



بررسی رابطه پیش بینی مدیریت از سود و مشوق های مدیریتی با ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سید موسی محمدی^۱، علی طرخورانی^۲، سعید صادقی^۳

۱-عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تفرش

۲-دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد تفرش

۳-دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد تفرش

چکیده

هدف از انجام این پژوهش بررسی تاثیر پیش بینی مدیریت از سود و انگیزه های مدیریتی بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. روش تحقیق از نظر ماهیت و محتوایی یک تحقیق از نوع همبستگی بود. به روش این تحقیق از نوع توصیفی و همبستگی مبتنی بر داده های ترکیبی بود و برای بررسی میان متغیرهای مستقل و وابسته آن از روش آماری رگرسیون چند متغیره استفاده شد. تجزیه و تحلیل داده ها بر اساس روش مطالعه داده های ترکیبی، رگرسیون داده های ترکیبی با اثرات ثابت (پنل) صورت گرفت. جامعه آماری این پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال ۱۳۹۲ تا سال ۱۳۹۷ بود. با استفاده از روش نمونه گیری غربالگری حذفی تعداد ۱۰۶ شرکت به عنوان حجم نمونه آماری مورد مطالعه قرار گرفت. تجزیه و تحلیل و پردازش داده ها با بهره گیری از نرم افزار Eviews ۱۰ صورت گرفت و نتایج نشان داد که نوسان در برآورد مدیریت از سود درصد سهام مدیر عامل، پاداش پرداختی سالیانه به مدیران بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد. **واژگان کلیدی:** مدیریت سود، انگیزه های مدیریتی، ریسک پذیری، بورس اوراق بهادار



مقدمه

سود یکی از اقلام مهم و اصلی صورت های مالی است که توجه استفاده کنندگان صورت های مالی را به خود جلب می کند. سرمایه گذاران، اعتباردهندگان، مدیران، کارکنان شرکت، تحلیل گران، دولت و دیگر استفاده کنندگان صورت های مالی از سود به عنوان مبنایی برای گرفتن تصمیمات سرمایه گذاری، اعطای وام، سیاست پرداخت سود، ارزیابی شرکت ها، محاسبه مالیات و سایر تصمیمات مربوط به شرکت استفاده می کنند تاکید بیش از حد بازار سرمایه به سود و اطلاعات مرتبط با آن باعث شده است که این رقم به یکی از مهم ترین عوامل تغییرات قیمت سهام تبدیل گردد و با ایجاد یک بازده غیر عادی، ارزش شرکت را به خود وابسته سازد. از طرفی شرکتها برای افزایش ارزش خود، سعی در کاهش ریسک سرمایه گذاری دارند. ریسک سرمایه گذاری عبارت است از نوسان در بازدهی های تحقق یافته و مورد انتظار سرمایه گذاری. از دیدگاه سرمایه گذاران، هر چه کیفیت و کمیت اطلاعات منتشر شده توسط شرکت بالاتر باشد، عدم تقارن اطلاعاتی شرکت پایین تر و در نتیجه دورنمای عملکرد آتی شرکت روشن تر است. در چنین حالتی سرمایه گذاران، برآوردهای دقیق تری در خصوص بازدهی سرمایه گذاری دارند و تعدیلات کمتری در برآوردهای انجام شده صورت می گیرد. این امر، ریسک سهام شرکتهای دارای اطلاعات با کیفیت بالا را کاهش می دهد.

سرمایه گذاران، اعتباردهندگان و سایر استفاده کنندگان از اطلاعات مالی شرکت ها علاوه بر اطلاعات تاریخی، نیاز به اطلاعاتی درباره آینده واحدهای اقتصادی نیز دارند و همواره به دنبال دسترسی به اطلاعاتی هستند که روند سودهای آتی را نشان دهد. یکی از دیدگاه های موجود در این مورد، ارائه صرفاً اطلاعات تاریخی و جاری توسط واحد تجاری است البته به نحوی که سرمایه گذاران بتوانند خود پیش بینی های مربوط به آینده را انجام دهند. دیدگاه دیگر این است که مدیریت با در دست داشتن منابع و امکانات به انجام پیش بینی های قابل اعتماد پرداخته و با انتشار عمومی این پیش بینی ها، کارایی بازارهای مالی را افزایش دهد؛ زیرا که مدیران شرکت ها در گروه آن دسته از استفاده کنندگان صورت های مالی هستند که در داخل شرکت حضور دارند و بالطبع اطلاعات بیشتری را نسبت به استفاده کنندگان خارجی بدست می آورند. هم چنین آنان علاوه بر صورت های مالی به اطلاعاتی دسترسی دارند که برای شرکت محرمانه تلقی می شود. در ضمن اطلاعات، سریعتر و کم هزینه تر در اختیار مدیران قرار می گیرد. تصمیم گیری درباره انتخاب بین دو دیدگاه بالا مشکل به نظر می رسد، زیرا درک قابل قبولی از نحوه پردازش اطلاعات توسط سرمایه گذاران موجود نبوده و تئوری بازار کارا بر میزان و سرعت تاثیر اطلاعات مالی بر قیمت سهام تاکید دارد. تحقیقات مختلف، به نتایج متضادی در این مورد رسیده اند. اما به طور کلی، نظر اغلب دست اندرکاران مالی بر این است که انتشار پیش بینی های مالی به اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری کمک می کند؛ همچنین از آنجا که اطلاعات مربوط به سود و پیش بینی آن توسط مدیر، در مقایسه با سایر اطلاعات منتشره توسط شرکت، بیشتر مورد توجه سرمایه گذاران و سایر ذی نفعان می باشد، توجه به ویژگیهای این اطلاعات ضروری است. از طرفی وجود یا عدم وجود اطلاعات در خصوص شرکتهای و سهام آنها، می تواند بر ریسک شرکت تاثیرگذار باشد؛ چنانچه مدیریت به عنوان یک فرد مطلع،



آینده شرکت را از طریق پیش بینی سود هر سهم برای سهامداران ترسیم نماید و ریسک مدیریتی معقول داشته باشد سرمایه گذاران در ارزیابی جریان نقدی آتی مطمئن تر عمل می نمایند در اینجا سعی شده رابطه پیش بینی مدیریت از سود و مشوق های مدیریتی با ریسک پذیری مدیران بررسی شود.

بیان مساله

همه مدیران با فراگرد تصمیم گیری سر و کار دارند. در حقیقت تصمیم گیری و مدیریت را می توان مترادف دانست؛ زیرا تصمیم گیری جزء اصلی مدیریت است. به همین علت شناخت تصمیم، اهمیت بسیار زیادی دارد. سرمایه گذاری مستلزم مطالعه فرایند سرمایه گذاری و مدیریت ثروت سهامداران است و فرایند سرمایه گذاری در یک حالت منسجم، مستلزم ارزیابی ماهیت اصلی تصمیم های سرمایه گذاری است؛ بنابراین تصمیم های سرمایه گذاری باید با تکیه بر اصول علمی و با دقت مناسب اتخاذ شود. تصمیم گیری ها با توجه به میزان در دسترس بودن اطلاعات لازم در چهار وضعیت اطمینان کامل^۱، ریسک^۲، عدم اطمینان^۳ و ابهام^۴ اتخاذ می شوند که از میان این چهار عامل در فرایند تصمیم گیری مدیران شرکت های سرمایه گذاری، میزان پذیرش ریسک با توجه به بازده مدنظر، عاملی پراهمیت است. کیفیت و چگونگی تصمیم های مدیران در میزان موفقیت و تحقق اهداف سازمان تأثیرگذار است؛ به عبارتی، سرنوشت سازمان به چگونگی تصمیم گیری مدیران و نتایج حاصل از آن بستگی دارد (دوستار و همکاران، ۱۳۹۶).

پیشرفت روزافزون تکنولوژی، جهانی شدن اقتصاد و تجارت و همچنین شدت تغییرات محیطی و افزایش عدم قطعیت در روند این تغییرات موجب شده اند ریسک و عدم اطمینان از عناصر جدانشدنی فرایند تصمیم گیری در سازمان به شمار بیاید و در نتیجه، اداره سازمان ها امروزه بیش از هر زمان دیگری پیچیده تر شده است. در چنین فضایی مدیران که تصمیم گیرندگان اصلی سازمان هستند، واکنش های متفاوتی از خود نشان می دهند که نشان دهنده نحوه رفتار آنان است. میل به ریسک پذیری^۵ و نحوه نگرش مدیران به ریسک که یکی از ویژگی های شخصیتی خاص است، تعیین کننده نوع رفتار آنهاست. اهمیت ریسک پذیری به حدی است که یکی از عوامل مهم و اساسی موفقیت در تصمیم گیری مدیران در شرایط ریسک و عدم اطمینان به شمار می آید (فلاح شمس و همکاران، ۱۳۸۷). شرکت هایی که مدیران ریسک گریزتری دارند، در زمان مواجه شدن با موقعیت های همراه با ریسک و عدم اطمینان، تغییرات و میانگین سود شان کاهش می یابد؛ زیرا این مدیران حاضرند برای روبهرو شدن با ریسک کمتر، سود پایین تری را بپذیرند. وجود روحیه ریسک گریزی در مدیران موجب می شود آنان به انتخاب طرح های سرمایه گذاری با سودآوری و ریسک بالا تمایل نداشته باشند که در نتیجه، نرخ سرمایه گذاری کاهش می یابد. همچنین مدیران ریسک گریز، فعالیت هایی با ریسک و

^۱. Certainty

^۲. Risk

^۳. Uncertainty

^۴. Ambiguity

^۵. risk-taking



5Th International Conference
Management, Accounting and
Economic Development

September 15, 2020
Tbilisi - Georgia



بازده پایین را انتخاب کرده و از قبول تکنولوژی‌های جدید و پیشرفته همراه با ریسک بالا پرهیز می‌کنند. در چنین موقعیتی ممکن است بهره‌وری سازمان نیز کاهش یابد.

عوامل مختلفی بر ریسک پذیری مدیران در شرکت‌ها و سازمان‌ها تاثیرگذار می‌باشد. یکی از این عوامل که در این پژوهش قصد بررسی تاثیر آن بر ریسک پذیری مدیران می‌باشد، پیش‌بینی مدیریت از سود^۶ می‌باشد. باید بیان کرد که یکی از اهداف حسابداری و تهیه صورت‌های مالی، دادن اطلاعاتی سودمند برای تصمیم‌گیری است. در بیانیه ۴ هیات اصول حسابداری، یکی از اهداف عمومی صورت‌های مالی، فراهم آوردن اطلاعات به منظور کمک به پیش‌بینی سود آتی واحد تجاری ذکر شده است. سود یکی از اقلام مهم و اصلی صورت‌های مالی است که توجه استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی را به خود جلب می‌کند. پیش‌بینی این رقم توسط مدیران واحدهای اقتصادی به سرمایه‌گذاران کمک‌شایانی در تصمیم‌گیری‌های خرید و فروش سهام می‌نماید. از طرفی وجود پدیده عدم اطمینان در بازار و نبود اطلاعات باعث می‌شود مدیران نسبت به آینده با تردید نگاه کرده و میل کمتری به پیش‌بینی سود و افزایش آن داشته باشند (صالح نژاد و وقفی، ۱۳۹۵).

مدیران به اطلاعاتی علاوه بر صورت‌های مالی دسترسی دارند که برای شرکت محرمانه تلقی می‌شود. سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی شرکت‌ها علاوه بر اطلاعات تاریخی، به اطلاعاتی درباره آینده واحدهای اقتصادی نیز نیاز دارند. یکی از این اطلاعات، پیش‌بینی سود توسط مدیریت واحد می‌باشد که بصورت خاص مورد توجه است و موجب ایجاد تغییراتی در رفتار سرمایه‌گذاران و بازار سهام می‌شود (هرث^۷ و همکاران، ۲۰۰۸).

پیش‌بینی سود مدیریت، نوعی افشای اجباری است که اطلاعاتی درباره سود مورد انتظار هر شرکت خاص ارائه می‌کند و جنبه‌ای کلیدی از افشا به شمار می‌رود (هرث و همکاران، ۲۰۰۸). اساساً افشای اختیاری و اجباری دو مجرای ارتباطی مهم مدیران برای انتقال اطلاعات به سهامداران بیرونی است. هرچند ادبیات قابل توجهی نشان می‌دهد که این دو نوع افشاء، اطلاعات ارزشمند و مربوطی دارد و بر قیمت اوراق بهادار بطور معنادار تأثیر می‌گذارد با این حال این افشاهای می‌تواند خطاهایی نیز داشته باشد. بررسی این موضوع می‌تواند موجب درک بهتر ارزش افشای اطلاعات شود و برای سرمایه‌گذاران و مراجع تدوین استاندارد نیز قابل استفاده باشد (گانگ^۸، ۲۰۰۹).

دومین متغیری که در این پژوهش قصد بررسی تاثیر آن بر ریسک‌پذیری مدیران می‌باشد، مشوق‌های مدیریتی^۹ می‌باشد. با نگاهی دقیق‌تر می‌توان دریافت که رویه‌های مختلفی برای مشوق‌های مدیران وجود دارد. لذا، همواره این سوال مطرح بوده است که چه روشی و چه مقداری پاداش برای مدیران مناسب است که از یک سو باعث انگیزش مدیران و از سوی دیگر باعث تکاپوی بیشتر آنان برای به دست آوردن بازدهی بیشتر شود. آنچه مسلم است؛ دیدگاه سرمایه‌داری همواره بر افزایش ثروت سهامداران و سرمایه‌گذاران تاکید دارد، لذا باید همواره به این موضوع توجه

^۶. Management earnings forecasts,

^۷. Hirst

^۸. Gong

^۹. managerial incentives,



داشت که کارایی و اثر بخشی مدیران بنگاه های اقتصادی حائز اهمیت است و با دلگرم کردن مدیران موفق، می توان به این افزایش ثروت سرعت بیشتری بخشید یکی از رویه های اساسی در این راه، مالک کردن مدیران (ایجاد سیستم سهام وثیقه) است. راه دیگر ارزیابی عملکرد آنان، پاداش منطبق با این ارزیابی است، اما سوال اساسی این است که چه روش ارزیابی مطلوب است. مبنای ارزش افزوده می تواند یکی از مبانی مطلوب ارزیابی عملکرد باشد؛ یعنی براساس ارزش افزوده، مدیران ارزیابی شود و حتی پاداش به صورت درصدی از آن باشد (شیخ الاسلامی^{۱۰}، ۲۰۰۱).

تجزیه و تحلیل مبتنی بر ارزش افزوده، همیشه جوابی ارائه می دهد که با حداکثر کردن سود سهامداران همسو و سازگار است. برای اینکه مدیران انگیزه داشته باشند تا در جهت افزایش سود سهامداران عمل کنند، پاداش آنان باید مبتنی بر افزایش در ارزش افزوده ای باشد که آنان ایجاد کرده اند. اهداف مدیریتی مبتنی بر افزایش سود یا سهم بازار، افزایش بازده دارایی ها یا حقوق صاحبان سهام یا سایر معیار های تجاری، می تواند انگیزه هایی ایجاد نماید که با حداکثر کردن ثروت سهامداران ناسازگار باشد. حداکثر کردن ارزش افزوده همواره انگیزه هایی در جهت حداکثر کردن ثروت سهامداران ایجاد می کند (الی^{۱۱}، ۱۹۹۱). به طور عام، انگیزه های مدیریتی راه حل اصلی مسئله نمایندگی تصور می شود. براساس این اعتقاد، در صورت استقرار الگوی مناسب برای پرداخت پاداش؛ مدیران در جهت منافع سهامداران و وام دهندگان فعالیت می کنند. دلیل اصلی طرح پاداش این است که باید به مدیران به خاطر مسئولیت های سازمانی که بر عهده دارند، پاداش داد و انگیزه لازم را برای عملکرد بهتر در آنان ایجاد کرد (سجادی و زارع زاده، ۱۳۹۰). یکی از راهکارهای تاثیرگذار که باعث کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهامداران و بهبود عملکرد مدیران می شود، ایجاد انگیزه در مدیران با استفاده از طرح های مبتنی بر پاداش است (سجادی و زارع زاده، ۱۳۹۰).

اهمیت پژوهش

یکی از مسئولیت های مهم مدیران در تمام سطوح مدیریت، "تصمیم گیری" است. کیفیت و چگونگی تصمیمات بر میزان موفقیت و تحقق اهداف سازمان تاثیر گذار است. به عبارتی سرنوشت سازمان به نحوه تصمیم گیری مدیران و نتایج حاصل از آن بستگی دارد. پیشرفت روزافزون تکنولوژی، جهانی شدن اقتصاد و تجارت و همچنین شدت تغییرات محیطی و افزایش عدم قطعیت در روند این تغییرات موجب شده اند که ریسک و عدم اطمینان از عناصر لاینفک فرایند تصمیم گیری در سازمان به شمار آمده و در نتیجه اداره سازمان ها امروزی بیش از هر زمان دیگر پیچیده تر شده است. در چنین فضایی مدیران به عنوان تصمیم گیرندگان اصلی سازمان، واکنش ها و عکس العمل های متفاوتی از خود نشان می دهند که بیانگر نحوه رفتار آنان است. میل به ریسک پذیری و نحوه نگرش مدیران به ریسک به عنوان یکی از ویژگی های شخصیتی خاص، تعیین کننده میزان رفتار ریسک پذیرانه یا گریزانه ایشان به هنگام تصمیم گیری است. برخی از

^{۱۰}.Sheikholeslami



مدیران به دنبال پذیرش ریسک بوده و ریسک پذیرند. برخی دیگر از قبول و پذیرش ریسک اجتناب کرده و ریسک گریزند. گروهی دیگر نسبت به قبول یا رد ریسک بی تفاوت بوده و به عنوان افراد خنثی تلقی می شوند. اهمیت ریسک پذیری به حدی است که به عنوان یکی از عوامل مهم و اساسی موفقیت در تصمیم گیری مدیران در شرایط ریسک و عدم اطمینان به شمار می آید. مارچ شاپیرا (۱۹۸۷) نتایج تعدادی از تحقیقات انجام شده در زمینه ریسک پذیری مدیران عالی اجرایی را مورد بررسی قرار داده اند. این نتایج نشان دهند که مدیران عالی اجرایی معتقدند ریسک پذیری یکی از فاکتورهای اساسی و بنیادی موفقیت در تصمیم گیری به شمار می آید. اکثریت آنان بیان کرده اند که بین ریسک و بازده همبستگی مثبت وجود دارد. این مدیران معتقدند که ریسک پذیری در مشاغل مدیریتی از اهمیت بسزایی برخوردار است. از این رو بررسی عوامل موثر بر ریسک پذیری مدیران نیز از اهمیت و ضرورت خاصی برخوردار می باشد که در این پژوهش قصد بر این می باشد که رابطه پیش بینی مدیریت از سود و انگیزه های مدیریت بر ریسک پذیری مدیران مورد بررسی قرار گیرد.

ادبیات و پیشینه پژوهش

سوزان و ایکساولیو (۲۰۱۸)، در پژوهشی به بررسی رابطه پیش بینی مدیریت از سود، مشوق های مدیریتی با ریسک پذیری مدیران پرداختند. در این پژوهش از داده های سال های ۱۹۹۴ الی ۲۰۱۱ جهت تجزیه و تحلیل داده ها استفاده شده است. یافته های این پژوهش نشان داد که پیش بینی مدیریت از سود بر ریسک پذیری مدیران تاثیر معنادار دارد. همچنین مشخص گردید که انگیزه های مدیریتی تاثیر معناداری بر ریسک پذیری مدیران شرکت ها دارند. بروکمن و سیکون (۲۰۱۳) محتوای اطلاعاتی پیش بینی سود توسط مدیران را بررسی نموده اند. آنان محتوای اطلاعاتی آثار اطلاعات کمی (سخت) و کیفی (نرم) را در پیش بینی سود مدیران مورد آزمون قرار داده اند. نتایج بررسی های آنان نشان داده است، ارتباط مثبتی میان اجزای اعلان سود و مقدار بازده غیر عادی وجود دارد. نتایج مطالعه آنان همچنین بیان می کند، قدرت توضیح دهنده گی اطلاعات کیفی در اعلان پیش بینی سود بیش از اطلاعات کمی است. هیگ چوی و زیبرت (۲۰۱۰) پیش بینی سود مدیران و ضریب واکنش سودهای آتی را بررسی نموده اند. یافته های آنان نشان داده است که پیش بینی های سه ماهه و کوتاه مدت نسبت به پیش بینی های بلندمدت ارتباط میان بازده ها و سودهای آینده را افزایش می دهد. پیش بینی های سه ماهه سرمایه گذاران را به شکل دهی انتظارات بهتر در مورد سودهای آینده یاری می رساند. فورستر و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهشی تاثیر افزایش اختیاری پیش بینی سود مدیریت بر ارزیابی سرمایه گذاران از ریسک و ارزش شرکت را بررسی نمودند. آنها دریافتند که یک رابطه معکوس و معنادار میان انتشار پیش بینی سود مدیریت با ریسک اطلاعاتی شرکت وجود دارد. همچنین آنها ثابت کردند که پیش بینی سود مدیریت، رابطه مستقیم و معناداری با ارزش شرکت دارد.



حاجی هاشمی و عبدلی (۱۳۹۷)، در پژوهشی به بررسی تاثیر بیش اطمینانی مدیران بر سیاست های ریسکی شرکتها پرداختند. در این تحقیق به بررسی تاثیر سوگیری رفتاری بیش اطمینانی مدیران شرکتها و تاثیر آنها بر سیاست های ریسک شرکتها از سه جنبه عملیاتی و مالی و بازار می پردازیم. دوره زمانی تحقیق سالهای ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۴ می باشد. نتایج نشان داد از آنجا که آماره t متغیر ریسک مالی و ریسک تجاری بزرگتر از $1/965$ بوده و سطح معناداری آن ها کمتر از $0/05$ ارتباطی معنادار و خطی بین ریسک مالی و تجاری با بیش اطمینانی مدیریت شرکت برقرار است. همچنین نتایج بدست آمده نشان داد که آماره t متغیر ریسک بازار کمتر از $1/965$ و سطح معناداری آن ها بیشتر از $0/05$ است و لذا ارتباطی معنادار و خطی بین ریسک بازار با بیش اطمینانی مدیریت شرکت برقرار نمی باشد.

دوستار و همکاران (۱۳۹۶)، در پژوهشی به بررسی تاثیر رفتار توده وار در ریسک پذیری مدیران شرکت های سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. امروزه رفتار توده وار، که یکی از مهم ترین تورش های رفتاری در بین شرکت های سرمایه گذاری، مدیران و سرمایه گذاران است، نقش بسیار مهمی در پذیرش ریسک، بازده سهام و سبد سرمایه گذاری بازی می کند. هدف از انجام پژوهش حاضر، بررسی تاثیر رفتار توده وار مدیران شرکت های سرمایه گذاری در ریسک پذیری آنها است. جامعه آماری پژوهش شامل تمامی مدیران عامل و مدیران مرتبط با سرمایه گذاری در شرکت های سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و حجم نمونه با استفاده از فرمول کوکران ۱۹۶ نفر محاسبه شد. برای تحلیل فرضیه های ارائه شده در قالب الگوی مفهومی پژوهش، از روش الگوسازی معادلات ساختاری با رویکرد حداقل مربعات جزئی (PLS) استفاده شد. نتایج تحلیل ها نشان دهنده تأیید فرضیه اصلی پژوهش و چهار فرضیه فرعی مرتبط با آن است. نتایج نشان داد بین ریسک پذیری و رفتار توده وار مدیران شرکت های سرمایه گذاری، رابطه ای معکوس وجود دارد.

صالح نژاد و وقفی (۱۳۹۵)، در پژوهشی به بررسی تاثیر پیش بینی سود توسط مدیریت بر ریسک و ارزش شرکت پرداختند. این پژوهش به بررسی ارتباط میان پیش بینی سود توسط مدیریت با ریسک و ارزش شرکت ها با استفاده از داده های تاریخی سال های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ مربوط به ۱۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. نتایج نشان دهنده تاثیر معنی دار پیش بینی سود هر سهم مدیریت بر ارزش شرکت و عدم تاثیر این پیش بینی ها بر ریسک سهام شرکت های مورد مطالعه در طول دوره پژوهش می باشد.

سال افزون و همکاران (۱۳۹۵)، در پژوهشی به بررسی ارتباط میان ریسک پذیری، ارزش شرکت و پیش بینی سود مدیریت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. هدف از این تحقیق بررسی ارتباط میان ریسک پذیری، ارزش شرکت و پیش بینی سود مدیریت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. نمونه آماری تحقیق شامل ۱۱۵ شرکت از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران میباشد که بر اساس روش غربالگری انتخاب گردیده اند و دوره زمانی شامل ۵ سال از سال ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۲ که اطلاعات شرکت های نمونه گردآوری و برای آزمون فرضیه های تحقیق از داده های ترکیبی و رگرسیون چندمتغیره استفاده گردید.



شواهد تجربی بدست آمده از آزمون فرضیات حاکی از این است که فرضیه دوم تأیید و دو فرضیه دیگر رد شدند. طبق نتایج میان ارزش آتی سهام و دقت بالای پیش بینی سود مدیریت با ریسک پذیری شرکت رابطه معکوسی وجود دارد. همچنین دقت بالای پیش بینی سود مدیران، بین ریسک پذیری و ارزش آتی شرکت رابطه معناداری وجود ندارد.

اهداف پژوهش

هدف اصلی

بررسی تاثیر پیش بینی مدیریت از سود و انگیزه های مدیریتی بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

هدف های فرعی

(۱) بررسی تاثیر انتشار پیش بینی سود توسط مدیریت بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

(۲) بررسی تاثیر نوسان در برآورد مدیریت از سود بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

(۳) بررسی تاثیر درصد سهام مدیر عامل بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

(۴) بررسی تاثیر اجتناب از زیان بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

(۵) بررسی تاثیر میزان پاداش پرداختی سالیانه به مدیران بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

فرضیه های پژوهش

فرضیه اصلی

پیش بینی مدیریت از سود و انگیزه های مدیریتی بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

فرضیه های فرعی

(۱) انتشار پیش بینی سود توسط مدیریت بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

(۲) نوسان در برآورد مدیریت از سود بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.



۳) درصد سهام مدیر عامل بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

۴) پاداش پرداختی سالیانه به مدیران بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

روش تحقیق

این تحقیق از نوع تحقیقات شبه تجربی و در حوزه تحقیقات مدیریت مالی می باشد. در واقع تحقیقات شبه تجربی به منظور نزدیک ساختن تحقیق به شرایط تجربیات حقیقی، در مواردی که امکان کنترل یا به کارگیری تمام متغیرهای مربوط وجود ندارد به کار گرفته می شود. این تحقیق از لحاظ طبقه بندی تحقیق بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است. تحقیق کاربردی تحقیقی است که نظریه، قانونمندی ها، اصول و فنون را برای حل مسائل اجرایی و واقعی به کار می گیرد. این تحقیق، تحقیق توصیفی محسوب می شود. تحقیق توصیفی آنچه را که هست بدون دخل و تصرف توصیف و تفسیر می کند. این نوع از تحقیقات شامل جمع آوری اطلاعات به منظور آزمون فرضیه یا پاسخ به سؤالات مربوط به وضعیت فعلی موضوع مورد مطالعه می باشد.

در این پژوهش جهت بررسی موضوع از متغیر تعدیلگر استفاده شده است. متغیر تعدیلگر متغیری است که جهت و شدت ارتباط بین متغیر مستقل و وابسته را تحت تاثیر قرار می دهد (بارون و کنی، ۱۹۸۶).

جامعه آماری و روش نمونه گیری

جامعه آماری تحقیق حاضر شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک بازه زمانی ۶ ساله، از سال ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ می باشند.

در این مطالعه برای این که نمونه تحقیق یک نماینده مناسب از جامعه آماری مورد نظر باشد، برای انتخاب نمونه از روش غربالگری (حذفی) استفاده شده است. برای این منظور معیارهای زیر در نظر گرفته شده و در صورتی که یک شرکت کلیه معیارها را احراز کرده باشد به عنوان یکی از شرکت های نمونه انتخاب شده است. روش نمونه گیری غربالگری (حذفی) با اعمال شرایط زیر هست:

- ۱- اطلاعات مورد نیاز جهت محاسبه متغیرهای عملیاتی تحقیق، برای آن ها در دسترس باشد.
- ۲- دست کم از سال ۱۳۹۲ در بورس پذیرفته شده و تا پایان دوره تحقیق در بورس فعال باشند.
- ۳- پایان سال مالی آن ها ۲۹ اسفند ماه باشد.
- ۴- جزء صنایع واسطه گری مالی، سرمایه گذاری، بانکی، بیمه و لیزینگ نباشد.
- ۵- بیش از سه ماه وقفه معاملاتی نداشته باشند.



روش و ابزار تجزیه و تحلیل داده ها

برای برآورد مدل ها از تخمین رگرسیون به روش داده‌های پانل استفاده می‌شود. داده‌های پانل، ترکیبی از داده‌های مقطعی و سری زمانی می‌باشد. یعنی اطلاعات مربوط به داده‌های مقطعی در طول زمان مشاهده می‌شود. بدین صورت که چنین داده‌هایی دارای دو بعد می‌باشند که یک بعد آن مربوط به واحدهای مختلف در هر مقطع زمانی خاص است و بعد دیگر آن مربوط به زمان می‌باشد. در عمل، استفاده از روش پانلی نسبت به روش‌های داده‌های مقطعی و سری‌های زمانی دو مزیت عمده دارد: اول این که، به محقق این امکان را می‌دهد تا ارتباط میان متغیرها و حتی واحدها (مقاطع) را در طول زمان در نظر بگیرد و به بررسی آنها بپردازد و مزیت دوم نیز، در توانایی این روش در کنترل اثرات انفرادی مربوط به مقاطع است که قابل مشاهده و اندازه‌گیری نیستند. به منظور تحلیل داده‌ها از نرم افزار ۱۰ Eviews استفاده می‌گردد.

چگونگی بررسی و اندازه‌گیری متغیرها

در این پژوهش از دو مدل رگرسیونی برای بررسی فرضیه‌های پژوهش استفاده خواهد شد:

مدل (۱): بررسی تاثیر پیش بینی مدیریت از سود بر ریسک پذیری مدیران

$$RISK_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 MEF_{i,t} + \beta_2 DMEF_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 MTB_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 INTS_{i,t} + \beta_8 DD_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

مدل (۲): بررسی تاثیر مشوق‌های مدیریتی بر ریسک پذیری مدیران

$$RISK_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CEOSH_{i,t} + \beta_2 MR_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 MTB_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 INTS_{i,t} + \beta_8 DD_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

در مدل‌های فوق:

ریسک پذیری (RISK)

انتشار پیش بینی سود توسط مدیریت (MEF)

نوسان در برآورد مدیریت از سود (DMEF)

درصد سهام مدیر عامل (CEOSH)

پاداش سالیانه پرداختی به مدیران (MR)

اندازه شرکت (Size)

ارزش بازاری به ارزش دفتری سهام (MTB)

اهرم مالی (LEV)

نرخ بازده دارایی‌ها (ROA)

مالکیت سهامداران نهادی (INST)



پرداخت سود (DD)

شیوه اندازه گیری متغیرهای پژوهش متغیر وابسته

ریسک پذیری مدیران (RISK)

در این پژوهش ریسک پذیری مدیران از انحراف معیار رابطه زیر بدست می آید:

$$r_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 r_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در رابطه فوق:

Ri,t بازده سهام شرکت i در زمان t

Rm,t بازده بازار در زمان t

متغیرهای مستقل

پیش بینی سود توسط مدیریت

این پژوهش از چارچوب ارائه شده توسط ونکاتارامان (۲۰۰۸) به منظور ارزیابی چگونگی تاثیر تفاوت های موجود در ویژگی های پیش بینی سود مدیریت بر ریسک شرکت ها بهره گیری می کند. بر اساس مطالب فوق، انتظار می رود شرکت های دارای سیاست افشای پیش بینی سود در مقایسه با سایر شرکتها از بازده سهام بیشتر و ریسک کمتری برخوردار باشند و این به دلیل اطمینان بیشتر بازار سرمایه به این شرکت هاست. همچنین بر اساس این انتظار، به نظر می رسد نوسان های یا تغییرات پیش بینی سود در طول سال مالی، بر روی ریسک شرکت تاثیر گذار باشد. متغیر مستقل اصلی این پژوهش، پیش بینی سود هر سهم شرکت های پذیرفته شده در بورس می باشد. در این پژوهش، آثار این متغیر در دو بخش بررسی شده است. در بخش نخست، اثر انتشار یا عدم انتشار پیش بینی سود و در بخش دوم، اثر نوسان های پیش بینی ها در طول یک سال مالی بررسی شده است.

(۱) انتشار پیش بینی سود توسط مدیریت (MEF)

برای تبیین اثر انتشار پیش بینی سود مدیریت از یک متغیر مجازی استفاده شده است که اگر شرکت در دوره مورد نظر، رقم مذکور را افشا نموده باشد؛ مقدار آن یک و در غیر این صورت صفر می باشد.

(۲) نوسان در برآورد مدیریت از سود (DMEF)

یکی از اهداف این پژوهش، بررسی نوع و شدت همبستگی تغییرات پیش بینی سود با متغیرهای وابسته پژوهش می باشد. برای اندازه گیری شدت تغییرات از انحراف معیار پیش بینی های سود هر سهم منتشر شده در طول یک سال مالی استفاده شده است.

مشوق های مدیریتی

در این پژوهش از دو عامل برای بررسی مشوق های مدیریت استفاده می گردد:

(۱) درصد سهام مدیر عامل (CEOSH)



در این پژوهش درصد سهام مدیر عامل از میزان سهام تحت مالکیت مدیر عامل در پایان سال مالی بدست می آید.

(۲) پاداش سالیانه پرداختی به مدیران (MR)

پاداش سالیانه پرداختی به مدیران از طریق ارزش ریالی پاداش سالیانه پرداختی بر مدیران بدست خواهد آمد.

متغیرهای کنترلی

(۱) اندازه شرکت (Size)

اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی های شرکت بدست خواهد آمد.

(۲) ارزش بازاری به ارزش دفتری سهام (MTB)

این متغیر از نسبت ارزش بازاری سهام به ارزش دفتری سهام بدست می آید.

(۳) اهرم مالی (LEV)

اهرم مالی از طریق نسبت کل بدهی های شرکت به کل دارایی های شرکت بدست خواهد آمد.

(۴) نرخ بازده دارایی ها (ROA)

از طریق نسبت سود یا درآمد خالص بر دارایی های کل شرکت بدست خواهد آمد.

(۵) مالکیت سهامداران نهادی (INST)

این متغیر از طریق نسبت تعداد سهام سهامداران نهادی بر کل سهام شرکت بدست خواهد آمد.

(۶) پرداخت سود (DD)

پرداخت سود یک متغیر مجازی می باشد. بدین صورت که اگر شرکت در سال t پرداخت سود انجام داده باشد عدد ۱ و

در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته می شود.

یافته ها

آمار توصیفی

به منظور شناخت بهتر ماهیت جامعه ای که در پژوهش مورد مطالعه قرار گرفته است و آشنایی بیشتر با متغیرهای پژوهش، قبل از تجزیه و تحلیل داده های آماری، لازم است این داده ها توصیف شود. همچنین توصیف آماری داده ها، گامی در جهت تشخیص الگوی حاکم بر آن ها و پایه ای برای تبیین روابط بین متغیرهایی است که در پژوهش به کار می رود. اطلاعات مربوط به متغیرهای پژوهش و شاخص ها و معیارهای مرکزی شامل میانگین، میانه و شاخص های پراکندگی شامل، انحراف معیار و چولگی و کمینه و بیشینه متغیرهای در جدول (۱) گزارش شده است.

جدول (۱): علامت اختصاری متغیرهای پژوهش

| ردید | متغیرها | تعداد | میانگی | میانه | بیشینه | کمینه |
|------|---------|-------|--------|-------|--------|-------|
|------|---------|-------|--------|-------|--------|-------|

5Th

International Conference Management, Accounting and Economic Development

September 15, 2020
Tbilisi - Georgia



| ف | مشاهدات | ن | ه | ف |
|----|--|-------|-------|--------|
| ۱ | ریسک پذیری (RISK) | ۰/۵۶۶ | ۰/۵۵۴ | ۳/۲۱۶ |
| | | ۰ | ۴ | - |
| ۲ | انتشار پیش بینی سود توسط مدیریت (MEF) | ۰/۵۵۱ | ۱ | ۰ |
| ۳ | نوسان در برآورد مدیریت از سود (DMEF) | ۰/۱۰۷ | ۰/۶۹ | ۰/۷۷۱ |
| | | ۰ | ۰ | - |
| ۴ | درصد سهام مدیر عامل (CEOSH) | ۴/۹۹۴ | ۲/۲۳ | ۰ |
| | | ۴ | ۸ | |
| ۵ | پاداش سالیانه پرداختی به مدیران (MR) (لگاریتم) | ۰/۳۷۱ | ۳/۰۸ | ۰/۰۱۳ |
| ۶ | اندازه شرکت (Size) | ۶/۲۳۰ | ۱/۰۴۰ | ۴/۶۴۰ |
| | | ۶ | ۸ | |
| ۷ | ارزش بازاری به ارزش دفتری سهام (MTB) | ۰/۳۸۰ | ۳/۲۷ | ۱/۰۰۰۶ |
| | | ۰ | ۱ | ۰ |
| ۸ | اهرم مالی (LEV) | ۰/۵۸۸ | ۱/۶۲۳ | ۰/۰۴۲ |
| | | ۰ | ۰ | |
| ۹ | نرخ بازده دارایی ها (ROA) | ۰/۱۵۰ | ۱/۲۰ | ۱/۰۰۰۶ |
| | | ۰ | ۰ | ۰ |
| ۱۰ | مالکیت سهامداران نهادی (INST) | ۰/۶۳۵ | ۱/۶۹۳ | ۰/۱۳۱ |
| | | ۰ | ۰ | |
| ۱۱ | پرداخت سود (DD) | ۰/۵۵۷ | ۱ | ۰ |

آزمون جارک - برا

برای سهولت بررسی نرمال بودن متغیر می توان مقدار *porbability* را مشاهده کرد. اگر مقدار *porbability* بیشتر از ۰.۰۵ باشد، فرض صفر مبنی بر نرمال بودن متغیر با اطمینان ۹۵ درصد رد نخواهد شد. همان طوری که در جدول (۲) مشاهده می شود تمامی متغیرهای این پژوهش از توزیع نرمالی برخوردار هستند.

جدول (۲): نتایج آزمون جارک - برا برای تعیین نرمال بودن داده ها



5th International Conference
Management, Accounting and
Economic Development

September 15, 2020
Tbilisi - Georgia

| porbability | jarque-Bera | متغیر | ردیف |
|-------------|-------------|---------------------------------------|------|
| ۰/۷۵۲ | ۰/۵۶۹ | ریسک پذیری (RISK) | ۱ |
| ۰/۲۳۸ | ۲/۸۶۹ | انتشار پیش بینی سود توسط مدیریت (MEF) | ۲ |
| ۰/۷۱۵ | ۰/۶۶۸ | نوسان در برآورد مدیریت از سود (DMEF) | ۳ |
| ۰/۵۴۶ | ۱/۲۰۷ | درصد سهام مدیر عامل (CEOSH) | ۴ |
| ۰/۸۳۰ | ۰/۳۷۱ | پاداش سالیانه پرداختی به مدیران (MR) | ۵ |
| ۰/۳۰۱ | ۲/۳۹۶ | اندازه شرکت (Size) | ۶ |
| ۰/۸۶۵ | ۰/۲۸۸ | ارزش بازاری به ارزش دفتری سهام (MTB) | ۷ |
| ۰/۳۱۵ | ۲/۲۰۱ | اهرم مالی (LEV) | ۸ |
| ۰/۲۳۸ | ۲/۸۶۹ | نرخ بازده دارایی ها (ROA) | ۹ |
| ۰/۷۱۵ | ۰/۶۶۸ | مالکیت سهامداران نهادی (INST) | ۱۰ |
| ۰/۵۴۶ | ۱/۲۰۷ | پرداخت سود (DD) | ۱۱ |

تحلیل رگرسیون (۱)

برای آزمون فرضیه اصلی این پژوهش از مدل رگرسیون شماره (۱) با استفاده از داده های ترکیبی و از روش اثرات ثابت استفاده شده است که خلاصه نتایج حاصل با استفاده از نرم افزار Eviews، در جدول (۳) آمده است.

جدول (۳): نتایج تجزیه و تحلیل مدل رگرسیون (۱)

| سطح معناداری | نوع رابطه | مقدار p | آماره t | خطای استاندارد | ضریب | متغیر مستقل |
|--------------|-------------|---------|---------|----------------|---------|---------------------------------------|
| - | - | ۰/۰۰۰ | -۱۷/۷۸۶ | ۰/۵۸۶ | -۱۰/۴۳۲ | عرض از مبدأ |
| - | غیر معنادار | ۰/۷۳۶۶ | -۰/۳۳۶ | ۰/۰۷۴ | -۰/۰۲۵ | انتشار پیش بینی سود توسط مدیریت (MEF) |
| ۹۹٪ | معنادار | ۰/۰۰۱۱ | -۳/۲۷۸ | ۰/۳۹۳ | -۱/۲۸۹ | نوسان در برآورد مدیریت از سود (DMEF) |
| ۹۹٪ | معنادار | ۰/۰۰۰۰ | ۱۶/۲۷۰ | ۰/۰۸۶ | ۱/۴۱۰ | اندازه شرکت (Size) |
| ۹۹٪ | معنادار | ۰/۰۰۰۰ | ۷/۴۹۱ | ۰/۱۱۳ | ۰/۸۵۳ | ارزش بازاری به ارزش دفتری سهام (MTB) |
| ۹۹٪ | معنادار | ۰/۰۰۷۱ | ۲/۷۰۱ | ۰/۱۸۴ | ۰/۴۹۸ | اهرم مالی (LEV) |



| | | ۹۹٪ | معنادر | ۰/۰۰۰۰ | ۱۲/۹۵۲ | ۰/۴۶۰ | ۵/۹۷۰ | نرخ بازده دارایی ها (ROA) |
|-------------------------|---------|-------|-----------|-----------|-----------|-------|---------|----------------------------------|
| | | ۹۹٪ | معنادر | ۰/۰۰۰۰ | ۵/۸۶۶ | ۰/۲۲۵ | ۱/۳۲۳ | مالکیت سهامداران نهادی (INST) |
| | | - | غیرمعنادر | ۰/۹۹۳۶ | -۰/۰۰۸ | ۰/۰۶۴ | -۰/۰۰۰۵ | پرداخت سود (DD) |
| دوربین واتسون D-W | احتمال | | | | انحراف از | ضریب | | |
| | آماره F | | | آماره ی F | میانگین | تعیین | ضریب | |
| | | | | | رگرسیون | تعدیل | تعیین | |
| | | | | | | شده | | |
| | | ۱/۵۰۳ | ۰/۰۰۰ | ۹/۹۹۵ | ۰/۶۶۷ | ۰/۶۱۵ | ۰/۶۸۳ | آماره |

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیون (۱) به شرح جدول (۳)، مشاهده می شود که مقدار عددی P-Value مربوط به آماره F که بیانگر معنی دار بودن کل رگرسیون است، برابر ۰/۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده R^2 برابر ۰/۶۶۷ بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً ۶۶٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل قابل تبیین است که نشان دهنده قدرت توضیح دهنده این رگرسیون است.

آزمون فرضیه اول: انتشار پیش بینی سود توسط مدیریت بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

H_0 : انتشار پیش بینی سود توسط مدیریت بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری ندارد.

H_1 : انتشار پیش بینی سود توسط مدیریت بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

همانگونه که در جدول (۳) ملاحظه می شود، ضریب متغیر مستقل (انتشار پیش بینی سود توسط مدیریت) برابر با ۰/۰۲۵- و سطح معناداری (Prob) آن ۰/۷۳۶۶ می باشد. با توجه به آماره t و P-Value این متغیر، نتایج نشانگر عدم معنی داری این متغیر می باشد. این یافته ها نشان می دهد که انتشار پیش بینی سود توسط مدیریت بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری ندارد. از این رو فرضیه اول این پژوهش مورد تأیید قرار نگرفت.



آزمون فرضیه دوم: نوسان در برآورد مدیریت از سود بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

H₀: نوسان در برآورد مدیریت از سود بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری ندارد.

H₁: نوسان در برآورد مدیریت از سود بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

همانگونه که در جدول (۳) ملاحظه می شود، ضریب متغیر مستقل (نوسان در برآورد مدیریت از سود) برابر با ۱/۲۸۹- و سطح معناداری (Prob) آن ۰/۰۰۱۱ می باشد. با توجه به آماره t و p-Value این متغیر، نتایج نشانگر معنی داری این متغیر در سطح اطمینان ۹۹٪ اطمینان می باشد. این یافته ها نشان می دهد که نوسان در برآورد مدیریت از سود بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد. از این رو فرضیه دوم این پژوهش مورد تأیید قرار گرفت.

تحلیل رگرسیون (۲)

برای آزمون فرضیه فرعی پژوهش از مدل رگرسیون شماره (۲) با استفاده از داده های ترکیبی و از روش اثرات ثابت استفاده شده است که خلاصه نتایج حاصل با استفاده از نرم افزار Eviews، در جدول (۴) آمده است.

جدول (۴): نتایج تجزیه و تحلیل مدل رگرسیون (۲)

| متغیر مستقل | ضریب | خطای استاندارد | آماره t | مقدار p | نوع رابطه | سطح معناداری |
|--------------------------------------|---------|----------------|---------|---------|-------------|--------------|
| عرض از مبدأ | -۱۰/۸۰۹ | ۰/۷۹۹ | -۱۳/۵۱۸ | ۰/۰۰۰ | - | - |
| درصد سهام مدیر عامل (CEOSH) | -۰/۰۲۴ | ۰/۰۱۲ | -۱/۹۷۵ | ۰/۰۴۸۸ | معنادار | ۹۵٪ |
| پاداش سالیانه پرداختی به مدیران (MR) | -۱/۳۷۸ | ۰/۳۹۳ | -۳/۵۰۴ | ۰/۰۰۰۵ | معنادار | ۹۹٪ |
| اندازه شرکت (Size) | ۱/۶۴۵ | ۰/۰۸۶ | ۱۸/۹۷۷ | ۰/۰۰۰۰ | معنادار | ۹۹٪ |
| ارزش بازاری به ارزش دفتری سهام (MTB) | ۱/۰۷۲ | ۰/۱۰۹ | ۹/۸۳۸ | ۰/۰۰۰۰ | معنادار | ۹۹٪ |
| اهرم مالی (LEV) | ۰/۱۲۸ | ۰/۱۸۱ | ۰/۷۰۴ | ۰/۴۸۱۳ | غیر معنادار | - |
| نرخ بازده دارایی ها (ROA) | ۴/۳۶۸ | ۰/۲۹۵ | ۱۴/۸۰۷ | ۰/۰۰۰ | معنادار | ۹۹٪ |



| مالکیت سهامداران نهادهی (INST) | | | | | |
|-----------------------------------|-------------|-----------|-----------|-------|-------|
| - | غیر معنادار | ۰/۱۶۰۴ | ۱/۴۰۶ | ۰/۴۴۸ | ۰/۶۳۱ |
| پرداخت سود (DD) | | | | | |
| - | غیر معنادار | ۰/۳۴۰۷ | ۰/۹۵۳ | ۰/۰۵۸ | ۰/۰۵۶ |
| دوربین | احتمال | F آماره ی | انحراف از | ضریب | ضریب |
| -واتسون | F آماره | | میانگین | تعیین | تعیین |
| D-W | | | رگرسیون | تعدیل | |
| | | | | شده | |
| آماره | | | | | |
| ۲/۱۲۰ | ۰/۰۰۰ | ۱۱/۲۱۷ | ۰/۶۲۴ | ۰/۶۸۷ | ۰/۷۵۴ |

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیون (۲) به شرح جدول (۴)، مشاهده می شود که مقدار عددی P-Value مربوط به آماره F که بیانگر معنی دار بودن کل رگرسیون است، برابر ۰/۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده R^2 برابر ۰/۶۲۴ بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً ۶۲٪/۴ از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل قابل تبیین است که نشان دهنده قدرت توضیح دهندگی این رگرسیون است.

آزمون فرضیه سوم: درصد سهام مدیر عامل بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

H_0 : درصد سهام مدیر عامل بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری ندارد.

H_1 : درصد سهام مدیر عامل بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

یافته های پژوهش در مدل رگرسیونی (۲) نیز نشان داد که ضریب متغیر مستقل (درصد سهام مدیر عامل) برابر با ۰/۰۲۴- و سطح معناداری (Prob) آن ۰/۰۴۸۸ می باشد. با توجه به آماره t و P-Value این متغیر، نتایج نشانگر معنی داری این ضریب در سطح ۹۵ درصد اطمینان می باشد. این یافته ها نشان می دهد که درصد سهام مدیر عامل بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد. از این رو فرضیه سوم پژوهش مورد تأیید قرار گرفت.



آزمون فرضیه چهارم: پاداش پرداختی سالیانه به مدیران بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

H₀: پاداش پرداختی سالیانه به مدیران بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری ندارد.

H₁: پاداش پرداختی سالیانه به مدیران بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

همانگونه که در جدول (4) ملاحظه می شود، ضریب متغیر مستقل (پاداش پرداختی سالیانه به مدیران) برابر با ۱/۳۷۸- و سطح معناداری (Prob) آن ۰/۰۰۰۵ می باشد. با توجه به آماره t و p-Value این متغیر، نتایج نشانگر معنی داری این ضریب در سطح ۹۹ درصد اطمینان می باشد. این یافته ها نشان می دهد که پاداش پرداختی سالیانه به مدیران بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد. از این رو فرضیه چهارم این پژوهش مورد تأیید قرار گرفت.

بحث و نتیجه گیری

با توجه به یافته های پژوهش به ارزیابی نتایج این پژوهش می پردازیم:

ارزیابی نتایج فرضیه اول: انتشار پیش بینی سود توسط مدیریت بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

تجزیه و تحلیل داده ها در خصوص فرضیه اول این پژوهش مبنی بر تاثیر انتشار پیش بینی سود توسط مدیریت بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان داد که ضریب متغیر انتشار پیش بینی سود توسط مدیریت برابر با ۰/۰۲۵- و سطح معناداری آن ۰/۷۳۶۶ می باشد. این نتایج نشانگر عدم معنی داری این متغیر می باشد. این یافته ها نشان می دهد که انتشار پیش بینی سود توسط مدیریت بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری ندارد. از این رو فرضیه اول این پژوهش مورد تأیید قرار نگرفت. یافته های حاصل از نتایج این فرضیه با یافته های سوزان و ایکساولیو (۲۰۱۸)، همسو نمی باشد که علت عدم همسویی نتایج را می توان تفاوت در جامعه آماری مورد بررسی بیان کرد.

ارزیابی نتایج فرضیه دوم: نوسان در برآورد مدیریت از سود بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

تجزیه و تحلیل داده ها در خصوص فرضیه دوم این پژوهش مبنی بر تاثیر نوسان در برآورد مدیریت از سود بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان داد که، ضریب متغیر نوسان در برآورد مدیریت از سود برابر با ۱/۲۸۹- و سطح معناداری آن ۰/۰۰۱۱ می باشد. این نتایج نشانگر معنی داری این متغیر در سطح



اطمینان ۹۹٪ اطمینان می باشد. این یافته ها نشان می دهد که نوسان در برآورد مدیریت از سود بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد. از این رو فرضیه دوم این پژوهش مورد تایید قرار گرفت. بر اساس یافته های حاصل از فرضیه دوم این پژوهش می توان بیان کرد که با افزایش نوسان در برآورد مدیریت سود، ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران کاهش می یابد. یافته های حاصل از نتایج این فرضیه با بخشی از نتایج سوزان و ایکساولیو (۲۰۱۸)، سال افزون و همکاران (۱۳۹۵) همسو و سازگاری می باشد.

ارزیابی نتایج فرضیه سوم: درصد سهام مدیر عامل بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

تجزیه و تحلیل داده ها در خصوص فرضیه سوم این پژوهش مبنی بر تاثیر درصد سهام مدیر عامل بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان داد که که ضریب متغیر درصد سهام مدیر عامل برابر با -0.024 و سطح معناداری آن 0.0488 می باشد. این نتایج نشانگر معنی داری این ضریب در سطح 95 درصد اطمینان می باشد. این یافته ها نشان می دهد که درصد سهام مدیر عامل بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد. از این رو فرضیه سوم پژوهش مورد تایید قرار گرفت. نتایج این فرضیه نشان داد که با افزایش درصد سهام مدیر عامل، ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران کاهش خواهد یافت. یافته های حاصل از نتایج این فرضیه با بخشی از نتایج سوزان و ایکساولیو (۲۰۱۸) همسو و سازگاری می باشد.

ارزیابی نتایج فرضیه چهارم: پاداش پرداختی سالیانه به مدیران بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

و در نهایت نتایج تجزیه و تحلیل داده ها در خصوص تاثیر پاداش پرداختی سالیانه به مدیران بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان داد که، ضریب متغیر پاداش پرداختی سالیانه به مدیران برابر با -1.378 و سطح معناداری آن 0.0005 می باشد. این نتایج نشانگر معنی داری این ضریب در سطح 99 درصد اطمینان می باشد. این یافته ها نشان می دهد که پاداش پرداختی سالیانه به مدیران بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد. از این رو فرضیه چهارم این پژوهش مورد تایید قرار گرفت. نتایج این پژوهش نشان داد که با افزایش پاداش پرداختی سالیانه به مدیران، ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران کاهش خواهد یافت. یافته های حاصل از نتایج این فرضیه با بخشی از نتایج سوزان و ایکساولیو (۲۰۱۸) همسو و سازگاری می باشد.

پیشنهادات



با توجه به نتایج این پژوهش پیشنهادات زیر ارائه می گردد:

۱. با توجه به نتایج فرضیه دوم این پژوهش مبنی بر تاثیر نوسان در برآورد مدیریت از سود بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می گردد که از آنجایی که ممکن است ماهیت اساسی نوسان در برآوری مدیریت سود، به طور کامل نشان داده نشود و نیز، چنین نوساناتی در جهت منافع سهامداران نباشد، بنابراین سهامدارانی که در شرکتهای دارای نوسان زیاد در برآورد مدیریت سود سرمایه گذاری می کنند، باید همواره به این نکته توجه داشته باشند و با توجه به نتایج این پژوهش، ریسک پذیری مدیران را همواره مورد بررسی و تحلیل قرار دهند.

۲. با توجه به نتایج فرضیه فرعی سوم این پژوهش مبنی بر تاثیر منفی و معنادار درصد سهام مدیر عامل بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می گردد که شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که تمایل به بکارگیری مدیران ریسک پذیر دارند همواره از مدیرانی که درصد سهام بالایی در شرکت دارند خودداری نمایند.

۳. با توجه به نتایج فرضیه چهارم این پژوهش مبنی بر تاثیر پاداش پرداختی سالیانه به مدیران بر ریسک پذیری مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می گردد که گروه های مختلف سهامداران، اعتباردهندگان، سازمان بورس، حسابرسان، تحلیلگران مالی و امثال آنها، به نقش مؤثر پاداش پرداختی به مدیران بر ریسک پذیری آنان توجه داشته باشند. آگاهی از این موارد و همچنین درک چگونگی تأثیر این عوامل می تواند راهنمای لازم برای تشخیص میزان ریسک پذیری مدیران شرکت ها براساس این مؤلفه ها برای تصمیم گیری مناسب گروه های مختلف باشد.

منابع

- حاجی هاشمی ورنوسفادرائی، م، عبدلی، م. ۱۳۹۷. تاثیر بیش اطمینانی مدیران بر سیاست های ریسکی شرکتهای مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۹(۳۴)، ۱۱۹-۱۰۵.
- دوستار، م، محمد نژاد، ع، جوادیان لنگرودی، م. ۱۳۹۶. بررسی تأثیر رفتار توده وار در ریسک پذیری مدیران شرکت های سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۵(۲)، ۱۴۸-۱۲۹.
- سال افزون، ر؛ مهرابی، م، وزکی پور، ر، ۱۳۹۵، بررسی ارتباط میان ریسک پذیری، ارزش شرکت و پیش بینی سود مدیریت در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس بین المللی مدیریت و علوم انسانی، استانبول- کشور ترکیه، موسسه مدیران ایده پرداز پایتخت ویرا.
- سجادی، ح، زارعزاده مهریزی، م. ۱۳۹۰. بررسی رابطه بین طرح های پاداش مدیران و معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری مالی، ۳(۴)، ۵۴-۴۱.



صالح نژاد، ح، وقفی، ح. ۱۳۹۵. تأثیر پیش‌بینی سود توسط مدیریت بر ریسک و ارزش شرکت. راهبرد مدیریت مالی، (۱)۴، ۱۰۳-۱۲۴.

فلاح شمس، م ۱۳۸۷. "مدیریت ریسک اعتباری در بانک‌ها و موسسات مالی اعتباری". تهران: انتشارات دانشکده علوم اقتصادی تهران، ص: ۱۴۷.

Brockman, p and Cicon. J. (۲۰۱۳). The Information content of management Earning Forecasts: an Analysis of Hard Versus Soft Information. *Journal of Financial Research*, ۱۰, ۱۱۱۱/j.۱۴۷۵-۶۸۰۳, ۲۰۱۳, ۱۲۰۰۶.

Ely. K. (۱۹۹۱). "Interindustry Differences In the Relation between Compensation and Firm Pemformance", *Journal of accounting Research*, No. ۲۹, pp. ۳۷-۵۸.

Foerster, S. R., Sapp, S., & Shi, Y, (۲۰۰۹). The impact of management earnings forecasts on firm risk and firm value. AAA ۲۰۱۰ Financial Accounting and Reporting Section (FARS) Paper. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=۱۴۶۴۸۹۷> or <http://dx.doi.org/۱۰,۲۱۳۹/ssrn.۱۴۶۴۸۹۷>

Gong, G, Yue, L, Xie, H. (۲۰۰۹). "The Association between Management Earnings Forecast Errors and Accruals," *the Accounting Review*, Vol. ۸۴, No. ۲, pp. ۴۹۷-۵۳۰.

Hag choi, J and d. Ziebrat (۲۰۱۰). Do the management EPS Forecasts allow Retures to reflect future Earning? Implications for the continuation of management's quarterly earning guidance. *Rev Account Stud*, DOI ۱۰,۱۰۰۷/s۱۱۱۴۲-۰۱۰-۹۱۳۱-۶.

Hirst, E, Koonce, L. and Venkatarman, S., (۲۰۰۸). "Management Earnings Forecasts: A review and framework," *Accounting Horizon*, Vol. ۲۲, No. ۳, pp. ۳۱۵-۳۳۸.

Sheikholeslami, M. (۲۰۰۱). "EVA, MVA, and CEO Compensation", *American Business Review*, vol. ۱۹, No. ۱, pp. ۱۳-۱۷.

Susan, Albring, M. & Xu, Xiaolu, ۲۰۱۸. "Management earnings forecasts, managerial incentives, and risk-taking," *Advances in accounting*, Elsevier, vol. ۴۲(C), pages ۴۸-۶۹.

Venkataraman, S. (۲۰۰۸). Management earnings forecasts: A review and framework. *Accounting Horizons*, ۲۲(۳), pp. ۳۱۵-۳۳۸.