

پژوهش‌های حسابداری مالی
سال هفتم، شماره سوم، پیاپی (۲۵)، پاییز ۱۳۹۴
تاریخ وصول: ۱۳۹۳/۴/۱۰
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۶/۲۲
صص: ۳۷-۶۰

بررسی اثر هم‌زمان اندازه شرکت و محیط اطلاعاتی بر ارتباط ارزشی سود ویژه و جریان نقد عملیاتی

محمد حسین ستایش^{*}، زینب مهتری^{۱*}، محمد محمدیان^{***}

^{*} دانشیار حسابداری، دانشگاه شیراز، شیراز، ایران
setayesh@shirazu.ac.ir

^{**} دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه شیراز، شیراز، ایران
zmehtari.shirazu@gmail.com

^{***} دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه شیراز، شیراز، ایران
mohammadian.shirazu@gmail.com

چکیده

در این پژوهش، اثر هم‌زمان اندازه شرکت و محیط اطلاعاتی بر ارتباط ارزشی سود ویژه و جریان نقد عملیاتی مورد بررسی قرار گرفت. چارچوب مفهومی این پژوهش بر مبنای هزینه‌های نمایندگی و هزینه‌های سیاسی استوار است. بر این اساس انتظار می‌رود بزرگ بودن اندازه شرکت و بالا بودن عدم تقارن اطلاعاتی و به دنبال آن ضعیف بودن محیط اطلاعاتی، منجر به کاهش ارتباط ارزشی سود ویژه نسبت به جریان نقد عملیاتی شود. بدین منظور، جهت آزمون فرضیه‌ها تعداد ۱۰۰ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی یک دوره ۶ ساله از سال ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ مورد بررسی قرار گرفتند و جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از طرح شبه تجربی و روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که اگر چه سود ویژه نسبت به جریان نقد عملیاتی دارای ارتباط ارزشی بیشتری است اما اندازه شرکت و محیط اطلاعاتی، به‌صورت جداگانه و به‌طور هم‌زمان، تاثیر قابل ملاحظه‌ای بر ارتباط ارزشی سود ویژه نسبت به جریان نقد عملیاتی ندارد.

واژه‌های کلیدی: ارتباط ارزشی، محیط اطلاعاتی، اندازه شرکت، سود ویژه، جریان نقد عملیاتی.

۱- نشانی مکاتباتی نویسنده مسؤول: شیراز - دانشگاه شیراز - دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اجتماعی، گروه حسابداری.

مقدمه

یکی از مسائل مهم در پژوهش‌های حسابداری، نقش سود ویژه و جریان نقد عملیاتی در قیمت‌گذاری اوراق بهادار است. بر این اساس، این سوال مطرح می‌شود که آیا سود نسبت به جریان نقدی، از ارتباط ارزشی بیشتری در عملکرد بازار سهام شرکت برخوردار است؟ در ابتدا ممکن است این‌گونه بیان شود که جریان نقدی بیانگر مازاد وجوه نقد ایجاد شده در آن دوره است و به همین دلیل معیار مناسبی جهت پیش‌بینی عملکرد بازار سهام است. اگرچه، جریان‌های نقدی به عنوان علائم هشداردهنده در ارزیابی عملکرد واقعی شرکت محسوب می‌شوند، اما سود به جهت در نظر گرفتن مؤلفه‌های تعهدی می‌تواند اطلاعات افزایشده‌ای نسبت به جریان نقدی فراهم کند.

همچنین، سود به دلیل کاهش دادن مشکلات زمان‌بندی و عدم تطابق نهفته در جریان نقدی، نقش مهمی در فرآیند ارزش‌گذاری شرکت ایفا می‌کند.

با این‌حال، اتکالپذیری و سودمندی سود تعهدی مورد تردید است، چرا که مدیران قادرند آن‌ها را دستکاری کنند تا سود گزارش شده را سازگار با اصول پذیرفته شده حسابداری و مطابق میل خود تعدیل نمایند. از این رو، اگر چه در تئوری، دلایل منطقی مبنی بر ارتباط ارزشی سود در عملکرد بازار سهام شرکت نسبت به جریان نقدی وجود دارد، اما از نقطه نظر تجربی عوامل متعددی بر سر راه آزمون تجربی این موضوع قرار دارد.

از جمله عوامل اصلی، متفاوت بودن محیط اطلاعاتی و اندازه شرکت‌ها است [۷ و ۳۲]. با در نظر گرفتن جنبه اطلاعاتی سود، این بحث منطقی به نظر می‌رسد که در شرکت‌هایی با عدم تقارن اطلاعاتی

پایین و به دنبال آن قوی بودن محیط اطلاعاتی و همچنین بزرگ بودن شرکت، محتوای اطلاعاتی نهفته در مؤلفه‌های تعهدی از ارتباط ارزش بیشتری برخوردار باشد. اما در این شرایط هزینه‌های سیاسی و به دنبال آن مدیریت و دستکاری سود افزایش یافته و نمی‌توان به صراحت بیان کرد که ارتباط ارزشی سود ویژه نسبت به جریان نقد عملیاتی بیشتر است [۳۵ و ۳۲].

با توجه به مسائل مذکور، این پرسش مطرح می‌شود که آیا محیط اطلاعاتی و اندازه شرکت‌ها بر ارتباط ارزشی سود ویژه و جریان نقد عملیاتی در عملکرد بازار سهام شرکت‌ها مؤثرند؟

در ادامه، ابتدا به بیان خلاصه‌ای از مبانی نظری و برخی پژوهش‌های داخلی و خارجی انجام شده در ارتباط با موضوع این پژوهش پرداخته می‌شود. سپس روش پژوهش، فرضیه‌ها، مدل و متغیرهای پژوهش، جامعه و نمونه آماری ذکر شده و سرانجام به بحث و نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادها پرداخته می‌شود.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

با توجه به این‌که تصمیم‌گیری بازیگران عرصه بازار سرمایه و به ویژه سرمایه‌گذاران فعال در بورس اوراق بهادار در محیطی انجام می‌شود که عدم اطمینان بر آن حاکم است، آنان نیازمند اطلاعات هستند. از سوی دیگر، سیستم حسابداری به عنوان یک سیستم اطلاعاتی قادر به تهیه و ارائه چنین اطلاعاتی است. اهمیت این موضوع باعث شده تا در طول چهار دهه گذشته، صاحب‌نظران بسیاری به آزمون آن بپردازند و شاخه جدیدی از پژوهش‌های مبتنی بر بازار در حسابداری را تحت عنوان "پژوهش‌های

ارتباط ارزشی^۱، معرفی نمایندند [۴]. به اعتقاد بارث و همکاران [۲۱]، ویژگی‌های کیفی "مربوط‌پذیری" و "اتکاپذیری" دو معیار اصلی برای انجام بهترین انتخاب از میان گزینه‌های پیش‌رو است و آزمون ارتباط ارزشی بیانگر نوعی رویکرد، جهت عملیاتی کردن تعاریف این ویژگی‌ها است. در پژوهش‌های حوزه ارتباط ارزشی، از اطلاعات گوناگونی (معمولاً اطلاعات بازار، شامل قیمت یا بازده) به عنوان معیار سنجش ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری استفاده شده است. ارتباط ارزشی ارقام حسابداری (به خصوص سود) و ارقام جریان نقدی (به خصوص جریان نقد عملیاتی) از جمله پژوهش‌های ارتباط ارزشی است و به این معنی است که گزارش‌های مالی، اطلاعات جدید و مناسبی را به بازار منتقل می‌کند و باعث تغییر در انتظارات سرمایه‌گذاران می‌شوند که به تبع آن سرمایه‌گذاران به این اطلاعات واکنش نشان می‌دهند. واکنش سرمایه‌گذاران به انتشار این اطلاعات نشانگر اثر اطلاعات بر تصمیم‌های آن‌ها است؛ یعنی اطلاعات سود حسابداری و جریان‌های نقدی محتوای اطلاعاتی دارند [۲۷].

بنابراین، با بررسی محتوای اطلاعاتی (تفاضلی^۲ و افزایشی^۳)، ارتباط ارزشی این اطلاعات مورد بررسی قرار می‌گیرد. پژوهشگر در مقایسه‌های تفاضلی در جستجوی معیاری است که محتوای اطلاعاتی بیشتری دارد و تا هنگامی که حق انتخاب وجود دارد آن را انتخاب می‌کند. مقایسه‌های افزایشی زمانی مورد استفاده قرار می‌گیرد که نیاز به گزینش از بین یک یا چند معیار حسابداری باشد. برای بررسی محتوای

اطلاعاتی افزایشی باید مشاهده نمود که آیا محتوای اطلاعاتی X و Y با هم، بیش از محتوای اطلاعاتی هر یک از این دو متغیر به تنهایی است؛ اگر چنین باشد، آن متغیر دارای محتوای اطلاعاتی افزایشی است. برای بررسی محتوای اطلاعاتی تفاضلی باید دید آیا محتوای اطلاعاتی X به تنهایی بزرگ‌تر، مساوی یا کوچک‌تر از محتوای اطلاعاتی Y به تنهایی است [۱۳]. اما سوالی که در اینجا قابل بحث می‌باشد این است که چرا محتوای اطلاعاتی سود و جریان نقدی باید مورد بررسی قرار گیرد؟ در پاسخ به این سوال، دیدگاه ارزش سهامداران^۴ مطرح شده است. بر اساس این دیدگاه، ثروت سهامداران و به نوعی عملکرد بازار سهام شرکت، تحت تاثیر تصمیم‌های مدیران قرار می‌گیرد [۳۳]. در این دیدگاه، تنها معیار عملکرد مربوط برای اهداف حسابداری مدیریت، بازده سهام است. این در حالی است که، از جنبه طرح انگیزشی بهینه موانع بسیاری بر سر راه بازده سهام به عنوان یک معیار عملکرد، وجود دارد.

دلیل این موانع را می‌توان تغییرهای مهم در بازده سهام دانست، که ناشی از وقایع بیرونی و خارج از کنترل مدیریت است. اگر چه در حال حاضر، دیدگاه مذکور در سطح گسترده‌ای مورد پذیرش قرار گرفته است، اما علاوه بر بازده سهام، معیارهای عملکرد دیگری نیز در حسابداری مدیریت و در نتیجه ارزیابی تصمیم‌های مدیران وجود دارد [۳۲]. از جنبه نمایندگی، معیارهای عملکرد تحت تاثیر متغیرهایی قرار می‌گیرد که هم راستا با اهداف شرکت (مانند ارزش سهامداران) و یا هم راستا با تصمیم‌های مدیر است. در شرکت‌هایی که معیارهای عملکرد هم راستا با تصمیم‌های مدیر و معیارهای عملیاتی است،

^۱ اصطلاح ارتباط ارزشی (Value Relevance) برای اولین بار توسط امیر و همکاران [۱۸] مورد استفاده قرار گرفته است.

^۲ Incremental

^۳ Additional

^۴ shareholder value approach

بیشتری برخوردار است و از این نظر معیار مناسبی برای پیش‌بینی عملکرد بازار سهام خواهد بود. در واقع، این دیدگاه فرض خود را بر این مبنا بنا نهاده است که بین جریان‌های نقدی شرکت و عملکرد بازار سهام همبستگی مثبت وجود دارد. دیدگاه دیگر، ضمن بیان این مطلب که ارقام جریان‌های نقدی، عملکرد واقعی شرکت را نشان نمی‌دهند، بر این فرض استوار است که سود به همراه مؤلفه‌های تعهدی خود، از ارتباط ارزشی بیشتری نسبت به ارقام جریان‌های نقدی برخوردار است (به عنوان مثال دیچو [۲۵]). در واقع ایده اصلی این دیدگاه آگاهی‌دهندگی بیشتر سود نسبت به جریان نقدی است. این ایده در پژوهش‌های متعددی مورد آزمون قرار گرفته و اکثر نتایج نشان می‌دهد که سود نسبت به ارقام جریان نقدی، دارای قدرت توضیح‌دهندگی بیشتر و در نتیجه ارتباط ارزشی بیشتری برای عملکرد بازار سهام است (به عنوان مثال بال و براون [۲۰] و دیچو [۳۲]). هر چند در تئوری بتوان دلایل منطقی برای ارتباط ارزشی جریان نقدی و سود آورد، ولی در عمل عواملی وجود دارد که نمی‌توان به راحتی این موضوع را به صورت تجربی آزمون کرد. تفاوت در محیط اطلاعاتی و اندازه شرکت‌ها از جمله عمده‌ترین عوامل محسوب می‌شوند [۳۲ و ۳۵]. عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیر و سهامداران و انگیزه‌های گوناگون مدیریت سود به وسیله مدیران اجرایی، از جمله شاخص‌های محیط اطلاعاتی شرکت‌ها است [۳۶].

از این رو، این سوال مطرح می‌شود که آیا با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و به دنبال آن ضعیف بودن محیط اطلاعاتی، باز هم سود نسبت به جریان نقدی از ارتباط ارزشی و قدرت توضیح‌دهندگی بیشتری برای بازده بازار سهام شرکت‌ها برخوردار

همبستگی بالایی بین معیارهای عملکرد داخلی و عملکرد بازار سهام وجود دارد [۱۵ و ۳]. به‌طور کلی، معیارهای عملکرد را می‌توان از لحاظ ساختاری به دو معیار عمده طبقه‌بندی کرد.

معیار اول مربوط به جریان نقدی مبتنی بر ارقامی چون ارزش افزوده نقدی است که توسط گروه مشاوره‌ای باستن^۱ توسعه یافته است. معیار دوم مربوط به حسابداری مبتنی بر ارقامی چون ارزش افزوده اقتصادی است که توسط استرن استوارت مطرح شده است.

از دیدگاه مدیریت عمومی، هر دو معیار مذکور، بر اساس عملکرد عملیاتی بنا شده‌اند و از دیدگاه حسابداری این دو معیار، بیانگر دو رویکرد مهم برای سنجش عملکرد عملیاتی است [۳۲]. در حالی که جریان نقدی مبتنی بر ارقامی چون ارزش افزوده نقدی، عملکرد عملیاتی را بر حسب جریان‌های نقدی عملیاتی می‌سنجد، حسابداری مبتنی بر ارقامی چون ارزش افزوده اقتصادی، عملکرد عملیاتی را بر حسب سودهای حسابداری مورد سنجش قرار می‌دهد.

از این رو، معیار اول مبتنی بر ارقام جریان نقدی است و معیار دوم در تلاش است تا از مزیت محتوای اطلاعاتی ارقام حسابداری استفاده کند. با این حال، این که آیا محتوای اطلاعاتی اضافی در مؤلفه تعهدی سود موجب بهبود سنجش عملکرد داخلی می‌شود یا خیر، هنوز به صورت یک سوال تجربی مطرح است.

جهت پاسخ به این سوال، نیاز است تا به بررسی تجربی ارتباط ارزشی سود و جریان نقدی از طریق همبستگی این دو معیار با بازده سهام پرداخته شود.

بر این اساس، دو دیدگاه مطرح می‌شود. دیدگاهی مبنی بر این که ارقام جریان نقدی از ارتباط ارزشی

¹ Boston Consulting Group

شرکت‌های بزرگ از سودآوری بالایی برخوردار باشند، این هزینه‌ها به شدت افزایش می‌یابد. در این مواقع مدیران روش‌هایی حسابداری را به کار خواهند گرفت تا سودها را به تعویق اندازند. در نتیجه، نمی‌توان انتظار داشت که سود حسابداری نسبت به جریان نقدی از ارتباط ارزشی بیشتری برخوردار باشد [۳۵].

علاوه بر این، اندازه شرکت به عنوان عاملی از میزان در دسترس بودن اطلاعات مورد استفاده قرار می‌گیرد.

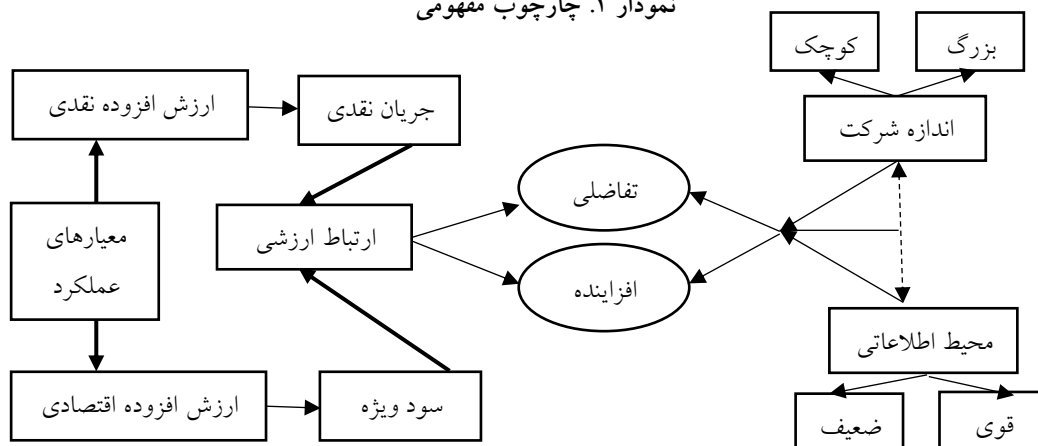
به این معنا که اطلاعات شرکت‌های بزرگ بیش از شرکت‌های کوچک در دسترس همگان قرار دارد. این موضوع سبب کاهش مساله اطلاعات نامتقارن در شرکت‌های بزرگ شده و می‌تواند بر انتخاب نوع مدیریت سود توسط مدیران اثرگذار باشد. بررسی‌ها نشان می‌دهند که شرکت‌های بزرگ با انگیزه کاهش هزینه‌های سیاسی و شرکت‌های کوچک با انگیزه اجتناب از گزارش زیان اقدام به مدیریت سود می‌کنند. از این رو، ارتباط ارزشی سود و جریان نقدی تحت تاثیر اندازه شرکت قرار می‌گیرد [۲۹ و ۳۹]. با توجه به مطالب مذکور، چارچوب مفهومی ارتباط ارزشی سود ویژه و جریان نقدی تحت تاثیر اندازه شرکت و محیط اطلاعاتی به صورت زیر نشان داده شده است:

خواهد بود؟ مبنای نظری این فرض بر این اساس استوار است که، هر چه شرکت‌ها از محیط اطلاعاتی ضعیفی برخوردار باشند و به عبارتی دیگر عدم تقارن اطلاعاتی افزایش یابد، انگیزه‌ها برای مدیریت فرصت طلبانه سود افزایش خواهد یافت و کنترل این رفتار فرصت طلبانه از سوی سهامداران بیرونی کم‌تر است. بنابراین، گزینه‌های اختیاری نهفته در مؤلفه‌های تعهدی سود از ارزش بیشتری برای مدیریت برخوردار خواهد شد و در مقابل از دیدگاه سهامداران ارزش اطلاعاتی ارقام تعهدی نهفته در سود کم رنگ‌تر خواهد شد. به عبارت دیگر، پیش‌بینی می‌شود که با ضعیف بودن محیط اطلاعاتی، ارتباط ارزشی سود نسبت به جریان نقدی در توضیح بازده بازار سهام شرکت‌ها کم‌تر شود [۳۲]. از سوی دیگر، این فرض را می‌توان از دیدگاه هزینه‌های سیاسی بررسی کرد.

پژوهشگران حسابداری بر مبنای حدس و گمان اقتصاددانان فرض می‌کنند شرکت‌های بزرگ‌تر نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر حساسیت سیاسی بالاتری دارند و بنابراین با انگیزه‌های متفاوتی در انتخاب روش‌های حسابداری روبه‌رو هستند [۳۵].

همان‌گونه که واتز و زیمرمن در فرضیه تئوری اثباتی خود بیان نمودند، اغلب اندازه یا بزرگی شرکت منجر به هزینه‌های سیاسی می‌شود. به‌ویژه اگر

نمودار ۱. چارچوب مفهومی



با توجه به محدود بودن پژوهش‌های تجربی داخلی در این زمینه، تنها موارد مشابه با موضوع این پژوهش ذکر می‌شود. ولی از میان دستاوردهای خارجی به آن دسته از پژوهش‌های مهم تجربی که به بررسی تاثیر محیط اطلاعاتی و اندازه شرکت در ارتباط ارزشی ارقام حسابداری و جریان نقدی پرداخته‌اند، بسنده می‌شود.

قدمت پژوهش‌های مربوط به اطلاعات حسابداری به حدود چهار دهه می‌رسد. به گونه‌ای که این موضوع در آثار اندیشمندانی چون بال و براون [۲۰] و بیور [۲۲] که از پیشگامان عرصه پژوهش در حوزه حسابداری به شمار می‌آیند، به‌طور جامع مورد مطالعه قرار گرفته است. بر اساس این پژوهش‌ها، بررسی‌های متعددی در خصوص، رابطه میان قیمت بازار و اطلاعات حسابداری و معیارهای عملکرد مبتنی بر ارزش صورت گرفته است. یافته‌های چنین پژوهش‌هایی، حاکی از تأیید ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری بوده، ولی تأکید آن‌ها بر مطالعه ارتباط ارزشی در مقاطع خاصی از زمان قرار داشته و کمتر به بررسی روند تغییرات آن پرداخته شده است [۴].

در خصوص ارتباط ارزشی (محتوای اطلاعاتی) سود و جریان نقدی نیز پژوهش‌های متعددی صورت گرفته است. به عنوان مثال می‌توان به پژوهش‌های باون و همکاران [۲۴]، برد و دی [۲۳]، عاشق [۱۹] و سابرامانیا [۳۷] اشاره کرد. در ادامه نیز برخی از این پژوهش‌ها تشریح شده است:

سیف و همکاران [۳۴]، به بررسی ارتباط ارزشی اطلاعات جریان نقد عملیاتی و سود هر سهم در شرکت‌های بورسی کراچی^۱ پرداخته‌اند.

نتایج نشان داد که اطلاعات سود هر سهم از ارتباط ارزشی بیشتری نسبت به جریان نقد عملیاتی برخوردار است. کوین و همکاران [۳۰]، به بررسی تاثیر مشخصه‌های شرکت (از جمله اندازه) بر تغییرات ارتباط ارزشی متغیرهای حسابداری در طی زمان پرداخته‌اند. نتایج بررسی‌ها نشان داد که در طی زمان ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری برای شرکت‌هایی با اندازه کوچک، نسبت رشد پایین و شرکت‌هایی که دارایی‌های مشهود بیشتری دارند، بهبود می‌یابد.

عبید [۲۶]، طی پژوهشی به آزمون و مقایسه ارتباط ارزشی (از طریق محتوای اطلاعاتی تفاضلی و نسبی) مجموعه جامعی از معیارهای عملکرد مبتنی بر حسابداری در بازار سرمایه نوظهور مصر پرداخته است. نتایج نشان داد که تمامی متغیرهای عملکرد مبتنی بر ارقام تعهدی دارای ارتباط ارزشی بیشتری نسبت به ارقام جریان نقدی می‌باشند و اندازه شرکت می‌تواند این نتایج را تحت تاثیر قرار دهد.

جانگ و همکاران [۲۹]، در پژوهشی به بررسی مربوط بودن اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی طی بحران مالی آسیا پرداختند. این مطالعه، به دنبال پاسخ به این سوال بود که آیا ارزش اطلاعات گزارش شده سود و مؤلفه‌های آن تحت تاثیر بحران مالی ۱۹۹۷ و ۱۹۹۸ قرار گرفته است.

نتایج نشان داد که بحران مالی تاثیر کاهشی با اهمیتی بر مربوط بودن ارقام حسابداری و ارقام جریان‌های نقدی داشته است. پژوهشگران، یکی از دلایل عمده این کاهش را عدم تقارن اطلاعاتی به وجود آمده طی دوران بحران مالی عنوان کردند.

رپ [۳۲]، به بررسی این سوال پرداخت که کدام یک از اطلاعات ارقام حسابداری و ارقام جریان‌های

^۱ Karachi

همچنین در این مطالعه، محتوای افزایشده اطلاعاتی ارقام تعهدی اختیاری در مقابل ارقام تعهدی غیراختیاری به تأیید رسیده است.

از جمله پژوهش‌های داخلی مرتبط با این پژوهش می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

دارابی و همکاران [۹]، نقش عدم تقارن اطلاعاتی بر روی محتوای اطلاعات مالی شرکت‌ها در پیش‌بینی بازده سهام را مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که سود عملیاتی و جریان نقد عملیاتی دارای محتوای اطلاعاتی جهت پیش‌بینی بازده سهام هستند و در این مورد محتوای اطلاعاتی سود عملیاتی بیشتر از جریان نقد عملیاتی می‌باشد، اما در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، هرچه عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر شود محتوای اطلاعاتی سود عملیاتی کم‌تر و جریان نقد عملیاتی بیشتر می‌شود.

هاشمی و همکاران [۱۷]، محتوای فزاینده اطلاعاتی نسبت‌های نقدی و تعهدی برای ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌ها با رویکرد داده‌کاوی را مقایسه کردند. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، یک مدل با استفاده از تکنیک‌های هوش مصنوعی و یک مدل با استفاده از تکنیک‌های آماری (رگرسیون لجستیک) به کار گرفته شده است.

همچنین، برای مقایسه دقیق‌تر محتوای اطلاعاتی، شرکت‌ها به دو دسته قوی و ضعیف تفکیک شده‌اند. میزان دقت پیش‌بینی در هر یک از دو مدل نشان‌دهنده محتوای اطلاعاتی نسبت‌های به کار رفته است. یافته‌های پژوهش نشان داد که نسبت‌های نقدی در پیش‌بینی عملکرد مالی شرکت‌های قوی و نسبت‌های تعهدی در پیش‌بینی عملکرد مالی شرکت‌های ضعیف، از محتوای اطلاعاتی بالاتری در هر دو مدل مورد استفاده برخوردارند.

نقدی، از محتوای اطلاعاتی نسبی در توضیح بازده سهامداران شرکت برخوردارند؟ علاوه بر این، وی به آزمون این سوال در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی پرداخته است. تجزیه و تحلیل‌ها نشان داد که به‌طور کلی هم جریان نقد عملیاتی و هم سود رابطه مثبتی با بازده سهامداران دارند. با این حال، با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، سود رابطه کم‌تری با عملکرد بازار سهام شرکت پیدا می‌کند و جریان‌های نقد عملیاتی در مقابل سود از توضیح‌دهندگی بیشتری برای کل بازده سهامداران برخوردار است و از این نظر جریان‌های نقد عملیاتی بر سود غلبه می‌کند. این نتایج نشان می‌دهد که، محتوای اطلاعاتی ارقام حسابداری، تنها با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی مربوط است.

کومار و کریشنان [۳۱]، به بررسی ارتباط ارزشی جریان وجه نقد و ارقام تعهدی با تأکید بر نقش فرصت‌های سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند. آن‌ها فرض کردند که سرمایه‌گذاری‌های مشهود یا نامشهود تحت تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی قرار دارد؛ به‌طوری که سرمایه‌گذاری‌های نامشهود دارای عدم تقارن اطلاعاتی است و این عامل بر ارتباط ارزشی سود و جریان نقدی موثر می‌باشد.

نتایج نشان داد که برای شرکت‌های دارای سرمایه‌گذاری‌های متمرکز بر دارایی‌های نامشهود (یعنی عدم تقارن اطلاعاتی بالا)، جریان نقد عملیاتی از ارتباط ارزشی بالاتری نسبت به سود برخوردار است.

هاو و همکاران [۲۸]، به بررسی محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی عملیاتی، سود و ارقام تعهدی پرداختند. نتایج این مطالعه حاکی از محتوای اطلاعاتی بیشتر سود نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی است.

رهنمای رودپشتی و همکاران [۱۰]، به بررسی تاثیر هموارسازی سود بر مربوط بودن ارقام حسابداری (سود) و جریان‌های نقدی پرداخته‌اند.

آن‌ها، محتوای اطلاعاتی سود را با در نظر گرفتن چرخه نوسانات سود و جریان‌های نقدی مطالعه نموده و دریافتند سود حسابداری دارای محتوای اطلاعاتی است که این محتوا، در شرکت‌هایی که دارای سود هموارتری نسبت به جریان نقدی بوده‌اند، کاهش یافته است.

حسین‌زاده و احمدی‌نیا [۵]، مربوط بودن اجزای سود حسابداری و جریان‌های نقدی عملیاتی با بازده سهام را مورد بررسی قرار دادند.

نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که سود خالص تنها متغیری است که همبستگی معنادار با بازده سهام دارد و علاوه بر سود خالص، سود عملیاتی و سود قبل از کسر مالیات برای توضیح بازده سهام مربوط و جریان‌های نقدی عملیاتی و ارقام تعهدی نامربوط هستند. یافته‌های این مطالعه بیانگر این موضوع است که سرمایه‌گذاران ایرانی در فرآیند ارزیابی سهام بر سود بیشتر از سایر متغیرها اتکا می‌کنند و عوامل دیگری چون گلهی عمل کردن سرمایه‌گذاران، جریان‌های سیاسی و شایعات، منجر به پدیده عدم تقارن اطلاعاتی شده و بر مربوط بودن اجزای سود حسابداری و جریان‌های نقدی اثر گذار است.

ثقفی و باغومیان [۴]، در مطالعه‌ای به بررسی و تبیین ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری از منظر اندازه‌گیری و رفتاری پرداخته‌اند. مساله اصلی در این پژوهش بررسی دو عامل اثر اندازه‌گیری حسابداری و رفتار سرمایه‌گذاران در روند کاهش ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری است. نتایج نشان داد که بر اساس روش اندازه‌گیری سستی ارتباط ارزشی اطلاعات

ایزیدی‌نیا و همکاران [۲]، به بررسی رابطه بین جریان‌های نقد عملیاتی، سود خالص و اجزای ارقام تعهدی با جریان‌های نقد آزاد آتی شرکت‌ها پرداختند. نتایج بررسی نشان داد که جریان‌های نقد عملیاتی در مقایسه با سود خالص از توانایی بیشتری در پیش‌بینی جریان‌های نقد آزاد برخوردار است. همچنین، اضافه کردن اجزای ارقام تعهدی به مدل جریان‌های نقد عملیاتی باعث بهبود توان پیش‌بینی جریان‌های نقد آزاد می‌گردد.

مرادزاده‌فرد و موسوی [۱۴]، به بررسی مربوط بودن ارقام حسابداری در مقایسه با جریان نقدی در رابطه با توان توضیح‌دهندگی بازده در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش نشان داد که ارقام حسابداری نسبت به ارقام جریان نقدی دارای توان توضیح‌دهندگی بالاتری در رابطه با بازده سهام شرکت می‌باشند و با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، سودها دارای رابطه معناداری با عملکرد بازار سهام شرکت می‌شوند و نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی در توضیح بازده، برتری دارند.

حقیقت و بختیاری [۶]، به بررسی محتوای اطلاعاتی افزاینده ارقام تعهدی خلاف قاعده در مقایسه با جریان‌های نقدی عملیاتی پرداخته‌اند و نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که در رویکرد کلی ارقام تعهدی، جریان‌های نقدی عملیاتی، توان توضیحی ارقام تعهدی غیر عادی در بازده آتی سهام را کاهش نمی‌دهد. از سوی دیگر، بررسی‌ها نشان‌دهنده محتوای افزاینده اطلاعات جریان‌های نقدی عملیاتی و ارقام تعهدی سرمایه در گردش است و نتایج حاکی از آن است که جریان‌های نقدی عملیاتی و ارقام غیرعادی نسبت به یکدیگر محتوای افزاینده اطلاعاتی ندارند.

۲) سود ویژه دارای محتوای افزایشده اطلاعاتی نسبت به جریان نقد عملیاتی، در رابطه با عملکرد بازار سهام شرکت است.

ب) ارتباط ارزشی سود ویژه و جریان نقدی بر اساس اندازه شرکت‌ها

۳) در شرکت‌هایی با اندازه بزرگ، سود ویژه دارای محتوای تفاضلی اطلاعاتی نسبت به جریان نقد عملیاتی، در رابطه با عملکرد بازار سهام شرکت است.

۴) در شرکت‌هایی با اندازه بزرگ، سود ویژه دارای محتوای افزایشده اطلاعاتی نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی، در رابطه با عملکرد بازار سهام شرکت است.

۵) در شرکت‌هایی با اندازه کوچک، سود ویژه دارای محتوای تفاضلی اطلاعاتی نسبت به جریان نقد عملیاتی، در رابطه با عملکرد بازار سهام شرکت است.

۶) در شرکت‌هایی با اندازه کوچک، سود ویژه دارای محتوای افزایشده اطلاعاتی نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی، در رابطه با عملکرد بازار سهام شرکت است.

ج) ارتباط ارزشی سود ویژه و جریان نقدی بر اساس محیط اطلاعاتی شرکت‌ها

۷) در شرکت‌هایی با محیط اطلاعاتی قوی، سود ویژه دارای محتوای تفاضلی اطلاعاتی نسبت به جریان‌های نقد عملیاتی، در رابطه با عملکرد بازار سهام شرکت است.

۸) در شرکت‌هایی با محیط اطلاعاتی قوی، سود ویژه دارای محتوای افزایشده اطلاعاتی نسبت به جریان‌های نقد عملیاتی، در رابطه با عملکرد بازار سهام شرکت است.

۹) در شرکت‌هایی با محیط اطلاعاتی ضعیف، سود ویژه دارای محتوای تفاضلی اطلاعاتی نسبت به

حسابداری طی دوره زمانی ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۷ کاهش یافته؛ اما بر اساس روش اندازه‌گیری از طریق همبستگی میان متغیرهای مالی و ارزش بنیادی، این کاهش مشاهده نشده است. دلیل عمده در هر دو نتیجه، رفتار سرمایه‌گذاران نسبت به کسب اطلاعات می‌باشد.

عرب‌مازار یزدی و همکاران [۱۱]، محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی و تعهدی را از طریق بررسی ارتباط بازده سهام با سود و اجزای آن بررسی کردند. شواهد از محتوای اطلاعاتی بیشتر سود نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی حمایت می‌کند. همچنین محتوای افزایشده اطلاعاتی اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی مورد تأیید قرار گرفت. یافته‌ها بار اطلاعاتی فزاینده اقلام تعهدی اختیاری را نسبت به اقلام غیراختیاری تأیید کرد.

عرب‌مازار یزدی [۱۲]، محتوای فزاینده اطلاعاتی جریان‌های نقدی و تعهدی را بررسی کرده است. در این پژوهش این سوال مطرح شده که آیا سیستم‌های اطلاعاتی موجود آن دسته از نیازهای استفاده‌کنندگان را که عمدتاً متوجه چگونگی جریان‌های نقدی آتی است، برآورده کرده است؟ نتایج بر وجود محتوای فزاینده اطلاعاتی اجزای تعهدی و عدم وجود محتوای فزاینده اطلاعات جریان‌های نقدی دلالت دارد.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به چارچوب مفهومی و پیشینه پژوهش، و همچنین به منظور دستیابی به اهداف مطالعه، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

الف) ارتباط ارزشی سود ویژه و جریان نقدی

۱) سود ویژه دارای محتوای تفاضلی اطلاعاتی نسبت به جریان نقد عملیاتی، در رابطه با عملکرد بازار سهام شرکت است.

نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی، در رابطه با عملکرد بازار سهام شرکت است.

(۱۷) در شرکت‌هایی با اندازه کوچک و محیط اطلاعاتی قوی، سود ویژه دارای محتوای افزایشی در اطلاعاتی نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی، در رابطه با عملکرد بازار سهام شرکت است.

(۱۸) در شرکت‌هایی با اندازه کوچک و محیط اطلاعاتی ضعیف، سود ویژه دارای محتوای افزایشی در اطلاعاتی نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی، در رابطه با عملکرد بازار سهام شرکت است.

روش پژوهش

این پژوهش به لحاظ ماهیت و طرح، از نوع پژوهش‌های شبه تجربی در حوزه پژوهش‌های اثباتی حسابداری است که مبتنی بر رویکرد پس رویدادی^۱ می‌باشد. این روش برای انجام پژوهش‌هایی به کار می‌رود که در آن‌ها پژوهشگر در جست‌وجوی علت یا علل روابط مشخصی است که در گذشته رخ داده و تمام شده است.

بنابراین، این طرح پژوهشی از روایی بیرونی بالایی، برخوردار است [۱۶]. علاوه بر این، پژوهش حاضر را می‌توان به لحاظ هدف به عنوان پژوهش کاربردی در نظر گرفت؛ چرا که هدف این پژوهش توسعه دانش در یک حوزه خاص یعنی ارتباط ارزشی سود ویژه و جریان نقد عملیاتی است.

مدل و متغیرهای پژوهش

در این پژوهش ابتدا مدل‌های رگرسیون خطی (۱)، (۲) و (۳) که مشابه روشی است که دیچو [۲۵]، سابرامانیام [۳۷] و عرب‌مازار یزدی و همکاران [۱۱]

جریان‌های نقد عملیاتی، در رابطه با عملکرد بازار سهام شرکت است.

(۱۰) در شرکت‌هایی با محیط اطلاعاتی ضعیف، سود ویژه دارای محتوای افزایشی اطلاعاتی نسبت به جریان‌های نقد عملیاتی، در رابطه با عملکرد بازار سهام شرکت است.

(د) ارتباط ارزشی سود ویژه و جریان نقدی بر

اساس اندازه و محیط اطلاعاتی شرکت‌ها

(۱۱) در شرکت‌هایی با اندازه بزرگ و محیط اطلاعاتی قوی، سود ویژه دارای محتوای تفاضلی اطلاعاتی نسبت به جریان نقد عملیاتی، در رابطه با عملکرد بازار سهام شرکت است.

(۱۲) در شرکت‌هایی با اندازه بزرگ و محیط اطلاعاتی ضعیف، سود ویژه دارای محتوای تفاضلی اطلاعاتی نسبت به جریان نقد عملیاتی، در رابطه با عملکرد بازار سهام شرکت است.

(۱۳) در شرکت‌هایی با اندازه کوچک و محیط اطلاعاتی قوی، سود ویژه دارای محتوای تفاضلی اطلاعاتی نسبت به جریان نقد عملیاتی، در رابطه با عملکرد بازار سهام شرکت است.

(۱۴) در شرکت‌هایی با اندازه کوچک و محیط اطلاعاتی ضعیف، سود ویژه دارای محتوای تفاضلی اطلاعاتی نسبت به جریان نقد عملیاتی، در رابطه با عملکرد بازار سهام شرکت است.

(۱۵) در شرکت‌هایی با اندازه بزرگ و محیط اطلاعاتی قوی، سود ویژه دارای محتوای افزایشی اطلاعاتی نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی، در رابطه با عملکرد بازار سهام شرکت است.

(۱۶) در شرکت‌هایی با اندازه بزرگ و محیط اطلاعاتی ضعیف، سود ویژه دارای محتوای افزایشی اطلاعاتی

^۱ Ex-post Facto

اندازه شرکت از سه مدل فوق استفاده شده است. اندازه شرکت از طریق لگاریتم دارایی‌ها محاسبه می‌شود و جهت تعیین محیط اطلاعاتی شرکت‌ها، از شاخص عدم‌تقارن اطلاعاتی استفاده شده است.

عدم‌تقارن اطلاعاتی، بیانگر مزیت اطلاعاتی یک طرف معامله نسبت به طرف دیگر است. در واقع، بعضی از سرمایه‌گذاران شامل افراد درون سازمانی مانند مدیران، تحلیل‌گران آن‌ها و موسسه‌هایی که از این افراد اطلاعات دریافت می‌کند به اخبار محرمانه دسترسی دارند. هرچه اطلاعات محرمانه بیشتر باشد، دامنه تفاوت قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش سهام بین سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد و در نتیجه بازده سرمایه‌گذارانی که به این‌گونه اطلاعات دسترسی ندارند، کاهش می‌یابد.

بدین منظور، در این پژوهش برای سنجش عدم‌تقارن اطلاعاتی، از مدلی که ونکاتش و چیانگ [۳۸] برای تعیین دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام طراحی کرده‌اند، استفاده شده است. رابطه (۱)

$$SPREAD = (AP - BP) \times 100 / (AP + BP) \div 2$$

در این رابطه:

SPREAD: دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

AP: میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام

BP: میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام

طبق این رابطه، هر چه دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام عدد بزرگتری باشد، حاکی از عدم‌تقارن اطلاعاتی بیشتر و در نتیجه محیط اطلاعاتی ضعیف‌تری است. به‌طور خلاصه، متغیرهای پژوهش و متغیرهای موجود در مدل‌های پژوهش عبارتند از:

به کار برده‌اند، طراحی شد تا با کمک آن‌ها ارتباط ارزشی سود ویژه و جریان نقد عملیاتی سنجیده شود:

مدل (۱)

$$RET_{it} = \alpha + \beta_1 NI_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۲)

$$RET_{it} = \alpha + \beta_1 OCF_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۳)

$$RET_{it} = \alpha + \beta_1 NI_{it} + \beta_2 OCF_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر وابسته در این پژوهش، بازده سهام سالانه تعدیل شده (RET) طی یک دوره ۱۲ ماهه که به ۴ ماه بعد از پایان سال مالی ختم می‌شود، بدست می‌آید. در ایران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس موظف هستند حداکثر تا ۴ ماه بعد از پایان سال مالی خود، صورت‌های مالی را منتشر کنند.

متغیرهای مستقل در این پژوهش سود ویژه (NI) و جریان نقد عملیاتی (OCF) است. جهت بررسی این‌که کدام یک از این دو متغیر دارای ارتباط ارزشی است، محتوای اطلاعاتی تفاضلی و افزایشی آن‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد. جهت بررسی این‌که کدام یک از این دو متغیر از محتوای اطلاعاتی تفاضلی برخوردار است، از مقایسه مدل (۱) و (۲) و همچنین آزمون والد استفاده شده است. آماره والد دارای توزیع خی دو می‌باشد. بر اساس این توزیع (والد) مشخص می‌شود که این دو متغیر از لحاظ محتوایی با یکدیگر تفاوت دارند یا خیر. در مرحله بعد از طریق ضریب تعیین تعدیل‌شده، میزان محتوای تفاضلی آن‌ها مشخص می‌شود. جهت بررسی این‌که کدام یک از این دو متغیر از محتوای اطلاعاتی افزایشی برخوردار است، از مدل (۳) و مقایسه ضریب همبستگی آن با دو مدل اول استفاده می‌شود.

از سوی دیگر، جهت آزمون ارتباط ارزشی سود و جریان نقد عملیاتی با توجه به محیط اطلاعاتی و

تغییر نکرده باشد. دلیل انتخاب این محدودیت محاسبه ضریب SPREAD سالانه، منطبق بر معاملات سال تقویمی و عدم تاثیرگذاری مسائل فصلی بر آن است.

(۳) به منظور تشابه نوع ارقام و طبقه‌بندی آن‌ها در صورت‌های مالی، شرکت انتخاب شده تولیدی باشد و جزء بانک‌ها و موسسات مالی نباشند.

(۴) سهام شرکت قبل از برگزاری مجمع مزبور و برای تمام سال‌های دوره زمانی پژوهش، حداقل یک بار مورد داد و ستد قرار گرفته باشد و توقف معاملاتی بیش از سه ماه نداشته باشد تا اعتبار درونی پژوهش حفظ شود.

بدین ترتیب، تعداد ۱۰۰ شرکت به عنوان شرکت‌های برگزیده جامعه آماری انتخاب و اطلاعات مورد نیاز آن‌ها استخراج شد.

روش گردآوری داده‌ها

در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای استفاده شد. در بخش کتابخانه‌ای، مبانی نظری پژوهش از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری شده و داده‌های پژوهش از طریق مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، گزارش‌های هفتگی و ماهنامه بورس اوراق بهادار و با استفاده از نرم‌افزارهای رهاورد نوین، دنا سهم، صحرا و تدبیرپرداز جمع‌آوری شده است.

روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این پژوهش از روش مطالعه گروه‌های منتخب (داده‌های ترکیبی) استفاده شده است که پس از بررسی مقدار آماره چاو و هاسمن مشخص شد که داده‌ها از نوع پانل با اثرات ثابت و تصادفی است (مقدار آماره‌ها در نگاره‌ها بخش آمار استنباطی آورده

RET: بازده سالانه سهام (۴ ماه پس از سال مالی) است که از این طریق بدست می‌آید: تغییرات قیمت اول دوره و آخر دوره سهام به علاوه سایر عواید ناشی از خرید سهم مانند مزایای ناشی از حق تقدم، سهام جایزه و سود نقدی سهام تقسیم بر قیمت سهام در اول دوره [۱۲].

NI: نسبت سود ویژه به کل دارایی‌ها [۱۱].

OCF: نسبت جریان‌های نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها [۶].

SPREAD: دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام [۳۸ و ۸].

SIZE: اندازه شرکت است و از لگاریتم کل دارایی‌ها به دست می‌آید [۳۲].

جامعه آماری و دوره زمانی

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. قلمرو زمانی پژوهش با در نظر گرفتن اطلاعات نزدیک به زمان پژوهش و در دسترس بودن اطلاعات، یک دوره ۶ ساله از سال ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ تعیین شده است.

روش نمونه‌گیری و حجم نمونه

به دلیل محدود بودن تعداد اعضای جامعه آماری نمونه‌گیری انجام نشده ولی به منظور رعایت تجانس شرکت‌های برگزیده، اقدام به محدود کردن جامعه آماری بر اساس معیارهای چهارگانه زیر شده است:

(۱) نام شرکت قبل از سال ۱۳۸۶ در فهرست شرکت‌های پذیرفته شده در بورس درج شده باشد و تا پایان سال ۱۳۹۱ نام آن از فهرست مزبور حذف نشده باشد.

(۲) سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد و این تاریخ طی دوره دسترسی به اطلاعات،

۰/۱۳ و متغیر وابسته بازده سهام دارای انحراف استاندارد برابر با ۰/۵۰ است.

این موضوع نشان می‌دهد که متغیرها در طی دوره پژوهش دارای پراکندگی پایین و ثبات و پایداری بالا بوده است. این نتیجه برای سطوح مختلف اندازه و محیط اطلاعاتی (نگاره (۲)) نیز صادق است.

از آنجا که در نگاره (۲) شرکت‌ها بر اساس اندازه و محیط اطلاعاتی طبقه‌بندی می‌شوند، کلیه متغیرها در متغیر مجازی (صفر و یک) ضرب شده است و به همین دلیل در کلیه سطوح، میانه برابر با صفر می‌باشد. در واقع، برای طبقه‌بندی شرکت‌ها بر اساس میزان عدم تقارن اطلاعاتی (میزان محیط اطلاعاتی) و بر اساس اندازه، از روش میانه استفاده شده است.

در مواردی که مقدار اندازه یا مقدار عدم تقارن اطلاعاتی (دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام) بیش از میانه است برای آن عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته شده است. در نتیجه، صفر شدن میانه در کلیه سطوح امری طبیعی است.

شده است). تحلیل‌های تجربی این روش نسبت به استفاده صرف از داده‌های طولی یا مقطعی غنی‌تر است [۱].

برای طبقه‌بندی، خلاصه نمودن و ارائه اطلاعات در قالب نمودارها و نگاره‌ها و نیز تجزیه و تحلیل اطلاعات از نرم‌افزارهای Excel و Eviews 6 استفاده شده است.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرها در سطح کل شرکت‌ها در نگاره (۱) و برای سطوح مختلف اندازه و محیط اطلاعاتی در نگاره (۲) ارائه شده است. آماره‌های توصیفی مربوط به ۱۰۰ شرکت نمونه طی دوره زمانی ۶ ساله است. تعداد مشاهدات ۶۰۰ سال - شرکت می‌باشد. آماره‌های توصیفی شامل میانه، میانگین، انحراف استاندارد، حداقل و حداکثر می‌باشد.

نگاره ۱. آمار توصیفی کل شرکت‌ها

پارامتر	RET	NI	OCF
میانگین	۰/۲۲	۰/۲۱	۰/۱۳
میانه	۰/۱۱	۰/۱۹	۰/۱۲
حداکثر	۲/۶۶	۰/۷۰	۰/۸۹
حداقل	-۰/۷۴	-۰/۱۸	-۰/۳۳
انحراف استاندارد	۰/۵۰	۰/۱۲	۰/۱۳

همان‌طور که در نگاره (۱) نشان داده شده است، مقایسه میانگین مشاهدات با میانه آن‌ها و اختلاف اندک آن‌ها بیانگر نرمال بودن توزیع مشاهدات می‌باشد. همچنین، متغیر مستقل سود ویژه و جریان نقد عملیاتی دارای انحراف استاندارد برابر با ۰/۱۲ و

نگاره ۲. آمار توصیفی

OCF	NI	RET	پارامتر	نوع شرکت	OCF	NI	RET	پارامتر	نوع شرکت
۰/۰۳	۰/۰۴	۰/۰۴	میانگین		۰/۰۶	۰/۱۰	۰/۱۰	میانگین	
۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	میانه	شرکت‌های	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	میانه	
۰/۵۶	۰/۵۴	۲/۳۰	حداکثر	بزرگ با	۰/۶۵	۰/۶۳	۲/۳۰	حداکثر	شرکت‌های
-۰/۳۳	۰/۰۰	-۰/۷۳	حداقل	محیط	-۰/۳۳	-۰/۰۲	-۰/۷۳	حداقل	بزرگ
۰/۰۸	۰/۰۹	۰/۲۶	انحراف استاندارد	اطلاعاتی قوی	۰/۱۱	۰/۱۲	۰/۳۵	انحراف استاندارد	
۰/۰۳	۰/۰۵	۰/۰۵	میانگین	شرکت‌های	۰/۰۷	۰/۱۱	۰/۱۲	میانگین	
۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	میانه	بزرگ با	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	میانه	شرکت‌های
۰/۶۵	۰/۶۳	۲/۰۸	حداکثر	محیط	۰/۸۹	۰/۷۰	۲/۶۵	حداکثر	کوچک
-۰/۲۶	-۰/۰۲	-۰/۶۲	حداقل	اطلاعاتی	-۰/۲۱	-۰/۱۹	-۰/۶۸	حداقل	
۰/۰۹	۰/۱۱	۰/۲۵	انحراف استاندارد	ضعیف	۰/۱۲	۰/۱۴	۰/۳۹	انحراف استاندارد	
۰/۰۳	۰/۰۵	۰/۰۷	میانگین	شرکت‌های	۰/۰۶	۰/۱۰	۰/۱۱	میانگین	شرکت‌های با
۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	میانه	کوچک با	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	میانه	محیط اطلاعاتی
۰/۸۹	۰/۶۶	۲/۴۹	حداکثر	محیط	۰/۸۹	۰/۶۶	۲/۴۹	حداکثر	قوی
-۰/۱۲	-۰/۰۷	-۰/۶۸	حداقل	اطلاعاتی قوی	-۰/۳۳	-۰/۰۷	-۰/۷۳	حداقل	
۰/۰۹	۰/۱۱	۰/۳۳	انحراف استاندارد		۰/۱۱	۰/۱۳	۰/۴۱	انحراف استاندارد	
۰/۰۳	۰/۰۵	۰/۰۵	میانگین	شرکت‌های	۰/۰۷	۰/۱۱	۰/۱۰	میانگین	شرکت‌های با
۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	میانه	کوچک با	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	میانه	محیط اطلاعاتی
۰/۶۵	۰/۷۰	۲/۶۵	حداکثر	محیط	۰/۶۵	۰/۷۰	۲/۶۵	حداکثر	ضعیف
-۰/۲۱	-۰/۱۹	-۰/۳۵	حداقل	اطلاعاتی	-۰/۲۶	-۰/۱۹	-۰/۶۲	حداقل	
۰/۰۹	۰/۱۲	۰/۲۳	انحراف استاندارد	ضعیف	۰/۱۲	۰/۱۴	۰/۳۳	انحراف استاندارد	

آمار استنباطی

آزمون فرضیه‌ها از نتایج آزمون‌های آماری (مانند ضریب تعیین) و آزمون والد استفاده شد. برای تعیین ارتباط ارزشی سود ویژه و جریان نقد عملیاتی، محتوای اطلاعاتی تفاضلی و افزاینده این دو متغیر نسبت به عملکرد بازار سهام (بازده سهام) بررسی شد.

از آنجا که در این پژوهش از روش داده‌های ترکیبی جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها استفاده شده است؛ آزمون‌های چاو (جهت استفاده از مدل پانل)، هاسمن (جهت استفاده از اثر ثابت یا تصادفی) و همبستگی پیاپی (جهت آزمون همبستگی سریالی بین باقیمانده‌های رگرسیون) انجام شد. سپس جهت

نقدی فاقد محتوای اطلاعاتی تفاضلی نسبت به یکدیگر می‌باشند.

نتایج نشان می‌دهد که معناداری آماره والد بیشتر از ۰/۰۵ است (۰/۱۷۸۸) که بیانگر عدم وجود محتوای اطلاعاتی تفاضلی سود ویژه و جریان نقد عملیاتی نسبت به یکدیگر می‌باشد.

بنابراین فرضیه اول پذیرفته نمی‌شود. در مدل (۳)، ضریب جریان نقد عملیاتی از لحاظ آماری در سطح متعارف معنی‌دار نیست. این امر نشان می‌دهد که سود ویژه نسبت به جریان نقد عملیاتی محتوای افزایش یافته اطلاعاتی دارد، اما عکس آن صادق نیست. این مطلب را می‌توان با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده نیز مورد بررسی قرار داد.

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، با ورود متغیر جریان نقد عملیاتی به مدل (۱) و تبدیل آن به مدل (۳)، ضریب تعیین تعدیل شده بهبود چندانی نیافته است. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که جریان نقد عملیاتی نسبت به سود ویژه دارای محتوای افزایش یافته اطلاعاتی نمی‌باشد.

در مقابل، با ورود متغیر سود ویژه به مدل (۲) و تبدیل آن به مدل (۳)، ضریب تعیین تعدیل شده از ۱٪ به ۷٪ افزایش یافته است که نشان‌دهنده محتوای افزایش یافته اطلاعاتی سود ویژه می‌باشد. بنابراین فرضیه دوم پذیرفته می‌شود.

بدین منظور، از آزمون والد برای مشخص نمودن وجود یا عدم وجود محتوای تفاضلی و از مقایسه ضرایب تعیین این دو متغیر برای تعیین وجود یا عدم وجود محتوای افزایش یافته استفاده شد. بدین صورت که هر کدام از مقیاس‌ها (سود ویژه و جریان نقد عملیاتی) ضریب تعیین بالاتری با بازده سهام دارد، بهتر می‌تواند عملکرد شرکت را توضیح دهد و نسبتاً ارزش اثرگذاری بیشتری دارد و یا به عبارتی دیگر از محتوای افزایش یافته برخوردار است [۱۱].

با توجه به نتایج آماری (نگاره‌های ۳ تا ۶)، معناداری آزمون چاو در تمامی سطوح مورد بررسی، کم‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین از مدل پانل برای تجربه و تحلیل داده‌ها استفاده شده است. همچنین معناداری آماره F (کم‌تر از ۰/۰۵) حاکی از معناداری مدل رگرسیونی می‌باشد.

آزمون فرضیه‌های اول و دوم

ارتباط ارزشی سود ویژه و جریان نقد عملیاتی در فرضیه‌های اول و دوم در سطح کل شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه‌ها در نگاره (۳) نشان داده شده است. از آنجا که فرض صفر آزمون والد، یکسان بودن محتوای اطلاعاتی تفاضلی سود ویژه و جریان نقد عملیاتی را بیان می‌کند، اگر معناداری آماره والد بیشتر از ۰/۰۵ شود، بدین معنا است که دو متغیر سود ویژه و جریان

نگاره ۳. ارتباط ارزشی سود ویژه و جریان نقد عملیاتی در سطح کل شرکت‌ها

مدل	متغیر	متغیرها	ضریب تعیین	تعدیل شده	ضریب تعیین	آزمون چاو	معناداری	آماره t	معناداری	ضریب معناداری	آماره t	ضریب معناداری	آماره والد	ضریب معناداری
۱	NI	۱/۰۷۱۲	۰/۰۶۲۵	۰/۰۶۱۰	۰/۰۰۰۰	۰/۹۰۴۱	۲/۰۸	۶/۳۱۲۹	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
۲	OCF	۰/۴۳۷۴	۰/۰۱۲۹	۰/۰۱۱۳	۰/۰۰۰۰	۰/۷۳۰۸	۲/۰۸	۲/۸۰۰۶	۰/۰۰۵۳	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
۳	NI	۰/۹۷۹۸	۰/۳۲۲۸	۰/۰۷۷۲	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۴	۲/۴۹	۳/۱۹۰۸	۰/۰۰۱۵	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
	OCF	۰/۲۸۷۶	۰/۱۷۵۴	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۱/۸۰۷۶	۱/۳۵۷۱	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰

آزمون فرضیه‌های سوم تا ششم

نیست. این مطلب را می‌توان با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده نیز مورد بررسی قرار داد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، با ورود متغیر جریان نقد عملیاتی به مدل (۱) و تبدیل آن به مدل (۳)، ضریب تعیین تعدیل شده بهبود چندانی نیافته است. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که جریان نقد عملیاتی نسبت به سود ویژه دارای محتوای افزایشده اطلاعاتی نمی‌باشد. همچنین با ورود متغیر سود ویژه به مدل (۲) و تبدیل آن به مدل (۳)، ضریب تعیین تعدیل شده در شرکت‌های بزرگ از ۵٪ به ۹٪ و در شرکت‌های کوچک از ۶٪ به ۲۰٪ افزایش یافته است که نشان‌دهنده محتوای افزایشده اطلاعاتی سود ویژه می‌باشد. بنابراین فرضیه‌های چهارم و ششم پذیرفته می‌شود.

ارتباط ارزشی سود ویژه و جریان نقد عملیاتی در فرضیه‌های سوم تا ششم در سطوح مختلف اندازه شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه‌ها در نگاره (۴) آورده شده است. معناداری آماره والد در شرکت‌های بزرگ و کوچک بیشتر از ۰/۰۵ است (۰/۱۱۰۳ و ۰/۱۵۹۹) که بیانگر عدم وجود محتوای اطلاعاتی تفاضلی سود ویژه و جریان نقد عملیاتی نسبت به یکدیگر می‌باشد. بنابراین فرضیه‌های سوم و پنجم پذیرفته نمی‌شود. در مدل (۳)، ضریب جریان نقد عملیاتی از لحاظ آماری در سطح متعارف معنی‌دار نیست. این امر نشان می‌دهد که سود ویژه نسبت به جریان نقد عملیاتی محتوای افزایشده اطلاعاتی دارد، اما عکس آن صادق

نگاره ۴. ارتباط ارزشی سود ویژه و جریان نقد عملیاتی در شرکت‌های کوچک و بزرگ

اندازه شرکت	مدل	متغیر	ضریب متغیرها	آماره t	ضریب معناداری	ضریب تعیین	تعدیل شده	ضریب تعیین	چاره	معناداری آزمون	هاسمن	معناداری آزمون	همبستگی پیاپی	آماره والد	ضریب معناداری
	۱	NI	۱/۲۲۴۹	۶/۵۳۱۹	۰/۰۰۰۰	۰/۱۱۹۹	۰/۱۱۸۴	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۰۶	۰/۰۹۶۷	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۲/۳۱		
اندازه بزرگ	۲	OCF	۰/۸۲۹۴	۴/۲۳۵۶	۰/۰۰۶۳	۰/۰۶۰۸	۰/۰۵۹۲	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۷۶۲۵	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۲/۲۱	۰/۱۱۰۳	۲/۵۴۹۴
	۳	OCF	۰/۳۲۲۴	۱/۴۹۷۸	۰/۱۳۴۸	۰/۲۴۷۲	۰/۰۹۴۵	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۲۵۲	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۲/۶۸		
	۱	NI	۱/۱۳۸۲	۱۰/۵۰۳	۰/۰۰۰۰	۰/۱۵۵۷	۰/۱۵۴۳	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۲۹۴۲	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۱/۹۹		
اندازه کوچک	۲	OCF	۰/۸۷۰۲	۶/۴۶۳۰	۰/۰۰۰۲	۰/۰۶۵۳	۰/۰۶۳۸	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۶۹۸۲	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۱/۹۸	۰/۱۵۹۹	۱/۹۷۵۵
	۳	OCF	۰/۲۷۷۵	۱/۳۲۵۴	۰/۱۸۵۶	۰/۳۴۲۰	۰/۲۰۸۶	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۲/۳۹		

آزمون فرضیه‌های هفتم تا دهم

شده است. معناداری آماره والد در شرکت‌های با محیط اطلاعاتی قوی و ضعیف کم‌تر از ۰/۰۵ است (۰/۰۰۴۶ و ۰/۰۴۹۸) که بیانگر وجود محتوای اطلاعاتی تفاضلی سود ویژه و جریان نقد عملیاتی نسبت به یکدیگر می‌باشد.

ارتباط ارزشی سود ویژه و جریان نقد عملیاتی در فرضیه‌های هفتم تا دهم در سطوح مختلف محیط اطلاعاتی شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه‌ها در نگاره (۵) آورده

بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که جریان نقد عملیاتی نسبت به سود ویژه دارای محتوای افزایشی اطلاعاتی نمی‌باشد. همچنین با ورود متغیر سود ویژه به مدل (۲) و تبدیل آن به مدل (۳)، ضریب تعیین تعدیل شده در شرکت‌های با محیط اطلاعاتی قوی از ۳٪ به ۱۶٪ و در شرکت‌های با محیط اطلاعاتی ضعیف از ۱۱٪ به ۱۵٪ افزایش یافته است که نشان‌دهنده محتوای افزایشی اطلاعاتی سود ویژه می‌باشد. بنابراین فرضیه‌های هشتم و دهم پذیرفته می‌شود.

با توجه به این‌که ضریب تعیین تعدیل شده سود ویژه در هر دو سطح محیط اطلاعاتی قوی و ضعیف بیشتر از ضریب تعیین تعدیل شده جریان نقد عملیاتی است، بنابراین سود ویژه دارای محتوای اطلاعاتی تفاضلی نسبت به جریان نقد عملیاتی می‌باشد و فرضیه‌های هفتم و نهم پذیرفته می‌شود. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، با ورود متغیر جریان نقد عملیاتی به مدل (۱) و تبدیل آن به مدل (۳)، ضریب تعیین تعدیل شده بهبود چندانی نیافته است.

نگاره ۵. ارتباط ارزشی سود ویژه و جریان نقد عملیاتی در شرکت‌های با محیط اطلاعاتی قوی و ضعیف

شرکت	محیط اطلاعاتی	مدل	متغیر	ضریب تعیین شده	ضریب تعیین شده	تعدیل شده	ضریب تعیین شده	معداری آماره t	ضریب معناداری آماره t	ضریب معناداری آماره t	آماره والد	ضریب معناداری
		۱	NI	۱/۲۶۷۹	۱۰/۴۱۶	۰/۰۰۰۰	۰/۱۵۴۳	۰/۱۵۲۹	۰/۰۰۰۳	۰/۷۶۹۹	۲/۰۸	
	محیط اطلاعاتی قوی	۲	OCF	۰/۶۸۴۸	۴/۷۵۶۹	۰/۰۰۰۳	۰/۰۳۴۶	۰/۰۳۴۸	۰/۰۰۰۷	۰/۳۲۲۲	۲/۰۱	
		۳	NI	۱/۶۰۲۰	۹/۵۸۳۹	۰/۰۰۰۰	۰/۱۶۶۳	۰/۱۶۳۶	۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۴۶	۸/۰۱۷۶	
		۳	OCF	-۰/۵۳۹۰	-۲/۹۱	۰/۰۰۰۳	۰/۱۶۶۳	۰/۱۶۳۶	۰/۰۰۰۷	۰/۰۶۸۵	۲/۰۹	
		۱	NI	۰/۹۰۴۶	۱۰/۲۱۹۵	۰/۰۰۰۰	۰/۱۴۸۸	۰/۱۴۷۴	۰/۰۰۰۱	۰/۸۷۲۱	۲/۱۴	
	محیط اطلاعاتی ضعیف	۲	OCF	۰/۹۶۰۹۳	۹/۰۶۹۱	۰/۰۰۰۰	۰/۱۲۱۰	۰/۱۱۹۶	۰/۰۰۰۱	۰/۸۸۳۶	۲/۱۶	
		۳	NI	۰/۶۸۲۴	۴/۸۸۲۷	۰/۰۰۰۰	۰/۱۵۴۹	۰/۱۵۲۰	۰/۰۰۰۱	۰/۹۸۶۸	۲/۱۴	۳/۸۴۶۷
		۳	OCF	۰/۳۳۸۱	۴/۸۸۲۷	۰/۰۴۰۳	۰/۱۵۴۹	۰/۱۵۲۰	۰/۰۰۰۱	۰/۹۸۶۸	۲/۱۴	۰/۰۴۹۸

است (۰/۰۰۰۱ و ۰/۰۰۰۰ و ۰/۰۲۹۶) که بیانگر وجود محتوای اطلاعاتی تفاضلی سود ویژه و جریان نقد عملیاتی نسبت به یکدیگر می‌باشد. با توجه به این‌که ضریب تعیین تعدیل شده سود ویژه در شرکت‌های با محیط اطلاعاتی قوی و اندازه بزرگ و همچنین شرکت‌های با محیط اطلاعاتی قوی و اندازه کوچک، بیشتر از ضریب تعیین تعدیل شده جریان نقد عملیاتی است، بنابراین سود ویژه دارای محتوای اطلاعاتی تفاضلی نسبت به جریان نقد عملیاتی

آزمون فرضیه‌های یازدهم تا هجدهم

ارتباط ارزشی سود ویژه و جریان نقد عملیاتی در فرضیه‌های یازدهم تا هجدهم در سطوح مختلف محیط اطلاعاتی و اندازه شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه‌ها در نگاره (۶) آورده شده است. معناداری آماره والد در شرکت‌های با محیط اطلاعاتی قوی و اندازه بزرگ، شرکت‌های با محیط اطلاعاتی ضعیف و اندازه بزرگ و شرکت‌های با محیط اطلاعاتی قوی و اندازه کوچک کم‌تر از ۰/۰۵

با محیط اطلاعاتی قوی و اندازه بزرگ از ۲٪ به ۱۵٪، در شرکت‌های با محیط اطلاعاتی ضعیف و اندازه بزرگ از ۱۸٪ به ۲۰٪، در شرکت‌های با محیط اطلاعاتی قوی و اندازه کوچک از ۱۰٪ به ۲۵٪ و در شرکت‌های با محیط اطلاعاتی ضعیف و اندازه کوچک از ۱۳٪ به ۲۰٪ افزایش یافته است که نشان دهنده محتوای افزاینده اطلاعاتی سود ویژه می‌باشد.

از طرفی دیگر، در مدل (۳) مربوط به شرکت‌های کوچک با محیط اطلاعاتی ضعیف، ضریب جریان نقد عملیاتی از لحاظ آماری در سطح متعارف معنی‌دار نیست. این امر نشان می‌دهد که سود ویژه نسبت به جریان نقد عملیاتی محتوای افزاینده اطلاعاتی دارد، اما عکس آن صادق نیست. بنابراین فرضیه‌های پانزدهم تا هجدهم پذیرفته می‌شود.

نگاره ۶. ارتباط ارزشی سود ویژه و جریان نقد عملیاتی در شرکت‌های با محیط اطلاعاتی قوی و ضعیف

با اندازه‌های کوچک و بزرگ

شرکت	اندازه و محیط اطلاعاتی	مدل	تعیین	ضریب متغیر	آماره t	ضریب متغیر	آماره t	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آزمون چار	آزمون هاسمن	همبستگی پیاپی	آماره والد	معناداری	ضریب
بزرگ با محیط اطلاعاتی قوی	۱	NI	۱۱۸۸۴	۸/۹۹	۰/۰۰۰	۰/۲۷۹۸	۰/۱۳۵۵	۰/۰۰۰۳	۰/۰۳۷۱	۲/۲۸	۰/۰۰۰۱	۱۵/۰۶۱۱	۰/۰۰۰۱	۲/۲۸	۰/۰۰۰۱
	۲	OCF	۰/۵۲	۴/۰۲	۰/۰۰۰۱	۰/۰۲۶۶	۰/۰۲۴۹	۰/۰۰۰۲	۰/۹۴۹۴	۲/۲۹	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۱	۲/۲۸	۰/۰۰۰۱
	۳	OCF	-۰/۶۸	-۳/۸۸	۰/۰۰۰۱	۰/۱۵۵۹	۰/۱۵۳۰	۰/۰۰۰۴	۰/۲۱۶۹	۲/۲۹	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۱	۲/۲۹	۰/۰۰۰۱
بزرگ با محیط اطلاعاتی ضعیف	۱	NI	۰/۹۶	۱۱/۴۱	۰/۰۰۰	۰/۱۷۸۹	۰/۱۷۷۶	۰/۰۰۰۶	۰/۴۰۰۱	۲/۲۶	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۲/۲۳	۰/۰۰۰۰
	۲	OCF	۱/۲۰	۱۱/۵۸	۰/۰۰۰	۰/۱۸۳۳	۰/۱۸۲۰	۰/۰۰۰۵	۰/۳۸۴۹	۲/۲۳	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۲/۲۳	۰/۰۰۰۰
	۳	OCF	۰/۷۱	۴/۳۶	۰/۰۰۰	۰/۲۰۴۷	۰/۲۰۲۰	۰/۰۰۰۳	۰/۵۲۷۲	۲/۲۶	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۲/۲۶	۰/۰۰۰۰
کوچک با محیط اطلاعاتی قوی	۱	NI	۱/۴۸	۱۴/۰۳	۰/۰۰۰	۰/۲۵۹۹	۰/۲۵۲۴	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱/۹۴	۰/۰۰۰	۰/۰۲۹۶	۰/۰۲۹۶	۱/۹۴	۰/۰۲۹۶
	۲	OCF	۱/۱۰	۸/۰۸	۰/۰۰۰	۰/۱۱۱۹	۰/۱۰۲۹	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰۵	۱/۷۸	۰/۰۰۰۵	۰/۰۲۹۶	۰/۰۲۹۶	۱/۷۸	۰/۰۲۹۶
	۳	OCF	-۰/۴۱	-۲/۲۵	۰/۰۰۰	۰/۲۶۶۲	۰/۲۵۷۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۳	۱/۹۶	۰/۰۰۰۳	۰/۰۲۹۶	۰/۰۲۹۶	۱/۹۶	۰/۰۲۹۶
کوچک با محیط اطلاعاتی ضعیف	۱	NI	۰/۸۷	۱۲/۴۸	۰/۰۰۰	۰/۲۰۶۸	۰/۲۰۵۵	۰/۰۰۰	۰/۴۴۵۷	۲/۱۶	۰/۰۰۰	۰/۴۶۷۸	۰/۴۶۷۸	۲/۱۶	۰/۴۶۷۸
	۲	OCF	۰/۹۰	۹/۹۲	۰/۰۰۰	۰/۱۴۰۹	۰/۱۳۹۴	۰/۰۰۰۷	۰/۰۸۱۵	۲/۲۴	۰/۰۰۰۷	۰/۴۶۷۸	۰/۴۶۷۸	۲/۲۴	۰/۴۶۷۸
	۳	OCF	-۰/۱۱	-۰/۶۹	۰/۰۰۰	۰/۲۰۸۰	۰/۲۰۵۳	۰/۰۰۰۶	۰/۲۲۸۰	۲/۱۶	۰/۰۰۰۶	۰/۴۶۷۸	۰/۴۶۷۸	۲/۱۶	۰/۴۶۷۸

نتیجه‌گیری

اگرچه در تئوری می‌توان دلایل منطقی برای ارتباط ارزشی سود ویژه و جریان نقد عملیاتی آورد، ولی در عمل عواملی وجود دارد که نمی‌توان به راحتی این موضوع را به صورت تجربی آزمون کرد.

تفاوت در محیط اطلاعاتی و اندازه شرکت‌ها از جمله عمده‌ترین عوامل محسوب می‌شوند. مبانی نظری این پژوهش مبتنی بر مباحث مربوط به هزینه‌های نمایندگی و هزینه‌های سیاسی (در توجیه اندازه و محیط اطلاعاتی) است و بر اساس این مبانی، پیش‌بینی می‌شد که ویژگی‌های اندازه بزرگ و محیط اطلاعاتی قوی، منجر به کاهش ارتباط ارزشی سود ویژه نسبت به جریان نقد عملیاتی در توضیح بازده بازار سهام شرکت‌ها شود.

بدین منظور، ارتباط ارزشی سود ویژه و جریان نقد عملیاتی (به عنوان معیارهای عملکرد) از طریق محتوای اطلاعاتی تفاضلی و افزایشی و در قالب شرکت‌های بزرگ و کوچک؛ و شرکت‌هایی با محیط اطلاعاتی قوی و ضعیف و همچنین ترکیبی از این گروه‌ها مورد بررسی قرار گرفت. فرضیه‌های (۱)، (۳)، (۵) و (۱۴) (که همگی در رابطه با محتوای تفاضلی سود نسبت به جریان نقدی است) رد شد و مابقی فرضیه‌ها پذیرفته شد.

از این رو، با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌ها، می‌توان این‌گونه نتیجه‌گیری نمود که در این پژوهش نیز مشابه برخی از پژوهش‌ها از جمله عرب‌مازار یزدی [۱۲] و عبید [۲۶]، سود ویژه نسبت به جریان نقدی دارای ارتباط ارزشی (محتوای افزایشی) است و بیانگر این موضوع است که سرمایه‌گذاران ایرانی در بازار سرمایه ایران، در فرایند ارزیابی سهام بر سود

ویژه بیشتر از جریان نقد عملیاتی اتکا می‌کنند و توجه بیش از اندازه‌ای نسبت به سود ویژه دارند. اما بر خلاف انتظار، اندازه شرکت و محیط اطلاعاتی تاثیر مهم و قابل ملاحظه‌ای بر ارتباط ارزشی سود ویژه نسبت به جریان نقد عملیاتی ندارد. نتایج این پژوهش (در بخش‌های محیط اطلاعاتی) مشابه با نتایج پژوهش صورت گرفته توسط مرادزاده فرد و موسوی [۱۴] و متفاوت از نتایج پژوهش‌های دارابی و همکاران [۹] و رپ [۳۲] می‌باشد. در نهایت، با توجه به پایین بودن ضرایب تعیین، می‌توان اینگونه استدلال نمود که متغیرهای دیگری به جز سود ویژه و جریان نقد عملیاتی در توضیح بازده سهام شرکت موثرند.

علاوه بر این، در تفسیر نتایج این پژوهش و مقایسه آن با نتایج پژوهش‌های خارجی می‌بایست میزان کارایی بازار سرمایه ایران را نیز در نظر داشت.

پیشنهادهای کاربردی پژوهش

یافته‌های این پژوهش می‌تواند برای گروه‌های مختلفی چون سرمایه‌گذاران، استانداردها، حسابداران، سازمان بورس اوراق بهادار و پژوهشگران حوزه حسابداری، حاوی مضامین کاربردی باشد.

بنابراین، با توجه به یافته‌های پژوهش مبنی بر عدم تاثیر مستقیم دو ویژگی اندازه شرکت و محیط اطلاعاتی، بر ارتباط ارزشی سود ویژه و جریان نقد عملیاتی در توضیح بازده سهام، به سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی پیشنهاد می‌شود تا ضمن توجه به سایر متغیرهای حسابداری موثر بر عملکرد بازار سهام، با آگاهی و آسودگی خاطر بیشتری نسبت به انتخاب اطلاعات مالی مندرج در صورت‌های مالی به عنوان یک منبع اطلاعاتی قابل اتکا به منظور تصمیم‌گیری اقدام نمایند. از این رو، به استانداردها، حسابداران حسابداری پیشنهاد می‌شود تا تمهیدات

در این پژوهش جهت تعیین اندازه شرکت‌ها از شاخص لگاریتم دارایی‌ها و جهت تعیین میزان محیط اطلاعاتی شرکت‌ها از شاخص شکاف قیمتی خرید و فروش سهام استفاده شد. همچنین، از روش آماری میانه برای طبقه‌بندی آن‌ها استفاده شد. از این رو، پیشنهاد می‌شود تا این پژوهش را با استفاده از سایر شاخص‌ها و روش‌های آماری دیگر مورد بررسی قرار دهند.

در این پژوهش تنها از دو متغیر سود ویژه و جریان نقد عملیاتی در تبیین بازده سهام شرکت‌ها استفاده شد. با توجه به پایین بودن ضریب تعیین این دو متغیر، پیشنهاد می‌شود تا این پژوهش را با استفاده از سایر متغیرهای مالی و غیرمالی مورد بررسی قرار دهند.

با توجه به این‌که در این پژوهش شرکت‌ها بر اساس اندازه و عدم تقارن اطلاعاتی طبقه‌بندی شدند، حجم کار افزایش یافت. از این رو، پیشنهاد می‌شود ضمن مطالعه در خصوص مبانی نظری اثرات تعاملی اندازه و محیط اطلاعاتی شرکت‌ها بر ارتباط ارزشی سود ویژه و جریان نقد عملیاتی، به آزمون آن پرداخته شود.

منابع

- ۱- ابریشمی، حمید. (۱۳۸۵). *مبانی اقتصاد سنجی*. جلد دوم، تهران: انتشارات دانشگاه تهران.
- ۲- ایزدی‌نیا، ناصر، قوچی‌فرد، حمزه و نرگس حمیدیان. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین جریان‌های نقد عملیاتی، سود خالص و اجزای اقلام تعهدی با جریان‌های نقد آزاد آتی شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، شماره ۴، صص ۳۶-۱۹.

لازم برای تبیین بیش از پیش اهمیت و قابلیت اتکای این منبع اطلاعاتی با ارزش برای سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان، اندیشیده شود. همچنین، با توجه به نحوه اندازه‌گیری ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری در این پژوهش (محتوای اطلاعاتی تفاضلی و افزاینده سود ویژه و جریان نقد عملیاتی بر بازده سهام)، به استنادرگذاران حسابداری و سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود تا ضمن تعریفی روشن از ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، راه‌های مناسب‌تری را برای اندازه‌گیری آن پیش رو قرار دهند. در نهایت، چنین به نظر می‌رسد که نتایج این پژوهش و پژوهش‌های قبلی انجام شده در زمینه ارتباط ارزشی را باید با احتیاط پذیرفت و تفسیر کرد؛ زیرا تنها معیار مورد استفاده برای اندازه‌گیری ارتباط ارزشی در آن‌ها، بازده سهام بوده است.

این در حالی است که عوامل دیگری مانند رفتار سرمایه‌گذاران نیز از نقش انکارناپذیری در فرآیند ارزش‌گذاری برخوردار است و به پژوهشگران حوزه حسابداری پیشنهاد می‌شود تا به هنگام انجام پژوهش‌های مربوط به این عوامل توجه داشته باشند.

پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

برخی از پیشنهادها به منظور انجام پژوهش‌های پیش‌تر در این زمینه را می‌توان به صورت زیر بیان نمود:

بررسی سایر عوامل موثر بر ارتباط ارزشی؛ از جمله متغیرهای کلان اقتصادی (مانند مالیات)، ویژگی‌های شرکت (مانند ساختار حاکمیت شرکتی، ساختار سرمایه، چرخه عمر شرکت) و ویژگی‌های مالی رفتاری (مانند اعتماد بیش از حد مدیران، محافظه‌کاری مدیران و کارایی بازار).

- ۳- باباجانی، جعفر و مجید عظیمی یانچشمه. (۱۳۹۱). اثر قابلیت اتکای اقلام تعهدی بر بازده سهام. پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۲، صص ۱۰۰-۸۳.
- ۴- ثقفی، علی و رافیک باغومیان. (۱۳۸۸). تبیین ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری از منظر اندازه گیری و رفتاری. مطالعات حسابداری، شماره ۲۵، صص ۵۲-۱.
- ۵- حسین‌زاده، علی حسین و سعید احمدی‌نیا. (۱۳۸۸). بررسی مربوط بودن اجزای سود حسابداری و جریان‌های نقدی عملیاتی با بازده سهام. حسابداری مالی، شماره ۳، صص ۱۳۰-۱۰۷.
- ۶- حقیقت، حمید و مسعود بختیاری. (۱۳۹۰). بررسی محتوای اطلاعاتی افزایشده تعهدی خلاف قاعده در مقایسه با جریان‌ات نقدی عملیاتی. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۹، صص ۱۰۳-۸۸.
- ۷- خدای‌پور، احمد و محمد قدیری. (۱۳۸۹). بررسی رابطه میان اقلام تعهدی و عدم‌تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران. پیشرفت‌های حسابداری، شماره ۲، صص ۲۹-۱.
- ۸- خوش طینت، محسن و فرزانه یوسفی اصل. (۱۳۸۶). رابطه بین تقارن و عدم تقارن اطلاعاتی با محافظه‌کاری. مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۲۰، صص ۶۰-۳۷.
- ۹- دارابی، رویا، وکیلی فرد، حمیدرضا و مسعود مشکین. (۱۳۹۲). رابطه بین جریان نقد عملیاتی و سود عملیاتی با بازده سهام شرکت‌ها و تاثیر عدم‌تقارن اطلاعاتی بر این روابط. حسابداری مدیریت، شماره ۱۶، صص ۱۴-۱.
- ۱۰- رهنمای رودپشتی، فریدون، طالب نیا، قدرت اله و هاشم ولی‌پور. (۱۳۸۹). محتوای اطلاعاتی سود و چرخه نوسانات سود و جریان‌های نقدی. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۸، صص ۲۴-۳.
- ۱۱- عرب مازار یزدی، محمد، مشایخی، بیتا و افسانه رفیعی. (۱۳۸۵). محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی و تعهدی در بازار سرمایه ایران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۳، صص ۹۹-۱۱۸.
- ۱۲- عرب مازار یزدی، محمد. (۱۳۷۴). محتوای افزایشده اطلاعاتی جریان‌های نقدی و تعهدی. رساله دکتری، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران.
- ۱۳- کردستانی، غلامرضا و مهدی خلیلی. (۱۳۹۰). تاثیر محافظه‌کاری بر محتوای اطلاعاتی تفاضلی جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی. دانش حسابداری، شماره ۴، صص ۱۰۴-۸۳.
- ۱۴- مرادزاده فرد، مهدی و سید مجتبی موسوی. (۱۳۹۰). بررسی مربوط بودن جریان نقدی و ارقام حسابداری در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی. پژوهش حسابداری، شماره ۲، صص ۱۲۸-۱۰۵.
- ۱۵- مشدئی، مجتبی و زهرا حاجیان نژاد. (۱۳۹۳). رابطه کیفیت سود و بازده آینده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود.
- ۱۶- نمازی، محمد. (۱۳۷۹). پژوهش‌های تجربی در حسابداری: دیدگاه روش‌شناختی. چاپ اول، شیراز: انتشارات دانشگاه شیراز.
- ۱۷- هاشمی، سید عباس، حسینی، سید محسن و سجاد برعندان. (۱۳۹۱). مقایسه محتوای افزایشده اطلاعاتی نسبت‌های نقدی و تعهدی برای ارزیابی

- Accounting Research*, Vol. 12, No. 1-1, Pp. 1-23.
- 28- Haw, I. M., Qi, D. and W. Wu. (2001). 'The Nature of Information in Accruals and Cash Flows in an Emerging Capital Market: The Case of China. *The international journal of accounting*, Vol. 36, No. 4, Pp. 391-406.
- 29- Jong, H. Ch; Jeong, B. K. and J. J. Lee. (2011). Value Relevance of Discretionary Accruals in the Asian Financial Crisis of 1997-1998. *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 30, No. 2, Pp. 166-187.
- 30- Kevin, C. K. L; Sami, H. and H. Zhou. (2013). Changes in the Value Relevance of Accounting Information over Time: Evidence from the emerging market of China. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol. 9, No. 2, Pp. 123-135.
- 31- Kumar, K. R. and G. V. Krishnan. (2008). the Value-Relevance of Cash Flows and Accruals: The Role of Investment Opportunities. *The Accounting Review*, Vol. 83, No. 4, Pp. 997-1040.
- 32- Rapp, M. S. (2010). Information Asymmetries and the Value-Relevance of Cash Flow and Accounting Figures-Empirical Analysis and Implications for Managerial Accounting. *Problems and Perspectives in Management*, Vol. 8, No. 2, Pp. 64-75.
- 33- Rappaport, A. (1981). Selecting Strategies that Create Shareholder Value. *Harvard Business Review*, Vol. 59, No. 3, Pp. 139-149.
- 34- Saif, M. K; Abdullah, M. I; Sharif, M. S. and U. S. Bhutta. (2014). Value Relevance of CFO and EPS: A Pakistani Context. *International Journal of Economics and Empirical Research*, Vol. 2, No. 3, Pp. 94-99.
- 35- Scott, W. R. (2003). *Financial Accounting Theory*, third edition. Prentice Hall Pup.
- 36- Sloan, R. G. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? *The Accounting Review*, Vol. 71, No. 3, Pp. 289-315.
- 37- Subramanyam, K. R. (1996). The Price of Discretionary Accruals. *Journal of Accounting and economics*, Vol. 22, No. 4, Pp. 249-281.
- عملکرد مالی شرکت‌ها با رویکرد داده‌کاوی.
پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۲، صص ۸۲-۶۳.
- 18- Amir, E., Harris, T.S. and E. K. Venuti. (1993). A Comparison of the Value-Relevance of U.S. versus Non-U.S. GAAP Accounting Measures Using Form 20-F Reconciliations. *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, No. 3, Pp. 230-264.
- 19- Ashiq, A. (1994). The Incremental Information Content of Earning, Working Capital from Operation and cash flow. *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, No. 1, Pp. 28-43.
- 20- Ball, R. and P. Brown. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, No. 2, Pp. 159-178.
- 21- Barth, M.E., Beaver, W.H. and W.R. Landsman. (2001). The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, No. 1-3, Pp. 77-104.
- 22- Beaver, W. H. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, No. 3, Pp. 67-92.
- 23- Board, J.I.G., and J.F.S. Doy. (1989). The Information Content of Cash Flow Figures. *Accounting and Business Research*, Vol. 20, No. 77, Pp. 3-11.
- 24- Bowen, R. M., Burghstahler, D. and L. A. Daley. (1987). the Incremental Information Content of Accruals versus Cash Flows. *The Accounting Review*, Vol. 62, No. 4, Pp. 723-747.
- 25- Dechow, P. M. (1994). Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, No. 1, Pp. 3-42.
- 26- Ebaid, I. E. S. (2012). The Value Relevance of Accounting-Based Performance Measures in Emerging Economies: The Case of Egypt. *Management Research Review*, Vol. 35, No. 1, Pp. 69-88.
- 27- Gary, C. B., Gim, S. S. and F. S. Andrew. (1995). Relative versus Incremental Information Content. *Contemporary*

- 38- Venkatesh, P. C., and R. Chiang. (1986). Information Asymmetry and the Dealer's Bid-Ask Spread: A Case Study of Earnings and Dividend Announcements. *The Journal of Finance*, Vol. 41, No. 5, Pp. 1089-1102.
- 39- Veronica, S. S. (2008). Type of Earning Management and the Effect of Ownership Structure, Firm Size and Corporate Governance Practices. *The International Journal of Accounting*, Vol. 43, No. 1, Pp.1-27.

Arhive of SID

Arhive of SID

Investigating Interactive Effect of Firm Size and Information Environment on Value Relevance of Net Income and Operating Cash Flow

M. H. Setayesh

Associate Professor of Accounting, Shiraz University, Shiraz, Iran

*** Z. Mehtari**

Ph. D. Student in Accounting, Shiraz University, Shiraz, Iran

M. Mohammadian

Ph. D. Student in Accounting, Shiraz University, Shiraz, Iran

Abstract

While some of the modern performance measures used in accounting rely on cash flow, others try to take advantage of the information content of net income. However, whether the additional information content in the accrual components of earnings improves the internal performance measurement is an open empirical question. Conceptual framework of this paper based on agency costs and political costs. So that, firm size and information environment are two important factors in value relevance of net income and operating cash flow. The main purpose of this study is to investigate interactive effect of firm size and information environment on value relevance of net income and operating cash flow. The sample of this study is selected from companies listed in Tehran Stock Exchange (TSE). The study period is between the years 2008 to 2013. The sample consists of 100 companies. To test the research hypotheses regression models using pooled data are incorporated. The results show that net income has more additional and incremental information content than operating cash flow to explain performance of stock market; but firm size and information environment have no effect on value relevance of net income and operating cash flow. According to the results, we find that, there are not interactive effect of firm size and information environment on value relevance of net income and operating cash flow.

Keywords: Value Relevance, Information Environment, Firm Size, Net Income, Operating Cash Flow.

* zmehtari.shirazu@gmail.com