مطالعات نوین کاربردی در مدیریت و اقتصاد
سال اول، شماره 2، تابستان 1397
ص‌ص 70-54

Quarterly Journal of New Applied Studies in Management and Economics
ISSN: 2588-624X

بررسی تطبیقی پیش‌بینی سودهای مدیریتی با توجه به ارتباط بین ریسک‌پذیری و ارزش آتی شرکت در صنایع خودروسازی، سیمان و فلزات اساسی

شیوا صالحی[1]

1- دانشجوی دکتری حسابداری، واحد اصفهان- مبارکه، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران
shiva.s6868@yahoo.com

چکیده

هدف اصلی پژوهش حاضر، بررسی تطبیقی پیش‌بینی سودهای مدیریتی با توجه به ارتباط بین ریسک‌پذیری و ارزش آتی شرکت در صنایع خودروسازی، سیمان و فلزات اساسی در بورس اوراق بهادار تهران است. در این راستا با استفاده از نمونه-گیری حذفی سیستماتیک، تعداد 44 شرکت در سه صنعت مورد اشاره برای دوره 6 ساله پژوهش انتخاب شدند. در این پژوهش، ابتدا رابطه بین ریسک‌پذیری و ارزش آتی شرکت‌ها مورد بررسی و مقایسه قرار گرفت؛ در ادامه با بررسی سطح پیش‌بینی سودهای مدیریتی در شرکت‌های نمونه، ارتباط بین آنها با ریسک‌پذیری و ارزش آتی شرکت در صنایع یاد شده مورد آزمون قرار گرفت. روش آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش، رگرسیون چند متغیره با استفاده از روش (OLS) و (EGLS) است. یافته‌های اولیه پژوهش حاکی از آن است که با افزایش ریسک‌پذیری، ارزش آتی شرکت در هر سه صنعت افزایش می‌یابد. از طرفی، نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش بیانگر آن است که بین سطح بالای پیش‌بینی سودهای مدیریتی و ریسک‌پذیری شرکت در هر سه صنعت رابطه معنی‌داری وجود ندارد. از سوی دیگر نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان داد که در شرکت‌های با سطح بالای پیش‌بینی سودهای مدیریتی در صنایع خودروسازی و سیمان، ریسک‌پذیری شرکت و ارزش آتی آن، رابطه مثبت ضعیف‌تری در ارتباط با پیش‌بینی سودهای مدیریتی دارد؛ درحالی‌که در صنعت فلزات چنین رابطه‌ای وجود ندارد.

واژگان کلیدی: تصمیمات سرمایه‌گذاری، پیش‌بینی سودهای مدیریتی، افشای اجباری و داوطلبانه، ریسک‌پذیری، ارزش آتی شرکت.

Archive of SID
www.SID.ir

1. مقدمه

یکی از مهم‌ترین عوامل توسعه کشورها، وجود یک سیستم اطلاعاتی معتبر، صحیح و مربوط است که از طریق ارائه اطلاعات صحیح، از میزان تردیدها کاسته و تصمیم‌گیری را سهل و آسان نماید؛ زیرا تصمیم‌گیری صحیح چه به‌وسیله مدیران بنگاه‌های اقتصادی و چه به‌وسیله سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران، بسیار حساس و دشوار است. این مهم می‌طلبد تا اطلاعاتی شفاف، به‌روز و قابل مقایسه در اختیار استفاده‌کنندگان قرار گیرد. در اینصورت است که با اخذ تصمیمات صحیح، موجبات تخصیص بهینه منابع مادی و انسانی فراهم گشته و گام‌های توسعه یکی پس از دیگری برداشته می‌شود.

در این میان بازار سرمایه و نقش آن در توزیع منابع بسیار حائز اهمیت خواهد بود. زمانی که تصمیمات در بازار سرمایه بر اساس بهترین و قابل اتکاترین اطلاعات اخذ شود به خودی خود موجبات تخصیص بهینه منابع فراهم می‌گردد. اما اطلاعات از کجا و به وسیله چه کسانی به بازار عرضه می‌شود و آیا هر اطلاعاتی که به بازار وارد می‌شود در هر حال معتبر است یا اینکه نیاز هست که این مهم ارزیابی شود؟ قطعاً پاسخ به این قبیل سؤالات نیاز به بررسی دارد. از مهم‌ترین منابع اطلاعات در بازار سرمایه، اطلاعات و پیش‌بینی‌هایی است که مدیریت شرکت‌ها به بازار عرضه می‌نمایند. البته منابع اطلاعاتی دیگری هم وجود دارند که در جای خود حائز اهمیت هستند؛ ولی موارد افشا مدیریت، منبع ارزشمند و بالقوه‌ای از اطلاعات برای سرمایه-گذاران تلقی می‌شوند. اهمیت پژوهش حاضر این است که به گونه‌ای تجربی به مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر تصمیم-گیرندگان نشان می‌دهد که پیش‌بینی سود توسط مدیریت، بر ریسک و ارزش شرکت اثرگذار است و اعمال شیوه‌های افشای بهتر، با ارزش‌گذاری بالاتر شرکت‌ها و پایین آوردن هزینه سرمایه و کاهش ریسک در ارتباط است.

2. مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

تئوری افشا[1] و سایر شواهد منطقی بیان می‌کنند که مدیران توانایی کاهش ریسک شرکت را از طریق افشای داوطلبانه[2] خواهند داشت (بوتاسون، 1997؛ دای، 1990؛ یورگنسون و کرشنهاتر، 2003؛ لانگ و لاندهوم، 1996؛ ولکر، 1995). از همین رو می‌توان گفت که بسیاری از مدل‌های نظری بر تأثیر افشای اطلاعات بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران تأکید دارند.

نظریه‌های اطلاعاتی همانند نظریه علامت‌دهی (اسپنس، 1973) و نظریه هزینه نمایندگی (جنسن و مکلینگ، 1976؛ مایرز و ماژلوف، 1984) نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی با ریسک‌های اطلاعاتی مواجه هستند. این ریسک‌ها به علت تفکیک مالکیت از کنترل شرکت در ساختار حاکمیتی و همچنین عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران و مدیران رخ می-دهند. از طرفی تحقیقات بسیاری به تأثیر افشای داوطلبانه مدیران بر محیط اطلاعاتی شرکت[3] و در نهایت بر موقعیت شغلی مدیران اشاره داشته‌اند (بیر و همکاران، 2010؛ کور[4]، 2001؛ هرمالین و ویزباخ، 2012؛ ترومن، 1986).

1. Disclosure theory
2. Voluntary disclosure
3. Firm's information environment
4. Core

Archive of SID

www.SID.ir

حال با توجه به نظریه‌ها و بحث‌های مطرح شده در بالا این سوال پیش می‌آید که آیا مدیران علی‌رغم احتمال افزایش به خطر افتادن موقعیت شغلی‌شان، دست به افشای داوطلبانه خواهند زد یا خیر؟ برای پاسخ به این سوال باید به نظریات وِرچیا (2001) رجوع نمود. وی بیان می‌کند که بیش از آنکه شکل افشای داوطلبانه بر تصمیمات عملیاتی مدیران اثرگذار باشد، تعهد افشای داوطلبانه است که بر این دسته از تصمیمات مدیران اثر می‌گذارد. افشای داوطلبانه باعث بهبود نظارت سهامداران شده و تمایل مدیران را برای نشان دادن توانایی‌شان در تغییر محیط اقتصادی شرکت و اصلاح فرآیندهای تولید ارائه می‌کند (ترومن، 1986). از همین‌رو سیاست افشای داوطلبانه شرکت، با تصمیمات عملیاتی مدیران ارتباط دارد.

از طرفی رفتار ریسک‌پذیرانه شرکت یکی از عوامل مهم در مورد سنجش عملکرد آن می‌باشد (رایت و همکاران[5]، 1996). در نتیجه رابطه بین ریسک‌پذیری شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران بیش از پیش اهمیت می‌یابد. از همین رو باید توجه داشت که سطوح بالاتر افشای اطلاعات توسط مدیریت ممکن است مخاطرات مربوط به از دست دادن موقعیت شغلی مدیران را دستخوش تغییر نموده و درنتیجه منجر به کاهش ریسک‌پذیری[6] آنها در تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری گردد (هرمالین و ویزباخ، 2012). البته نظریات و بحث‌های محققینی نظیر فیشر و هال (1969)، مرتُن (1974) و شین و استولز (2000) نیز پیش‌تر بر وجود ارتباط بین ریسک‌پذیری شرکت و تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری با ارزش آتی[7] شرکت تأکید داشته‌اند.

طبق ادبیات پیشین، یکی از انواع افشای داوطلبانه تحت عنوان پیش‌بینی سودهای مدیریتی[8] صورت می‌گیرد. به لحاظ منطقی ارتباط بین پیش‌بینی سودهای مدیریتی و ریسک‌پذیری شرکت در مفهوم ارزش آتی شرکت و یا به معنای دقیق‌تر در ایجاد ثروت برای سهامداران تجلی می‌یابد.

پیش‌بینی سود مدیریت، نوعی افشای اجباری[9] است که اطلاعاتی درباره سود مورد انتظار هر شرکت خاص ارائه می‌کند و جنبه کلیدی از افشا به شمار می‌آید. اساساً افشا، مجرای ارتباطی مهم مدیران برای انتقال اطلاعات به سهامداران بیرونی است و پیش‌بینی‌های ارائه شده توسط مدیران در مورد سودآوری دوره آتی شرکت‌ها، دارای پتانسیل ارزشمندی است که به سرمایه-گذاران در اتخاذ تصمیمات بهینه کمک می‌کند. اهمیت سود پیش‌بینی شده، به میزان انحرافی که با مقدار واقعی آن دارد وابسته است. هر چه میزان این انحراف کمتر باشد، پیش‌بینی از دقت بیشتری برخوردار است. از سوی دیگر مدیران در تمامی سازمان‌ها با ریسک سر و کار دارند. تمرکز مدیریت در سطوح بالای سازمان در اکثر اوقات روی علل وقوع ریسک است. مدیریت، ریسک سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سازمانی را در مقابل بازگشت بالقوه آن سرمایه‌گذاری تعدیل می‌کند و با ملاحظات استراتژیک، ریسک را در فعالیت‌های پورتفوی سازمان و سرمایه‌گذاری‌ها، مدیریت می‌کند. در واقع مجموعه‌ای از این اطلاعات نظیر حجم سرمایه‌گذاری شرکت، میزان بازده سرمایه‌گذاری‌ها و همچنین اطلاعات برآمده از سود پیش‌بینی شده توسط مدیریت می‌تواند بر ارزش جاری و آتی شرکت تأثیر بگذارد.

---

5. Wright et al.
6. Risk-taking
7. Future value
8. Managerial earnings forecasts
9. Mandatory disclosure

Archive of SID

www.SID.ir

بنابراین با توجه به بحث‌های یاد شده در بالا برای بررسی ریسک‌پذیری شرکت، توجه به عواملی نظیر پیش‌بینی سودهای مدیریتی، تعهد افشا و ارزش آتی شرکت اهمیت می‌یابند. بدین ترتیب سوالی که اینجا مطرح می‌گردد آن است که آیا بین ریسک پذیری، ارزش آتی شرکت و سطح بالای پیش‌بینی سود مدیریتی ارتباط معنی‌داری وجود دارد؟

مرادزاده فرد و همکاران (1392) به بررسی خطای پیش‌بینی سود مدیریت و محتوای اطلاعاتی اقلام تعهدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه آماری آنها را 71 شرکت طی بازه زمانی 84 تا 89 تشکیل داده بود. نتایج پژوهش حاکی از وجود رابطه منفی معنی‌دار بین خطای پیش‌بینی سود مدیریت و کل اقلام تعهدی اختیاری بوده است. نتایج سایر فرضیات گویای این مطلب بود که پیش‌بینی مدیریت جهت تأمین مالی از طریق بدهی ها، رابطه مثبت معنی‌دار بین اقلام تعهدی اختیاری مثبت با خطای پیش‌بینی سود مدیریت ایجاد می‌کند. همچنین با دور نمای تأمین مالی از طریق بدهی‌ها، رابطه معنی‌داری بین اقلام تعهدی اختیاری منفی با خطای پیش‌بینی سود وجود ندارد.

صالح‌نژاد و وقفی (1394) تأثیر پیش‌بینی سود توسط مدیریت بر ریسک و ارزش شرکت را در بین 110 شرکت طی بازه زمانی 87 تا 92 بررسی نمودند. آنها انتظار داشتند که شرکت‌های دارای سیاست افشای پیش‌بینی سود در مقایسه با سایرشرکت‌ها از بازده سهام بیشتر و ریسک کمتری برخوردار باشند و این بدلیل اطمینان بیشتر بازارسرمایه به این شرکت‌هاست. محققان مورد اشاره از ضریب بتا به عنوان معیار ریسک سیستماتیک و شاخص کیوتوبین به عنوان معیار ارزش شرکت استفاده نمودند. نتایج آنها نشان دهنده تأثیر معنی‌دار پیش‌بینی سود هر سهم مدیریت بر ارزش شرکت و عدم تأثیر این پیش‌بینی‌ها بر ریسک سهام شرکت‌های مورد مطالعه در طول دوره پژوهش می‌باشد.

نیکبخت و همکاران (1396) به بررسی رابطه بازخورد اطلاعاتی قیمت سهام، احتمال معاملات مبتنی بر اطلاعات و بازده با پیش‌بینی سود مدیریت در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش بیانگر آن بود که ارتباط مستقیم و معنی‌داری بین تجدیدنظر پیش‌بینی سود مدیریت و معاملات مبتنی بر اطلاعات (آگاهانه) وجود دارد، همچنین نشان داده شده رابطه معکوس و معنی‌داری بین معاملات مبتنی بر اطلاعات و ریسک سیستماتیک وجود دارد. در نهایت نتایج پژوهش حاکی از آن بود که رابطه معنی‌داری بین بازده سهام و تجدیدنظر پیش‌بینی سود مدیریت وجود ندارد.

ایمهوف و سیوی (2014) در تحقیق خود به بررسی تأثیر سطح بالای پیش‌بینی سودهای مدیریتی به عنوان وجه مهمی از افشای داوطلبانه بر ریسک‌پذیری و ارزش آتی شرکت پرداختند. نتایج آنها نشان می‌دهد که ریسک‌پذیری شرکت با ارزش آتی آن رابطه مثبت و معنی‌داری دارد. آنها همچنین بیان نمودند که بین سطح بالای پیش‌بینی سودهای مدیریتی رابطه معکوس وجود داشته و در نهایت نشان دادند که سطح بالای پیش‌بینی سودهای مدیریتی رابطه مثبت بین ریسک‌پذیری و ارزش آتی شرکت را کاهش می‌دهد اما آن را از بین نمی‌برد.

وانگ و همکاران (2015) رابطه پیش‌بینی سودهای مدیریت و پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران را در بین 2613 سال- مشاهده در سیستم افشای اجباری چین مورد بررسی قرار دادند. نتایج آنها نشان داد شرکت‌هایی که پیش‌بینی‌های خود را تکرار و تغییرات معنی‌داری در پیش‌بینی سودهای مدیریت ایجاد می‌نمایند، با احتمال کمتری جذب تحلیل‌گران خواهند شد که این موضوع منجر به دقت کمتر پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران خواهد شد.

Archive of SID

www.SID.ir

زو (2016) تأثیر بازده اطلاعاتی قیمت‌های سهام را بر پیش‌بینی‌های مدیریت با توجه به درنظرگرفتن اطلاعات خصوصی سرمایه‌گذران و افشای شرکت‌ها بررسی نمود. نمونه آماری محقق فوق، 2116 شرکت را شامل می‌شد. وی نشان داد که پیش‌بینی سود مدیریت به بازده سهام در دوره تجدیدنظر بیشتر است و در آن مقدار اطلاعات خصوصی سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد. همچنین وی بیان می‌کند قیمت‌های سهام که دارای مقدار بیشتر اطلاعات خصوصی می‌باشند، اطلاعات جدید بیشتری را در مورد اصول بنیادی شرکت برای مدیران فراهم می‌نمایند و اطلاعات خصوصی سرمایه‌گذران به مدیران در افزایش دقت پیش‌بینی‌هایشان در خصوص سود شرکت کمک بسزایی می‌نماید.

3. فرضیه‌های پژوهش

سیاست افشای داوطلبانه شرکت با تصمیمات عملیاتی مدیران توسط نظارت سهامداران و همچنین تمایل مدیران به ارائه توانایی‌های‌شان ارتباط دارد. کانودیا و همکاران (2005) بیان نمودند که آستانه آگاهی سرمایه‌گذاران از ارزش شرکت، اندازه‌ای معین دارد و این موضوع به مدیران اجازه می‌دهد تا به جای توجه به انتظارات کوتاه‌مدت بر عملکرد بلندمدت متمرکز شوند و بدین ترتیب هم منافع سهامداران جاری و هم سهامداران آتی را فراهم می‌آورند. تحقیق آنها نشان می‌دهد که سطوح بالای افشا، پتانسیل تخریب ارزش سرمایه‌گذاری‌های شرکت را در کوتاه‌مدت دارد. از طرفی هرمالین و ویزباخ (2012) هم بیان می‌کنند که افزایش افشا ممکن است به افزایش ریسک شغلی مدیران ختم شود، در نتیجه مدیران در چنین حالتی در صورتیکه سطح حقوق و مزایای‌شان رضایت‌بخش نباشد، تمایل به ریسک‌پذیری کمتری خواهند داشت. نظریات در این زمینه بیان می‌کنند که ریسک‌پذیری، انتخاب پروژه‌هایی با سطوح ریسک مختلف با توجه به جریانات نقدی آتی آنهاست (رایت و همکاران، 1996) که به‌طور میانگین موجب افزایش ارزش شرکت خواهند شد (فیشر و هال، 1969؛ جنسن و مکلینگ، 1976؛ مرتن،1974 ؛ شین و استولز، 2000). بر اساس موارد یاد شده در بالا ما به بررسی رابطه معکوس بین سطح بالای پیش‌بینی سودهای مدیریتی با ریسک‌پذیری شرکت خواهیم پرداخت. بدین ترتیب فرضیه اول پژوهش به صورت زیر قابل بیان است:

فرضیه اول: سطح بالای پیش‌بینی سودهای مدیریتی، رابطه منفی و معنی‌داری با ریسک‌پذیری شرکت دارد.

در ادامه و پس از بررسی فرضیه اول، ما به بررسی کاهش ارزش آتی سهامداران به‌واسطه کاهش ریسک‌پذیری در شرکت-های با سطح پیش‌بینی سودهای مدیریتی بالا می‌پردازیم. لذا فرضیه دوم پژوهش به صورت زیر مطرح می‌گردد:

فرضیه دوم: در شرکت‌های با سطح پیش‌بینی بالا، ریسک‌پذیری شرکت و ارزش آتی آن، رابطه مثبت ضعیف‌تری[10] در ارتباط با پیش‌بینی سودهای مدیریتی دارند.

10. Weaker positive relation

Archive of SID

www.SID.ir

4. مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

در پژوهش حاضر، ابتداً قبل از آزمون فرضیه‌های پژوهش، رابطه بین ریسک‌پذیری و ارزش آتی شرکت با استفاده از مدل زیر بررسی می‌شود. بر اساس ادبیات مطرح شده، ما انتظار داریم ضریب β_1 مثبت بوده و بدین ترتیب رابطه مثبت و معنی‌داری بین ریسک‌پذیری و ارزش آتی شرکت‌ها برقرار باشد.

$$VALUE_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 RISK + \beta_2 ln_MKT + \beta_3 ROA + \beta_4 OCF + \beta_5 MTB + \beta_6 LEVERAGE + \beta_7 PAYOUT + \beta_8 ANNRET + \beta_9 INV + \beta_{10} ACC_Q + \beta_{11} INSTL_HOLD + \varepsilon$$

پس از بررسی رابطه بین ریسک‌پذیری و ارزش آتی شرکت، جهت آزمون فرضیه اول پژوهش از مدل رگرسیونی چند متغیره به شرح زیر استفاده خواهد شد.

$$RISK_t = \beta_0 + \beta_1 HIGH_MEF + \beta_2 ln_MKT + \beta_3 MTB + \beta_4 LEVERAGE + \beta_5 INV + \beta_6 PAYOUT + \beta_7 ANNRET + \beta_8 OCF + \beta_9 ln_COMP + \beta_{10} CEO_CHAIR + \beta_{11} AVG_HORIZON + \beta_{12} AFTER_QE + \varepsilon$$

همچنین به‌منظور آزمون فرضیه دوم پژوهش، مدلزیر مبنای عمل قرار گرفته است.

$$VALUE_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 RISK + \beta_2 HIGH_MEF + \beta_3 RISK * HIGH_MEF + \beta_4 ln_MKT + \beta_5 ROA + \beta_6 OCF + \beta_7 MTB + \beta_8 LEVERAGE + \beta_9 PAYOUT + \beta_{10} ANNRET + \beta_{11} INV + \beta_{12} ACC_Q + \beta_{13} INST_HOLD + \varepsilon$$

در مدل‌های فوق:

$VALUE_{t+1}$: معیار ارزش آتی شرکت است که برابر است با ارزش بازار سرمایه شرکت در سال t+1.

$RISK_t$: معیار ریسک‌پذیری شرکت i در سال t که از محاسبه انحراف استاندارد جریان نقدی عملیاتی شرکت در دوره‌های t+1 ، t و t-1 بدست می‌آید.

HIGH_MEF: بیانگر سطح بالای پیش‌بینی‌های مدیریتی است. این متغیر دو بخشی بوده و در صورتیکه پیش‌بینی انجام شده توسط مدیریت شرکت نسبت به میانه پیش‌بینی شرکت‌های موجود در صنعت بیشتر باشد، عدد 1 و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته می‌شود. در این پژوهش شرکتی که پیش‌بینی سودش بیشتر از میانه پیش‌بینی شرکت‌های موجود در صنعت باشد به‌عنوان شرکت با سطح بالای پیش‌بینی سود مدیریتی در نظر گرفته شده است.

ln_MKT: بیانگر اندازه شرکت است و از رابطه زیر بدست می‌آید:

$ln(MKT) = \ln(\text{ارزش بازار سرمایه شرکت})$

ROA: بازده دارایی‌های شرکت که از رابطه زیر بدست می‌آید:

Archive of SID

www.SID.ir

$$ROA = \frac{\text{سود خالص}}{\text{کل دارایی‌ها}}$$

OCF: جریان نقد عملیاتی شرکت که از طریق صورت جریان وجوه نقد بدست می‌آید.

MTB: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سرمایه شرکت.

LEVERAGE: نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌های شرکت.

PAYOUT: نسبت وجه نقد پرداختی بابت سود سهام که از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$PAYOUT = \frac{\text{وجه نقد پرداختی بابت سود سهام}}{\text{کل فروش}}$$

ANN_RET: بازده سالانه شرکت که از اختلاف بین قیمت انتهای سال و قیمت ابتدای سال سهام شرکت تقسیم بر قیمت ابتدای سال آن بدست می‌آید.

INV: سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای شرکت می‌باشد و از طریق رابطه زیر بدست می‌آید:

$$INV = \left(\frac{\text{فروش دارایی ثابت} - (\text{هزینه استهلاک} + \text{تغییر در خالص دارایی ثابت مشهود})}{\text{کل دارایی‌ها}}\right)$$

ACC_Q: کیفیت اقلام تعهدی که در ابتدا بر اساس مدل مک نیکولز (2002) و دیچو و دیچف (2002) به شکل زیر محاسبه شده و پس از آن، انحراف استاندارد باقیمانده مدل در طول دوره t-3 تا t-1 به‌عنوان مقدار نهایی کیفیت اقلام تعهدی لحاظ گردیده است. ایمهوف و سیوی (2014) از این متغیر، به‌منظور کنترل کیفیت گزارشگری مالی (FRQ) در مدل خود استفاده نمودند.

$$TCA = \alpha + \beta_1 CFO_{t-1} + \beta_2 CFO_t + \beta_3 CFO_{t+1} + \beta_4 \Delta REV + \beta_5 PPE + \varepsilon$$

که در آن:

TCA: جمع اقلام تعهدی جاری برابر با تغییر در دارایی‌های جاری (ACT) منهای تغییر در بدهی‌های جاری (LCT) منهای تغییر در وجه نقد (CHE)

CFO: جریان وجه نقد حاصل از عملیات در دوره‌های t-1، t و t+1.

ΔREV: تغییر در درآمد حاصل از فروش کالا و خدمات

PPE: ناخالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات

علاوه بر ایمهوف و سیوی (2014) محققان دیگری از جمله بیدل و همکاران (2009) و دادل و همکاران (2014) ثابت نمودند، کیفیت اقلام تعهدی معیاری جایگزین برای سنجش کیفیت گزارشگری مالی می‌باشد. سطح پایین‌تر کیفیت اقلام تعهدی بیانگر کیفیت بالاتر گزارشگری مالی خواهد بود. سطح بالای کیفیت اقلام تعهدی ممکن است به دلیل خطاهای حسابداری و یا بروز انواع بی‌نظمی در حسابداری رخ داده باشد (رستمی و کهنسال، 1394).

INST_HOLD: مالکیت نهادی سرمایه‌گذاران که از جمع درصد سهامدارن حقوقی شامل سازمان‌ها، بانک‌ها و سایر اشخاص حقوقی که بخشی از سهام شرکت را در اختیار دارند محاسبه می‌شود.

ln_COMP: لگاریتم طبیعی پاداش مصوب هیئت مدیره توسط مجمع عمومی عادی سالیانه.

Archive of SID

www.SID.ir

CEO_CHAIR: متغیر دو بخشی به‌طوری‌که اگر مدیرعامل نایب رییس هیات مدیره بود عدد 1 در غیر این صورت صفر.
AVG_HORIZON: میانگین روزهای بین پیش‌بینی‌های فصلی مدیران تا پایان فصل.
AFTER_QE: متغیر دو بخشی به‌طوری‌که اگر پیش بینی بعد از پایان فصل ارائه شده بود عدد 1 و در غیر این صورت عدد صفر.

5. روش پژوهش

روش پژوهش حاضر، با توجه به هدف، کاربردی و از لحاظ ماهیت، روش توصیفی و همبستگی است. در این پژوهش، به‌منظور گردآوری و تدوین مبانی نظری و ادبیات پژوهش از کُتُب، مقالات تخصصی فارسی و لاتین به روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. داده‌های مالی مورد نیاز نیز، از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران به کمک نرم‌افزار رهاورد نوین و سایت کُدال استخراج شده است. پس از جمع‌آوری داده‌ها، برخی از محاسبات در رابطه با متغیرها با استفاده از نرم‌افزار اِکسل انجام شده و تجزیه‌وتحلیل نهایی به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از نرم‌افزار اقتصادسنجی Eviews نسخه 9 صورت پذیرفته است.

1.5. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش حاضر، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی 6 ساله از 1387 تا 1392 می‌باشد. نکته مورد اشاره در این رابطه آن است که با توجه به کثرت متغیرهای مورد بررسی در این پژوهش، برای اندازه‌گیری و محاسبه اکثر متغیرها به اطلاعات سال گذشته و سال آتی نیاز بوده است؛ لذا داده‌های مربوط به سال 86 و سال 93 نیز جمع‌آوری و کاملاً مورد بررسی قرار گرفته است. همچنین نمونه آماری پژوهش حاضر، شامل شرکت‌هایی می‌باشند که حائز شرایط زیر باشند.

1) اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه به‌طور کامل در دسترس باشند و همچنین از سال 1386 تا پایان سال 1393 در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته و از بورس خارج نشده باشند.

2) شرکت‌های نمونه طی بازه زمانی پژوهش، سال مالی خود را تغییر نداده باشند و سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند هر سال باشد.

3) به دلیل شفاف نبودن مرزبندی بین فعالیت‌های عملیاتی و تأمین مالی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و مؤسسات بیمه، هلدینگ و لیزینگ از نمونه حذف شده‌اند.

4) شرکت‌های نمونه طی دوره پژوهش، فعالیت مستمر داشته و وقفه معاملاتی بیش از شش ماه نداشته باشند.

با توجه به اعمال موارد فوق، تعداد 44 شرکت از کل 89 شرکتی که در بازه زمانی پژوهش مربوط به صنایع خودروسازی، سیمان و فلزات اساسی بوده‌اند، مورد بررسی قرار گرفته و در مجموع 264 مشاهده برای هر متغیر در دوره بررسی به‌عنوان نمونه نهایی انتخاب شد.

Archive of SID
www.SID.ir

6. نتایج پژوهش

1.6. آمار توصیفی

جدول زیر نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول 1. نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	مشاهدات	حداقل	حداکثر	میانگین	میانه	انحراف معیار
VALUOT	244	-0.9180	11.5983	0.3972	0.0251	1.3595
RISK	244	1596.167	8136291	448887	75293.69	1126624
HIGH_MEF	244	0.0000	1.0000	0.5000	0.5000	0.5009
RISK*HIGH_MEF	244	0.0000	7272010	285397	1132.070	874960
LN_MKT	244	24.2633	32.3454	27.8382	27.6821	1.3851
ROA	244	-0.7088	3.3140	0.3413	0.2667	0.4131
OCF	244	-2499452	24765735	910173.3	172456.5	2898107
MTB	244	0.1822	16.8674	2.1748	1.6817	1.2018
LEV	244	0.0000	5.0607	0.3409	0.1034	0.6573
PAYOUT	244	0.0000	0.4570	0.1090	0.0697	0.1116
ANN_RET	244	-0.7329	7.1970	0.2959	0.0460	1.0164
INV	244	-0.3424	9.6497	1.0578	0.5477	1.5121
ACC_Q	244	6379.701	28985593	669749	88657.91	2794733
INSTL_HOLD	244	0.253	57.320	1.015	0.828	3.475
LN_COMP	244	0.0000	23.000	14.44	21	9.744
CEO_CHAIR	244	0.0000	1.0000	0.041	0.0000	0.2000
AVG_HORIZON	244	0.0000	50.75	34.81	34.75	10.89
AFTER_QE	244	0.0000	1.0000	0.742	1.0000	0.438

همان‌طور که در جدول (1) مشخص است، تعداد 44 شرکت طی 6 سال مورد بررسی قرار گرفته و 244 (سال- مشاهده) را رقم زده است. با توجه به در دسترس‌بودن اطلاعات مورد نیاز پژوهش، تعداد مشاهدات برای کلیه متغیرها همان 244 مشاهده است.

2.6. آزمون مانایی (ایستایی) متغیرها

پایایی متغیرهای پژوهش، به معنی ثابت بودن میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف است. درنتیجه استفاده از این متغیرها در مدل، باعث به‌وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. برای اینکه متغیرها مانا باشند، یا باید تک تک متغیرها مانا باشند که برای آزمون مانایی تک تک متغیرها از آزمون ریشه واحد استفاده می‌نمائیم و یا اینکه اگر تک تک متغیرها مانا نبودند باید وجود ارتباط بلندمدت بین متغیرها مورد بررسی قرار بگیرد که برای این کار، آزمون هم انباشتگی کائو استفاده می‌گردد. جدول زیر بیانگر نتایج آزمون ریشه واحد متغیرهای پژوهش با استفاده از آزمون فیلیپس و پرون (PP) می‌باشد.

Archive of SID

www.SID.ir

جدول 2. نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

آزمون فیلیپس و پرون (PP)		نام متغیر	آزمون فیلیپس و پرون (PP)		نام متغیر
احتمال	آماره		احتمال	آماره	
0.0000	189.513	PAYOUT	0.0000	171.307	VALUT
0.0000	268.696	ANNRET	0.1058	104.887	RISK
0.0000	224.822	INV	0.0020	117.870	HIGH_MEF
0.0404	112.468	ACC_Q	0.0024	114.861	RISK*HIGH_MEF
0.0111	116.448	INST_HOLD	0.7713	77.882	LN_MKT
0.0034	65.1921	LN_COMP	0.0000	217.457	ROA
0.0019	131.256	CEO_CHAIR	0.0469	111.381	OCF
0.0236	1.7178	AVG_HORIZON	0.0001	145.620	MTB
0.0300	62.0703	AFTER_QE	0.0000	215.268	LEV

با توجه به نتایج آزمون، به دلیل اینکه مقدار احتمال آماره برای تمامی متغیرها (به جز متغیر RISK و LN_MKT) کمتر از 0/05 است، در نتیجه تمام متغیرها به جز دو متغیر ذکر شده در طی دوره پژوهش در سطح پایا (مانا) بوده‌اند. برای مانایی متغیرهای RISK و LN_MKT باید سراغ بررسی وجود هم‌جمعی بین متغیرها رفت؛ برای این کار آزمون هم‌انباشتگی کائو انجام شده که نتایج آن در جدول (4) نشان داده شده است.

جدول 3. نتایج آزمون هم‌انباشتگی کائو

	آماره t	احتمال آماره t
ADF	0.3469	0.0364

بر اساس نتایج جدول (3) و با توجه به احتمال کمتر از 0/05 بدست آمده، هم‌انباشتگی یا وجود رابطه تعادلی بلندمدت بین متغیرها پذیرفته می‌شود. بنابراین با توجه به نتایج آزمون کائو، می‌توان بیان نمود که متغیرها در سطح صفر هم‌انباشته می‌باشند و رگرسیون‌های مذکور کاذب نیستند؛ به بیان دیگر تمامی متغیرها مانا می‌باشند.

3.6. آزمون ناهمسانی واریانس

یکی دیگر از مراحل فرآیند پانل دیتا قبل از آزمون نهایی فرضیه‌های پژوهش، بررسی ناهمسانی واریانس‌های مدل‌های طراحی شده است. برای بررسی وجود یا عدم وجود ناهمسانی واریانس‌ها از آزمون ناهمسانی واریانس بروش پاگان استفاده شده است. فرض صفر آزمون ناهمسانی واریانس‌ها مبنی بر عدم وجود ناهمسانی واریانس‌ها بین جملات خطا می‌باشد. نتایج حاصل از آزمون ناهمسانی واریانس‌ها در جدول (4) نشان داده شده است. با توجه به احتمال آماره بدست آمده کمتر از 0/05 در رابطه با کلیه فرضیه‌های مورد آزمون در صنایع خودروسازی و سیمان، نتایج نشان می‌دهد که مدل‌های این صنایع دارای

Archive of SID

www.SID.ir

مشکل ناهمسانی واریانس می‌باشند؛ لذا برای رفع ناهمسانی واریانس‌ها، بایستی از روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی (EGLS) استفاده شود. برای مدل‌های صنعت فلزات که ناهمسانی واریانس ندارند نیز از روش حداقل مربعات معمولی (OLS) استفاده می گردد.

جدول 4. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

نوع مدل – نوع صنعت	آزمون ناهمسانی واریانس		ناهمسانی واریانس
	آماره	احتمال	
مدل اول (مدل مبنا)- خودروسازی	226.4122	0.0001	**وجود دارد**
مدل اول (مدل مبنا) – فلزات	52.6583	0.2019	**وجود ندارد**
مدل اول (مدل مبنا)- سیمان	308.6426	0.0001	**وجود دارد**
مدل فرضیه اول- خودروسازی	174.7887	0.0139	**وجود دارد**
مدل فرضیه اول – فلزات	61.0855	0.0533	**وجود ندارد**
مدل فرضیه اول- سیمان	166.4154	0.0390	**وجود دارد**
مدل فرضیه دوم- خودروسازی	231.0688	0.0001	**وجود دارد**
مدل فرضیه دوم – فلزات	49.3273	0.3043	**وجود ندارد**
مدل فرضیه دوم- سیمان	272.8090	0.0001	**وجود دارد**

4.6. آزمون F لیمر و هاسمن

هنگامی که از داده‌های ترکیبی برای تخمین و آزمون فرضیه استفاده می‌شود، انجام آزمون F لیمر برای تشخیص نوع روش و نحوه برآورد نیاز است. اگر نتیجه آزمون بر استفاده از روش داده‌های تلفیقی باشد، تخمین مدل با روش داده‌های تلفیقی انجام می‌شود و اگر نتیجه آزمون نشان دهنده استفاده از روش داده‌های تابلویی بود، از آزمون هاسمن برای تشخیص تأثیرات ثابت یا تصادفی بودن الگو استفاده خواهد شد. جدول (5) نتایج آزمون F لیمر و هاسمن را برای تخمین مدل‌های پژوهش نشان می‌دهد.

جدول 5. نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

نوع مدل – نوع صنعت	آزمون F لیمر			آزمون هاسمن		
	آماره F	احتمال آماره F	نتیجه	آماره خی دو	احتمال	نتیجه
مدل اول (مدل مبنا)- خودروسازی	2.4891	0.0043	**پانلی**	38.6185	0.0000	**مدل اثرات ثابت**
مدل اول (مدل مبنا) – فلزات	1.9034	0.0803	**تلفیقی**			
مدل اول (مدل مبنا)- سیمان	10.8030	0.0000	**پانلی**	90.3500	0.0000	**مدل اثرات ثابت**
مدل فرضیه اول- خودروسازی	2.2800	0.0380	**پانلی**	81.5500	0.0000	**مدل اثرات ثابت**
مدل فرضیه اول – فلزات	0.4776	0.8807	**تلفیقی**			

Archive of SID

www.SID.ir

نوع مدل – نوع صنعت	آزمون F لیمر			آزمون هاسمن		
	آماره F	احتمال آماره F	نتیجه	آماره خی دو	احتمال	نتیجه
مدل فرضیه اول- سیمان	2.2211	0.0112	**پانلی**	30.4415	0.0014	**مدل اثرات ثابت**
مدل فرضیه دوم- خودروسازی	3.6237	0.0001	**پانلی**	37.7616	0.0003	**مدل اثرات ثابت**
مدل فرضیه دوم – فلزات	10.9763	0.0000	**پانلی**	58.5302	0.0000	**مدل اثرات ثابت**
مدل فرضیه دوم- سیمان	10.9763	0.0000	**پانلی**	83.9054	0.1423	**مدل اثرات تصادفی**

5.6. نتایج آزمون فرضیه‌ها

جدول زیر نتایج آزمون مدل مبنای پژوهش (رابطه بین ریسک‌پذیری و ارزش آتی شرکت) را در سه صنعت خودروسازی، سیمان و فلزات اساسی نشان می‌دهد.

جدول 6. نتایج آزمون مدل مبنای پژوهش

متغیرها	صنعت خودروسازی			صنعت فلزات اساسی			صنعت سیمان		
	ضرایب	آماره t	معنی-داری	ضرایب	آماره t	معنی-داری	ضرایب	آماره t	معنی-داری
RISK	3.00E-07	-1.7959	0.0466	8.16E-08	0.5803	0.0414	1.29E-06	-1.5386	0.0282
LN_MKT	1.3268	8.1185	0.0000	0.3173	2.9386	0.0051	1.4429	16.5103	0.0000
ROA	-0.1603	-0.1481	0.8826	-0.8107	-1.9630	0.0554	-0.1390	-1.5017	0.1374
OCF	-1.46E-07	-1.7885	0.0778	-4.34E-08	-0.8673	0.3901	-7.65E-07	-2.3131	0.0235
MTB	-0.2043	-2.2081	0.0303	-0.0188	-0.5645	0.5750	-0.3448	-10.305	0.0000
LEV	-0.5718	-0.2881	0.7740	1.9152	1.8358	0.0726	0.0549	0.4840	0.6298
PAYOUT	-1.3308	-0.2617	0.7942	-0.3069	-0.3355	0.7387	0.5694	1.3707	0.1746
ANNRET	-0.4793	-4.1695	0.0001	0.0019	0.0259	0.9794	-0.4257	-7.0984	0.0000
INV	0.8432	0.9880	0.3263	0.1389	0.5998	0.5515	0.0328	0.5783	0.5648
ACC_Q	-3.53E-08	-0.7777	0.4392	-3.10E-07	-0.9367	0.3536	-2.74E-07	-0.6288	0.5314
INST_HOLD	-0.0530	-1.6099	0.1117	-0.8619	-1.5826	0.1201	-0.8466	-0.8022	0.4250
C	-35.4243	-7.8377	0.0000	-7.8816	-2.6504	0.0109	-37.9868	-15.344	0.0000
R^2	0.56			0.32			0.56		
$Adj.R^2$	0.40			0.17			0.51		
DW	1.90			2.34			1.69		
آماره F	3.5725			2.1042			17.8364		
احتمال آماره F	0.0000			0.0381			0.0000		

همان‌طور که در جدول (6) مشاهده می‌شود، ضریب متغیر مستقل مدل (RISK) در هر سه صنعت مثبت است. از طرفی، سطح معنی‌داری آماره t برای متغیر یاد شده در تمامی صنایع کمتر از 0/05 بوده و این موضوع نشان دهنده آن است که بین

Archive of SID

www.SID.ir

ریسک‌پذیری با ارزش آتی شرکت‌ها رابطه معنی‌داری وجود دارد. ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می‌دهد که به ترتیب حدود 40 درصد در صنعت خودروسازی، 17 درصد در صنعت فلزات اساسی و 51 درصد در صنعت سیمان، تغییرات ارزش آتی شرکت‌های مورد بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین می‌شوند. همچنین نتایج مربوط به آماره F در هر سه صنعت نشان می‌دهد که مدل رگرسیونی در حالت کلی معنی‌دار بوده و با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون بدست آمده در صنایع یاد شده، فاقد مشکل خودهمبستگی است. بنابراین مطابق انتظار با توجه به نتایج استخراج شده از سه صنعت، می‌توان بیان کرد که بین ریسک‌پذیری و ارزش آتی شرکت‌ها رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

در ادامه، جدول 7 نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول 7. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

متغیرها	صنعت خودروسازی			صنعت فلزات اساسی			صنعت سیمان		
	ضرایب	آماره t	معنی‌داری	ضرایب	آماره t	معنی‌داری	ضرایب	آماره t	معنی‌داری
HIGH_MEF	240848.5	1.3848	0.1696	-49498	-0.1675	0.8682	6356.5	0.8733	0.3853
LN_MKT	323255.5	4.4749	0.0000	-103043.5	-1.0115	0.3211	-3497.6	-0.6709	0.5044
MTB	11835	0.2992	0.7655	16334.5	0.2484	0.8058	1463.1	0.9577	0.3413
LEV	-542557.6	-0.3660	0.7152	-1204572	-1.0557	0.3008	-12789.1	-0.9653	0.3375
INV	71381.5	0.1583	0.8746	-53710	-0.1911	0.8499	-34.7851	-0.0057	0.9954
PAYOUT	-5761125	-2.0255	0.0458	-589488.1	-0.5548	0.5837	-99556.9	-1.8453	0.0690
ANNRET	-181231.5	-2.0339	0.0449	-21633.3	-0.1282	0.8989	2857.3	0.7183	0.4748
OCF	0.140339	3.5548	0.0006	0.387305	11.1290	0.0000	0.009270	0.1903	0.8495
LNCOMP	-2336.9	-0.2670	0.7900	-6125.1	-0.4000	0.6924	253.9651	0.4589	0.6476
CEO_CHAIR	822960	2.0394	0.0444						
AVG_HORIZON	-6457.9	-1.0061	0.3171	15050	0.8719	0.3912	245.8489	0.8926	0.3750
AFTER_QE	59102.3	0.3543	0.7239	-163935.2	-0.4641	0.6464	-6306.8	-0.7391	0.4622
C	-8177815	-4.1553	0.0001	2722094	0.9533	0.3492	187606	1.3216	0.1904
AR (1)				-0.586067	-3.3160	0.0027			
AR (2)				-0.534945	-2.9989	0.0059			
R^2	0.42			0.76			0.68		
Adj.R^2	0.34			0.69			0.59		
DW	1.86			2.43			1.83		
آماره F	5.4708			-598.0701			9.7243		
احتمال آماره F	0.0000			0.0000			0.0000		

مطابق با نتایج بدست آمده از جدول (7) مشاهده می‌شود که سطح بالای پیش‌بینی سودهای مدیریتی (HIGH_MEF) در شرکت‌های صنایع خودروسازی و همچنین سیمان، رابطه مثبت و در صنعت فلزات اساسی، رابطه منفی با ریسک‌پذیری شرکت دارد؛ احتمال بدست آمده آماره t در رابطه با متغیر فوق نیز نشان می‌دهد که در تمامی صنایع، روابط اشاره شده از

Archive of SID

www.SID.ir

لحاظ آماری معنی‌دار نیست. از سوی دیگر ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می‌دهد که به ترتیب حدود 34 درصد در صنعت خودروسازی، 69 درصد در صنعت فلزات اساسی و 59 درصد در صنعت سیمان، تغییرات متغیر وابسته (ریسک-پذیری) توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل بیان می‌باشد. همچنین نتایج مربوط به آماره F در هر سه صنعت نشان می‌دهد که مدل رگرسیونی در حالت کلی معنی‌دار بوده و با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون بدست آمده در صنایع یاد شده، فاقد مشکل خودهمبستگی است. بنابراین با توجه به نتایج بدست آمده و مقایسه صنایع با یکدیگر می‌توان بیان نمود که فرضیه اول پژوهش برای هر سه صنعت رد می‌شود. به بیان دیگر بین پیش‌بینی سودهای مدیریتی با ریسک‌پذیری شرکت در صنایع مورد بررسی رابطه معکوس و معنی‌داری وجود ندارد. لازم به ذکر است که متغیر CEO_CHAIR به دلیل وجود مشکل همخطی در مدل دوم در رابطه با صنعت فلزات و صنعت سیمان حذف گردید.

در نهایت، جدول (8) نتایج برآورد فرضیه دوم پژوهش را به تصویر کشیده است.

جدول 8. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

متغیرها	صنعت خودروسازی			صنعت فلزات اساسی			صنعت سیمان		
	ضرایب	آماره t	معنی-داری	ضرایب	آماره t	معنی-داری	ضرایب	آماره t	معنی-داری
RISK	-4.03E-07	-1.6887	0.0156	-1.73E-07	-0.5768	0.0235	-5.85E-06	-3.9396	0.0002
HIGH_MEF	-0.0142	-0.0521	0.1785	0.480395	2.1403	0.0390	-0.3869	-2.0779	0.0406
RISK*HIGH_MEF	1.64E-07	0.6625	0.0298	-5.53E-09	-0.0444	0.0468	2.39E-06	1.3328	0.0186
LN_MKT	1.3641	7.7970	0.0000	0.821289	4.0528	0.0002	0.8322	9.7267	0.0000
ROA	-0.0029	-0.0024	0.9981	-0.602054	-1.3956	0.1711	-0.1098	-0.9445	0.3475
OCF	-1.07E-07	-1.0430	0.3004	1.79E-09	0.0296	0.9765	-1.25E-06	-3.7189	0.0004
MTB	-0.1927	-2.0480	0.0442	-0.003926	-0.1156	0.9086	-0.1743	-5.5518	0.0000
LEV	-0.8271	-0.3636	0.7172	2.852354	2.0238	0.0503	-0.1420	-1.2670	0.2085
PAYOUT	-0.7389	-0.1407	0.8884	-1.144470	-0.8414	0.4055	-0.1028	-0.1665	0.8681
ANN_RET	-0.4735	-3.9745	0.0002	-0.025468	-0.3190	0.7515	-0.1469	-2.0164	0.0468
INV	0.8206	0.9491	0.3457	-0.496155	-1.4210	0.1637	0.0854	1.5834	0.1169
ACC_Q	-6.72E-09	-0.1140	0.9095	3.37E-07	0.3628	0.7188	1.12E-07	0.2072	0.8363
INST_HOLD	-0.0533	-1.6097	0.1118	2.670897	1.4411	0.1580	0.7304	1.5974	0.1138
C	-36.5645	-7.4376	0.0000	-24.58644	-4.1284	0.0002	-22.2008	-9.1578	0.0000
R^2	0.55			0.41			0.49		
$Adj.R^2$	0.37			0.34			0.41		
DW	1.89			2.42			1.69		
آماره F	3.1216			-36.1218			6.5055		
احتمال آماره F	0.0000			0.0084			0.0000		

بر اساس نتایج بدست آمده از جدول فوق، مشاهده می‌شود که ضریب متغیر تعاملی (RISK*HIGH_MEF) در شرکت-های صنایع خودروسازی و همچنین سیمان، رابطه مثبت و در صنعت فلزات اساسی، رابطه منفی با ارزش آتی شرکت‌های

www.SID.ir

مورد بررسی دارد. از طرفی، با توجه به سطح معنی‌داری کمتر از 0/05 آماره t برای متغیر مورد اشاره در تمامی صنایع، نتایج نشان دهنده آن است که روابط مورد اشاره کاملاً معنی‌دار می‌باشند. ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می‌دهد که به ترتیب حدود 37 درصد در صنعت خودروسازی، 34 درصد در صنعت فلزات اساسی و 41 درصد در صنعت سیمان، تغییرات ارزش آتی شرکت‌های مورد بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین می‌شوند. در این مدل نیز، پس از آزمون مفروضات رگرسیون و اطمینان از برقراری آنها، احتمال آماره F در هر سه صنعت حاکی از معنی‌داری کل مدل رگرسیون می‌باشد. همچنین آماره دوربین واتسون نیز در تمامی صنایع در بازه قابل قبول 1/5 تا 2/5 قرار دارد. به‌طور کلی با توجه با نتایج بدست آمده از سه صنعت، فرضیه دوم برای صنایع خودروسازی و همچنین سیمان تأیید شده و برای صنعت فلزات تایید نمی-شود. به عبارت دیگر در شرکت‌های با سطح پیش‌بینی بالا در صنایع خودروسازی و سیمان، ریسک‌پذیری شرکت و ارزش آتی آن، رابطه مثبت ضعیف‌تری در ارتباط با پیش‌بینی سودهای مدیریتی دارد؛ درحالی‌که در صنعت فلزات چنین رابطه‌ای وجود ندارد.

7. نتیجه‌گیری و بحث

این پژوهش به تأثیر سطح بالای پیش‌بینی سودهای مدیریتی به عنوان یک عامل مهم از افشای داوطلبانه بر ریسک‌پذیری و ارزش آتی شرکت در نمونه‌ای متشکل از 44 شرکت صنایع خودروسازی، سیمان و فلزات اساسی طی بازه زمانی 1387 الی 1392 پرداخته است. بر اساس یافته‌های پژوهش، رابطه مثبت و معنی‌داری بین ریسک‌پذیری و ارزش آتی شرکت در هر سه صنعت وجود دارد. این یافته‌ها با نتایج تحقیق باگوس و همکاران (2012) و ایمهوف و سیوی (2014) سازگار است. از طرفی نتایج حاصل از فرضیه اول پژوهش نشان داد که بین پیش‌بینی سودهای مدیریتی در صنایع مزبور با ریسک‌پذیری، رابطه معکوس و معنی‌داری وجود ندارد. نتایج حاصله در مورد هر سه صنعت با نتایج ایمهوف و سیوی (2014) ناسازگار است. در نهایت نتایج فرضیه دوم پژوهش نشان داد در شرکت‌های با سطح پیش‌بینی بالا در صنایع خودروسازی و سیمان، با افزایش سطح پیش‌بینی سودهای مدیریتی، سطح ریسک‌پذیری و به دنبال آن ارزش آتی شرکت کاهش یافته است؛ درحالی‌که در صنعت فلزات اساسی چنین رابطه‌ای مشاهده نشده است. نتایج حاصله در مورد صنایع خودروسازی و سیمان با نتایج ایمهوف و سیوی (2014) سازگار است.

نتایج پژوهش حاضر علاوه بر کاربردهای مربوط به قانون‌گذاران، نهادهای استانداردگذار و تحلیل‌گران مالی و اقتصادی، می‌تواند به هیئت مدیره که تعیین‌کننده حدود افشای اطلاعات هستند این امکان را بدهد تا افشای بخشی از اطلاعات را در اختیار مدیران قرار داده تا بدین ترتیب بر ارزش شرکت و سهامدارن اثرگذار باشند.

با توجه به نتایج پژوهش حاضر و همچنین وجود تردید در باب پیش‌بینی سود توسط مدیران، پیشنهاد می‌شود سازمان بورس اوراق بهادار نسبت به ایجاد کمیته‌ای از تحلیل‌گران مالی و اقتصادی جهت ارزیابی پیش‌بینی سودهای مدیریتی و ارائه آن در قالب گزارش‌های دوره‌ای به استفاده‌کنندگان اقدام نماید. از طرفی با توجه به اینکه تقویت و اجبار به افشای اطلاعات الزاماً به معنای بهبود محیط اطلاعاتی شرکت نیست، پیشنهاد می‌شود سازمان بورس اوراق بهادار با همکاری جامعه حسابداران رسمی

Archive of SID

www.SID.ir

ایران ترتیبی اتخاذ نمایند تا صحت پیش‌بینی‌های مدیریت از فروش و سود در صنایع مختلف، قبل از اعلام، مورد رسیدگی قرار گیرد.

در نهایت با توجه به آنکه در شرکت‌های با سطح پیش‌بینی سودهای مدیریتی بالا، رابطه بین ریسک و ارزش آتی شرکت کاهش می‌یابد، لذا به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که در تعیین ارزش آتی شرکت صرفاً به عامل ریسک توجه نکنند و عواملی مانند سطح پیش‌بینی سودهای مدیریتی که به نوعی در تعیین ریسک نقش دارند، در جهت اخذ تصمیمات سرمایه-گذاری استفاده نمایند.

فهرست منابع

1. رستمی، شعیب و ثمین کهنسال (1394). مباحثی نوین از کنترل‌های داخلی: تأثیر گزارش اثربخشی کنترل‌های داخلی در محیط کسب و کار بر بهبود گزارشگری مالی. مجله حسابرس، شماره 78، ص‌ص 100-92.
2. صالح‌نژاد، سیدحسن و سید حسام وقفی (1394). تأثیر پیش‌بینی سود توسط مدیریت بر ریسک و ارزش شرکت. راهبرد مدیریت مالی، سال سوم، شماره هشتم، ص‌ص 79-59.
3. مرادزاده فرد، مهدی؛ علیپور درویش، زهرا و همادنظری (1392). بررسی خطای پیش بینی سود مدیریت و محتوای اطلاعاتی اقلام تعهدی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، دوره 2، شماره 7، ص‌ص 28-15.
4. نیکبخت، احمد؛ شمس، شهاب‌الدین و محمود یحیی‌زاده فر (1396). بررسی رابطه بازخورد اطلاعاتی قیمت سهام، احتمال معاملات مبتنی بر اطلاعات و بازده با پیش‌بینی سود مدیریت. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران.
5. Baugess, S., Slovin, M., & Sushka, M. (2012). Large shareholder diversification, corporate risk taking, and the benefits of changing to differential voting rights. Journal of Banking & Finance, 36, 1244–1253.
6. Beyer, A., Cohen, D., Lys, T., & Walther, B. (2010) .The financial reporting environment: Review of the recent literature. Journal of Accounting and Economics, 50, 296–343.
7. Biddle, G.C., Hilary, G., & Verdi, R.S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? Journal of Accounting and Economics, 48, 112-131.
8. Botosan, C. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. The Accounting Review, 72, 323-349.
9. Core, J. (2001). A review of the empirical disclosure literature: Discussion. Journal of Accounting and Economics, 31(1–3), 441–456.
10. Dechow, P., & Dichev, I. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. The Accounting Review, 77, 35–59.
11. Dowdel Th., Herda, D., & Notbohm, M. (2014). Do Management Reports on Internal Control over Financial Reporting Improve Financial Reporting? Research in Accounting Regulation, 26, 104–109.
12. Dye, R. (1990). Mandatory versus voluntary disclosures: The cases of financial and real externalities. The Accounting Review, 65(1), 1–24.

Archive of SID

www.SID.ir

13. Fisher, I., & Hall, G. (1969). Risk and corporate rates of return. Quarterly Journal of Economics, 83, 79–92.
14. Hermalin, B., & Weisbach, M. (2012). Information disclosure and corporate governance. The Journal of Finance, 67(1), 195–233.
15. Imhof M.J., & Seavey, S.E. (2014). Corporate risk-taking, firm value and high levels of managerial earnings forecasts. Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting, 30, 328-337.
16. Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3(4), 305–360.
17. Jorgensen, B., & Kirschenheiter, M. (2003). Discretionary risk disclosures. The Accounting Review, 78, 449–469.
18. Kanodia, C., Singh, R., & Spero, A. (2005). Imprecision in accounting measurement: Can it be value enhancing? Journal of Accounting Research, 43(3), 487–519.
19. Lang, M., & Lundholm, R. (1996). Corporate disclosure policy and analyst behavior. The Accounting Review, 71, 467–492.
20. Merton, R. (1974). On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates. Journal of Finance, 29, 449–470.
21. McNichols, M. (2002). Discussion of the quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. The Accounting Review, 77, 61–69.
22. Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics, 13, 187–221.
23. Shin, H., & Stulz, S. (2000). Shareholder wealth and firm risk. The Ohio State University unpublished manuscript. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=254271
24. Spence, M. (1973). Job market signaling. Quarterly Journal of Economics, 87(3), 355–374.
25. Trueman, B. (1986).Why do managers voluntarily release earnings forecasts. Journal of Accounting and Economics, 8, 53–71.
26. Verrecchia, R. (2001). Essays on disclosure. Journal of Accounting and Economics, 32, 97–180.
27. Wang, Y., Chen, Y., & Wang, J. (2015). Management earnings forecasts and analyst forecasts: Evidence from mandatory disclosure system. China Journal of Accounting Research, 8, 133-146.
28. Welker, M. (1995). Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. Contemporary Accounting Research, 11, 801–827.
29. Wright, P., Ferris, S., Sarin, A., & Awasthi, V. (1996). Impact of corporate insider, block holder, and institutional equity ownership on firm risk taking. The Academy of Management Journal, 39(2), 441–463.
30. Zuo, L. (2016). The informational feedback effect of stock prices on management forecasts. Journal of Accounting and Economics, 61, 391-413.

Archive of SID

www.SID.ir