



## رابطه بین ریسک‌پذیری، ارزش شرکت و قضاوت مدیریت از سود

میثم محمودزاده<sup>۱</sup>

امیررضا کیقبادی<sup>۲</sup> ✉

مهناز نوجوان<sup>۳</sup>

فریبا سلطانی<sup>۴</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۱۲/۲۷

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۱۰/۲۱

### چکیده

با توجه به فضای بازار رقابتی که همگام با شرایط کنونی اقتصادی و بحران‌های مالی است، انتظارات سرمایه‌گذاران از وضعیت سودآوری شرکت نقش بسزایی در نحوه تصمیمات آن‌ها دارد، بنابراین بررسی رویکرد قالب بر نحوه پیش‌بینی سود آتی شرکت توسط مدیریت با توجه به میزان ریسک‌پذیری شرکت و به تبع نمایش ارزش شرکت، در اعمال این تصمیمات دارای اهمیت بوده و پرداختن به آن ضروری به نظر می‌رسد. هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه بین ریسک‌پذیری، ارزش شرکت و قضاوت مدیریت از سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. برای این منظور اطلاعات مربوط به ۱۱۱ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران گردآوری و با استفاده از رگرسیون چند متغیره مورد بررسی قرار گرفت. تحلیل داده‌ها نشان می‌دهد که بین ریسک‌پذیری و پیش‌بینی سود مدیریت رابطه معناداری وجود ندارد و بین ریسک‌پذیری شرکت و ارزش آتی سهام شرکت رابطه معناداری وجود دارد. نتایج نشان می‌دهد اگر شرکت ریسک‌پذیر باشد ارزش آتی آن افزایش خواهد یافت.

**واژه‌های کلیدی:** ریسک‌پذیری، ارزش شرکت، قضاوت مدیریت از سود، ارزش آتی سهام.

۱- گروه حسابداری، واحد الیگودرز، دانشگاه آزاد اسلامی، الیگودرز، ایران. maysammahmoudzadeh@gmail.com

۲- گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. نویسنده مسئول Acc1388@gmail.com

۳- گروه حسابداری، واحد قاینات، دانشگاه آزاد اسلامی، قاین، ایران. nojavanmahnaz@gmail.com

۴- گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. f.soltani@staff.sharif.ir



## ۱- مقدمه

سود یکی از ارقام مهم و اصلی صورت‌های مالی است که توجه استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی را به خود جلب می‌کند. سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، مدیران، کارکنان شرکت، تحلیل‌گران، دولت و دیگر استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی از سود به‌عنوان مبنایی جهت اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری، اعطای وام، سیاست پرداخت سود، ارزیابی شرکت‌ها، محاسبه مالیات و سایر تصمیمات مربوط به شرکت استفاده می‌کنند (مشایخ و شاهرخی، ۱۳۸۶). اطلاعات ارائه‌شده توسط شرکت و در نتیجه سود، مبتنی بر رویدادهای گذشته شرکت است؛ اما سرمایه‌گذاران، نیازمند اطلاعاتی راجع به آینده شرکت می‌باشند. تا بر اساس آن و با اتکا به پیش‌بینی بازده سهام، قیمت سهام، ارزش شرکت، ورشکستگی، ریسک و ... در خصوص سرمایه‌گذاری خود برنامه‌ریزی مناسب را اعمال نمایند. یکی از دیدگاه‌های موجود در این مورد، ارائه صرفاً اطلاعات تاریخی و جاری توسط واحد تجاری است، البته به‌نحوی که سرمایه‌گذاران بتوانند خود پیش‌بینی‌های مربوط به آینده انجام دهند. دیدگاه دیگر این است که مدیریت با در دست داشتن منابع و امکانات به انجام پیش‌بینی‌های قابل اعتماد بپردازد و با انتشار عمومی این پیش‌بینی‌ها، کارایی بازارهای مالی را افزایش دهد (خواجه محمود، ۱۳۹۱).

با این حال تصمیم‌گیری درباره انتخاب بین دو دیدگاه بالا مشکل به نظر می‌رسد. از یک سو تمامی سرمایه‌گذاران قدرت تحلیل اطلاعات جاری جهت پیش‌بینی درست و دقیق را ندارند و از سوی دیگر به دلیل اینکه مبلغ سود می‌تواند با مدیریت سود، ایجاد سود‌های غیرعملیاتی و مواردی نظیر آن دست‌کاری شود، بنابراین قابل اتکا بودن مبلغ کلی سود در فرآیند تصمیم‌گیری با تردید مواجه است. اکنون اگر سود به اجزای آن تفکیک شود، امکان دستیابی به نتایجی متفاوت وجود خواهد داشت. این موضوع باعث بهبود توان پیش‌بینی سود و افزایش توان سود در توضیح قیمت و بازده سهام می‌شود؛ به‌هرحال تحقیقات مختلف، به نتایج متضادی در این مورد رسیده‌اند (بولو و همکاران، ۱۳۹۱).

با توجه به فضای بازار رقابتی که همگام با شرایط کنونی اقتصادی و بحران‌های مالی است، انتظارات سرمایه‌گذاران از وضعیت سودآوری شرکت نقش بسزایی در نحوه تصمیمات آن‌ها دارد، رویکردی که موجبات بروز چالش‌های مدیریتی و تأثیرگذار در نحوه اقدام به تصمیمات می‌گردد؛ بنابراین بررسی رویکرد قالب بر نحوه پیش‌بینی سود آتی شرکت توسط مدیریت با توجه به میزان ریسک‌پذیری شرکت و به‌تبع نمایش ارزش شرکت، در اعمال این تصمیمات دارای اهمیت بوده و پرداختن به آن ضروری به نظر می‌رسد. بر این اساس این پرسش قابل طرح است که چه رابطه‌ای بین سطوح پیش‌بینی سود مدیریت با ارزش و ریسک‌پذیری شرکت‌های بزرگ وجود دارد؟

## ۲- مبانی نظری پژوهش

یکی از کارکردهایی که برای حسابداری تعریف شده، ارائه اطلاعات مفید و سودمند برای سرمایه‌گذاران جهت تعیین ارزش اوراق بهادار و کمک به تصمیمات آگاهانه سرمایه‌گذاری می‌باشد. اطلاعات ارائه شده توسط شرکت و در نتیجه سود، مبتنی بر رویدادهای گذشته است؛ اما سرمایه‌گذاران به اطلاعاتی راجع به آینده شرکت نیاز دارند تا ریسک تصمیم‌گیری خویش را کاهش دهند. سودهای پیش‌بینی شده توسط مدیریت در بسیاری از کشورها در زمره افشاء داوطلبانه اطلاعات قرار دارند. در ایران پیش‌بینی سالانه سود هر سهم ۳۰ روز قبل از شروع سال مالی جدید و همچنین اظهارنظر حسابرس نسبت به آن حداکثر ۲۰ روز پس از ارائه توسط ناشر صورت می‌پذیرد (دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات، ۱۳۸۴).

در کتاب‌شناسی مدیریت مالی، ریسک و بازده دو رکن اصلی تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری‌اند و همواره بیشترین بازدهی با توجه به حداقل ریسک، معیاری مناسب برای سرمایه‌گذاری است (راعی و تلنگی، ۱۳۸۵). هدف سرمایه‌گذاران از انجام سرمایه‌گذاری، به حداکثر رسانیدن ثروت خود می‌باشد و در جهت تحقق این هدف سعی می‌کنند در دارایی‌هایی که نرخ بازده بالا و ریسک نسبتاً پایین‌تری دارند، سرمایه‌گذاری کنند. اگر سرمایه‌گذاران قادر باشند ریسک و بازده دارایی‌ها را به نحو صحیح پیش‌بینی کنند در این صورت خواهند توانست در مورد خرید، نگهداری و یا فروش اوراق بهادار به‌درستی تصمیم‌گیری نماید و از این خود را حداکثر کنند (فروغی و مظاهری، ۱۳۹۲).

هر مدیر در تصمیم‌گیری‌های خود به نحوی با پیش‌بینی سود سروکار دارد. برخی از این پیش‌بینی‌ها ساده و برخی دیگر پیچیده و مشکل است. همچنین، پیش‌بینی‌ها می‌توانند برای دوره‌های کوتاه‌مدت یا درازمدت انجام گیرند (الوانی و میرشفیعی، ۱۳۸۶).

در بند ۴۷ بیانیه شماره ۱ هیئت استانداردهای حسابداری مالی بیان شده است که سرمایه‌گذاران، بستانکاران و دیگران از سود برای ارزیابی توان سودآوری، توان پرداخت سود سهام، پیش‌بینی سود های آتی و ارزیابی ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت، یا دادن اعتبار به شرکتی استفاده می‌کنند. همچنین، شواهد تحقیق باتاچاریا و فانی (۱۹۹۹) نشان می‌دهد عملکرد مدیران بر اساس سود ارزیابی می‌شود و سود حسابداری مبنای محاسبه پاداش مدیران است (مهدوی و رستگاری، ۱۳۸۶).

یکی از ابزار تعامل مدیران شرکت با بازار، ارائه اطلاعات در مورد پیش‌بینی سود شرکت است که بدین‌وسیله شرکت‌ها می‌توانند رفتار بازار را تحت تأثیر قرار دهند. در شرایط حاضر بسیاری از سهام‌داران فردی حضوری فعال در بورس اوراق بهادار تهران داشته‌اند که تا حدود زیادی تصمیمات خود را بر مبنای اطلاعات منتشره اتخاذ می‌نمایند. اگرچه انتظار می‌رود مدیران شرکت‌ها پیش‌بینی‌های خود را با نهایت دقت به اطلاع بازار برسانند؛ اما به هر صورت عملکرد واقعی شرکت‌ها در بسیاری از موارد با اطلاعات مالی پیش‌بینی شده تفاوت قابل توجهی دارد که این موضوع تحت عنوان دقت پیش‌بینی سود توسط مدیران شرکت‌ها قابل بررسی است (غلامی، ۱۳۹۴).

در سال‌های اخیر، توجه روزافزون به بحث ارزش‌های شرکت در قالب عناوینی چون ارزش (ثروت) سهام‌داران (راپرت، ۱۹۸۶؛ کاپلند، ۱۹۹۴؛ جنسن، ۲۰۰۰)، ارزش ذی‌نفعان (فریمن، ۱۹۸۴)، ارزش مشتری (مورفی و همکاران، ۱۹۹۶)، اصول اخلاقی تجارت (والسکوز، ۱۹۹۸؛ فورت، ۲۰۰۱)، مسئولیت‌های اجتماعی شرکت (کارول، ۱۹۹۹)، نگهداشت محیط‌زیست (تسیدل، ۱۹۹۳؛ تن برونسل و همکاران، ۲۰۰۰) و نیز حقوق شهروندی (یولینو، ۱۹۹۹) شده است. دیدگاه رایج این است که ارزش شرکت بر پایه‌ی ارزش‌ها و استانداردهای اخلاقی مدیران و کارکنان شکل می‌گیرد. همچنین اگر شرکت را به‌عنوان ساختار تصنعی در نظر بگیریم، پس قاعدتاً می‌توان گفت ارزش‌های آن از ارزش‌ها و اولویت‌های ذی‌نفعان و سازندگان منتج شده است. این بدان معناست که ارزش‌های واحد تجاری به دنبال درونی ساختن ارزش‌های ذی‌نفعان واحد تجاری شکل می‌گیرد. تعیین ارزش شرکت از جمله عوامل مهم در فرآیند سرمایه‌گذاری است (توماسن، ۲۰۰۴). ارزش شرکت را می‌توان وزنی دانست که تصمیم‌گیران سازمان هنگام اتخاذ تصمیم به اهداف و نتایج مختلف می‌دهند. برخی از این اهداف عبارت‌اند از سودآوری و بازدهی سهام واحد تجاری، ارزش مشتری (رضایت مشتری) رشد واحد تجاری، رضایت شغلی کارکنان، رضایت و رفاه عرضه‌کنندگان، برخورداری از عملکرد مناسب اجتماعی و ... (برادران حسن‌زاده و بهرامی، ۱۳۹۲).

با این حال، جنسن و مک‌لینگ (۱۹۸۶) طی مطالعاتی ضمن به چالش کشیدن نظری بی‌تأثیر بودن توزیع مالکیت سهام شرکت بر ارزش شرکت بیان کردند که ارزش شرکت تابعی از چگونگی تخصیص سهام بین افراد درونی (نظیرمدیران) و بیرونی (نظیر سهامداران نهادی) شرکت است. اینان ابراز داشتند که تملک بیشتر سهام توسط هیئت‌مدیره سبب بهبود ارزش شرکت می‌شود (سال افروز و همکاران، ۱۳۹۵). در کنار این، ارزش شرکت را می‌توان در یک مفهوم کلاسیک به‌عنوان "عقایدی برای شرکت‌ها که کمک می‌کنند از بین ابزارها و اهداف بدیل انتخاب‌هایی را داشته باشند"، یا به‌صورت فنی‌تر "وزنی که تصمیم‌گیران شرکت در هنگام تصمیم‌های خود به اهداف بدیل نسبت می‌دهند" تعریف کرد. اهداف بدیل می‌تواند شامل سودآوری از دید حسابداری، بازدهی سهام، ارزش برای مشتریان، سهم بازار، رشد شرکت، رضایت کارکنان یا معیارهایی از عملکرد اجتماعی شرکت (همانند تصویر شرکت، تأثیر زیست‌محیطی و درآمد مالیاتی) باشد (پروازه، ۱۳۹۵).

به عقیده حساس یگانه (۱۳۸۴) نیز رفتار شرکت می‌تواند به‌صورت موازنه‌ای بین این علایق بدیل یا (به‌طور رسمی‌تر) به‌صورت بیشینه‌سازی مورد انتظار تابع ارزش شرکت که برحسب دامنه‌ای از متغیرهای هدف بالقوه تعریف شده است، مدل‌سازی شود. در مفهوم عملی، آنچه اهمیت دارد این است که آیا متغیرهای هدف بالقوه بر رفتار شرکت تأثیر دارند؟ و اگر چنین است، این تأثیر چگونه است؟ اگر شرکت را به‌عنوان یک مصنوع قانونی در نظر بگیریم به‌خودی‌خود فاقد هرگونه ارزشی خواهد بود؛ بنابراین ارزش‌های آن باید از خارج، یعنی از طریق ذی‌نفعان اصلی، تعیین شوند. با اینکه ممکن است متغیرهای ارزشی به‌صورت ابزار و هدف در نظر گرفته شوند، اما طبقه‌بندی آن‌ها بدین شکل ناممکن است. شاید رویه‌ی استاندارد این باشد که خلق ارزش برای سهامداران به‌صورت هدف کلی در نظر گرفته شود و متغیرهایی همچون سهم بازار، کارایی هزینه، رضایت مشتری و تضمین محصول

به‌عنوان ابزارهایی برای آن هدف مدنظر قرار داده شود؛ اما برخی مدیران ممکن است تضمین محصول و رضایت مشتری را به‌خودی‌خود به‌عنوان اهدافی مدنظر قرار دهند. برخی نیز ممکن است خلق ارزش برای سهامداران را به‌عنوان یک شرط لازم برای سهامداران بپردازند و دیدگاه‌های خود را از طریق استدلال این‌که امنیت محصول و رضایت مشتری ابزارهای آن هستند، توجیه کنند (حساس یگانه، ۱۳۸۴).

در قالب محاسباتی نیز ارزش شرکت همان ارزش بازار حقوق صاحبان سهام است که از حاصل ضرب تعداد سهام در جریان شرکت در قیمت هر سهم در پایان سال مالی به دست می‌آید (محمودآبادی، ۱۳۸۵).

با توجه به اهمیت ریسک و ریسک‌پذیری برای سرمایه‌گذاران به‌منظور تصمیم‌گیری بهتر و تأثیر پیش‌بینی سود توسط مدیریت بر آن و همچنین ارتباط آن با ارزش آتی سهام شرکت بررسی ارتباط بین ریسک و پیش‌بینی سود توسط مدیریت و ارزش آتی سهام شرکت حائز اهمیت می‌باشد.

### ۳- پیشینه پژوهش

#### ۳-۱- پیشینه خارجی

بین لی (۲۰۲۱) در مقاله‌ای به بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش، ارزش شرکت سودآوری و ریسک شرکت را بررسی نمود. در این تحقیق داده‌های پانلی ۴۹۷ شرکت از سال‌های ۲۰۰۷ الی ۲۰۱۶ مورد استفاده قرار گرفت. یافته‌های تحقیق نشان داد رابطه منفی و معنی‌داری بین سرمایه در گردش و ارزش شرکت و سودآوری و ریسک وجود دارد. نتایج حاکی از آن است که مدیران شرکت در مدیریت سرمایه در گردش برای سودآوری و کنترل ریسک باید بین اهدافشان یک معامله برقرار نمایند.

یاغی شی و همکاران (۲۰۱۹) به مطالعه پیامدهای اقتصادی پیش‌بینی سود مدیریت در سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۱۷ پرداختند و به‌طور خاص، به بررسی اثرات چندگانه ویژگی‌های پیش‌بینی‌های مدیریت (وقوع، دفعات، دقت، اعتبار و شهرت) بر روی ریسک و ارزش شرکت پرداختند. برای اندازه‌گیری ریسک از پنج معیار تفاوت قیمت پیشنهادی خریدوفروش، ریسک ورشکستگی، ریسک سیستماتیک، ریسک غیر سیستماتیک و جمع ریسک استفاده نمودند. همچنین نتایج نشان داد با این حال که ارائه پیش‌بینی سود مدیریت با دفعات، دقت و اعتبار بیشتر ارائه‌کننده یک منافع حاشیه‌ای در ارزش شرکت است.

فانگ (۲۰۱۹) نقش دقت پیش‌بینی مدیریت را در برآورد خطای پیش‌بینی سود مدیریت مورد مطالعه قرارداد. وی در پژوهش خود به این نتیجه رسید که رابطه‌ای با اهمیت و منفی بین دقت پیش‌بینی و خطای پیش‌بینی هست. این یافته‌ها با این فرضیه سازگار است که پیش‌بینی‌هایی خوش‌بینانه است که با سطح کمتری از دقت پیش‌بینی همراه باشد. همچنین این رابطه برای پیش‌بینی‌های با افق زمانی طولانی‌تر، قوی‌تر است.

به عقیده ایتنر و میشل<sup>۱</sup> (۲۰۱۷)، مدیران در کنار برنامه‌ریزی سرمایه‌گذاری برای آینده شرکت با استفاده از سود پیش‌بینی‌شده، از این ابزار جهت مدیریت ریسک و بهبود وضعیت مالی شرکت استفاده می‌کنند. اینان پس از بررسی نمونه‌های شرکت‌های تجاری ایالات‌متحده آمریکا ابراز داشتند که ارتباط معناداری میان پیش‌بینی سود مدیریتی و ریسک شرکت وجود دارد.

حارجوتو و لاکسمانا<sup>۲</sup> در سال ۲۰۱۶ به بررسی رابطه و تأثیر میان متغیرهایی همچون ریسک‌پذیری و ارزش شرکت پرداخت. وی، برای رسیدن به این هدف پس از تدوین فرضیات خود، تعداد ۱۷۱۸ شرکت در ایالات‌متحده در طول سال‌های ۲۰۱۱-۱۹۹۸ را با استفاده از آماره‌های توصیفی و استنباطی همچون فراوانی‌ها، میزان همبستگی و تغییرپذیری و رگرسیون مورد تجزیه و تحلیل قرار داد. در نهایت، یافته‌ها نشان داد که با وجود مکانیسم‌های کنترلی، میان ارزش شرکت و ریسک‌پذیری رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد. همچنین ارزش شرکت متأثر از ریسک‌پذیری شرکت هست.

ایم‌هاف و سیوی<sup>۳</sup> در پژوهشی در سال ۲۰۱۴ به بررسی متغیرهای پیش‌بینی سود مدیریتی، افشای داوطلبانه، ریسک‌پذیری و ارزش شرکت‌های بزرگ پرداختند. بدین‌سان، آن‌ها پس از نمونه‌گیری، ۲۰۱۷ شرکت (۱۳۱۷۱ شرکت-سال) را در فاصله زمانی سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۸ انتخاب و با به‌کارگیری مدل‌های مناسب هدف و آزمون‌هایی مانند همبستگی پیرسون و رگرسیون خطی به بررسی فرضیات مطرح‌شده پرداختند. در نهایت، یافته‌ها نشان داد که سیستم افشای بالا ممکن است تمایل مدیران را به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بزرگ کاهش دهد. همچنین بین ریسک‌پذیری شرکت و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد. در مقابل رابطه‌ای منفی بین پیش‌بینی سود مدیریت و ریسک‌پذیری شرکت‌های بزرگ وجود دارد.

جرمیاس و جانی<sup>۴</sup> (۲۰۱۴) تحقیقی تحت عنوان ریسک‌پذیری شرکت، ارزش شرکت و سطح پیش‌بینی سودهای مدیریتی انجام دادند. آنان در تحقیق خود نشان دادند که سطح پیش‌بینی سودهای مدیریتی با ریسک‌پذیری شرکت رابطه منفی دارد. همچنین بین ریسک‌پذیری شرکت و ارزش آتی شرکت نیز رابطه معناداری وجود دارد.

لطفی و کیل‌آبادی و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۳) پس از تجزیه و تحلیل ۸۱ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در بازه ۶ ساله (۲۰۰۶-۲۰۱۱) اظهار می‌دارند که یک رابطه منفی میان سود پیش‌بینی‌شده مدیریت و هزینه سرمایه وجود دارد. از سوی دیگر یک رابطه مثبت میان سود پیش‌بینی‌شده مدیریت و بازده سهام وجود دارد.

<sup>1</sup>Ittner & Michels

<sup>2</sup>Harjoto & Laksmana

<sup>3</sup>Imhof & Seavey

<sup>4</sup>Jermias

<sup>5</sup>Lotfi Vakil Abad

فورستر و همکاران (۲۰۱۳) پس از مطالعه روی ۲۱۲۳ شرکت که در فاصله زمانی میان ۱۹۹۸ الی ۲۰۰۸ فعالیت داشته‌اند بدین نتیجه دست یافتند که میان پیش‌بینی سود مدیریت و انواع ریسک‌های شرکت (ریسک ویژه، نوسانات بازده سهام، بتا و توزیع تقاضا) رابطه منفی معناداری وجود دارد. پیش‌بینی سود مدیریت نیز به‌طور مثبت با ارزش شرکت در ارتباط است. همچنین مشخص گردید که پیش‌بینی سود مدیریت بر ارزش شرکت نه‌تنها از طریق کاهش ریسک شرکت بلکه از طریق تغییر در نگرش سرمایه‌گذاران در مورد جریان‌های نقدی آتی، تأثیر می‌گذارد.

گراهام و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۹) بر این باورند که شرکت‌هایی که با احتمال بیشتری به سود مورد انتظار و از پیش تعیین‌شده دست می‌یابند، فراوانی پیش‌بینی سود بیشتری دارند از این جهت، فراوانی پیش‌بینی، هم محتوای اطلاعاتی و هم به‌موقع بودن اطلاعات را تأمین می‌کند و در نتیجه بر واکنش سرمایه‌گذاران به پیش‌بینی‌های منتشرشده تأثیرگذار است و محرکی برای تصمیمات سرمایه‌گذاری آنان محسوب می‌شود.

### ۳-۲- پیشینه داخلی

علینقیان (۱۳۹۹) به بررسی رابطه خطای پیش‌بینی سود و ریسک مالی و تجاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران پرداخت. در تحقیق وی ریسک غیر سیستماتیک بر اساس دو معیار ریسک یعنی ریسک مالی و تجاری بررسی شد. ریسک مالی بر اساس سه معیار نسبت اهرمی، نسبت جاری و کل دارایی‌ها سنجیده شد. نتایج بررسی رابطه خطای پیش‌بینی سود را با دو متغیر نسبت اهرمی و دارایی‌ها تأیید نمود؛ اما ارتباط رابطه خطای پیش‌بینی با نسبت جاری نامشخص بود و امکان قضاوت قبلی در مورد آن رابطه وجود نداشت؛ اما در کل، با توجه به این‌که دو معیار از سه معیار مربوط به ریسک مالی توان پیش‌بینی خطای پیش‌بینی سود هر سهم را دارند می‌توان نتیجه گرفت بین ریسک مالی و خطای پیش‌بینی سود ارتباط وجود دارد و در شرکت‌هایی که ریسک مالی بالایی دارند به‌احتمال‌زیاد در برآوردن پیش‌بینی سود خود با مشکل مواجه هستند. در مورد ریسک تجاری از دو معیار میانگین نوسانات دو سال سود هر سهم و نسبت سود تقسیمی استفاده شد. بررسی‌ها در این مورد نشان داد که هر دو معیار ارتباط معنی‌داری با خطای پیش‌بینی سود دارند؛ بنابراین، بین ریسک تجاری و خطای پیش‌بینی سود هر سهم نیز ارتباط وجود دارد.

اکبری (۱۳۹۹) متغیرهای مؤثر بر اعتبار پیش‌بینی‌های سود توسط مدیریت را در دوره زمانی ۸۵ تا ۹۶ مورد بررسی قرار داده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که اولاً اعلام خبر منفی (سود پیش‌بینی‌شده کمتر از گذشته) نسبت به خبر مثبت واکنش بیشتری در قیمت سهام ایجاد می‌نماید به‌عبارت‌دیگر میزان باور و اعتماد خبر منفی نزد کارگزاران بازار نسبت به خبر مثبت بیشتر است. ثانیاً اندازه‌ی شرکت در میزان باور و قبول سود پیش‌بینی‌شده، نزد سرمایه‌گذاران دارای تأثیر بیشتری است. همچنین صحت و تحقق پیش‌بینی‌های گذشته بر

<sup>۱</sup>Graham

روی باور پیش‌بینی‌های آینده مؤثر است. علاوه بر این پیش‌بینی‌های میان‌دوره نسبت به پیش‌بینی‌های سالانه، واکنش بیشتری را در قیمت سهام ایجاد می‌نماید و نهایتاً اینکه وجود یا عدم وجود تعدیل در پیش‌بینی‌ها بر روی باور و اعتبار پیش‌بینی‌های بعدی تأثیرگذار نیست، این امر بدین معنی است که سرمایه‌گذاران به پیش‌بینی‌های حاوی خبر مثبت، پیش‌بینی‌های انجام‌شده توسط شرکت‌های کوچک، پیش‌بینی‌های انجام‌شده توسط شرکت‌هایی که در گذشته دارای انحراف زیادی بوده و پیش‌بینی‌های سالانه به دیده شک و تردید می‌نگرند و از دید آن‌ها احتمال خطای پیش‌بینی در این شرکت‌ها بیشتر است.

فخاری (۱۳۹۷) طی پژوهشی به بررسی اثر تعدیل‌کنندگی راهبری شرکتی بر ارتباط بین رقابت در بازار محصول و کیفیت سود پیش‌بینی‌شده توسط مدیریت پرداخت، برای این منظور داده‌های مربوط به ۷۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری شده و مورد واکاوی قرار دادند، یافته‌ها نشان می‌دهد که رقابت در بازار محصول دارای اثر منفی بر کیفیت سود پیش‌بینی‌شده توسط مدیریت، بوده و این ارتباط در شرکت‌های دارای راهبری شرکتی قوی کاهش می‌یابد. به عبارت دیگر در شرکت‌هایی که از درجه راهبری شرکتی بالاتری برخوردارند، اثر رقابت در بازار محصول بر کیفیت سود پیش‌بینی‌شده، مثبت است.

آذرنیاد (۱۳۹۵) طی پژوهشی به بررسی تأثیر دفعات پیش‌بینی هر سهم بر نقد شوندگی، هزینه سرمایه سهام عادی و ارزش شرکت پرداخت. برای این منظور، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ که بالغ بر ۱۱۱ شرکت بوده‌اند، مورد واکاوی قرار داد. یافته‌های حاصل از تجزیه و تحلیل اطلاعات شرکت‌های موردنظر نشان داد که سود پیش‌بینی‌شده به‌عنوان یکی از معیارهای مهم و تأثیرگذار در ارزش شرکت می‌باشد. به این صورت که با افزایش در دفعات بازنگری در این متغیر، ارزش شرکت نیز افزایش پیدا می‌کند.

غلامی (۱۳۹۴) طی تحقیقی رابطه میان ریسک‌پذیری و ارزش آتی شرکت‌های و سطح پیش‌بینی سود مدیریت و ریسک‌پذیری شرکت و همچنین تأثیر سطح پیش‌بینی سود مدیریت بر رابطه‌ی بین ریسک‌پذیری شرکت و ارزش آتی شرکت پرداخت. برای این منظور شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ مورد تجزیه و تحلیل قرار داد. در مجموع یافته‌ها چنین نمایان ساخت که بین ریسک‌پذیری و ارزش آتی شرکت و همچنین بین سطح پیش‌بینی سود مدیریت و ریسک‌پذیری شرکت رابطه معناداری وجود دارد. علاوه بر این، سطح پیش‌بینی سود مدیریت بر رابطه میان ریسک‌پذیری شرکت و ارزش آتی شرکت تأثیرگذار نیست.

صالح نژاد و وقفی (۱۳۹۴) به منظور بررسی تأثیر سود توسط مدیریت بر ریسک و ارزش شرکت، ۱۱۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۲ را مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. به همین منظور از ضریب بتا به‌عنوان معیار ریسک سیستماتیک و از شاخص کیوتومیان به‌عنوان معیار ارزش شرکت استفاده



نمودند. نتایج بیانگر این مطلب بود که پیش‌بینی سود هر سهم بر ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد لکن این پیش‌بینی‌ها بر ریسک شرکت بی‌تأثیر است.

ملکیان و شایسته‌مند (۱۳۹۴) پس از مطالعه روی ۱۲۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ بدین نتیجه دست یافتند که اندازه و استقلال هیئت‌مدیره و نفوذ مدیرعامل بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها تأثیرگذار بوده لکن شواهدی حاکی از تأثیر مدت تصدی و دوگانگی نقش مدیرعامل بر ریسک‌پذیری مشاهده نگردید.

هدف اصلی پژوهش کاظمی رهبر (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر دقت پیش‌بینی سود بر اجزای هزینه سرمایه و ارزش شرکت بوده است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل اطلاعات شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ که متشکل از ۱۳۷ شرکت بوده است، بیانگر وجود رابطه معنادار میان دقت پیش‌بینی سود مدیریت بر ارزش شرکت دارد.

توکل نیا و تیرگری (۱۳۹۳) برای واکاوی ارتباط انحنایی بین اهرم مالی، سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت، ۱۰۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ با به‌کارگیری از آزمون رگرسیون مورد تحلیل قرار دادند. نتایج وجود ارتباط منحنی گونه بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت را تأیید نمود.

سامان (۱۳۹۲) با بررسی ۱۳۳ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۰ دریافت که میان خطای پیش‌بینی سود مدیریت و ارزش شرکت رابطه‌ی معکوسی وجود دارد. علاوه بر این، متغیر خطای پیش‌بینی سود مدیریت از لحاظ شدت دارای بیشترین تأثیر منفی بر ارزش شرکت را دارد.

#### ۴- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به موضوع پژوهش و پیشینه و مبانی مطرح‌شده، فرضیه‌های زیر تدوین شده است:

- ۱- بین ریسک‌پذیری شرکت و پیش‌بینی سود مدیریت رابطه وجود دارد.
- ۲- بین ریسک‌پذیری شرکت و ارزش آتی سهام شرکت رابطه وجود دارد.

#### ۵- روش‌شناسی

پژوهش حاضر از نظر طبقه‌بندی بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است. همچنین تحقیق حاضر، از نظر روش و ماهیت از نوع تحقیق همبستگی است. در این تحقیق، هدف تعیین میزان رابطه متغیرهاست. مقیاس اندازه‌گیری داده‌ها مقیاس نسبی است. روش تحقیق به صورت استقرایی است که در آن مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه کتابخانه، مقاله و اینترنت جمع‌آوری شده و در رد یا اثبات فرضیه‌های پژوهش از آزمون معناداری F

در رگرسیون چندگانه به‌وسیله‌ی نرم‌افزار EVIEWS و برای ایجاد پایگاه داده‌های موردنیاز از نرم‌افزار EXCEL استفاده می‌شود.

### ۵-۱- جامعه و نمونه

جامعه‌ی آماری این تحقیق شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران که شرایط زیر را دارا باشند، می‌باشد:

- ۱) در دوره‌ی موردبررسی تغییر دوره‌ی مالی نداشته باشند؛
  - ۲) شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری‌های مالی، بانک و لیزینگ نباشند؛
  - ۳) داده‌های موردنظر آن‌ها در دسترس باشد؛
  - ۴) شرکت‌هایی که در دوره تحقیق فعال بوده‌اند.
- درنهایت با توجه به محدودیت‌های ذکرشده تعداد ۷۷۷ سال-شرکت (۱۱۱ شرکت) به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شده است.

جدول ۱: نمونه آماری

| تعداد | شرح  |
|-------|--|
| ۴۶۲   | تعداد کل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران |
| (۷۸)  | شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری‌های مالی، بانک و لیزینگ |
| (۱۲۵) | تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی فعال نبودند            |
| (۱۲۰) | تعداد شرکت‌هایی که داده‌های موردنظر آن‌ها در دسترس نبود  |
| (۲۸)  | در دوره‌ی موردبررسی تغییر دوره‌ی مالی نداشته باشند.      |
| ۱۱۱   | تعداد شرکت‌های باقی‌مانده                                |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۵-۲- مدل‌های پژوهش

مدل‌های پژوهش به‌صورت زیر برآورد شده‌اند:

$$EPS = \beta_0 + \beta_1 RISK + \beta_2 \ln\_MKT + \beta_3 ROA + \beta_4 OCF + \beta_5 leverage + \beta_6 PAYOUT + \beta_7 ANNRET + \beta_8 INV + \beta_9 INST-HOLD + \varepsilon$$

$$VALUE_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 RISK + \beta_2 \ln\_MKT + \beta_3 ROA + \beta_4 OCF + \beta_5 leverage + \beta_6 PAYOUT + \beta_7 ANNRET + \beta_8 INV + \beta_9 INST-HOLD + \varepsilon$$

### ۵-۳- متغیرهای پژوهش

با توجه به اطلاعات پژوهش متغیرها به شرح ذیل می‌باشند:

- **متغیر مستقل**

(RISK) ریسک سیستماتیک: ریسک سیستماتیک درجه تغییرات بازده یک سرمایه‌گذاری خاص نسبت به تغییرات بازده مجموعه سرمایه‌گذاری بازار است و با شاخص  $\beta$  اندازه‌گیری می‌شود.

$$\beta = \frac{Cov(R_m, R_i)}{\delta^2 R_m}$$

- **متغیر کنترلی**

(EPS) سود پیش‌بینی شده مدیریت: برای محاسبه این متغیر از میزان سود هر سهم پیش‌بینی شده توسط مدیریت استفاده می‌گردد.

(Value) ارزش شرکت: برای محاسبه ارزش شرکت از نسبت ارزش بازار خالص دارایی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری خالص دارایی‌ها استفاده می‌گردد.

(ln\_MKT) ارزش بازار شرکت: لگاریتم ارزش بازار شرکت در زمان t.

- **متغیر کنترل:**

(ROA): بازده دارایی‌ها: از نسبت تقسیم سود به کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

(OCF) نسبت خالص جریان نقد عملیاتی شرکت: نسبت خالص جریان نقد عملیاتی شرکت تقسیم بر جمع کل دارایی‌ها.

(Leverage) اهرم مالی: نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها.

(PAYOUT) نسبت سود سهام پرداختی: نسبت سود سهام پرداختی به کل سود شرکت در سال t.

(ANNRET): بازده سالانه سهام شرکت

(INV) مخارج سرمایه‌ای: از نسبت تغییر در دارایی‌های سرمایه‌ای شامل اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات.

(INST-HOLD) نسبت سهامداران نهادی: متغیر سهامداران نهادی مطابق تعریف بند ۲۷ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار در این تحقیق بانک‌ها، شرکت‌ها و هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد سهام منتشرشده را در دست داشته باشد.

## ۶- یافته‌های پژوهش

### ۱-۱- آمار توصیفی

به منظور بررسی و تجزیه و تحلیل آماره داده‌ها، ابتدا اطلاعات مربوط به آماره‌های توصیفی متغیرهای وابسته و توضیحی در جدول ۲ ارائه می‌گردد تا شمایی کلی از داده‌هایی که در پژوهش مورد تحلیل واقع شده‌اند، به دست آید، سپس در ادامه به تجزیه و تحلیل کل داده‌ها از طریق آزمون‌های مناسب پرداخته می‌شود.

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرهای مورد استفاده در مطالعه

| متغیر<br>ویژگی              | میانگین | میان  | انحراف<br>معیار | بیشترین | کمترین | چولگی | کشیدگی |
|-----------------------------|---------|-------|-----------------|---------|--------|-------|--------|
| سود پیش‌بینی                | ۹۹۴/۵۹  | ۵۷۷/۵ | ۱۳۷/۵۵          | ۱۵۰۸۰   | -۱۵۰۷  | ۳/۵۲  | ۲۲/۰۲  |
| ریسک سیستماتیک              | ۰/۷۴    | ۰/۶۱  | ۱/۵۷            | ۱۹/۲۱   | -۲۷/۳۰ | -۵/۸۶ | ۱۷۷/۰۸ |
| ارزش آتی                    | ۳/۷۷    | ۲/۵۰  | ۹/۱۹            | ۲۷/۹۳   | -۱۲/۶۸ | ۱۴/۸۵ | ۲۶۱/۶۵ |
| ارزش بازار                  | ۱۲/۱۰   | ۱۲/۰۱ | ۰/۶۷            | ۱۴/۱۹   | ۱۰/۶۲  | ۰/۵۸  | ۰/۳۲   |
| بازده دارایی‌ها             | ۰/۱۳    | ۰/۱۲  | ۰/۱۳            | ۰/۶۲    | -۰/۴۵  | ۰/۳۷  | ۱/۲۵   |
| نسبت خالص جریان نقد عملیاتی | ۰/۱۳    | ۰/۱۱  | ۰/۱۳            | ۰/۸۷    | -۰/۲۹  | ۰/۶۷  | ۱/۹۹   |
| اهرم مالی                   | ۰/۵۷    | ۰/۵۸  | ۰/۲۰            | ۱/۵۶    | ۰/۰۱   | ۰/۱۳  | ۱/۲۲   |
| نسبت سود سهام پرداختی       | ۰/۳۶    | ۰/۳۳  | ۰/۲۸            | ۰/۹۹    | -۰/۳۱  | ۰/۳۸  | ۰/۹۱   |
| بازده                       | ۱/۶۴    | -۰/۰۴ | ۱۳/۸۲           | ۹۷/۳۹   | -۲۹/۰۳ | ۲/۱۳  | ۱۰/۶۵  |
| مخارج سرمایه‌ای             | ۰/۲۷    | ۰/۰۵  | ۰/۸۷            | ۱۲/۴۲   | -۰/۸۶  | ۷/۴۲  | ۷۸/۵۴  |
| نسبت سهامداران نهادی        | ۷۴/۷۳   | ۷۸/۰۴ | ۱۷/۲۰           | ۱۰۰     | ۸/۶۱   | -۱/۱۵ | ۱/۵۶   |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۶-۲- آزمون وایف (شدت هم خطی بین متغیرهای مستقل و کنترلی)

برای بررسی شدت هم خطی بین متغیرهای مستقل و کنترلی تحقیق از عامل تورم واریانس و تولرانس<sup>۱</sup> استفاده شده است. همان‌طور که در جدول ۳ مشخص است، عامل تورم واریانس کلیه متغیرهای مستقل و کنترلی تحقیق زیر ۵ می‌باشد که بیانگر عدم وجود هم خطی شدید بین متغیرهای مستقل و کنترلی تحقیق می‌باشد.

<sup>۱</sup>Tolerance

جدول ۳: آزمون VIF (شدت هم خطی بین متغیرهای مستقل و کنترلی)

| متغیر                       | تولرانس | عامل تورم واریانس |
|-----------------------------|---------|-------------------|
| ریسک سیستماتیک              | ۰/۹۶    | ۱/۰۳              |
| ارزش بازار                  | ۰/۷۷    | ۱/۲۹              |
| بازده دارایی‌ها             | ۰/۴۰    | ۲/۴۵              |
| نسبت خالص جریان نقد عملیاتی | ۰/۶۸    | ۱/۴۶              |
| اهرم مالی                   | ۰/۵۲    | ۱/۹۰              |
| نسبت سود سهام پرداختی       | ۰/۸۱    | ۱/۲۲              |
| بازده                       | ۰/۹۷    | ۱/۰۳              |
| مخارج سرمایه‌ای             | ۰/۹۶    | ۱/۰۳              |
| نسبت سهامداران نهادی        | ۰/۹۰    | ۱/۱۰              |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۳-۶- ضریب همبستگی

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول زیر، همبستگی بین متغیرهای مستقل تا اندازه‌ای نیست که بتوان آن را به‌عنوان همبستگی شدید تلقی نمود. لذا می‌توان از آن چشم‌پوشی نمود و مدل ارائه شده برای مطالعه حاضر را با همه‌ی متغیرهای ذکر شده برای آن برآورد کرد.

جدول ۴: نتایج آزمون ضریب همبستگی

| متغیر                       | نسبت سهامداران نهادی | مخارج سرمایه‌ای | بازده | نسبت سود سهام پرداختی | اهرم مالی | نسبت خالص جریان نقد عملیاتی | بازده دارایی‌ها | ارزش بازار | ارزش آتی | ریسک سیستماتیک | سود پیش‌بینی |
|-----------------------------|----------------------|-----------------|-------|-----------------------|-----------|-----------------------------|-----------------|------------|----------|----------------|--------------|
| سود پیش‌بینی                |                      |                 |       |                       |           |                             |                 |            |          |                | ۱            |
| ریسک سیستماتیک              |                      |                 |       |                       |           |                             |                 |            |          | ۱              | -۰/۰۲        |
| ارزش آتی                    |                      |                 |       |                       |           |                             |                 |            | ۱        | -۰/۰۹          | ۰/۱۵         |
| ارزش بازار                  |                      |                 |       |                       |           |                             |                 | ۱          | -۰/۰۱    | ۰/۱۲           | ۰/۳۴         |
| بازده دارایی‌ها             |                      |                 |       |                       |           |                             | ۱               | ۰/۴۶       | ۰/۱۲     | ۰/۰۳           | ۰/۶۶         |
| نسبت خالص جریان نقد عملیاتی |                      |                 |       |                       |           | ۱                           | ۰/۴۴            | ۰/۳۱       | ۰/۰۶     | -۰/۰۳          | ۰/۲۴         |
| اهرم مالی                   |                      |                 |       |                       | ۱         | -۰/۲۴                       | -۰/۶۷           | -۰/۲۶      | ۰/۰۲     | -۰/۰۵          | -۰/۱۸        |
| نسبت سود سهام پرداختی       |                      |                 |       | ۱                     | -۰/۱۹     | ۰/۳۴                        | ۰/۲۶            | ۰/۰۸       | ۰/۰۱     | -۰/۰۶          | ۰/۲۰         |
| بازده                       |                      |                 | ۱     | -۰/۰۳                 | -۰/۰۲     | ۰/۰۱                        | ۰/۰۱            | ۰/۰۶       | ۰/۲۱     | -۰/۰۳          | ۰/۰۲         |
| مخارج سرمایه‌ای             |                      | ۱               | -۰/۰۴ | -۰/۱۰                 | -۰/۰۳     | -۰/۰۲                       | ۰/۰۰۰۴          | ۰/۰۵       | -۰/۲۴    | ۰/۰۲           | ۰/۰۱         |
| نسبت سهامداران نهادی        | ۱                    | -۰/۰۷           | -۰/۰۸ | ۰/۱۳                  | ۰/۱۱      | ۰/۱۶                        | ۰/۰۲            | ۰/۱۰       | ۰/۰۵     | -۰/۰۶          | ۰/۱۴         |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### ۴-۶- آزمون ریشه واحد مانایی

پیش از برآورد مدل، لازم است ایستایی تمام متغیرهای مورد استفاده در تخمین‌ها، مورد آزمون قرار گیرد، برای این منظور لازم است به نحوی ایستایی جمعی متغیرها آزمون شود که در این پژوهش از آزمون لوین، لی و چو<sup>۱</sup> استفاده شده است.

همان‌گونه که از جدول ۵ قابل مشاهده است، تمامی متغیرها بر اساس روش لوین مورد استفاده، فرضیه صفر آزمون مبنی بر وجود ریشه واحد رد شده و بر این اساس متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش در سطح مانا می‌باشند. لازم به یادآوری است از آنجاکه متغیرها در سطح، مانا می‌باشند لذا نیازی به آزمون هم انباشتگی برای آن‌ها نخواهد بود.

<sup>1</sup>Levin, Lee and Chu

جدول ۵: نتایج آزمون مانایی و ریشه واحد متغیرهای پژوهش

| متغیر                       | تفاضل | آماره  | سطح احتمال |
|-----------------------------|-------|--------|------------|
| سود پیش‌بینی                | سطح   | -۲۵/۹۸ | ۰/۰۰۰      |
| ریسک سیستماتیک              |       | -۳۰/۵۹ | ۰/۰۰۰      |
| ارزش آتی                    |       | -۳۵/۸۹ | ۰/۰۰۰      |
| ارزش بازار                  |       | -۱۸/۲۶ | ۰/۰۰۰      |
| بازده دارایی‌ها             |       | -۹/۵۲  | ۰/۰۰۰      |
| نسبت خالص جریان نقد عملیاتی |       | -۱۷/۴۴ | ۰/۰۰۰      |
| اهرم مالی                   |       | -۶/۹۰  | ۰/۰۰۰      |
| نسبت سود سهام پرداختی       |       | -۱۶/۲۸ | ۰/۰۰۰      |
| بازده                       |       | -۲۸/۹۸ | ۰/۰۰۰      |
| مخارج سرمایه‌ای             |       | -۸۰/۷۹ | ۰/۰۰۰      |
| نسبت سهامداران نهادی        |       | -۳۱/۹۸ | ۰/۰۰۰      |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### ۵-۶- ناهمسانی واریانس‌ها

با توجه به تأثیر مهم ناهمسانی واریانس بر برآورد، انحراف معیار و استنباط آماری، لازم است تا قبل از پرداختن به هرگونه تخمین وجود و یا عدم وجود ناهمسانی واریانس تحقیق یابد. جدول ۶ نتیجه آزمون واریانس ناهمسانی مدل مورداستفاده در این پژوهش را نمایش می‌دهد.

جدول ۶: نتایج حاصل از ناهمسانی واریانس

| مدل       | آماره | احتمال | نتیجه آزمون      |
|-----------|-------|--------|------------------|
| فرضیه اول | ۲/۳۳  | ۰/۰۲   | ناهمسانی واریانس |
| فرضیه دوم | ۲۳/۰۴ | ۰/۰۰۵  | ناهمسانی واریانس |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج حاصل از آزمون بروش پاگان در جدول ۶ آورده شده است. بررسی آماره آزمون انجام‌شده برای مدل پژوهش نشان می‌دهد که از آنجاکه احتمال محاسبه‌شده کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد لذا فرضیه صفر مبنی بر واریانس همسانی جملات اخلال پذیرفته نمی‌شود؛ و مدل دارای ناهمسانی واریانس می‌باشد از این‌رو برای حل مشکل از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده می‌شود.

### ۶-۶- مدل مناسب برای تخمین مدل

با توجه به ادبیات تحقیق موجود و نیز ماهیت فرضیه‌های تحقیق در این پژوهش از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. به‌منظور تعیین مدل مناسب برای آزمون فرضیات از آزمون‌های چاو (آزمون F لیمر) استفاده شده است. در این تحقیق به‌منظور آزمون فرضیات از سه مدل رگرسیونی استفاده می‌شود.

#### الف) آزمون F لیمر

جدول ۷ نتایج آزمون لیمر را به تصویر می‌کشد، از آنجا که میزان احتمال محاسبه شده برای مدل فرضیه‌های تحقیق کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، لذا فرض صفر این مدل مربوط به پولینگ بودن رد می‌شود؛ و مدل پانل به مدل پولینگ ارجحیت دارد. لذا از آزمون هاسمن برای انتخاب بهترین روش تخمین از میان روش‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی استفاده می‌شود.

جدول ۷: نتایج آزمون F لیمر

| مدل       | F آماره | احتمال | نتیجه آزمون |          |
|-----------|---------|--------|-------------|----------|
| فرضیه اول | ۴/۸۹    | ۰/۰۰۰  | رد فرض صفر  | مدل پانل |
| فرضیه دوم | ۲/۲۹    | ۰/۰۰۰  | رد فرض صفر  | مدل پانل |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### ب) آزمون هاسمن

بر اساس نتایج آزمون F لیمر، ماهیت پانل بودن داده‌ها برای مدل تأیید شد، آنگاه با استفاده از آزمون هاسمن برای انتخاب بهترین روش تخمین از میان روش‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی تصمیم‌گیری می‌شود. چون سطح احتمال مدل اول کمتر از ۰/۰۵ است لذا برای برآورد مدل روش اثرات ثابت به روش اثرات تصادفی ارجحیت دارد؛ اما برای مدل دوم چون سطح احتمال بیشتر از ۰/۰۵ است لذا برای برآورد مدل روش اثرات تصادفی به روش اثرات ثابت ارجحیت دارد.

جدول ۸: نتایج آزمون هاسمن

| مدل       | آماره کای اسکوئر | احتمال | نتیجه آزمون   |                  |
|-----------|------------------|--------|---------------|------------------|
| فرضیه اول | ۴۵/۰۳            | ۰/۰۰۰  | رد فرض صفر    | روش اثرات ثابت   |
| فرضیه دوم | ۹/۷۰             | ۰/۳۷   | پذیرش فرض صفر | روش اثرات تصادفی |

منبع: یافته‌های پژوهشگر



### ۶-۷- تخمین مدل پژوهش و آزمون فرضیه‌ها

در این قسمت از پژوهش با توجه به آزمون‌های صورت گرفته و همچنین بررسی ناهمسانی واریانس برای مدل پژوهش و مشخص شدن روش تخمین، به تخمین مدل و آزمون فرضیه‌های تحقیق پرداخته خواهد شد.

### نتایج تخمین مدل اول تحقیق

جدول ۹: نتایج حاصل از برازش مدل اول

| EPS= $\beta_0+\beta_1RISK+\beta_2ln\_MKT+\beta_3ROA+\beta_4OCF+\beta_5Leverage+\beta_6PAYOUT+\beta_7ANNRET+\beta_8INV+\beta_9INST-HOLD+\varepsilon$ |            |                  |         |               |
|---|------------|------------------|---------|---------------|
| متغیر   | ضریب متغیر | انحراف استاندارد | آماره T | سطح معنی‌داری |
| ریسک سیستماتیک  | ۲/۱۹۶      | ۴/۱۴۷            | ۰/۵۲۶   | ۰/۵۹          |
| ارزش بازار  | ۴۳/۷۵۸     | ۱۹/۰۴۱           | ۲/۲۹۸   | ۰/۰۲          |
| بازده دارایی‌ها   | ۵۵۰۷/۲۹    | ۲۲۴/۷۰۵          | ۲۴/۵۰۸  | ۰/۰۰۰         |
| نسبت خالص جریان نقد عملیاتی   | -۱۵۷/۰۸۰   | ۹۶/۰۲۷           | -۱/۶۳۵  | ۰/۱۰          |
| اهرم مالی   | ۸۷۹/۰۷     | ۶۸/۹۳۶           | ۱۲/۲۵۷  | ۰/۰۰۰         |
| نسبت سود سهام پرداختی   | -۲۵/۲۰۴    | ۲۶/۹۲۲           | -۰/۹۳۶  | ۰/۳۴          |
| بازده   | ۰/۸۸۱      | ۰/۶۳۰            | ۱/۳۹۸   | ۰/۱۶          |
| مخارج سرمایه‌ای   | -۸/۳۱۵     | ۵/۲۲۹            | -۱/۵۸۹  | ۰/۱۱          |
| نسبت سهامداران نهادی  | ۱/۲۰۶      | ۰/۶۳۵            | ۱/۸۹۹   | ۰/۰۵          |
| عرض از مبدأ   | -۹۰۴/۴۲    | ۲۳۲/۸۷۷          | -۳/۸۸۳  | ۰/۰۰۰         |
| R2  | ۰/۹۰       |                  |         |               |
| تعدیل شده R2  | ۰/۸۷       |                  |         |               |
| F   | ۳۵/۱۳      |                  |         |               |
| Prob  | ۰/۰۰۰      |                  |         |               |
| آماره دوربین واتسون   | ۲/۰۸       |                  |         |               |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### نتیجه مدل تحقیق

آماره F بیانگر معنی‌داری کلی ضرایب مدل و آماره دوربین واتسون با عدد ۲/۰۸ نشان‌دهنده نبود خودهمبستگی در بین اجزای اخلاقی است. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل فوق به ترتیب عبارت‌اند از ۹۰ درصد و ۸۷ درصد است؛ بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، تنها حدود ۸۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته از سوی متغیرهای مستقل و کنترل تبیین می‌شوند. نتیجه فرضیه اول: بین ریسک‌پذیری و پیش‌بینی سود مدیریت رابطه معناداری وجود دارد.

ضریب متغیر مستقل ریسک‌پذیری منفی می‌باشد؛ اما با توجه به سطح معنی‌داری ۰/۵۹ (بیشتر از سطح خطای در نظر گرفته‌شده ۰/۰۵) رابطه معناداری با پیش‌بینی سود مدیریت ندارد. متغیر کنترلی ارزش بازار، بازده دارایی‌ها، اهرم مالی و نسبت مالکان نهادی با توجه به سطح معنی‌داری کمتر از ۰/۰۵ و ضریب مثبت، رابطه معنادار مستقیمی با پیش‌بینی سود دارند اما نسبت خالص جریان نقد عملیاتی، بازده و مخارج سرمایه‌ای با پیش‌بینی سود ندارند.

### نتایج تخمین مدل دوم تحقیق

جدول ۱۰: نتایج حاصل از برازش مدل دوم

| Value= $\beta_0 + \beta_1 RISK + \beta_2 \ln\_MKT + \beta_3 ROA + \beta_4 OCF + \beta_5 leverage + \beta_6 PAYOUT + \beta_7 ANNRET + \beta_8 INV + \beta_9 INST-HOLD + \varepsilon$ |            |                  |         |               |
|---|------------|------------------|---------|---------------|
| متغیر   | ضریب متغیر | انحراف استاندارد | آماره T | سطح معنی‌داری |
| ریسک سیستماتیک  | -۰/۱۵۰     | ۰/۰۶۹            | -۲/۱۸۰  | ۰/۰۲          |
| ارزش بازار  | -۰/۵۷۰     | ۰/۲۶۰            | -۲/۱۹۲  | ۰/۰۲          |
| بازده دارایی‌ها   | ۵/۹۷۹      | ۱/۶۴۱            | ۳/۶۴۱   | ۰/۰۰۰         |
| نسبت خالص جریان نقد عملیاتی   | ۰/۲۴۸      | ۱/۱۴۹            | ۰/۲۱۵   | ۰/۸۲          |
| اهرم مالی   | ۲/۵۱۵      | ۰/۹۸۶            | ۲/۵۴۹   | ۰/۰۱          |
| نسبت سود سهام پرداختی   | -۰/۰۳۴     | ۰/۵۱۶            | -۰/۰۶۶  | ۰/۹۴          |
| بازده   | ۰/۰۴۷      | ۰/۰۰۹            | ۵/۲۴۳   | ۰/۰۰۰         |
| مخارج سرمایه‌ای   | -۰/۰۸۳     | ۰/۱۵۸            | -۰/۵۲۳  | ۰/۶۰          |
| نسبت سهامداران نهادی  | ۰/۰۰۵      | ۰/۰۰۷            | ۰/۷۴۰   | ۰/۴۵          |
| عرض از مبدأ   | ۷/۳۴۴      | ۳/۱۰۶            | ۲/۳۶۴   | ۰/۰۱          |
| R2  | ۰/۰۹       |                  |         |               |
| تعدیل شده R2  | ۰/۰۷       |                  |         |               |
| F   | ۵/۳۲۲      |                  |         |               |
| Prob  | ۰/۰۰۰      |                  |         |               |
| آماره دوربین واتسون   | ۱/۸۱       |                  |         |               |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### نتیجه مدل تحقیق

آماره F بیانگر معناداری کلی ضرایب مدل و آماره دوربین واتسون با عدد ۱/۸۱ نشان‌دهنده نبود خودهمبستگی در بین اجزای اخلاص است. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل فوق به ترتیب عبارت‌اند از ۹ درصد و

۷/۳ درصد است؛ بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، تنها حدود ۷/۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته از سوی متغیرهای مستقل و کنترل تبیین می‌شوند.

نتیجه فرضیه دوم: بین ریسک‌پذیری شرکت و ارزش آتی سهام شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. ضریب متغیر مستقل ریسک‌پذیری شرکت منفی می‌باشد و با توجه به سطح معنی‌داری ۰/۰۲ (کمتر از سطح خطای در نظر گرفته‌شده ۰/۰۵) رابطه معنادار معکوسی با ارزش آتی سهام دارد. به عبارتی با افزایش ریسک شرکت، ارزش آتی سهام کاهش می‌یابد.

متغیر کنترلی بازده دارایی‌ها، اهرم مالی و بازده سهام با توجه به سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ و ضریب مثبت، رابطه معنادار مستقیمی با پیش‌بینی سود دارند اما نسبت خالص جریان نقد عملیاتی، نسبت مالکان نهادی نسبت پرداخت سود و مخارج سرمایه‌ای با پیش‌بینی سود رابطه معناداری ندارند.

ارزش بازار شرکت با توجه به سطح معنی‌داری کمتر از ۰/۰۵ و ضریب منفی، رابطه معنادار معکوسی با پیش‌بینی سود دارد.

#### ۷- بحث و نتیجه‌گیری

یکی از اهداف حسابداری و تهیه صورت‌های مالی، دادن اطلاعاتی سودمند برای تصمیم‌گیری است. در بیانیه ۴ هیئت اصول حسابداری، یکی از اهداف عمومی صورت‌های مالی، فراهم آوردن اطلاعات به‌منظور 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 کمک شایانی 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 افشای آن داشته باشند (شباهنگ، ۱۳۸۱).

هر مدیر در تصمیم‌گیری‌های خود به نحوی با پیش‌بینی سود سروکار دارد. برخی از این پیش‌بینی‌ها ساده و برخی دیگر پیچیده و مشکل است. همچنین، پیش‌بینی‌ها می‌توانند برای دوره‌های کوتاه‌مدت یا درازمدت انجام گیرند (الوانی و میرشفیعی، ۱۳۸۶). یکی از ابزار تعامل مدیران شرکت با بازار، ارائه اطلاعات در مورد پیش‌بینی سود شرکت است که بدین‌وسیله شرکت‌ها می‌توانند رفتار بازار را تحت تأثیر قرار دهند. در شرایط حاضر بسیار از سهامداران فردی حضوری فعال در بورس اوراق بهادار تهران داشته‌اند که تا حدود زیادی تصمیمات خود را بر مبنای اطلاعات منتشره اتخاذ می‌نمایند. اگرچه انتظار می‌رود مدیران شرکت‌ها پیش‌بینی‌های خود را با نهایت دقت به اطلاع بازار برسانند اما به هر صورت عملکرد واقعی شرکت‌ها در بسیاری از موارد با اطلاعات مالی پیش‌بینی‌شده تفاوت قابل‌توجهی دارد که این موضوع تحت عنوان دقت پیش‌بینی سود توسط مدیران شرکت‌ها قابل‌بررسی است (غلامی، ۱۳۹۴). هدف اصلی این تحقیق رابطه بین ریسک‌پذیری، ارزش شرکت و قضاوت مدیریت

از سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار. قلمرو زمانی مورد مطالعه در این تحقیق، یک بازه ۷ ساله ۱۳۹۴ الی ۱۴۰۰ می‌باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش که از اطلاعات مالی ۱۱۱ شرکت با استفاده از نرم‌افزار EViews انجام شده است به شرح ذیل می‌باشد:

هدف اصلی این تحقیق رابطه بین ریسک‌پذیری، ارزش شرکت و قضاوت مدیریت از سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار می‌باشد.

نتیجه حاصل از آزمون فرضیه اول نشان داد بین ریسک‌پذیری و پیش‌بینی سود مدیریت رابطه معناداری وجود ندارد. ضریب متغیر مستقل ریسک‌پذیری منفی می‌باشد؛ اما با توجه به سطح معنی‌داری ۰/۵۹ (بیشتر از سطح خطای در نظر گرفته‌شده ۰/۰۵) رابطه معناداری با پیش‌بینی سود مدیریت ندارد. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش با نتایج پژوهش مشکلی و عاصی ربانی (۱۳۹۰)، طریقی (۱۳۹۲)، غلامی (۱۳۹۴)، ابراهیمی‌نژاد (۱۳۹۴)، صالح‌نژاد و وقفی (۱۳۹۴)، افروز و همکاران (۱۳۹۵) مطابقت دارد اما با پژوهش‌های فورستر و همکاران (۲۰۰۹)، جرمیاس و جانی (۲۰۱۴)، ایمهاف و سیوی (۲۰۱۴) وایتنر و میشل (۲۰۱۷) مخالف می‌باشد.

نتیجه حاصل از آزمون فرضیه دوم نشان داد بین ریسک‌پذیری شرکت و ارزش آتی سهام شرکت رابطه معناداری وجود دارد. در سال‌های اخیر، توجه روزافزون به بحث ارزش‌های شرکت در قالب عناوینی چون ارزش (ثروت) سهامداران (راپاپرت، ۱۹۸۶؛ کاپلند، ۱۹۹۴؛ جنسن، ۲۰۰۰)، ارزش دینفعان (فریمن، ۱۹۸۴)، ارزش مشتری (مورفی و همکاران، ۱۹۹۶)، اصول اخلاقی تجارت (والسکوز، ۱۹۹۸؛ فورت، ۲۰۰۱)، مسئولیت‌های اجتماعی شرکت (کارول، ۱۹۹۹)، نگهداشت محیط‌زیست (تسیدل، ۱۹۹۳؛ تن برونسل و همکاران، ۲۰۰۰) و نیز حقوق شهروندی (یولینو، ۱۹۹۹) شده است. دیدگاه رایج این است که ارزش شرکت بر پایه‌ی ارزش‌ها و استانداردهای اخلاقی مدیران و کارکنان شکل می‌گیرد. همچنین اگر شرکت را به‌عنوان ساختار تصنعی در نظر بگیریم، پس قاعدتاً می‌توان گفت ارزش‌های آن از ارزش‌ها و اولویت‌های دینفعان و سازندگان منتج شده است. این بدان معناست ارزش‌های واحد تجاری به دنبال درونی ساختن ارزش‌های دینفعان واحد تجاری شکل می‌گیرد. تعیین ارزش شرکت از جمله عوامل مهم در فرآیند سرمایه‌گذاری است (توماسن، ۲۰۰۴). ارزش شرکت را می‌توان وزنی دانست که تصمیم‌گیران سازمان هنگام اتخاذ تصمیم به اهداف و نتایج مختلف می‌دهند. برخی از این اهداف عبارت‌اند از سودآوری و بازدهی سهام واحد تجاری، ارزش مشتری (رضایت مشتری) رشد واحد تجاری، رضایت شغلی کارکنان، رضایت و رفاه عرضه‌کنندگان، برخورداری از عملکرد مناسب اجتماعی و ... (برادران حسن‌زاده و بهرامی، ۱۳۹۲). هنگامی که فرد در موقعیت‌های ریسک دار همراه با چند بدیل مواجه می‌شود، بدیلی که دارای بالاترین ارزش مورد انتظار مجموع حاصل‌ضرب هر پیامد در احتمال وقوع آن است، انتخاب می‌کند. در چنین شرایطی "تئوری مطلوبیت" می‌تواند مبنایی برای توضیح و پیش‌بینی رفتار افراد قرار گیرد. این تئوری بیان می‌کند که افراد به‌منظور بهینه کردن ارزش مورد انتظار خود که با عنوان مطلوبیت مطرح می‌شود، تلاش کرده و بین مطلوبیت و یا ثروت

رابطه برقرار می‌کنند. نتیجه این پژوهش با نتایج پژوهش غلامی (۱۳۹۴)، ابراهیمی‌نژاد (۱۳۹۴)، راجرزواستاکن (۲۰۰۵)، هیرست و همکارانش (۲۰۰۸)، جرمیاس و جانی (۲۰۱۴)، حارجوتو و لاکسمانا (۲۰۱۶) مرتبط می‌باشد.

### فهرست منابع

- ۱) ملکیان، اسفندیار و حمیدرضا شایسته‌مند، (۱۳۹۴)، "تبیین تأثیر سازوکارهای مدیریتی راهبری شرکتی بر ریسک‌پذیری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال هفتم، شماره بیست‌وهشتم، صص ۱۲۶-۱۰۵.
- ۲) فروغی، داریوش و مرضیه مظاهری، (۱۳۹۲)، "بررسی تأثیر اهرم و ریسک در ماندگی مالی بر بازده واقعی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال پنجم، شماره هجده، صص ۴۶-۶۱.
- ۳) آذرنیاد، مریم، (۱۳۹۵)، "تأثیر دفعات بازنگری پیش‌بینی هر سهم بر نقد شوندگی، هزینه سرمایه سهام عادی و ارزش شرکت"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری. مؤسسه آموزش عالی ارشاد دماوند، دانشکده مدیریت و حسابداری.
- ۴) الوانی، سید مهدی و نصرالله میرشفیعی، (۱۳۸۶)، "مدیریت تولید"، مؤسسه چاپ و انتشارات آستان قدس رضوی. مشهد.
- ۵) ابراهیمی‌نژاد، فاطمه، (۱۳۹۴)، "بررسی تعامل بین ریسک‌پذیری شرکتی، ارزش شرکت و پیش‌بینی سود سطح بالای مدیریتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد واحد نجف‌آباد.
- ۶) خدادادی، ولی، مهدی عربی و صادق آل بوعلی، (۱۳۹۴)، "اثر تعدیل‌کننده عدم اطمینان محیطی بر رابطه بین مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال هفتم، شماره بیست‌وشش، صص ۵۱-۶۶.
- ۷) برادران حسن‌زاده، رسول و طه بهرامی، (۱۳۹۲)، "بررسی تأثیر برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر رتبه شفافیت گزارشگری"، فصلنامه نظریه‌های نوین حسابداری، سال سوم، شماره سه، پیاپی نه، صص ۳۷-۳۷.
- ۸) بولو، قاسم، جعفر باباجانی و مهدی ابراهیمی میمند، (۱۳۹۱)، "ملاحظه محتوای اطلاعاتی اجزای سود توسط مدیران و سرمایه‌گذاران در پیش‌بینی سود"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال چهارم، شماره یک، شماره پیاپی (بازده)، صص ۴۷-۶۶.
- ۹) پروازه، فروزان، (۱۳۹۵)، "تأثیر محدودیت منابع مالی بر رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و ارزش شرکت"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری. دانشگاه شهید اشرفی اصفهان.

- ۱۰) توکل‌نیا، اسماعیل و مهدی وتیرگری، (۱۳۹۳)، "اهرم مالی، سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران: بررسی روابط غیرخطی و سلسله مراتبی"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، سال هفتم، شماره بیست‌ودو، صص ۳۵-۵۱.
- ۱۱) فخاری، حسین و محسن حسن نتاج کردی، (۱۳۹۷)، "اثر تعدیل‌کنندگی راهبری شرکتی بر ارتباط بین رقابت در بازار محصول و کیفیت سود پیش‌بینی‌شده توسط مدیریت"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال دهم، شماره سی‌وهشت، صص ۲۰۹-۲۳۷.
- ۱۲) خواجه محمود، زیبا، (۱۳۹۱)، "بررسی رابطه بین ویژگی‌های پیش‌بینی سود هر سهم توسط مدیریت بر ریسک و ارزش شرکت"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی، دانشکده اقتصاد و حسابداری.
- ۱۳) رهبر، سامان، (۱۳۹۲)، "بررسی تأثیر خطای پیش‌بینی سود بر هزینه سرمایه و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات.
- ۱۴) سازمان بورس اوراق بهادار تهران، (۱۳۸۴)، "دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان بورس اوراق بهادار".
- ۱۵) راعی، رضا و احمد تلنگی، (۱۳۸۳)، "مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته"، انتشارات سمت.
- ۱۶) سال افروز، روح‌الله، مهدی مهربانی و رسول زکی‌پور، (۱۳۹۵)، "بررسی ارتباط میان ریسک‌پذیری، ارزش شرکت و پیش‌بینی سود مدیریت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، دومین کنفرانس بین‌المللی مدیریت و علوم انسانی.
- ۱۷) شباهنگ، رضا، (۱۳۸۱)، "تئوری حسابداری"، مرکز پژوهش‌های تخصصی حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی، نشریه شماره یک‌صد و پنجاه‌وهفت، جلد اول.
- ۱۸) محمدیان، زینب، مهدی حیدری و پری چالاک، (۱۳۹۸)، "بررسی تأثیر پیچیدگی و عدم اطمینان محیطی بر صحت پیش‌بینی سود مدیریت با تأکید بر کیفیت حسابرسی به‌عنوان متغیر میانجی"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال یازدهم، شماره چهل‌وسه، صص ۲۴۷-۲۷۵.
- ۱۹) صالح‌نژاد، سید حسن و سیدحسام وقفی، (۱۳۹۵)، "تأثیر سود توسط مدیریت بر ریسک و ارزش شرکت"، مجله مدیریت مالی، سال چهارم، شماره دوازده، صص ۱۰۳-۱۲۲.
- ۲۰) غلامی، علی‌اکبر، (۱۳۹۴)، "ریسک‌پذیری شرکت، ارزش شرکت و بالا بودن سطح پیش‌بینی سودهای مدیریتی (مورد مطالعاتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران)"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی شاهرود.

- ۲۱) فروغی، داریوش و مرضیه مظاهری، (۱۳۹۲)، "بررسی تأثیر اهرم و ریسک درماندگی مالی بر بازده واقعی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال پنجم، شماره هجده، صص ۴۶-۶۱.
- ۲۲) کاظمی رهبر، بهاره، (۱۳۹۳)، "تأثیر دقت پیش‌بینی سود بر اجزای هزینه سرمایه و ارزش شرکت"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری. دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی، دانشکده امور اقتصادی.
- ۲۳) محمودآبادی، حمید، (۱۳۸۵)، "ارزیابی متغیرهای حسابداری در تعیین ارزش شرکت‌ها"، پایان‌نامه دکتری رشته حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی.
- ۲۴) مهدوی، غلامحسین و نجمیه رستگاری، (۱۳۸۶)، "محتوای اطلاعاتی ارزش‌افزوده اقتصادی برای پیش‌بینی سود"، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، دوره بیست و ششم، شماره پنجاه، صص ۱۵۶-۱۳۷.
- 25) Ben Le, (2021), "Working Capital Management and Firm's Valuation, Profitability and Risk: Evidence from a Developing Market", *International Journal of Managerial Finance*, <https://doi.org/10.1108/IJMF-01-2018-0012>.
- 26) Foerester, S. R., Sapp, G. S., & Shi, Y. (2013), "The Effect of Voluntary Disclosure on Firm Risk and Firm Value: Evidence from Management Earnings Forecasts", CAAA Annual Conference. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2199587>.
- 27) Graham. B, M., Dempster., A. H., & Yee, S. Y. (2009), "Prospective Earnings Per Share. University of Cambridge", Judge Institute on Management Working, 61.
- 28) Harjoto, M., & Laksmana, I. (2016), "The Impact of Corporate Social Responsibility on Risk Taking and Firm Value", *Journal of Business Ethics*, 142, PP. 1-21.
- 29) 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(2), PP. 328-337.
- 30) Ittner, C. D., & Michels, J. (2017), "Risk-Based Forecasting and Planning and Management Earnings Forecasts", *Review of Accounting Studies*, Forthcoming. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2881110>.
- 31) Jermias, J. & Gani, L. (2014), "The Impact of Board Capital and Board Characteristics on Firm Performance", *The British Accounting Review*, 46, PP. 135-153.
- 32) Lotfi Wakil Abad, S., Rostami, R., Nouri Sadat Zaranji, S. S., & Jamali, J. (2013), "Effects of Management Earnings Forecast on Capital Cost and Stock Return", *International Research Journal of Applied and Basic Sciences*, 4(6), PP. 1358-1365
- 33) Yuji Ijiri & Robert Jaedicke, K., (2019), "Reliability and Objectivity of Accounting Measurement", *the Accounting Review*, 41, PP. 474-483

## **The Relationship between Risk-Taking, Company Value and Management Judgment of Profit**

Meysam Mahmoudzade<sup>1</sup>

Amirreza Keyghobadi<sup>2</sup>

Mahnaz Nojavan<sup>3</sup>

Fariba Soltani<sup>4</sup>

Received: 11 / January / 2023

Accepted: 18 / March / 2023

### **Abstract**

Considering the competitive market environment that is in sync with the current economic conditions and financial crises, the investors' expectations of the profitability of the company play a significant role in their decisions, therefore, the examination of the template approach on the way of predicting the company's future profit by the management according to The level of risk-taking of the company and, accordingly, the display of the company's value, are important in the application of these decisions, and it seems necessary to address it. The aim of the current research is to investigate the relationship between risk-taking, company value and management's judgment of profit in companies listed on the Tehran Stock Exchange. For this purpose, the information related to 111 companies admitted to the Tehran Stock Exchange was collected and analyzed using multivariate regression. Data analysis shows that there is no significant relationship between risk-taking and management's profit forecast, and there is a significant relationship between the company's risk-taking and the future value of the company's shares. The results show that if the company is risk-taking, its future value will increase.

**Keywords:** Risk taking, Company value, Management judgment of profit, Stock future value

---

1 Department of Accounting, Aligoudarz Branch, Islamic Azad University, Aligoudarz, Iran. maysammahmoudzadeh@gmail.com

2 Department of Accounting, Central Tehran Brach, Islamic Azad University, Tehran, Iran. Corresponding Author. acc1388@gmail.com

3 Department of Accounting, Ghaenat Branch, Islamic Azad University, Ghaen, Iran. nojavanmahnaz@gmail.com

4 Department of Accounting, Central Tehran Brach, Islamic Azad University, Tehran, Iran. f.soltani@staff.sharif.ir

