

نقش اقلام تعهدی و جریان نقد عملیاتی در تبیین رفتار بازدهی سهام

غلامرضا کردستانی *

پویا مدافعی **، علی جهانگیری لیواری ***، محمد ایرانشاهی ****

تاریخ دریافت: ۱۳۹۰/۵/۶

تاریخ تصویب: ۱۳۹۰/۷/۲۷

چکیده

سود حسابداری به منزله برجسته‌ترین متغیر اطلاعاتی، نقش بسزایی در بازارهای مالی ایفا می‌کند و استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی تصمیم‌های خود را بر پایه آن شکل می‌دهند. در این میان، ترکیب اجزای سود و نحوه محاسبه آن، از نظر انتخاب رویه‌های اختیاری حسابداری (توسط مدیران)، محتوای اطلاعاتی آن را که همان سودمندی اطلاعات برای تصمیم‌گیری است، به چالش کشیده است.

در این تحقیق، نقش اقلام تعهدی و جریان‌های نقد عملیاتی در تبیین رفتار بازدهی سهام شرکت‌های تولیدی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. برای دستیابی به هدف تحقیق، محتوای اطلاعاتی افزایشدهنده سود و جریان‌های نقد عملیاتی شرکت‌ها، به

* دانشیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی دانشگاه بین‌المللی امام خمینی^(۵)، قزوین، ایران؛ نویسنده مسئول (gkordestani@yahoo.com)

** دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران (p.modafei@gmail.com)

*** دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران (ali_jahangiri2@yahoo.com)

**** دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران (m.iranshahi66@yahoo.com)

تنهایی و به صورت ترکیبی، در حضور متغیرهای سودهای گذرا (سودهای غیرعملیاتی)، اندازه، اهرم مالی و فرصت‌های رشد با انتخاب نمونه‌ای متشکل از ۱۱۱ شرکت در دوره زمانی سال‌های ۱۳۸۳-۱۳۸۸ مقایسه شده است. یافته‌های تحقیق حاکی از برتری نسبی محتوای اطلاعاتی سود در مقایسه با جریان‌های نقد عملیاتی است. بر این اساس، ملاک‌گزینش شرکت‌ها سود عملیاتی گزارش شده است و سرمایه‌گذاران در مقایسه میان سود و جریان‌های نقد عملیاتی نسبت به سود، حساسیت بیشتری نشان می‌دهند. بنابراین، با توجه به اهمیت موضوع، برقراری الزامات هدفمند، برای افزایش کیفیت گزارشگری و شفافیت روزافزون جریان اطلاعاتی در بازار سرمایه ایران، هدفی ضروری به نظر می‌آید.

واژه‌های کلیدی: اهرم مالی، بازده سهام، جریان‌های نقدی عملیاتی، سود عملیاتی، فرصت‌های رشد.

کد طبقه‌بندی JEL: M41, G14

مقدمه

در نظریه اثباتی حسابداری، اولویت اصلی بسیاری از تحقیقات انجام شده در بازار سرمایه، تعیین نقش سود حسابداری در تبیین رفتار بازدهی اوراق بهادار بوده است که از پژوهش‌های بنیادین و اساسی بال و براون^۱ (۱۹۶۸) شروع و طی چهار دهه ادامه یافته است. سود حسابداری و اجزای آن، به‌منزله برجسته‌ترین متغیرهای حسابداری، در تصمیمات سرمایه‌گذاران نقش بسزایی را ایفا می‌کند.

استدلال هیئت تدوین استانداردهای حسابداری مالی در بیانیه شماره یک بر آن است که تمرکز اساسی گزارشگری مالی باید بر سود حسابداری باشد؛ چراکه اطلاعات سود مبتنی بر حسابداری تعهدی نشانه مطلوبی از توانایی مستمر واحد انتفاعی در ایجاد جریان‌های نقد است. اقلام تعهدی اختیاری به کار گرفته شده در سود حسابداری از دو جنبه مدیریت سود و افشای اطلاعات محرمانه توسط مدیران، می‌تواند سبب افزایش محتوای اطلاعاتی سود شود (Healy et al, 1993, p.2).

سود را می‌توان به روش ساختاری (ضابطه‌مند)، یعنی از مجرای قواعد و مقرراتی که آن را تعریف می‌کند؛ یا به روش تفسیری، یعنی از مجرای رابطه‌ای که این عدد با واقعیت‌های اقتصادی دارد؛ یا از دیدگاه رفتاری یا عمل‌گرایی، یعنی با توجه به روشی که سرمایه‌گذاران آن را به کار می‌برند، مورد مطالعه قرار داد.

دو مفهوم سود و سرمایه از مفاهیم اساسی در حسابداری هستند که در نهایت، هر دوی آنها به جریان‌های نقد وابسته‌اند. از این رو، در تجزیه و تحلیل نهایی، جریان‌های نقد ورودی و خروجی واحد تجاری به صورت اساسی‌ترین رویدادها مورد توجه قرار می‌گیرند؛ رویدادهایی که معیارهای سنجش ارزش بر اساس آنها گذاشته می‌شود و تصور بر این است که سرمایه‌گذاران و بستانکاران بر پایه آنها تصمیم‌گیری می‌کنند.

در نظریه‌های حسابداری و در سطح رفتارگرایی، مفهوم سود به موارد زیر مربوط می‌شود:

- فرایندهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان؛

- واکنش مدیریت و حسابداران نسبت به سود؛

- تصمیم‌های مدیریت دربارهٔ مخارج سرمایه‌ای؛

- واکنش قیمت اوراق بهادار نسبت به سود گزارش شده در بازار سرمایه.

در این سطح، سوژ ابزاری برای پیش‌بینی و تصمیم‌گیری است و بر بازار سرمایه اثر مستقیمی دارد (خواجوی و ناظمی، ۱۳۸۴، ص ۳۷). همچنین در چارچوب نظری و در بیانیه شماره یک هیئت استانداردهای حسابداری مالی آمده است که کانون توجه گزارشگری مالی، اطلاعات مربوط به عملکرد واحد انتفاعی است که معیارهای سود و اجزای تشکیل‌دهنده آن، تأمینش کرده و از دیدگاه اطلاعاتی، جزء تعهدی سود بیانگر فعالیت‌های واحد انتفاعی است.

این بیانیه بیانگر آن است که سرمایه‌گذاران، بستانکاران و سایر افراد تمایل دارند خالص جریان‌های نقد آینده شرکت را پیش‌بینی کنند؛ ولی اغلب آنها می‌کوشند با استفاده از سود، قدرت سودآوری شرکت را برآورد کرده، سودهای آینده را پیش‌بینی کنند یا ریسک‌های مربوط به سرمایه‌گذاری در شرکت یا دادن وام به آن را مورد ارزیابی قرار دهند.

بنابراین، فرض می‌شود بین سود گزارش شده و جریان‌های نقد (شامل پرداخت سود) همبستگی وجود دارد. فرض بر این است که این جریان‌های نقد تعیین‌کننده ارزش بازار سهام، اوراق قرضه، و سایر ابزارهای مالی هستند که شرکت منتشر می‌کند.

پیشینه تحقیق

تحقیقات اولیه درباره محتوای اطلاعاتی سود و جریان نقد عملیاتی، درباره متغیرهای توضیح‌دهنده تغییرات هم‌زمان قیمت سهام، شواهد جامعی را فراهم کردند (Neill, et al, 1991, p.117). از سویه‌های دیگر، نیازهای اطلاعاتی سرمایه‌گذاران با تحلیل جریان‌های نقد بهتر برآورده می‌شود؛ زیرا وجوه نقد توانایی ادامه فعالیت شرکت، گرفتار نشدن به مشکلات بی‌حد و حصر اندازه‌گیری، تسهیل پیش‌بینی سودنقدی سهام در آینده و پرداخت‌های وام و بهره را تبیین می‌کند (Lee, 1974, p.178).

صورت وجوه نقد واحدهای انتفاعی برای ارزیابی عملکرد آنان لازم و مفید است؛ زیرا جریان وجوه نقد جزء لاینفک عملکرد واحدهای انتفاعی محسوب می‌شود (Lawson, 1985, p.99).

وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، از نظر بیان و پیش‌بینی بازده اوراق بهادار، توانمندی زیادی دارد (Chen et al, 1996, p.173). سود معرف نتیجه نهایی فعالیت‌های واحد انتفاعی نیست، بلکه گردش وجوه نقد، انعکاسی از این نتیجه نهایی است؛ زیرا سود رقم محاسباتی تلخیص شده‌ای است، در حالی که وجه نقد منبعی عینی به‌شمار می‌رود (Lee, 1985). پس از تحقیقات بنیادین بال و براون و بیور در سال‌های ۱۹۶۸، در زمینه نقش سود حسابداری در تبیین رفتار بازدهی، پژوهش‌های بنیادینی انجام شده است. بال و براون در تحقیقشان، رابطه بین تغییرات در سود خالص و واکنش قیمت سهام را بررسی کرده‌اند (1968, p.159).

بیور^۲ نیز از طریق عرضه روابط ریاضی، نقش سود حسابداری را در تعیین ارزش واحد انتفاعی بررسی کرده است (1968, p.67). سود حسابداری از دو جزء تعهدی و نقدی تشکیل می‌شود، به همین دلیل در تبیین رفتار بازدهی سهام، بررسی محتوای اطلاعاتی افزاینده سود و جریان نقد عملیاتی حائز اهمیت است. تحقیقات نشان داده است که دو جزء تعهدی و نقدی

سود حسابداری به منزلهٔ اقلام اطلاعاتی اصلی تهیه‌شده در صورت‌های مالی مورد توجه قرار می‌گیرند (Lev, 1989, p.153).

در بررسی عملکرد شرکت‌ها، از طریق سود و جریان‌های نقدی در فواصل زمانی کوتاه‌مدت، انباشتگی در جزء تعهدی سود عملیاتی نسبت به جریان‌های نقدی از همبستگی بالاتری با بازدهی اوراق بهادار برخوردار بوده است (Dechow, 1994, p.3).

در زمانی که بین سود، جریان‌های نقدی و بازده رابطهٔ غیرخطی وجود دارد، در تبیین رفتار بازده سهام، سود نسبت به جریان‌های نقدی توان توضیحی بالاتری داشته است (Ashiq, 1994, p.61). برخی از تحقیقات برای سود و جریان‌های نقدی، محتوی اطلاعاتی یکسانی گزارش کرده‌اند (Ashiq & Pope, 1995, p.19). با کنترل سودهای گذرا (سودهای ناشی از فعالیت‌های غیرعملیاتی) جریان‌های نقد عملیاتی در توضیح بازدهی، از محتوای افزایندهٔ اطلاعاتی برخوردار بوده است؛ اگرچه به نقش پایداری جریان‌های نقد عملیاتی پرداخته نشده است (Cheng et. al, 1996, p.173). مطالعات پیشین با تمرکز بر بازارهای سرمایه توسعه‌یافته (کارا)، مانند بازار سرمایه آمریکا و انگلستان، نقش اطلاعاتی اقلام تعهدی اضافه شده به جریان‌های نقد عملیاتی را در بهبود توانایی سود در توضیح رفتار بازدهی اوراق بهادار بررسی کرده‌اند (Ohlson, 1995, p.661).

آزمون محتوای افزایندهٔ اطلاعاتی سود و جریان‌های نقدی در سه کشور آمریکا، کانادا و انگلیس که اقتصاد آزاد و قوانین عرفی دارند و دو کشور آلمان و ژاپن که دارای قوانین مدون هستند، نشان داد که در کشورهای آنگلو ساکسون، سود نسبت به جریان‌های نقدی، قدرت توضیح‌دهندگی بیشتری دارد؛ در حالی که در کشورهای آلمان و ژاپن چنین نتایجی به دست نیامد (Bartov et al, 2001, p.103).

در فرانسه، نبودن محتوای افزایندهٔ اطلاعاتی جریان‌های نقدی مستند شده است (Martinesz, 2003, p.16). توالی جریان‌های نقدی محتوای افزایندهٔ اطلاعاتی در پی دارد (Cheng & Yang, 2003, p.73).

با وجود اهرم مالی در ساختار سرمایه شرکت‌ها، در شرکت‌هایی که اهرم مالی بالایی دارند، سود عملیاتی (نسبت به سود شرکت‌های با اهرم مالی پایین) اثرگذاری کمتری دارد. زیرا برای شرکت‌های با اهرم مالی بالا، جریان‌های نقد مورد انتظار آتی، به علت

بالا بودن ریسک سیستماتیک و محدودیت‌های ناشی از قراردادهای بدهی، کمتر خواهد بود (Martikainen, 1997, p.227).

مقایسه اثرگذاری سود و جریان نقد عملیاتی در تصمیم‌های سرمایه‌گذاران نشان می‌دهد که سود از محتوای اطلاعاتی بیشتری برخوردار بوده، زمانی که از پایداری نسبی برخوردار می‌شود، مربوط بودن خود را از دست می‌دهد (Habib, 2006, p.51). تحقیقاتی که در بازار سرمایه ایران انجام شده است، نشان می‌دهد که بین میانگین بازده سهام شرکت‌های دارای کمترین و بیشترین مقدار ارقام تعهدی، اختلاف معناداری به چشم نمی‌خورد (خواجوی و ناظمی، ۱۳۸۴، ص ۳۷).

همچنین، پژوهشگران نشان داده‌اند که ارزش بازار شرکت به اجزای نقدی سود حسابداری مربوط است و اجزای تعهدی سود، از نظر محتوای اطلاعاتی، از سودمندی بیشتری برخوردار است (تهرانی، ۱۳۸۶، ص ۲۱؛ عرب مازار، ۱۳۷۴؛ عرب مازار و مشایخی، ۱۳۸۵، ص ۹۹؛ کردستانی و رود نشین، ۱۳۸۵، ص ۴۵؛ مدرّس و عباس‌زاده، ۱۳۸۶). تحقیقات نشان می‌دهد که وقتی درجه محافظه‌کاری بالاست، محتوای اطلاعاتی تفاضلی ارقام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی بیشتر است (کردستانی و خلیلی، ۱۳۹۰، ص ۸۳).

در این تحقیق، محتوای اطلاعاتی سود و جریان نقد عملیاتی در بازار سرمایه ایران بررسی شده است. یافته‌ها نشان می‌دهد که ضریب سود عملیاتی مثبت و از نظر آماری معنادار است. سود و جریان نقد عملیاتی هر یک به تنهایی، به ترتیب $\frac{1}{8}$ و $\frac{3}{5}$ از بازده سهام را توضیح می‌دهد و ضریب تعیین تعدیل‌شده سود عملیاتی، نسبت به جریان نقد عملیاتی، به‌طور معناداری بیشتر است و این، حاکی از محتوای اطلاعاتی بیشتر سود عملیاتی است.

فرضیه‌های تحقیق

بیشتر دیدگاه‌های جدید در زمینه ارزش‌گذاری شرکت‌ها، ارزش ذاتی تحقق‌یافته را برای پیش‌بینی جریان‌های نقد آتی معیار مناسب‌تری می‌دانند. اما از آنجا که محاسبه ارزش ذاتی تحقق‌یافته از فرایند پیچیده‌ای برخوردار است، در اغلب موارد، استفاده از این روش به‌منظور اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری میسر نیست.

از این رو، سود و جریان‌های نقد عملیاتی به‌منزله گزینه‌های جایگزین استفاده می‌شود تا در رابطه با ارزش ذاتی تحقق‌یافته، هر کدام از توان توضیح‌دهندگی بیشتری برخوردار باشند، به‌مثابه جایگزین ارزش ذاتی مطرح شوند. نتایج تحقیق‌ها بیانگر آن است که سود عملیاتی نسبت به جریان‌های نقد عملیاتی، ارزش ذاتی تحقق‌یافته هر سهم از شرکت را بهتر توضیح می‌دهد.

برای بررسی این موضوع سه فرضیه اول تحقیق به صورت زیر شکل گرفته است:

فرضیه اول: سود عملیاتی (و تغییرات آن) با بازده اوراق بهادار رابطه مثبتی دارد.

فرضیه دوم: جریان نقد عملیاتی (و تغییرات آن) با بازده اوراق بهادار رابطه مثبتی دارد.

فرضیه سوم: جریان‌های نقد عملیاتی در مقایسه با سود عملیاتی، از محتوای اطلاعاتی

افزاینده نسبی برخوردار است.

در مواقعی که سود حسابداری با بازدهی اوراق بهادار همبستگی مستقیمی ندارد (رابطه غیرخطی)، علت آن ناشی از عواملی غیر از فعالیت‌های اصلی و مستمر (مانند اجزای گذرای سود) است (Freeman & Tse, 1992) و باعث کاهش کیفیت سود می‌شود. بنابراین، با تفکیک سودهای گذرا (سودهای ناشی از فعالیت‌های غیراصلی و غیرمستمر) از سودهای عملیاتی واحدهای تجاری، انتظار می‌رود در تبیین رفتار بازدهی سهام، کیفیت و پایداری سود بر محتوای اطلاعاتی آن بیفزاید. بر این اساس، فرضیه چهارم تحقیق به صورت زیر طرح شده است:

فرضیه چهارم: در حضور اجزای موقتی سود، محتوای افزاینده اطلاعاتی جریان‌های نقد

از سود عملیاتی بیشتر است.

از آنجا که اندازه شرکت‌ها در سودآوری و ایجاد جریان‌های نقد، عامل مؤثری به‌شمار می‌رود، در شرکت‌های با اندازه بزرگ و کوچک، تعیین محتوای اطلاعاتی سود و جریان‌های نقد اهمیت ویژه‌ای دارد. زیرا بازده سهام به سود و جریان نقد عملیاتی غیرعادی واکنش نشان می‌دهد. همچنین، این واکنش برای شرکت‌های با اندازه بزرگ و کوچک متفاوت است و انتظار می‌رود در شرکت‌های بزرگ، ضریب واکنش قیمت به سود کمتر از شرکت‌های کوچک باشد (Charitou et al, 2001, p.563).

فرضیه پنجم: در شرکت‌های بزرگ و کوچک، توان توضیحی سود و جریان‌های نقد عملیاتی تفاوت معناداری دارد.

از آنجا که افزایش بدهی‌ها احتمال ورشکستگی را افزایش می‌دهد، در شرکت‌های دارای اهرم مالی بالا، مدیران برای دستکاری سود، به‌منظور اجتناب از نقض تعهدات مربوط به شرایط بستانکاران، انگیزه دارند (Defond & Jiambalov, 1994, p.145). این مدیران درباره قابلیت پرداخت بدهی‌ها و تعهدات مرتبط با آن، جریان‌های نقد عملیاتی اطلاعات بااهمیتی را فراهم می‌کنند.

فرضیه ششم: در شرکت‌های با اهرم مالی بالا و پایین، توان توضیحی سود و جریان نقد عملیاتی تفاوت معناداری دارد.

ارزش شرکت‌ها ترکیبی از ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و ارزش فعلی سودهای غیرعادی آتی آنهاست (Ohlson, 1995, p.663)؛ به همین دلیل شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد بالایی دارند، احتمالاً از سودهای غیرعادی مثبت بهره‌مند می‌شوند و ممکن است انتظارات بازار سرمایه را از همبستگی بین ارزش فعلی مثبت فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سودهای غیرعادی تأمین کنند. مادام که شرکت‌ها فرصت‌های رشد دارند، انتظار رشد سود در آینده وجود داشته، مدیران شرکت‌ها تلاش می‌کنند از طریق گزارش سودهای بالا انتظارات سهامداران را تأمین نمایند؛ لذا بررسی محتوای اطلاعاتی سود و جریان‌های نقد عملیاتی در شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد دارند، از جایگاه خاصی برخوردار است:

فرضیه هفتم: در شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد بالا و پایین دارند، توان توضیحی سود و جریان نقد عملیاتی تفاوت معناداری دارد.

نمونه و جامعه آماری

از بین شرکت‌های تولیدی پذیرفته‌شده در بورس، نمونه تحقیق با اعمال محدودیت‌های زیر انتخاب شده است:

۱. شرکت‌های انتخاب‌شده از سال ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و تا پایان سال مالی ۱۳۸۸ از فهرست شرکت‌های پذیرفته‌شده خارج نشده باشد.

۲. پایان سال مالی تمام شرکت‌ها پایان اسفند هر سال بوده، توقف معاملات در مبادلات سهام بیش از شش ماه وجود نداشته و جزء شرکت‌های تولیدی باشد.

روش تحقیق

این تحقیق از نوع تحقیقات همبستگی پس‌رویدادی در حوزه تحقیقات اثباتی است. قلمرو زمانی آن ابتدای سال ۱۳۸۳ تا پایان سال ۱۳۸۸ و قلمرو مکانی آن تمام شرکت‌های تولیدی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

مدل‌های آزمون فرضیه‌های تحقیق

برای آزمون فرضیه‌های اول تا سوم تحقیق مدل‌های (۱) تا (۳) برآورد شده است.

مدل (۱)

$$R_{it} = \theta_0 + \theta_1 EAR_{it} + \theta_2 \Delta EAR_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۲)

$$R_{it} = \theta_0 + \theta_3 CFO_{it} + \theta_4 \Delta CFO_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۳)

$$R_{it} = \theta_0 + \theta_1 EAR_{it} + \theta_2 \Delta EAR_{it} + \theta_3 CFO_{it} + \theta_4 \Delta CFO_{it} + \varepsilon_{it}$$

در مدل فرضیه‌های چهارم تا هفتم تحقیق، از متغیر مجازی (DH) استفاده شده که در هر مدل به روش خاصی محاسبه شده است.

در مدل چهارم، این متغیر از طریق محاسبه میانگین نسبت تغییرات سود خالص به ارزش بازار سهام اول دوره برای تمام شرکت‌ها تعیین شده است. در جایی که این نسبت برای شرکت بالای عدد میانگین قرار می‌گیرد، مقدار DH یک و در غیر این صورت، مقدار صفر را به خود اختصاص می‌دهد.

مدل (۴)

$$R_{it} = \theta_0 + \theta_1 EAR_{it} + \theta_2 \Delta EAR_{it} + \theta_3 CFO_{it} + \theta_4 \Delta CFO_{it} + DH \times EAR_{it} + DH \times \Delta EAR_{it} + DH \times CFO_{it} + DH \times \Delta CFO_{it} + \varepsilon_{it}$$

در مدل فرضیه پنجم، متغیر مجازی (DH) به‌منزله عامل اندازه شرکت‌ها در مدل استفاده شده است. این متغیر از طریق محاسبه میانگین لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت به‌دست

آمده است. در جایی که این نسبت برای شرکت‌ها بالای عدد میانه قرار گیرد، عدد یک و در غیر این صورت، مقدار صفر می‌گیرد.

مدل (۵)

$$R_{it} = \theta_0 + \theta_1 EAR_{it} + \theta_2 \Delta EAR_{it} + \theta_3 CFO_{it} + \theta_4 \Delta CFO_{it} + D_{size} \times EAR_{it} + D_{size} \times \Delta EAR_{it} + D_{size} \times CFO_{it} + D_{size} \times \Delta CFO_{it} + \varepsilon_{it}$$

در مدل فرضیه ششم، متغیر مجازی (DH) از طریق محاسبه میانه اهرم مالی یعنی نسبت جمع بدهی‌ها به جمع دارایی‌های شرکت به دست آمده است. برای شرکت‌هایی که این نسبت در آنها بالای عدد میانه قرار گرفته، مقدار یک و در غیر این صورت، عدد صفر اختصاص یافته است.

مدل (۶)

$$R_{it} = \theta_0 + \theta_1 EAR_{it} + \theta_2 \Delta EAR_{it} + \theta_3 CFO_{it} + \theta_4 \Delta CFO_{it} + D_{Leverage} \times EAR_{it} + D_{Leverage} \times \Delta EAR_{it} + D_{Leverage} \times CFO_{it} + D_{Leverage} \times \Delta CFO_{it} + \varepsilon_{it}$$

در مدل هفتم، متغیر مجازی (DH) با محاسبه میانه نسبت مجموع ارزش بازار شرکت و جمع بدهی‌ها به جمع دارایی‌ها در تاریخ ترازنامه، به منزله شاخص (Q توبین) شرکت‌ها محاسبه شده است. و برای شرکت‌هایی که این نسبت بالای میانه است، عدد یک و در غیر این صورت مقدار صفر در نظر گرفته شده است.

مدل (۷)

$$R_{it} = \theta_0 + \theta_1 EAR_{it} + \theta_2 \Delta EAR_{it} + \theta_3 CFO_{it} + \theta_4 \Delta CFO_{it} + D_{Growth} \times EAR_{it} + D_{Growth} \times \Delta EAR_{it} + D_{Growth} \times CFO_{it} + D_{Growth} \times \Delta CFO_{it} + \varepsilon_{it}$$

در مدل‌های یک تا هفت، متغیرها به شرح زیر تعریف شده‌اند:

اندازه شرکت

برای اندازه‌گیری این متغیر می‌توان از جمع دارایی‌ها، درآمد فروش و ارزش بازار سهام شرکت استفاده کرد. در این تحقیق از لگاریتم طبیعی جمع ارزش دفتری دارایی‌ها استفاده شده است.

اهرم مالی

در این تحقیق، از نسبت جمع بدهی‌ها به جمع دارایی‌های ترازنامه به‌منزله متغیر اهرم مالی استفاده شده است.

فرصت‌های رشد

برای اندازه‌گیری این متغیر از معیارهای مختلفی مانند: رشد فروش، رشد سود عملیاتی و شاخص Q تویین استفاده می‌شود. در این تحقیق، از نسبت MTB (مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و بدهی‌ها به جمع دارایی‌های مندرج در ترازنامه) استفاده شده است (Habib, 2006, p. 58).

بازده واقعی

بازده مجموعه عایداتی است که در طول یک دوره مالی به شرح زیر، به دارنده سهام شرکت‌ها تعلق می‌گیرد:

۱. تغییر قیمت؛

۲. سود نقدی؛

۳. مزایای ناشی از حق تقدم؛

۴. مزایای ناشی از سود سهمی.

در این تحقیق، بازده واقعی با استفاده از دو فرمول زیر محاسبه شده است:
بدون افزایش سرمایه در سال مالی:

$$Rit = \frac{DPS_t + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

با افزایش سرمایه در سال مالی:

$$Rit = \frac{DPS + P_t(1 + \alpha + \beta) - (P_{t-1} + C \times \alpha)}{(P_{t-1} + C \times \alpha)}$$

در روابط فوق:

Rit - بازده تحقق یافته؛

- DPS سود نقدی سهام؛
- Pt قیمت سهام در پایان دوره مالی؛
- α درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی؛
- β درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها؛
- C مبلغ اسمی هر سهم؛
- Pt-1 قیمت سهام در ابتدای دوره مالی (راعی و تلنگی، ۱۳۸۹).

یا فته‌های تحقیق

در نگاره (۱)، آمار توصیفی مربوط به میانگین و میانه متغیرهای تحقیق عرضه شده است.

نگاره (۱)

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

میانگین و میانه متغیرهای رگرسیون										
تعداد کل نمونه	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷	۱۳۸۸	تعداد شرکت‌ها	متغیر توضیحی	بازده واقعی (R)	سود عملیاتی (EAR)
۶۶۶	۱۱۱	۱۱۱	۱۱۱	۱۱۱	۱۱۱	۱۱۱	۱۱۱	میانگین	۲۷/۵۳	۱۶/۴۲
								میانه	۶/۷۱	۱۴/۲۹
								میانگین	۱۴/۰۶	۱۷/۷۰
								میانه	۱۴/۰۶	۱۴/۳۹
								میانگین	-۰/۳۷	۱۷/۳۹
								میانه	-۱۲/۱۹	۱۳/۰۸
								میانگین	۴۲/۰۹	۱۷/۳۴
								میانه	۱۳/۵۸	۱۵/۰۲
								میانگین	۲۶/۸۳	۱۶/۴۷
								میانه	۵/۱۳	۱۵/۱۶
								میانگین	۰/۸۶	۱۵/۲۳
								میانه	۵/۱۳	۱۴/۱۲
								میانگین	۴۷/۲۷	۱۴/۴۰
								میانه	-۲/۳۱	۱۲/۸۰

۶۷/۴۱	۱۲/۶۷	۱۷۱/۸۶	تغییرات در سود عملیاتی (ΔEAR)
۱۱/۴۲	۱۱/۶۶	-۳/۱۱	جریان نقد عملیاتی (CFO)
۱۵/۸۸	۹/۸۵	-۴۴/۶	تغییرات در جریان نقد عملیاتی (ΔCFO)
۱۲/۱۰	۹/۰۷	-۱۲/۱۷	
۱۸/۰۴	۱۳/۰۹	-۲۸/۷۱	
۱۶/۳۴	۱۲/۸۸	۳/۸۳	
۳۰/۴۳۶	۱۴/۰۴	۸۱۴/۹۴	
۱۷/۹۷	۱۲/۸۴	-۲/۵۵	
۱۵/۱۸	۱۲/۰۹	۱۵/۵۳	
۱۰/۳۷	۱۱/۲۶	-۲/۹۶	
۱۴/۱۱	۱۲/۷۹	۱۶۹/۳	
۱۴/۰۲	۱۱/۹۹	-۲/۹۷	
۳۶/۷۵	۱۴/۱۳	۱۰۴/۷	
۵/۴۰	۱۱/۸۷	۲/۷۶	
توجه: تمامی اعداد نگاره به درصد است			

همان‌طور که مشاهده می‌شود، سود و جریان‌های نقد عملیاتی به همراه تغییرات آنها دارای نوسان بوده و میانگین به دست آمده برای بازده ۳٪ با ۲۷/۵۳٪ سود عملیاتی و تغییرات آن به ترتیب ۱۶/۴۲٪ و ۶۷/۴۱٪ برای جریان نقد عملیاتی و تغییرات آن به ترتیب ۱۲/۶۷٪ و ۸۶/۱۷۱٪ است. در نگاره (۲) نتایج حاصل از برآورد مدل‌های (۱) و (۲) و (۳) عرضه شده است.

نگاره (۲)

نتایج آزمون فرضیه‌های اول تا سوم تحقیق

فرضیه اول تحقیق: سود عملیاتی و تغییرات آن با بازدهی اوراق بهادار رابطه مثبت معناداری دارد.

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 EAR_{it} + \beta_2 \Delta EAR_{it} + e_{it}$$

فرضیه دوم تحقیق: جریان نقد عملیاتی و تغییرات آن با بازدهی اوراق بهادار رابطه مثبت معناداری دارد.

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_3 CFO_{it} + \beta_4 \Delta CFO_{it} + e_{it}$$

فرضیه سوم تحقیق: جریان نقد عملیاتی در مقایسه با سود عملیاتی از محتوای اطلاعاتی نسبی برخوردار است.

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 EAR_{it} + \beta_2 \Delta EAR_{it} + \beta_3 CFO_{it} + \beta_4 \Delta CFO_{it} + e_{it}$$

نتیجه آزمون فرضیه سوم				نتیجه آزمون فرضیه دوم				نتیجه آزمون فرضیه اول			
سطح معناداری	آماره T	ضریب	متغیر توضیحی	سطح معناداری	آماره T	ضریب	متغیر توضیحی	سطح معناداری	آماره T	ضریب	متغیر توضیحی
۰/۰۰	۷/۸۲۳	۲۵۴/۱۹	EAR				EAR	۰/۰۰۰	۷/۵۰۹	۲۰۹۴	EAR
۰/۳۴	۰/۹۵۵	۰/۴۴۷	Δ EAR				Δ EAR	۰/۰۰۱	۳/۱۹۴	۱/۳۰۱	Δ EAR
۰/۰۰۴	-۲/۹۲۴	-۸۳/۴۳	CFO	۰/۰۶۸	۱/۸۲۷	۴۴/۵۷۲	CFO				CFO
۰/۰۰	۳/۵۸۲	۰/۴۱	Δ CFO	۰/۰۰۰	۴/۸۲۲	۰/۴۹۳	Δ CFO				Δ CFO
=۰/۰۰۰۰ Sig				=۰/۰۰۰۰ Sig				Sig=۰/۰۰۰۰			
DW=۱/۸۱				DW=۱/۷۶				DW=۱/۹۶			
F=۲۲/۳۳				F=۱۲/۹۳				F=۳۲/۲۴۸			
ضریب همبستگی تعدیل شده $R^2=۰/۱۱۴$				ضریب همبستگی تعدیل شده $R^2=۰/۳۵$				ضریب همبستگی تعدیل شده $R^2=۰/۰۸۶$			

برآورد مدل (۱) نشان می‌دهد که آماره t برای EAR و Δ EAR، به ترتیب برابر با ۷/۵۰۹ و ۳/۱۹۴ و سطح معناداری ۰/۰۰۰ است. بنابراین، فرضیه اول در سطح خطای یک درصد تأیید می‌شود. یعنی سود عملیاتی و تغییرات آن با بازده سهام رابطه مثبت و معناداری دارد.

همچنین، آماره t برای ΔCFO برابر $۴/۸۲۲$ و سطح معناداری $۰/۰۰۰$ است. بنابراین، فرضیه دوم در سطح خطای یک درصد تأیید می‌شود. یعنی تغییرات جریان نقد عملیاتی با بازدهی سهام رابطه مثبت و معناداری دارد.

برای EAR و CFO و ΔCFO ، به ترتیب آماره t برابر با $۷/۸۲۳$ و $۲/۹۲۴$ و $۳/۵۸۲$ و سطح معناداری به ترتیب $۰/۰۰۰$ و $۰/۰۰۴$ و $۰/۰۰۰$ است. یعنی سود و تغییرات جریان نقد عملیاتی رابطه مثبت، و جریان نقد عملیاتی رابطه آماری منفی با بازدهی دارد. R^2 تعدیل شده مدل (۱) و (۲) (سود عملیاتی $۸/۶\%$ و جریان نقد عملیاتی $۳/۵\%$) در مدل سوم (رگرسیون ترکیبی سود و جریان نقد عملیاتی) به $۱۱/۴\%$ رسیده که نسبت به ضریب سود عملیاتی $۲/۸\%$ افزایش نشان می‌دهد و محتوای اطلاعاتی افزایشدهنده نسبی جریان نقد عملیاتی را تأیید می‌کند. به این ترتیب، فرضیه سوم تحقیق نیز تأیید می‌شود. یعنی جریان‌های نقدی عملیاتی در مقایسه با سود عملیاتی از محتوای اطلاعاتی افزایشدهنده نسبی برخوردار است.

نگاره (۳)

نتایج آزمون فریه‌های چهارم و پنجم تحقیق

فرضیه پنجم تحقیق: توان توضیحی سود و جریان نقدی در شرکت‌های با اندازه بزرگ و کوچک تفاوت معناداری دارد.				فرضیه چهارم تحقیق: با حضور اجزای موقتی سود محتوای افزایشدهنده اطلاعاتی جریان نقدی از سود عملیاتی بیشتر است.			
$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 EAR_{it} + \beta_2 \Delta EAR_{it} + \beta_3 CFO_{it} + \beta_4 \Delta CFO_{it} + DSIZE \times EAR_{it} + DSIZE \times \Delta EAR_{it} + DSIZE \times CFO_{it} + DSIZE \times \Delta CFO_{it} + e_{it}$				$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 EAR_{it} + \beta_2 \Delta EAR_{it} + \beta_3 CFO_{it} + \beta_4 \Delta CFO_{it} + DH \times EAR_{it} + DH \times \Delta EAR_{it} + DH \times CFO_{it} + DH \times \Delta CFO_{it} + e_{it}$			
نتیجه آزمون فرضیه هفتم تحقیق				نتیجه آزمون فرضیه ششم تحقیق			
متغیر توضیحی	ضرایب	آماره t	sign	متغیر توضیحی	ضرایب	آماره t	sign
EAR	۲۵۸/۱۲۵	۶/۳۶	۰/۰۰۰	EAR	-۱۳/۶۳۶	-۰/۳۴۵	۰/۷۳

۰/۵۵۸	۰/۵۸۷	۱/۱۸	Δ EAR	۰/۹۳	۷۷/۰/۰۸۸	-۱۳/۶۳۶	Δ EAR
۰/۰۸۳	-۱/۳۳۵	-۷۴/۱۳۶	CFO	۰/۲۳	۱/۲	۴۶/۹۸۷	CFO
۰/۲۴۶	۱/۱۶۲	۰/۳۳	Δ CFO	۰/۸۹۱	۰/۱۳۷	۰/۰۹	Δ CFO
۰/۷۰۸	-۰/۳۷۵	-۱۹/۸۹۱	EAR.DSiZE	۰/۰۰۰	۸/۶۳۴	۴۰۰/۱۳	EAR.DH
۰/۶۸۵	-۰/۴۰۶	-۰/۸۴۱	Δ EAR.DSiZE	۰/۷۹۸	۰/۲۵۶	۰/۶۲۱	Δ EAR.DH
۰/۸۱۶	-۰/۲۳۳	-۱۳/۴۵۱	CFO.DSiZE	۰/۰۰۱	-۳/۱۹۷	۱۶۷/۴۶	CFO.DH
۰/۶۱۹	-۰/۴۹۸	-۰/۲۷۱	Δ CFO.DSiZE	۰/۶۶۵	۰/۴۳۴	۰/۲۸۸	Δ CFO.DH
Sig=۰/۰۰۰	DW=۱/۸۱۳	F=۱۱/۳۹۶	ANOVA	Sig=۰/۰۰۰	DW=۱/۷۶۶	F=۲۲/۶۷۴	ANOVA
ضریب همبستگی تعدیل شده $R^2 = ۰/۱۱۱$				ضریب همبستگی تعدیل شده $R^2 = ۰/۲۰۷$			

در نگاره (۳) با توجه به نتایج آزمون فرضیه چهارم (سطح معناداری و آماره t متغیرهای تعاملی سود و جریان نقد عملیاتی) سود و جریان نقد عملیاتی به ترتیب دارای همبستگی مثبت

و منفی با بازده بوده و فرضیه چهارم نیز تأیید می‌شود. با توجه به نتایج آزمون فرضیه پنجم و از نظر آماری، هیچ‌یک از متغیرهای تعاملی از اهمیت لازم برخوردار نبوده‌اند. از این رو، فرضیه پنجم تحقیق مبنی بر تفاوت محتوای اطلاعاتی سود و جریان نقد عملیاتی در شرکت‌های بزرگ و کوچک تأیید نمی‌شود.

تکراه (۴)

نتایج آماری فرضیه‌های ششم تا هفتم تحقیق

فرضیه ششم تحقیق: توان توضیحی سود و جریان نقد عملیاتی در شرکت‌های با اهرم مالی کم و زیاد تفاوت معناداری دارد.				فرضیه هفتم تحقیق: توان توضیحی سود و جریان نقدی در شرکت‌های با فرصت‌های رشد کم و زیاد تفاوت معناداری دارد.			
$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 EAR_{it} + \beta_2 \Delta EAR_{it} + \beta_3 CFO_{it} + \beta_4 \Delta CFO_{it} + DGROWTH \times EAR_{it} + DGROWTH \times \Delta EAR_{it} + DGROWTH \times CFO_{it} + DGROWTH \times \Delta CFO_{it} + e_{it}$				$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 EAR_{it} + \beta_2 \Delta EAR_{it} + \beta_3 CFO_{it} + \beta_4 \Delta CFO_{it} + DLEVERAGE \times EAR_{it} + DLEVERAGE \times \Delta EAR_{it} + DLEVERAGE \times CFO_{it} + DLEVERAGE \times \Delta CFO_{it} + e_{it}$			
نتیجه آزمون فرضیه ششم تحقیق				نتیجه آزمون فرضیه هفتم تحقیق			
متغیر توضیحی	ضرایب	آماره t	sig	متغیر توضیحی	ضرایب	آماره t	sig
EAR	۸۴/۳۹	۱/۴۳۱	۰/۱۵۳	EAR	۲۵۶/۴۳	۶/۰۲۶	۰/۰۰۰
ΔEAR	-۰/۱۵۹	-۰/۳۳۴	۰/۸۳۹	ΔEAR	۶/۰۳۴	۲/۰۵۵	۰/۰۰۴
CFO	-۴۴/۶۸۱	-۱/۰۹۹	۰/۲۷۲	CFO	-۱۰۹/۳	-۲/۵۱۴	۰/۰۱۲

۰/۵۳۳	۰/۶۲۴	۰/۲۶۷	ΔCFO		۰/۸۹۸	۰/۱۲۸	۰/۰۸۸	ΔCFO	
۰/۰۰۲	۳/۰۵۶	۱۸۱/۰۸۶	EAR·Dgrowth		۰/۷۵۶	۰/۳۱	۱۶/۵۵	EAR·DLEVERAG	
۰/۰۰۰	۴/۶۵۲	۱۰/۲۰۵	ΔEAR·Dgrowth		۰/۰۵۲	-۱/۹۴۴	-۵/۸۰۲	ΔEAR·DLEVERAG	
۰/۱۹۲	-۱/۳۰۷	-۷۲/۸۲۸	CFO·Dgrowth		۰/۲۹	۱/۰۵۸	۶۰/۸۳	CFO·DLEVERAG	
۰/۰۲۹	-۲/۱۹۴	-۱/۱۵۱	ΔCFO·Dgrowth		۰/۷۸۲	-۰/۲۷	-۰/۲۱۹	ΔCFO·DLEVERAG	
Sig=۰/۰۰۰	DW=۱/۸۸۳	F=۱۵/۹	ANOVA		Sig=۰/۰۰	DW=۱/۸۰	F=۱۲/۲۶۷	ANOVA	
			ضریب همبستگی تعدیل شده R ² =۰/۱۵۲					ضریب همبستگی تعدیل شده R ² =۰/۱۹	

نتایج درج شده در نگاره (۴)، ضمن تأیید این فرضیه‌ها نشان می‌دهد: در شرکت‌هایی که از طریق بدهی تأمین مالی می‌شوند، سود عملیاتی با افزایش بدهی از اثرگذاری کمتری برخوردار بوده و متقابلاً با افزایش بدهی بر محتوای اطلاعاتی جریان نقد عملیاتی افزوده می‌شود. از این رو، می‌توان گفت که یافته‌های این تحقیق با نتایج مارتی کینن^۳ (۱۹۹۷) مطابقت دارد. همچنین، در شرکت‌هایی که از فرصت‌های رشد برخوردارند، سود عملیاتی به همراه تغییرات آن، نسبت به جریان نقد عملیاتی، محتوای اطلاعاتی بیشتری دارد.

بررسی خودهمبستگی در مدل‌های (۱) تا (۷) (آزمون دورین واتسون) که در نگاره‌های (۲) تا (۴) عرضه شده است، در فاصله ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گرفته که نشان‌دهنده عدم خودهمبستگی بوده، نشان می‌دهد که خطای تمام مدل‌ها تصادفی است.

نتیجه‌گیری

تأیید فرضیه‌های اول، دوم و سوم بیانگر این است که سود عملیاتی و تغییرات آن و تغییرات جریان‌های نقد عملیاتی توانایی تبیین بازده سهام را دارند. تأیید فرضیه چهارم بر این دلالت دارد که در حضور اجزای موقتی سود، محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی از سود بیشتر است. تأیید نشدن فرضیه پنجم حاکی از این است که محتوای اطلاعاتی سود در شرکت‌های کوچک و بزرگ تفاوتی ندارد. تأیید فرضیه‌های ششم و هفتم نشان می‌دهد با افزایش بدهی، محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی افزایش می‌یابد و در شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد بالایی دارند، محتوای اطلاعاتی سود بیشتر از جریان‌های نقدی است.

بنابراین، ارقام گزارش‌شده در سیستم حسابداری تعهدی که مبتنی بر بهای تمام‌شده تاریخی است، محتوای اطلاعاتی دارد و از سودمندی اطلاعات حسابداری برای تصمیم‌گیری خیر می‌دهد.

یافته‌های تحقیق محتوای افزاینده اطلاعاتی جریان‌های نقدی را تأیید می‌کند. اندازه شرکت بر محتوای اطلاعاتی اجزای سود تأثیرگذار نیست، ولی در شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد دارند، محتوای اطلاعاتی سود نسبت به جریان نقدی بیشتر است. این نتیجه با نتایج مارتی کینن (1997, p.227) مطابقت دارد. وجود وقفه‌های معاملاتی که در بورس تهران برای بسیاری از شرکت‌ها وجود دارد، بر دقت محاسبه بازده سهام تأثیر می‌گذارد و ممکن است تعمیم نتایج تحقیق را با محدودیت مواجه کند.

پژوهشگران می‌توانند موارد زیر را در تحقیقات آتی مورد توجه قرار دهند.

- بررسی ارتباط ارقام تعهدی خلاف قاعده با بازده سهام؛
- بررسی ارتباط کیفیت ارقام تعهدی با بازده سهام.

پی‌نوشت‌ها

1. Ball & Brown
2. Beaver
3. Martikainen

منابع

- تهرانی، رضا. (۱۳۸۶). «رابطه وجه نقد حاصل از عملیات و سود تعهدی با بازده سهام». فصلنامه تحقیقات مالی، ش ۲۴، صص ۲۱-۳۲.
- خواجهی، شکرا... و امین ناظمی. (۱۳۸۴). «ارتباط بین کیفیت سود و بازده سهام با تأکید بر نقش ارقام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابداری، س ۱۲، ش ۴۰، تابستان، صص ۳۷-۶۰.
- راعی، رضا و احمد تلنگی. (۱۳۸۹). مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته. تهران، سمت.
- عرب مازار یزدی، محمد. (۱۳۷۴). «محتوای افزاینده جریان‌های نقدی و تعهدی». رساله دکتری، دانشگاه تهران.
- _____ و بیبا مشایخی. (۱۳۸۵). «محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی و تعهدی در بازار سرمایه ایران». فصلنامه بررسی حسابداری و حسابداری، ش ۴۳، صص ۹۹-۱۱۸.
- فروغی، داریوش و اسماعیل مظاهری. (۱۳۸۸). «توانایی سود و جریان‌های نقد عملیاتی در توضیح ارزش ذاتی تحقق‌یافته سهام». فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی، ش ۱ و ۲، صص ۱-۱۶.
- کردستانی، غلامرضا و حمید رودنشین. (۱۳۸۵). «بررسی میزان مربوط بودن اجزای نقدی و تعهدی سود حسابداری به ارزش بازار شرکت». بررسی‌های حسابداری و حسابداری، ش ۴۵، پاییز، صص ۴۵-۶۸.
- کردستانی، غلامرضا و مهدی خلیلی. (۱۳۹۰). «تأثیر محافظه‌کاری بر محتوای اطلاعاتی تفاضلی جریان‌های نقدی و ارقام تعهدی». دانش حسابداری، ش ۴، صص ۸۳-۱۰۴.
- مدرّس، احمد و محمدرضا عباس‌زاده. (۱۳۸۷). «بررسی تحلیلی تأثیر توانایی پیش‌بینی اجزاء تعهدی و جریان‌های نقدی بر کیفیت سود پیش‌بینی‌شده». مجله دانش و توسعه، س ۱۵، ش ۲۴.

- Ali, A. (1994). "The Incremental Information Content of Earnings, Working Capital from Operations, and Cash Flows". *Journal of Accounting Research*, 32(1), pp.61-74.
- _____ & p. Pope. (1995). "The Incremental Information Content of Earnings, Fund Flow and Cash Flow: The UK Evidence". *Journal of Business Finance & Accounting*, 22(1), pp.19-34.
- Ahsan, Habib. (2006). "The Role of Accruals and Cash Flows in Explaining Security Returns: Evidence From New Zealand". *Journal of International Accounting, Auditing, and Taxing*, 17(2008), pp.51-66.
- Ball, R., & P. Brown. (1968). "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers". *Journal of Accounting Research*, 6(2), pp.159-178
- Beaver, W. H. (1968). "The Information Content of Annual Earnings Announcements". *Journal of Accounting Research*, (Suppl.), pp.67-92
- Bartov, E., S. R. Goldberg, & M. S. Kim. (2001). "The Valuation-Relevance of Earnings and Cash Flows: an International Perspective". *Journal of International Financial Management and Accounting*, 12(2), pp.103-132.
- Cheng, C. S. A., C.-S. Liu, & T. F. Schaffer. (1996). "Earnings Permanence and the Incremental Information Content of Cash Flows from Operations". *Journal of Accounting Research*, 34(1), pp.173-181.
- Cheng, C. S. A., & S. S. M. Yang. (2003). "The Incremental Information Content of Earnings and Cash Flows From Operations Affected by their Extremity". *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(1-2), pp.73-116.
- Charitou, A., C. Clubb, & A. Andreou. (2001). "The Effect of Earnings Permanence, Growth and Firm Size on the Usefulness of Cash Flows in Explaining Security Returns: Empirical Evidence for the UK". *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(5-6), pp.563-594.
- Chen, C. S. Anges, C. S. liu, & T. F. Schaefer. (1996). "Earning Performance and the Incremental Content of Cash Flows From Operation". *Journal of Accounting Research* (Spring), pp.173-181
- Dechow, P. M. (1994). "Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accruals". *Journal of Accounting and Economics*, 18(1), pp.3-42.
- DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. (1994). "Debt Covenant Effects and the Manipulation of Accruals". *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), pp.145-176.
- Freeman, R., & S. Tse. (1992). "A Nonlinear Model of Security Price Responses to Unexpected Earnings". *Journal of Accounting Research*, 30(2).

- Healy, P. M., & K. G. Palepu. (1993). "The Effect of Firms' Financial Disclosure Policies on Stock Prices". *Accounting Horizon*, 7, pp.1-11.
- Lev, B. (1989). "On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research". *Journal of Accounting Research*, 27(Suppl.), pp.153-201.
- Lee, T. A. (1974). "Enterprise Income: Survival or Decline and fall?". *Accounting and Business Research*, 40(summer), pp.178-192.
- Lawson G. H. (1985). "The Measure of Corporate Performance on a Cash Flow Basis: A reply to Mr Egginton". *Accounting and Business Research*. (spring), pp.99-112
- Lee, T. A. (1985). "Cash Flow Accounting, Profit and Performance Measurement, Response to Challenge", *Accounting and Business Research* (spring).
- Martinez, I. (2003). "The Impact of Firm-specific Attributes on the Relevance in Earnings and Cash Flows: A Nonlinear Relationship Between Stock Returns and Accounting Numbers". *Review of Accounting & Finance*, 2(1), pp.16-39.
- Martikainen, M. (1997). "Accounting Losses and Earnings Response Coefficients: The Impact of leverage and Growth Opportunities". *Journal of Business Finance & Accounting*, 24(2), pp.277-291.
- Ohlson, J. A. (1995). "Earnings, Book Values and Dividends in Security Valuation". *Contemporary Accounting Research*, 12(Spring), pp.661-687.
- Rayburn, J. (1986). "The Association of Operating Cash Flow and Accruals with Security Returns". *Journal of Accounting Research*, 24(Suppl.), pp.112-133.
- Neill, J. D., T. F. Schaefer, P. R. Bahnson, & M. E. Bradbury. (1991). "The Usefulness of Cash Flow Data: A Review and Synthesis". *Journal of Accounting Literature*, 10, pp.117-150.