

## رابطه عوامل مالی و حسابداری با نسبت تقسیم سود در

### مراحل مختلف عمر تجاری

اعظم ولی زاده<sup>۱</sup>

الهه حدیدی فرد<sup>۲</sup>

### چکیده

هدف از این تحقیق بررسی رابطه برخی از عوامل مالی و حسابداری با نسبت تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و تأثیر مراحل مختلف چرخه عمر تجاری آنها بر این روابط، می‌باشد. به همین منظور ابتدا رابطه بین اهرم مالی، نقدینگی، سودآوری، اندازه و دارایی‌های نامشهود با نسبت سود تقسیمی مورد آزمون قرار گرفت. سپس، تأثیر چرخه عمر بر رابطه بین متغیرهای مذکور با نسبت سود تقسیمی بررسی شد.

در این تحقیق داده‌های ۱۴۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۴ مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج حاکی از آن است که بین اهرم و دارایی‌های نامشهود با نسبت سود تقسیمی رابطه منفی معنی‌دار و بین نقدینگی، سودآوری و اندازه شرکت با نسبت سود تقسیمی رابطه مثبت معنی‌دار برقرار است. همچنین نتایج تحقیق نشان داد در شرکت‌هایی که در مرحله ظهور یا رشد قرار دارند، رابطه بین اهرم مالی با تقسیم سود منفی‌تر می‌باشد. علاوه بر این، در شرکت‌هایی که در مرحله بلوغ یا افول قرار دارند، رابطه بین سودآوری و اندازه شرکت با تقسیم سود، مثبت‌تر می‌باشد. علاوه بر این، براساس نتایج به دست آمده، مشخص شد که مراحل چرخه عمر بر رابطه بین نقدینگی و دارایی‌های نامشهود با تقسیم سود، تأثیر معنی‌داری ندارد.

**واژگان کلیدی:** نسبت سود تقسیمی، اهرم مالی، دارایی‌های نامشهود و چرخه عمر تجاری

طبقه‌بندی موضوعی: G10, M10

۱. استادیار حسابداری دانشگاه الزهرا (س)

۲. کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه شهید بهشتی

## مقدمه

سیاست تقسیم سود به عنوان بخشی از مباحث مالی، همچنان موضوع بحث برانگیزی محسوب می‌شود. این سؤال که چه عواملی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها و تصمیم‌گیری آنها در این خصوص اثرگذار است، همچنان تأمل برانگیز و حائز توجه است.

این عقیده که سیاست تقسیم سود بعد مهمی از مباحث مالی را تشکیل می‌دهد و مورد توجه گروه گسترده‌ای از ذینفعان شرکت‌ها از جمله سرمایه‌گذاران، مدیران و بستانکاران است، موضوع چندان جدیدی نیست. از سال‌ها پیش، محققانی نظیر گوردون (1959)، لینتر (1962، 1956) و میلر و مودیکلیانی (1961، 1958) آغازگر بررسی‌ها در این زمینه بوده‌اند. به عقیده بلک (1976)، اگر به رفتار سود تقسیمی با دقت بیشتری نگریسته شود، شبیه یک معمای پیچیده به نظر می‌رسد. در این زمینه پرسش‌های بسیاری وجود دارد که بی‌پاسخ مانده و بحث برانگیز شده‌اند، از جمله اینکه چرا شرکت‌ها سود توزیع می‌کنند؟ چرا سهامداران به توزیع سود توجه می‌کنند؟ آیا سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت تأثیرگذار است؟ و عوامل اثرگذار بر سیاست تقسیم سود کدامند؟ در همین راستا تاکنون تحقیقات زیادی تأثیر عوامل مختلف را بر تقسیم سود شرکت‌ها مورد بررسی قرار داده‌اند (Kazmierska, 2015, Ajanthan, 2013 and Lantz and Sahut, 2005).

در این میان یکی از نکات قابل تأمل، توجه به چرخه عمر تجاری شرکت‌ها و چگونگی تأثیر آن بر تصمیمات مالی شرکت‌ها از جمله سیاست تقسیم سود است. مطابق نظریه چرخه عمر<sup>۱</sup>، شرکت‌ها طی دوران حیات خود توانمندی‌ها و قابلیت‌های متفاوتی دارند که موجب می‌شود رفتارها و عملکرد متفاوتی در مراحل عمر خود داشته باشند. به این ترتیب، شرکت‌ها در طول عمر خود ترکیب متفاوتی از منابع را نگهداری می‌کنند که شیوه تعامل و مدیریت این منابع موجبات رشد آنها را فراهم می‌آورد. تحقیقات قبلی نشان داده‌اند که رفتارهای مالی و اقتصادی شرکت‌ها از جمله تصمیم‌گیری‌های مربوط به تقسیم سود، طی مراحل مختلف چرخه عمر تجاری آنها تغییر می‌کند. در این رابطه مشاهده شده است که شرکت‌هایی که در مرحله بلوغ قرار دارند نسبت به شرکت‌های نوظهور نیاز کمتری به منابع مالی داشته و عمده آن را به شکل سود بین سهامداران تقسیم می‌کنند. با توجه به این که چرخه عمر از انتظارات ذینفعان درونی و بیرونی شرکت‌ها نسبت به نیازهای تأمین مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری، خبر می‌دهد و با عنایت به این که سودهای انباشته یکی از منابع اصلی تأمین مالی شرکت‌ها قلمداد می‌شود، به نظر می‌رسد چرخه عمر تأثیر قابل توجهی بر سیاست تقسیم سود آنها داشته باشد (Saravia, 2013).

از این رو، هدف از این تحقیق، بررسی رابطه برخی عوامل مالی و حسابداری با سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با در نظر داشتن اثر چرخه عمر تجاری آنها می‌باشد. به عبارت دیگر، در این تحقیق تلاش شده است تا اثر چرخه عمر تجاری شرکت‌ها بر رابطه بین عوامل مالی و حسابداری با سیاست تقسیم سود آنها، مورد بررسی قرار گیرد. عوامل مالی و حسابداری مورد توجه در این تحقیق عبارت از اهرم مالی، نقدینگی، سودآوری، اندازه و دارایی‌های نامشهود، می‌باشد. به منظور کمی کردن سیاست تقسیم سود نیز از نسبت تقسیم سود (سود تقسیمی هر سهم به سود هر سهم)، استفاده شده است. همچنین مراحل مختلف چرخه عمر تجاری شرکت با استفاده از مدل دیکینسون در سال ۲۰۱۱ اندازه‌گیری شده است. در ادامه این مقاله، ابتدا مبانی نظری و نتایج پژوهش‌های انجام شده در حوزه‌های مرتبط ارائه می‌گردد. سپس، روش پژوهش و مدل‌های آزمون فرضیات بیان می‌شود. در پایان، نتایج تحقیق مورد بحث و بررسی قرار گرفته و براساس آن‌ها تلاش خواهد شد تا پیشنهادات مربوط به تحقیقات آتی و پیشنهادات کاربردی، ارائه گردد.

### مبانی نظری تحقیق

در این قسمت، مبانی نظری مربوط به رابطه بین عوامل مالی و حسابداری مورد بررسی در این تحقیق با نسبت تقسیم سود و نیز مبانی نظری مرتبط با تأثیر مراحل مختلف چرخه عمر بر تقسیم سود شرکت‌ها به تفکیک ارائه می‌گردد:

#### ۱- اهرم مالی

شرکت‌هایی که بدهی ایجاد می‌کنند، اصل بدهی و هزینه‌های مالی آن را می‌بایست در سررسید پرداخت کنند و این مسأله می‌تواند منجر به انحلال شرکت گردد. این گونه شرکت‌ها تمایل کمتری به پرداخت سود سهام داشته و ترجیح می‌دهند نقدینگی خود را به منظور پرداخت بدهی‌های مزبور حفظ کنند (تقی‌زاده خانقاه و بادآور نهندي، ۱۳۹۴ و Jensen, et al., 1992 and Faccio, 2000). در حقیقت تحقیقات نشان داده‌اند که شرکت‌های با نسبت اهرمی بالا به دلیل تحمل هزینه‌های مالی بالاتر، سود کمتری را در بین سهامداران خود توزیع می‌کنند (Kazmierska, 2015). بر این اساس، فرضیه اول تحقیق تدوین شد.

## ۲- نقدینگی

برای مدیریت نقدینگی عموماً سه رویکرد متفاوت سختگیرانه<sup>۲</sup>، محافظه کارانه<sup>۳</sup> و متعادل<sup>۴</sup> وجود دارد. مطابق با رویکرد سختگیرانه، شرکت‌ها درصدد هستند تا دارایی‌های جاری کمتر و بدهی‌های جاری بیشتری نگهداری کنند. به صورت معکوس، در رویکرد محافظه کارانه، بدهی‌های جاری کمتر و دارایی‌های جاری بیشتری نگهداری می‌شود و در نهایت در رویکرد متعادل، شرکت‌ها تلاش می‌کنند تا حد متوسطی بین دو رویکرد قبلی حفظ شود (Goel, et al., 2015).

نقدینگی یک شرکت نه تنها بر میزان توزیع سود تأثیرگذار است بلکه از آن تأثیر می‌پذیرد. شرکت‌هایی که از سطوح بالای وجوه نقد برخوردار هستند به احتمال زیاد سود بیشتری توزیع می‌کنند. بنابراین، می‌توان گفت بین نقدینگی و تقسیم سود شرکت‌ها رابطه مثبتی برقرار است (Kazmierska, 2015). بر این اساس، فرضیه سوم تحقیق تدوین شد.

## ۳- سودآوری

تصمیم‌گیری حول چگونگی تقسیم سود در حقیقت به معنای تصمیم‌گیری در خصوص استفاده از سود شرکت برای توزیع بین سهامداران و یا نگهداشت آن برای سایر امور واحد تجاری است. توزیع سود و یا نگهداری آن برای کمک به رشد واحد تجاری، دو موضوع متضاد محسوب می‌شوند. توزیع سود بر تصمیمات بلندمدت شرکت در خصوص تأمین مالی و ثروت سهامداران تأثیرگذار است. توزیع مقادیر بالایی از سود از یک سو می‌تواند رشد واحد تجاری را با خطر مواجه سازد و از سوی دیگر می‌تواند منجر به افزایش قیمت سهام در دست سهامداران در کوتاه مدت گردد. همچنین توزیع سود کمتر و افزایش سود انباشته در بلندمدت موجب افزایش سودآوری و توزیع سود بیشتر در آینده می‌شود. اما به هر حال، تحقیقات مختلف نشان داده‌اند که سودآوری یکی از اولین عواملی است که بر توانایی توزیع سود شرکت تأثیر مثبت داشته‌و در این راستا، با اهمیت تشخیص داده شده است (Elmi & Muturi, 2016). بر این اساس، فرضیه پنجم تحقیق تدوین شد.

## ۴- اندازه

مطابق با ادبیات تحقیق، اندازه یکی از مقدم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر سیاست تقسیم سود محسوب می‌شود. از آنجاکه شرکت‌های بزرگ‌تر در مقایسه با شرکت‌های کوچک‌تر، به لحاظ رشد و توسعه به مرحله‌ای از بلوغ دست یافته‌اند، معمولاً تمایل بیشتری به توزیع سود دارند. در حقیقت این گروه از شرکت‌ها به مراتب نیاز کمتری به نگهداشت سود به منظور رشد و توسعه آتی دارند (Manneh &

(Naser, 2015). همچنین به عقیده ردینگ (1997)، سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بزرگ را به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های کوچک ترجیح می‌دهند؛ چراکه شرکت‌های بزرگ عمدتاً سود بیشتری را توزیع می‌کنند. بعلاوه، تحقیقات دیگر نیز نشان داده‌اند که رابطه با اهمیتی بین جمع ارزش دفتری دارایی‌ها و سود خالص برقرار است (Ajanthan, 2013). براین اساس فرضیه هفتم تحقیق تدوین شد.

### ۵- دارایی‌های نامشهود

در رابطه با تأثیر دارایی‌های نامشهود بر سیاست‌های تقسیم سود، سه نظریه به شرح زیر مطرح شده است:

نظریه سلسله مراتبی: مطابق با این نظریه عموماً شرکت‌ها تأمین مالی از طریق منابع داخلی (سود انباشته) را ترجیح داده و در صورتی که ناگزیر به تأمین مالی خارجی باشند، بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند. در نتیجه مطابق با این نظریه، شرکت‌هایی که هزینه تحقیق و توسعه بیشتری دارند و برای آن نیاز به تأمین مالی بالاتری دارند، سود کمتری توزیع می‌کنند تا منابع مالی مرتبط از محل منابع داخلی شرکت تأمین شود.

نظریه نمایندگی: شرکت‌ها عموماً از بابت عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران، هزینه‌هایی را متحمل می‌شوند. مطابق با نظریه نمایندگی، سود انباشته کم هزینه‌ترین راه تأمین مالی است و از این‌رو در تأمین دارایی‌های نامشهود و نه در راستای پرداخت سود، بکار گرفته می‌شود. بنابراین هر قدر در دارایی‌های نامشهود بیشتر سرمایه‌گذاری شود، سود کمتری توزیع می‌گردد.

نظریه علامت‌دهی: شرکت‌هایی که دارای مقادیر زیادی از دارایی‌های نامشهود هستند، به منظور نشان دادن علامت مثبت به سهامدارانشان در خصوص وضعیت مساعد مالی خود، سود بیشتری توزیع می‌کنند. نظریه علامت‌دهی به لحاظ سیاست تقسیم سود با نظریه سلسله مراتبی و نظریه نمایندگی در تضاد است (Gamayuni, 2015).

همچنین، افزایش هزینه‌های تحقیق و توسعه می‌تواند موجب افت عملکرد شرکت و کاهش سود خالص و در نتیجه کاهش سود تقسیمی شود (Lantz & Sahut, 2005).

در این تحقیق، براساس نظریه‌های سلسله مراتبی و نمایندگی، فرضیه نهم تحقیق تدوین شد.

## ۶- چرخه عمر

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 عبارتند از:

مرحله ظهور<sup>۵</sup>: در این مرحله، کسب و کارهای جوان و ایده‌مند تلاش می‌کنند خود را به بازار رقابت وارد کنند و به منظور کسب منابع جهت 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 اندکی دارند، بر خلاف سطح هزینه‌هایشان که با تأسیس شرکت به طور 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 این رو، 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 (Dorbetz, et al., 2015; Damodaran, 2009).

مرحله رشد<sup>۶</sup>: 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 تیم مدیریتی متخصص در فرآیند 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 به ویژه درآمد و سود در طی یک دوره مالی تغییرات شگرفی می‌کنند؛ در این مرحله، شرکت‌ها اغلب برای تأمین سرمایه اقدام به عرضه مالکیت در بازارهای سرمایه می‌کنند؛ ارزش بازار شرکت‌هایی که به طور عمومی معامله می‌شوند بسیار بالاتر از ارزش دفتری آنها است و علت آن چیزی جز اثر رشد نیست؛ شرکت‌ها در مرحله رشد (ذاتی یا بازار) اغلب نسبت کوچکتری از ارزش خود (ذاتی یا بازار) را از طریق بدهی تأمین مالی می‌کند و علت اصلی آن وجود جریان‌های نقد مثبت

حاصل از عملیات و عدم وجود جریان‌های نقد کافی حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها است. در این مرحله نیز دارایی‌ها سهم اندکی در برآورد ارزش شرکت دارند؛ پیش‌بینی سودآوری آتی شرکت در این مرحله از اهمیت به‌سزایی برخوردار است؛ اگرچه نوسان سود چنین پیش‌بینی را دشوار می‌سازد (Damodaran, 2009).

مرحله بلوغ<sup>۷</sup>: 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 ارزش‌آفرینی 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<sup>۸</sup>: شرکت با ورود به این مرحله به طور کامل ارزش رشدی خود را از دست می‌دهد. در این مرحله، نه تنها تمامی ارزش شرکت ناشی از دارایی‌های در اختیارش است بلکه 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 مواجه است 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 متعاقباً 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 بازخريد می‌نماید (Habib & Hasan, 2015; Damodaran, 2009).

طبق نظریه چرخه عمر، شرکت‌ها در مراحل مختلف چرخه عمر خود 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 در آن قرار دارد (اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۳). یکی از این ویژگی‌ها می‌تواند رفتار تقسیم سود شرکت باشد. از طرف دیگر، براساس نظریه چرخه عمر سود تقسیمی شرکت‌ها، شرکت‌های بلوغ یافته عموماً به توزیع سود تمایل دارند و این موضوع احتمالاً از

گذر چرخه عمر حاصل می‌شود؛ زیرا شرکت‌های جوان‌تر، با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر و منابع تأمین مالی کمتری مواجه هستند و از این رو تمایل بیشتری به نگهداشت سود دارند؛ این در حالی است که شرکت‌های بلوغ یافته به دلیل اینکه سودآورتر بوده و با فرصت‌های سرمایه‌گذاری کمتری مواجه هستند، سود بیشتری را بین سهامداران توزیع می‌نمایند (El-Ansary & Gomma, 2012). در حقیقت به مرور زمان، توان شرکت‌ها در ایجاد وجه نقد بر توان آن‌ها در سرمایه‌گذاری در پروژه‌های جدید و سودآور غلبه می‌کند (Miletic, 2015).

مطابق با این نظریه، بهترین سیاستی که در خصوص تقسیم سود می‌تواند اتخاذ گردد این است که تصمیمات مربوط به تقسیم سود را بر مراحل چرخه عمر مبتنی نمود. در حقیقت چنین تصور می‌شود که شرکت‌ها طی چرخه عمر تجاری خود و به مرور زمان که از مرحله ظهور به سوی مرحله بلوغ حرکت می‌کنند، به مراتب از فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نرخ رشد و هزینه تأمین مالی بیرونی آنها کاسته می‌شود. برای تصمیم‌گیری در خصوص میزان تقسیم سود بر مبنای این نظریه، در حقیقت می‌بایست توازنی را بین هزینه‌ها و منافع حاصل از افزایش تأمین مالی و انجام سرمایه‌گذاری‌های جدید طی مراحل مختلف برقرار نمود. بعلاوه، مطابق با این نظریه، همچنان که شرکت‌ها به دوران بلوغ نزدیک‌تر می‌شوند، سود بیشتری را توزیع می‌نمایند. نتایج مربوط به مطالعات تجربی نیز به طور کلی تأییدکننده این نظریه است که شرکت‌های بالغ در مقایسه با شرکت‌های جوان‌تر، سود بیشتری توزیع می‌کنند (Baker, 2011).

براساس نظریه‌هایی که مطرح شد و با توجه به نتایج تحقیقات قبلی، به نظر می‌رسد شرکت‌هایی که در مراحل ظهور یا رشد قرار دارند نسبت به شرکت‌هایی که در مراحل بلوغ یا افول قرار دارند، سود کمتری توزیع می‌کنند. لذا می‌توان گفت که رابطه منفی بین متغیرهای حسابداری و مالی با تقسیم سود در شرکت‌هایی که در مرحله ظهور یا رشد قرار دارند، منفی‌تر خواهد بود. از طرف دیگر، رابطه مثبت بین متغیرهای حسابداری و مالی با تقسیم سود در شرکت‌هایی که در مرحله بلوغ یا افول قرار دارند، مثبت‌تر می‌گردد. به عبارت دقیق‌تر، براساس مبانی نظری پیش‌گفته، به نظر می‌رسد که رابطه بین اهرم مالی و دارایی‌های نامشهود با نسبت تقسیم سود منفی می‌باشد. همچنین مطابق با نظریه‌های مربوط به چرخه عمر، می‌توان اذعان داشت که شرکت‌هایی که در مراحل ظهور یا رشد قرار دارند، به دلیل طرح‌های توسعه‌ای پیش‌روی خود از تقسیم سود بالا اجتناب می‌کنند. لذا انتظار می‌رود که رابطه منفی مذکور در این دسته از شرکت‌ها منفی‌تر باشد. همچنین، با توجه به این که انتظار می‌رود رابطه بین نقدینگی، سودآوری و اندازه شرکت با نسبت تقسیم سود آن، مثبت باشد و با در نظر گرفتن این موضوع



که شرکت‌های در مرحله بلوغ یا افول از سیاست‌های غیرمحافظة کارانه‌ای در تقسیم سود استفاده می‌کنند، انتظار می‌رود که رابطه مثبت مذکور در این دسته از شرکت‌ها مثبت‌تر باشد. از این‌رو، فرضیه‌های دوم، چهارم، ششم، هشتم و دهم تحقیق تدوین شدند.

### پیشینه تحقیق

در این تحقیق اثر پنج متغیر اهرم، نقدینگی، سودآوری، اندازه و دارایی‌های نامشهود بر سیاست تقسیم سود با در نظر داشتن چرخه عمر شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفته است. از این‌رو، در ادامه به نتایج برخی از تحقیقات انجام شده در این حوزه اشاره می‌گردد:

مازلان و همکاران (Mazlan, et al., 2016) با مقایسه عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود در دو گروه شرکت‌های فعال در صنایع غیرمالی و صنایع مالی، به این نتیجه دست یافتند که سودآوری، اندازه شرکت و نقدینگی بر سیاست‌های تقسیم سود در صنایع غیر مالی تأثیرگذار هستند. در حالی که در صنایع مالی سودآوری و رشد شرکت، تعیین‌کننده هستند.

علمی و میوچری (Elmi & Muturi, 2016) با بررسی عوامل مؤثر بر میزان توزیع سود طی سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۴، به این نتیجه دست یافتند که اگرچه ضعف در سودآوری در کوتاه‌مدت می‌تواند به توانایی شرکت در پرداخت سود آسیمی وارد نکند اما در بلندمدت اثرات منفی خود را نشان خواهد داد.

نتایج تحقیق مای و موصطافا (Mui & Mustapha, 2016) در خصوص عوامل مؤثر بر نسبت سود تقسیمی در مالزی، نشان می‌دهد که فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نقدینگی و اندازه شرکت تأثیر با اهمیتی بر نسبت توزیع سود دارند.

میلتیک (Miletic, 2015) طی بررسی تأثیر تئوری چرخه عمر بر سیاست تقسیم سود در کرواسی به این نتیجه رسید که فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت و با اهمیتی با میزان توزیع سود دارند.

وو و نوین (Vo & Nguyen, 2014) با انجام مطالعه‌ای در خصوص تأثیر اهرم بر سود تقسیمی طی سال‌های ۲۰۰۷ الی ۲۰۱۲ به این نتیجه دست یافتند که رابطه منفی معنی‌داری بین اهرم و سود تقسیمی برقرار است.

آلوس و مارتینز (Alves & Martins, 2014) با بررسی اثر دارایی‌های نامشهود بر سیاست‌های مالی و حاکمیتی شرکت، به این نتیجه دست یافتند که دارایی‌های نامشهود اثر منفی با اهمیتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها دارد.

آددیران و آلاده (Adediran & Alade, 2013) با بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و عملکرد شرکت در نیجریه به این نتیجه دست یافتند که رابطه مثبت معنی‌داری بین سودآوری و سیاست‌های تقسیم سود شرکت برقرار است.

آجانثان (Ajanthan, 2013) با انجام تحقیقی در صنعت هتلداری به این نتیجه دست یافت که رابطه با اهمیتی بین سود خالص و میزان سود تقسیمی برقرار است.

دلآوری و همکاران (۱۳۹۲) با انجام مطالعه‌ای درخصوص ۹۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به این نتیجه دست یافتند که نسبت بدهی با نسبت سود سهام تقسیمی به سود هر سهم رابطه منفی معناداری دارد.

سعیدی و بهنام (۱۳۸۹) با بررسی عوامل مؤثر بر خط مشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به این نتیجه رسیدند که معناداری اندازه شرکت مورد تأیید بوده اما معناداری عواملی نظیر نسبت اهرم مالی شرکت و سود هر سهم مورد تأیید قرار نگرفته است.

اسدی و عزیزی‌بصیر (۱۳۸۷) با انجام تحقیقی در خصوص بررسی ارتباط بین سودآوری و نقدینگی و تأثیر آن بر سود تقسیمی به این نتیجه دست یافتند که بین سودآوری و سود تقسیمی رابطه مثبت قابل ملاحظه و بین نقدینگی و سود تقسیمی رابطه مثبت ضعیف برقرار است.

### فرضیه‌های تحقیق

با بررسی ادبیات و پیشینه تحقیق فرضیه‌های ذیل طراحی شد:

۱. اهرم مالی شرکت‌ها با نسبت تقسیم سود آنها، رابطه منفی معنی‌دار دارد.
۲. اهرم مالی شرکت‌های در مرحله ظهور و رشد با نسبت تقسیم سود آنها، رابطه منفی تری در مقایسه با سایر شرکت‌ها دارد.
۳. نقدینگی شرکت‌ها با نسبت تقسیم سود آنها، رابطه مثبت معنی‌دار دارد.
۴. نقدینگی شرکت‌های در مرحله بلوغ و افول با نسبت تقسیم سود آنها، رابطه مثبت تری در مقایسه با سایر شرکت‌ها دارد.
۵. سودآوری شرکت‌ها با نسبت تقسیم سود آنها رابطه مثبت معنی‌دار دارد.

۶. سودآوری شرکت‌های در مرحله بلوغ و افول با نسبت تقسیم سود آنها، رابطه مثبت تری در مقایسه با سایر شرکت‌ها دارد.
۷. اندازه شرکت‌ها با نسبت تقسیم سود آنها رابطه مثبت معنی دار دارد.
۸. اندازه شرکت‌های در مرحله بلوغ و افول با نسبت تقسیم سود آنها، رابطه مثبت تری در مقایسه با سایر شرکت‌ها دارد.
۹. میزان دارایی‌های نامشهود شرکت‌ها با نسبت تقسیم سود آنها رابطه منفی معنی دار دارد.
۱۰. میزان دارایی‌های نامشهود شرکت‌های در مرحله ظهور یا رشد با نسبت تقسیم سود آنها، رابطه منفی تری در مقایسه با سایر شرکت‌ها دارد.

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. با در نظر گرفتن ویژگی‌های ذیل، نمونه آماری تحقیق تعیین شد:

- ۱) شرکت تا پایان سال ۱۳۸۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۴ از فهرست شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده باشد.
- ۲) سال مالی آن منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
- ۳) شرکت در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداده باشد.
- ۴) داده‌های شرکت در دوره مورد مطالعه در دسترس باشد.
- ۵) جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی از جمله سرمایه‌گذاری، صندوق سرمایه‌گذاری، هلدینگ، بانک و لیزینگ نباشد.

### روش تحقیق

این تحقیق از نظر هدف، از نوع کاربردی و از نظر طرح تحقیق، توصیفی از نوع همبستگی است. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از مدل‌های رگرسیونی چندگانه استفاده شده است. بدین منظور، مدل ۱ برای آزمون فرضیه‌های اول، سوم، پنجم، هفتم و نهم، به کار برده شده است (Kazmierska, 2015):

مدل شماره ۱

$$DIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{i,t} + \beta_2 LIQ_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 IA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

نسبت تقسیم سود ( $DIV^{10}$ ): عبارت از سود تقسیمی هر سهم بر سود هر سهم می‌باشد.

نسبت اهرمی ( $LEV^{11}$ ): عبارت از جمع بدهی‌ها بر جمع دارایی‌ها می‌باشد.  
 نقدینگی ( $LIQ^{12}$ ): برای محاسبه این متغیر از نسبت جاری معادل دارایی‌های جاری تقسیم بر بدهی‌های جاری، استفاده شد.

سودآوری ( $ROE^{13}$ ): برای محاسبه این متغیر از بازده حقوق صاحبان سهام معادل سود خالص تقسیم بر جمع حقوق صاحبان سهام، استفاده شده است.

اندازه ( $SIZE$ ): عبارت از لگاریتم طبیعی جمع ارزش دفتری دارایی‌های شرکت می‌باشد.  
 دارایی‌های نامشهود ( $IA^{14}$ ): مطابق با تعریف گامایونی (2015) برای تعیین دارایی‌های نامشهود شرکت از حاصل تفریق ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام از ارزش بازار شرکت استفاده شد. ارزش بازار شرکت معادل قیمت پایانی آخرین روز معاملاتی هر سال ضرب در تعداد سهام شرکت می‌باشد.  
 جدول (۱): تفکیک شرکت‌ها بر اساس مراحل چرخه عمر

مرحله عمر	خالص جریان‌های وجه نقد عملیاتی ( $OCF^{16}$ )	خالص جریان‌های وجه نقد سرمایه‌گذاری ( $INVCF^{17}$ )	خالص جریان‌های وجه نقد تأمین مالی ( $FINCF^{18}$ )
نوظهور	منفی	منفی	مثبت
رشد	مثبت	منفی	مثبت
بلوغ	مثبت	منفی	منفی
افول	منفی	مثبت	منفی، مثبت و یا صفر

در ادامه به منظور تعیین مراحل مختلف چرخه عمر ( $LCS^{15}$ ) شرکت‌ها در سال‌های مختلف، از روش دیکینسون (2011) استفاده شد. بدین منظور در ابتدا کلیه سال-شرکت‌ها بر حسب وضعیت جریان‌های وجوه نقد به چهار گروه نوظهور، رشد، بلوغ و افول تقسیم شدند.  
 لازم به ذکر است که کلیه سال-شرکت‌هایی که در دامنه چهار گروه فوق‌الذکر قرار نگرفتند، از دامنه نمونه آماری این تحقیق حذف شدند.

سپس به منظور سنجش فرضیه‌های دوم و دهم، از مدل رگرسیونی ۲ استفاده گردید. در این مدل، متغیر مربوط به مراحل مختلف چرخه عمر ( $LCS$ ) یک متغیر مجازی است که در صورتی که شرکت در مرحله ظهور یا رشد از مراحل چرخه عمر خود قرار داشته باشد، یک و در غیر این صورت معادل صفر در نظر گرفته شده است. با توجه به این که براساس مبانی نظری پیش گفته فرض بر آن است که رابطه بین

اهرم مالی و دارایی های نامشهود با نسبت تقسیم سود منفی است و نیز شرکت هایی که در مرحله ظهور یا رشد قرار دارند به دلیل طرح های توسعه ای پیش روی خود از تقسیم سود بالا اجتناب می کنند، انتظار می رود که رابطه منفی مذکور در این دسته از شرکت ها منفی تر باشد. لذا در مدل ۲ انتظار می رود که ضرایب  $\beta_3$  و  $\beta_4$  منفی و معنی دار بوده و اختلاف معنی داری با ضرایب  $\beta_1$  و  $\beta_2$  داشته باشند. لازم به ذکر است که در این تحقیق، مقایسه ضرایب مذکور با استفاده از آزمون والد صورت گرفت.

مدل شماره ۲

$$DIV_{i,t} = \beta_{0i,t} + \beta_1 LEV_{i,t} + \beta_2 IA_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} * LCS + \beta_4 IA_{i,t} * LCS + \varepsilon_{i,t}$$

از سوی دیگر، برای آزمون فرضیه های چهارم، ششم و هشتم از مدل رگرسیونی ۳ استفاده گردید. در این مدل، متغیر مربوط به مراحل مختلف چرخه عمر (LCS) یک متغیر مجازی است که در صورتی که شرکت در مرحله بلوغ یا افول از مراحل چرخه عمر خود قرار داشته باشد، یک و در غیر این صورت معادل صفر در نظر گرفته شده است. با توجه به این که براساس مبانی نظری پیش گفته فرض بر آن است که رابطه بین نقدینگی، سودآوری و اندازه شرکت با نسبت تقسیم سود آن، مثبت می باشد و نیز شرکت های در مرحله بلوغ یا افول از سیاست های غیرمحافظه کارانه ای برای تقسیم سود استفاده می کنند، انتظار می رود که رابطه مثبت مذکور در این دسته از شرکت ها مثبت تر باشد. لذا در مدل ۳ انتظار می رود که ضرایب  $\beta_4$ ،  $\beta_5$  و  $\beta_6$  مثبت و معنی دار بوده و اختلاف قابل ملاحظه ای با ضرایب  $\beta_1$ ،  $\beta_2$  و  $\beta_3$  داشته باشند. لازم به ذکر است که در این قسمت نیز، مقایسه ضرایب مذکور با استفاده از آزمون والد انجام شد.

مدل شماره ۳

$$DIV_{i,t} = \beta_{0i,t} + \beta_1 LIQ_{i,t} + \beta_2 ROE_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LIQ_{i,t} * LCS + \beta_5 ROE_{i,t} * LCS + \beta_6 SIZE_{i,t} * LCS + \varepsilon_{i,t}$$

## یافته های تحقیق

### آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق به شرح زیر می باشد:

جدول (۲): آمار توصیفی

IA <sub>i,t</sub>	SIZE <sub>i,t</sub>	ROE <sub>i,t</sub>	LIQ <sub>i,t</sub>	LEV <sub>i,t</sub>	DIV <sub>i,t</sub>	شرح
۰.۷۸۷	۱۳.۸۳۸	۰.۵۵۲	۱.۴۲۰	۰.۶۲۵	۰.۵۹۰	میانگین
۰.۲۶۴	۱۳.۵۳۲	۰.۳۶۳	۱.۲۴۴	۰.۶۳۵	۰.۶۹۴	میانه
۱۰.۸۰۵	۱۹.۱۰۶	۴.۷۶۳	۴.۷۲۳	۲.۱۲۴	۱.۸۴۴	بیشترین
۰.۰۰۰	۹.۰۱۱	۰-۰.۵۱.۲۱	۰.۲۲۲	۰.۱۱۱	۰.۰۰۰	کمترین
۱.۴۴۲	۱.۸۰۶	۰.۶۸۱	۰.۷۴۳	۰.۱۹۶	۰.۳۹۸	انحراف معیار

همان گونه که در جدول ۲ قابل مشاهده است، میانگین نسبت سود خالص به جمع حقوق صاحبان سهام شرکت های مورد بررسی در این تحقیق، ۰.۵۵۲ می باشد. همچنین کمترین، بیشترین و میانگین نسبت سود تقسیمی به ترتیب صفر، ۱.۸۴۴ و ۰.۵۹۰ می باشد. سایر اطلاعات مربوط به آمار توصیفی نیز در این جدول ارائه شده است.

### نتایج آزمون مدل ۱

نتایج حاصل از آزمون مدل ۱ به شرح جدول ۳ ارائه شده است. همانگونه که ملاحظه می شود، آماره فیشر در سطح خطای کمتر از ۵٪ معنی دار است. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده در این مدل برابر با ۰.۳۱۶ است که نشان می دهد ۳۱.۶ درصد از تغییرات نسبت تقسیم سود، به وسیله متغیرهای مستقل توضیح داده می شود.

جدول (۳): نتایج آزمون مدل شماره ۱

معنی داری ضریب	ضریب	شرح
۰.۰۰۰	۰.۴۴۳	C
۰.۰۰۰	-۰.۵۵۱	LEV
۰.۰۳۳	۰.۰۳۰	LIQ
۰.۰۰۰	۰.۲۳۰	ROE
۰.۰۰۰	۰.۰۲۵	SIZE
۰.۰۰۰	-۰.۰۳۸	IA
	۱۶۶.۷۶۱	آماره F
	۰.۰۰۰	معنی داری آماره F
	۰.۳۱۶	ضریب تعیین تعدیل شده
	۱.۸۲۲	آماره دوربین واتسون

مطابق با جدول شماره ۳ از آنجا که سطح معنی داری متغیرهای  $LEV$ ،  $LIQ$ ،  $ROE$ ،  $SIZE$  و  $IA$  کمتر از ۵٪ می باشد، می توان گفت بین متغیرهای مذکور با نسبت تقسیم سود رابطه معنی داری وجود دارد. به عبارت دیگر، بین متغیرهای اهرم مالی و دارایی های نامشهود با نسبت تقسیم سود رابطه منفی معنی دار و بین متغیرهای نقدینگی، سودآوری و اندازه شرکت، رابطه مثبت معنی دار وجود دارد. از این رو، می توان گفت که فرضیه های یک، سه، پنج، هفت و نه مورد تأیید قرار گرفت.

## نتایج آزمون مدل ۲

نتایج حاصل از آزمون مدل ۲ به شرح جدول ۴ ارائه شده است. همان گونه که بیشتر بیان شد، در این مدل تأثیر مرحله ظهور و رشد از مراحل چرخه تجاری بر رابطه بین متغیرهای اهرم مالی و دارایی های نامشهود با نسبت تقسیم سود مورد بررسی قرار گرفت. براساس اطلاعات جدول زیر، آماره فیشر در سطح خطای کمتر از ۵٪ معنی دار است. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده در این مدل برابر با ۰.۱۷۲ است که نشان می دهد ۱۷.۲ درصد از تغییرات نسبت تقسیم سود، به وسیله متغیرهای مستقل توضیح داده می شود.

جدول (۴): نتایج آزمون مدل شماره ۲

معنی داری ضریب	ضریب	شرح
۰.۰۰۰	۰.۷۴۸	C
۰.۰۳۲	-۰.۱۰۱	LEV
۰.۰۴۴	-۰.۰۱۸	IA
۰.۰۰۰	-۰.۳۴۶	LEV*LCS
۰.۰۰۳	-۰.۰۳۵	IA*LCS
	۹۸.۴۳۱	آماره F
	۰.۰۰۰	معنی داری آماره F
	۰.۱۷۲	ضریب تعیین تعدیل شده
	۱.۸۱۴	آماره دوربین واتسون

همان گونه که در جدول فوق قابل ملاحظه است، ضرایب متغیرهای  $LEV$  و  $LEV*LCS$  (به ترتیب  $\beta_1$  و  $\beta_3$ ) منفی و معنی دار است. به عبارت دیگر، ضریب اهرم مالی برای شرکت هایی که در مرحله ظهور یا رشد قرار دارند ( $\beta_3 + \beta_1$ ) نسبت به سایر شرکت ها ( $\beta_1$ ) منفی تر می باشد. برای اطمینان از معنی داری این اختلاف، از آزمون والد استفاده شده که نتایج آن در جدول ۶ ارائه گردیده است. نتایج آزمون والد حاکی از معنی دار بودن این اختلاف، می باشد. از این رو می توان گفت که در شرکت هایی که در مرحله ظهور یا

رشد قرار دارند، رابطه منفی بین اهرم مالی و نسبت تقسیم سود، منفی تر است و این به معنای تأیید فرضیه دوم تحقیق است.

همچنین ضرایب متغیرهای IA و IA\*LCS (به ترتیب  $\beta_2$  و  $\beta_4$ ) منفی و معنی دار است. به عبارت دیگر، به نظر می‌رسد ضریب دارایی‌های نامشهود برای شرکت‌هایی که در مرحله ظهور یا رشد قرار دارند ( $\beta_2 + \beta_4$ ) نسبت به سایر شرکت‌ها ( $\beta_2$ ) منفی‌تر می‌باشد. اما در این خصوص، نتایج آزمون والد حاکی از بی‌اهمیت بودن این اختلاف است. از این رو، می‌توان گفت در شرکت‌هایی که در مرحله ظهور یا رشد قرار دارند، رابطه منفی بین دارایی‌های نامشهود و نسبت تقسیم سود، منفی‌تر نمی‌شود و فرضیه دهم تحقیق مورد تأیید قرار نمی‌گیرد.

### نتایج آزمون مدل ۳

نتایج حاصل از آزمون مدل ۳ به شرح جدول ۵ ارائه شده است. در این مدل تأثیر مرحله بلوغ یا افول از مراحل چرخه تجاری شرکت‌ها بر رابطه بین متغیرهای نقدشوندگی، سودآوری و اندازه شرکت با نسبت تقسیم سود مورد بررسی قرار گرفت. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، آماره فیشر در سطح خطای کمتر از ۵٪ معنی دار است. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده در این مدل برابر با ۰.۴۱۵ است که نشان می‌دهد ۴۱.۵ درصد از تغییرات نسبت تقسیم سود، به وسیله متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود.

جدول (۵): نتایج آزمون مدل شماره ۳

معنی داری ضریب	ضریب	شرح
۰.۰۱۷۰	۰.۰۸۵	C
۰.۰۰۰	۰.۰۸۱	LIQ
۰.۰۳۷	۰.۰۳۹	ROE
۰.۰۰۰	۰.۰۰۸	SIZE
۰.۱۱۴	-۰.۰۲۹	LIQ*LCS
۰.۰۰۰	۰.۱۶۲	ROE*LCS
۰.۰۰۰	۰.۰۲۲	SIZE *LCS
۲۱۳.۰۸۷		آماره F
۰.۰۰۰		معنی داری آماره F
۰.۴۱۵		ضریب تعیین تعدیل شده
۱.۸۴۸		آماره دوربین واتسون



براساس اطلاعات جدول فوق، ضرایب متغیرهای ROE و ROE\*LC (به ترتیب  $\beta_2$  و  $\beta_5$ ) مثبت و معنی دار است. به عبارت دیگر، ضریب سودآوری برای شرکت هایی که در مرحله بلوغ یا افول قرار دارند ( $\beta_2$ )  $\beta_5$  + نسبت به سایر شرکت ها ( $\beta_2$ ) مثبت تر می باشد. برای اطمینان از معنی داری این اختلاف از آزمون والد استفاده شده که نتایج آن در جدول ۶ ارائه گردیده است. نتایج آزمون والد حاکی از معنی دار بودن این اختلاف، می باشد. از این رو می توان گفت که در شرکت هایی که در مرحله بلوغ یا افول قرار دارند، رابطه مثبت بین سودآوری و نسبت تقسیم سود، مثبت تر است و این به معنای تأیید فرضیه هشتم تحقیق است. همچنین ضرایب متغیرهای SIZE و SIZE\*LC (به ترتیب  $\beta_3$  و  $\beta_6$ ) مثبت و معنی دار است. به عبارت دیگر، ضریب اندازه برای شرکت هایی که در مرحله بلوغ یا افول قرار دارند ( $\beta_3$  +  $\beta_6$ ) نسبت به سایر شرکت ها ( $\beta_6$ ) مثبت تر می باشد. نتایج آزمون والد نیز مبین معنی دار بودن این اختلاف است. از این رو، فرضیه هشتم تحقیق که بیانگر این است که اندازه شرکت های در مرحله بلوغ و افول با نسبت تقسیم سود آنها، رابطه مثبت تری در مقایسه با سایر شرکت ها دارد، مورد تأیید قرار می گیرد.

از سوی دیگر، با توجه به عدم معنی داری ضریب متغیر LIQ\*LC، فرضیه چهارم تحقیق تأیید نشده و می توان گفت که مرحله بلوغ یا افول از مراحل چرخه عمر بر رابطه بین نقدینگی و نسبت تقسیم سود تأثیر قابل ملاحظه ای ندارد.

جدول (۶): نتایج آزمون والد

شرح	آماره F	سطح معنی داری
LEV*LC و LEV	۱۳.۲۷۶	۰.۰۰۰
IA*LC و IA	۰.۷۸۰	۰.۳۷۷
ROE*LC و ROE	۸.۲۶۹	۰.۰۰۴
SIZE*LC و SIZE	۸.۲۷۲	۰.۰۰۴

## نتیجه‌گیری و پیشنهادات

یکی از مهمترین تصمیماتی که در هر شرکتی اتخاذ می‌شود، بی‌شک تصمیم‌گیری در خصوص توزیع سود است. توزیع سود در عین ایجاد جذابیت برای سهامداران، توأم با کاهش در سود انباشته شرکت و به عبارت دیگر کاهش سود است. یکی از جذاب‌ترین منابع تأمین مالی است. از این رو مدیران شرکت‌ها همواره با معمای توزیع سود مواجه هستند و یکی از عمده عواملی که بر میزان پیچیدگی این معما می‌تواند تأثیرگذار باشد، چرخه عمر شرکت‌ها است. بدیهی است که شرکت‌ها در مراحل مختلف عمر تجاری از امکانات و توانایی تأمین مالی و به تناسب آن از توانایی توزیع سود متفاوتی برخوردار هستند. از این رو، در این تحقیق رابطه برخی از عوامل مالی و حسابداری با تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با در نظر داشتن اثر مراحل مختلف چرخه عمر تجاری آنها طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۴ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاکی از آن است که بین اهرم و دارایی‌های نامشهود با نسبت سود تقسیمی رابطه منفی معنی‌دار و بین نقدینگی، سودآوری و اندازه شرکت با نسبت سود تقسیمی رابطه مثبت معنی‌دار برقرار است. این نتایج همراستا با نتایج به دست آمده در تحقیقات (Mazlan et al, 2016; Mui, and Mustapha, 2016; Vo and Nguyen, 2014; Alves and Martins, 2014 and Adediran and Alade, 2013) می‌باشد. همچنین نتایج تحقیق نشان داد در شرکت‌هایی که در مرحله ظهور یا رشد قرار دارند، رابطه بین اهرم مالی با تقسیم سود منفی‌تر می‌باشد. علاوه بر این، در شرکت‌هایی که در مرحله بلوغ یا افول قرار دارند، رابطه بین سودآوری و اندازه شرکت با تقسیم سود، مثبت‌تر می‌باشد. همچنین، براساس نتایج به دست آمده، مشخص شد که مراحل چرخه عمر بر رابطه بین نقدینگی و دارایی‌های نامشهود با تقسیم سود، تأثیر معنی‌داری ندارد.

با توجه به نتایج به دست آمده در این تحقیق، به سرمایه‌گذاران و سایر مشارکت‌کنندگان بازارهای سرمایه توصیه می‌شود که برای پیش‌بینی وضعیت تقسیم سود شرکت‌ها به عواملی چون اهرم مالی، سودآوری، نقدینگی، اندازه شرکت و میزان دارایی‌های نامشهود آن توجه داشته باشند. همچنین پیشنهاد می‌شود در هنگام ارزیابی میزان سود تقسیمی، تأثیر مراحل مختلف چرخه عمر تجاری شرکت‌ها را مدنظر قرار دهند.

علاوه بر این، به محققین آتی توصیه می‌شود آزمون‌های این تحقیق را با استفاده از تعاریف دیگری از چرخه عمر تجاری مورد بررسی مجدد قرار دهند. همچنین این تحقیق می‌تواند با در نظر داشتن متغیرهای مالی و حسابداری دیگر، انجام شود.

مهمترین محدودیت این تحقیق، در نظر نگرفتن شرایط اقتصادی و نیز شاخص‌های راهبری شرکت‌ها از جمله میزان مالکیت سهامدار کنترلی می‌باشد که می‌تواند اثرات قابل توجهی بر نتایج این

تحقیق داشته باشد. لذا به محققین آتی توصیه می‌شود با در نظر گرفتن موارد فوق، نتایج این تحقیق را مورد مذاقه بیشتر قرار دهند.



## منابع و مآخذ

۱. اعتمادی، حسین، انواری رستمی، علی اصغر و احمدیان، وحید (۱۳۹۳). «آزمون نظریه چرخه عمر در سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۱ (۴۱)، ص. ۵۹-۸۱.
۲. اسدی، غلامحسین و عزیزی بصیر، سعید (۱۳۸۷). «بررسی ارتباط بین سودآوری و نقدینگی در شرکت‌ها و تأثیر آن بر سود تقسیمی»، پیام مدیریت، ۷ (۲۸)، ص ۱۵۰-۱۲۹.
۳. تقی‌زاده خانقاه، وحید و بادآور نهندی، یونس (۱۳۹۴). «بررسی رابطه بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود شرکت‌های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از معادلات هم‌زمان»، فصلنامه حسابداری سلامت، ۴ (۲)، ص. ۸۶-۶۰.
۴. دلاوری، مجید، یونسی، الهه و کراهی مقدم، سیروس (۱۳۹۲). «بررسی عوامل مؤثر بر تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، ۵ (۱۸)، ص. ۱۵۱-۱۳۰.
۵. سعیدی، علی و بهنام، کیهان (۱۳۸۹). «بررسی عوامل مؤثر بر خط مشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه مدیریت، ۷ (۱۸)، ص. ۷۱-۶۱.
6. Ajanthan, A. (2013). "The relationship between dividend payout and firm profitability: A study of listed hotels and restaurant companies in Sri Lanka". International Journal of Scientific Research Publications, Vol. 3 (6).
7. Adediran, S., and Alade, S. (2013). "Dividend policy and corporate performance in Nigeria". American Journal of Social and Management Sciences, Vol. 4 (2), PP. 71-77.
8. Alves, S., and Martins, J. (2014). "The impact of intangible assets on financial and governance policies: a simultaneous equation analysis". Journal of Applied Finance and Banking, Vol. 4 (1), PP. 61-89.
9. Baker, H. (2011). Dividends and Dividend Policy, John Wiley & Sons.
10. Damodaran, A. (2009). Valuing Young, Start-Up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges, available at <http://ssrn.com/abstract=1418687>.
11. Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. The Accounting Review, No. 86, 1969-1994.
12. Drobetz, W., Halling, M., and Schroeder, H. (2015). Corporate life-cycle dynamics of cash holdings Midwest Finance Association 2016 Annual Meeting. Available at [www.openconf.org](http://www.openconf.org)

13. El-Ansary, O., and Gomma, T. (2012). "The life cycle theory of dividends: Evidence from Egypt". *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 97, PP. 72-80.
14. Elmi, M., and Muturi, W. (2016). "Effects of profitability on dividend payout by commercial and services firms listed in the Nairobi securities exchange". *European Journal of Business and Social Sciences*, Vol. 5 (2), PP. 160-167.
15. Faccio, M., Lang, L. and Yong, L. (2000). "Dividends and expropriation". *American Economic Review*, Vol. 91, PP. 54-78.
16. Gamayuni, R. (2015). "The effect of intangible assets, financial performance and financial policies on the firm value". *International Journal of scientific and technology research*, Vol. 4 (1).
17. Goel, U., Chadha, S., and Sharma, A. (2015). "Operating liquidity and financial leverage: Evidences from Indian machinery industry". *Social and behavioral sciences*, Vol. 189, PP. 344-350.
18. Habib, A., and M.M. Hasan. (2015). "Firm life cycle, corporate risk-taking and investor Sentiment". *Accounting and Finance*, 1-33.
19. Jensen, G., Solberg, D. and Zorn T. (1992). "Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies". *Journal of financial and quantitative analysis*, Vol. 27 (2), PP. 247-263.
20. Kazmierska, B. (2015). "Determinants of dividend policy: Evidence from Polish listed companies". *Procedia Economics and Finance*, Vol. 23, PP. 473-477.
21. Lantz, J., and Sahut, J. (2005). "R&D investment and financial performance of technological firms". *International Journal of Business*, Vol. 10 (3).
22. Manneh, M., and Naser, K. (2015). "Determinants of corporate dividends policy: Evidence from an Emerging Economy". *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 7 (7), PP. 229-239.
23. Mazlan, N., Mohamed, S., Aziz, N., and Azman, N. (2016). "Modeling of dividend policy: a comparison between Malaysia Financial and nonfinancial Industries". *Journal of Applied Environmental and Biological sciences*, Vol. 6 (7), PP. 48-51.

24. Miletic, M. (2015). "Applicability of the firm life cycle theory of dividends on Croatian capital". Journal of WEI Business and Economics, Vol. 4 (3), PP. 18-24.
25. Mui, Y., and Mustapha , M. (2016). "Determinants of dividends payout ratio: Evidence from Malaysian public listed firms". Journal of Applied Environmental and Biological sciences, Vol. 6, PP. 48-54.
26. Redding, L. (1997). "Firm size and dividend payouts". Journal of financial intermediation, Vol. 6 (3), PP. 224-248.
27. Saravia, J., (2013). "The Lifecycle of the Firm, Corporate Governance and Investment Performance". Documentos de trabajo Economía y Finanzas, PP. 13-30.
28. Vo, D., and Nguyen, V., (2014). "Managerial ownership, leverage and dividend policies: empirical evidence from Vietnam's listed firms". International Journal of Economics and Finance, Vol. 6 (5), PP. 274-284.

