

Risk taking behavior over firm's life cycle and its relation with financial performance using generalized method of moments (GMM)

Hamideh Esnaashari

Assistant professor, Accounting, Shahid beheshti university, Tehran, Iran

Azam Valizadeh Larijani*

Assistant professor, Accounting, Alzahra University, Tehran, Iran

Abstract

Risk taking behavior over firm's life cycle and its relationship with financial performance are examined in this research. Life cycle is one of the most important factors which determines properties of firm's behavior and affect its resource structure, empowerments and abilities. So an adjusted version of ROA with regard to industry effect is used to measure risk taking behavior; the pattern of cash flow in each category including operating, investing and financing and ROA proxy are considered to define life cycle and financial performance respectively. As a consequence, financial data for 150 firms during 2008 to 2015 with some considerations is collected. In order to include dynamic behavior of risk taking, generalized method of moments (GMM) is run to analyze data. The results reveal that firms show riskier behavior in introduction and decline phases in comparison with maturity phase. In addition, firms which are in introductory and decline phases operate much weaker than others from financial aspect.

Keywords: Risk Taking Behavior, Firm's Life Cycle, Financial Performance.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

* a.valizadeh@alzahra.ac.ir

پژوهش‌های حسابداری مالی
سال دهم، شماره اول، پیاپی (۳۵)، بهار ۱۳۹۷
تاریخ وصول: ۱۳۹۵/۰۵/۰۲
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۱۲/۲۰
صص: ۱-۱۸

رفتار ریسک‌پذیر طی چرخه عمر شرکت و اثر آن بر عملکرد مالی آتی به روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM)

حمیده اثنی‌عشری*، اعظم ولی‌زاده لاریجانی**

* استادیار، حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران

h_asnaashari@sbu.ac.ir

** استادیار، حسابداری، دانشگاه الزهراء (س)، تهران، ایران

a.valizadeh@alzahra.ac.ir

چکیده

چرخه عمر از مهم‌ترین عواملی است که ویژگی‌های رفتاری شرکت را تعیین می‌کند و بر ساختار منابع، قابلیت‌ها و توانمندی‌های آن اثرگذار است. در این پژوهش، رفتار ریسک‌پذیر طی چرخه عمر شرکت و رابطه این رفتار با عملکرد مالی آتی بررسی شد. به این منظور، رفتار ریسک‌پذیر با استفاده از نوسان‌های تعدیل‌شده نرخ بازده دارایی‌ها بر حسب صنعت، چرخه عمر با توجه به الگوی جریان‌های نقدی شرکت در طبقات عملیاتی، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی و عملکرد مالی از طریق نرخ بازده دارایی‌ها سنجیده شد. در این راستا، داده‌های ۱۵۰ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ (۱۲۰۰ شرکت-سال) با در نظر گرفتن برخی ویژگی‌ها آزمون شد. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته استفاده شد تا رفتار پویای متغیر ریسک‌پذیری مدنظر قرار داده شود. نتایج نشان داد شرکت‌ها در مراحل ظهور و افول ریسک بیشتری را در مقایسه با مرحله بلوغ می‌پذیرند. به علاوه، رفتار ریسک‌پذیر شرکت‌هایی که در مراحل ظهور و افول قرار دارند، عملکرد مالی ضعیف‌تری را در مقایسه با شرکت‌های فعال در مراحل رشد و بلوغ در دوره مالی بعد به همراه دارد.

واژه‌های کلیدی: رفتار ریسک‌پذیر، چرخه عمر شرکت، عملکرد مالی آتی

مقدمه

کرده‌اند که از جمله آنها می‌توان به انگیزه‌های پاداشی، ساختار و نوع مالکیت، ترکیب هیئت‌مدیره و چرخه عمر شرکت اشاره کرد [۱۱، ۳۴]. مطابق نظریه چرخه عمر، شرکت طی دوران حیات خود توانمندی‌ها و قابلیت‌های متفاوتی دارد که موجب می‌شود رفتار ریسک‌پذیر و عملکرد متفاوتی در مراحل عمر خود داشته باشد. به این ترتیب، شرکت در طول عمر خود ترکیب متفاوتی از منابع را نگهداری می‌کند که شیوه تعامل و مدیریت این منابع موجبات رشد او را فراهم می‌آورد. اگرچه در این تحلیل یک نکته را نباید از نظر دور داشت و آن، نگرش مدیریت به سود است؛ چنین نگرشی، پویایی رفتار ریسک‌پذیر شرکت را در پی دارد. به عبارتی دیگر، گاهی آنچه بهترین توضیح برای چرایی پذیرش سطوح مختلف ریسک از سوی مدیر است چیزی جز رفتار سابق مدیر و ویژگی‌های شخصیتی او نیست. بدین سبب، این پژوهش به دنبال پاسخگویی به این پرسش‌هاست که آیا چرخه عمر شرکت بر رفتار ریسک‌پذیر مدیر اثر دارد و آیا چنین رفتار ریسک‌پذیری با عملکرد شرکت مرتبط است. بدین منظور، ابتدا مبانی نظری و نتایج پژوهش‌های انجام‌شده در حوزه مرتبط ارائه می‌شود. سپس، روش پژوهش و الگوهای آزمون فرضیه‌ها بیان می‌شود؛ در پایان، نتایج پس از ارائه به شکل آماری، بحث و تفسیر می‌شوند.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

مطالعه‌های انجام‌شده در حوزه دانش سازمانی و مدیریت راهبردی بیان می‌کنند، شرکت همچون هر موجود زنده دیگری چرخه عمری دارد که نقش بسزایی در الگوی عملیاتی آن ایفا می‌کند. آگاهی از مفهوم چرخه عمر، مدیران را یاری می‌کند از منابع در

شناخت فرایند تصمیم‌گیری مدیران و عوامل مؤثر بر آن نقشی حیاتی در ارزیابی شرکت دارد. ترجیح‌های ریسکی و رفتار ریسک‌پذیر، شالوده اصلی تصمیم‌های مدیران است که پیامدهای مهمی بر رشد، عملکرد و تداوم حیات شرکت دارد. ریسک‌پذیری نشان می‌دهد مدیر چه اندازه متمایل است در ارتباط با سودها و جریان‌های نقدی مورد انتظار حاصل از سرمایه‌گذاری‌های جدید ابهام بپذیرد؛ از این رو، آنچه رفتار ریسک‌پذیر را سبب می‌شود، نگرش مدیران به اقدام‌های جدید و رفتارهای کارآفرین است [۳۵]. اگرچه پذیرش ریسک به منظور کسب منفعت صورت می‌پذیرد و رفتارهای جسورانه برای تحمل ریسک‌های زیان‌بار را در بر نمی‌گیرد [۳۷]. آنچه تحلیل چگونگی رفتار ریسک‌پذیر مدیر و آثار آن را به موضوعی قابل پژوهش بدل می‌کند، نظریه نمایندگی است؛ بر این اساس، مدیران برای آنکه منافع خود را در شرکت حفظ کنند سطوح متفاوتی از ریسک را می‌پذیرند و اغلب در پذیرش فرصت‌های سرمایه‌گذاری محافظه‌کارانه عمل می‌کنند. این در حالی است که سرمایه‌گذاران از سببی متنوع برخوردارند که به پشتوانه آن ریسک‌های مختص شرکت را متحمل نمی‌شوند و به همین سبب، تمایل دارند شرکت با پذیرش ریسک بیشتر و انجام طرح‌های پرخطر، به ثروت آنها بیفزاید [۲۰]. چنین مسأله‌ای زمینه‌ساز انجام پژوهش‌هایی شده است که عملکرد شرکت‌ها را در سطوح مختلف ریسک بررسی کرده‌اند. این پژوهش‌ها در کنار آنکه نشان داده‌اند شرکت‌ها اغلب ریسک پایین و یا متوسطی را می‌پذیرند، دلایل متفاوتی را برای پذیرش سطوح مختلف ریسک بیان

اندکی دارند، بر خلاف سطح هزینه‌هایشان که با تأسیس شرکت به‌طور مستمر واقع می‌شوند، از درآمد پایینی بهره‌مند هستند و نرخ شکست بالایی دارند. دارایی‌های در اختیار شرکت سهم کوچکی در تعیین ارزش آن دارند و صورت‌های مالی اطلاعات بسیار کمی را در خصوص ارزش‌گذاری شرکت در اختیار قرار می‌دهند؛ از این‌رو، آنچه مبنای پیش‌بینی وضعیت آتی شرکت قرار می‌گیرد، اغلب برآوردهای مدیریت است که آغشته به سوگیری است. در شرکت‌های نوظهور آنچه بیش از درآمدزایی و سود اهمیت دارد، نرخ رشد سود است؛ به همین سبب، کیفیت رشد سود در این شرکت‌ها اغلب مورد توجه مدیر و سرمایه‌گذاران است. سرمایه‌گذاری در این مرحله ممکن است به دلیل تنوع پایین محصولات، تجربه اندک اجرای کارآمد فرایند تولید و کمبود منابع، بازدهی منفی را به همراه داشته باشد [۱۹،۱۷].

مرحله رشد: شرکت‌ها در این مرحله با نوآوری در تولید محصول و تمایز محصولاتشان بزرگ‌تر می‌شوند؛ طراحی، تولید و فروش چنین محصولاتی نیازمند آن است که شرکت ظرفیت تولیدی خود را توسعه دهد و با تحصیل دارایی، رفتار ریسک‌پذیری را از خود به نمایش بگذارد. اگرچه، عده‌ای معتقدند تولید محصولات پیچیده نیازمند بهره‌گیری بیشتر از گروه مدیریتی متخصص در فرایند تصمیم‌گیری است و همین موضوع بروز رفتار محافظه‌کارانه شرکت در مرحله رشد را به دنبال دارد. از جمله ویژگی‌های شرکت‌هایی که در مرحله رشد قرار دارند آن است که اعداد مندرج در صورت‌های مالی آنها به‌ویژه درآمد و سود در طی یک دوره مالی تغییرات شگرفی می‌کنند. در این مرحله، شرکت اغلب برای تأمین سرمایه اقدام به عرضه مالکیت در بازارهای سرمایه

اختیار خود به شیوه‌ای بهینه استفاده کنند و از رقبای خود پیشی بگیرند که در ادامه به تبیین نظریه‌های آن پرداخته می‌شود.

نظریه چرخه عمر شرکت: بر اساس این نظریه، شرکت مراحل توسعه خود را از نقطه تولد تا افول به‌صورت ترتیبی و به‌شکل خطی و پیش‌بینی‌پذیر طی می‌کند؛ این مراحل، راهبردها، ساختار سرمایه، منابع، توانمندی‌ها و فعالیت‌های شرکت را شکل می‌دهند [۲۳].

نظریه منبع‌محور پویا: منابع منشاء اصلی ایجاد و حفظ مزیت رقابتی برای شرکت‌ها هستند؛ منابع در اختیار شرکت‌ها در دو طبقه قرار می‌گیرند: اول، منابعی که برای تحصیل مزیت‌های رقابتی از آنها بهره گرفته می‌شود و دوم، منابعی که برای کسب برتری عملکردی در بلندمدت نگهداری می‌شوند. ساختار منابع شرکت به تفکیک این دو طبقه، با گذشت زمان تغییر می‌کند و الگویی پویا دارد. با تغییر این ساختار، توانمندی‌ها و قابلیت‌های شرکت نیز دستخوش تغییر می‌شود و تغییرهای مراحل مختلف چرخه عمر شرکت را پدید می‌آورند [۲۲].

در متون نظری، چرخه عمر شرکت‌ها به چهار مرحله اصلی تقسیم شده است که هر مرحله ویژگی‌های معین و خاص خود را دارد. این مراحل عبارت‌اند از:

مرحله ظهور: در این مرحله، کسب و کارهای جوان و ایده‌مند تلاش می‌کنند خود را به بازار رقابت وارد کنند؛ به این ترتیب، به‌منظور کسب منابع برای دستیابی به اهداف راهبردی خود رفتار ریسک‌پذیری را نمایش می‌دهند. شرکت‌ها در این مرحله اندازه کوچکی دارند و اغلب از سرمایه‌های شخصی تأمین شده‌اند؛ این شرکت‌ها سابقه معاملاتی و عملیاتی

دارایی‌های در اختیارش است، حتی ممکن است شرکت با فروش دارایی‌ها و کاهش اندازه، ارزش بیشتری را در مقایسه با ادامه عملیاتش کسب کند. شرکت در این مرحله، با خطر تأمین مالی بیش از اندازه روبه‌روست و از آنجا که برای تسویه این بدهی‌ها نمی‌توان به رشد سودآوری آتی امید چندانی داشت، خطر ورشکستگی افزایش می‌یابد. در این مرحله، شرکت توان افزایش قیمت متناسب با رشد تورم را ندارد و حاشیه سودش کاهش می‌یابد و در برخی مواقع منفی می‌شود؛ با توجه به آنکه شرکت توان کسب بازده مناسب از دارایی‌های در اختیارش را ندارد، اقدام به فروش آنها و متعاقب آن کاهش اندازه می‌کند. چنانچه شرکت در این مرحله بدهی‌های چشمگیری نداشته باشد، آنگاه اقدام به افزایش نسبت سود تقسیمی می‌کند و حتی گاهی بخشی از سهام را نیز بازخرد می‌کند. شرکت در این مرحله به‌منظور بقا با پذیرش ریسک بیشتر فعالیت‌های پژوهش و توسعه خود را مجدد افزایش می‌دهد. عده‌ای معتقدند مدیر ممکن است به‌منظور حفظ منافع خود اقدام به سرمایه‌گذاری در طرح‌های با خالص ارزش فعلی منفی کند [۱۷، ۲۲].

مشکلات نمایندگی به سه دلیل در مرحله ظهور و رشد در مقایسه با دیگر مراحل کمتر است: اول، شرکت با فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور فراوانی روبه‌روست که ورود به آنها ضمن آنکه انتظارات رشد را تأمین می‌کند، سودآوری موردنظر مدیریت را نیز تحقق می‌بخشد؛ دوم، در این مراحل شرکت ترجیح می‌دهد با ورود به بازار سرمایه اقدام به تأمین مالی کند؛ بنابراین ناچار است انتظارات بازار را فراهم آورد و به سازوکارهای نظارتی آن عمل کند و سوم، مدیران در این مراحل هنوز سهم زیادی از سهام

می‌کند؛ ارزش بازار شرکت‌هایی که به‌طور عمومی معامله می‌شوند، بسیار بالاتر از ارزش دفتری آنهاست و علت آن چیزی جز اثر رشد نیست؛ شرکت در مرحله رشد (ذاتی یا بازار) اغلب نسبت کوچک‌تری از ارزشش (ذاتی یا بازار) را از طریق بدهی تأمین مالی می‌کند و علت اصلی آن وجود جریان‌های نقد مثبت حاصل از عملیات و نبودن جریان‌های نقد کافی حاصل از سرمایه‌گذاری‌هاست. در این مرحله نیز دارایی‌ها سهم اندکی در برآورد ارزش شرکت دارند؛ پیش‌بینی سودآوری آتی شرکت در این مرحله از اهمیت بسزایی برخوردار است، اگرچه نوسان سود چنین پیش‌بینی‌هایی را دشوار می‌سازد [۱۷].

مرحله بلوغ: در این مرحله شرکت وضع باثباتی دارد؛ حاشیه سود آن در ناحیه معینی تغییر می‌کند؛ از سابقه عملیاتی و معاملاتی مناسبی برای پیش‌بینی عملکرد و ارزش‌گذاری برخوردار است؛ بخش زیادی از ارزش آن از دارایی‌های منعکس در صورت‌های مالی حاصل می‌شود و نقش رشد آتی در ارزش آفرینی کاهش می‌یابد. به همین سبب، هنگامی که شرکت به مرحله بلوغ می‌رسد، نیاز به سرمایه‌گذاری مجدد کاهش می‌یابد و تنها تلاش می‌کند سرمایه‌گذاری فعلی‌اش را حفظ کند؛ به این ترتیب، به دلیل سودآفرینی و وجه نقد مثبت حاصل از عملیات، منابع بیشتری برای تسویه بدهی‌ها و توزیع سود بین سهامداران در اختیار شرکت قرار می‌گیرد. به همین سبب، در این مرحله، شرکت اغلب سیاست‌های تأمین مالی و سود تقسیمی خود را تغییر می‌دهد.

مرحله افول: شرکت با ورود به این مرحله به‌طور کامل ارزش رشدی خود را از دست می‌دهد. در این مرحله، نه تنها تمامی ارزش شرکت ناشی از

بالاتری را در مقایسه با شرکت‌هایی تجربه می‌کنند که مراحل بلوغ و رشد را پشت سر می‌گذارند. به این ترتیب، رابطه هزینه سرمایه با مراحل چرخه عمر شرکت از الگوی یوشکل تبعیت می‌کند. حبیب و حسن [۲۲]، رابطه ریسک‌پذیری و چرخه عمر را آزمون کردند. نتایج نشان داد ریسک‌پذیری شرکت در مراحل ظهور و افول در مقایسه با مراحل رشد و بلوغ بیشتر است. اگرچه پذیرش ریسک در مراحل افول و ظهور رابطه منفی با عملکرد شرکت دارد. پارکر [۱۳۰]، شیوه تأمین مالی شرکت‌ها در مراحل چرخه عمر را آزمون کرد. او نشان داد شرکت‌ها در مراحل نخستین ریسک و بازده بیشتری دارند؛ این شرکت‌ها در مقایسه با شرکت‌های بالغ، سرمایه خود را به میزان بیشتری از بازار سرمایه تأمین می‌کنند. راکا^{۱۴} و همکاران [۳۱]، تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها را در چرخه عمرشان آزمون کردند. آنها دریافتند سرمایه‌محور یا بانک‌محور بودن سیاست‌های تأمین مالی کشورها بر سیاست‌های تأمین مالی شرکت‌ها اثرگذار است؛ در کشورهایی که بازارهای پولی از قدرت بیشتری برخوردارند، شرکت‌ها در مراحل نخستین عمر خود ترجیح می‌دهند از طریق بدهی منابع خود را تأمین کنند. با بلوغ شرکت، ساختار سرمایه به تدریج اصلاح می‌شود و منابع داخلی سهم بیشتری را در تأمین سرمایه بر عهده می‌گیرند. مرادی و باقری [۷]، رابطه رشد با سودآوری را در مراحل چرخه عمر آزمون کردند. نتایج نشان داد چرخه عمر بر رابطه رشد با سودآوری اثر دارد؛ به گونه‌ای که این اثر در دوران افول بیشتر و در دوران بلوغ کمتر است. سرلک و همکاران [۵]، ساختار سرمایه را در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت بررسی کردند. آنها دریافتند شیوه تأمین مالی

انگیزشی شرکت را حفظ کرده‌اند که منافعشان را با شرکت همسو می‌سازد. این در حالی است که عده‌ای اعتقاد دارند تضاد منافع در مراحل اولیه شرکت به دلیل نگاه محافظه‌کارانه مدیران در انتخاب طرح‌ها و سیاست‌های سرمایه‌گذاری ناکارآمد، زیاد است [۱۲].

پژوهش‌های انجام‌شده در خصوص بررسی اثر چرخه عمر بر ویژگی‌های شرکت را می‌توان به سه حوزه تقسیم کرد: دسته اول، پژوهش‌هایی که تأثیر مراحل چرخه عمر را بر هزینه سرمایه، ساختار سرمایه و ریسک‌پذیری شرکت بررسی کرده‌اند. ظفر و همکاران [۴۰]، به بررسی ساختار سرمایه در مراحل مختلف عمر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس پاکستان طی سال‌های ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۳ پرداختند. نتایج پژوهش ایشان نشان می‌دهد اهرم مالی شرکت‌ها رابطه مثبت بااهمیتی با سن آنها دارد. به عبارت دیگر، شرکت‌هایی که در مرحله افول قرار دارند، نسبت به شرکت‌هایی که در مرحله ظهور قرار دارند، با سهولت بیشتری به تأمین منابع مالی خود می‌پردازند. گارسیا و همکاران [۲۱]، الگوی هزینه سرمایه را طی چرخه عمر شرکت و با لحاظ اثر تعدیلی نظام راهبری شرکتی آزمون کردند. آنها دریافتند شرکت‌ها در مرحله ظهور در مقایسه با مرحله بلوغ هزینه سرمایه بیشتری دارند؛ به علاوه، شرکت‌ها در مرحله بلوغ با وجود دسترسی به منابع ارزان‌قیمت‌تر در طرح‌های با خالص ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری می‌کنند که از جمله دلایل آن، کاهش توان نظام راهبری شرکتی آنهاست. حسن و همکاران [۲۳]، دریافتند چرخه عمر با هزینه سرمایه شرکت رابطه دارد؛ به گونه‌ای که شرکت‌هایی که در مرحله ظهور و افول قرار دارند، هزینه سرمایه

تأمین منابع مالی در اقدامات مربوط به مسئولیت‌پذیری اجتماعی سرمایه‌گذاری می‌کنند. همچنین، اندازه، سودآوری و منابع مالی راکد شرکت، رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و مرحله چرخه عمر را تعدیل می‌کند. چن [۱۶]، رابطه کنترل‌های داخلی را با کیفیت سود در مراحل مختلف چرخه عمر بررسی کرد. او دریافت کیفیت کنترل‌های داخلی در شرکت‌های بالغ می‌تواند کیفیت اقلام تعهدی را افزایش دهد، در حالی‌که چنین رابطه‌ای در شرکت‌های نوظهور و رشدی برقرار نیست. ماتینزو باستی [۲۸]، اثر چرخه عمر را بر پایداری سود آزمون کردند. آنها نشان دادند چرخه عمر بر پایداری سود اثرگذار است. عبدالله و صالح [۱۰]، گزارشگری محافظه‌کارانه را در چرخه عمر شرکت بررسی کردند. نتایج نشان داد سطح محافظه‌کاری سود در مراحل مختلف چرخه عمر متفاوت است. ایزدی‌نیا و همکاران [۲]، عدم تقارن زمانی جریان‌های نقد عملیاتی را در چرخه عمر شرکت آزمون کردند. آنها دریافتند چرخه عمر شرکت با عدم تقارن زمانی جریان‌های نقدی عملیاتی رابطه‌ای مثبت دارد. مرادی و اسکندر [۸] کیفیت سود را در مراحل مختلف چرخه عمر آزمون کردند. آنها دریافتند پایداری و پیش‌بینی‌کنندگی شرکت‌هایی که در مرحله افول قرار دارند، از دیگر شرکت‌ها کمتر است.

دسته سوم هم پژوهش‌هایی هستند که سیاست‌های تقسیمی سود را در چرخه عمر بررسی کرده‌اند. بیکر و کاپور [۱۲]، عوامل اثرگذار بر سیاست‌های تقسیمی سود را آزمون کردند. آنها دریافتند چرخه عمر یکی از عوامل مؤثر بر چگونگی توزیع سود است. کیوزکو [۲۶]، به بررسی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی پرداخت. نتایج نشان داد

شرکت‌ها در مراحل مختلف چرخه عمر تفاوتی ندارد و رفتار شرکت‌ها در تمامی مراحل از نظریه سلسله‌مراتبی تبعیت می‌کند. مهرانی و همکاران [۹]، رابطه چرخه عمر، ساختار سرمایه و ارزش شرکت را آزمون کردند. نتایج نشان داد ساختار سرمایه در شرکت‌های در حال رشد اثر بیشتری در مقایسه با شرکت‌های بالغ بر ارزش شرکت دارد. رستمی و همکاران [۴]، رابطه نرخ بازده دارایی‌ها را با مراحل چرخه عمر بررسی کردند؛ آنها نشان دادند عملکرد شرکت‌ها در مرحله رشد تفاوت معناداری با عملکرد آنها در مرحله افول و بلوغ دارد.

دسته دوم، پژوهش‌هایی که کیفیت گزارشگری شرکت‌ها را در مراحل مختلف چرخه عمر آزمون کرده‌اند. زیوهونگ و کی [۳۹] به بررسی مدیریت سود در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت‌ها پرداختند. آنها نشان دادند مدیریت اقلام تعهدی و مدیریت واقعی سود در شرکت‌هایی که در مرحله افول قرار دارند بیشترین میزان و در شرکت‌هایی که در مرحله رشد قرار دارند، کمترین میزان را به خود اختصاص داده‌اند. نگر و راده‌کریشنان [۲۹]، مدیریت سود واقعی را در شرکت‌های در مرحله ظهور، رشد و بلوغ، بررسی کردند. در این پژوهش برای تفکیک مراحل چرخه عمر از اجزای جریان‌های نقدی استفاده شده است. نتایج این پژوهش نشان داده است به‌طور متوسط، شرکت‌های در مرحله بلوغ تمایل بیشتری به استفاده از مدیریت واقعی سود دارند. حسن و حبیب [۲۴]، میزان مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها را در مراحل مختلف چرخه عمر با یکدیگر مقایسه کردند. نتیجه پژوهش ایشان نشان داد شرکت‌های در مرحله بلوغ نسبت به سایر شرکت‌ها به دلیل مزیت رقابتی و سهولت بیشتر در

مرحله رشد و بلوغ با عملکرد آتی آنها رابطه‌ای مستقیم و در مراحل ظهور و افول با عملکرد آتی رابطه‌ای معکوس داشته باشد.

فرضیه‌های پژوهش

به‌منظور پاسخ به پرسش‌های پژوهش و به‌پشتوانه مبانی نظری و ادبیات پژوهش، فرضیه‌های زیر تدوین شد:

فرضیه اول: شرکت‌ها در مرحله ظهور به‌طور معناداری رفتار ریسک‌پذیر دارند.

فرضیه دوم: شرکت‌ها در مرحله افول به‌طور معناداری رفتار ریسک‌پذیر دارند.

فرضیه سوم: ریسک‌پذیری رفتار شرکت‌ها در مرحله بلوغ در مقایسه با مرحله ظهور به‌طور معناداری کمتر است.

فرضیه چهارم: ریسک‌پذیری رفتار شرکت‌ها در مرحله بلوغ در مقایسه با مرحله افول به‌طور معناداری کمتر است.

فرضیه پنجم: رفتار ریسک‌پذیر شرکت در مرحله ظهور با عملکرد آتی رابطه منفی معنادار دارد.

فرضیه ششم: رفتار ریسک‌پذیر شرکت در مرحله رشد با عملکرد آتی رابطه مثبت معنادار دارد.

فرضیه هفتم: رفتار ریسک‌پذیر شرکت در مرحله بلوغ با عملکرد آتی رابطه مثبت معنادار دارد.

فرضیه هشتم: رفتار ریسک‌پذیر شرکت در مرحله افول با عملکرد آتی رابطه منفی معنادار دارد.

روش پژوهش

این پژوهش، از نظر فلسفه از نوع اثباتی، از نظر منطق اجرا از نوع قیاسی، از نظر هدف از نوع

شرکت‌ها در مرحله بلوغ به‌دلیل کاهش طرح‌های سودآور تمایل به توزیع سود بیشتر دارند. وانگ و همکاران [۳۸]، سیاست‌های تقسیمی سود شرکت‌ها را در مراحل چرخه عمرشان آزمون کردند. آنها دریافتند شرکت در مراحل اولیه عمرشان تمایل به پرداخت سود سهمی دارند؛ اگرچه با حرکت به سمت بلوغ با کاهش فرصت‌های رشد و افزایش سودآوری به میزان بیشتری سود نقدی توزیع می‌کنند. اعتمادی و همکاران [۱]، کاربرد نظریه چرخه عمر را در توضیح سیاست‌های تقسیمی سود بررسی کردند. نتایج حاکی از آن بود میانگین سود تقسیمی در مراحل رشد، بلوغ و افول متفاوت است. بر اساس آنچه بیان شد می‌توان نتیجه گرفت چرخه عمر بر ریسک شرکت اثرگذار است [۵]؛ به‌گونه‌ای که شرکت در مرحله ظهور [۳۱،۳۰،۲۱]، مرحله افول [۷،۲۲،۲۳] و مرحله رشد [۹،۳۰] در مقایسه با مرحله بلوغ ریسک بیشتری را متحمل می‌شود. به‌علاوه، چرخه عمر با عملکرد شرکت رابطه دارد؛ به این ترتیب که در مرحله رشد [۴،۲۲] و بلوغ [۲۲] در مقایسه با دیگر مراحل عملکرد مثبت‌تر است. چرخه عمر بر سیاست‌های تقسیم سود نیز اثرگذار است [۱،۱۴]؛ به طوری که شرکت در مرحله بلوغ با مازاد منابع روبه‌رو می‌شود و به‌دلیل کاهش فرصت‌های سرمایه‌گذاری ترجیح می‌دهد منابع را توزیع کند [۳۸،۲۶]. چرخه عمر با کیفیت گزارشگری و رفتار اطلاعاتی مدیران نیز رابطه دارد [۲۸،۲]؛ به این ترتیب که شرکت در مرحله بلوغ تمایل به کاهش کیفیت گزارشگری خود دارد [۱۶].

بنابراین، انتظار بر آن است شرکت‌ها در مرحله ظهور و افول در مقایسه با مرحله بلوغ رفتار ریسک‌پذیرتری داشته باشند و این ریسک‌پذیری در

$Risk_{it}$ = شاخص اندازه‌گیری رفتار ریسک‌پذیر شرکت i در دوره t است که به شیوه مندرج در الگوهای (۲) اندازه‌گیری شده است [۳۶]:

$$Risk_{it} = \frac{\text{الگوی}}{\sqrt{\frac{1}{T} \sum_{t=3}^t (Adj. ROA_{it} - \overline{Adj. ROA}_{iT})^2}} \quad (2)$$

$Adj. ROA_{it}$ = بازده تعدیل‌شده دارایی‌ها بر حسب صنعت است که از تفاوت بازده دارایی‌های شرکت i در سال t با میانگین بازده دارایی‌های صنعت همان شرکت در همان سال حاصل شده است؛ بازده دارایی‌ها از حاصل تقسیم سود پس از کسر مالیات شرکت i در سال t بر کل دارایی‌های همان شرکت در پایان سال t محاسبه شد.

LCS_{it} = دوره‌های عمر شرکت است که بر مبنای الگوی جریان‌های نقدی مندرج در نگاره (۱) اندازه‌گیری شده است [۱۸، ۱۵]:

توضیحی، از نظر فرایند اجرا از نوع کمی، از نظر زمان انجام از نوع طولی - گذشته‌نگر و از نظر روش گردآوری داده‌ها از نوع آرشیوی است [۳۳]. متغیرهای مستقل پژوهش، مراحل عمر شرکت شامل ظهور، رشد، بلوغ، افول و ریسک‌پذیری و متغیرهای وابسته عملکرد آتی و ریسک‌پذیری است. متغیرهای اهرم مالی، اندازه و نسبت سرمایه‌بری هم متغیرهای کنترلی هستند.

الگوهای پژوهش

به‌منظور آزمون رفتار ریسک‌پذیر شرکت در مراحل مختلف چرخه عمر (فرضیه‌های اول تا چهارم) از الگوی زیر استفاده شد [۲۲]:

$$Risk_{it} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^4 \beta_j LCS_{it} + \beta_5 size_{it} + \beta_6 Leverage_{it} + \beta_7 CAPEX_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

که در آن:

نگاره ۱- الگوی تعیین مراحل چرخه عمر

مراحل چرخه عمر						
جریان خالص وجوه نقد ناشی از						
نزول	افول	بلوغ	رشد	ظهور		
+	+	-	-	+	+	-
+	+	-	+	+	-	-
-	+	-	+	-	+	+
عملیات						
فعالیت‌های سرمایه‌گذاری						
فعالیت‌های تأمین مالی						

$size_{it}$ = اندازه شرکت است که از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت i در پایان سال t حاصل می‌شود.

$Leverage_{it}$ = نسبت بدهی به کل دارایی‌های شرکت i در پایان سال t است.

$CAPEX_{it}$ = سرمایه‌بری شرکت است که از تقسیم خالص دارایی‌های ثابت شرکت i بر ارزش دفتری کل دارایی‌های همان شرکت در پایان سال t حاصل شد.

به‌منظور تطبیق صورت جریان وجوه نقد شرکت‌ها با استانداردهای بین‌المللی، مالیات بر درآمد پرداختی در طبقه جریان خالص وجوه نقد ناشی از عملیات، بازده حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها در طبقه وجوه نقد ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و سود پرداختی بابت تأمین مالی در طبقه وجوه نقد ناشی از فعالیت‌های تأمین مالی طبقه‌بندی شدند. به‌علاوه، شرکت‌هایی که در مرحله نزول قرار داشتند، نیز در طبقه افول منظور شدند.

۴- در گروه شرکت‌های فعال در صنعت واسطه‌گری‌های مالی نباشد. علت چنین موضوعی آن است که ماهیت عملیات و الگوی جریان‌های نقدی این شرکت‌ها با شرکت‌های تولیدی تفاوت دارد. به این ترتیب تعداد ۱۵۰ شرکت (۱۲۰۰ شرکت - سال) نمونه پژوهش در نظر گرفته شد.

مبانی نظری پژوهش از کتاب‌ها و مجله‌های تخصصی فارسی و انگلیسی و داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها با مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، بانک جامع اطلاعاتی پایگاه اینترنتی سازمان بورس و اوراق بهادار و نرم‌افزار ره‌آورد نوین گردآوری شد. داده‌های پژوهش نیز با استفاده از نرم‌افزار استاتا نسخه ۱۴ تجزیه و تحلیل شدند.

روش آزمون فرضیه‌های پژوهش

ابتدا پایایی متغیرهای پژوهش با استفاده از آزمون فیشر بررسی شد؛ نتایج حاکی از آن بود متغیرها در سطح پایا هستند؛ بنابراین، نیازی به انجام آزمون هم‌انباشتگی نبود و از سطح متغیرها استفاده شد. سپس، با توجه به نتایج آزمون‌های چاو (ضریب لاگرانژ)، هاسمن و آزمون باقیمانده‌های الگو، از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) در داده‌های پانل (روش آرلانو- بوند (۱۹۹۱)) استفاده شد تا ضرایب الگوی سازگار، بدون تورش و کارا (BLUE) باشند. مادامی که به دلیل رفتار پویای متغیر وابسته، وقفه متغیر وابسته در سمت راست الگو ظاهر می‌شود، برقرار نبودن برخی مفروضات رگرسیون موجب تورش دار و ناسازگار شدن تخمین زننده OLS می‌شود. به همین دلیل، برای برآورد این الگوها روش‌های دیگری مانند متغیرهای ابزارهای پیشنهاد

برای آزمون فرضیه‌های پنجم تا هشتم پژوهش نیز از الگوی (۳) استفاده شد [۲۲]:

$$\text{ROA}_{it+1} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^{j=4} \beta_j \text{LCS}_{it} + \beta_5 \text{Risk}_{it} + \sum_{k=6}^{k=9} \beta_k \text{LSC}_{it} * \text{Risk}_{it} + \beta_{10} \text{size}_{it} + \beta_{11} \text{Leverage}_{it} + \beta_{12} \text{CAPEX}_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

ROA_{it+1} = شاخص عملکرد آتی شرکت است که از تقسیم بازده دارایی‌های شرکت i در سال $t+1$ حاصل شده است.

به‌منظور آزمون‌های تکمیلی فرضیه‌های اول و دوم پژوهش از الگوی (۴) استفاده شد [۲۲]:

$$\text{Risk}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{RE}_{it} + \beta_2 \text{size}_{it} + \beta_3 \text{Leverage}_{it} + \beta_4 \text{CAPEX}_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

RE_{it} = شاخص سنجش چرخه عمر شرکت است که از تقسیم سود و زیان انباشته بر کل دارایی‌های شرکت i در پایان سال t حاصل شده است.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند. نمونه آماری پژوهش نیز به روش غربالگری و با در نظر گرفتن ویژگی‌های زیر تعیین شد:

۱- نام شرکت تا پایان سال مالی ۱۳۸۷ در فهرست شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران درج شده باشد و تا پایان سال مالی ۱۳۹۴ در فهرست باقی مانده باشد.

۲- دوره مالی آن منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.

۳- طی دوره زمانی مورد بررسی، تغییر سال مالی یا فعالیت نداده، حذف نشده و یا توقف فعالیت نداشته باشد.

چهارم پژوهش رد نمی‌شوند. به‌منظور آزمون فرضیه‌های پنجم تا هشتم نیز ضرایب β_6 تا β_9 در الگوی (۳) آزمون می‌شوند. چنانچه ضرایب β_6 و β_9 منفی و معنادار باشند، فرضیه‌های پنجم و هشتم رد نمی‌شوند و چنانچه ضرایب β_7 و β_8 مثبت و معنادار باشند، فرضیه‌های ششم و هفتم رد نمی‌شوند. در آزمون تکمیلی نیز ضریب β_1 در الگوی (۴) بررسی می‌شود؛ مثبت و معنادار بودن این ضریب موجب می‌شود فرضیه‌های اول و دوم رد نشوند.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرها به شرح نگاره (۲) است:

نگاره ۲- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

شرح متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
ریسک‌پذیری (Adj.Risk)	۰/۰۵	۰/۰۴	۰/۸۲	۰	۰/۰۵
چرخه عمر- ظهور (Intro)	۰/۰۸	۰	۱	۰	۰/۲۷
چرخه عمر- رشد (Growth)	۰/۱۱	۰	۱	۰	۰/۳۱
چرخه عمر- بلوغ (Maturity)	۰/۵۳	۱	۱	۰	۰/۴۹
چرخه عمر- افول (Decline)	۰/۲۸	۰	۱	۰	۰/۴۴
اندازه شرکت (Size)	۱۳/۶۴	۱۳/۵	۱۹/۱	۹/۸	۱/۵
هرم مالی (leverage)	۰/۶۸	۰/۶۵	۳/۰۶	۰/۰۶	۰/۳۱
نسبت سود انباشته به دارایی (RE)	۰/۰۵	۰/۰۹	۰/۶۶	-۲/۸	۰/۳۲
نرخ بازده دارایی (ROA)	۰/۰۸	۰/۰۶	۲/۱	-۰/۵۸	۰/۱۵

منبع: یافته‌های پژوهش

شده است؛ اما از آنجا که تعداد برآوردهای به‌دست آمده بر اساس این متغیرها برای یک شاخص به‌خصوص زیاد است، روش گشتاوری تعمیم‌یافته که گاه آن را الگوی پانلی پویا نیز می‌نامند، به‌عنوان یک روش جایگزین برای برآوردیابی الگوهای رگرسیون خطی پانلی پویا ارائه می‌شود. در این نوع برآورد از آزمون سارگان برای بررسی معتربودن ماتریس ابزارها و عدم همبستگی آنها با اجزای اخلاص استفاده می‌شود [۳]. به‌منظور آزمون فرضیه‌های اول تا چهارم، ضرایب β_1 تا β_4 در الگوی (۱) بررسی می‌شود؛ چنانچه ضرایب β_1 و β_4 مثبت و معنادار باشند، فرضیه‌های اول و دوم پژوهش رد نمی‌شوند؛ چنانچه ضریب β_3 به‌طور معناداری از ضرایب β_1 و β_4 کوچک‌تر باشد (آزمون والد)، فرضیه سوم و

داد که نمی‌توان با تبدیل، رفتار این متغیر را بهبود داد.

به‌منظور بررسی بیشتر، آمار توصیفی متغیر ریسک‌پذیری در هر یک از مراحل چرخه عمر نیز محاسبه شد که در نگاره (۳) ارائه شده است:

بررسی شاخص‌های مرکزی و پراکنندگی نشان داد بخش عمده‌ای از شرکت‌های نمونه در مرحله بلوغ قرار دارند؛ این در حالی است که کمترین سهم به مرحله ظهور تعلق دارد. بررسی توابع مختلف به‌منظور هموارسازی رفتار متغیر ریسک‌پذیری نشان

نگاره ۳- آمار توصیفی متغیر ریسک‌پذیری به تفکیک مراحل چرخه عمر

شرح متغیر	میانگین	میان	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
چرخه عمر - ظهور (Intro)	۰/۰۳۵	۰/۰۴۷	۰/۲۱	۰	۰/۰۴۲
چرخه عمر - رشد (Growth)	۰/۰۴۶	۰/۰۳۳	۰/۳۱	۰	۰/۰۴۴
چرخه عمر - بلوغ (Maturity)	۰/۰۴۷	۰/۰۳۷	۰/۷۶	۰	۰/۰۴۷
چرخه عمر - افول (Decline)	۰/۰۶۲	۰/۰۴۱	۰/۸۲	۰	۰/۰۸۳

منبع: یافته‌های پژوهش

بازده در مرحله بلوغ و سپس رشد نصیب شرکت‌ها می‌شود.

نتایج آزمون فرضیه‌ها

فرضیه‌های اول و دوم

برای آزمون این فرضیه‌ها از الگوی (۱) استفاده شد؛ نتایج آزمون این الگو در نگاره (۴) ارائه شده است:

شاخص‌های مندرج در نگاره (۳) حاکی از آن است که شرکت‌ها در مرحله افول ریسک‌پذیری را در مقایسه با دیگر مراحل چرخه عمر می‌پذیرند. تحلیل متغیر اندازه شرکت در مراحل مختلف چرخه عمر بیانگر آن بود که شرکت‌ها با حرکت در مراحل مختلف چرخه عمر شامل ظهور، رشد و بلوغ، اندازه بزرگتری را می‌پذیرند، اما در مرحله افول اندازه آنها به‌طور میانگین کاهش می‌یابد. به علاوه، بیشترین نرخ

نگاره ۴- نتایج آزمون فرضیه‌های اول و دوم به روش پانلی پویا

شرح	ضریب	شرح	ضریب
وقفه اول پیشین ریسک‌پذیری	0/65***	اندازه (Size)	۰/۰۲۴***
وقفه اول پیشین مرحله ظهور (L.intro)	۰/۰۱۴***	اهرم مالی (Leverage)	۰/۰۴۸***
مرحله رشد (Growth)	-۰/۰۱۱**	نسبت سرمایه‌بری (Capx)	۰/۰۴۴***
مرحله بلوغ (Maturity)	۰/۰۱۲***	عرض از مبدا	۰/۳۸***
وقفه اول پیشین مرحله افول (Decline)	۰/۰۱۴***		
آماره	۷۰۳***	تعداد ابزارها:	۶۹
	۸۸۲***	آماره سارگان:	

***، **، * و * به ترتیب معنادار در سطح ۱٪، ۵٪ و ۱۰٪

منبع: یافته‌های پژوهش

به مراحل ظهور و افول به‌طور آتی با رفتار ریسک‌پذیری همراه نیست و پس از گذشت یک دوره می‌توان رفتار ریسک‌پذیری را مشاهده کرد. نتایج نشان می‌دهد با افزایش اندازه شرکت و اهرم مالی سطح ریسک‌پذیری شرکت کاهش می‌یابد. این در حالی است که افزایش دارایی‌های ثابت شرکت با رفتار ریسک‌پذیری همراه است. آماره سارگان نیز نشان داد

سطح معناداری آماره والد بیانگر آن است که الگو تغییرات در واریانس متغیر وابسته را به شیوه‌ای مناسب تبیین کرده است. نتایج برآورد نشان داد وقفه اول پیشین متغیر مرحله ظهور (β_1) و وقفه اول پیشین متغیر افول (β_4) مثبت و معنادار (در سطح ۱٪) هستند؛ به این معنی که شرکت‌ها در مراحل ظهور و افول رفتار ریسک‌پذیری دارند؛ البته ورود

ابزارهای تعیین شده باکمک الگوی گشتاورهای تعدیل شده مناسب هستند و با جملات اخلاص الگو همبستگی ندارند. به این ترتیب، فرضیه‌های اول و دوم پژوهش رد نشدند.

نگاره ۵- نتایج آزمون فرضیه‌های اول و دوم به روش پانلی پویا- آزمون‌های تکمیلی

شرح	ضریب	شرح	ضریب
وقفه اول پیشین ریسک‌پذیری (Risk.Adj)	۰/۹۵***	اندازه (Size)	۰/۰۹***
چرخه عمر شرکت (RE)	۰/۰۳*	عرض از مبدأ	۰/۱۸***
وقفه اول پیشین چرخه عمر شرکت (L.RE)	-۰/۰۸***		
اهرم مالی (Leverage)	۰/۰۶۷***		
آماره والد: ***	تعداد ابزارها: ۶۶	آماره سارگان: ***	۳۳۴
***، ** و * به ترتیب معنادار در سطح ۱٪، ۵٪ و ۱۰٪			

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج مندرج در نگاره بالا نشان می‌دهد شرکت‌ها با حرکت در چرخه عمر خود رفتار ریسک‌پذیرتری را ارائه می‌کنند؛ به این ترتیب، دو فرضیه اول از منظر کلی رد نمی‌شوند، اگرچه این متغیر نمی‌تواند تفکیک مناسبی از مراحل مختلف چرخه عمر ارائه دهد.

فرضیه‌های سوم و چهارم برای آزمون این فرضیه از الگوی (۱) استفاده شد. تفاوت ضرایب الگوی برآوردشده و آزمون معناداری این تفاوت در نگاره (۶) ارائه شده است:

نگاره ۶- نتایج آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم

متغیرها	آماره خی دو	سطح معناداری
مرحله ظهور- مرحله بلوغ	۱۳/۹۷	۰/۰۰۰۲
مرحله افول- مرحله بلوغ	۲۵/۴۲	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

با مرحله ظهور و افول کمتر است؛ بنابراین، فرضیه سوم و چهارم پژوهش رد نشدند.

فرضیه‌های پنجم تا هشتم

برای آزمون این فرضیه‌ها از الگوی (۳) استفاده شد؛ ضرایب برآوردشده، سطح معناداری ضرایب و شاخص‌های سنجش توانمندی الگو در نگاره (۷) ارائه شده است:

سطح معناداری آماره خی دو بیانگر آن است که ضریب متغیر مرحله بلوغ با ضریب وقفه اول پیشین متغیر مرحله ظهور تفاوت معناداری در سطح ۱٪ دارد؛ به علاوه، ضریب این متغیر با ضریب وقفه اول پیشین متغیر مرحله افول نیز تفاوت معناداری در سطح ۱٪ دارد؛ به این معنی که رفتار ریسک‌پذیر شرکت‌ها در مرحله بلوغ به طور معناداری در مقایسه

نگاره ۷: نتایج آزمون فرضیه‌های پنجم تا هشتم به روش پانلی پویا

شرح	ضریب	شرح	ضریب
بازده دارایی (ROA)	۰/۲۲***	Decline	۰/۰۸
مرحله ظهور	L.intro	Risk.Adj*Decline	-۰/۱۵**
	Risk.Adj*L.intro	اهرم مالی (Leverage)	۰/۰۸***
مرحله رشد	Growth	اندازه (Size)	۰/۰۳***
	Risk.Adj*Growth	عرض از مبدأ	-۰/۵۱***
مرحله بلوغ	Maturity		
	*Maturity		
آماره والد:	۹۶***	تعداد ابزارها:	۸۴
		آماره سارگان:	۳۶۸**

***، ** و * به ترتیب معنادار در سطح ۱٪، ۵٪ و ۱۰٪.

منبع: یافته‌های پژوهش

اندازه‌ای نیست که از منظر آماری معنادار باشد. به‌علاوه، نتایج آزمون تکمیلی نشان داد رابطه رفتار ریسک‌پذیری شرکت در مراحل ظهور و افول با نرخ بازده آتی دارایی به‌طور معناداری (در سطح ۵٪) از مراحل رشد و بلوغ بیشتر است. به این ترتیب، فرضیه‌های ششم و هفتم رد شد که بیان می‌داشتند رفتار ریسک‌پذیری شرکت‌ها در مرحله رشد و بلوغ عملکرد مثبتی را به‌همراه دارد؛ اما فرضیه‌های پنجم و هشتم رد نشد که بیان می‌کردند رفتار ریسک‌پذیری شرکت‌ها در مرحله ظهور و افول با نرخ بازده آتی دارایی همبستگی منفی و معنادار دارد. آماره سارگان نیز حاکی از آن بود که ابزارهای تعیین‌شده با کمک الگوی گشتاورهای تعدیل‌شده مناسب هستند و با جملات اخلاص الگو همبستگی ندارند.

نتیجه‌گیری

چرخه عمر شرکت، مفهومی پیچیده و چندبعدی است که توجه زیادی را در مقالات به خود جلب کرده است؛ به‌گونه‌ای که رفتار بسیاری از متغیرها از جمله تولید، تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی،

سطح معناداری آماره والد بیانگر آن است که الگو تغییرات در واریانس متغیر وابسته را به شیوه‌ای مناسب تبیین کرده است. نتایج برآورد الگو حاکی از نقش ناپایدار متغیر سرمایه‌بری بود؛ به‌همین دلیل، این متغیر از الگو حذف شد. نتایج مندرج در نگاره بالا نشان می‌دهد ضریب متغیرهای مراحل چرخه عمر به‌تنهایی رابطه معناداری با نرخ بازده دارایی‌ها در دوره بعد ندارند؛ به این معنی که چرخه عمر به تنهایی و بدون در نظر گرفتن عوامل دیگر نمی‌تواند با نرخ بازده آتی دارایی همبستگی معناداری داشته باشد. این در حالی است که ضرایب رفتار ریسک‌پذیری در مراحل ظهور و افول رابطه منفی و معناداری (به ترتیب در سطوح ۱٪ و ۵٪) با نرخ بازده دارایی در دوره آتی دارند؛ بنابراین، افزایش رفتار ریسک‌پذیری در این مراحل با کاهش نرخ بازده دارایی در دوره بعد همبستگی دارد. این در حالی است که ضرایب رفتار ریسک‌پذیری شرکت‌ها در مراحل رشد و بلوغ گرچه مثبت است، اما معنادار نیست؛ بنابراین، ریسک‌پذیری شرکت در این مراحل گرچه با نرخ بازده دارایی رابطه مثبت دارد، اما این رابطه به

به‌طور کامل ارزش رشدی خود را از دست می‌دهد و با مازاد منابعی روبه‌رو می‌شود که توان کسب بازدهی مناسب از آنها را ندارد؛ مدیر در این مرحله، به‌منظور حفظ بقا مجدداً ریسک‌پذیر رفتار می‌کند؛ اینکه چنین رفتاری چگونه بر عملکرد اثر می‌گذارد محل تأمل است [۲۳].

در این مقاله رفتار ریسک‌پذیر شرکت در مراحل مختلف چرخه عمر بررسی و اثر این رفتار بر عملکرد مالی آتی شرکت آزمون شد. اگرچه عوامل متعددی همچون، الگوهای انگیزشی، سازوکارهای نظارتی درونی و بیرونی، شرایط اقتصادی بر رفتار ریسک‌پذیر شرکت اثر دارند، اما هدف پاسخگویی به این پرسش‌ها بود که آیا چرخه عمر بر تصمیمات عملیاتی، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت اثر می‌گذارد و آیا توان شرکت‌ها در کسب بازدهی تابعی از مرحله‌ای است که شرکت در چرخه عمر خود در آن قرار دارد. به این منظور، رابطه نوسان‌های نرخ بازده دارایی‌ها و وقفه پسین آن با مراحل مختلف چرخه عمر شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ در نمونه‌های انتخابی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران آزمون شد. نتایج نشان داد شرکت‌ها در مرحله ظهور و افول رفتاری ریسک‌پذیر دارند، اگرچه ورود به مرحله ظهور و افول با یک دوره تأخیر بر رفتار ریسک‌پذیر شرکت اثر می‌گذارد. به‌علاوه، ریسک‌پذیری رفتار شرکت در مراحل ظهور و افول در مقایسه با مرحله بلوغ به‌طور معناداری بیشتر است. این نتایج با یافته‌های پژوهش‌های [۹، ۳۱، ۳۰، ۲۲، ۲۳، ۲۱، ۴۰] سازگار است که بیان می‌کردند شرکت‌ها در مراحل ظهور و افول در مقایسه با مرحله بلوغ، رفتار ریسک‌پذیرتری دارند. نتایج آزمون رابطه عملکرد آتی شرکت با رفتار

الگوی یادگیری، سهم از بازار و توان رقابت شرکت به آن نسبت داده شده است. تصمیم‌گیری در دنیایی که با بی‌اطمینانی روبه‌روست، مدیر را در برابر انگیزه‌ها و تمایلاتش قرار می‌دهد و بر انتخاب‌های او اثر می‌گذارد [۱۹]. مدیر در برابر ریسک‌های خاص شرکت قرار دارد و ترجیح می‌دهد تصمیمات محافظه‌کارانه‌ای اتخاذ کند. این در حالی است که سرمایه‌گذاران می‌توانند با ساخت سبدهای متنوع از ریسک‌های خاص شرکت دوری کنند؛ به این سبب، تمایل دارند مدیر در تصمیماتش رفتاری جسورانه را به نمایش بگذارد. چنین موضوعی اذهان را به این سو می‌برد که چه عواملی بر پذیرش سطوح متفاوتی از بی‌اطمینانی نسبت به سود و جریان‌های نقدی مورد انتظار آتی مدیر اثرگذار است. به عبارتی، چرا مدیران بنگاه‌های مختلف در پذیرش ریسک و ارائه رفتار ریسک‌پذیر در مراحل مختلف چرخه عمر متفاوت عمل می‌کنند. شرکت ترکیب متفاوتی از منابع را در طول حیاتش برای کسب مزیت‌های رقابتی و عملکردی نگهداری می‌کند؛ تغییر ساختار منابع شرکت، قابلیت‌ها و ویژگی‌های آن را تغییر می‌دهد و مراحل مختلف در دوره حیاتش را شکل می‌دهد. شرکت‌ها اغلب تصمیم‌های سرمایه‌گذاری‌شان را در مراحل ظهور و رشد با جسارت بیشتری اتخاذ می‌کنند و رفتار ریسک‌پذیرتری را به نمایش می‌گذارند. هنگامی که شرکت به مرحله بلوغ می‌رسد نقش دارایی‌های منعکس در ترازنامه در ارزش‌گذاری آن برجسته می‌شود و حاشیه سودش در محدوده معین و پیش‌بینی‌پذیری تغییر می‌کند [۱۷]. شرکت در این مرحله، به دلیل سهولت بیشتر در دسترسی به منابع، افزایش ظرفیت بدهی و کاهش ریسک عملکرد مثبتی را به نمایش می‌گذارد. شرکت با ورود به مرحله افول

محصول به‌دست آورده باشد و هرچه از سابقه معاملات و عملیاتی غنی‌تری برخوردار باشد، تحلیلگران بیشتری به آن می‌پردازند و شکاف اطلاعاتی آن کاهش بیشتری می‌یابد؛ به‌همین سبب، شایسته است سرمایه‌گذاران در برآورد انتظارات خود در خصوص تعیین هزینه سرمایه و سیاست‌های تقسیمی سود چرخه عمر شرکت را مدنظر قرار دهند تا بتوانند سرمایه‌شان را به شیوه‌ای کارآمد بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری توزیع کنند. از آنجایی که چرخه عمر شرکت بر ریسک ذاتی و مالی شرکت‌ها اثر می‌گذارد و تخصیص بهینه سرمایه نیازمند توجه سرمایه‌گذاران به مرحله چرخه عمر و ویژگی‌های مرتبط با آن است، پیشنهاد می‌شود سازمان بورس و اوراق بهادار قالب گزارش هیئت‌مدیره به مجمع عمومی صاحبان سهام را به‌گونه‌ای تغییر دهد که مرحله چرخه عمر شرکت در آن افشا شود تا اطلاعات بیشتری در خصوص شرکت به تحلیلگران و سرمایه‌گذاران ارائه شود. این پژوهش نیز همانند هر پژوهش دیگری در مسیر خود با محدودیت‌هایی روبه‌رو بود که موجب می‌شود تفسیر نتایج آن با احتیاط صورت پذیرد. از جمله آنکه، شاخص‌های متفاوتی برای سنجش ریسک وجود دارد که در این پژوهش از نوسان نرخ بازده دارایی‌ها استفاده شد (هرچند به‌منظور تقویت نتایج، این شاخص تعدیل شد)؛ اثر سازوکارهای نظارتی از قبیل بستر قانونی، ساختار مالکیت، حساسی مستقل بر نتایج کنترل نشد و به انگیزه‌های مدیریت در مراحل مختلف توجهی نشد؛ اما به اعتقاد پژوهشگر این محدودیت‌ها بر روابی و پایایی نتایج پژوهش به شکل معناداری اثرگذار نیستند. همچنین، پیشنهاد می‌شود پژوهشگران در پژوهش‌های آتی به بررسی تغییر

ریسک‌پذیر در مراحل مختلف چرخه عمر هم‌حاکمی از آن بود که نرخ بازده شرکت‌ها در مراحل ظهور و افول در مقایسه با مراحل رشد و بلوغ کمتر است. رفتار ریسک‌پذیر شرکت در مراحل ظهور و افول با کاهش نرخ بازده دارایی آن در دوره بعد همبسته است؛ به این ترتیب، ریسک‌پذیری شرکت‌ها در این مراحل با کاهش نرخ بازده دارایی‌های آنها همراه بوده است. اگرچه رفتار ریسک‌پذیر شرکت‌ها در مراحل بلوغ و رشد با افزایش نرخ بازده آتی دارایی همراه بوده است، اما این افزایش از نظر آماری معنادار نبود. این نتایج با یافته‌های پژوهش‌های [۱،۳۸،۱۲،۲۶،۳۰،۲۲،۲۴،۳۹] سازگار است و با یافته‌های پژوهش‌های [۴،۵] همگرا نیست. دلایل متعددی را می‌توان در خصوص چنین تطابق‌نداشتنی ذکر کرد که در این بین می‌توان به شیوه سنجش متغیرها، روش تحلیل داده‌ها، جامعه آماری پژوهش و شرایط حضور شرکت‌ها که مانع از تحلیل وضعیت شرکت‌های حذف‌شده از تابلوهای معاملاتی می‌شود و سیاست‌های حمایتی دولت اشاره کرد. توجه به عامل چرخه حیات شرکت برای مدیران، سرمایه‌گذاران و تأمین‌کننده‌های مالی بسیار حائز اهمیت است. این موضوع می‌تواند به مدیران در خصوص وضعیت جریان‌های نقدی، فرصت‌های رشد پیش‌رو، سودآوری آتی و هزینه سرمایه رهنمودهای ارزشمندی را ارائه دهد. به‌عبارتی، چرخه عمر شرکت بر ویژگی‌های ذاتی و ریسک تجاری شرکت اثرگذار است. به‌همین سبب شایسته است مدیران در اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری و مالی خود به آن توجه کنند. چرخه عمر شرکت بر صحت پیش‌بینی جریان‌های نقدی و ارزش شرکت اثر می‌گذارد؛ هرچه شرکت سهم بیشتری از بازار

۶. کرمی، غلامرضا و حامد عمرانی. (۱۳۸۹). تأثیر چرخه عمر شرکت بر میزان مربوط بودن معیارهای ریسک و عملکرد. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال دوم، شماره ۳، صص ۴۹-۶۴.

۷. مرادی، جواد و فاطمه باقری موصولو. (۱۳۹۴). تأثیر چرخه عمر بر رابطه رشد شرکت و سودآوری شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال اول، شماره ۲، صص ۹۳-۱۰۸.

۸. مرادی، محمد و هدی اسکندر (۱۳۹۳). بررسی کیفیت سود طی چرخه عمر در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابداری*، سال پنجم، شماره ۱۹، صص ۱۲۱-۱۳۹.

۹. مهرانی، کاوه، تحریری، آرش و سوران فرهادی. (۱۳۹۳). چرخه عمر واحد تجاری، ساختار سرمایه و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابداری*، سال پنجم، شماره ۱۷، صص ۱۶۳-۱۸۰.

10. Abdullah, A., and N. Saleh. (2014). Impact of Firms' Life-Cycle on Conservatism: the Malaysian Evidence. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, Impact of Firms' Life-Cycle on Conservatism: The Malaysian Evidence. *Procedia - Social and Behavioral Science*, Vol.145, Pp.18-28.

11. Armstrong, C. S., and R. Vashishtha. (2012). Executive Stock Options, Differential Risk-Taking Incentives and Firm Value. *Journal of Financial Economics*, Vol. 104, No.1, Pp. 70-88.

12. Baker, H., Kapoor, S. (2015). Dividend Policy in India: New Survey Evidence. *Managerial Finance*, Vol 41, No. 2, Pp. 182-204.

13. Baker, H. (2009). *The Firm Life Cycle Theory of Dividends, in Dividends and*

بستر قانونی از جمله دستورالعمل‌های منشور فعالیت حسابرسی داخلی و منشور کمیته حسابرسی مصوب ۱۳۹۱ و رتبه حسابرسی مستقل پردازند.

منابع

۱. اعتمادی، حسین، انواری رستمی، علی اصغر و وحید احمدیان. (۱۳۹۳). آزمون نظریه چرخه عمر در سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، سال چهارم، شماره ۴۱، صص ۵۹-۸۱.

۲. ایزدی‌نیا، ناصر، کیانی، غلامحسین و مهدی میرزایی. (۱۳۹۴). تأثیر ویژگی‌های مراحل چرخه عمر شرکت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابرسی*، سال پانزدهم، شماره ۵۹، صص ۵۷-۷۶.

۳. بهرامی، جابر، پهلوانی، مصیب و پری‌ناز جانسوز. (۱۳۹۱). تأثیر اعتبارات بانکی بر رشد اقتصادی در کشورهای منتخب در حال توسعه با استفاده از روش Gmm. *پژوهش‌های پولی-بانکی*، سال ششم، شماره ۱۵، صص ۷۷-۹۶.

۴. رستمی، وهاب، سیدی، امیر و لیدا سلیمانیان. (۱۳۹۳). چرخه عمر شرکت و معیارهای ارزیابی عملکرد. *دانش حسابداری مالی*، سال اول، شماره ۱، صص ۱۲۹-۱۴۱.

۵. سرلک، نرگس، فرجی، امید و فاطمه بیات. (۱۳۹۴). رابطه بین ویژگی‌های مالی شرکت و ساختار سرمایه در مراحل چرخه عمر شرکت. *پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی*، سال هفتم، شماره ۲۷، صص ۱-۲۱.

- Financial Resources and Corporate Social Responsibility. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol.13, No.1, Pp. 20-36.
25. Jenkins, D.s., Kane, G.D., Velury, U. (2004). The Impact of the Corporate Life-Cycle on the Value-Relevance of Disaggregated Earnings Components. *Review of Accounting & Finance*, Vol.3, No.4, Pp. 5-20.
26. Kuzucu, N. (2015). Determinants of Dividend Policy: A Panel Data Analysis for Turkish Listed Firms. *International Journal of Business and Management*, Vol. 10, No. 11, Pp. 149-160.
27. Liao, Y. (2006). The Effect of Fit between Organizational Life Cycle and Human Resource Management Control on Firm Performance. *Journal of American Academy of Business*, Vol. 8, Pp. 192-196.
28. Martinez, A., and M. Bassetti. (2016). Firm Life Cycle, Book-Tax Differences and Earnings Persistence. *Journal of Education and Research in Accounting*, Vol. 10, No. 2, Pp. 145-159.
29. Nagar, N., & Radhakrishnan, S. (2016). Firm Life Cycle and Real-Activity Based Earnings Management. Nagar, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2701680>.
30. Parker, C. (2014). Capital Structure over the Life Cycle. *Advances in business research*, Vol 5, Pp. 16-32.
31. Rocca, M, Rocca, T, Cariola, A. (2011). Capital Structure Decisions During a Firm's Life Cycle. *Small Business Economics*, Vol. 37, No. 1, Pp. 107-130.
32. Richardson, S. (2006). Over-Investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*, Vol. 11, No. 2,3, Pp. 159-189.
33. Saunders, M., P. Lewis, and A. Thornhill. (2009). *Research Methods for Business Students*, Pearson Education Edited, 5th.
34. Shen, C. H., and H. Zhang. (2013). CEO Risk Incentives and Firm Performance Following R&D Increases. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 37, No. 4, Pp. 1176-1194.
35. Tajeddini, K. (2010). Effect of Customer Orientation and Entrepreneurial Orientation on Innovativeness: Evidence *Dividend Policy*. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, NJ, USA.
14. Baker, M., Wurgler. J. (2007). Investor Sentiment in The Stock Market. *Journal of Economic Perspectives*, Vol 14, No. 4, Pp. 129-151.
15. Castro, p., fernandez, M., Tapia, b., and A.miguel. (2016). Target Leverage and Speed of Adjustment along the Life Cycle of European Listed Firms. *BRQ Business Research Quarterly*, Vol 19, No.3, Pp. 188-205.
16. Chen, T. (2016). Internal Control, Life Cycle and Earnings Quality. *Journal of Business and Management*, Vol.4, No.2, Pp. 1-9.
17. Damodaran, A. (2009). Valuing Young, Start-Up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges, available at <http://ssrn.com/abstract=1418687>.
18. Dickinson, V. (2011). Cash Flow Patterns as A Proxy for Firm Life Cycle. *The Accounting Review*, Vol.86, No.6, Pp. 1969-1994.
19. Drobotz, W., Halling, M., and H. Schroeder. (2015). Corporate Life-Cycle Dynamics of Cash Holdings Midwest Finance Association 2016 Annual Meeting. Available at www.openconf.org
20. Faccio, M., Marchica, M. T., and R. Mura. (2011). Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-Taking. *Review of Financial Studies*, Vol.24, No.11, Pp. 3601-3641.
21. Garcia, C., Saravia, J., and D. Yepes. (2016). The Weighted Average Cost of Capital Over the Life-Cycle of the Firm: Is the Overinvestment Problem of Mature Firms Intensified by a Higher WACC? *Research in Economics and Finance (CIEF)*, Working Papers, Pp. 15-21.
22. Habib, A., and M.M. Hasan. (2015). Firm Life Cycle, Corporate Risk-Taking and Investor Sentiment. *Accounting and Finance*, Vol.57, No.2, Pp. 465-497.
23. Hasan, M.M; Hossein, M; Cheung, A; Habib, A. (2015). Corporate Life Cycle and Cost of Equity Capital. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol.11, No.1, Pp. 46-60.
24. Hasan, M. M., Habib, A. (2017). Corporate Life Cycle, Organizational

38. Wang, M., ke, M., and Y. haung. (2011). Dividend Policy and The Life Cycle Hypothesis: Evidence from Taiwan, *The International Journal of Business and Finance Research*, Vol 5, No.1, Pp. 33-52.
39. Xiaohong, H., Ke, M. (2017). Firm Life Cycle and Earnings Management. *Communication of Finance and Accounting*, Vol, 18, Pp. 1-20.
40. Zafar, S., Rahman, A., Rizwan, M. F., & Sohail, M. K. (2017). Capital Structure Decision and Firm's Life Cycle-A Study on Non-Financial Sector of Pakistan. *NICE Research Journal of Social Science*. Vol 9, No.16, Pp. 1-18.
- from the Hotel Industry in Switzerland. *Tourism Management*, Vol 31, No. 2, Pp. 221 – 231.
36. Uddin, M. H. (2016). Effect of Government Share Ownership on Corporate Risk Taking: Case of the United Arab Emirates. *Research in International Business and Finance*, Vol 31, 36, Pp .322-339.
37. Wambugu, A.W., Gichira, R., Wanjau, K.N., and J. Mungato. (2015). The Relationship between Risk Taking and Performance of Small and Medium Agro Processing Enterprises in Kenya. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, Vol. 3, No. 12, Pp. 441-455.

