

محتوای اطلاعاتی اجزاء صورت جریان‌های نقدی و پیش‌بینی منافع سهامداران در

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

سید یوسف احدی سرکانی^۱ / فریال توکلی^۲ / سید محمد رضا حسینی پور^۳

چکیده

در این بررسی سعی شده است به رابطه بین اجزاء صورت جریان‌های نقدی با منافع سهامداران پرداخته شود. بدین منظور داده‌های مربوط به ۷۳ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک انتخاب و ضمن بکارگیری تحلیل داده‌های پانل و مدل رگرسیون چند متغیره برای دوره مالی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۳، آزمون وجود رابطه معنی‌داری بین هشت جزء از اجزاء صورت جریان‌های نقدی با منافع سهامداران، در دو مدل تفکیکی و ترکیبی صورت پذیرفته است. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهند که از بین اجزاء هشت گانه، خالص تغییرات در جریان‌های نقدی طی سال و خالص تغییرات در جریان‌های نقدی حاصل از تأمین مالی با منافع سهامداران فاقد هرگونه ارتباط معنی‌دار می‌باشند. همچنین نتایج بیان می‌نمایند که بین سه شاخص معرف خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، جریان‌های نقدی خروجی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی خروجی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی با منافع قابل تحصیل توسط سرمایه‌گذاران روابط معنی‌دار مثبت وجود دارد. جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، جریان‌های نقدی ورودی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی ورودی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی نیز رابطه معنی‌داری منفی را با منافع سهامداران نشان داده‌اند.

واژگان کلیدی: جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، جریان‌های نقدی حاصل از

فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی، منافع سهامداران.

طبقه‌بندی موضوعی: M41, G14

۱. استادیار حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد فیروزکوه

۲. کارشناس ارشد مهندسی مالی و مدیریت ریسک دانشگاه علم و هنر

۳. دانشجوی دکتری مدیریت بازرگانی استراتژیک دانشگاه پیام نور

مقدمه

افزایش منافع سهامداران شرکت‌ها از طریق پرداخت سود نقدی و افزایش ارزش شرکت، اهداف اصلی بنگاه‌های اقتصادی را تشکیل می‌دهد. بنابراین ذینفعان از جمله سهامداران در جهت انتخاب بهترین پورتفوی سرمایه‌گذاری نیازمند اطلاعاتی هستند که به آنان قدرت بخشد تا وضعیت آتی شرکت‌ها را پیش‌بینی نمایند. طرح تحقیق حاضر با تفکیک اجزاء صورت جریانات نقدی به مهمترین عوامل آن یعنی وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی در قالب صورت جریانات نقدی ۵ بخشی (طبق استانداردهای حسابداری ایران) از یک سو و تفکیک هر یک از اجزاء یاد شده به سه بخش جریانات نقدی ورودی^۱، جریانات نقدی خروجی^۲، خالص جریانات نقدی^۳ و همچنین خالص کل تغییرات در جریانات نقدی را از سوی دیگر پارامترهای ۱۰ گانه را به عنوان متغیرهای مستقل در مدل‌های رگرسیون چند گانه بکار خواهد گرفت و با متغیر وابسته معرف منافع سهامداران (بازده سهام شامل سود نقدی سهام و تغییرات قیمت سهام) مورد آزمون قرار خواهد داد تا از این طریق قدرت پیش‌بینی کنندگی اجزاء ۱۰ گانه صورت جریانات نقدی در برآورد ارزش‌های آتی قابل تخصیص به سهامداران را مورد تفسیر، تحلیل و مقایسه قرار دهد. سعی شده است این بررسی در مقایسه با تحقیقات گذشته از دیدی جامع نگر برخوردار باشد و توان پیش‌بینی اجزاء ده گانه یاد شده را جهت برآورد منافع آتی سهامداران با حضور متغیرهای کمکی رشد شرکت‌ها، اندازه شرکت‌ها، سود آوری و جریانات نقدی آزاد مورد آزمون قرار دهد. جامعه آماری این تحقیق را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه آماری آن را مجموعه شرکت‌هایی تشکیل خواهند داد که به روش حذفی سیستماتیک انتخاب خواهند شد. داده‌ها برای یک دوره ۱۰ ساله و به روش پانل دیتا مورد تحلیل قرار خواهند گرفت و تحلیل ضرائب همراه با آزمون‌های آماری ضروری همچون آزمون همبستگی پیرسون، کلموگروف اسمیرونوف و همچنین به کمک تحلیل آماره‌های t ، F ، دوربین واتسون، ضریب تبیین و سایر آماره‌های مورد نیاز نتایج نهایی حاصل از مقایسه مدل‌های برآورد شده را بدست خواهند داد. انتظار می‌رود در شرایط متعارف اقتصادی ورودی‌ها و خروجی‌های حاصل از فعالیت‌های عملیاتی و همچنین خالص تغییرات وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی بیشترین رابطه معنی‌داری را با منافع سهامداران دارا باشد. سایر اجزاء صورت جریانات نقدی از آنجا که در جهت

1. Cash in flow

2. Cash out flow

3. Net cash flow

دستیابی به اهداف اصلی بنگاه‌ها از جنبه ابزاری و واسطه‌ای برخوردارند از این حیث در اولویت‌های بعدی قرار می‌گیرند. باید توجه داشت که شرایط خاص تورمی، محدودیت‌های مالی و سیاسی ممکن است نتایج این تحقیق را بر اساس انتظارات مورد نظر تحت تأثیر قرار دهند.

مبانی نظری

برای اکثر مردم به خصوص سهامداران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، این سؤال مطرح است که چگونه می‌توان ارزش یک شرکت را به‌طور صحیحی اندازه‌گیری کرد. در عمل دیده شده است که سهامداران از اطلاعات و معیارهای غلطی برای قضاوت در مورد ارزش سهام شرکت‌ها استفاده می‌کنند. عدم استفاده از معیارهای مناسب برای اندازه‌گیری عملکرد و ارزش سهام یک شرکت، موجب می‌شود که قیمت سهام شرکت‌ها به سمت ارزش واقعی آنها سوق پیدا نکند و این پدیده معمولاً موجب ضرر و زیان یک گروه از خریداران سهام و سود سرشار گروه دیگر خواهد شد (جهانخانی و همکاران، ۱۳۷۴).

طبق استاندارد حسابداری شماره ۱، هدف صورت‌های مالی ارائه اطلاعاتی تلخیص و طبقه‌بندی شده درباره وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری است که برای طیفی گسترده از استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی در اتخاذ تصمیمات اقتصادی مفید واقع شود. صورت‌های مالی همچنین نتایج ایفای وظیفه مباشرت مدیریت یا حسابداری آنها را در قبال منابعی که در اختیارشان قرار گرفته است، نشان می‌دهد (استاندارد حسابداری شماره ۱).

صورت‌های مالی گزارش عملیات واحد تجاری را بر عهده دارند و صورت جریان وجه نقد به عنوان هسته صورت‌های مالی مبنای مناسبی برای ارزیابی و قضاوت سرمایه‌گذاران در مورد عملکرد واحد تجاری است. سرمایه‌گذاران به عنوان اصلی‌ترین استفاده‌کنندگان از اطلاعات صورت‌های مالی به دنبال اطلاعاتی هستند که بر پایه آن بتوانند مخاطره و بازده سرمایه‌گذاری‌های خود را ارزیابی کنند و تصمیم درست را اتخاذ نمایند. یکی از صورت‌های مالی که به نوعی از عینیت بیشتری برخوردار است و امکان دستکاری آن نسبت به سایر صورت‌ها کمتر است، صورت جریان وجه نقد است. صورت‌های مالی بازتاب نتایج تصمیم‌های سرمایه در جریان، سرمایه‌گذاری تأمین مالی و سودهای پرداختی بابت تأمین مالی به داخل و خارج از واحد تجاری می‌باشند. بنابراین صورت جریان وجه نقد به عنوان هسته صورت‌های مالی باید به نحوی ارائه شود که نماینگر هریک از تصمیمات فوق باشد (تاریوردی و همکاران، ۱۳۹۱).

وجه نقد یکی از منابع مهم و حیاتی در هر واحد تجاری است و ایجاد توازن بین وجوه نقد در دسترس و نیازهای نقدی، سلامت اقتصادی هر واحد تجاری را می‌تواند به همراه داشته باشد. توان و امکان دسترسی هر واحد سود آور به وجه نقد، مبنای بسیاری از تصمیم‌گیری‌ها و قضاوت درباره آن واحد است. به بیان دیگر، اطلاعات مربوط به روند ورود و خروج وجه نقد، در یک واحد سود آور شالوده بسیاری از تصمیم‌گیری‌ها و مبنای بسیاری از قضاوت‌های سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و گروه‌های استفاده‌کننده از اطلاعات مالی یک واحد تجاری، آشکارا به تأثیر عملیات عادی و فعالیت‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری، بر جریان وجوه را تشکیل می‌دهد (عالی‌ور، ۱۳۷۳). سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان، برای برآورد جریان وجه نقد آتی در نقد اهمیت می‌دهند (نصیرزاده و همکاران، ۱۳۹۲).

استفاده‌کنندگان صورت جریان وجوه نقد هنگامی شرکت را دارای عملکرد خوب تلقی می‌نمایند که بتواند خالص جریان‌های نقدی عملیاتی مثبتی را ایجاد نماید و سپس با استفاده از این مازاد، اقدام به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری مانند خرید اموال، ماشین آلات و تجهیزات نماید و یا در فعالیت‌های تأمین مالی خود اقدام به بازپرداخت بدهی و یا پرداخت سود سهام به سهامداران نماید. برعکس این حالت هم وجود دارد، یعنی هنگامی شرکت را دارای عملکرد ضعیف قلمداد می‌نمایند که نتوانند پول نقد کافی جهت انجام عملیات خود تهیه نمایند.

همچنین سرمایه‌گذاران همواره به خرید سهام آن گروه از واحدهای انتفاعی که گردش وجوه نقد غنی دارند علاقه نشان می‌دهند و از سرمایه‌گذاران در آن گروه از واحدهای انتفاعی که فاقد وجه نقد آزاد هستند پرهیز می‌کنند (عالی‌ور، ۱۳۷۳).

شرکت‌ها به منظور اجرای پروژه‌های سود آور و دستیابی به حداکثر بازدهی در جهت افزایش ثروت سهامداران خود از منابع مالی مختلف و به شیوه‌های گوناگون استفاده می‌کنند. توانایی شرکت در مشخص کردن منابع درون یا برون سازمانی فراهم کردن سرمایه و تهیه منابع مالی مناسب از عوامل رشد و پیشرفت هر شرکت محسوب می‌شود. این منابع و میزان استفاده از آن‌ها یکی از عوامل اثرگذار بر عملکرد شرکت‌هاست. عملکرد واحد تجاری در برگیرنده بازده حاصل از منابع تحت کنترل واحد تجاری بوده و همچنین نسخه‌ای برای سنجش میزان دستیابی به اهداف سازمانی است (تاریوردی، ۱۳۹۱).

سجادی نژاد در کتاب اصول دفترداری و حساب بازرگانی (۱۳۴۶) هدف از تهیه صورت منابع و مصارف وجوه را به شرح زیر بیان می‌دارد:

«صورت منابع و مصارف وجوه یا صورت گردش وجوه برای این منظور تهیه می‌شود که تغییراتی را که در یک دوره مالی یعنی در فاصله بین دو ترازنامه در اقلام دارایی و بدهی یک مؤسسه ایجاد شده است بطور خلاصه نشان دهد. چنانچه این صورت مالی بطور منظم تهیه شود می‌توان گرایش یا جهت اقلام دارایی و بدهی را در دوره‌های مختلف مالی نیز به کمک آن تعیین نمود. این صورت برای تشریح و تفهیم گزارش‌های مالی بسیار مفید خواهد بود.».

در بند یک صورت استاندارد حسابداری ایران هدف صورت جریان نقد به شرح زیر ارائه شده است:

اطلاعات تاریخی مربوط به جریان وجوه نقد می‌تواند در قضاوت نسبت به مبلغ، زمان و میزان اطمینان از تحقق جریان‌های وجوه نقد آتی به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی کمک کند. اطلاعات مزبور، بیانگر چگونگی ارتباط بین سودآوری واحد تجاری و توان آن جهت ایجاد وجه نقد و در نتیجه مشخص‌کننده کیفیت سود تحصیل شده توسط واحد تجاری است. علاوه بر این، تحلیل‌گران و دیگر استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی اغلب به طور رسمی یا غیر رسمی مدلهایی را برای ارزیابی و مقایسه ارزش فعلی جریان‌های وجه نقد آتی واحدهای تجاری به کار می‌برند. اطلاعات تاریخی مربوط به جریان وجوه نقد می‌تواند جهت کنترل میزان دقت ارزیابی‌های گذشته مفید واقع شود و رابطه بین فعالیت‌های واحد تجاری و دریافت‌ها و پرداخت‌های آن را نشان دهد (استانداردهای حسابداری ایران، ۱۳۸۵، شماره ۲، بند ۱).

بنابراین هدف اساسی صورت جریان‌های نقدی فراهم آوردن اطلاعات در مورد دریافت‌ها و پرداخت‌های نقدی یک مؤسسه طی دوره مالی است (اصطلاح جریان‌های نقدی، شامل دریافت‌های نقدی و پرداخت‌های نقدی است). بعلاوه، صورت جریان‌های نقدی اطلاعات مرتبط به همه فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی مؤسسه طی یک دوره مالی را نیز منعکس می‌کند. بنابراین، صورت جریان‌های نقدی می‌باید سرمایه‌گذاران، بستانکاران و سایر استفاده‌کنندگان را در ارزیابی فاکتورهایی نظیر موارد زیر، کمک نماید:

- ۱- توانایی مؤسسه در ایجاد جریان‌های نقدی مثبت در دوره‌های آتی.
- ۲- توانایی مؤسسه برای پرداختن تعهدات و پرداخت سود سهام.
- ۳- نیاز مؤسسه برای تأمین مالی خارجی.
- ۴- دلایل وجود اختلاف بین رقم سود خالص و جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی.
- ۵- جنبه‌های نقدی و غیر نقدی رویدادهای سرمایه‌گذاری و تأمین مالی مؤسسه برای دوره مالی.

۶- عوامل مؤثر بر تفاوت وجه نقد و شبه نقد در اول و پایان دوره.

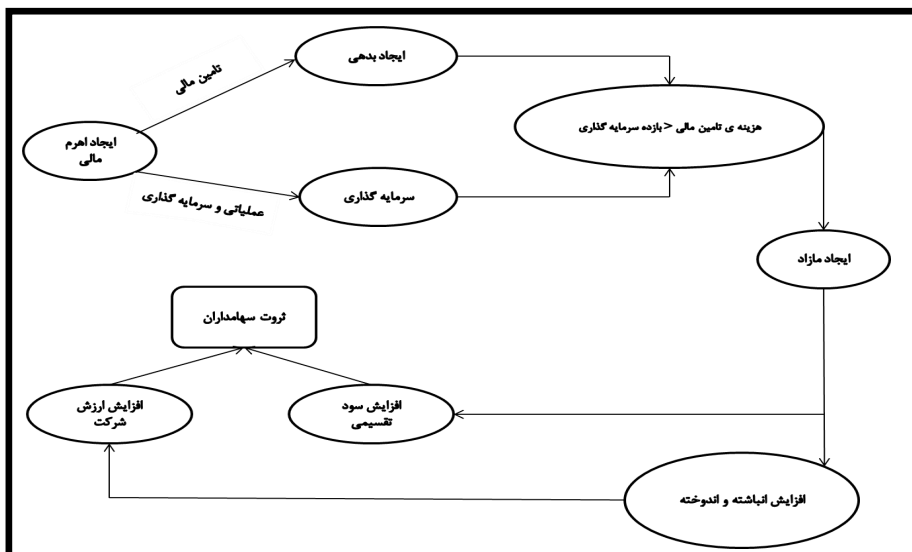
واحدهای انتفاعی وجوه نقد خود را به منظور دستیابی به وجوه نقد بیشتر، در منابع غیر نقدی سرمایه‌گذاری می‌کنند. آزمون موفقیت یا شکست عملیات یک واحد انتفاعی را در بلندمدت میزان فزونی یا کاستی وجوه نقد برگشت شده از سرمایه‌گذاری نسبت به وجوه نقد بکار رفته در سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد. اگر چه سطح قیمت‌های بازار سهام یک واحد انتفاعی تحت تأثیر عوامل گوناگونی نظیر شرایط کلی اقتصاد، نرخ‌های بازده بازار، روحیات حاکم بر بازار سرمایه‌گذاری و مانند آن قرار دارد که همه این عوامل مختص یک واحد انتفاعی مشخص نیست، اما ارزیابی موفقیت مورد انتظار از یک واحد انتفاعی در به وجود آوردن گردش مساعد وجه نقد نیز یکی از عوامل مهم و مؤثر بر قیمت‌های نسبی بازار سهام آن واحد انتفاعی محسوب می‌شود (یزدی‌فر، ۱۳۹۲).

اعتقاد بر این است که اطلاعات مربوط به گردش وجوه نقد باید برای استفاده کنندگان اطلاعات مالی در درک بهتر عملیات، ارزیابی فعالیت‌های مالی، سنجش نقدینگی و توان واریز به موقع بدهی‌ها، تفسیر اطلاعات مربوط به سودآوری و در آخر ارزیابی فعالیت‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری واحدهای انتفاعی، از راه‌های زیر سودمند واقع شود:

- کمک مستقیم به ارزیابی دورنمای آتی گردش واحد نقد.
- کمک به شناسایی ارتباط بین سود خالص و خالص گردش وجوه نقد مربوط.
- فراهم کردن اطلاعات مربوط به گردش واقعی وجوه نقد.
- فراهم کردن اطلاعات راجع به کیفیت سود.
- بهبود قابلیت مقایسه اطلاعات منعکس در گزارشگری مالی.
- کمک به ارزیابی عملکرد واحد انتفاعی به گونه ای متفاوت (عالی‌ور، ۱۳۷۳).

سرمایه‌گذاران همواره تلاش دارند در تصمیمات خود به برخی سوالات مهم پاسخ دهند. اول اینکه چه زمانی، دوم اینکه به چه میزانی و سوم اینکه با چه مخاطره‌ای به جریان‌ات نقدی حاصل از سرمایه‌گذاری دست خواهند یافت. از آنجا که منافع سهامداران از گرو افزایش سود نقدی پرداختی از یک سو و افزایش قیمت سهام از سوی دیگر می‌باشد، لذا آنان تغییرات در این دو زمینه را کانون توجه خود برای تصمیم‌گیری پیرامون نگه داشت، خرید و یا فروش سهام قرار می‌دهند.

شکل (۱): فرآیند تأثیر گذاری بر ثروت سهامداران



مدیران به عنوان نمایندگان سهامداران به منظور حداکثر کردن ثروت آنان انتخاب و تعیین می شوند. حال با این هدف، چنانچه مدیریت نسبت به حداکثر سازی ثروت سهامداران از خود حساسیتی نشان ندهد ممکن است سهامداران اشخاص دیگری را جایگزین مدیران فعلی نمایند. این امر زمینه تقابل و تضاد بین مدیریت و سهامداران را فراهم نموده و باعث می شود قیمت سهام شرکت نسبت به قیمت سهام شرکت هایی که از مالکیت محدودتری برخوردارند، کمتر گردد. پژوهشگران استدلال می نمایند که تضاد اطلاعاتی بین مدیریت و سهامداران هزینه ای را به همراه دارد که در تفاوت قیمت سهام مستتر است و تحت عنوان هزینه های نمایندگی شناخته شده است.

چنانچه در شرکتهای تضاد نسبی یا جزئی بین سهامداران و مدیران وجود داشته باشد در این صورت مدیریت برای حفظ موقعیت خود ناچار است سیاست تقسیم سودی را اتخاذ نماید که هزینه های نمایندگی را به حداقل رساند. در این شرایط سود سهام نقش عمده ای را در ارزش شرکت ایفا خواهد نمود. زیرا پرداخت سود سهام به طور غیر مستقیم مبین نتیجه فعالیت های سرمایه گذاری مدیریت تلقی می شود.

تئوری انتظارات بیان گر آن است که واکنش قیمت های بازار به تنهایی ناشی از تصمیمات فعلی اتخاذ شده و اقدامات جاری انجام گرفته توسط مدیریت نیست، بلکه انتظارات سرمایه گذاران درباره تصمیماتی که توسط مدیریت اتخاذ می شود نیز در این زمینه از نقش مهمی برخوردار است. بطور کلی

این انتظارات از یک سو تحت تأثیر عوامل داخلی شرکت همچون تصمیمات مربوط به سود سهام در سال‌های گذشته، درآمدهای مورد انتظار فعلی، استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و تصمیمات تأمین مالی قرار داشته، و از سوی دیگر از عوامل خارجی مانند شرایط عمومی اقتصاد، ضعف و قدرت صنعت و امکان تغییر در سیاست‌های مالی دولت تأثیر می‌پذیرند. به عنوان مثال چنانچه حجم سود سهام پرداختی شرکت بیش از سال گذشته ولی در حد مورد انتظار باشد، قیمت بازار سهام تقریباً بدون تغییر باقی خواهد ماند. اما چنانچه سودهای پرداختی بیشتر و یا کمتر از میزان مورد انتظار باشد آنگاه سرمایه‌گذاران با توجه به انتظاراتشان، تصمیمات خود نسبت به نگهداشت، فروش و یا خرید سهام جدید شرکت را تعدیل خواهند نمود. بدیهی است که پیامد منطقی چنین وضعیتی نوسانات قیمت سهام خواهد بود.

سرمایه‌گذاران بطور معمول تصمیمات مربوط به سیاست‌های تقسیم سود را به عنوان کلیدی برای تغییرات مورد انتظار در درآمدها به کار می‌برند. از آنجا که تغییرات غیر منتظره در تقسیم سود حاوی اطلاعاتی درباره درآمدها و سایر رویدادهای مهم شرکت است لذا هرگونه تفاوت بین سود تقسیمی و سود مورد انتظار ممکن است تغییرات قابل ملاحظه‌ای را در قیمت سهام به دنبال داشته باشد.

بر اساس تئوری علامت دهی سود سهام، اعلام سود برای بازار حاوی اطلاعات جدیدی است. بنابراین بدان دلیل که مدیریت در ارتباط با چشم انداز آینده شرکت نسبت به سهامداران از اطلاعات بیشتری برخوردار است لذا قادر خواهد بود با استفاده از اعلام سود سهام برای علامت دادن و ارسال اخبار خوب به سهامداران استفاده نماید. بر اساس این تئوری چنانچه شرکت سود سهام بیشتری نسبت به آنچه توسط بازار پیش بینی شده است اظهار نماید، این موضوع حاوی پیامی برای بازار خواهد بود مبنی بر اینکه چشم انداز مالی آینده شرکت روشن‌تر از حد مورد انتظار است. اگر مدیران یک شرکت تئوری علامت‌دهی را باور داشته باشند، همواره در مورد پیام قابل استنتاج از تصمیمات مربوط به تقسیم سود خود بسیار محتاط خواهند بود. به عنوان مثال مدیریتی که از فرصت‌های سرمایه‌گذاری جذاب برخوردار و ملزم به نگهداشت منابع برای تأمین مالی در پروژه‌های مربوطه می‌باشد، ممکن است استفاده از این فرصت‌ها را به دلیل آنکه این اقدام منجر به عدم پرداخت سود سهام مورد انتظار سرمایه‌گذاران و ارسال پیام نامطلوب و واکنش منفی بازار خواهد شد به آینده موکول نماید. نتیجه آنکه اعلام سود سهام حاوی اطلاعاتی در مورد وضعیت آینده شرکت است و عکس العمل بازار در تاریخ اعلام، آزمونی برای سنجش محتوای اطلاعاتی و علامت دهی سود سهام بشمار می‌رود (خوش طینت و همکاران، ۱۳۸۷).

گاه مالکیت سهامداران نهادی علاوه بر اعلام سود سهام به عنوان ابزاری برای علامت دهی تلقی می شود. مالکیت سهامداران بزرگ ممکن است سبب کاهش استفاده از عامل سود سهام به عنوان علامتی برای عملکرد خوب شرکت شود. زیرا مالکیت این سهامداران خود علامتی معتبر (و حتی معتبرتر از سود سهام) محسوب می شوند. در این رویکرد مالکیت نهادی و سود سهام پرداختی ارتباط منفی با یکدیگر دارند و با افزایش مالکیت نهادی، توزیع سود سهام کاهش می یابد (Zakhaser, et al., 1990).

تئوری مشتری سود سهام بیانگر این موضوع است که هر سرمایه گذار به سمت سرمایه گذاری در سهام خاصی با توجه به سیاست‌های تقسیم سود شرکت جذب شده‌اند. به عبارت دیگر هر شرکتی بر اساس سیاست تقسیم سود خود مشتریان خاص خود را خواهد داشت. اگر این تئوری از اعتبار برخوردار باشد مدت زمان تداوم یک سیاست خاص از اهمیت چندانی برخوردار نیست زیرا آن دسته از مشتریان که سیاست قدیمی را ترجیح داده‌اند سهام خود را می‌فروشند و آن دسته از مشتریان که سیاست فعلی را ترجیح می‌دهند سهام را خریداری می‌نمایند.

پیشینه تحقیق

خدایاری (۱۳۷۶)، به بررسی ارتباط بین جریان‌ات نقدی دوره جاری با دوره قبل با استفاده از سه مدل رگرسیونی پرداخته است و به این نتیجه رسیده که ارتباط معناداری بین اجزای اصلی تشکیل دهنده صورت جریان وجوه نقد در دوره‌های مختلف وجود دارد.

ایزدی‌نیا و همکاران (۱۳۸۹)، به بررسی رابطه ابزارهای نظارتی حاکمیت شرکتی، سطح نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و به این نتیجه دست یافتند که بین درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار رابطه معنی‌داری وجود ندارد، ولی سطح نگهداشت وجه نقد از رابطه‌ای مثبت و معنی‌داری با ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار برخوردار است.

محمودی خوشرو (۱۳۸۸) در تحقیقی به بررسی تحلیلی ارتباط بین اقلام صورت گردش وجوه نقد با تغییرات قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. یافته های وی نشان می دهد که به دلیل عدم کارآیی بازار اوراق بهادار تهران نمی توان به اطلاعاتی که از سوی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار منتشر می شوند اتکا نمود. زیرا اطلاعات منتشره نمی توانند تأثیر خود را بر روی قیمت و بازده سهام این شرکت‌ها نشان دهند. لذا صورت گردش وجوه

نقد به عنوان بخشی از اطلاعات نمی تواند در جهت پیش‌بینی بازده سهام شرکت‌ها مورد استفاده قرار گیرد.

رهنمای رودپشتی و همکاران (۱۳۸۸) در تحقیقی به بررسی رابطه بین وجوه نقد ناشی از فعالیت‌های تأمین مالی و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این مطالعه، فرض وجود رابطه معنی‌دار بین وجوه نقد ناشی از فعالیت‌های تأمین مالی و بازده سهام مورد آزمون قرار گرفته است. بدین منظور، اطلاعات مربوط به فعالیت‌های تأمین مالی از صورت جریان وجوه نقد شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۴ استخراج و مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان می‌دهند که وجوه نقد ناشی از فعالیت‌های تأمین مالی رابطه معنی‌داری با بازده سهام ندارد. عدم توجه بازار سرمایه به اطلاعات مربوط به فعالیت‌های تأمین مالی گزارش شده در صورت‌های مالی و ابهام نسبت به استفاده بهینه از وجوه تأمین شده توسط مدیریت می‌تواند از دلایل نامشخص عدم واکنش بازار نسبت به پدیده تأمین مالی باشد.

عبادی دولت‌آبادی و همکاران (۱۳۸۱) در تحقیقی تحت عنوان بررسی تأثیر روش‌های تأمین مالی (منابع خارجی) بر بازده و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر منابع خارجی تأمین مالی (انتشار سهام و وام بلندمدت) را بر قیمت و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در فاصله سال‌های ۱۳۷۹-۱۳۷۵ بررسی نموده‌اند. آنان ابتدا تأثیر افزایش سرمایه و وام بلندمدت بر قیمت و بازده ماهانه سهام، و سپس بازده سالانه شرکت‌هایی که از دو منبع مالی خارجی استفاده کرده‌اند را با یکدیگر و با متوسط صنعت مقایسه نموده‌اند. نتایج نشان می‌دهد که تأثیر انتشار سهام نسبت به وام بلندمدت بر قیمت سهام، بیشتر است. همچنین افزایش سرمایه در مقایسه با استقراض بانکی تأثیر بیشتری بر روی بازده سهام دارد.

یزدی فر و همکاران (۱۳۹۲)، با بررسی ارتباط بین تغییرات وجه نقد و اقلام صورت جریان وجه نقد با ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه دست یافته‌اند که بین تغییرات وجه نقد و اقلام صورت جریان وجه نقد با ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده و ارزش بازار سهام شرکت ارتباط معناداری وجود دارد. همچنین اقلام صورت جریان وجه نقد دارای ارتباط معناداری با شاخص کیوتوبین هستند ولی بین تغییرات وجه نقد و شاخص کیوتوبین از لحاظ آماری ارتباط معناداری کشف نشد. همچنین در بین معیارهای ارزشیابی مورد استفاده در این تحقیق، تغییرات وجه نقد و اقلام صورت جریان وجه نقد دارای بیشترین همبستگی با ارزش بازار سهام شرکت‌ها هستند. بطوریکه تغییرات وجه نقد می‌تواند ۸۸٪ ارزش بازار سهام شرکت

ها را پیش‌بینی کنند و اقلام صورت جریان وجوه نقد، دارای قدرت توضیح‌دهندگی ۹۳٪ از تغییرات ارزش بازار سهام شرکت‌ها می‌باشند.

نصیرزاده و همکاران (۱۳۹۲)، در پژوهش خود به دلیل اهمیت صورت جریان وجوه نقد در تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی، ارتباط بین ترکیبات مختلف اجزای صورت جریان وجوه نقد با بازده سهام شرکت‌ها را مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج تحقیق آنان بیانگر وجود رابطه معنادار در ترکیباتی از صورت جریان‌ات نقدی با بازده سهام بود که از جریان وجوه نقد عملیاتی مثبت برخوردار بوده‌اند. در مورد ارتباط سایر ترکیبات صورت جریان وجوه نقد با بازده سهام رابطه معناداری مشاهده نشد. عدم وجود رابطه معنادار بین سایر ترکیبات مختلف اجزای صورت جریان وجوه نقد با بازده سهام از دیدگاه آنان ناشی از تأثیر مسائل سیاسی و فرهنگی حاکم بر جامعه بورس اوراق بهادار می‌باشد.

چمبرز (Chambers, 2005) نشان داده است که سرمایه‌گذاران پایداری اقلام تعهدی و جریان‌ات نقدی آتی را پیش‌بینی می‌نمایند ولیکن قادر به انعکاس آن در قیمت‌ها نیستند.

آرتور و همکاران (Arthur, et al., 2008)، در تحقیقی با عنوان "استمرار اجزاء جریان‌ات نقدی در سودآینده" بیان داشته‌اند که اجزاء جریان‌ات نقدی از توانایی بالایی برای پیش‌بینی سودهای آتی برخوردارند و افشا جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی سودمندی بیشتری دارد.

ری برن (Rayburn, 1986)، در تحقیق خود ارتباط جریان نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی را با بازده اوراق بهادار مورد بررسی قرار داد. نتایج حاصل از مطالعه وی نشان می‌دهد که جریان نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی هر دو در مجموع با بازده اوراق بهادار مرتبط هستند. از سوی دیگر یافته‌ها بیانگر آنند که در طی یک دوره ۲۰ ساله تنها جریان‌ات نقدی و تغییرات در سرمایه در گردش دارای محتوای اطلاعاتی معنی‌دار هستند و سایر اقلام تعهدی غیرجاری (میانگین استهلاک و تغییرات در مالیات‌های انتقالی) دارای محتوای اطلاعاتی قابل توجه‌ای نمی‌باشند.

هوگان و همکاران (Huang, 2012)، به بررسی جریان‌ات نقدی، ابهام درآمدها و خطر سقوط قیمت سهام پرداختند. آنان تلاش نمودند به این سوال پاسخ دهند که آیا جریان‌ات نقدی عملیاتی می‌توانند در پیش‌بینی خطرات سقوط قیمت سهام دارای محتوای اطلاعاتی باشند. رویکرد اولیه حاکم بر مطالعات آنان بر این اساس استوار بود که درآمدها بطور معمول به عنوان شاخص اولیه سوددهی تلقی می‌شود و جریان‌ات نقدی عملیاتی در این زمینه نقش تکمیلی ایفا می‌نمایند. آنان ابتدا رابطه مثبت بین ابهام در سطح درآمدها و خطر سقوط قیمت‌های سهام را مورد تأیید قرار دادند و سپس دریافتند که با افزایش

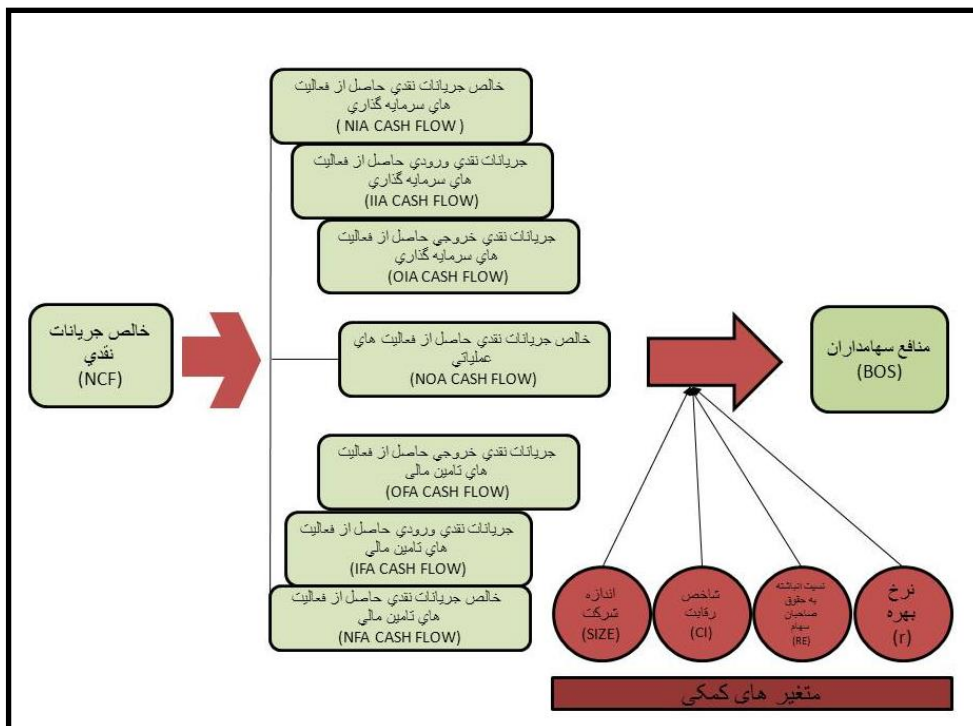
جریانات نقدی حاصل از عملیات خطر سقوط قیمت‌ها تا حد قابل ملاحظه‌ای کاهش می‌یابد. لیکن این افزایش کمکی به کاهش ارتباط مثبت بین سطح ابهام درآمدها و قیمت سهام نمی‌نماید. لاندزمن و همکاران (Landsman, 2007)، به پژوهشی با هدف نقد ادعای تحلیلگران مالی مبنی بر مربوط بودن برخی از اجزای غیرعملیاتی سود حسابداری با اهداف پیش‌بینی سود و ارزش شرکت‌ها پرداختند. آنان اجزاء غیرعملیاتی سود را از سودخالص محاسبه شده بر اساس اصول پذیرفته شده حسابداری خارج نمودند و بدین ترتیب، به ارقامی دست یافتند که طبق ادعای آنان نسبت به سود حسابداری، دارای قدرت پیش‌بینی کنندگی بیشتری است. نتایج پژوهش لاندزمن و همکاران نشان داد که اجزایی که بطور معمول توسط تحلیل‌گران مالی تحت عنوان اقلام غیرعملیاتی در سود حسابداری محاسبه می‌شوند در پیش‌بینی سودآتی و نیز ارزش‌گذاری شرکت‌ها اطلاعاتی مربوط تر محسوب می‌شوند.

ام کی بپاری و همکاران (M.k Bepari, et al., 2012) در مطالعات خود در بازار سرمایه استرالیا به بررسی محتوای اطلاعاتی سود و جریانات نقدی حاصل از عملیات در طی دوران بحران مالی ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ پرداختند. یافته‌های آنان حاکی از این است که سود نسبت به جریانات نقدی حاصل از عملیات، از محتوای اطلاعاتی بالاتری برخوردار است. به طوریکه در دوران بحران نسبت به پیش از دوره بحران محتوای اطلاعاتی سود افزایش و محتوای اطلاعاتی حاصل از جریانات نقدی عملیاتی کاهش یافته است.

اس.داشپند و همکاران (S. Deshpande, et al.) در تحقیق خود اهمیت جریانات نقدی برای شرکت‌ها به عنوان عامل اصلی رشد سود، تاکید نموده اند.

وارن داوا (Varun Dawar, 2013) در مطالعه خود به بررسی توانایی پیش‌بینی جریانات نقدی آتی با استفاده از سود و جریانات نقدی جاری پرداخته است. وی به این نتیجه رسیده است که جریانات نقدی جاری از توانایی پیش‌بینی بالایی نسبت به سودهای دوره جاری برای برآورد جریانات نقدی آتی در شرکت‌های هندی برخوردار است. این نتایج همچنین نشان می‌دهد که تجزیه‌ی سود به دو بخش تعهدی و نقدی (اجزای سود) توانایی پیش‌بینی خاصی را برای برآورد و تخمین جریانات نقدی آتی بدست نمی‌دهد.

شکل (۲): مدل مفهومی تحقیق



روش‌شناسی پژوهش

داده‌های این تحقیق مقادیر مالی استخراج شده از صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه طی سال‌های ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۳، (۷۳۰ سال- شرکت) می‌باشند که با استفاده از روش پانل مورد تحلیل قرار گرفته‌اند. در این پژوهش، برای نمونه‌گیری نیز از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. به عبارت دیگر کل شرکت‌های عضو جامعه آماری که دارای ویژگی‌های زیر باشند، به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند:

- قبل از سال ۱۳۸۳ در بورس پذیرفته شده باشند.
- سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
- فعالیت آن‌ها در زمینه شرکت‌های هلدینگ، سرمایه‌گذاری، موسسات مالی اعتباری و در صنعت بانکداری نباشد.
- در قلمرو زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشند.

کیفیت بالای اطلاعات و سهولت دسترسی به اطلاعات شرکت‌ها از عمده‌ترین دلایل محدود کردن جامعه آماری به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس می باشد. از تعداد کل شرکت‌های فعال در بورس تهران در سال ۱۳۸۴ (۴۳۲ شرکت) تعداد ۶ شرکت وارد شده به بورس در سال ۱۳۸۳ حذف گردیدند و پس از حذف شرکت‌هایی که سال مالی آنها به پایان اسفندماه منتهی نمی گردید و همچنین شرکت‌های هلدینگ، واسطه گری مالی، بیمه و بانک‌ها و نیز شرکت‌های دارای اطلاعات مالی ناقص، داده های مربوط به ۷۳ شرکت به عنوان نمونه انتخاب و در قالب ۷۳۰ سال-شرکت با استفاده از روش پانل مورد تحلیل قرار گرفته‌اند.

فرضیه‌های پژوهش

این تحقیق جهت بررسی نقش اجزای صورت جریان وجوه نقد و اجزای تشکیل دهنده آن در رشد منافع سهامداران انجام گرفته است. از این رو، فرضیه‌های این پژوهش عبارتند از:

فرضیه ۱: بین خالص تغییرات در جریان‌ات نقدی طی سال با منافع قابل تحصیل توسط سرمایه‌گذاران رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه ۲: بین خالص تغییرات در جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی با منافع قابل تحصیل توسط سرمایه‌گذاران رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه ۳: بین خالص تغییرات در جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری با منافع قابل تحصیل توسط سرمایه‌گذاران رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه ۴: بین خالص تغییرات جریان‌ات نقدی ورودی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری با منافع قابل تحصیل توسط سرمایه‌گذاران رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه ۵: بین خالص تغییرات در جریان‌ات نقدی خروجی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری با منافع قابل تحصیل توسط سرمایه‌گذاران رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه ۶: بین خالص تغییرات جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی با منافع قابل تحصیل توسط سرمایه‌گذاران رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه ۷: بین خالص تغییرات در جریان‌ات نقدی ورودی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی با منافع قابل تحصیل توسط سرمایه‌گذاران رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه ۸: بین خالص تغییرات در جریان‌ات نقدی خروجی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی با منافع قابل تحصیل توسط سرمایه‌گذاران رابطه معنی داری وجود دارد.

جهت آزمون فرضیه‌های تحقیق به ترتیب از مدل‌های زیر استفاده شده است:

مدل (۱):

$$BOS_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 WNCF_{i,t} + \alpha_2 RE_{i,t} + \alpha_3 r_t + \alpha_4 WCI_{i,t} + \alpha_5 Size_{i,t} + \varepsilon_0$$

مدل (۲):

$$BOS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WNOA_{i,t} + \beta_2 RE_{i,t} + \beta_3 r_t + \beta_4 WCI_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \varepsilon_0$$

مدل (۳):

$$BOS_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 WNIA_{i,t} + \gamma_2 RE_{i,t} + \gamma_3 r_t + \gamma_4 WCI_{i,t} + \gamma_5 Size_{i,t} + \varepsilon_0$$

مدل (۴):

$$BOS_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 WIIA_{i,t} + \lambda_2 RE_{i,t} + \lambda_3 r_t + \lambda_4 WCI_{i,t} + \lambda_5 Size_{i,t} + \varepsilon_0$$

مدل (۵):

$$BOS_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 WOIA_{i,t} + \theta_2 RE_{i,t} + \theta_3 r_t + \theta_4 WCI_{i,t} + \theta_5 Size_{i,t} + \varepsilon_0$$

مدل (۶):

$$BOS_{i,t} = \omega_0 + \omega_1 WNFA_{i,t} + \omega_2 RE_{i,t} + \omega_3 r_t + \omega_4 WCI_{i,t} + \omega_5 Size_{i,t} + \varepsilon_0$$

مدل (۷):

$$BOS_{i,t} = \nu_0 + \nu_1 WIFA_{i,t} + \nu_2 RE_{i,t} + \nu_3 r_t + \nu_4 WCI_{i,t} + \nu_5 Size_{i,t} + \varepsilon_0$$

مدل (۸):

$$BOS_{i,t} = \rho_0 + \rho_1 WOFA_{i,t} + \rho_2 RE_{i,t} + \rho_3 r_t + \rho_4 WCI_{i,t} + \rho_5 Size_{i,t} + \varepsilon_0$$

نحوه اندازه‌گیری متغیرها

منافع سهامداران ($BOS_{i,t}$): عبارت است از سود نقدی دریافتی سالانه و تغییرات قیمت سهام طی سال تقسیم بر قیمت سهام در ابتدای سال برابر است با:

$$BOS_{i,t} = \frac{(1+\alpha)(P_{i,t} - P_{i,t-1}) + D}{P_{i,t}} \quad \text{معادله (۱)}$$

متغیرهای مستقل این تحقیق بشرح زیر می‌باشند:

خالص تغییرات درجریان‌های نقدی طی سال ($WNCF$): عبارت است از میانگین موزون خالص تغییرات جریان‌های نقدی طی هر سال (ما به التفاوت مانده ی وجه نقد پایان سال و ابتدای سال) که با استفاده از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$WNCF_{i,t} = (Cash_{i,t} - Cash_{i,t-1}) * \left(\frac{Asset_{i,t}}{\sum Asset_{i,t}} \right) \quad \text{معادله (۲)}$$

خالص تغییرات در جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی در طی سال (WNOA): عبارت است از میانگین موزون خالص تغییرات جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی (استخراج شده از بخش اول صورت جریان‌ات نقدی شرکت‌های مورد بررسی) که با استفاده از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$WNOA_{i,t} = (NOA_{i,t} - NOA_{i,t-1}) * \left(\frac{Asset_{i,t}}{\sum Asset_{i,t}} \right) \quad \text{معادله (۳)}$$

خالص تغییرات در جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری (WNIA): عبارت است از میانگین موزون خالص تغییرات جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری که با استفاده از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$WNIA_{i,t} = (NIA_{i,t} - NIA_{i,t-1}) * \left(\frac{Asset_{i,t}}{\sum Asset_{i,t}} \right) \quad \text{معادله (۴)}$$

جریان‌ات ورودی نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری (WIIA): عبارت است از میانگین موزون جریان‌ات ورودی نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری که با استفاده از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$WIIA_{i,t} = (IIA_{i,t} - IIA_{i,t-1}) * \left(\frac{Asset_{i,t}}{\sum Asset_{i,t}} \right) \quad \text{معادله (۵)}$$

جریان‌ات خروجی نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری (WOIA): عبارت است از میانگین موزون جریان‌ات خروجی نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری که با استفاده از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$WOIA_{i,t} = (OIA_{i,t} - OIA_{i,t-1}) * \left(\frac{Asset_{i,t}}{\sum Asset_{i,t}} \right) \quad \text{معادله (۶)}$$

خالص تغییرات در جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی (WNFA): عبارت است از میانگین موزون خالص تغییرات جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی که با استفاده از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$WNFA_{i,t} = (NFA_{i,t} - NFA_{i,t-1}) * \left(\frac{Asset_{i,t}}{\sum Asset_{i,t}} \right) \quad \text{معادله (۷)}$$

جریان‌ات ورودی نقدی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی (WIFA): عبارت است از میانگین موزون جریان‌ات ورودی نقدی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی که با استفاده از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$WIFA_{i,t} = (IFA_{i,t} - IFA_{i,t-1}) * \left(\frac{Asset_{i,t}}{\sum Asset_{i,t}} \right) \quad \text{معادله (۸)}$$

جریان‌های خروجی نقدی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی (WOFA): عبارت است از میانگین موزون جریان‌های خروجی نقدی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی که با استفاده از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$WOFA_{i,t} = (OFA_{i,t} - OFA_{i,t-1}) * \left(\frac{Asset_{i,t}}{\sum Asset_{i,t}} \right) \quad \text{معادله (۹)}$$

نسبت سود انباشته و اندوخته (WRE): عبارت است از نسبت انباشته و اندوخته به حقوق صاحبان سهام که با استفاده از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$WRE_{i,t} = \left(\frac{EI+RES}{OE} \right) * \left(\frac{Asset_{i,t}}{\sum Asset_{i,t}} \right) \quad \text{معادله (۱۰)}$$

نرخ سود (۲): عبارت است از متوسط نرخ سود بلند مدت در طی دوره‌ی مورد تحقیق که با استناد به پایگاه داده‌های بانک مرکزی اندازه‌گیری می‌شود.

شاخص رقابت (WCI): عبارت است از سهم فروش هر شرکت در صنعت در طی سال که با استفاده از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$WCI_{i,t} = \frac{SALE_{i,t}}{\sum SALE_{i,j,t}} * \frac{Asset_{i,t}}{\sum Asset_{i,t}} \quad \text{معادله (۱۱)}$$

اندازه شرکت (SIZE): عبارت است از لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت‌های عضو نمونه که با استفاده از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$Size_{i,t} = \ln Aset_{i,t} \quad \text{معادله (۱۲)}$$

در معادلات فوق پارامترها به شرح زیر قابل تعریف می‌باشند:

$P_{i,t}$: قیمت سهام در پایان سال t

$P_{i,t-1}$: قیمت سهام در ابتدای سال t

D : سود تقسیمی طی سال

$Cash_{i,t}$: مانده وجه نقد در پایان سال t ام

$Cash_{i,t-1}$: مانده وجه نقد در پایان سال $(t-1)$ ام

$Asset_{i,t}$: میزان دارایی‌ها در پایان سال t ام

$NOA_{i,t}$: خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی در پایان سال t ام

- $NOA_{i,t-1}$: خالص جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی در پایان سال $(t-1)$ ام
- $NIA_{i,t}$: خالص جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در پایان سال t ام
- $NIA_{i,t-1}$: خالص جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در پایان سال $(t-1)$ ام
- $IIA_{i,t}$: جریان‌ات نقدی ورودی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در پایان سال t ام
- $IIA_{i,t-1}$: جریان‌ات نقدی ورودی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در پایان سال $(t-1)$ ام
- $OIA_{i,t}$: جریان‌ات نقدی خروجی حاصل از فرآیند سرمایه‌گذاری در پایان سال t ام
- $OIA_{i,t-1}$: جریان‌ات نقدی خروجی حاصل از فرآیند سرمایه‌گذاری در پایان سال $(t-1)$ ام
- $NFA_{i,t}$: خالص جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی در پایان سال t ام
- $NFA_{i,t-1}$: خالص جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی در پایان سال $(t-1)$ ام
- $IFA_{i,t}$: جریان‌ات نقدی ورودی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی در پایان سال t ام
- $IFA_{i,t-1}$: جریان‌ات نقدی ورودی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی در پایان سال $(t-1)$ ام
- $OFA_{i,t}$: جریان‌ات نقدی خروجی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی در پایان سال t ام
- $OFA_{i,t-1}$: جریان‌ات نقدی خروجی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی در پایان سال $(t-1)$ ام

EI : سود انباشته

RES : جمع اندوخته

OE : حقوق صاحبان سهام

$SALE_{i,t}$: میزان درآمد در پایان سال t ام

در جدول زیر شاخص‌های مرکزی از جمله میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی از جمله انحراف معیار، کشیدگی و چولگی برای متغیرهای مختلف محاسبه شده است. بزرگ بودن میانگین از میانه وجود نقاط بزرگ در داده‌ها را نشان می‌دهد. زیرا میانگین تحت تأثیر این مقادیر قرار می‌گیرد.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرها	تعداد	میانگین	میان	انحراف معیار	چولگی	حداقل	حداکثر
BOS	۷۳۰	-۲۰/۷۴	-۱۹/۵۸	۳۲/۰۴	-۰/۳۱	-۱۷۶/۲۳	۳/۲۲
WNOA	۷۳۰	۱۲۳۹	۱۳/۲۵	۹۹۸۹	۲/۱۹	-۴۴۳۳۱	۶۶۱۳۲
WIFA	۷۳۰	۴۰۹۴	۰/۰۰	۳۲۱۶۰	۴/۸۵	-۷۹۶۸۴	۲۳۹۱۹۳
WOFA	۷۳۰	-۱۰۱۰	-۱۹/۴۴	۱۳۸۵۹	۳/۱۱	-۸۷۹۱۷	۲۱۶۶۹۷
WNFA	۷۳۰	۱۲۱۹	۰/۰۰	۲۷۶۲۲	۰/۴۵	-۱۸۲۳۱۳	۱۸۳۷۵۳
WIIA	۷۳۰	۱۹۶	۰/۰۰	۱۷۸۰	۷/۴۸	-۶۴۸۴	۲۵۴۴۶
WOIA	۷۳۰	-۶۵۹	-۲/۴۵	۶۰۰۲	-۲/۳۲	-۳۲۲۹۴	۲۹۷۰۸
WNIA	۷۳۰	-۷۱۸	-۳/۹۶	۸۰۶۳	-۴/۹۳	-۸۹۳۹۶	۳۴۶۱۳
WNCF	۷۳۰	-۹۳/۵۰	۳/۶۷	۴۵۱۷	-۱/۲۸	-۲۷۶۷۰	۲۵۸۸۷
WRE	۷۳۰	۰/۰۱	۰/۰۰	۰/۰۱	۳/۵۳	-۰/۰۴	۰/۱۱
r	۷۳۰	۱۸/۵۰	۱۸/۵۰	۱/۹۱	۰/۲۲	۱۶/۰۰	۲۲/۰۰
WCI	۷۳۰	۰/۱۸	۰/۰۷	۰/۲۵	۲/۱۶	۰/۰۰	۱/۰۰
Size	۷۳۰	۱۳/۶۷	۱۳/۵۴	۱/۲۶	۰/۶۱	۱۰/۷۳	۱۷/۸۶

نتایج آزمون کلموگروف اسمیرنف حاکی از نرمال بودن متغیر وابسته (منافع سهامداران) در سال‌های مورد بررسی تحقیق است.

جدول (۲): آزمون کلموگروف اسمیرنف برای بررسی نرمال بودن متغیر وابسته تحقیق

سال مالی	تعداد	مقدار احتمال	نتیجه آزمون
۸۴	۷۳	۰/۵۲۲	توزیع نرمال است.
۸۵	۷۳	۰/۷۱۰	توزیع نرمال است.
۸۶	۷۳	۰/۶۶۴	توزیع نرمال است.
۸۷	۷۳	۰/۶۳۶	توزیع نرمال است.
۸۸	۷۳	۰/۴۹۶	توزیع نرمال است.
۸۹	۷۳	۰/۴۴۱	توزیع نرمال است.
۹۰	۷۳	۰/۲۹۹	توزیع نرمال است.
۹۱	۷۳	۰/۴۰۴	توزیع نرمال است.
۹۲	۷۳	۰/۵۰۴	توزیع نرمال است.
۹۳	۷۳	۰/۲۵۴	توزیع نرمال است.

با توجه به نتایج آزمون لوین لین و چو کلیه متغیرهای تحقیق در دوره پژوهش از مانایی برخوردارند.

جدول (۳): نتایج آزمون مانایی لوین، لین و چو

متغیرها	آماره	مقدار احتمال
BOS	-۲۱۳/۳۲	۰/۰۰۰
WNOA	-۲۰/۸۰	۰/۰۰۰
WIFA	-۳۴/۸۴	۰/۰۰۰
WOFA	-۳۲/۲۲	۰/۰۰۰
WNFA	-۳۶/۱۰	۰/۰۰۰
WIIA	-۶۱/۴۱	۰/۰۰۰
WOIA	-۸۰/۷۴	۰/۰۰۰
WNIA	-۴۹/۷۷	۰/۰۰۰
WNCF	-۵۵/۹۵	۰/۰۰۰
WRE	-۷۷۰/۹۵	۰/۰۰۰
r	-۱۸/۸۴	۰/۰۰۰
WCI	-۸۰/۲۳	۰/۰۰۰
Size	-۲/۲۶	۰/۰۱۲

فرضیه اول:

در جدول زیر مدل با اثرات تصادفی برآورد شده است مقدار احتمال معنی‌داری F برابر با ۰/۰۰۰ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی‌داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۲۱ است. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۷۲ است.

جدول (۴): نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

پارامترها	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال	نتیجه	VIF
مقدار ثابت	۱۸۰/۳۱	۱۱/۵۰	۰/۰۰۰	معنادار و مثبت	-
WNCF	۰/۰۰۰۰۷	۰/۳۹	۰/۶۹۸	بی معنی	۱/۳۷
WRE	-۲۸/۹۱۷	-۰/۳۹۵	۰/۶۹۳	بی معنی	۱/۴۳
r	۱/۰۱	۲/۰۴	۰/۰۴۱	معنادار و مثبت	۱/۱۳
WCI	۵/۵۸	۰/۹۱	۰/۳۶۳	بی معنی	۱/۰۴
SIZE	-۱۶/۱۴	-۱۲/۱۶	۰/۰۰۰	معنادار و منفی	۱/۶۲
مقدار F	۳۸/۴۵	مقدار احتمال F		۰/۰۰۰	
ضریب تعیین	۰/۲۱	دوربین واتسون		۱/۷۲	

مقدار آماره t برای WNCF برابر با ۰/۳۹ (بی معنی)، برای WRE برابر با ۰/۳۹ - (بی معنی)، برای r برابر با ۲/۰۴ (معنادار و مثبت)، برای WCI برابر با ۰/۹۱ (بی معنی) و برای Size برابر با ۱۲/۱۶ - (معنادار و منفی) است مقدار آماره t برای عرض از مبدا برابر با ۱۱/۵۰ است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد در ناحیه رد فرض صفر قرار دارد یعنی عرض از مبدا معنادار است. برای کلیه فرضیه‌ها و مدل‌های مورد بررسی در تحقیق جدولی مشابه جدول فوق تنظیم شده است. نتایج حاصل از آزمون سایر فرضیه‌ها در جدول زیر به صورت خلاصه آورده شده است:

جدول (۵): جدول مقایسه ای خلاصه نتایج حاصل از برازش مدل‌ها

شماره مدل	شماره فرضیه	شرح متغیر مستقل	نماد	احتمال	رابطه معنی داری	ضریب	R^2
۱	فرضیه ۱	خالص تغییرات در جریان‌ات نقدی	WNCF	۰/۶۹۸	بی معنی	۰/۰۰۰۰۷	۰/۲۱
۲	فرضیه ۲	جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت عملیاتی	WNOA	۰/۰۰۰	—	۰/۰۰۰۳۵	۰/۵۹
۳	فرضیه ۳	جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت سرمایه گذاری	WNIA	۰/۰۳۲	+	۰/۰۰۰۲۴	۰/۲۲
۴	فرضیه ۴	ورودی جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت سرمایه گذاری	WIIA	۰/۰۰۰	—	۰/۰۰۱۸۷	۰/۲۳
۵	فرضیه ۵	خروجی جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت سرمایه گذاری	WOIA	۰/۰۰۰	+	۰/۰۰۰۶۸	۰/۲۳
۶	فرضیه ۶	جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت تأمین مالی	WNFA	۰/۵۳۴	بی معنی	۰/۰۰۰۰۲	۰/۵۸
۷	فرضیه ۷	ورودی جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت تأمین مالی	WIFA	۰/۰۰۰	—	۰/۰۰۰۱۲	۰/۲۵
۸	فرضیه ۸	خروجی جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت تأمین مالی	WOFA	۰/۰۴۰	+	۰/۰۰۰۱۳	۰/۲۲

نتیجه گیری

خلاصه نتایج حاصل از آزمون فرضیه های تحقیق در جدول (۶) ارائه شده است.

جدول (۶) جدول مقایسه ای خلاصه نتایج حاصل از برازش مدل ها

(ارتباط معنی داری هر یک از اجزاء هشت گانه صورت جریانات نقدی با منافع سهامداران)

شماره مدل	شماره فرضیه	شرح متغیر مستقل	رد یا عدم رد	رابطه معنی داری
۱	فرضیه ۱	ارتباط بین خالص تغییرات در جریانات نقدی با منافع سهامداران	رد	فاقد روابط معنی دار
۲	فرضیه ۲	ارتباط بین جریانات نقدی حاصل از فعالیت عملیاتی با منافع سهامداران	عدم رد	منفی
۳	فرضیه ۳	ارتباط بین جریانات نقدی حاصل از فعالیت سرمایه گذاری با منافع سهامداران	عدم رد	مثبت
۴	فرضیه ۴	ارتباط بین ورودی جریانات نقدی حاصل از فعالیت سرمایه گذاری با منافع سهامداران	عدم رد	منفی
۵	فرضیه ۵	ارتباط بین خروجی جریانات نقدی حاصل از فعالیت سرمایه گذاری با منافع سهامداران	عدم رد	مثبت
۶	فرضیه ۶	ارتباط بین جریانات نقدی حاصل از فعالیت تأمین مالی با منافع سهامداران	رد	فاقد روابط معنی دار
۷	فرضیه ۷	ارتباط بین ورودی جریانات نقدی حاصل از فعالیت تأمین مالی با منافع سهامداران	عدم رد	منفی
۸	فرضیه ۸	ارتباط بین خروجی جریانات نقدی حاصل از فعالیت تأمین مالی با منافع سهامداران	عدم رد	مثبت

از هشت فرضیه تدوین شده، دو فرضیه که حاکی از وجود ارتباط معنی دار بین خالص تغییرات در جریان‌ات نقدی طی سال و خالص تغییرات در جریان‌ات نقدی حاصل از تأمین مالی با منافع سهامداران می‌باشند مورد پذیرش و تأیید قرار نگرفته است. سه فرضیه نیز که مبین وجود رابطه بین شاخص‌های معرف اقلام ذکر شده در زیر از صورت جریان‌ات نقدی با منافع سهامداران می‌باشند مورد تأیید قرار گرفته و روابط معنی دار مثبتی را با منافع قابل تحصیل توسط سرمایه‌گذاران نشان داده‌اند:

- خالص جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری
 - جریان‌ات نقدی خروجی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری
 - جریان‌ات نقدی خروجی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی
- سه فرضیه تدوین شده از مجموعه فرضیه‌های تدوین شده در پژوهش نیز موید وجود رابطه معنی - دار منفی بین منافع سهامداران و اجزاء سه گانه زیر می‌باشند:
- جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی
 - جریان‌ات نقدی ورودی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری
 - جریان‌ات نقدی ورودی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی
- پاسخگویی به ۴ سوال اساسی زیر به تحلیل و تفسیر نتایج بدست آمده و بسط و توسعه تحقیقات در زمینه محتوای اطلاعاتی جریان‌ات نقدی کمک می‌نماید:

۱- چرا منافع سرمایه‌گذاران (برآیندی از رفتار بازار و سیاست‌های تقسیم سود) نسبت به تفاوت وجه نقد ابتدا و انتهای دوره و خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی حساسیتی نشان نداده است؟

۲- چرا این حساسیت و واکنش نسبت به ورودی‌های جریان‌ات نقدی (حاصل از فعالیت تأمین مالی و سرمایه‌گذاری) منفی و نسبت به خروجی‌های جریان‌ات نقدی مثبت است؟

۳- چرا منافع سهامداران صرف نظر از نوع رابطه (مثبت و یا منفی) بیش از آنکه نسبت به ورودی‌های جریان‌ات نقدی (حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری) حساسیت نشان دهند نسب به خروجی‌های این اقلام واکنش نشان می‌دهد؟

دلایل احتمالی چنین رفتارهایی می تواند ناشی از موارد زیر باشد:

الف- مدیران در سیاست‌های تقسیم سود (D) و سهامداران از طریق عرضه و تقاضا برای خرید سهام شرکت‌ها (تأثیر بر دو عامل قیمت اول سال و قیمت پایان سال) جزء نگرند و اقلام مندرج در گزارشات مالی را موشکافانه و به تفکیک مورد بررسی قرار می‌دهند.

ب- خروج جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی طی سال می‌تواند حاکی از بازپرداخت تعهدات و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت و بلند مدت باشد. به همین دلیل در ایجاد تصویری خوشبینانه از آینده شرکت بسیار مؤثر است.

ج- ورودی‌های جریان‌ات نقدی نسبت به خروجی‌های جریان‌ات نقدی با عدم اطمینان کمتری مواجه‌اند و لذا سرمایه‌گذاران و مدیران به خروج وجوه نقد از شرکت با حساسیت بیشتری واکنش نشان می‌دهند.

مقایسه نتایج این تحقیق با نتایج بدست آمده از تحقیقات انجام شده در گذشته نشان می‌دهد که این نتایج موید یافته‌های بدست آمده از مطالعات چنگک، هوگان و ژانگ (۲۰۱۲)، لاندرومن و همکاران (۲۰۰۷)، نیل آرتور و همکاران (۲۰۰۸)، ری برن (۱۹۸۶)، مبنی بر وجود ارتباط معنی دار بین اجزاء صورت جریان‌ات نقدی (به ویژه جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی) با ارزش سهام و بازده آن می‌باشد. هرچند در برخی از این تحقیقات نوع رابطه (مستقیم یا معکوس) با یافته‌های تحقیقات حاضر در تضاد می‌باشد. همچنین مطالعات رهنمای رود پستی و طالب نیا (۱۳۸۸) و یزدی فر (۱۳۹۲) نیز یافته‌هایی مطابق با نتایج تحقیق حاضر را نشان می‌دهند. در حالیکه نتایج بدست آمده از بررسی حاضر با یافته‌های حاصله از مطالعات ایزدی نیا و رسائیان (۱۳۸۹)، محمودی خوشرو (۱۳۸۸)، و نصیر زاده و محمدی (۱۳۹۲) در تعارض می‌باشد.

پیشنهادهای تحقیق

به سرمایه‌گذاران، بانک‌ها، بستانکاران و سایر استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی توصیه می‌شود در اتخاذ تصمیمات خود رویکرد جزءنگر را ملاک قرار داده و به منظور پیش‌بینی وضعیت آتی شرکت‌ها روند تغییرات و جهت نوسانات را بر اساس نتایج حاصل از این تحقیق ملاک قرار دهند. چراکه براساس یافته‌های این تحقیق هر یک از اجزاء صورت جریان‌ات نقدی از محتوایی اطلاعاتی جداگانه-ای برخوردار می‌باشند.

در تحقیقات آتی نیز می‌توان تأثیر تغییرات در اجزاء صورت‌های مالی اساسی بر منافع سهامداران را به تفکیک مورد بررسی قرارداد. بنابراین تأثیر و رابطه تغییرات در اجزاء سایر صورت‌های مالی بر منافع سهامداران، اثر تغییرات این اجزاء بر انواع ریسک بنگاه‌های اقتصادی و همچنین تأثیر بر احتمال ورشکستگی، شکنندگی مالی و بروز بحران مالی از جمله سایر موضوعات قابل تحقیق در این زمینه به شمار می‌روند.

منابع و مأخذ

۱. ایزدی‌نیا، ناصر و رسائیان، امیر. (۱۳۸۹). "رابطه برخی از ابزارهای نظارتی راهبری شرکت و معیارهای اقتصادی و مالی ارزیابی عملکرد". مجله دانش حسابداری. سال اول. شماره یک. صفحات ۵۳-۷۲.
۲. تارپوردی، یدالله و لشگری، زهرا. (۱۳۹۱). "بررسی ارتباط بین هموارسازی سود و هزینه حقوق صاحبان سهام". پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی دانشکده اقتصاد.
۳. جهانخانی، علی و ظریف فرد، احمد. (۱۳۷۴). "آیا مدیران و سهام‌داران از معیار مناسبی برای اندازه‌گیری ارزش استفاده می‌کنند؟". فصلنامه تحقیقات مالی. سال دوم. شماره ۷.
۴. خدایاری، ارض الله. (۱۳۷۶). "توانایی درآمدها و جریان‌های نقدی در پیش بینی جریان‌های نقدی آتی سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه تهران.
۵. خوش طینت، محسن و حاجیان، نجمه. (۱۳۸۷). "تأثیر افزایش سود تقسیمی بر رفتار سرمایه‌گذاران". بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. دوره ۱۵. شماره ۵۱. صفحه ۳-۱۸.
۶. رهنمای رودپشتی، فریدون و طالب‌نیا، قدرت الله. (۱۳۸۸). "بررسی رابطه بین وجوه نقد ناشی از فعالیت‌های تأمین مالی و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران". فصلنامه بورس و اوراق بهادار تهران. سال دوم. شماره ۸. صفحه ۶۵-۸۹.
۷. سازمان حسابرسی، کمیته فنی. (۱۳۹۰). "استانداردهای حسابداری ایران". تهران. مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی.
۸. عالی‌ور، عزیز. (۱۳۷۳). "صورت گردش وجوه نقد". مجله حسابدار تهران. مرکز تحقیقات حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی. شماره ۱۰۵ و ۱۰۶. صفحه ۲۵-۱۲.
۹. عبادی دولت‌آبادی، میرکریم. (۱۳۸۱). "بررسی تأثیر روش‌های تأمین مالی بر بازده و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه مازندران.
۱۰. محمودی خوشرو، امید. (۱۳۸۸). "بررسی تحلیل ارتباط بین تغییرات اقلام صورت گردش وجوه نقد با تغییرات بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (با تأکید بر استاندارد حسابداری شماره ۲ ایران)". فصلنامه مدیریت صنعتی. صفحه ۸۷.

۱۱. نصیرزاده، فرزانه و محمدی، سعید. (۱۳۹۲). "بررسی رابطه بین ترکیب‌های مختلف اجزای صورت جریان وجوه نقد با بازده سهام". دانشگاه فردوسی مشهد.

۱۲. یزدی فر، حسن و قنبری مقدم، تکتم. (۱۳۹۲). "بررسی ارتباط بین تغییرات وجه نقد و اقلام صورت جریان وجوه نقد با ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار". پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه سیستان و بلوچستان.

13. Arthur, N., Czernekowski, R., and Huynh, T. (2008). "The Impact of Cash Flows and Accruals on Belief Asymmetry". The University of Sydney, www.ssrn.com.
14. Chambers, D. (2005). "Earnings persistence and the accrual anomaly", Working Paper, March, PP. 1-38, ssrn.com.
15. Huang, Y. J. and Zhang, W. (2012). "Earnings Restatements and Subsequent Accounting Conservatism". Working paper, Available at: www.ssrn.com.
16. Landsman, W. R., Miller, B. L., & Yeh, S. (2007). "Implications of Components of Income Excluded from Pro Forma Earnings for Future Profitability and Equity Valuation". *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(3) & (4), 650– 675.
17. M.k Bepari et al. (2012), "value relevance of earnings and cash flows during the global financial crisis".
18. Rayburn, J. (1986). "The association of operating cash flow and accruals with security return". *Journal of Accounting Research*, Supplement, 112-133.
19. S. Deshpande and V. Jog. (2013), " Non-public contracts, cash flows and firm value :the case of Lockheed.
20. Varun Dawar. (2013), " The relative predictive ability of earning and cash flows", Evidence from shariah compliant companies in india.
21. Zeckhauser, R. J. and Pound, J. (1990). "Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance In: Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment", University of Chicago, PP. 149-80.