقارن در وقوع همزمان میان بازده و جریان های نقدی عملیاتی، عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی نام دارد (باس، ۱۹۹۷؛ بولو و همکاران، ۱۳۹۳؛ رامالینگودا و همکاران، ۲۰۱۳؛ قلی پور و فتاحی، ۱۳۹۳؛ کلینز و همکاران، ۲۰۱۲؛ هیات استانداردهای حسابداری مالی، ۲۰۱۰).

عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی منعکس‌کننده خصوصیات فرآیند بنیادی سودآوری شرکت است. این خصوصیات، تعیین‌کننده جریانهای نقدی چرخه عملیاتی شرکت، چگونگی ارزش-گذاری شرکت و ویژگیهای جریانهای نقدی عملیاتی در طول مراحل مختلف چرخه عمر شرکت است. بنابراین عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی در طول مراحل چرخه عمر شرکت متفاوت است. شرکت‌ها در هر مرحله از چرخه عمر خود دارای ویژگیهای منحصر به فرد مالی و غیرمالی هستند. هر کدام از این ویژگیها بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی دارای تاثیرات گوناگونی است (بال و همکاران، ۲۰۰۹؛ دیچو و اسچراند، ۲۰۱۰؛ کلینز و همکاران، ۲۰۱۲). در این پژوهش، به بررسی تاثیر مهمترین ویژگیهای توصیف‌کننده مراحل چرخه عمر شرکت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی پرداخته می‌شود. این ویژگیها برخاسته از ادبیات حسابداری و مالی است.

در ادامه مقاله ابتدا مبانی نظری، پیشینه پژوهش و اهمیت پژوهش مرور می‌شود. سپس فرضیه های پژوهش و روش پژوهش (شامل: جامعه‌آماری و انتخاب شرکت‌ها، روش گردآوری و ابزار تحلیل داده‌ها، نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش و الگوی پژوهش) مطرح می‌شود. آنگاه یافته‌های پژوهش (شامل: آمار توصیفی و برازش الگوی پژوهش) ارائه میگردد. در ادامه نتیجه‌گیری و محدودیت های پژوهش ارائه می‌شود. بخش‌هایی نیز به ارائه پیشنهادها، کاربردی و برای پژوهش‌های آتی اختصاص می‌یابد.

۲- مبانی نظری پژوهش

در این بخش ابتدا درباره چرخه عمر شرکت و عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی مطالبی ارائه می‌شود. سپس به بیان ارتباط بین ویژگیهای توصیف کننده مراحل چرخه عمر شرکت و عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی پرداخته می‌شود.

۲-۱- چرخه عمر شرکت

چرخه عمر شرکت از جمله مفاهیم نوینی است که طی چند دهه اخیر وارد حوزه های گوناگون شرکت شده است (یان، ۲۰۱۰). در ادبیات مربوط به رشد و توسعه شرکت، دو نوع رهیافت مکانیکی و ارگانیکی وجود دارد (خوارزمی، ۱۳۷۱؛ علوی، ۱۳۸۰). در رهیافت مکانیکی، شرکت مانند یک ماشین است که دارای روند رشد و توسعه ثابتی است، درحالیکه در رهیافت ارگانیک، شرکت همانند موجودی زنده است که دارای رشد و توسعه رو به جلو می‌باشد. بر مبنای رهیافت ارگانیک، هایر (۱۹۵۹) اعلان نمود که از مفهوم چرخه عمر و خط منحنی رشد زیست شناسی می‌توان به ترتیب برای شرکت و رشد و توسعه آن استفاده کرد. گارنر (۱۹۶۵) نیز بیان نمود که شرکت دارای چرخه عمر منحصر به فرد خود است. به دنبال این نظرات، مطالعات فراوانی (آنتونی و رامش، ۱۹۹۲؛ میلر و فرایسن، ۱۹۸۴؛ مولر، ۱۹۷۲) درباره ورود مفهوم چرخه عمر شرکت به حوزه های گوناگون علوم انسانی از جمله حسابداری و مالی صورت گرفت (یان، ۲۰۱۰). محتوای اصلی این مطالعات بر دو محور وجود مراحل گوناگون در طول چرخه عمر شرکت و ویژگیهای منحصر به فرد هر مرحله از مراحل دیگر استوار است (کالونگی و سیلولا، ۲۰۰۸؛ کاو، ۲۰۱۲). بنابراین، در حوزه چرخه عمر شرکت، ارائه مدلی برای تعریف مراحل چرخه عمر شرکت و همچنین اندازه گیری و تفکیک هر مرحله از مراحل دیگر چرخه عمر شرکت از اهمیت فراوانی برخوردار است

در ادبیات مدیریت، حسابداری و مالی برای تعیین مراحل چرخه عمر شرکت از مدل‌های گوناگونی استفاده شده است. از جمله این مدل‌ها می‌توان به مدل پنج مرحله ای گورت و لیپر (۱۹۸۲) و میلر و فرایسن (۱۹۸۴)؛ مدل ۱۰ مرحله ای آدیزس (۱۹۷۹) و مدل سه مرحله ای آنتونی و رامش (۱۹۹۲) نام برد. در ادبیات حسابداری و مالی عموماً از چهار مرحله تولد، رشد، بلوغ و افول برای تعیین مراحل چرخه عمر شرکت استفاده می‌شود (آهارونی و همکاران، ۲۰۰۶). همچنین برای تفکیک و طبقه بندی (اندازه گیری) هر مرحله از مراحل دیگر از معیارها و متغیرهای گوناگونی استفاده می‌شود. در حسابداری و مالی از معیارها و متغیرهایی نظیر سن شرکت، رشد فروش شرکت، اندازه شرکت، مخارج سرمایه ای شرکت، نسبت سود تقسیمی هر سهم شرکت، فرصتهای سرمایه‌گذاری و رشد، میزان هزینه سرمایه، اهرم مالی، میزان تقسیم سود، الگوهای جریان های نقدی، میزان سودآوری و ساختار سرمایه برای اندازه گیری هر مرحله از چرخه عمر شرکت استفاده می‌شود (آنتونی و رامش، ۱۹۹۲؛ تاناتاوی، ۲۰۱۱؛ دیانجلو و همکاران، ۲۰۰۶؛ دیکینسون، ۲۰۱۰؛ چن و همکاران، ۲۰۱۲؛ رامالینگودا و همکاران، ۲۰۱۳؛ یان، ۲۰۱۰). از میان این معیارها اندازه شرکت، سن شرکت،

مخارج سرمایه‌ای شرکت، رشد فروش شرکت، نسبت سود تقسیمی هر سهم شرکت و اهرم مالی شرکت بیشتر از سایر معیارها برای اندازه‌گیری هر مرحله از چرخه عمر شرکت در ادبیات حسابداری و مالی استفاده شده است.

۲-۲- عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی

در بازار سرمایه، افراد برای تصمیمات اقتصادی خود نیاز به اطلاعات دارند. منبع اصلی تامین این نیاز، گزارشات منتشره توسط شرکت‌ها است. اگر به بازار سرمایه همانند یک سیستم توجه شود، میتوان اجزای این سیستم را به این صورت تعیین نمود که ورودی سیستم، گزارشات منتشره شرکت‌ها به بازار سرمایه است. پردازشگر سیستم، ارزیابی اطلاعات منتشره شرکت‌ها توسط مشارکت کنندگان بازار و تصمیمگیری آنها در مورد انتخاب مجموعه اوراق بهادار و تخصیص منابع است. خروجی سیستم، نیز قیمت (بازده) اوراق بهادار است (فاما، ۱۹۷۶؛ نمازی و شوشتری، ۱۳۷۴). این بازار زمانی از نظر اطلاعات کارا است که بتواند تمامی اطلاعات (تمامی اخبار خوب و بد) مندرج در گزارشات منتشره شرکت‌ها را به خوبی ارزیابی کند و به طور صحیح و دقیق این ارزیابی را در قیمت‌ها (بازده) منعکس نماید (راسخی و خانعلی پور، ۱۳۸۸؛ فاما، ۱۹۷۶). بنابراین تغییرات بازده نشانگر انتشار اخبار خوب و بد درباره شرکت است، به طوری که بازده مثبت نشانگر اخبار خوب و بازده منفی نشانگر اخبار بد است.

زمانی که درباره شرکت به بازار سرمایه اخبار بد مخابره شود، بازار سرمایه جریان منابع را به سوی شرکت با محدودیت مواجه می‌سازد. بنابراین شرکت‌ها برای اینکه بتوانند نیاز خود به منابع مالی را تامین نمایند و بقای خود را تضمین کنند، ناگزیر به ایجاد وجه نقد از عملیات داخلی خود هستند. بنابراین بین بازده منفی و جریان‌های نقدی عملیاتی همبستگی قوی وجود دارد. در مقابل، محدودیت دسترسی شرکت‌ها به منابع تامین مالی خارجی در صورت وجود اخبار خوب کم است و شرکت ناگزیر به ایجاد وجه نقد حاصل از عملیات و تکیه بر آن برای تامین منابع مالی و تضمین بقای خود نمی‌باشد. بنابراین بین بازده مثبت و جریان‌های نقدی عملیاتی همبستگی ضعیف تری وجود دارد (کلینز و همکاران، ۲۰۱۲). این مفهوم را که از آن به عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی یاد می‌شود می‌توان در الگوی رگرسیونی به شرح رابطه (۱) نمایش داد.

رابطه (۱):

$$CFO_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 D_{it} + \varphi_2 R_{it} + \varphi_3 D_{it} * R_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در این رابطه CFO_{it} ، D_{it} ، R_{it} ، $D_{it} * R_{it}$ ، φ_0 ، φ_1 ، φ_2 ، φ_3 ، ε_{it} متغیر مجازی که نشانگر خوش خبر بودن یا بد خبر بودن محیط فعالیت اقتصادی شرکت است و در صورتی که بازده مثبت باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر را اختیار می‌کند. R_{it} ، بازده انباشته سالانه سهام شرکت است. در رابطه (۱) ضریب φ_3 بیانگر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی است. عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی که اشاره به عدم وقوع همزمان بازده

و جریان های نقدی عملیاتی در یک بازه زمانی معین برای محیطهای خوش خبر و بد خبر دارد، یک محصول فرعی خصوصیات فرآیند بنیادی سودآوری شرکت است. این خصوصیات، تعیین کننده چگونگی بازده (ارزشگذاری شرکت) و جریانهای نقدی عملیاتی در طول مراحل چرخه عمر شرکت می باشند (بال و همکاران، ۲۰۰۹؛ دیچو و اسچراند، ۲۰۱۰؛ کلینز و همکاران، ۲۰۱۲).

۲-۳- ویژگی های توصیف گر مراحل چرخه عمر شرکت و عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی

همان طور که بیان شد، ارتباط بازده و جریانهای نقدی عملیاتی در محیطهای خوش خبر و بد خبر یکسان نیست و از این مفهوم با عنوان عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی یاد شد. این عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی در شرکت های در حال رشد و شرکت های بالغ یکسان نمی باشد. در محیطهای خوش خبر (بازده مثبت سهام)، شرکت های در حال رشد به فرصتهای رشد اهمیت زیادی میدهند. بر این اساس، وجوه نقد خود را به سرمایه گذاری در سرمایه در گردش و خرید داراییهای مولد به مصرف میرسانند. بنابراین، جریان نقدی عملیاتی برای این شرکت ها کم یا منفی است. پیامد این شرایط، انتظار وجود یک ارتباط ضعیف میان بازده - جریان نقدی عملیاتی برای این شرکت ها در محیطهای خوش خبر است. شرکت های بالغ از فرصتهای رشد خود استفاده نموده اند. از سوی دیگر این شرکت ها بر اساس توان ایجاد جریان های نقدی عملیاتی مورد ارزیابی قرار میگیرند. جریان های نقدی عملیاتی منعکس کننده بهرهوری عملیات (داراییهای موجود) شرکت است. همزمان با تغییر در جریان نقدی عملیاتی ارزش شرکت (بازده سهام) نیز تغییر میکند. پیامد این شرایط، انتظار وجود ارتباط قوی مثبت میان بازده - جریان نقدی عملیاتی برای این شرکت ها در محیطهای خوش خبر است (بوشمن و همکاران، ۲۰۱۱؛ کلینز و همکاران، ۲۰۱۲؛ لاندلم و اسلون، ۲۰۰۷).

در محیطهای بد خبر (بازده منفی سهام) شرکت های در حال رشد، به دلیل اینکه دستیابی به منابع تامین مالی خارجی جهت تضمین بقاء مشکل است، باید به ایجاد جریان های نقدی عملیاتی از طریق عملیات (داراییهای موجود) اقدام نمایند. بر این اساس، انتظار وجود یک ارتباط مثبت قوی بین بازده - جریان نقدی عملیاتی برای این شرکت ها در محیطهای بد خبر وجود دارد. در شرکت های بالغ، همانند محیطهای خوش خبر، محرک اولیه ارزیابی عملکرد آنها جریان نقدی عملیاتی ناشی از عملیات (داراییهای موجود) است. بنابراین، انتظار وجود یک ارتباط مثبت قوی میان بازده - جریان نقدی عملیاتی در محیطهای بد خبر برای این شرکت ها می رود. بر این اساس، شرکت های در حال رشد نسبت به شرکت های بالغ از عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی بیشتری برخوردار هستند (بوشمن و همکاران، ۲۰۱۱؛ کلینز و همکاران، ۲۰۱۲؛ لاندلم و اسلون، ۲۰۰۷).

شرکت های در حال رشد (بالغ) از اندازه کوچکتر (بزرگتر)، سن کمتر (بیشتر)، نسبت سود تقسیمی کمتر (بیشتر) و اهرم مالی پایینتر (بالاتری) برخوردارند. از طرف دیگر، عدم تقارن زمانی

جریان نقدی عملیاتی برای شرکت های در حال رشد (بالغ) بیشتر (کمتر) است. بنابراین، هرچه اندازه شرکت کوچکتر، سن کمتر، نسبت سود تقسیمی هر سهم کمتر و اهرم مالی پایینتر باشد، عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی بیشتر است. در نتیجه، اندازه شرکت، سن شرکت، نسبت سود تقسیمی هر سهم و اهرم مالی شرکت، زمانیکه به عنوان یکی از اجزای توصیفگر مراحل چرخه عمر شرکت به کار می‌رود، دارای اثر منفی بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی هستند. علاوه بر این، شرکت های در حال رشد (بالغ) از رشد فروش و مخارج سرمایه‌های بیشتر (کمتر) برخوردارند. از طرف دیگر، عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی برای شرکت های در حال رشد (بالغ) بیشتر (کمتر) است. بنابراین هرچه رشد فروش و مخارج سرمایه‌های بیشتر باشد، عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی بیشتر است. در نتیجه، رشد فروش و مخارج سرمایه‌های شرکت، زمانیکه به عنوان یکی از اجزای توصیفگر مراحل چرخه عمر شرکت به کار می‌رود، دارای اثر مثبت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی هستند (چن و همکاران، ۲۰۱۲؛ کلینز و همکاران، ۲۰۱۲).

۳- پیشینه پژوهش

تنها پژوهش صورت گرفته درباره اثر ویژگیهای توصیف کننده مراحل چرخه عمر شرکت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی توسط کلینز و همکاران (۲۰۱۲) انجام شده است. نتایج یافته‌های آنها حاکی از این است که، عدم تقارن زمانی جریان های نقدی عملیاتی دارای ارتباط منفی با سن و اندازه شرکت و ارتباط مثبت با مخارج سرمایه‌های است. این بدین معنی است که عدم تقارن زمانی جریان های نقدی عملیاتی برای شرکت هایی که جوانتر، کوچکتر و دارای مخارج سرمایه‌های بالاتری هستند، بیشتر است. ارتباط بین رشد فروش و عدم تقارن زمانی جریان های نقدی عملیاتی حالت انحنایی (شکل -U) دارد که به موجب آن عدم تقارن زمانی جریان های نقدی عملیاتی برای شرکت های با رشد فروش بالا یا کم (منفی) بیشتر است.

اهم سایر پژوهشهایی که با حوزه چرخه عمر شرکت مرتبط اند، به شرح ذیل اند.

تاناتاوی (۲۰۱۱) به بررسی نظریه چرخه عمر و فرضیه جریان های نقدی آزاد طی سالهای ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۸ در بورس تایلند پرداخت. یافته‌های وی نشان میدهد که شرکت های سودآورتر و بزرگتر که دارای جریان های نقدی آزاد و سود انباشته بیشتری هستند، تمایل به پرداخت سود سهام بالاتری دارند. همچنین نتایج وی نشان داد که شرکت های با فرصت های رشد بالاتر، گرایش به پرداخت نرخ سود سهام پرداختی کمتری دارند. علاوه بر این اهرم مالی شرکت با سود سهام پرداختی دارای ارتباط مثبت است.

استفانیان (۲۰۱۰) به بررسی نوع پرداخت سود سهام و چرخه عمر شرکت پرداخت. در این پژوهش سه دسته متفاوت از شرکت های توزیع کننده وجه نقد، شامل باز خرید سهام، سود نقدی و ترکیبی از سود نقدی و باز خرید سهام در نظر گرفته شده است. باز خرید سهام، در مرحله رشد

سریع بسیار محتمل است و علامت کیفیت شرکت برای سرمایه گذاران است. پرداخت سود نقدی به سهامداران، در شرکت های بالغ افزایش مییابد و تمایل مدیران برای گسترش یا حفظ اندازه شرکت نسبت به رفاه سهامداران افزایش مییابد. سرانجام استفاده ترکیبی از سود نقدی و باز خرید سهام، در شرکت هایی که بالغتر هستند صورت میگیرد. این مطالعه نشان میدهد که چرخه عمر شرکت از مهمترین دلایل برای انتخاب روشهای پرداخت سود سهام است.

بلیک (۱۹۹۸) به بررسی توان توضیحی افزایشده الگوهای ارزشگذاری مبتنی بر اقلام تعهدی در مقایسه با الگوهای مبتنی بر جریانهای نقدی پرداخت. یافته های وی نشان می دهد که توان توضیحی مبتنی بر اقلام تعهدی و جریان های نقدی در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت تفاوت معناداری با یکدیگر دارند. در مراحل رشد و افول الگوهای ارزشگذاری مبتنی بر جریان های نقدی مربوط تر هستند و در مرحله بلوغ عکس این موضوع صادق است.

نخستین پژوهش در زمینه چرخه عمر شرکت ها در حوزه حسابداری توسط آنتونی و رامش (۱۹۹۲) انجام گرفته است. آنها در پژوهش خود پس از طبقه بندی شرکت ها به مراحل رشد، بلوغ و افول، ارتباط بین معیارهای عملکرد مانند رشد فروش و مخارج سرمایه ای با قیمت بازار سهام را بررسی نمودند. هدف آنها در این پژوهش، بررسی واکنش بازار به اطلاعات حسابداری منتشر شده در مراحل مختلف چرخه عمر بود. یافتههای آنها نشان میدهد که ارتباط معناداری میان معیارهای عملکرد و قیمت بازار سهام در مراحل مختلف چرخه عمر وجود دارد، به طوری که میزان مربوط بودن معیارهای رشد فروش و مخارج سرمایه ای از مرحله ظهور تا افول روند نزولی دارد.

استا و قیطاسی (۱۳۹۱) به بررسی تاثیر چرخه عمر شرکت بر اقلام تعهدی اختیاری پرداختند. آنها ابتدا با استفاده از روش دستهبندی آنتونی و رامش (۱۹۹۲) و بلیک (۱۹۹۸) و با استفاده از معیارهای رشد فروش، مخارج سرمایههای و سن شرکت، شرکت های عضو نمونه آماری را به مراحل رشد، بلوغ و افول تفکیک نمودند. همچنین برای برآورد اقلام تعهدی اختیاری از مدل تعدیل شده جونز استفاده نمودند. نتیجه بررسی ۱۴۰ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ حاکی از این است که میزان استفاده از اقلام تعهدی اختیاری در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت متفاوت است؛ به طوریکه میزان استفاده از اقلام تعهدی اختیاری در مرحله رشد نسبت به مرحله بلوغ و افول بیشتر است و میزان استفاده از این اقلام در مرحله بلوغ نسبت به افول کمتر است. رحمانی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی رابطه سودآوری و بازده با توجه به چرخه عمر و اندازه شرکت پرداختند. نمونه انتخابی آنها شامل ۸۰ شرکت و دوره زمانی پژوهش آنها ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ است. آنها برای بررسی اثر چرخه عمر شرکت، شرکت ها را براساس معیارهای رشد فروش، تغییر در مخارج سرمایه ای و سن شرکت به سه دسته شرکت های رشدی، بالغ و راكد تقسیم بندی کردند. نتایج پژوهش آنها حاکی از آن است که متغیرهای چرخه عمر و اندازه شرکت عوامل تاثیرگذار در رابطه بین سودآوری و بازده می باشند و باعث افزایش ضریب تعیین تعدیل شده میشوند.

کریمی و عمرانی (۱۳۸۹) به بررسی تاثیر چرخه عمر شرکت و محافظه کاری بر ارزش شرکت

پرداختند. نتایج حاصل از بررسی نمونه ۴۵۰ سال - شرکت طی دوره‌ی زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷ نشان میدهد که سرمایه‌گذاران اهمیت (وزن) بیشتری به خالص داراییهای عملیاتی و سود عملیاتی غیرعادی شرکت‌های در مرحله‌ی رشد نسبت به شرکت‌های مراحل بلوغ و افول میدهند. همچنین نتایج نشان میدهد که در مراحل رشد و بلوغ، سرمایه‌گذاران اهمیت (وزن) بیشتری به خالص داراییهای عملیاتی و سود عملیاتی غیرعادی شرکت‌های محافظه‌کار (نسبت به شرکت‌هایی که از رویه‌های حسابداری متهورانه استفاده میکنند) میدهند و در مرحله‌ی افول عکس این موضوع صادق است.

دهدار (۱۳۸۶) به بررسی تاثیر چرخه عمر بر توان توضیحی افزایشده اجزای سود و جریان‌های نقدی پرداخت. یافته‌های وی نشان میدهد که در مراحل رشد و بلوغ الگوهای ارزش‌گذاری مبتنی بر سود و اقلام تعهدی در قیاس با الگوهای مبتنی بر جریان‌های نقدی عملیاتی، سرمایه‌گذاری و تامین مالی حاوی توان توضیحی افزایشده بیشتری هستند. در مرحله افول، عکس این موضوع صادق است.

قربانی (۱۳۸۵) رابطه سود و جریان‌های نقدی با ارزش شرکت را در چارچوب چرخه عمر شرکت بررسی نمود. یافته‌های وی نشان میدهد که در مراحل رشد و افول، رابطه جریان‌های نقدی با ارزش شرکت قویتر از رابطه سود با ارزش شرکت است و در مرحله بلوغ عکس این موضوع صادق است.

۴- اهمیت پژوهش

براساس بیانیه شماره هشت هیات استانداردهای حسابداری مالی آمریکا، تصمیمات اقتصادی افراد در بازار سرمایه به بازده مستند به وجه نقد (از جمله جریانهای نقدی عملیاتی) بستگی دارد. بنابراین، هر چه بازده و جریانهای نقدی عملیاتی از نظر وقوع همزمانی بیشتری داشته باشند، مشارکت کنندگان بازار سرمایه به بازدهی مناسبتری دست مییابند و منابع اقتصادی به آن سوی بازار سرمایه جریان پیدا میکند. این همزمانی وقوع در محیطهای خوش‌خبر و بد‌خبر اقتصادی یکسان نمیشد و باعث ایجاد عدم تقارن زمانی در وقوع آن می‌شود. علاوه بر این مورد، ویژگیهایی که بیانگر مراحل چرخه عمر شرکت‌ها هستند، این عدم همزمانی وقوع را تحت تاثیر قرار میدهند. این ویژگیها شامل اندازه، سن، مخارج سرمایه‌ای، رشد فروش، نسبت سود تقسیمی هر سهم و اهرم مالی شرکت میباشند. این ویژگیها علاوه بر اینکه مورد توجه مشارکت کنندگان بازار سرمایه است، برای ارکان اداره کننده شرکت‌ها نیز اهمیت فراوانی در زمینه تصمیمات آنها دارد. بنابراین، این پژوهش به بررسی

تاثیر ویژگیهای مذکور بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است تا نشان دهد که هر کدام از این ویژگیها چگونه بر این عدم تقارن زمانی بین بازده و جریانهای نقدی عملیاتی تاثیر میگذارند.

۵- فرضیه های پژوهش

برای دستیابی به هدف پژوهش با توجه به ویژگیهای متداول توصیف کننده مراحل چرخه عمر شرکت شش فرضیه به شرح ذیل تدوین شده اند:

- ۱- اندازه شرکت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی تاثیر منفی دارد.
- ۲- سن شرکت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی تاثیر منفی دارد.
- ۳- مخارج سرمایه ای بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی تاثیر مثبت دارد.
- ۴- رشد فروش شرکت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی تاثیر مثبت دارد.
- ۵- نسبت سود تقسیمی هر سهم شرکت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی تاثیر منفی دارد.
- ۶- اهرم مالی شرکت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی تاثیر منفی دارد.

۶- روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است و از لحاظ روش از نوع پژوهشهای توصیفی - همبستگی است. برای آزمون فرضیه های پژوهش از دادههای ترکیبی و الگوی رگرسیونی چندگانه استفاده شده است.

۶-۱- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می-باشند. در این پژوهش برای انتخاب اعضای نمونه آماری از روش حذف منظم با اعمال شرایط ذیل استفاده شده است.

- ۱- به منظور ایجاد قابلیت مقایسه، پایان سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
- ۲- اطلاعات مالی شرکت ها در دوره مورد مطالعه در دسترس باشد.
- ۳- معاملات سهام شرکت ها به طور مداوم در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته باشد و توقف معاملاتی بیش از یک ماه نداشته باشند.
- ۴- ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت منفی نباشد.
- ۵- جزء شرکت های سرمایه گذاری یا واسطه گری مالی، هلدینگ، بانک و لیزینگ نباشد.

۶- قبل از سال ۱۳۸۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

با اعمال تمامی شرایط مذکور ۷۰ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران به عنوان اعضای نمونه آماری انتخاب گردیدند.

۶-۲- روش گردآوری و ابزار تحلیل داده ها

برای گردآوری داده‌های مورد نیاز برای انجام این پژوهش از نرم افزارهای اطلاعاتی تدبیرپرداز و رهاورد نوین و همچنین از آرشیو الکترونیکی کتابخانه بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. علاوه بر این از سایتهای اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار و سازمان بورس اوراق بهادار نیز استفاده گردیده است. برای انجام آزمون های فرضیه های پژوهش از نرم افزار Eecel و بسته های نرم افزار Stata و Eviews ۱۱ استفاده شده است.

۶-۳- اندازه گیری متغیرهای پژوهش

در این پژوهش، خالص جریانهای نقدی عملیاتی به عنوان متغیر وابسته و متغیرهای اندازه، سن، مخارج سرمایه ای، رشد فروش، نسبت سود تقسیمی هر سهم، اهرم مالی، بازده سهام و متغیر مجازی نشانگر خوش خبر یا بد خبر بودن محیط فعالیت اقتصادی شرکت به عنوان متغیر مستقل و متغیرهای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، شاخص سودآوری عملیاتی و چرخه تجاری به عنوان متغیرهای کنترلی آزمون میشوند.

متغیروابسته

خالص جریانهای نقدی عملیاتی (CFO): این متغیر از بخش فعالیتهای عملیاتی " صورت جریانهای نقدی " به دست میآید و به وسیله ارزش بازار سهام ابتدای دوره مدرج میشود.

متغیرهای مستقل

متغیر مجازی نشانگر خوش خبر یا بد خبر بودن محیط فعالیت اقتصادی شرکت (D): این متغیر زمانی که بازده سهام منفی است، عدد یک را اختیار میکند و در صورتی که بازده صفر یا مثبت باشد عدد صفر را اختیار میکند.

بازده سهام (R): بازده انباشته سالانه سهام از طریق تفاوت قیمت سهام در ابتدا دوره (ابتدای مرداد ماه) و پایان دوره (پایان تیرماه) به علاوه سود نقدی هر سهم و مزایای ناشی از افزایش سرمایه به صورت حق تقدم خرید سهام و سود سهمی یا سهام جایزه تقسیم بر قیمت سهام در ابتدای دوره اندازهگیری میشود.

اندازه شرکت: در این پژوهش از لگاریتم طبیعی مجموع داراییهای شرکت برای اندازه گیری این متغیر استفاده شده است.

سن شرکت: از تفاوت سال T و سال تاسیس شرکت به دست میآید.

مخارج سرمایه ای شرکت (CAPEX): مخارج سرمایه ای از طریق نسبت اضافات (کاهش)

داراییهای ثابت طی دوره بر کل داراییها به دست میآید.

رشد فروش شرکت (SALE_GR): که براساس نسبت تفاوت فروش دو سال براساس رابطه به شرح 1 - $(\frac{SALE_{it}}{SALE_{it-1}})$ به دست می آید.
نسبت سود تقسیمی هر سهم شرکت (DPRR): این متغیر از حاصل تقسیم سود تقسیمی هر سهم شرکت (DPS) بر سود هر سهم (EPS) شرکت به دست می آید.
اهرم مالی شرکت (LEV): از نسبت کل بدهی به کل داراییهای شرکت محاسبه می گردد.

متغیرهای کنترلی

نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام (B/M): برای اندازهگیری متغیر مزبور، ابتدا ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت، از مجموع سرمایه ثبت شده، اندوخته قانونی، اندوخته احتیاطی، اندوخته طرح و توسعه و سود و زیان انباشته مندرج در ترازنامه شرکت به دست می آید. سپس ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت، از حاصل ضرب تعداد سهام عادی طی سال مالی و قیمت سهام در پایان سال مالی به دست میآید. سپس ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم میگردد.

شاخص سودآوری عملیاتی (ROS): از نسبت سود عملیاتی شرکت بر فروش خالص شرکت به دست می آید.

چرخه تجاری (EXP): چرخه تجاری که متغیر مجازی است و عبارت از نوسان در فعالیت-های اقتصادی است. هر دوره تجاری شامل مرحله بهبود، رونق، تنزل و کساد است. خدماتی پور و همکاران (۱۳۹۱) برای اندازهگیری چرخه تجاری، آن را به دو دوره رونق و رکود تقسیم بندی نمودند. آنها در مدل پژوهش خود برای دوران رونق عدد یک و برای دوران رکود عدد صفر را لحاظ نمودند. خدامپیور و همکاران (۱۳۹۱) بخشی از دوران اقتصادی ایران را براساس رکود و رونق اقتصادی به دورههای ذیل تفکیک نموده اند:

۱- از سال ۱۳۷۳ تا ۱۳۸۲ دوران رکود نسبی

۲- از سال ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹ دوران رونق نسبی

در این پژوهش از دوران مزبور برای شناسایی رونق و رکود اقتصادی استفاده شده است. بدین ترتیب که سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۲ دوران رکود و عدد صفر و از سال ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹ دوران رونق و عدد یک را دریافت مینمایند.

۴-۶- الگوی پژوهش

برای آزمون فرضیه های مطرح شده، مطابق با پژوهش کلینز و همکاران (۲۰۱۲) از الگوی (۱)

استفاده شده است. برای آزمون فرضیه‌های یک تا شش، متغیرهای توصیف کننده مراحل چرخه عمر شرکت که در فرضیه‌های مزبور ذکر شده اند به جای TEST_VAR در الگوی (۱) قرار می‌گیرند. الگوی (۱) به شرح ذیل است:

الگوی (۱):

$$\begin{aligned} CFO_{it} = & \beta_0 + \beta_1 D_{it} + \beta_2 R_{it} + \beta_3 D_{it} * R_{it} + \beta_4 TEST_VAR_{it} + \beta_5 TEST_VAR_{it} * D_{it} \\ & + \beta_6 TEST_VAR_{it} * R_{it} + \beta_7 TEST_VAR_{it} * D_{it} * R_{it} + \beta_8 BM_{it} \\ & + \beta_9 ROS_{it} + \beta_{10} EXP_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

که در این الگو، CFO_{it} ، خالص جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت t در سال t ، D_{it} ، متغیر مجازی نشانگر خوش خبر بودن و بد خبر بودن محیط فعالیت اقتصادی شرکت t در سال t ، R_{it} ، بازده انباشته سالانه سهام شرکت t در سال t ، $TEST_VAR_{it}$ ، مکانی است که هر یک از متغیرهای اندازه، سن، مخارج سرمایه‌ای، رشد فروش، نسبت سود تقسیمی هر سهم و اهرم مالی قرار می‌گیرند. BM_{it} ، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت t در سال t ، ROS_{it} ، شاخص سودآوری عملیاتی شرکت t در سال t و EXP_{it} ، چرخه تجاری شرکت t در سال t است. برای رد یا عدم رد فرضیه‌های مذکور از ضریب β_7 الگوی (۱) استفاده می‌شود. در صورتی که ضریب β_7 در آزمون فرضیه یک، دو، پنج و شش منفی و معنی دار باشد، فرضیه‌های مزبور رد نمی‌شوند و در صورتی که این ضریب در آزمون فرضیه سه و چهار مثبت و معنی دار باشد، فرضیه‌های مزبور رد نمی‌گردند.

۷- یافته‌های پژوهش

یافته‌های پژوهش در دو بخش آمار توصیفی و نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها ارائه می‌شود.

۷-۱- آمار توصیفی

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش در جدول (۱) نشان داده شده است. با مشاهده ویژگی‌های توصیف کننده مراحل چرخه عمر شرکت به ویژه سن و نسبت سود تقسیمی هر سهم، میتوان دریافت که اکثر شرکت‌های عضو نمونه آماری در مرحله بلوغ قرار دارند. صحت این مطلب را می‌توان با توجه به میانگین ۳۶،۲۱ و میانگین ۳۸ برای متغیر سن و میانگین ۰،۶۳ و میانگین ۰،۶۸ نسبت سود تقسیمی هر سهم تایید نمود. در مبانی نظری چرخه عمر شرکت، عموماً شرکت‌هایی که دارای

سن بالای ۱۰ سال (هورنگرن و همکاران، ۲۰۰۶) و نسبت سود تقسیمی هر سهم ۵۰ تا ۱۰۰ درصد باشند را جزء شرکت های بالغ قلمداد میکنند (کرمی و عمرانی، ۱۳۸۹). از سوی دیگر میانگین مخارج سرمایه ای و رشد فروش شرکت به ترتیب ۰,۰۵ و ۰,۱۹۶ است. این موارد نیز شواهد دیگری در تایید مطلب مورد اشاره است.

جدول (۱): آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش

کشدگی	چولگی	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	میانه	میانگین	متغیر	
							نماد	عنوان
۲۵,۲۷	-۰,۲۱	۰,۲۸۴۶	-۲,۶۴	۲,۰۹	۰,۱۵۴	۰,۱۹۸۸	CFO	خالص جریان های نقدی عملیاتی
۱۸,۱۷	۳,۱۲	-۰,۸۱۱۱	-۰,۸۰	۶,۶۳۹	۱,۴۸۴۰	-۰,۳۲۷	R	بازده انباشته سالانه سهام
۱,۲۷	۰,۵۳	۰,۴۸	۰	۱	۰	۰,۲۷	D	خوش خبر بودن یا بد خبر بودن محیط اقتصادی
۴,۷۶	۱,۱	۱,۴۱	۱,۰-۸	۱۸,۱۹	۱۲,۶۱	۱۲,۸۷	SIZE	اندازه شرکت
۲,۶۸	-۰,۴۷	۱,۰-۱	۴	۵۷	۳۸	۳۶,۲۱	AGE	سن شرکت
۶,۵۷	۱,۶۱	۰,۰۵	-۰,۱	۰,۳۱	۰,۰۳۴	۰,۰۵	CAPEX	مخارج سرمایه ای
۹,۳۸	۱,۶۲	۰,۲۷	-۰,۵۹	۱,۸۳	۰,۱۶	۰,۱۹۶	SALE_GR	رشد فروش شرکت
۳,۲۷	-۰,۱۴	۰,۳	-۰,۰۹۸	۱,۸۸	۰,۶۸	۰,۶۳	DPRR	نسبت سود تقسیمی هر سهم
۲,۶۵	-۰,۲۹	۰,۱۵	۰,۲۶	۱,۰-۳	۰,۶۷	۰,۶۶	LEV	اهرم مالی شرکت
۴,۲۲	۱,۰۹	۰,۴۱	-۰,۸۴	۲,۱۲	۰,۴۳	۰,۵۳	BM	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام
۵۳,۰۰۸	۴,۶	۲۳,۸۵	-۴۶,۷۳	۳۵۵	۱۷,۴	۲۳,۲۳	ROS	شاخص سود آوری عملیاتی
۷,۱۲	-۲,۴۷	۰,۳۱	۰	۱	۱	۰,۸۸	EXP	چرخه تجاری

۷-۲- نتایج آزمون فرضیه ها

از آنجایی که در این پژوهش از دادههای ترکیبی برای برآورد الگوی به کار رفته برای آزمون فرضیهها استفاده شده است، از آزمون F لیمر برای تشخیص بین دادههای تلفیقی و تابلویی استفاده شد. نتایج حاصل از آزمون مزبور، حاکی از تلفیقی بودن دادهها است. همچنین با بررسی مفروضات رگرسیون خطی کلاسیک، فرض همسانی واریانس و عدم همخطی در الگو نقض گردید. برای رفع همخطی، متغیرهایی که باعث بروز همخطی شده بودند، حذف گردیدند. علاوه بر این، برای رفع ناهمسانی واریانس، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده گردید. نتایج مربوط به برازش

الگوی (۱) به منظور آزمون فرضیه های یک تا شش در جدول (۲) و (۳) ارائه شده است. در جدول (۲) نتایج حاصل از برآزش الگو برای آزمون فرضیه چهار تا شش آمده است. متغیرهایی که ضریبی برای آنها ذکر نشده است به دلیل ایجاد همخطی در الگو حذف شده اند.

جدول (۲) نتایج حاصل از آزمون فرضیه های یک تا سه

$CFO_{it} = \beta_0 + \beta_1 D_{it} + \beta_2 R_{it} + \beta_3 D_{it} * R_{it} + \beta_4 TEST_VAR_{it} + \beta_5 TEST_VAR_{it} * D_{it} + \beta_6 TEST_VAR_{it} * R_{it} + \beta_7 TEST_VAR_{it} * D_{it} * R_{it} + \beta_8 EM_{it} + \beta_9 ROS_{it} + \beta_{10} ENP_{it} + \epsilon_{it}$							
فرضیه سوم (CAPEX)		فرضیه دوم (AGE)		فرضیه اول (SIZE)		نام متغیر	
P-Value	ضریب برآورد شده	P-Value	ضریب برآورد شده	P-Value	ضریب برآورد شده	نماد	عنوان
۰.۰۰۰	۰.۰۰۴	۰.۰۰۰	۰.۰۰۷	۰.۰۰۰	-۰.۱۵	β_0	عرض از مبدا
۰.۹۷	۰.۰۰۰۵	۰.۶۵۱	۰.۰۰۷	۰.۰۷۴	-۰.۰۵	D_{it}	متغیر مجازی
۰.۰۰۰	۰.۰۲۱	۰.۰۰۰	۰.۰۲۱	۰.۰۰۰	۰.۰۲۴	R_{it}	بازده سهام
-	-	-	-	۰.۰۰۰	-۰.۲۸	$D_{it} * R_{it}$	عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی
۰.۰۰۰	۰.۲۴	۰.۵۶	-۰.۰۰۰۳	۰.۰۰۰	۰.۱۹	$TEST_VAR_{it}$	ویژگی های توصیف گر مراحل چرخه عمر
-	-	-	-	-	-	$TEST_VAR_{it} * D_{it}$	تاثیر ویژگی ها بر شرکت های با اخبار بد
-	-	-	-	-	-	$TEST_VAR_{it} * R_{it}$	تاثیر ویژگی ها بر بازده سهام
۰.۰۰۴	۰.۷۶	۰.۰۰۰	۰.۰۰۱	۰.۰۰۰	۰.۱۰۲	$TEST_VAR_{it} * D_{it} * R_{it}$	تاثیر ویژگی ها بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی
۰.۰۰۰	۰.۱۸۷	۰.۰۰۰	۰.۱۹۱۶	۰.۰۰۰	۰.۱۷۸	EM_{it}	نسبت ارزش دفتری با ارزش بازار
۰.۶۴	۰.۰۰۰۱	۰.۶۵	۰.۰۰۰۰۱	۰.۰۷۵	۰.۰۰۰۸	ROS_{it}	شاخص سودآوری عملیاتی
۰.۰۰۱	۰.۰۲۵	۰.۰۰۳	۰.۰۳۱	۰.۰۰۸	۰.۰۱۷	ENP_{it}	چرخه تجاری
۰.۱۸۴		۰.۱۸۳		۰.۲		R^2	ضریب تعیین تعدیل شده
۱.۷۷		۱.۷۷		۱.۸۱		D-W	آماره دوربین واتسن
۰.۰۰۰۰	۲۱.۳۹	۰.۰۰۰۰	۲۱.۱۸	۰.۰۰۰۰	۲۰.۸۵	F	آماره F

با مشاهده نتایج مندرج در جدول (۲)، ضریب متغیر تاثیر اندازه و سن شرکت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی مثبت و معنی دار است. این ضریب برای تاثیر اندازه (۰,۱۰۲) و تاثیر سن (۰,۰۰۱) است. این بدین معنی است که شرکت های با اندازه بزرگ تر و سن بیشتر از عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی بالاتری برخوردارند. بنابراین فرضیه پژوهشی یک و دوردمی

شوند. همچنین ضریب متغیر تاثیر مخارج سرمایه ای شرکت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی (۰,۷۶) مثبت و معنی دار است. این بدین معنی است که شرکت های با مخارج سرمایه ای بالاتر از عدم تقارن زمانی بالاتری برخوردارند. بنابراین فرضیه سوم رد نمیشود.

جدول (۳): نتایج حاصل از آزمون فرضیه های چهار تا شش

$$CFO_{it} = \beta_0 + \beta_1 D_{it} + \beta_2 R_{it} + \beta_3 D_{it} * R_{it} + \beta_4 TEST_VAR_{it} + \beta_5 TEST_VAR_{it} * D_{it} + \beta_6 TEST_VAR_{it} * R_{it} + \beta_7 TEST_VAR_{it} * D_{it} * R_{it} + \beta_8 BM_{it} + \beta_9 ROS_{it} + \beta_{10} EXP_{it} + \varepsilon_{it}$$

فرضیه ششم (LEV)		فرضیه پنجم (DPRR)		فرضیه چهارم (SALE_GR)		نام متغیر	
P-Value	ضریب برآورد شده	P-Value	ضریب برآورد شده	P-Value	ضریب برآورد شده	نماد	عنوان
۰.۰۰۰	۰.۱۴	۰.۰۰۰	۰.۱	۰.۰۰۰	۰.۰۷	β_0	عرض از مبدا
-	-	۰.۶۶	۰.۰۰۷	-	-	D_{it}	متغیر مجازی
۰.۰۰۰	۰.۰۲	۰.۰۰۰	-۰.۰۶	۰.۰۰۰	۰.۰۲	R_{it}	بازده سهام
۰.۰۶	-۰.۳۶	۰.۰۱	-۰.۲۶	۰.۰۲	۰.۰۸	$D_{it} * R_{it}$	عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی
۰.۰۰۰	-۰.۱	۰.۰۰۰	-۰.۰۵	۰.۰۰۰	-۰.۰۵	$TEST_VAR_{it}$	ویژگی‌های توصیف گر مراحل چرخه عمر
-	-	-	-	-	-	$TEST_VAR_{it} * D_{it}$	تاثیر ویژگی‌ها بر شرکت‌های با اخبار بد
-	-	۰.۰۰۰	۰.۱۲	-	-	$TEST_VAR_{it} * R_{it}$	تاثیر ویژگی‌ها بر بازده سهام
۰.۰۰۴	۰.۵۷	۰.۰۲	-۰.۲۶	۰.۰۴	-۰.۱۳	$TEST_VAR_{it} * D_{it} * R_{it}$	تاثیر ویژگی‌ها بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی
۰.۰۰۰	۰.۱۶	۰.۰۰۰	۰.۱۸۶	۰.۰۰۰	۰.۱۹	BM_{it}	نسبت ارزش دفتری یا ارزش بازار
۰.۰۰۶	-۰.۰۰۰۲	۰.۸۶	۰.۰۰۰۰۴	۰.۷۹	۰.۰۰۰۰۵	ROS_{it}	شاخص سودآوری عملیاتی
۰.۰۰۰	۰.۰۳	۰.۰۰۰	۰.۲۹	۰.۰۰۰	۰.۰۲	EXP_{it}	چرخه تجاری
۰.۲		۰.۱۹۵		۰.۲		R^2	ضریب تعیین تعدیل شده
۱.۸۲		۱.۷۵		۱.۷۵		D-W	آماره دورین وانسن
۰.۰۰۰۰		۰.۰۰۰۰		۰.۰۰۰۰		F	آماره F

با توجه به نتایج مندرج در جدول (۳)، ضریب متغیر تاثیر رشد فروش و نسبت سود تقسیمی هر سهم شرکت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی منفی و معنی دار است. این ضریب برای تاثیر رشد فروش (۰,۱۳-) و تاثیر نسبت سود تقسیمی هر سهم (۰,۲۶-) است. تفسیر این ضریب

برای متغیر تاثیر رشد فروش شرکت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی به این معنی است که شرکت های با رشد فروش بالاتر از عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی کمتری برخوردارند. بنابراین، فرضیه چهارم رد می شود. برای تاثیر نسبت سود تقسیمی هر سهم شرکت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی به این معنی است که شرکت های با نسبت سود تقسیمی هر سهم بالاتر از عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی کمتری برخوردارند. بنابراین، فرضیه پنجم نیز رد نمی شود. همچنین ضریب متغیر تاثیر اهرم مالی شرکت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی (۰٫۵۷) مثبت و معنی دار است. این بدین معنی است که شرکت های با اهرم مالی بالا از عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی بالاتری برخوردارند. براین اساس، فرضیه ششم نیز رد می شود.

علاوه بر این، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و چرخه تجاری در تمامی برآورد الگوی رگرسیونی برای آزمون فرضیهها، بر خالص جریانهای نقدی عملیاتی تاثیر مثبت و معنی دار دارند. اما شاخص سودآوری عملیاتی دارای تاثیر معنی داری بر خالص جریان های نقدی عملیاتی نمی باشد.

۸- نتیجه گیری

در بازار کارای سرمایه، تمامی اطلاعات و اخبار خوب و بد در دسترس همگان در قیمتتها(بازده) منعکس میشود. از سوی دیگر، جریانهای نقدی عملیاتی از عوامل مهم در تضمین حیات واحد تجاری است. بنابراین، وقوع همزمان بازده و جریانهای نقدی عملیاتی اهمیت فراوانی برای مشارکت کنندگان بازار سرمایه دارد. در محیطهای خوش خبر و بد خبر اقتصادی، این وقوع همزمان بصورت نامتقارن روی میدهد. از این عدم تقارن، به عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی یاد میشود. عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی منعکس کننده خصوصیات فرآیند بنیادی سودآوری عملیاتی شرکت است. این خصوصیات، تعیین کننده چگونگی ارزشگذاری و جریانهای نقدی عملیاتی در طول مراحل چرخه عمر شرکت است. در ادبیات حسابداری و مالی از ویژگیهای متداولی از قبیل اندازه، سن، مخارج سرمایه ای، رشد فروش، نسبت سود تقسیمی هر سهم و اهرم مالی برای اندازه گیری مراحل چرخه عمر شرکت استفاده میکنند. هر کدام از این ویژگیها بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی تاثیر متفاوتی دارند. بر این اساس، هدف از این پژوهش، بررسی تاثیر این ویژگیها بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی بود. بدین منظور شش فرضیه مطرح و از دادههای ۷۰ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۹ استفاده شد. نتایج حاکی از این است که تاثیر اندازه، سن، مخارج سرمایه ای و اهرم مالی شرکت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی مثبت و معنی دار و تاثیر رشد فروش و نسبت سودتقسیمی هر سهم منفی و معنی دار است. یافته های این پژوهش با یافته های کلینز و همکاران (۲۰۱۲) در دو فرضیه یکسان نیست. کلینز و همکاران (۲۰۱۲) به این نتیجه رسیدند که اندازه، سن و رشد فروش شرکت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی تاثیر

منفی و معنی دار و مخارج سرمایه ای تاثیر مثبت و معنی دار دارد. بنابراین، نتایج پژوهش حاضر در تاثیر دو ویژگی اندازه و سن شرکت با یافته های کلینز و همکاران (۲۰۱۲) یکسان نیستند.

۹- محدودیت های پژوهش

- ۱- در این پژوهش از روش حذف منظم برای نمونه گیری استفاده شده است و برخی از صنایع از نمونه آماری حذف شده اند، بنابراین نتایج قابلیت تعمیم به همه صنایع را ندارد. همچنین به دلیل در نظر نگرفتن اثرات خاص هر صنعت، ممکن است نتایج در هر صنعت متفاوت باشد.
- ۲- قلمرو زمانی پژوهش سال های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۹ است. بنابراین باید در تعمیم نتایج به سال های قبل و بعد از این بازه زمانی با احتیاط عمل شود.
- ۳- داده های پژوهش از بابت تورم تعدیل نشده اند و ممکن است با تعدیل آنها نتایج متفاوتی از نتایج فعلی حاصل شود.
- ۴- انجام پژوهش در حوزه چرخه عمر شرکت نیاز به قلمرو زمانی و مکانی کافی دارد، جامعه آماری این پژوهش (بورس اوراق بهادار تهران) دارای این محدودیت می باشد.
- ۵- عدم وجود شرکت های نوظهور و در حال رشد در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی پژوهش، به دلیل غیرفعال بودن معاملات سهام این شرکت ها بر نتایج به دست آمده تاثیر داشته است.

۱۰- پیشنهاد های کاربردی

- ۱- به مشارکت کنندگان بازار سرمایه پیشنهاد میشود که در تصمیمات اقتصادی خود درباره تخصیص منابع مالی و خرید و فروش سرمایه گذاری به این ویژگی های خاص شرکت و تاثیر آن بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی توجه کافی نمایند.
- ۲- به مدیران شرکت ها پیشنهاد می شود که در تصمیمات خود درباره سرمایه گذاری در دارایی های مولد و سرمایه در گردش، تامین مالی از طریق بدهی و افزایش بازار فروش محصولات خود به تاثیر این تصمیمات بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی توجه نمایند.
- ۳- به مجامع عمومی صاحبان سهام شرکت ها پیشنهاد می شود که در مورد تعیین میزان سود سهام و تاثیر آن بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی شرکت توجه نمایند.
- ۴- به مسئولین بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می شود که زمینه ورود شرکت های نوظهور و در حال رشد به بورس را فراهم نمایند.
- ۱۱- پیشنهاد هایی برای پژوهش های آتی
- ۱- به دلیل اینکه ویژگی های مذکور در بین صنایع گوناگون متفاوت است، پیشنهاد می شود که

این پژوهش به تفکیک صنایع انجام شود.

۲- تأثیر سایر ویژگی‌های مراحل چرخه عمر بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی مورد

بررسی قرار گیرد.

۱۱- منابع و مآخذ

۱. آستانه‌سهراب و روحاله قیطاسی، (۱۳۹۱). "اثر چرخه عمر واحد تجاری بر اقلام تعهدی اختیاری". مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۴(۱)، صص ۸۹-۱۰۴.
۲. بولو، قاسم؛ مرفوع، محمد و علیرضا ابوالحسنی طرقي، (۱۳۹۳). "رابطه بین بازده غیرعادی و حسابداری محافظه کارانه در بورس اوراق بهادار تهران". دانش حسابرسی، ش ۵۷، صص ۶۴-۲۷.
۳. خدای پور، احمد؛ کرمشاهی، بهنام و اعظم تفتیان، (۱۳۹۱). "بررسی رابطه محافظه‌کاری و رابطه ارزشی سود با چرخه تجاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۴(۳)، صص ۷۱-۸۶.
۴. خوارزمی، شهین دخت، (۱۳۷۱). "مدیریت و چرخه عمر سازمان". تدبیر، ش ۲۹، صص ۱۱-۱۵.
۵. دهدار، فرهاد، (۱۳۸۶). "طراحی و تبیین الگوهای برتر ارزش‌گذاری مبتنی بر عایدات حسابداری و جریان وجه نقد در فرآیند چرخه عمر شرکت"، رساله دکتری حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس، تهران.
۶. راسخی، سعید و امیر خانعلیپور، (۱۳۸۸). "تحلیل تجربی نوسانات و کارایی اطلاعات بازار سهام". فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران، ۱۳(۴۰)، صص ۵۷-۲۹.
۷. رحمانی، علی؛ مسجد موسوی، میرسجاد و روح الله قیطاسی، (۱۳۹۰). "بررسی رابطه سود آوری و بازده شرکت با توجه به چرخه عمر و اندازه شرکت"، تحقیقات حسابداری، شماره ۹، تهران.
۸. علوی، سید بابک (۱۳۸۰). "چرخه حیات سازمانها از تولد تا مرگ". توسعه مدیریت، ش ۲۸.
۹. قربانی، آرش، (۱۳۸۵). "بررسی رابطه سود و جریان های نقدی با ارزش شرکت در چارچوب چرخه عمر شرکت"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مشهد.
۱۰. قلی پور، ایرج و سیروس فتاحی، (۱۳۹۳). "بررسی محافظه کاری سود بر بازده سهام و ارزش دفتری سهام شرکت های درمانده مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". دانش حسابرسی، ش ۵۶، صص ۱۷۰-۱۴۳.
۱۱. کرمی، غلامرضا و حامد عمرانی، (۱۳۸۹). "تأثیر چرخه عمر شرکت و محافظه کاری بر ارزش شرکت". بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۷(۵۹)، صص ۷۹-۹۶، تهران.
۱۲. کرمی، غلامرضا و حامد عمرانی، (۱۳۸۹). "تأثیر چرخه عمر شرکت بر میزان مربوط بودن معیارهای ریسک و عملکرد". پژوهش‌های حسابداری مالی، ۲(۳)، صص ۴۹-۶۴، اصفهان.
۱۳. نمازی، محمد و زکیه شوشتریان، (۱۳۷۴). "بررسی کارایی بازار بورس اوراق بهادار ایران". فصلنامه علمی و پژوهشی تحقیقات مالی، ۲(۷ و ۸)، صص ۸۲-۱۰۴.

1- Adizes, I., (1979). "Organisational Passages: Diagnosing and Treating Life-Cycle Problems in Organisations". *Organisational Dynamics* 8, pp 3-25.

2- Aharony, J., Falk, H, and Yehuda, N. (2006). "Corporate Life Cycle and the Value Relevance of Cash Flow Versus Accrual Financial Information", *School of Economics and Management Bolzano, Italy, Working Paper No. 34.*

3- 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.

4- Ball, R., Kothari, S. P., Nikolaev., (2009). "Econometrics of the Basu Asymmetric Timeliness Coefficient and Accounting Conservatism". Working paper, University of Chicago and MIT.

5- Basu, S. (1997). "The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings". *Journal of Accounting and Economics*, Vol 24: 2, pp 3-37.

6- Black, E.L. (1998). "Life - Cycle Impacts on the Incremental Relevance of Earnings and Cash Flow Measures", *Journal of Financial Statement Analysis Fall*, pp.40-56.

7- Bushman, R., Z. Smith, F.Zhang.(2011)." Investment Cash Flow Sensitivities Really Reflect Related Investment Decisions". Working paper, University of North Carolina at Chapel Hill, University of Chicago and Yale School of Management.

8- Cao., Y. (2012). "MCELCCh-FDP: Financial distress Prediction with Classifier Ensembles Based on Firm Life Cycle and Choquet Integral" . *Expert Systems with Applications* **39**,pp 7041-7049

9- Chen, Y., R. Cheng, A. and Y., L., Hung., (2012). "Value of Cash Holding: the Impact of Cash from Operating, Investment and Financing Activities". National Cheng Kung University. Working Paper NO 48.

10- Collins, D. Hribar., P. and X. Tian, (2012). "Cross Sectional Variation Cash Flow Asymmetric Timeliness and Its Effect on the Earnings-Based Measure of Conditional Conservatism" .Working Paper. University of Iowa.

11- DeAngelo, H., DeAngelo, L., and M. S. Rene (2006), "Dividend Policy and the Earned/ Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory" *Journal of Financial Economics* **81**,pp 227-254.

12- Dechow, P., Ge, W., Schrand, C.,(2010), "Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences", *Journal of Accounting and Economics* **50**,344-401.

13- Fama, E. F., (1976) .*Foundation Of Finanacenew Work*, Basic Books Lnc.pp 136.165.

14- Financial Accounting Standards Board (2010). "Statement of Financial Accounting Concepts No. 8:The Objective of General Purpose Financial Reporting, and ,Qualitative Characteristics of Useful Financial Information".www.FASB.org.

15- Gardner, J. W. (1965). How To Prevent Organizational Dry Rot. Harper's Magazine.

16- Gort, M. and S. Klepper. (1982). "Time Paths in the Diffusion of Product Innovation. *Economic Journal* **92**,pp 630-653.

17- Haire, M. (1959). "*Biological Models and Empirical Histories in the Growth of Organizations: Model Organization Theory*". New York: John Wiley.

18- Horngren C. T., Datar S.M.,and M. V., Rajan. (2006)." *Cost accounting : a managerial emphasis*", 12th ed. Prentice Hall.

19- Kallunki J., and H., Silvola. (2008). "The Effect of Organizational Life Cycle Stage on the Use of Activity-Based Costing". *Management Accounting Research* **19**,pp 62-79.

20- Lundholm, R. and Sloan, R. (2007)."Equity valuation and analysis, 2nd Edition", McGraw-Hill, Irwin.

21- Mueller, D. C. (1972)." A Life Cycle Theory of the Firm", *Journal of Industrial Economics* **20**, pp199-219.

22- Ramalingegowda, S., Wang, C., an Y., Yu.(2013). "The Role of Financial Reporting Quality

in Mitigating the Constraining Effect of Dividend Policy on Investment Decisions”, *The Accounting Review* 88.

23- Stepanyan., G., G. (2010). “Firm Life Cycle and the Choice of the Form of Payout”. www.SSRN.com.

24- Thanatawee, Y. (2011). “Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand”. *International Journal of Financial Research*. 2(2). www.sciedu.ca/ijfr

25- Yan,Z (2010). “A New Methodology of Measuring Firm Life-Cycle Stsges”. *International journal of economic prespective*.

