فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی/ سال اول/ شماره۴/ زمستان ۸۸/ صفحات ۱۰۷- ۹۲

بررسی رابطه بین جریان های نقد آزاد و سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران

کریم رضوانی راز*
قاسم رکابدار**
محمدرمضان احمدی***

چکیده:

هدف از این مطالعه پی بردن به نقش و جایگاه وجوه نقد آزاد به عنوان منبع تامین مالی داخلی کم هزینه نسبت به سایر منابع تامین مالی در تصمیمات مدیریتی و همچنین بررسی ارتباط این وجوه با تغییرات تقسیم سود با در نظر گرفتن دو متغیر فرصت های سرمایه گذاری و اندازه شرکت ها می باشد. طبق تئوری جریان نقد آزاد و نظریه جنسن(۱۹۸۶) در شرکت های بزرگ به دلیل داشتن طرق تامین اعتبار و در شرکت های دارای فرصت های سرمایه گذاری پائین به دلیل نداشتن فرصت های سودآور جهت سرمایه گذاری انتظار می رود که جریان های نقد آزاد بالایی داشته باشند. این مطالعه در بورس اوراق بهادار تهران با انتخاب نمونه آماری به تعداد ۱۲۵ شرکت مورد بررسی قرار گرفت. تجزیه و تحلیل داده ها با استفاده از ماتریس همبستگی و مقادیر بردار ویژه، ضریب همبستگی پیرسون و رگرسیون خطی انجام شده است. نتایج نشان می دهد که هم در شرکت های بزرگ و هم در شرکت های دارای فرصت های سرمایه گذاری پائین بین وجوه نقد آزاد و تغییرات تقسیم سود رابطه مثبت معنی دار وجود دارد. این نتیجه حاکی از این است که مدیران شرکت های مذکور در اتخاذ تصمیمات مربوط به سیاست تقسیم سود سه عامل مهم وجوه نقد آزاد، فرصت های

* عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد آبادان
** عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد آبادان
*** عضو هیات علمی دانشگاه شهید چمران اهواز

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

سرمایه گذاری و اندازه را مورد توجه قرار می دهند. بطور کل نتایج این مطالعه از تئوری جریان نقد آزاد حمایت نموده و طبق اطلاعات استخراج شده از صورت های مالی شرکت های نمونه مورد بررسی، نظریه جنسن نیز در بورس اوراق بهادار تهران مصداق دارد.

واژه های کلیدی: جریان وجوه نقد آزاد، تغییرات تقسیم سود، فرصتهای سرمایه گذاری، اندازه

۱- مقدمه

حداکثرسازی سود و شیوه توزیع وجوه نقد از جمله موضوعات مهمی هستند که مدیریت هر واحد تجاری باید بررسی و تفکر در مورد آنها را به عنوان مهمترین وظیفه خود در نظر داشته باشد. اگر یک واحد تجاری در تحصیل سود و برنامه ریزی وجوه نقد ناموفق بوده و قدرت بازپرداخت دیون وتعهدات در هنگام سررسید و توزیع سود سهام به موقع را نداشته باشد، قطعا قادر به نیل به اهداف مورد نظر نبوده و تداوم فعالیت آن زیر سئوال خواهد رفت.

ارزش هر شرکتی به میزان قابل توجهی به توانایی آن شرکت در ایجاد وجوه نقد آزاد و شیوه بکارگیری آنها بستگی دارد. این معیار مهم با توجه به کاربردهای متعددی که می توان به سرمایه گذاری مجدد ، افزایش تقسیم سود، بازخرید سهام و بازپرداخت بدهی در سررسید اشاره نمود، برای سرمایه گذاران و اعتباردهندگان بسی قابل توجه و از اهمیت فوق العاده ای برخوردار است(اوجین اف وهمکاران؛ ترجمه:پارسائیان ، ۱۳۸۲). چرا که از این وجوه به عنوان معیار تامینی (پوششی) توزیع سود سهام و بازپرداخت بدهی در سررسید یاد می شود. به همین دلیل افزایش در وجوه نقد آزاد می تواند در رغبت سرمایه گذاران به سرمایه گذاری و جلب اعتماد اعتباردهندگان به اعتباردهی موثر واقع شود. در تئوری جریان نقد آزاد[1] چنین عنوان می شود که شرکت های دارای فرصت های سرمایه گذاری نسبتا بالا جهت به حداکثر رساندن ارزش شرکت معمولا وجوه آزاد خود را در چنین فرصت هایی سرمایه گذاری می نمایند که این امر منجر به حداکثر رساندن ثروت سهامداران و کاهش وجوه نقد آزاد می گردد و در شرکت های دارای فرصت های سرمایه گذاری پائین بدلیل نداشتن فرصت های سودآور انتظار می رود که از جریان های نقد آزاد بالاتری برخوردار باشند(نظریه جنسن[2] ۱۹۸۶). همچنین تصور می شود که سیاست شرکت در پرداخت سود سهام از محل

[1].Free Cash Flow Theory
[2].Jensen Theory

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جریان های نقد آزاد نیز می تواند بر ارزش شرکت تاثیرگذار باشد و مصرف وجوه در بکارگیری فرصت های سرمایه گذاری سودآور، کاهش پرداخت سود سهام را به دنبال خواهد داشت(مهرانی،۱۳۸۲). نتایج تحقیقات نشان می دهد که مدیریت جریان های نقد، فرصت های سرمایه گذاری و سیاست تقسیم سود از جمله ابزارهای اطلاعاتی قابل توجه برای مدیران و سرمایه گذاران است که از اهمیت فوق العاده ای در به حداکثر رساندن ثروت سهامداران، بالا بردن انگیزه و ایجاد بستر مناسب برای سرمایه گذاری و تامین مالی داخلی برخوردارند (فردیناند و کلی[1]،۱۹۹۹ ؛پارسائیان،۱۳۷۳). بطور کلی تشخیص سیاست های انبساطی و انقباضی تقسیم سود (تغییرات تقسیم سود) و همچنین تعیین منبع تامین مالی جهت توزیع سود سهام برای مدیران،سهامداران و سرمایه گذاران شرکت های بزرگ و شرکت های دارای فرصت های سرمایه گذاری سودآور حائز اهمیت است که در تحقیق حاضر به بررسی روابط بین این دو متغیرمهم یعنی جریان نقد آزاد و سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادارتهران پرداخته شده است.

۲- پیشینه پژوهش

جنسن(۱۹۸۶) در یک مطالعه به بررسی ارتباط بین جریان نقد آزاد، سود تقسیمی و سرمایه گذاری اضافی در سایر شرکت ها پرداخته است که نتیجه مطالعه نشان می دهد که بین این متغیرها ارتباط مستقیم معنی دار وجود دارد و عنوان می کند که شرکت هایی که جریان نقد آزاد بالا دارند بطور اساسی در فرصت هایی که خالص ارزش فعلی مثبت دارند سرمایه گذاری می کنند و از این طریق ارزش شرکت را بالا می برند.اثرات جریان های نقد آزاد،میزان بدهی،فرصت های سرمایه گذاری و اندازه طی تحقیقی در هنگ کنگ توسط بی کی جگی و فردیناند[2](۱۹۹۹) تجزیه وتحلیل شده است. نتایج این تحقیق نشان می دهد که هم در شرکت های دارای فرصت های سرمایه گذاری پائین و هم در شرکت های بزرگ بین جریان های نقد آزاد و میزان بدهی ارتباط مثبت معنی دار وجود دارد. محققین این تئوری را مطرح نموده اند که با افزایش وجوه نقد آزاد تمایل اعتباردهندگان به اعتباردهی بیشتر می شود و این تمایل و علاقه به افزایش میزان بدهی منجر می شود که نتایج مطالعه از این تئوری حمایت می کند.فردیناند و کلی[3](۱۹۹۹) به بررسی روابط بین فرصت های

[1]. Ferdinand &Kealey
[2]. Bikki jaggy & Ferdinand
[3]. Ferdinand & Kelley

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

سرمایه گذاری، میزان بدهی و سیاست تقسیم سود در شرکت های کره ای پرداخته اند و به این نتیجه رسیدند که فرصت های سرمایه گذاری با میزان بدهی و سیاست تقسیم سود ارتباط منفی دارد. رابطه بین جریان نقد آزاد و حق الزحمه حسابرسی با در نظر گرفتن بدهی و فرصت های سرمایه گذاری توسط فردیناند و تی سوی[1](۱۹۹۸)مطالعه شده است.نتایج نشان می دهد که حق الزحمه حسابرسان در شرکت های دارای فرصت های سرمایه گذاری پائین به میزان بدهی بستگی دارد.رابطه بین حق الزحمه حسابرسی و جریان نقد آزاد در شرکت هایی که بدهی پائین دارند از شرکت هایی که بدهی بالا دارند قوی تر است و با افزایش میزان بدهی از ارتباط مثبت بین جریان نقد آزاد و میزان حق الزحمه حسابرسی کاسته می شود. آدام و گویال[2](۲۰۰۱)رابطه بین سه نسبت فرصت های سرمایه گذاری (ارزش دفتری دارایی/ ارزش بازار دارایی = MBVA[3] ، ارزش دفتری سهام/ ارزش بازار سهام = MBVE[4] ، قیمت هر سهم/سود هر سهم = EP[5]) را بررسی کردندکه نتایج نشانگر وجود ارتباط معنی دار بین سه نسبت فرصت های سرمایه گذاری با یکدیگر بوده است. بدین صورت که ارتباط بین دو نسبتMBVA و MBVE مثبت و ارتباط بین نسبت های MBVA و MBVE با EPمعکوس(منفی) است. همچنین در ادامه اضافه می کنند که از نظر محتوای اطلاعاتی مهمترین نماینده فرصت های سرمایه گذاری نسبتMBVA می باشد و از دو نسبت بعدی یعنیMBVE و EP به عنوان نماینده های تکمیلی محتوای اطلاعاتی فرصت های سرمایه گذاری یاد می شود.

۳- چارچوب نظری

ماهیت و مفهوم جریان نقد آزاد(FCF)[6]

جریان نقد آزاد نشاندهنده پول نقدی است که مدیران بوسیله تقویت آن می توانند بر ارزش شرکت خود بیفزایند . برای ارزیابی عملکرد شرکت از طریق معیار جریان نقد آزاد ابتدا بایستی عوامل موثر بر این معیار مثل سود خالص، هزینه استهلاک دارایی های مشهود و نا مشهود، مخارج سرمایه ای، سود تقسیمی، هزینه تامین مالی، مالیات بر درآمد و سایر موارد

---

1. Ferdinand & Tissue
2. Adam & Guyal
3. Asset
4. Market to book value of Equity
5. Earning/price ratio
6. Free Cash Flow = FCF

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

مشابه دیگر را شناسایی و مورد تجزیه وتحلیل قرار داد(پارسائیان،۱۳۸۲). شرکتی که دارای جریان نقد آزاد بالایی باشد از مطلوبیت و محبوبیت بیشتری نزد سرمایه گذاران وبستانکاران برخوردار است.این مطلوبیت زمانی قابل قبول است که شرکت مرحله رشد را گذرانده و دیگر فرصت های سرمایه گذاری سودآور بالایی نداشته باشد(مهرانی،۱۳۸۲). در مقابل برخی از شرکت ها ممکن است که با جریان های نقدآزاد منفی مواجه شوند. جریان نقد آزاد منفی همیشه بد و نامطلوب نیست. بلکه علل منفی شدن آن مهم بوده و بایستی مورد تجزیه و تحلیل قرارگیرند. اگر بدان سبب منفی شده که سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات منفی باشد، بی شک این نوع منفی شدن پیام بدی را مخابره می کند، زیرا که شرکت احتمالا با مسایل و مشکلات عملیاتی رو به رو شده است. اما چنانچه منفی شدن جریان وجوه نقد آزاد ناشی از سرمایه گذاری وجوه در فرصت های سودآور موجود و بکارگیری منابع زیاد در اقلام سرمایه عملیاتی برای ادامه و تحقق رشد باشد، این نوع منفی شدن هیچ عیبی ندارد، مقطعی است و به دوره های کوتاه مدت زمان سرمایه گذاری مربوط می شود. مطلوبیت و سود آوری سرمایه گذاری در چنین فرصت هایی در بلند مدت ظاهر می شود و در دراز مدت به مثبت شدن جریان های وجوه نقد آزاد منجر می گردد(رشیدی،۱۳۷۹). هدف اساسی بررسی جریان نقد آزاد که یک اصطلاح جدید است، ارائه یک راهکار بهتر برای ارزیابی قدرت سود واقعی حاصل از بکارگیری دارایی که در همان زمان برای اعتباردهندگان و سرمایه گذاران نگاه معتبرتری را فراهم می کند. بطور کلی جریان نقد آزاد شاخصی است که می تواند به بستانکاران و سهامداران تصویر بهتری از انعطاف پذیری مالی شرکت ارائه نماید و از دید آنها شرکتی دارای وضعیت مطلوب است که دارای جریان نقد آزاد بالایی باشد،زیرا شرکت می تواند این وجوه را برای اجرای عملیات،توزیع سود سهام،بازپرداخت بدهی و گسترش واحد انتفاعی بکار گیرد.

نقش و مفهوم سیاست تقسیم سود[1]

سودآوری نیز یکی دیگر از معیارهای اصلی سنجش عملکرد مدیریت واحد انتفاعی محسوب می شود. علاوه بر آن،مبنا و معیار ارزش گذاری سهام واحدهای انتفاعی که در نهایت موجب تحقق حداکثر شدن ثروت سهامداران است،نیز می باشد.سیاست تقسیم سود بین سهامداران،تداوم فعالیت شرکت را ممکن می سازد و حداکثر نمودن ثروت سهامداران را تحقق

[1]- Dividend Policies

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

می بخشد و بر انتظار سهامداران،منابع نقد در دسترس،شیوه تأمین مالی،ساختار مـالی و تـداوم فعالیت واحد انتفاعی تأثیر مستقیم دارد.آشنایی با روش های تقسیم سود و آگاهی از تاثیر ایـن سیاست بر وضعیت مالی شرکت و فعالیت های کوتاه مدت و بلندمدت واحدهای تجاری،کـارآیی و اثربخشی سیاست تقسیم سود را ارتقاء می بخشد. اعمال سیاست تقسیم (علی الخـصوص در شـرکتهای سـهامی) بـه عـواملی از قبیـل سـودآوری فرصـت هـای سـرمایه گـذاری، مالیـات بردرآمد،ملاحظات و محدودیتهای قانونی و نقدینگی بستگی دارد(رشیدی،۱۳۷۹). بدین صورت که اگر جریان های نقدی زیاد و نیاز به وجود وجوه نقد اندک باشد یعنی فرصـت هـای سـرمایه گذاری سودآور کمتری وجود داشته باشـد شـرکت بایـستی سـود تقـسیمی را افـزایش دهـد و هنگامی که وجوه نقدی در مقایسه با فرصت های سرمایه گذاری انـدک باشد،سـود تقـسیمی را کاهش می دهد(فردیناندوکلی،۱۹۹۹).

نقش ومفهوم فرصتهای سرمایه گذاری(IOS)[1]

اتخاذ تصمیمات مربوط به سرمایه گذاری مطلوب و سـودآور مـسأله حـساس و بـا اهمیـت است. از این فرصت ها به عنوان یک متغیر غیر قابل مشاهده یاد می شود که خود به خود اتفاق نمـی افتـد بلکـه بایـستی آنهـا را شناسـایی و یـا اینکـه آنهـا را بـه وجـود آورد(هانـسن و چاپلینکی[2]،۱۹۹۳) و مدیریت شرکت می تواند از طریق شناسایی و سـرمایه گـذاری درفرصـت هایی که نرخ بازدهی آنها از نـرخ بـازار بیـشتر اسـت بـرارزش شـرکت بیفزایـد. انـواع مختلـف فرصت های سرمایه گذاری ممکن است از سطوح مختلف بخـشهای شـرکت سرچـشمه بگیـرد مشارکت مدیریت عالی در ارائه فرصت های سرمایه گذاری معمولا به اقدامات استراتژیک نظیـر بسط و گسترش فعالیت شرکت از طریق سیاست های مالی و ورود به بازارهـای جدیـد محـدود می شود نظر به اینکه فرصت های سرمایه گذاری موجب تخصیص منبع مالی شرکت به منظـور درآمد یا کاهش هزینه ها می شوند لذا ممکن است سیاست های مـالی مـنظم و اصـولی بـرای فرصت های سرمایه گذاری از سوی شرکت به اجرا گذاشته شود. بطور کلی فرصت های سرمایه گذاری یک نقش مهم در تئوری و تعیین سیاست های تامین مالی و همچنین ارزش شرکت هـا بازی می کند(ویدهان و همکاران[3]،۲۰۰۱).

---

[1]. Investment Opportunity Set
[2]. Hansen & Chaplinky
[3]. Vidhan k.Guyal ,etl

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۴- تعریف متغیرهای عملیاتی

جریان نقد آزاد(FCF)

تحلیل گران بر اینکه جریان های نقد آزاد معیار خوبی برای ارزیابی قدرت سودآوری گذشته، حال و آینده شرکتهاست،اتفاق نظر دارند اما در تجزیه و تحلیل موضوعات،این وجوه را بطور متفاوت تعریف می کنند. میلس،بی بل و میسون[1] (۲۰۰۲) با بررسی شرکت های مختلف دریافتند که برای جریان نقد آزاد تعاریف متفاوتی وجود دارد برای مثال شرکت کوکاکولا جریان نقد آزاد را جریان نقد حاصل از عملیات منهای سرمایه گذاری های مجدد تجاری در نظر می گیرد یا شرکت بل کانادا این وجوه را معادل جریان نقد حاصل از عملیات منهای فعالیت های سرمایه گذاری و سود تقسیمی تعریف می کند. طبق استاندارد بین المللی شماره ۷ (IAS) جریان نقد آزاد تحت عنوان وجوه نقد حاصل از عملیات پس از کسر مخارج سرمایه ای مورد نیاز برای حفظ ظرفیت های فعلی تولید تعریف شده است.برای محاسبه وجوه آزاد طبق این استاندارد دو روش زیر با نتایج یکسان معرفی شده است. در روش اول تعریف زیر ارائه گردیده است:

FCF = جریان نقد حاصل از عملیات – گردش وجوه نقد مخارج سرمایه ای

در این تعریف از اقلام مندرج در صورت گردش وجوه نقد و ترازنامه استفاده می شود. همچنین در روش دوم تعریف زیر مطرح شده است:

FCF = سود خالص + هزینه استهلاک - تغییرات سرمایه در گردش - مخارج سرمایه ای

در این روش از اقلام مندرج در صورتحساب سود وزیان و ترازنامه استفاده می گردد. همچنین لن و پولسن (۱۹۸۹) وجوه مذکور را به شرح زیر تعریف نموده اند که در این مطالعه از این تعریف جهت محاسبه جریان نقد آزاد استفاده شده است:

FCF = سود عملیاتی + هزینه استهلاک + ممتاز - سودسهام عادی - مالیات بردرآمد - هزینه بهره

[1].Mills,Bible & Millson

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

فرصت های سرمایه گذاری(IOS)

در خصوص سنجش و تعریف قابل اعتماد فرصت های سرمایه گذاری و همچنین ارائه نماد محاسباتی ثابت اتفاق نظر وجود ندارد.در برخی از تحقیقات از این فرصت ها به عنوان فرصت های رشد یاد می شود که از تقسیم ارزش بازار دارایی به ارزش دفتری آن بدست می آید(هانسن و چاپلینکی،۱۹۹۳). به هر حال در این تحقیق به استناد تحقیقات انجام شده در خارج از کشور و تعریف ارائه شده توسط بی کی جگی و فردیناند(۱۹۹۹) از سه نسبت زیر به عنوان معیار محاسبه فرصت های سرمایه گذاری استفاده شده است:

MBVA = ارزش دفتری دارایی ها/ ارزش بازار دارایی ها*

MBVE = ارزش دفتری سهام/ ارزش بازار سهام

EP= قیمت هرسهم/ سود هر سهم

ارزش دفتری دارایی ها + ارزش بازار سهام= ارزش بازار دارایی ها*

تغییرات تقسیم سود: منظور از تغییرات تقسیم سود سهام،تفاوت بین سود سهام نقدی سال جاری هر سهم و سال قبل که بر قیمت هر سهم در ابتدای سال مالی سال جاری تقسیم می شود.

اندازه شرکت: در این مطالعه اندازه شرکت ها بر مبنای لگاریتم مجموع کل دارایی ها سنجیده شده است.

۵- فرضیه های پژوهش

در این پژوهش برای نشان دادن و بررسی ارتباط بین وجوه نقد آزاد و سیاست تقسیم سود دو فرضیه به شرح زیر تعریف شده است :

فرضیه اول: در شرکت های دارای فرصت های سرمایه گذاری پایین بین جریان های نقد آزاد و تغییرات تقسیم سود رابطه وجود دارد.

فرضیه دوم: در شرکت های بزرگ بین جریان های نقد آزاد و تغییرات تقسیم سود رابطه وجود دارد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۶-روش پژوهش

قلمرو پژوهش

قلمرو مکانی پژوهش سازمان بورس اوراق بهادار تهران، قلمرو زمانی از سال ۱۳۸۳ لغایت ۱۳۸۶ و قلمرو موضوعی بررسی رابطه بین جریان های نقد آزاد و تغییرات تقسیم سود با در نظر گرفتن فرصت های سرمایه گذاری و اندازه شرکت در نظر گرفته شده است.

جامعه و نمونه آماری

شرکتهای عضو سازمان بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه پژوهش انتخاب گردیده است.بر این اساس و با استناد به صورت های مالی منتشر شده توسط شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار و همچنین نرم افزارهای موجود،صورت های مالی کل شرکت های تشکیل دهنده جامعه آماری مورد بررسی قرار گرفته است. شرکت های انتخاب شده به عنوان نمونه آماری با استفاده از روش آماری حذفی بدین صورت انتخاب شده است که بایستی ابتدا در دوره ۴ ساله مورد بررسی،صورت های مالی خود را به بورس اوراق بهادار تهران ارائه کرده و مورد تائید سازمان حسابرسی قرار گرفته و ثانیا اطلاعات افشاء شده به همراه یادداشت های توضیحی قابلیت دسترسی و کامل باشد. انتخاب شرکت های نمونه به گونه ای صورت گرفته که قابلیت تعمیم نتایج حاصله از تحقیق بر کل جامعه شرکت های عضو بورس تهران را دارا باشد.

روش های تحلیل آماری

در آزمون فرضیه اول با بکارگیری سه نسبت تعریف شده(EP،MBVE، MBVA) و همچنین با استفاده از ماتریس همبستگی[1] و روش چند متغیره آماری مولفه های اصلی[2] معیار مناسبی به عنوان فاکتور مشترک برای فرصت های سرمایه گذاری محاسبه شده است. در روش مولفه های اصلی با استفاده از ماتریس همبستگی بین متغیرها، ضرایب ترکیبات خطی از متغیرها محاسبه می شوند که این ترکیبات خطی با یکدیگر نا همبسته می باشند اولین مولفه ای که دارای بیشترین مقدار ویژه است به عنوان فاکتور مشترک انتخاب می گردد. دلیل انتخاب این مولفه اینست که بیشترین پراکندگی یا سهم واریانس جامعه را بیان می کند(نیرومند،۱۳۷۹). پس از محاسبه مقادیر فاکتور مشترک فرصت های سرمایه گذاری از

[1]. Correlation Matrix
[2].Principle Components

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

میانه مقادیر به عنوان نقطه برش برای جدا سازی شرکت ها بـا فرصـت هـای سـرمایه گـذاری پائین و بالا استفاده گردید به این صورت که اگر مقدار فـاکتور مـشترک فرصـت هـای سـرمایه گذاری شرکت کمتر از میانه بود شرکت به عنوان شرکت با فرصت های سرمایه گـذاری پـائین انتخاب گردید. پس از انتخاب شرکت های دارای فرصت های سرمایه گذاری پـایین بـه عنـوان نمونه، برای آزمون رابطه بین دو متغیر اصلی یعنی تغییرات تقسیم سـود و جریـان نقـد آزاد از مدل رگرسیون خطی و همچنین برای تعیین نوع همبستگی و میزان رابطه بین ایـن دو متغیـر از ضریب همبستگی پیرسون استفاده شده است.

در آزمون فرضیه دوم بر مبنای میانـه انـدازه شـرکت، شـرکت هـای انتخـابی بـه دو گـروه شرکت های کوچک و شرکت های بزرگ تقسیم شـده و رابطـه بـین تغییـرات تقـسیم سـود و جریان نقد آزاد برای شرکت های بزرگ، مورد آزمون قرارگرفت. برای پاسخ به فرضـیه دوم نیـز از مدل رگرسیون خطی و ضریب همبستگی پیرسون برای بررسی رابطه بـین تغییـرات تقـسیم سود و جریان نقد آزاد شرکت ها استفاده گردید. جهت تجزیـه و تحلیـل داده هـا از نـرم افـزار $SPSS_{11.5}$ استفاده شده است.

۷-یافته های پژوهش

جدول ۱ نشان دهنده مقادیر ویژه بدست آمده از ماتریس همبستگی و درصد واریانس بیان شده توسط هر یک از مولفه ها برای محاسبه فاکتور مشترک فرصت های سـرمایه گـذاری مـی باشد:

جدول ۱:مولفه های اصلی استخراج شده برای فرصت های سرمایه گذاری

مولفه اصلی	مقدار ویژه	درصد واریانس	درصد واریانس تجمعی
اول	**۱/۸۳۸**	**٪۶۱/۲۵۵**	**٪۶۱/۲۵۵**
دوم	**۰/۹۹۹**	**٪۳۳/۳۰٤**	**٪۹٤/۵۵۹**
سوم	**۰/۱۶۳**	**٪۵/٤٤۲**	**٪۱۰۰**

مأخذ: یافته های پژوهشگر

با توجه به جدول ۱ مولفـه اصـلی اول بـا مقـدار ویـژه ۱/۸۳۸ مـی باشـد درصـد تغییـرات فرصت های سرمایه گذاری که توسط این مولفه تبیـین مـی گـردد معـادل بـا ۶۱/۲۵۵ درصـد پراکندگی شرکت های در نمونه مورد بررسی می باشد. مؤلفه های اصلی دوم و سوم به ترتیـب

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۳۳/۳۰۴ و ۵/۴۴۲ درصد پراکندگی فرصت های سرمایه گذاری شرکت های مذکور را بیان می کنند.

جدول ۲: ضرایب مولفه های اصلی استخراج شده

نسبت	مولفه اول	مولفه دوم	مولفه سوم
MBVA	۰/۹۵۸	-۰/۰۲۵	۰/۲۸٦
MBVE	۰/۹۵۸	-۰/۰۲۱	-۰/۲۸٦
EP	۰/۰٤٤	۰/۹۹۹	۰/۰۰۱

مأخذ: یافته های پژوهشگر

در جدول ۲ ، ضرایب مولفه های اصلی برای سه نسبتMBVA ،MBVE وEP ارائه گردیده که بر اساس این ضرایب معادله فرصت های سرمایه گذاری با استفاده از مولفه اول به صورت زیر بدست آمده است:

IOS = ۰/۹۵۸ MBVA+ ۰/۹۵۸ MBVE + ۰/۰۴۴EP

حاصل معادله خطی فوق به عنوان عامل فرصت های سرمایه گذاری شرکت های نمونه بیان می شود. پس از محاسبه عامل مشترک برای همه شرکت ها آماره های توصیفی برای فاکتور مشترک IOS محاسبه شده که در جدول ۳ نشان داده شده است:

جدول ۳: آماره های توصیفی برای فاکتور مشترک IOS و اندازه شرکت های نمونه

فاکتور	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
IOS	۱۵٤۹۷۲۱۳/٦۹	٦۸۸۵۵۵٤/۵۸	۲۸۱۷٤۱۳٤/۸۳	٤/۰۰٦	۲۰/٦٤
اندازه	۱۱/۹۷	۱۱/۸۷	۰/٦۸	۰/۷۲	۰/۲۰

مأخذ: یافته های پژوهشگر

با استفاده از شاخص میانه شرکت ها بر مبنای فاکتور فرصت های سرمایه گذاری به دو گروه شرکت های دارای فرصت های سرمایه گذاری بالا و پایین تقسیم گردیده است.گروه شرکت های دارای IOS پائین به تعداد ۶۲ شرکت به عنوان شرکت های نمونه انتخاب شده است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

نتایج آزمون فرضیه ها

فرضیه اول: ((در شرکت های دارای فرصت های سرمایه گذاری پایین بین جریان های نقد آزاد و تغییرات تقسیم سود رابطه وجود دارد)).

جدول ۴ نشان دهنده آماره های مدل رگرسیون خطی برای پاسخ به فرضیه اول می باشد. مقدار آماره دوربین واتسون[1] (D.W = ۱/۷۰) می باشد و با توجه به نزدیک بودن آن به نقطه برش ۲ می توان پذیرفت که بین خطاهای مدل خود همبستگی وجود ندارد.با توجه به این جدول می توان فرضیه خطی بودن رابطه بین جریان نقد آزاد و تغییرات تقسیم سود را پذیرفت(P<۰/۰۱ و F=۷/۷۶۸). مقدار ضریب همبستگی برابر ۰/۳۴۴ و ضریب تعیین ۰/۱۱۸ شده است به عبارت دیگر در شرکت های با IOS پائین ارتباط جریان های نقد آزاد و تغییرات تقسیم سود مثبت است همچنین ۱۱/۸ درصد تغییرات تقسیم سود توسط جریان نقد آزاد تبیین می شود.

جدول ۴: جدول آنالیز واریانس مدل خطی بین تغییرات تقسیم سود(D.C) وجریان نقد آزاد(FCF)

مدل	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	F	مقدار-P
رگرسیون	۰/۲۱۶	۱	۰/۲۱۶	۷/۷۶۸	۰/۰۰۷
خطا	۱/۶۱	۵۹	۰/۰۲۸		
کل	۱/۸۲۵	۶۰			

R=۰/۳۳٤ R-square=۰/۱۱۸ D.W=۱/۷

مأخذ: یافته های پژوهشگر

برای اهداف پیش بینی نتایج رگرسیون خطی در جدول ۵آمده است. با توجه به این جدول ضریب ثابت(P <۰/۰۱ و۰/۱۳۷- = B) و ضریب جریان نقد آزاد(P <۰/۰۱ و۰/۲۵۴ = B) هر دو در سطح خطای ۱٪ معنی دار هستند. توجه داشته باشیم که ضریب استاندارد شده در مدل رگرسیون خطی ساده برابر با ضریب همبستگی بین دو مدل می باشد. بنابراین معنی دار بودن ضریب متغیر مستقل معادل با معنی داری همبستگی می باشد. اگر هدف پیش بینی تغییرات تقسیم سود باشد مدل خطی به صورت(D.C = -۰/۱۳۷ + ۰/۲۵۴ FCF) خواهد بود.

[1]-Durbin Watson=D.W

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول۵:نتایج رگرسیونی خطی برای پیش بینی تغییرات تقسیم سود(D.C) با جریان نقد آزاد(FCF)

ضریب	ضرایب استاندارد نشده		استاندارد شده	t	P مقدار-
	B	خطای معیار	بتا		
ثابت	-۰/۱۳۷	۰/۰٤٥		-۳/۰۲۳	۰/۰۰٤
FCF	۰/۲٥٤	۰/۰۹۱	۰/۳٤٤	۲/۷۸۷	۰/۰۰۷

مأخذ: یافته های پژوهشگر

فرضیه دوم:((درشرکت های بزرگ بین جریان های نقدآزاد و تغییرات تقسیم سود رابطه وجوددارد)).

جدول۶ نشان دهنده آماره های مدل رگرسیونی خطی برای پاسخ به فرضیه دوم می باشد. مقدار آماره دوربین واتسون در این آزمون (D.W = ۱/۷۳) است و با توجه به نزدیک بودن آن به ۲ می توان فرض کرد که بین خطاهای مدل خود همبستگی وجود ندارد. همچنین با توجه به این جدول می توان فرضیه خطی بودن رابطه بین جریان نقد آزاد و تغییرات تقسیم سود در شرکت های بزرگ را در سطح خطای ۱٪ پذیرفت(P <۰/۰۱ و۸/۲۹۴= F). مقدار ضریب همبستگی برابر ۰/۳۵۱ و ضریب تعیین ۰/۱۲۳ محاسبه شده است که نشاندهنده مثبت بودن ارتباط بین جریان های نقد آزاد و تغییرات تقسیم سود در شرکت های بزرگ است. همچنین درصد تغییرات تقسیم سود توسط جریان نقد آزاد معادل ۱۲/۳ درصدتبیین می شود.

جدول ۶: جدول آنالیز واریانس مدل خطی بین تغییرات تقسیم سود و جریان نقد آزاد

مدل	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	F	مقدار-P
رگرسیون	۰/۳۰٦	۱	۰/۳۰٦	۸/۲۹٤	۰/۰۰٦
خطا	۲/۱۷٤	٥۹	۰/۰۳۷		
کل	۲/٤۷۹	٦۰			

R=۰/۳٥۱ R-square=۰/۱۲۳ D.W=۱/۷۳

مأخذ: یافته های پژوهشگر

نتایج رگرسیون خطی در جدول ۷ آمده است. با توجه به این جدول در سطح خطای ۱٪ هم ضریب ثابت(P <۰/۰۱ و۰/۱۳۷= B) وهم ضریب جریان نقد آزاد(P <۰/۰۱ و۰/۲۹۱= B) هر دو معنی دار هستند. با توجه به معنی دار بودن ضریب استاندارد نشده جریان نقد آزاد می

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

توان ضریب استاندارد شده که برابر با ضریب هبستگی ارتباط بین جریان نقد آزاد و تغییرات تقسیم سود می باشد را در سطح خطای ۱٪ معنی دار در نظر گرفت. برای پیش بینی تغییرات تقسیم سود با استفاده از جریان نقد آزاد در شرکت های بزرگ مدل خطی به صورت (FCF D.C = ۰/۱۳۷ + ۰/۲۹۱) خواهد بود.

جدول۷:نتایج رگرسیونی خطی برای پیش بینی تغییرات تقسیم سود(D.C) با جریان نقد آزاد(FCF)

ضریب	ضرایب استاندارد نشده		استاندارد شده	t	P مقدار-
	B	خطای معیار	بتا		
ثابت	۰/۱۳۷	۰/۰۴۵		-۲/۵۳۶	۰/۰۰۴
FCF	۰/۲۹۱	۰/۱۰۱	۰/۳۵۱	۲/۸۸۰	۰/۰۰۶

مأخذ: یافته های پژوهشگر

۸- نتیجه گیری

با توجه به تئوری فرضیات، از شرکت های دارای فرصت های سرمایه گذاری پایین به دلیل نبود یا کمبود فرصت های سودآور و همچنین از شرکت های بزرگ بدلیل دارا بودن طرق ایجاد استقراض و توانایی تامین مالی بالا انتظار می رود که جریان نقد آزاد بالایی داشته باشند. برای جلب رضایت سهامداران و تشویق سرمایه گذاران وبه طور کلی برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران بخش عظیمی از وجوه آزاد بایستی بین سهامداران توزیع شود. با استناد به نتایج آزمون فرضیه اول در بورس اوراق بهادارتهران در شرکت های دارای فرصت های سرمایه گذاری پایین بین تغییرات تقسیم سود و جریان نقد آزاد رابطه مستقیم و معنی دار وجود دارد. این نتایج از تئوری فرضیه اول حمایت می کند. با توجه به تئوری فرضیه دوم و با افزایش وجوه نقد آزاد برای حداکثر سازی ثروت سهامدارن انتظار می رود که بخش بالایی از این وجوه نیز بین سهامداران توزیع گردد.نتایج این فرضیه از تئوری مذکور حمایت می کند و در شرکت های بزرگ عضو بورس تهران نیزتغییرات تقسیم سود از تغییرات وجوه نقد آزاد تبعیت می کند. به طور کلی نتایج این تحقیقات با نتایج تحقیقات مشابه انجام شده در خارج از کشور یکسان می باشد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۹- پیشنهادات:

- به سرمایه گذاران توصیه می شود که در تصمیمات مربوط به سرمایه گذاری در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار منبع تامین مالی داخلی یعنی جریان نقد آزاد را مورد تجزیه وتحلیل قرار دهند.

- به مدیران شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران دراتخاذ تصمیمات مربوط به سیاست گذاری تقسیم سود پیشنهاد می گردد که در راستای تحقق اهداف به حداکثر رساندن ثروت سهامداران عامل بسیار مهم فرصتهای سرمایه گذاری(بالفعل و بالقوه) را در نظر بگیرند.

۱۰- محدودیت های پژوهش

همانند هر تحقیق دیگر تحقیق حاضر با محدودیتهایی مواجه بوده است که به شرح ذیل می باشد:

- اگر چه سعی شده است که نمونه بر اساس صنعت انتخاب شود لیکن به دلیل عدم تنوع شرکتها در هر صنعت و عدم دسترسی و نقصان اطلاعات برخی از صنایع این امر با نارسائیهای همراه گشت.

- با توجه به ماهیت این تحقیق در ابتدا سعی بر این بود که جهت طبقه بندی شرکتها بر اساس فرصتهای سرمایه گذاری (بالا و پایین) و اندازه شرکت (کوچک و بزرگ) از چارک اول۲۵٪ و چارک سوم ۷۵٪ استفاده شود.در جریان جمع آوری اطلاعات با این مشکل روبه رو شدیم که اگر طبقه بندی بر اساس چارکها صورت گیرد تعداد زیادی از شرکتها حذف و منجر به کاستی اعتبار و قابلیت اتکاء می گردد در نتیجه جهت رفع این مشکل برای گروه بندی شرکتها از میانه استفاده به عمل آمد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

منابع:

نیکومرام،هاشم؛ رهنمای رودپشتی،فریدون؛ هیبتی،فرشاد(۱۳۷۸)،**" مبانی مدیریت مالی "** ، جلد اول و جلد دوم، انتشارات ترمه.

اوجین اف.بری گام;لوئیس سی.گاپنسکی;فیلیپ آر.دی وز(۱۳۸۲)،**"مدیریت مالی(میانه)"** ترجمه:پارسائیان،دکترعلی، انتشارات ترمه.

افشار،دکتر اسد الله(۱۳۷۹)،**" مدیریت مالی در تئوری و عمل"**، جلد اول و دوم، نشر سروش.

فجرک،علی(۱۳۷۵)،**" حسابداری میانه ۲"** ،انتشارات دانشگاه پیام نور.

پارسائیان،دکتر علی؛ مدرس،احمد(۱۳۷۹)،**"حسابداری میانه۱"**،جلد اول،انتشارات فرزانه.

رشیدی،مهدی(۱۳۷۹)،" مدیریت ریسک"،انتشارات شابک .

فرقاندوست،کامبیز؛وفادار،عباس(۱۳۷۱)،**"صورت گردش وجوه نقد از دیدگاه تئوری"**، بررسی حسابداری و حسابرسی، شماره ۲۰و۲۱.

پارساییان،علی(۱۳۷۳)،**"سیاست تقسیم سود،رشد وتعیین ارزش شرکت"**،تحقیقات مالی، شماره ۳ .

بزرگ نیا،ابوالقاسم(۱۳۶۶)،**"استنباط آماری چند متغیر"**،نشر آستان قدس.

نیرومند،حسنعلی(۱۳۷۹) ،**"تحلیل آماری چند متغیره"**،نشر آستان قدس .

Leonard Eugene berry(2006)," management accounting",McGrow-hill

Ferdinand A.Gull, Burch T.Kealy(1999**), "Investment opportunity set and corporate debt and dividend policies of Korean companies"**, Review of quantitative finance and accounting,401-415

The case of the u.s. defense industry 1980-1995:hong kong university of science and technology

Sanjay kallapur, Mark A.Trombley(1999), **"The association between investment opportunity set proxies and realized growth"** journal of business finance and accounting

Bikki Jaggy, Ferdinand A.Gull(1999),**"Analysis of joint effects of Review of investment opportunity set, Free cash flow and size on corporate debt policy"**, quantitative finance and accounting

Adam,T., Guyal,V.(2000), **"The investment opportunity set its proxy variables: Theory and Evidence"**, Hong Kong university of science and technology

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]