

## بررسی رابطه بین جریان‌های نقدی عملیاتی و تغییرات سود نقدی پرداختی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

انیسه رعیت زاده<sup>۱</sup>، سیروس کراهی مقدم<sup>۲</sup>

<sup>۱</sup> کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اهواز

<sup>۲</sup> استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد مسجد سلیمان

---

### چکیده

در تحقیق حاضر به دنبال یافتن نقش جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت‌ها در توضیح تغییرات سود سهام پرداختی از یک سال به سال بعد هستیم. به دو دلیل انتظار می‌رود که جریان‌های نقدی عامل تعیین کننده‌ای در پرداخت سود سهام شرکت‌ها باشد:

۱- بحث دستکاری سود تعهدی توسط مدیریت، و ۲- نیاز شرکت به نقدینگی جهت پرداخت سود سهام.

همچنین در این تحقیق به دنبال یافتن حالت خاصی هستیم که نقش جریان‌های نقدی عملیاتی در تغییرات سود سهام پرداختی برجسته‌تر باشد لذا دو عامل رشد و اندازه شرکت‌ها را نیز دخالت داده‌ایم. نتایج بدست آمده حاکی از وجود رابطه بین جریان‌های نقدی عملیاتی و تغییرات سود سهام پرداختی می‌باشد، همچنین در شرکت‌های کوچک، رابطه بین جریان‌های نقدی عملیاتی و تغییرات سود سهام پرداختی بیشتر از سایر شرکت‌هاست، ضمناً تنها در شرکت‌های با رشد بالا، بین جریان‌های نقدی عملیاتی و تغییرات سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد.

**واژه‌های کلیدی:** جریان نقدی، سود نقدی، بورس.

---

## مقدمه

با وجود آنکه تئوری‌های مالی ارزش شرکت را وابسته به جریان‌های نقدی آتی می‌داند، اما در حال حاضر رایج‌ترین معیار برای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها سود حسابداری می‌باشد. سود حسابداری به شکل گسترده‌ای مورد استفاده سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان قرار دارد (جعفری چاشمی و همکاران، ۱۳۹۳).

مهم‌ترین برتری سود نسبت به جریان‌های نقدی مربوط به زمان شناسایی درآمد<sup>۱</sup> و رعایت اصل تطابق<sup>۲</sup> است. به همین دلیل جریان‌های نقدی به عنوان معیار ضعیف‌تری نسبت به سود شناخته می‌شود (کاوه و قربانی، ۱۳۹۲).

تحقیق حاضر به دنبال آن است تا نشان دهد جریان‌های نقدی نیز مانند سود در توضیح تغییرات سود سهام پرداختی مهم می‌باشد و یا شاید مهم‌تر از سود نیز باشد. برای شرح برتری جریان‌های نقدی نسبت به سود تعهدی در تغییرات سود سهام پرداختی از دو بحث زیر استفاده می‌شود:

نخست آنکه این امکان وجود دارد مدیران برای افزایش پاداش خود سود را دستکاری کنند. به عبارتی سود شرکت تا حدودی مطابق میل مدیریت تهیه می‌گردد؛ زیرا سود معمولاً به عنوان معیار عملکرد مدیریت جهت پاداش‌دهی است. از اینرو سود تعهدی دستکاری شده نسبت به جریان‌های نقدی در توضیح تغییرات سود سهام پرداختی از اهمیت کمتری برخوردار است.

ثانیاً وجه نقد معیار نزدیک‌تری به نقدینگی<sup>۳</sup> است و منطقی به نظر می‌رسد که نقدینگی عامل مهمی جهت تقسیم سود باشد و تصمیم یک شرکت در کاهش یا افزایش سود سهام پرداختی تا حدودی نشان دهنده وضعیت نقدینگی شرکت می‌باشد.

ضمناً ما در این تحقیق به دنبال یافتن شرایط و حالت‌های خاص هستیم که جریان‌های نقدی احیاناً نقش مهم‌تر و با اهمیت‌تری در تصمیم‌گیری در مورد پرداخت سود سهام داشته باشد.

در تحقیقات پیشین فرض بر این بوده که شرکت‌ها با یکدیگر همگن هستند و کلیه شرکت‌ها بدون توجه به فاکتورهای اقتصادی، صنعتی و ویژگی‌های شرکت از قبیل اندازه، نوع صنعت، اندازه اقلام تعهدی و کیفیت سود با تصمیمات سود سهام پرداختی برخورد نموده‌اند اما در تحقیق حاضر فرض همگنی شرکت‌ها پذیرفته نیست.

با مراجعه به تئوری‌های سنتی مالی و تحقیق انجام شده توسط چاریتو و وافیس<sup>۴</sup> (۱۹۹۸) فرض را بر این گرفتیم که رابطه بین جریان‌های نقدی عملیاتی و تغییرات سود سهام پرداختی بستگی به فرصت‌های رشد شرکت دارد. همچنین با رجوع به تحقیق آدلگان<sup>۵</sup> (۲۰۰۳) اندازه شرکت را نیز در رابطه بین جریان‌های نقدی عملیاتی و تغییرات سود سهام پرداختی مورد توجه قرار دادیم؛ یعنی انتظار می‌رود که جریان‌های نقدی عملیاتی به عنوان یک متغیر مستقل مناسب، با تغییر در اندازه و رشد شرکت‌ها دارای قدرت پیش‌بینی‌کنندگی متفاوتی باشد.

بطور خلاصه ما در این تحقیق به دنبال آن هستیم که (۱) آیا بین جریان‌های نقدی عملیاتی و تغییرات سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد؟ در صورت وجود داشتن رابطه، (۲) آیا این رابطه بیشتر از رابطه بین سود عملیاتی با تغییرات سود سهام پرداختی می‌باشد؟ (همچنین (۳) آیا می‌توان حالت‌های خاصی را پیدا کرد که نقش جریان‌های نقدی عملیاتی در پیش‌بینی هرچه بهتر تغییرات سود سهام پرداختی پررنگ‌تر باشد؟

<sup>1</sup> Revenue Recognition

<sup>2</sup> Matching Principle

<sup>3</sup> Liquidity

<sup>4</sup> Charitou and Vafeas

<sup>5</sup> Adelegan

دش ماکز<sup>۱</sup> (۲۰۰۳) به بررسی پویایی سیاست تقسیم سود با استفاده از یک مدل تصادفی پرداخت و به این نتیجه دست یافت که تقسیم سود با میزان نابرابری اطلاعات و رشد فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رابطه معکوس و با سطح جریان‌ات نقدی رابطه مستقیم دارد.

- جورج و دیگران<sup>۲</sup> (۲۰۰۵) با بررسی تغییرات سود نقدی ۲۲۱ شرکت آلمانی طی سال‌های ۱۹۹۳-۱۹۸۴ به این نتیجه رسیدند که سود نقدی شرکت‌های آلمانی اغلب نسبت به شرکت‌های آمریکایی و انگلیسی بیشتر قابل تغییر است. همچنین سود خالص عامل تعیین کننده تغییرات سود نقدی است.

- چن و دیگران<sup>۳</sup> (۲۰۰۷) استفاده از دو عامل سود هر سهم<sup>۴</sup> و سود تقسیمی هر سهم<sup>۵</sup> را در تعیین ارزش شرکت طی دوره زمانی ۲۰۰۴-۱۹۹۵ در شرکت‌های تایوانی مورد آزمون قرار دادند. نتایج این تحقیق نشان داد که سود تقسیمی هر سهم شاخص مناسبی برای نشان دادن ارزش اصلی شرکت در هیچ‌یک از گروه صنایع نمی‌باشد، سود هر سهم فقط در شرکت‌های بخش بهداشت و ساختمان می‌تواند نماینده مناسبی باشد.

جعفری چاشمی و همکاران (۱۳۹۲) پژوهشی با عنوان بررسی تحلیلی ارتباط بین تغییرات بخش فعالیت‌های عملیاتی صورت گردش وجه نقد با تغییرات در شاخص‌های سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران براساس معیار رشد پرداختند. بدین منظور ۱۱۰ شرکت از شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار به عنوان نمونه در قلمرو زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۰ انتخاب و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزار Eviews استفاده شده است. در این تحقیق قبل از بررسی و آزمون متغیرها ابتدا شرکت‌ها بر اساس میانگین نرخ رشد فروش ۶ ساله به سه گروه شرکت‌های با رشد بالا، شرکت‌های با رشد متوسط و شرکت‌های با رشد پائین طبقه بندی شده، سپس رابطه بین متغیرها مورد بررسی و آزمون قرار گرفته است. در راستای این موضوع ۳ فرضیه اصلی و ۹ فرضیه فرعی تبیین شده است، نتیجه آزمون فرضیات به شرح زیر است: در شرکت‌های با رشد بالا هیچ رابطه معناداری بین جریان نقد عملیاتی و نسبت‌های سودآوری وجود ندارد و در شرکت‌های با رشد کم ROE و ROS دارای رابطه مثبت و معنادار و ROA دارای رابطه منفی و معنادار است و در شرکت‌های با رشد متوسط ROE و ROS دارای رابطه منفی و معنادار و ROA بدون رابطه می‌باشد.

کاوه و قربانی (۱۳۹۳) به بررسی تحلیلی بین تغییرات بخش فعالیت‌های عملیاتی صورت گردش وجه نقد با تغییرات در شاخص‌های سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران براساس معیار رشد پرداختند. معیارهایی که سودآوری واحد انتفاعی را ارزیابی می‌نماید شاخص‌های سودآوری هستند که در این تحقیق عبارتند از: بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و بازده فروش در این تحقیق فعالیت‌های عملیاتی صورت گردش وجه نقد CFO به عنوان متغیروابسته و نرخ بازده دارایی‌ها ROA نرخ بازده حقوق صاحبان سهام ROE و نرخ بازده فروش ROS به عنوان متغیرهای سودآوری مستقل و اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترلی تحقیق می‌باشند. هدف اصلی این تحقیق بررسی رابطه جریان نقد عملیاتی با بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام و بازده فروش بعنوان معیارهای ارزیابی عملکرد با یکدیگر در شرکت‌های بورس اوراق بهادار است.

جوکار و سبزی (۱۳۹۴) به بررسی تحلیلی ارتباط بین تغییرات بخش فعالیت‌های عملیاتی صورت گردش وجه نقد با تغییرات در شاخص‌های سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران براساس معیار رشد پرداختند. بدین منظور ۹۲ شرکت از شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار به عنوان نمونه در قلمرو زمانی ۱۳۸۷-۱۳۹۱ انتخاب و برای تجزیه و تحلیل

<sup>5</sup> Deshmukh

<sup>1</sup> Goergen et al

<sup>2</sup> Chen et al

<sup>4</sup> Eps

<sup>5</sup> Dps

داده ها از نرم افزار Eviews استفاده شده است. در این تحقیق قبل از بررسی و آزمون متغیرها ابتدا شرکتها بر اساس میانگین نرخ رشد فروش ۵ ساله به سه گروه شرتهای با رشد بالا، شرتهای با رشد متوسط و شرتهای با رشد پائین طبقه بندی شده، سپس رابطه بین متغیرها مورد بررسی و آزمون قرار گرفت نتایج نشان داد بین تغییرات جریانات نقدی عملیاتی با تغییرات نسبتهای سودآوری در شرتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

### روش تحقیق

روش تحقیق بکار گرفته شده در این مطالعه، از نوع روش شبه آزمایشی است چرا که به بررسی همبستگی و رابطه میان متغیرهای مختلف با بهره گیری از اطلاعات تاریخی می پردازد. به منظور تجزیه و تحلیل داده ها از مدل رگرسیون استفاده شده است. در این تحقیق اطلاعات لازم جهت آزمون فرضیه های تحقیق از اطلاعات موجود در سازمان بورس اوراق بهادار تهران، صورت های مالی شرکت ها و بانک های اطلاعاتی موجود در بازار همچون «تدبیر پرداز» جمع آوری گردیده است. جامعه آماری در این تحقیق آن دسته از شرتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که اطلاعات مالی مورد نیاز آنها برای سال های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶ در دسترس باشد و دارای خصایص زیر باشند:

۱- سود تقسیم کرده باشند،

۲- جزء شرتهای بیمه و سرمایه گذاری نباشند،

۳- پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد.

نمونه گیری تحقیق حاضر به صورت مرحله ای هدفمند انجام گرفته است. به این صورت که در هر مرحله از بین کلیه شرکت های موجود، شرتهایی که واجد هر یک از شرایط مورد نظر تحقیق نبوده اند حذف شده و در نهایت کلیه شرکت های باقیمانده جهت انجام آزمون انتخاب شده اند. تجزیه و تحلیل داده ها شامل روش های رگرسیون، همبستگی و مقایسه میانگین ها و انحراف معیارها بوده است. آزمون آماری فرضیه ها با بکارگیری آزمون دوربین - واتسون انجام شده است.

### یافته ها

فرضیه یک تحقیق به صورت زیر بیان شده است:

«بین جریانات نقدی عملیاتی و تغییرات سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد.»

برای بررسی فرضیه یک از سه مدل رگرسیونی به شرح زیر استفاده شده است:

$$\Delta Div_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Div_{it-1} + \beta_2 Opi_{it} + \beta_3 CFO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\Delta Div_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Div_{it-1} + \beta_2 Opi_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$\Delta Div_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Div_{it-1} + \beta_2 CFO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

## جدول ۱: نتایج برآورد مدل‌های (۱) و (۲) و (۳) برای کل نمونه

مدل (۳)	مدل (۲)	مدل (۱)	
۰/۰۰۱ (۰/۰۰۰)*	۰/۰۰۱ (۰/۱۱۱)	۰/۰۰۱ (۰/۰۹۲)**	عرض از مبدا
-۰/۶۶ (۰/۰۰۰)*	-۰/۶۸ (۰/۰۰۰)*	-۰/۶۹ (۰/۰۰۰)*	DIV <sub>t-1</sub>
	۰/۱۸ (۰/۰۰۰)*	۰/۱۹ (۰/۰۰۰)*	OPI
۰/۱۲ (۰/۱۰۷)		۰/۱۴ (۰/۰۰۰)*	CFO
۰/۴۴	۰/۵۳	۰/۵۷	ضریب تعیین تعدیل شده
۵۲۵/۱۰ (۰/۰۰۰)*	۵۵۹/۳۹ (۰/۰۰۰)*	۳۸۰/۹۹ (۰/۰۰۰)*	آماره F
۲/۰۵	۱/۶۷	۱/۶۶	دوربین-واتسون
* و ** به ترتیب معناداری در سطح ۱٪، ۱۰٪			

برای بررسی فرضیه یک از سه مدل مختلف استفاده شده است که در واقع شامل یک مدل اصلی که متغیرهای سود عملیاتی، جریان‌ات نقدی عملیاتی و سود سهام پرداختی سال قبل به عنوان متغیرهای مستقل و تغییرات سود سهام پرداختی به عنوان متغیر وابسته می‌باشد و دو مدل فرعی که یک‌بار متغیر جریان‌ات نقدی عملیاتی و بار دیگر سود عملیاتی را از مدل اصلی خارج نمودیم و اثرات آن را بر مدل اصلی مورد ارزیابی قرار دادیم می‌باشد. نتایج بدست آمده به شرح زیر است:

در مدل اول ضریب جریان‌ات نقدی عملیاتی ۰/۱۴ و در سطح ۱٪ معنادار است و حاکی از این مطلب است که بین جریان‌ات نقدی عملیاتی و تغییرات سود سهام پرداختی رابطه معنادار وجود دارد بنابراین فرضیه یک تأیید می‌شود. همچنین ضرایب متغیرهای مستقل سود عملیاتی و سود سهام پرداختی سال قبل نیز در سطح ۱٪ معنادار می‌باشند.

ضریب تعیین تعدیل شده مدل یک ۵۷٪ است و این نشان می‌دهد که جریان‌ات نقدی عملیاتی و سود عملیاتی و سود سهام پرداختی سال قبل به عنوان متغیرهای مستقل، تغییرات سود سهام پرداختی را بطور مطلوبی توضیح می‌دهند.

در مدل دوم جریان‌ات نقدی عملیاتی را از مدل خارج نمودیم در این حالت ضریب تعیین تعدیل شده از ۵۷٪ به ۵۳٪ تغییر کرد در حالیکه در مدل سوم با خروج سود عملیاتی از مدل اصلی ضریب تعیین تعدیل شده مدل از ۵۷٪ به ۴۴٪ تنزیل یافت و حتی *Prob* جریان‌ات نقدی عملیاتی نیز معنادار نمی‌باشد، بنابراین این مطلب نقش پررنگ تر سود عملیاتی در مقایسه با جریان‌ات نقدی عملیاتی را در توضیح تغییرات سود سهام پرداختی نشان می‌دهد.

## آزمون فرضیه دوم

«در شرکت‌های با رشد متوسط، جریان‌ات نقدی عملیاتی، پیش‌بینی کننده بهتری برای تغییرات سود سهام پرداختی است.»

مدل رگرسیونی که برای بررسی فرضیه دوم استفاده می‌شود به شرح زیر می‌باشد:

$$\Delta Div_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Div_{it-1} + \beta_2 Opi_{it} + \beta_3 CFO_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای آزمون فرضیه دوم ابتدا شرکت‌ها را بر اساس میزان رشد آن‌ها (نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام) به پنج طبقه تقسیم‌بندی نمودیم که طبقه سوم معرف شرکت‌های با رشد متوسط می‌باشد.

خلاصه نتایج آماری به شرح جدول زیر می‌باشد:

جدول دوم: نتایج برآورد مدل (۱) در طبقات مرتب شده بر اساس نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (رشد شرکت)

طبقه اول	طبقه دوم	طبقه سوم	طبقه چهارم	طبقه پنجم	
۰/۰۰۱ (۰/۰۰۲)*	۰/۰۰۰ (۰/۵۷۸)	۰/۰۰۰ (۰/۳۸۷)	۰/۰۰۰ (۰/۸۸۹)	۰/۰۰۱ (۰/۲۳۱)	عرض از مبدا
-۰/۸۹ (۰/۰۰۰)*	-۰/۵۶ (۰/۰۰۴)*	-۰/۶۱ (۰/۰۰۰)*	-۰/۳۵ (۰/۰۰۳)*	-۰/۴۰ (۰/۰۰۷)*	DIV <sub>t-1</sub>
۰/۱۵ (۰/۰۱۴)**	۰/۲۲ (۰/۰۲۳)**	۰/۲۰ (۰/۰۲۶)**	۰/۱۴ (۰/۱۳۰)	۰/۱۹ (۰/۰۵۳)**	OPI
۰/۱۱ (۰/۸۲۱)	۰/۱۵ (۰/۲۰۰)	۰/۱۲ (۰/۹۱۰)	۰/۱۲ (۰/۳۱۹)	۰/۱۸ (۰/۰۸۵)**	CFO
۰/۵۲	۰/۴۲	۰/۵۹	۰/۳۱	۰/۴۷	ضریب تعیین تعدیل شده
۴۹۷/۰۶ (۰/۰۰۰)*	۳۳/۵۲ (۰/۰۰۰)*	۶۲/۸۵ (۰/۰۰۰)*	۱۵/۰۲ (۰/۰۰۰)*	۱۴/۹۵ (۰/۰۰۰)*	آماره F
۲/۲۷	۱/۵۹	۱/۵۸	۲/۱۰	۲/۲۳	دوربین-واتسون

\* و \*\* و \*\*\* به ترتیب معناداری در سطح ۱٪، ۵٪ و ۱۰٪

برای نتیجه‌گیری درباره فرضیه دوم می‌بایست به ضریب متغیر مستقل جریان‌ات نقدی عملیاتی توجه نمود.

ضریب متغیر مستقل جریان‌ات نقدی عملیاتی در طبقه اول، دوم، سوم و چهارم به ترتیب برابر ۰/۱۱، ۰/۱۵، ۰/۱۲ و ۰/۱۲ است که در هیچ‌کدام از این طبقات معنادار نمی‌باشد یعنی در هیچ‌کدام از این طبقات جریان‌ات نقدی عملیاتی با تغییرات سود سهام پرداختی دارای رابطه خطی معنادار نمی‌باشد.

اما ضریب جریان‌ات نقدی عملیاتی در طبقه پنجم برابر ۰/۱۸ و *Prob* آن ۰/۰۸۵ است که در سطح ۱۰٪ معنادار است بنابراین نشان می‌دهد که در شرکت‌های با رشد بالا، رابطه معناداری بین جریان‌ات نقدی عملیاتی و تغییرات سود سهام پرداختی وجود دارد.

نتایج بدست آمده از برآورد طبقه سوم که نماینده شرکت‌های با رشد متوسط است نشان می‌دهد که ضریب جریان نقدی عملیاتی ۰/۱۲ است که *Prob* آن ۰/۹۱۰ است و معنادار نمی‌باشد؛ بنابراین فرضیه دوم رد می‌شود، بدین معنا که در شرکت‌های با رشد متوسط، جریان نقدی عملیاتی، پیش‌بینی کننده بهتری برای تغییرات سود سهام پرداختی نیست.

همچنین در کلیه گروه‌ها ضریب سود عملیاتی حاکی از وجود رابطه معناداری بین سود عملیاتی و تغییرات سود سهام پرداختی است و این ضریب در طبقه پنجم نیز از ضریب جریان نقدی عملیاتی بزرگتر است یعنی می‌توان نتیجه گرفت که در شرکت‌های با رشد بالا نیز، سود عملیاتی نقش مهم‌تری در توضیح تغییرات سود سهام پرداختی دارد.

همچنین آماره *F* در تمام طبقات در سطح ۱٪ معنادار است بنابراین مدل رگرسیونی معنادار است.

آماره دوربین - واتسون برای طبقات اول تا پنجم بین ۱/۵۸ تا ۲/۲۷ قرار دارد که نشان می‌دهد خود همبستگی سریالی بین اجزای اخلاص رگرسیون وجود ندارد بنابراین نتایج رگرسیون معنادار است.

### آزمون فرضیه سوم

«در شرکت‌های کوچک، جریان نقدی عملیاتی، پیش‌بینی کننده بهتری برای تغییرات سود سهام پرداختی است.»

مدل رگرسیونی که برای بررسی فرضیه سوم استفاده می‌شود به شرح زیر می‌باشد:

$$\Delta Div_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Div_{it-1} + \beta_2 Opi_{it} + \beta_3 CFO_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای آزمون فرضیه سوم ابتدا شرکت‌ها را بر اساس اندازه آن‌ها (میزان فروش خالص آن‌ها) به پنج طبقه تقسیم‌بندی نمودیم که طبقه اول معرف شرکت‌های کوچک می‌باشد.

خلاصه نتایج آماری به شرح جدول زیر می‌باشد:

جدول سوم: نتایج برآورد مدل (۱) در طبقات مرتب شده بر اساس اندازه شرکت

طبقه اول	طبقه دوم	طبقه سوم	طبقه چهارم	طبقه پنجم	
۰/۰۰۲	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۱	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	عرض از مبدا
(۰/۰۰۱)*	(۰/۵۸۲)	(۰/۴۱۰)	(۰/۰۴۰)**	(۰/۸۴۵)	
-۰/۰۶۲	-۰/۰۶۰	-۰/۰۶۸	-۰/۰۹۶	-۰/۰۵۹	<i>Div</i> <sub>t-1</sub>
(۰/۰۰۰)*	(۰/۰۰۰)*	(۰/۰۰۰)*	(۰/۰۰۰)*	(۰/۰۰۰)*	
۰/۰۱۶	۰/۰۲۳	۰/۰۲۶	۰/۰۲۵	۰/۰۱۱	<i>OPI</i>
(۰/۰۰۶۵)***	(۰/۰۰۱)*	(۰/۰۱۲)**	(۰/۰۰۰)*	(۰/۰۰۲)*	
۰/۰۲۲	۰/۰۱۲	-۰/۰۱۳	۰/۰۱۲	۰/۰۱۰	<i>CFO</i>
(۰/۰۲۱)**	(۰/۰۴۵)**	(۰/۴۸۴)	(۰/۰۸۵)***	(۰/۴۶۶)	
۰/۰۵۶	۰/۰۴۵	۰/۰۵۹	۰/۰۴۶	۰/۰۶۵	ضریب تعیین تعدیل شده
۴۸/۲۱	۲۸/۳۷	۷۰/۷۸	۹۰/۵۸	۸۳/۵۷	آماره <i>F</i>
(۰/۰۰۰)*	(۰/۰۰۰)*	(۰/۰۰۰)*	(۰/۰۰۰)*	(۰/۰۰۰)*	
۲/۱۶	۱/۹۰	۱/۹۸	۲/۴۱	۲/۰۳	دوربین-واتسون

\* و \*\* و \*\*\* به ترتیب معناداری در سطح ۱٪، ۵٪ و ۱۰٪

ضریب متغیر مستقل جریان‌های نقدی عملیاتی در طبقات اول، دوم و چهارم به ترتیب ۰/۲۲، ۰/۱۲ و ۰/۱۲ می‌باشد که در سطح ۵٪ و ۱۰٪ معنادار هستند، بدین معنی که تنها در گروه‌های اول، دوم و چهارم جریان‌های نقدی عملیاتی با تغییرات سود سهام پرداختی رابطه خطی معنادار دارد، اما ضریب جریان‌های نقدی عملیاتی در طبقه اول که نماینده شرکت‌های کوچک است حدوداً ۲ برابر این ضریب در طبقات دوم و چهارم است بدین ترتیب می‌توان نتیجه گرفت که قوی‌ترین رابطه خطی بین جریان‌های نقدی عملیاتی و تغییرات سود سهام پرداختی در شرکت‌های کوچک است بنابراین فرضیه سوم تأیید می‌شود.

همچنین ضریب متغیر مستقل سود عملیاتی را در طبقات پنجگانه مورد بررسی قرار دادیم و نتایج حاکی از این است که در همه طبقات رابطه خطی معناداری بین سود عملیاتی و تغییرات سود سهام پرداختی وجود دارد، ضمناً طبقه اول تنها طبقه‌ای است که ضریب متغیر مستقل جریان‌های نقدی عملیاتی (۰/۲۲) بزرگتر از ضریب سود عملیاتی (۰/۱۶) است. پس می‌توان نتیجه گرفت که در شرکت‌های کوچک، جریان‌های نقدی عملیاتی نسبت به سود عملیاتی نقش مهم‌تری در توضیح تغییرات سود سهام پرداختی دارد.

همچنین آماره  $F$  در تمام طبقات در سطح ۱٪ معنادار است بنابراین مدل رگرسیونی معنادار است.

آماره دوربین - واتسون برای طبقات اول تا پنجم بین ۱/۹۰ تا ۲/۴۱ قرار دارد که نشان می‌دهد خود همبستگی سریالی بین اجزای اخلاص رگرسیون وجود ندارد بنابراین نتایج رگرسیون معنادار است.

## نتایج

هدف از انجام این تحقیق یافتن نقش جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت‌ها در تغییرات سود سهام پرداختی از یک‌سال به سال بعد می‌باشد؛ و سه فرضیه تدوین شد نتایج حاصل از فرضیه‌ها در زیر بیان شده است.

نتیجه آزمون فرضیه اول نشان داد که ضریب جریان‌های نقدی عملیاتی در سطح ۱٪ معنادار می‌باشد و این به این معناست که بین جریان‌های نقدی عملیاتی و سود سهام پرداختی رابطه معناداری وجود دارد، و به این نتیجه رسیدیم که مدیران شرکت‌های ایرانی برای تصمیم‌گیری در مورد میزان تغییرات سود سهام پرداختی علاوه بر سود عملیاتی، جریان‌های نقدی عملیاتی را نیز به عنوان عامل مؤثر در نظر می‌گیرند. برخلاف تحقیقات اولیه لینتنر که بر عدم وجود رابطه بین جریان‌های نقدی عملیاتی و تغییرات سود سهام پرداختی تأکید داشت در این تحقیق مشخص شد که در شرکت‌های ایرانی جریان‌های نقدی عملیاتی عامل تعیین‌کننده‌ای در تغییرات سود سهام پرداختی می‌باشد.

ضمناً ضرایب بدست آمده برای سود عملیاتی (۰/۱۹) و جریان‌های نقدی عملیاتی (۰/۱۴) نشان می‌دهد که سود عملیاتی در مقایسه با جریان‌های نقدی عملیاتی نقش پررنگ‌تری در تغییرات سود سهام پرداختی ایفاء می‌کند.

نتایج این تحقیق با یافته‌های لاوسن (۱۹۸۱) آدلگان (۲۰۰۳)، حیدری (۱۳۸۱) و اعتمادی و چالاک (۱۳۸۴) مطابقت دارد. همچنین نتایج این تحقیق با یافته‌های لینتنر (۱۹۵۶)، سایمون (۱۹۹۴)، چاریتو و وافیس (۱۹۹۸) و علیزاده (۱۳۸۱) مغایرت دارد.

فرضیه دوم تحقیق اینگونه بیان شد که در شرکت‌های با رشد متوسط، جریان‌های نقدی عملیاتی، پیش‌بینی‌کننده بهتری برای تغییرات سود سهام پرداختی است. برای آزمون فرضیه دوم شرکت‌ها را براساس رشد آنها به پنج طبقه تقسیم نمودیم و از مدل اول برای آزمون فرضیه دوم استفاده گردید و معیار اندازه‌گیری برای رشد شرکت‌ها ارزش بازار به ارزش دفتری سهام بوده است. پس از طبقه‌بندی شرکت‌ها و بکارگیری مدل رگرسیون در هر طبقه و مقایسه ضرایب جریان‌های نقدی عملیاتی در طبقات



پنجگانه مشخص شد که برخلاف آنچه انتظار می‌رفت تنها در شرکت‌های با رشد بالا، تغییر در جریان‌های نقدی عملیاتی می‌تواند باعث تغییر در سیاست‌های تقسیم سود شود، بنابراین فرضیه دوم تأیید نشد.

نتایج این تحقیق با یافته‌های چاریتو و وافیس (۱۹۹۸) و آدلگان (۲۰۰۳) مغایرت دارد.

بر اساس فرضیه سوم بیان شد که در شرکت‌های کوچک، جریان‌های نقدی عملیاتی، پیش‌بینی کننده بهتری برای تغییرات سود سهام پرداختی است. برای طبقه‌بندی شرکت‌ها بر اساس اندازه از ارزش خالص فروش آن‌ها استفاده شده و شرکت‌ها را بر این اساس به پنج طبقه تقسیم نمودیم. پس از طبقه‌بندی شرکت‌ها و بکارگیری مدل رگرسیون در هر طبقه و مقایسه نتایج بدست آمده مشاهده گردید که ضریب جریان‌های نقدی عملیاتی در طبقه اول که معرف شرکت‌های کوچک است بیشتر از سایر شرکت‌هاست و این نشان‌دهنده اهمیت هر چه بیشتر نقش جریان‌های نقدی عملیاتی در شرکت‌های کوچک نسبت به سایر شرکت‌ها می‌باشد؛ بنابراین فرضیه سوم در سطح ۵٪ مورد تأیید قرار گرفت. پشتوانه تئوریک این فرضیه اینست که شرکت‌های کوچک با برخورداری از وجه نقد محدود مجبورند هم اصل و بهره وام را پرداخت نمایند و هم بین سهامداران خود سود تقسیم نمایند بنابراین در شرکت‌های کوچک وجه نقد نقش با اهمیتی در سیاست تقسیم سود ایفاء می‌کند.

نتایج این تحقیق با یافته‌های آدلگان (۲۰۰۳) مطابقت دارد.

### پیشنهاد‌های برآمده از نتایج تحقیق

مهمترین پیشنهاداتی را که از نتایج این تحقیق می‌توان به سهامداران بالفعل و بالقوه نمود این است که:

۱. برای پیش‌بینی سود سهام پرداختی شرکت‌ها، به سود عملیاتی و همچنین به جریان‌های نقدی عملیاتی که از صورت گردش وجه نقد بدست می‌آید توجه نمایند و مخصوصاً به سود عملیاتی که بطور میانگین نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی نقش بیشتری را در تغییرات سود سهام پرداختی ایفاء می‌کند.
۲. در شرکت‌های با رشد پایین و متوسط، لزوماً با افزایش جریان‌های نقدی عملیاتی نباید انتظار افزایش سود سهام پرداختی نسبت به سال قبل را داشت، اما در شرکت‌های با رشد بالا، تغییر در جریان‌های نقدی عملیاتی می‌تواند باعث تغییر در سیاست‌های تقسیم سود شود.
۳. در شرکت‌های کوچک، جریان‌های نقدی عملیاتی نقش برجسته‌ای در سیاست‌های تقسیم سود دارد، لذا توصیه می‌شود که در این شرکت‌ها توجه ویژه‌ای به جریان‌های نقدی عملیاتی شود.

### منابع

۱. اعتمادی، ح؛ و پ. چالاک، ۱۳۸۴، «رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۱-۱۳۷۷»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۹، صص ۳۱-۴۷
۲. جعفری چاشمی، سمانه؛ حسن یزدی فر و مهدی جعفری، ۱۳۹۲، بررسی ارتباط بین تغییرات جریان‌های نقدی عملیاتی با تغییرات نسبت‌های سودآوری براساس رشد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت، شیراز، موسسه بین‌المللی آموزشی و پژوهشی خوارزمی،

۳. جوکار، محمد و بهاره سبزی، ۱۳۹۴، ارتباط بین تغییرات جریان‌های نقدی عملیاتی با تغییرات نسبت‌های سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چهارمین کنفرانس ملی و دومین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت، تهران، شرکت خدمات برتر،

۴. کاوه، مهران و عباس قربانی، ۱۳۹۳، بررسی ارتباط بین تغییرات جریان‌های نقدی عملیاتی با تغییرات نسبت‌های سودآوری بر اساس رشد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، حسابداری و اقتصاد، بصورت الکترونیکی، موسسه بین‌المللی عالی علوم و فناوری حکیم عرفی شیراز،

5. Chen, C. and Wu, C. (2007), " *The Dynamics of Dividends, Earnings and Prices: Evidence and Implications for Dividend Smoothing and Signaling,*" *Journal of Empirical Finance*, Vol. 6, pp. 29-58
6. Goergen, M., L. Renneboog, and Correia da L. Silva, (2005), " *When Do German Firms Change their Dividends?*," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 2, pp. 375-399
7. Kiyoshi Kato, H., U. loewenstein, and W. Tsay, (2002), " *Dividend Policy, Cash Flow, and Investment in Japan,*" *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 10, pp. 443-473

# Investigating the Relationship between Operating Cash Flows Changes in Dividend Payments in the Companies Listed In Tehran Stock Exchange

Eniseh Raayatzaadeh<sup>1</sup>, Sirous Karahi Moghadam<sup>2</sup>

1. *Master in Accounting, Islamic Azad University, Ahvaz Branch*

2. *Assistant Professor of Islamic Azad University, Masjed-E Soleiman Branch*

---

## Abstract

The present study seeks to find out the role of corporate cash flow in explaining changes in dividends from one year to the next. For two reasons, cash flows are expected to be a determining factor in dividend payments: 1- manipulation of accruals by management, and 2- Need for company to liquidate dividends. Also, in this research, we are looking for a special case where the role of operating cash flows in paying dividend changes is more significant, so we have also involved two factors of growth and size of companies. The results indicate the relationship between operating cash flows and dividend payments, as well as in small firms, the relationship between operating cash flows and changes in dividends is higher than other companies. Only in high-growth companies, there is a significant relationship between dividend payment changes and operational cash flows.

**Keywords:** Cash Flow, Dividends, Stock Exchange

---