

**The Investigation of Relationship between Cash Dividends and  
Investment Considering the Effect of Company's Life Cycle Modifier in  
Listed Companies in Tehran Stock Exchange**

**Parviz Piri<sup>1</sup>**  
**Zahra Alikhani<sup>2</sup>**

**Abstract**

Decision making with regard to the dividend is an important topic because this is influenced by various factors such as economic factors. One of the economic factors is the company's life cycle. According to the life-cycle theory, companies in different stages of the life cycle show specific behaviors financially and economically. It means that institutions and companies follow specific policy according to stage of their economic life. Thus, the present study investigates the relationship between cash dividends paid and investment at the company's life cycle in listed companies in Tehran Stock Exchange. Accordingly, the research hypotheses were tested using the mix data regression in Tehran stock exchange with regard to the related data from 2003 to 2012. Among all attended companies, 680 companies were selected as the statistical sample. The findings show that there is a significant direct relationship between the cash dividend and investment, but this relationship differs in various stages of the company's life cycle.

**Keywords:** Dividend policy, Investment, cash dividend, company's life cycle, stages of the life cycle

**JEL:** E52, E39, E22, M41

---

1- Assistant Professor, Economics and Management Faculty, Accounting Department, Uremia university, parvizpiry@yahoo.com

2-M.A. in Accounting, Uremia university, zahra\_alikhani2011@yahoo.com, (Corresponding Author)

## بررسی ارتباط میان پرداخت سود نقدی و سرمایه‌گذاری با تأثیر تعدیلگر

### چرخه عمر در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران

پرویز پیری<sup>۱</sup> و زهرا علیخانی<sup>۲</sup>

#### چکیده

تصمیم‌گیری در مورد تقسیم سود، موضوع بااهمیتی است. زیرا این تصمیم تحت تأثیر عوامل مختلفی از جمله عوامل اقتصادی است. یکی از این عوامل اقتصادی، چرخه عمر شرکت می‌باشد. طبق تئوری چرخه عمر، شرکت‌ها در مراحل مختلف چرخه عمر از نظر مالی و اقتصادی دارای نمودگرها و رفتارهای خاصی هستند. بدین معنی که مؤسسات و شرکت‌ها با توجه به هر مرحله از حیات اقتصادی خود، سیاست و خط مشی مشخصی را دنبال می‌کنند. بنابراین، پژوهش حاضر به دنبال بررسی رابطه پرداخت سود نقدی و سرمایه‌گذاری است که در طی مراحل چرخه عمر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. بر همین اساس، فرضیه‌های پژوهش به وسیله رگرسیون داده‌های ترکیبی برای دوره زمانی میان سالهای ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۱ در بورس اوراق بهادار تهران مورد آزمون قرار گرفته است که از میان آنها در مجموع ۶۸۰ سال شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شده‌اند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که میان سرمایه‌گذاری و پرداخت سود نقدی ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد اما ارتباطشان در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت با هم متفاوت است.

**واژه های کلیدی:** سیاست تقسیم سود، سرمایه‌گذاری، سود نقدی تقسیمی، چرخه عمر شرکت،

مراحل چرخه عمر

طبقه‌بندی موضوعی: M41، E22، E39، E52

۱. استادیار دانشگاه ارومیه، دانشکده اقتصاد و مدیریت، گروه حسابداری، Email: parvizpiry@yahoo.com

۲. کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه ارومیه، نویسنده مسئول، Email: z\_alikhani2011@yahoo.com

## مقدمه

یکی از مباحث مطرح در مدیریت مالی، تقسیم سود است. اخبار مربوط به تقسیم سود و تغییرات سود تقسیمی نسبت به سال‌های گذشته برای سهامداران اهمیت بسزایی دارد. به طوری که در این ارتباط تئوری‌ها و دیدگاه‌های زیادی مطرح شده است. به عبارتی، تغییر خط مشی تقسیم سود شرکت به سهامداران و سرمایه‌گذاران پیام می‌دهد که وضعیت مالی شرکت چگونه است. اصطلاح سود تقسیمی، به طور معمول پرداخت نقدی و یا غیرنقدی درآمدهای شرکت به سهامدارانش گفته می‌شود. سود سهام ممکن است به یکی از دو صورت، سود نقدی و سود سهمی پرداخت شود. سود نقدی معمول‌ترین نوع انتقال بازده از طرف شرکت‌ها به سهامداران است. شرکت‌ها در توزیع سود نقدی خود به طور یکسانی عمل ننموده و در این راه سیاست‌های متفاوتی اتخاذ می‌نمایند. این سیاست‌ها می‌توانند متغیر بوده و دامنه‌ای از پرداخت حداقل سود نقدی مقرر در قانون تا پرداخت تمام عایدات شرکت و حتی بیشتر از عایدات سالانه بعنوان سود نقدی را در بر بگیرند (سعیدی و بهنام، ۱۳۸۸).

بر اساس قانون تجارت ایران، شرکت‌ها مجبور به توزیع حداقل ۱۰ درصد از سود شرکت میان سهامداران می‌باشند. بعضی از شرکت‌ها به پرداخت حداقل قانونی اکتفا کرده و بعضی دیگر تقریباً تمام سود را پس از کسر اندوخته قانونی توزیع می‌کنند. تصمیم‌گیری در مورد اینکه چه درصدی از سود به عنوان سود تقسیمی توزیع شود موضوع مهمی است که مدیران مالی با آن مواجه هستند. زیرا این تصمیم دچار مشکل استدلال دوطرفه می‌باشد. از یک طرف دلایل زیادی وجود دارد که باید سود تقسیمی بالایی پرداخت نمود اما از طرف دیگر دلایل بسیار خوبی وجود دارد که باید سود تقسیمی کمی پرداخت نمود (رس<sup>۱</sup>، ۲۰۰۲).

بیکر و پاول (۲۰۰۵) بیان می‌کنند که سود تقسیمی بیانگر پرداخت‌های نقدی عمده شرکت‌ها و یکی از مهمترین گزینه‌ها و تصمیمات فراروی مدیران به شمار می‌رود. در واقع، مدیر باید تصمیم بگیرد چه میزان از سود شرکت تقسیم و چه میزان در قالب سود انباشته دوباره در شرکت سرمایه‌گذاری شود (ستایش و کاظم نژاد، ۱۳۸۹). از این رو مدیران همواره باید میان علایق مختلف سهامداران تعادلی برقرار نمایند تا هم فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری را از دست نداده

باشند و هم سود نقدی مورد نیاز بعضی از سهامداران را بپردازند. بسیاری از شرکت‌ها در تصمیمات تقسیم سود خود از برنامه و هدف معینی پیروی می‌نمایند. اما بی‌تردید در زمان اجرای تصمیمات تقسیم سود، مدیران شرکت‌ها محدودیت‌هایی نظیر کمبود نقدینگی، ملاحظات مالیاتی و... مواجه می‌شوند که به دنبال آن ناگزیر به تعدیل در تصمیم خود می‌شوند و در دوره‌های زمانی آینده، هدف و برنامه تقسیم سود خود را دوباره پیگیری می‌کنند (مهرانی و تالانه، ۱۳۷۷). تعدادی از پژوهشگران رابطه سیاست تقسیم سود و سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دادند. این پژوهشگران تأثیر عوامل دیگری چون ویژگی‌های اقتصادی شرکتها را مورد بررسی قرار ندادند. یکی از این ویژگی‌های اقتصادی، چرخه عمر شرکت است. طبق تئوری چرخه عمر، شرکت‌ها در مراحل مختلف این چرخه از نظر مالی و اقتصادی دارای نمودگرها و رفتارهای خاصی هستند. بدین معنی که ویژگی‌های مالی و اقتصادی یک شرکت تحت تأثیر مرحله‌ای از چرخه عمر است که شرکت در آن قرار دارد. به طور عمومی در نظریه‌های اقتصاد و مدیریت چرخه عمر شرکت‌ها و مؤسسات به مراحل تقسیم می‌شوند. مؤسسات و شرکت‌ها با توجه به هر مرحله از حیات اقتصادی خود سیاست و خط‌مشی مشخصی را دنبال می‌کنند. این سیاست‌ها به گونه‌ای در اطلاعات حسابداری شرکت‌ها منعکس می‌شود.

مراحل چرخه عمر شرکت‌ها عبارتند از: تولد، رشد، بلوغ و افول. در مرحله تولد یا ظهور نسبت سود تقسیمی در این شرکت‌ها به طور معمول صفر یا حداکثر ۱۰٪ است و بازده سرمایه‌گذاری یا بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده در قیاس با نرخ موزون تأمین مالی گاهی بسیار ناچیز است (عمرانی و کرمی، ۱۳۸۸). در مرحله رشد با فرصت‌های سرمایه‌گذاری فراوان، به داشتن جریان‌های نقدی آزاد کمتر و به دنبال آن پرداخت سود نقدی تمایل کمتری دارند. این نسبت بین ۱۰٪ تا ۵۰٪ درصد است. از سوی دیگر، شرکت‌ها در مرحله بلوغ با پروژه‌های سود آور نادر، گرایش به داشتن جریان‌های نقدی آزاد بالایی داشته و قادر به پرداخت سودهای نقدی کلان هستند. بنابراین به نظر می‌رسد که سیاست تقسیم سود شرکت می‌تواند تحت تأثیر چرخه عمر آن باشد (دی آنجلو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶). با توجه به مطالب فوق، هدف اصلی این پژوهش بررسی رابطه پرداخت سود نقدی و سرمایه‌گذاری در طی چرخه عمر شرکت‌ها می‌باشد.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

میلر و مادیگلیانی<sup>۱</sup> (۱۹۶۱) نخستین کسانی بودند نشان دادند که سود سهام و سرمایه‌گذاری در یک بازار کامل، مستقل هستند. از آن وقت به بعد، ارتباط میان این دو تصمیم مالی مهم، یک موضوع بحث و مباحثه داغ در ادبیات مالی شرکتی شد. دریمس و کورز<sup>۲</sup> (۱۹۶۷) قدیمی‌ترین شواهد تجربی از رابطه میان سود سهام و سرمایه‌گذاری نشان می‌دهند. آنها دریافتند که سود سهام و سرمایه‌گذاری به هم وابسته هستند. همچنین نتایج پژوهش‌های جای و سو<sup>۳</sup> (۲۰۰۹) و دنیس و آبو<sup>۴</sup> (۲۰۰۸) بیانگر وجود ارتباط معنادار سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری است. نتایج متناقض فاما<sup>۵</sup> (۱۹۷۴) نشان می‌دهند که اگر بازده بازار در نظر گرفته نشود، سود سهام و سرمایه‌گذاری مستقل هستند.

دی آنجلو و همکاران (۲۰۰۶) نشان دادند که شرکت‌های در مرحله رشد، تمایل دارند به سرمایه بیرونی (خارجی) متکی بمانند. در حالی که شرکت‌های مرحله بلوغ به پرداخت سود نقدی بالاتر تمایل دارند. گروئن و همکارانش<sup>۶</sup> (۲۰۰۲) نظریه بلوغ را مطرح ساختند که به موجب آن، وقتی شرکت‌ها از مرحله رشد به مرحله بلوغ بیشتری می‌رسند، به پرداخت سود نقدی بیشتری تمایل می‌شوند. برادی و همکاران (۲۰۱۴) نشان دادند که سیاست‌های خاص تقسیم سود به فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشدی بستگی دارد که در یک محیط اقتصادی وجود دارد. در زمانی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری تحت یک اقتصاد ضعیف محدود شده‌اند، شرکت‌ها به احتمال زیاد از سیاست‌های خاص تقسیم سود استفاده می‌کنند.

جهانخانی و همکاران (۱۳۸۴) با بررسی عوامل تعیین‌کننده نسبت تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که میان اندازه، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ریسک با نسبت تقسیم سود شرکت‌ها رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد. نتایج این پژوهش همچنین مشابه پژوهش علینقیان و همکاران (۱۳۹۰) است. اما پورحیدری و همکاران (۱۳۸۷) با بررسی عوامل تعیین‌کننده نسبت تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که میان وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور و

- 
1. Miller & Modigliani
  2. Dhrymes & Kurz
  3. Chay & Suh
  4. Denis & obov
  5. Fama
  6. Grullon et al

درصد توزیع سود ارتباط مثبت و معنی داری وجود دارد. همچنین شورورزی و همکاران (۱۳۸۹) و ستایش و همکاران (۱۳۹۰) به این نتیجه رسیدند که میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تقسیم سود ارتباط مثبتی برقرار است.

همچنین اسدی و نیک‌روش (۱۳۹۱) به بررسی رابطه سود تقسیمی و چرخه عمر پرداختند. آنها در این پژوهش دریافتند که میان سود تقسیمی و چرخه عمر شرکت‌ها ارتباط معناداری وجود ندارد. عرب‌صالحی و اخلاقی (۱۳۹۰) تاثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع تامین مالی و مالیات را بر خط‌مشی تقسیم سود بررسی کردند. یافته‌های پژوهش آنها حاکی از این است که میان فرصت سرمایه‌گذاری و خط‌مشی تقسیم سود رابطه منفی و معناداری وجود دارد. علاوه بر این، میان اهرم مالی و منابع تامین مالی خارجی با خط‌مشی تقسیم سود رابطه منفی و میان موعد پرداخت بدهی با خط‌مشی پرداخت سود رابطه مثبت وجود دارد. ستایش و همکاران (۱۳۹۰) رابطه میان جریان‌های نقدی آزاد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری با نسبت‌های بدهی و تقسیم سود را مورد بررسی قرار دادند. نتایج آنها نشان می‌دهد که میان جریان نقدی آزاد و نسبت بدهی شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود ندارد. علاوه بر آن، میان جریان‌های نقدی آزاد و نسبت تقسیم سود شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود ندارد؛ میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نسبت تقسیم سود، رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد. قوهستانی (۱۳۹۲) نشان می‌دهد که در شرایط مواجهه شرکت‌ها با عدم اطمینان در جریان نقد، رابطه معناداری میان این دو متغیر وجود ندارد. بدین معنا که عدم اطمینان در جریان نقد تاثیر قابل توجهی بر رابطه تقسیم سود و مخارج سرمایه‌ای ندارد.

بولو و همکاران (۱۳۹۱) بیان می‌کنند که در مرحله رشد، اندازه شرکت بیش از اندازه شرکت‌های در مرحله شروع بوده و رشد فروش و درآمد نیز نسبت به مرحله شروع بیش‌تر است. واحد تجاری فعالانه به دنبال جستجو و به کارگیری طرح‌های توسعه بوده و برای دستیابی به مزایای بلندمدت رقابتی و محصولات جدید به سرمایه بیش‌تری نیاز دارد. بنابراین، واحد تجاری در مرحله رشد به انجام فعالیت مالی برای دستیابی به سرمایه مورد نیاز می‌پردازد.

### فرضیه‌های پژوهش

در راستای دستیابی به هدف پژوهش و با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش مطرح شده، فرضیه‌های این پژوهش شامل دو فرضیه اصلی است که فرضیه دوم شامل سه فرضیه فرعی می‌باشد. این فرضیه‌ها عبارتند از:

**فرضیه اصلی ۱:** میان سرمایه‌گذاری و سود نقدی تقسیمی ارتباط معناداری وجود دارد.

**فرضیه اصلی ۲:** ارتباط میان سرمایه‌گذاری و سود نقدی تقسیمی در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت تفاوت معناداری با یکدیگر دارند.

برای آزمون این فرضیه، شرکت‌ها را بر مبنای موقعیت آنها در یکی از مراحل عمرشان، دسته‌بندی می‌کنیم. بنابراین برای آزمون این فرضیه، سه فرضیه فرعی بیان می‌شود و در هر فرضیه یک مرحله از چرخه عمر آزمون می‌شود که در زیر بیان شده‌اند:

**فرضیه فرعی ۱:** در مرحله رشد، میان سرمایه‌گذاری و سود نقدی تقسیمی ارتباط معناداری وجود دارد.

**فرضیه فرعی ۲:** در مرحله بلوغ، میان سرمایه‌گذاری و سود نقدی تقسیمی ارتباط معناداری وجود دارد.

**فرضیه فرعی ۳:** در مرحله افول، میان سرمایه‌گذاری و سود نقدی تقسیمی ارتباط معناداری وجود دارد.

### روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر به دنبال بررسی رابطه سود نقدی تقسیمی و سرمایه‌گذاری در طی مراحل چرخه عمر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بنابراین، روش پژوهش، از نوع تجزیه تحلیل همبستگی است و با توجه به اینکه می‌تواند مورد استفاده طیف وسیعی از استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی قرار گیرد، دارای هدف کاربردی است. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران میان بازه زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۱ می‌باشد. نمونه‌برداری در این پژوهش مبتنی بر روش غربالی (حذف براساس محدودیت‌های مطرح شده در پژوهش) است. بدین ترتیب شرکت‌های جامعه آماری دارای شرایط زیر به عنوان نمونه آماری انتخاب و مابقی حذف شده‌اند. نمونه انتخابی شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران خواهد بود که شرایط زیر را داشته باشند:

۱. تاریخ پذیرش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران قبل از سال مالی ۱۳۸۲ باشند.
۲. شرکت‌هایی که معاملات آنها در بورس اوراق بهادار دارای تداوم باشند و حذف نشده باشند.
۳. شرکت‌هایی که جز شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانکی نیستند.
۴. شرکت‌هایی که سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد.

۵. شرکت‌هایی که دارای توقف معاملاتی بیش از شش ماه نباشند.

۶. بین سالهای ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۱ تغییر سال مالی نداشته باشند.

باتوجه به بررسی‌های انجام شده، تعداد ۶۸ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۱ حایز شرایط فوق بوده و برای نمونه آماری انتخاب شدند. مدل‌های آزمون فرضیه‌های این پژوهش به شرح زیر می‌باشد:

فرضیه اصلی ۱: میان سرمایه‌گذاری و سود نقدی تقسیمی ارتباط معناداری وجود دارد.  
مدل رگرسیونی مورد استفاده برای فرضیه فوق بصورت زیر بیان می‌شود:

$$DPSR = \alpha_1 + \alpha_2 NINVTMT_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 LEVERAGE_{i,t} + \alpha_5 CASH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

فرضیه اصلی ۲: ارتباط میان سرمایه‌گذاری و سود نقدی تقسیمی در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت تفاوت معناداری با یکدیگر دارند.

همانگونه که ذکر شد، برای آزمون این فرضیه، شرکت‌ها را بر مبنای موقعیت آنها در یکی از مراحل عمر در سه گروه دسته‌بندی می‌کنیم. بعد از دسته‌بندی شرکت‌ها در این سه گروه، مدل رگرسیون ارائه شده در فرضیه نخست را برای این سه گروه به صورت جداگانه برازش می‌کنیم. بنابراین برای آزمون این فرضیه سه فرضیه فرعی بیان می‌شود که در هر فرضیه یک مرحله از چرخه عمر آزمون می‌شود. مدل رگرسیونی فرضیه فوق به شکل زیر خواهد بود.

$$DPSR = \alpha_1 + \alpha_2 NINVTMT_{i,t} + \alpha_3 D_mlc + \alpha_4 (D_mlc * NINVTMT_{i,t}) + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 LEVERAGE_{i,t} + \alpha_7 CASH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در این مدل‌ها متغیرهای پژوهش عبارتند از:

سود هر سهم پرداختی واقعی (DPSR): برای محاسبه این متغیر از صورت جریان وجوه نقد، سود سهام پرداختی واقعی شرکت به سهامداران طی سال مالی، استخراج می‌کنیم و تقسیم بر میانگین موزون تعداد سهام می‌کنیم تا مقدار سود واقعی پرداختی هر سهم طی سال مالی محاسبه شود.

$$DPSR = \frac{\text{سود سهام پرداختی}}{\text{میانگین موزون تعداد سهام شرکت}}$$



نسبت سرمایه‌گذاری خالص (NINVTMT): از طریق نسبت مجموع مخارج سرمایه‌ای، خرید یا تحصیل سایر شرکت‌ها و افزایش در سرمایه‌گذاری‌ها منهای فروش اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات و فروش سرمایه‌گذاری‌ها بر کل دارایی‌های اول دوره شرکت محاسبه می‌شود (لمون و رابرتس، ۲۰۱۰).

نسبت سرمایه‌گذاری خالص = مخارج سرمایه‌ای + خرید یا تحصیل سایر شرکت‌ها + افزایش در سرمایه‌گذاری - فروش اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات - فروش سرمایه‌گذاری‌ها / کل دارایی‌ها

در این پژوهش برای طبقه‌بندی شرکت‌ها به مراحل مختلف چرخه عمر از مدل دیکینسون (۲۰۱۱) استفاده خواهد شد. در روش دیکینسون برای طبقه‌بندی چرخه عمر از مدل پنج مرحله‌ای گورت و کلپر (۱۹۸۲) استفاده شده است. این پنج مرحله عبارتند از: ظهور، رشد، بلوغ، افول، سقوط. اما همانطور که بیان شد، کاربرد مدل دیکینسون برای صورت جریان وجوه نقد سه طبقه‌ای است. بنابراین، چون طبق استاندارد شماره ۲ حسابداری ایران که صورت جریان وجوه نقد باید شامل پنج طبقه به ترتیب: فعالیت‌های عملیات، بازده سرمایه‌گذاری‌ها و سود پرداختی بابت تأمین مالی، فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و فعالیت‌های تأمین مالی باشد، در این پژوهش برای استفاده از مدل دیکینسون با صورت جریان وجوه نقد سه طبقه‌ای، صورت جریان وجوه نقد شرکت‌ها تعدیل شده و صورت جریان پنج طبقه با انجام این تعدیلات به صورت جریان سه طبقه تبدیل شده است تا مدل دیکینسون برای تفکیک شرکت‌ها به مراحل مختلف چرخه عمر طبق استانداردهای ایران کاربرد داشته باشد. همچنین با توجه به شرایط بازار بورس ایران و با توجه به غیرقابل معامله بودن یا بورسی نبودن سهام شرکت‌های نوظهور در پژوهش حاضر برای چرخه عمر سه مرحله متداول رشد، بلوغ و افول در نظر گرفته شده است. در پژوهش حاضر، فرضیه سال - شرکت‌های مرحله مورد نظر مورد آزمون قرار گرفته است. به عبارت دیگر به متغیر دامی چرخه عمر سال - شرکت‌هایی که در مرحله مورد نظر قرار دارند، مقدار یک و سایر سال - شرکت‌هایی که در دیگر مراحل قرار دارند، مقدار صفر می‌دهیم.

اندازه شرکت (SIZE): یکی از عوامل مورد نظر در ریسک پرداخت سود تقسیمی و همچنین کسب سود، اندازه شرکت می‌باشد. برای استفاده در تجزیه و تحلیل داده‌ها از لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام استفاده شده است (بهنام و سعیدی، ۱۳۸۹).

$$SIZE = LOG (\text{قیمت سهام} \times \text{تعداد سهام})$$

نسبت‌های اهرمی (LEVERAGE): در پژوهش حاضر برای محاسبه اهرم مالی شرکت‌ها از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها استفاده می‌شود.

$$LEVERAGE = \frac{\text{مجموع بدهی‌ها}}{\text{مجموع دارایی‌ها}}$$

نسبت وجوه نقد نگه داری شده (Cash): متغیر وجوه نقد از طریق نسبت مبلغ وجه نقد گزارش شده در ترازنامه صورتهای مالی شرکت‌ها بر کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود.

$$CASH = \frac{\text{وجه نقد}}{\text{مجموع دارایی‌ها}}$$

### تجزیه و تحلیل یافته‌های پژوهش

#### بررسی آمار توصیفی

برای بررسی نوع توزیع متغیرهای پژوهش حاضر از آزمون کلوموگراف اسمیرنوف استفاده کرده‌ایم. نتایج آزمون مورد نظر در جدول زیر نمایش داده شده است. با توجه با اینکه ضریب احتمال تمام متغیرها در هر دو آزمون کلوموگراف - اسمیرنوف و شاپیرو - ویلک کمتر از پنج صدم است، می‌توان بیان کرد که نتایج آزمون‌ها بیانگر یک توزیع غیر نرمال میان داده‌های پژوهش حاضر است.

جدول ۱: آزمون نرمال بودن متغیرها

نتایج آزمون کلوموگراف - اسمیرنوف	نتایج آزمون شاپیرو - ویلک	متغیرهای پژوهش
احتمال	احتمال	
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	سود هر سهم پرداختی واقعی
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	نسبت سرمایه گذاری
۰/۰۰۰	۰/۰۰۲	اندازه‌ی شرکت
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	اهرم مالی
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	میزان وجه نقد نگهداری شده

### بررسی ایستایی متغیرها

برای بررسی مانایی متغیرها، آزمون ریشه واحد از نوع لین، لیون و چاو و فیلیپس پرون مورد استفاده قرار گرفته است. با توجه به سطح معنی داری هر یک از این آزمون‌ها، در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت که متغیرهای پژوهش پایا هستند. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که مدل‌های طراحی شده برای فرضیه‌ها دارای مشکل رگرسیون کاذب نخواهند بود.

### جدول همبستگی اسپیرمن

با انجام آزمون همبستگی به بررسی ارتباط ابتدایی میان متغیرها می‌پردازیم و با توجه به نتایج می‌توان گفت که بین متغیرها ارتباط وجود دارد و می‌توان به بررسی دقیق‌تر این روابط پرداخت. با توجه به جدول زیر، میان متغیرهای پژوهش هیچگونه همبستگی وجود ندارد. نتایج آزمون در جدول ۲ نشان داده شده است.

جدول ۲: آزمون مانایی متغیرهای پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪

نتایج	فلیپس پرون (PP - Fisher Chi)		آزمون لیون، لین و چوی (LLC)		متغیرها
	احتمال	آماره (f)	احتمال	آماره (f)	
ماناست	۰/۰۰۰۰	۴۲۴/۲	۰/۰۰۰۰	-۱۱۳/۶	سود هر سهم پرداختی واقعی
ماناست	۰/۰۰۰۰	۴۰۷/۰۲	۰/۰۰۰۰	-۲۷/۲	سرمایه‌گذاری
ماناست	۰/۰۰۰۰	۲۰۴/۶	۰/۰۰۰۰	-۶/۰۲	اندازه شرکت
ماناست	۰/۰۰۰۰۲	۲۲۷/۹	۰/۰۰۱	-۳/۰۴	اهرم مالی
ماناست	۰/۰۰۰۰	۴۰۸/۷	۰/۰۰۰۰	-۵/۳۸	وجه نقد نگهداری شده

### انتخاب الگوی مناسب برای مدل‌های رگرسیون

برای تشخیص انتخاب میان تلفیقی یا تابلویی بودن مدل‌های پژوهش از آزمون F لیمر استفاده کرده‌ایم. سپس برای تعیین و انتخاب یکی از دو الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است که نتایج حاصل از آن در جدول ۳ قابل مشاهده است.

جدول ۳: نتایج آزمون همبستگی اسپیرمن

وجه نقد نگهداری شده	اهرم مالی	اندازه شرکت	سرمایه‌گذاری				
			۱/۰۰۰۰۰۰	همبستگی	سرمایه‌گذاری		
			-----	احتمال			
			۱/۰۰۰۰۰	۰/۰۹	همبستگی	اندازه شرکت	
			-----	۰/۰۱	احتمال		
		۱/۰۰۰۰۰۰		-۰/۱۸	۰/۰۲	همبستگی	اهرم مالی
				-----	۰/۰۰	۰/۰۶	
۱/۰۰۰۰۰۰	-۰/۰۵	-۰/۰۵	۰/۰۵	همبستگی	وجه نقد نگهداری شده		
			-----	۰/۱۶		۰/۱۸	۰/۱۲

### آزمون ناهمسانی واریانس‌ها و خودهمبستگی فرضیه‌های پژوهش

جدول ۴، وجود ناهمسانی واریانس را برای کلیه فرضیه‌های پژوهش تأیید می‌کند. همچنین نتایج جدول حاکی از آن است که فرضیه‌های پژوهش مشکل خودهمبستگی ندارند. برای مشکل ناهمسانی واریانس از روش حداقل مربعات تعمیم یافته تخمینی (EGLS) استفاده کرده‌ایم.

جدول ۴: نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

نتایج آزمون هاسمن	آزمون h لیمر		فرضیه‌ها
	احتمال	نتایج آزمون f لیمر	
اثرات ثابت	۰/۰۰۰۱	تابلویی	فرضیه نخست
اثرات ثابت	۰/۰۰۰	تابلویی	فرضیه فرعی نخست
اثرات ثابت	۰/۰۰۰	تابلویی	فرضیه فرعی دوم
اثرات ثابت	۰/۰۰۰۴	تابلویی	فرضیه فرعی سوم

جدول ۵: آزمون ناهمسانی واریانس‌ها و خودهمبستگی فرضیه‌های پژوهش

آزمون خود همبستگی		آزمون ناهمسانی واریانس‌ها		فرضیات
خودهمبستگی	احتمال	ناهمسانی	احتمال	
ندارد	۰/۴	دارد	۰/۰۰۰	فرضیه اصلی نخست
ندارد	۰/۴	دارد	۰/۰۰۰	فرضیه فرعی نخست
ندارد	۰/۴۱	دارد	۰/۰۰۰	فرضیه فرعی دوم
ندارد	۰/۴۴	دارد	۰/۰۰۰	فرضیه فرعی سوم

### آزمون فرضیه‌های پژوهش

با توجه به نتایج جداول ۴ و ۵، فرضیه‌های پژوهش دارای مشکل ناهمسانی هستند. به عبارتی از روش حداقل مربعات تعمیم یافته تخمینی (EGLS) برای برطرف کردن مشکل ناهمسانی استفاده می‌شود. از طرفی مدل‌های مذکور مشکل خودهمبستگی ندارد. بنابراین نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش عبارتند از:

فرضیه اصلی ۱: میان سرمایه‌گذاری و سود نقدی تقسیمی ارتباط معناداری وجود دارد.

نتایج مربوط به آماره  $f$  با احتمال (۰/۰۰۰) بیانگر این است که مدل فوق در حالت کلی از نظر آماری معنی‌دار است و مدل پژوهش می‌تواند ارتباط میان متغیرهای مورد نظر را توضیح دهد. با توجه به آماره دوربین واتسون (۱/۷۳)، مشکل خود همبستگی نیز وجود ندارد. ضریب تعیین تعدیل‌شده بیانگر آن است که در کل دوره پژوهش حدود (۰/۵۳) از تغییرات متغیر وابسته (سود هر سهم پرداختی واقعی) به وسیله متغیر مستقل (سرمایه‌گذاری) توضیح داده می‌شود. به عبارت دیگر حدود (۰/۵۳) از تغییرات سود پرداختی واقعی تحت تأثیر سرمایه‌گذاری است. نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری بر اساس ضریب رگرسیونی (۱۵۳/۴۳)، ارتباطی مثبت با سود هر سهم پرداختی واقعی دارد. با توجه به اینکه آماره  $T$  برای سود هر سهم شرکت (۲/۰۵) می‌باشد و احتمال این آماره کمتر از سطح ۵ درصد است، می‌توان گفت که فرضیه صفر مبنی بر عدم ارتباط سرمایه‌گذاری و سود هر سهم پرداختی واقعی رد شده و با سطح اطمینان ۹۵ درصد سرمایه‌گذاری با سود هر سهم پرداختی واقعی ارتباط دارد.

جدول ۶: نتایج آزمون مدل پژوهش

متغیر وابسته: سود هر سهم پرداختی واقعی		الگوی اثرات ثابت	
احتمال	آماره $t$	ضرایب	متغیرها
۰/۰۴	۲/۰۵	۱۵۳/۴۳	سرمایه‌گذاری
۰/۸۹	-۰/۱۳	-۴/۷۱	اندازه شرکت
۰/۰۷۴	-۱/۷۸	-۰/۵۲	اهرم مالی
۰/۳۹	۰/۸۵	۱۶۱/۸۰۳	میزان وجه‌نقد نگهداری‌شده
$f$ احتمال = ۰/۰۰۰ $f$ آماره = ۱۱/۸۴ ضریب تعیین = ۰/۵۸ ضریب تعیین تعدیل شده = ۰/۵۳ آماره دوربین واتسون = ۱/۷۳			

فرضیه اصلی ۲: ارتباط میان سرمایه‌گذاری و سود نقدی تقسیمی در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت تفاوت معناداری با یکدیگر دارند.

همانگونه که ذکر شد، برای آزمون این فرضیه، شرکت‌ها را بر مبنای این که در کدام یک از مرحله عمرشان قرار دارند، در سه گروه دسته‌بندی می‌کنیم. بنابراین در ادامه به آزمون فرضیه‌های فرعی هر مرحله از چرخه عمر می‌پردازیم:

فرضیه فرعی ۱: در مرحله رشد، میان سرمایه‌گذاری و سود نقدی تقسیمی ارتباط معناداری وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه فوق به شرح زیر است:

جدول ۷: نتایج آزمون مدل پژوهش

متغیر وابسته: سود هر سهم پرداختی واقعی		الگوی اثرات ثابت	
احتمال	آماره T	ضرایب	متغیرها
۰/۰۳	۲/۰۹	۲۰۳/۴۵	سرمایه‌گذاری
۰/۰۰۰۰	۹/۲۱	۱۸۷/۴۸	چرخه عمر (مرحله رشد)
۰/۰۰۰۹	-۳/۳۴	-۲۸۸/۷۴	چرخه عمر (مرحله رشد) * سرمایه‌گذاری
۰/۰۱	۲/۴۷	۱۱۱/۴۳	اندازه شرکت
۰/۰۷	-۱/۷۷	-۰/۳۹	اهرم مالی
۰/۶۶	۰/۴۲	۵۲/۴۷	میزان وجه نقد نگهداری شده
۰/۰۰۰۰			احتمال F
۱۰/۴۷			آماره F
۰/۵۵			ضریب تعیین
۰/۵۰			ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۷۱			دوربین واتسون

نتایج مربوط به آماره f با احتمال (۰/۰۰۰۰) بیانگر این است که مدل فوق در حالت کلی از نظر آماری معنی‌دار است و مدل پژوهش می‌تواند ارتباط میان متغیرهای مورد نظر را توضیح دهد و با توجه به آماره دوربین واتسون (۱/۱۷) مشکل خودهمبستگی وجود ندارد. ضریب تعیین تعدیل شده بیانگر آن است که در کل دوره پژوهش، حدود (۰/۵۰) از تغییرات متغیر وابسته (سود هر سهم پرداختی واقعی) به وسیله متغیر مستقل (سرمایه‌گذاری) و تعدیل‌کننده (چرخه عمر) توضیح

داده می‌شود. به عبارت دیگر حدود (۰/۵۰) از تغییرات سود پرداختی واقعی تحت تاثیر سرمایه‌گذاری و چرخه عمر است.

نتایج نشان می‌دهد که همانند فرضیه نخست رابطه میان سرمایه‌گذاری و سود تقسیمی مثبت و معنادار است. همچنین نتایج جدول بیانگر این است که چرخه عمر با ضریب رگرسیون (۱۸۷/۴۸) و احتمال (۰/۰۰۰۰) با سود تقسیمی یک رابطه مثبت و معنادار است و اثر تعدیلگر این متغیر در رابطه سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری معنی‌دار است. به عبارت دیگر احتمال تاثیر تعدیلگر چرخه عمر در این رابطه (۰/۰۰۰۹) است که نتیجه حاکی از معنی‌دار بودن این رابطه است اما با توجه به آن که ضریب این رابطه منفی است، می‌توان گفت که در دوران رشد، رابطه میان سرمایه‌گذاری و سود تقسیمی معکوس است و در نتیجه فرضیه فرعی نخست پذیرفته می‌شود.

فرضیه فرعی ۲: در مرحله بلوغ، میان سرمایه‌گذاری و سود نقدی تقسیمی ارتباط معناداری وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه فوق به شرح زیر است:

جدول ۸: نتایج آزمون مدل پژوهش

متغیر وابسته: سود هر سهم پرداختی واقعی		الگوی اثرات ثابت	
احتمال	آماره T	ضرایب	متغیرها
۰/۸۵	۰/۱۸	۱۴/۷۳	سرمایه‌گذاری
۰/۰۰۰۲	-۳/۶۸	-۱۱۴/۳۴	چرخه عمر (مرحله بلوغ)
۰/۴۱	۰/۸۰	۸۹/۴۹	چرخه عمر (مرحله بلوغ) * سرمایه‌گذاری
۰/۲۳	۱/۱۹	۵۹/۸۹	اندازه شرکت
۰/۰۶	-۱/۸۸	-۰/۴۶	اهرم مالی
۰/۸۱	۰/۲۳	۳۱/۷۳	میزان وجه نقد نگهداری شده
۰/۰۰۰		احتمال F	
۱۱/۱۵		آماره F	
۰/۵۷		ضریب تعیین	
۰/۵۲		ضریب تعیین تعدیل شده	
۱/۶۸		دوربین واتسون	

نتایج مربوط به آماره f با احتمال (۰/۰۰۰) بیانگر این است که مدل فوق در حالت کلی از نظر آماری معنی‌دار است و مدل پژوهش می‌تواند ارتباط میان متغیرهای مورد نظر را توضیح دهد و با توجه به آماره



دوربین واتسون (۱/۶۸) مشکل خودهمبستگی وجود ندارد. ضریب تعیین تعدیل شده بیانگر آن است که در کل دوره پژوهش حدود (۰/۵۲) از تغییرات متغیر وابسته (سود هر سهم پرداختی واقعی) به وسیله متغیر مستقل (سرمایه گذاری) و تعدیل کننده (چرخه عمر) توضیح داده می شود. به عبارت دیگر حدود (۰/۵۲) از تغییرات سود پرداختی واقعی تحت تأثیر سرمایه گذاری و چرخه عمر است.

نتایج حاصل از آزمون این فرضیه نیز بیان می کند که سرمایه گذاری با ضریب رگرسیونی (۱۴/۷۳) ارتباطی مثبت با توزیع سود نقدی دارد اما برخلاف نتایج دو فرضیه پیشین، این رابطه معنادار نمی باشد. همچنین در این فرضیه متغیر چرخه عمر به تنهایی با سود تقسیمی رابطه معنی داری دارد. نتایج نشان می دهد که چرخه عمر بر اساس ضریب رگرسیونی (۱۱۴/۳-) و احتمال (۰/۰۰۰۲) اثری منفی و معنی داری بر سود تقسیمی دارد. همچنین نتایج نشان می دهد که اگر چه چرخه عمر به تنهایی رابطه معنی داری با سود تقسیمی دارد اما اثر تعدیلی این متغیر در رابطه میان سرمایه گذاری و سود تقسیمی معنی دار نمی باشد. به عبارت دیگر می توان گفت که در دوران بلوغ شرکت ها، سرمایه گذاری بر سود تقسیمی تأثیر ندارد. بنابراین فرضیه دوم رد می شود. فرضیه فرعی ۳: در مرحله افول، بین سرمایه گذاری و سود نقدی تقسیمی ارتباط معناداری وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه فوق به شرح زیر است:

جدول ۹: نتایج آزمون مدل پژوهش

متغیر وابسته: سود هر سهم پرداختی واقعی		الگوی اثرات ثابت	
احتمال	آماره t	ضرایب	متغیرها
۰/۰۸	۱/۷۵	۱۳۸/۱	سرمایه گذاری
۰/۰۰۰	-۴/۴۱	-۹۷/۱۱	چرخه عمر (مرحله افول)
۰/۲	۱/۲۶	۱۵۱/۰۶	چرخه عمر (مرحله افول) * سرمایه گذاری
۰/۲۶	۱/۱۱	۴۲/۹۲	اندازه شرکت
۰/۱۶	-۱/۳۹	-۰/۴۱	اهرم مالی
۰/۳۳	۰/۹۶	۱۹۰/۷۹	میزان وجه نقد نگهداری شده
۰/۰۰۰۰		احتمال f	
۱۰/۹۱		آماره f	
۰/۵۶		ضریب تعیین	
۰/۵۱		ضریب تعیین تعدیل شده	
۱/۷۷		دوربین واتسون	

نتایج مربوط به آماره  $f$  با احتمال (۰/۰۰۰۰) بیانگر این است که مدل فوق در حالت کلی از نظر آماری معنی‌دار است و مدل پژوهش می‌تواند ارتباط میان متغیرهای مورد نظر را توضیح دهد و با توجه به آماره دورین واتسون (۱/۷۷) مشکل خودهمبستگی وجود ندارد. ضریب تعیین تعدیل شده بیانگر آن است که در کل دوره پژوهش حدود (۰/۵۱) از تغییرات متغیر وابسته (سود هر سهم پرداختی واقعی) به وسیله متغیر مستقل (سرمایه‌گذاری) و تعدیل‌کننده (چرخه عمر) توضیح داده می‌شود. به عبارت دیگر حدود (۰/۵۱) از تغییرات سود پرداختی واقعی تحت تأثیر سرمایه‌گذاری و چرخه عمر است.

نتایج حاصل از آزمون این فرضیه نیز بیان می‌کند که سرمایه‌گذاری با ضریب رگرسیونی (۱۴/۷۳) ارتباطی مثبت با توزیع سود نقدی دارد اما برخلاف نتایج دو فرضیه پیشین این رابطه معنادار نمی‌باشد. همچنین در این فرضیه، متغیر چرخه عمر به تنهایی بر اساس ضریب رگرسیونی (۱۱۴/۳-) و احتمال (۰/۰۰۰۲) اثری منفی و معنی‌داری بر سود تقسیمی دارد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که گرچه چرخه عمر به تنهایی رابطه معنی‌داری با سود تقسیمی دارد اما اثر تعدیلی این متغیر در رابطه میان سرمایه‌گذاری و سود تقسیمی معنی‌دار نمی‌باشد. به عبارت دیگر می‌توان گفت که در دوران افول شرکت‌ها، سرمایه‌گذاری بر سود تقسیمی تأثیر ندارد. بنابراین فرضیه فرعی سوم نیز رد می‌شود. فرضیه اصلی ۲: ارتباط میان سرمایه‌گذاری و سود نقدی تقسیمی در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت تفاوت معناداری با یکدیگر دارند.

حال بعد از آزمون سه فرضیه‌ی فرعی می‌توان در مورد فرضیه اصلی دوم سخن گفت. همانطور که پیش‌تر گفته شد فرضیه اصلی دوم به دنبال پاسخ دادن به این پرسش است که آیا رابطه سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری در مراحل مختلف چرخه عمر متفاوت است؟ همانطور که پیش‌تر گفته شده است و در جدول زیر مشاهده می‌کنید، با توجه به اثر متفاوت چرخه عمر در هر مرحله، در رابطه سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری فرضیه اصلی دوم پژوهش تأیید می‌شود.

جدول ۱۰: نتایج آزمون مدل پژوهش

افول		بلوغ		رشد		چرخه عمر * سرمایه‌گذاری
احتمال	ضریب رگرسیونی	احتمال	ضریب رگرسیونی	احتمال	ضریب رگرسیونی	
۰/۲	۱۵۱/۰۶	۰/۴۱	۸۹/۴۹	۰/۰۰۰۹	-۲۸۸/۷۴	
رد		رد		تایید		

### بحث و نتیجه‌گیری

هدف از فرصت‌های سرمایه‌گذاری روی آوردن به بازار و کسب سود و افزایش ثروت می‌باشد. یکی از راههای افزایش ثروت سهامداران استفاده مناسب از فرصت‌هاست. بنابراین دادن اطلاعاتی ضروری است که بتواند سهامداران را در ارزیابی فعالیت‌ها و توانایی واحدهای تجاری و انتخاب، برای سرمایه‌گذاری یاری رساند. در پژوهش حاضر، ارتباط میان سرمایه‌گذاری و تقسیم سود نقدی طی چرخه عمر شرکت مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه نخست پژوهش نشان می‌دهد، میان سرمایه‌گذاری و سود تقسیمی شرکت‌ها، رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. چنین استدلال می‌شود که شرکت‌های با فرصت‌های رشد بیشتر تمایل دارند که در راستای افزایش جذابیت سهام و جلب اعتماد سرمایه‌گذاران جهت مشارکت در افزایش سرمایه و تأمین منابع مالی مورد نیاز در استفاده از فرصت‌های رشد، درصد بیشتری از سود خود را میان سهامداران توزیع کنند (پورحیدری و همکاران، ۱۳۸۷). یافته‌های این پژوهش با نتایج پژوهش پورحیدری و همکاران (۱۳۸۷) ستایش و همکاران (۱۳۹۰) و شورورزی و همکاران (۱۳۸۹) همسو است و با پژوهش‌های خارجی از جمله گال و همکاران (۱۹۹۹) و هیجین (۱۹۷۲) مغایرت دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نیز نشان می‌دهد که در مرحله رشد، رابطه میان سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری منفی و معنادار است. به بیان دیگر در مرحله رشد، تصمیمات تقسیم سود تحت تأثیر سرمایه‌گذاری است؛ زیرا در این مرحله شرکت‌ها نسبت به مرحله قبلی (ظهور) از نظر رشد فروش و فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارای وضعیت بهتری هستند. به این ترتیب، شرکت‌ها برای بهبود وضعیت خود، بخش عمده‌ای از جریان‌ات نقدی خود را صرف سرمایه‌گذاری می‌کنند و وجه نقد کمتری را برای توزیع سود نقدی میان سهامداران صرف می‌کنند. بنابراین یک رابطه معکوس میان میزان سرمایه‌گذاری و سود تقسیمی وجود دارد. همچنین این نتیجه حاصل شد که در دوران بلوغ، رابطه میان سرمایه‌گذاری و سود تقسیمی معنادار نمی‌باشد. اینگونه استدلال می‌شود که در مرحله بلوغ، شرکت‌ها از نظر فروش به ثبات قابل ملاحظه‌ای دست می‌یابند و از جریان نقد آزاد بیش‌تری برخوردارند. نیاز به تأمین مالی از خارج کاهش می‌یابد و وجه نقد کافی اغلب از طریق منابع داخلی تأمین می‌شود. در نتیجه، تصمیمات تقسیم سود با استقلال بیش‌تری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری اخذ می‌شود. و در نهایت دریافته‌ایم که در دوران افول، رابطه میان سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری معنادار نیست. در این دوران فرصت‌های سرمایه‌گذاری در صورت وجود

بسیار ناچیزند و شاخص نقدینگی رو به نزول است. بنابراین می‌شود استدلال کرد که به دلیل وضعیت نامساعد مالی، رابطه میان سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری معنادار نیست. نتایج حاصل از این فرضیه مشابه با نتایج فاما و فرنچ (۲۰۰۱)، دی آنجلو و همکاران (۲۰۰۶)، اسدی و نیک‌روش (۱۳۹۱) و با نتایج گرو لن (۲۰۰۲) متضاد است.

### پیشنادهای پژوهش

- ۱- پیشنهاد می‌شود در مجامع عمومی نخست پروژه‌های سرمایه‌ای به تفضیل به سرمایه‌گذاران ارائه و سپس با توجه به پروژه‌های سرمایه‌گذاری اقدام به تعیین سیاست تقسیم سود نمایند.
- ۲- پیشنهاد می‌شود برای پیش‌بینی وضعیت تقسیم سود شرکت‌ها، به مرحله چرخه عمر شرکت توجه کنند.

## منابع

- اسدی، غلامحسین و نیک روش، مهدی (۱۳۹۱)، «فرضیه جریان نقدی آزاد، تئوری چرخه عمر و ارتباط آن با سیاست تقسیم سود»، فصلنامه مطالعات تجربی، حسابداری مالی، دوره دهم، شماره ۳۶، ص ۹۲-۷۵.
- ایزدی نیا، ناصر، سلطانی، اصغر و علیقیان، نسرین: (۱۳۸۹)، «ارزیابی عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار»، فصلنامه مطالعات حسابداری، دوره هفتم، شماره ۲۶، صص ۱۵۵-۱۳۹.
- بولو، قاسم، پارسیان، حسین و رضا نعمتی، (۱۳۹۱)، «تاثیر جریان نقدی آزاد بر سیاست های تقسیم سود طی چرخه عمر شرکت ها»، پژوهش های کاربردی و گزارشگری مالی، دوره اول، شماره ۱، صص ۷۴-۵۱.
- پورحیدری، امید؛ خاکساری، محمد: (۱۳۷۸)، «بررسی عوامل تعیین کننده خط مشی تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». مجله توسعه و سرمایه، دوره اول، شماره ۲، صص ۲۰۰-۱۸۳.
- جهانخانی، علی؛ قربانی، سعید: (۱۳۸۴)، «شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه تحقیقات مالی دوره هفتم، شماره ۲، صص ۶۰-۴۳.
- ستایش، محمد حسین؛ کاظم نژاد، مصطفی: (۱۳۸۹)، «بررسی تاثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله دانش حسابداری، دوره اول، شماره ۱، صص ۵۱-۲۹.
- ستایش، محمدحسین؛ ذوالفقاری، مهدی؛ (۱۳۹۰)، «تاثیر جریانهای نقدی آزاد و فرصتهای سرمایه گذاری بر نسبت های بدهی و تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، دوره چهارم، شماره ۱۵، صص ۸۷-۷۱.
- سعیدی، علی؛ کیهان، بهنام: (۱۳۸۸)، «بررسی عوامل موثر بر خط مشی تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پژوهشگر، فصلنامه مدیریت، دوره هفتم، شماره ۱۸، صص ۷۱-۶۱.

- شورورزی، محمد رضا، راهبه برومند و جواد صادقی پناه (۱۳۸۹)، «بررسی رابطه فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود»، مطالعات کمی در مدیریت آزاد ابهر، پاییز ۱۳۸۹، دوره اول، شماره ۲، صص ۱۱۰-۱۳۰.
- عرب‌صالحی، مهدی، اخلاقی، حسنعلی (۱۳۹۰)، «تاثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع تامین مالی و مالیات بر خط‌مشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه بورس اوراق بهادار تهران، دوره چهارم، شماره ۱۶، صص ۱۰۱-۱۱۸.
- قوهستانی، سمانه (۱۳۹۲)، «بررسی رابطه بین تقسیم سود و سرمایه‌گذاری: با تاکید بر عدم اطمینان در جریان‌های نقد»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- کرمی، غلامرضا و عمرانی، حامد (۱۳۸۸)، «تاثیر چرخه عمر بر محافظه‌کاری»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره هفدهم، شماره ۱۵۹، صص ۷۹-۶۹.
- مهرانی، ساسان؛ تالانه، عبدالرضا: (۱۳۷۷)، «تقسیم سود در شرکت‌ها»، حسابدار، دوره دوازدهم، شماره ۱۲۵، صص ۳۵-۲۹.
- Brady, K.; Chira, I. and Madura, J. (2014). "Special dividend distributions, firm characteristics, and economic conditions". *Journal of Applied Finance*, Vol. 24, No.12, Iss.1, pp.58-89.
- Chay, J.B., and Jungwon Suh (2009). Payout Policy and Cash-Flow Uncertainty, *Journal of Financial Economics*, Vol.93, No.9, Iss.1, pp.88-107.
- Denis, David J., and Igor Osobov (2008). Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on The Determinants of Dividend Policy, *Journal of Financial Economics*, Vol.89, No.13. Iss.1, pp.62- 82.
- Deangelo, H., Deangelo, L, & Stulz, R.M. (2006). Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory. *Journal of Financial Economics*, Vol. 81, No.6, pp. 227-254.
- Dhrymes, P. J., & Kurz, M. (1967). Investment, dividend and external finance behavior of firms. In R. Ferber (Ed.), *Determinants of investment*

behavior (Vol. 78, No.4, pp. 427–486). New York: National Bureau of Economic Research.

- Fama, E. F. (1974). The empirical relationships between the dividend and investment decisions of firms. *American Economic Review*, Vol. 64, No. 3, pp.304–318.
- Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002). Are Dividend Changes A Sign of Firm Maturity? *Journal of Business*, Vol. 75, No.3, pp.387-424.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, Vol.34, No.1, pp. 411–430