



## بررسی میزان اثر پذیری چسبندگی چشم انداز درآمد آتی از محافظه کاری و توانمندی مدیریت با بهره گیری از مدل رگرسیون خطی چند متغیره

مرجان شاه علی<sup>۱</sup>

محمد رضا عبدلی<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت مقاله : ۹۷/۱۱/۱۴ تاریخ پذیرش مقاله : ۹۷/۱۲/۰۸

### چکیده

چشم انداز درآمد آتی، چسبندگی آن و نیز بازده نقدی سهام یک شرکت، به واسطه عینیت و ملموس بودن، از جایگاه ویژه‌ای نزد سهامداران و بازیگران بازار سرمایه، در تحلیل شرکت برخوردارند. از آنجا که منش و طرز برخورد مدیران اجرایی بر چشم انداز درآمد آتی و چسبندگی آن موثر می‌باشد، لذا در این پژوهش رابطه بین چسبندگی چشم انداز درآمد آتی و دو ویژگی مالی رفتاری شامل: محافظه کاری و توانمندی مدیریت مورد بررسی قرار گرفته است. جامعه آماری مورد بحث در این تحقیق شامل ۲۰۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۸-۱۳۹۵ بوده که به کمک رگرسیون خطی چند متغیره و با بهره گیری از نرم افزار Eviews آزمون شده اند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که بین هر دو معیار و چسبندگی چشم انداز درآمد آتی رابطه معنادار مثبتی وجود دارد.

### کلمات کلیدی

چسبندگی سود سهام، چسبندگی چشم انداز درآمد آتی، محافظه کاری، توانمندی مدیریت

۱ دانشجوی دکترای حسابداری، گروه حسابداری، واحد شاهرود، دانشگاه آزاد اسلامی، شاهرود، ایران. [m\\_shahalii@yahoo.com](mailto:m_shahalii@yahoo.com)  
۲ دانشیار، گروه حسابداری، واحد شاهرود، دانشگاه آزاد اسلامی، شاهرود، ایران. (نویسنده مسئول) [mra830@yahoo.com](mailto:mra830@yahoo.com)

## مقدمه

در سال‌های اخیر مطالعات بی‌شماری، با مستندسازی مثال‌های فراوانی از رفتارهای غیر عقلایی و خطاهای تکرارشونده در قضاوت، اساسی‌ترین فرض نظریه اقتصادی، یعنی انسان اقتصادی عقلایی یا بشر اقتصادی را مورد سؤال قرار داده‌اند.

مالی رفتاری و روانشناسی بازار سرمایه رشته‌ای است که در طول دو دهه گذشته، در پاسخ به پدیده‌های روانی دخیل در بازار سرمایه رشد کرده‌است. در این علم محققان، با استفاده از متدهای متنوع، سوگیری‌های سیستماتیک (نظیر واکنش‌های افراطی و تفریطی) که هم در مورد سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و هم مبتدی رخ می‌دهد، را ثبت و رفتار آنان را تحلیل کرده‌اند. محققان مالی رفتاری، عموماً در نتیجه این سوگیری‌ها، با فرضیه بازار کارا یا همان فرضیه کلاسیک متداول موافق نیستند.

طرفداران مالی رفتاری به نقش روانشناسی در علم مالی هم در سطح اثر بر نوسانات بازار اوراق بهادار و هم در سطح نیرویی که بر تصمیمات مالی افراد می‌گذارد، باور دارند و معتقدند که آگاهی از تورش‌های روان‌شناختی به‌منظور کسب موفقیت در قلمرو تصمیمات مالی بسیار مهم می‌باشد؛ بنابراین در دهه گذشته مطالعات بسیاری اثر عوامل رفتاری و احساسات و هیجانات انسانی را بر تصمیمات مالی در سطح سرمایه‌گذاران مورد بررسی قرار داده‌اند اما جای مالی رفتاری همچنان در تحقیقات مربوط به حاکمیت شرکتی، حسابداران، حسابرسان، مدیران و فعالان در حوزه مالی شرکتی خالی است و تاکنون به بررسی اثر هیجانات، احساسات و ویژگی شخصیتی آنان در تصمیم‌گیری در مورد موضوعات مالی شرکتی پرداخته نشده است [۱].

با توجه به تاثیر بسیار زیاد این موضوع در بازار سرمایه و بورس در ایران، درک نادرست سرمایه‌گذاران از میزان تاثیر اطلاعات در افزایش یا کاهش ارزش سهام، موجب ایجاد رفتار هیجانی و به تبع آن اتخاذ تصمیمات نادرست سرمایه‌گذاری می‌شود. این موضوع خود موجب قیمت‌گذاری نادرست سهام توسط سرمایه‌گذاران شده و در نهایت باعث تخصیص غیر بهینه منابع موجود در بازار سرمایه می‌شود.

بنگاه‌هایی که همیشه سود سهام را پرداخت می‌کنند، تلاش خواهند کرد که دور از هیجانات موجود، به صورت علمی این وضعیت را تحلیل کنند و شاید هزینه‌های جدی برای این کار متحمل شوند. در سمت مقابل، به نوعی شرکت‌ها سود سهام را به‌عنوان نشانه‌ای از چشم انداز آتی خود می‌دانند. ممکن است مدیران شرکت به این باور برسند که اگر شرکتشان برای مدت‌زمانی طولانی

پرداخت سود سهام را داشته باشد، این سود سهام بخشی از هویت و فرهنگ شرکت می‌شود [۷]. اگرچه افزایش سود تقسیمی منجر به افزایش جریان نقدی آتی نمی‌شود، اما شرکت‌هایی که میزان پرداخت سود سهام خود را افزایش می‌دهند، احتمال کاهش نرخ جریان نقدی در دوره‌های آتی را کاهش می‌دهند. شرکت‌هایی که نوسان جریان نقدی باثبات اما سود تقسیمی پرنوسانی دارند (چشم انداز درآمد آتی مبهم) برای سرمایه‌گذارانی که به دنبال کسب سود هستند جذابیت کمتری دارند. جهت رفع این اختلاف بین جریان نقدینگی و ترجیحات سرمایه‌گذاران، شرکت‌ها سود سهام را برای حفظ ثبات در پرداخت‌های سهامداران حفظ می‌نمایند. پس از شوک‌های شدید منفی برای جریان نقدی و یا درآمد، شرکت‌های پرداخت‌کننده سود با تصمیم‌گیری بین دو گزینه مواجه می‌شوند. اینکه شرکت می‌تواند همچنان به پرداخت سود سهام در سطوح فعلی ادامه دهد یا باید پرداخت سود تقسیمی را متوقف کرده و ریسک بالقوه ناشی از ارسال سیگنال‌های منفی به بازار و نهایتاً کاهش قیمت سهام را بپذیرد. لذا این امر منجر به آن می‌شود که گاهی اوقات شرکت‌ها سطح بدهی را افزایش داده تا صندوق‌های پرداخت سود را تأمین نمایند؛ تا بدین طریق با چنین پیامدهایی مواجه نشوند [۲۹].

برای نشان دادن مفاهیم بالا محققان از عبارت چسبندگی کمک می‌گیرند. در معنای عام چسبندگی به معنای مقاومت در برابر تغییر می‌باشد. چسبندگی سود سهام به معنای مقاومت در کاهش سطح سود بوده و وابسته به ۲ عامل سیاست سود سهام تاریخی و چشم‌انداز درآمد آتی شرکت می‌باشد. بدین معنا که افزایش ارزش سهام به دلیل افزایش تقسیم سود در شرکت، بیش از کاهش ارزش سهام به دلیل کاهش تقسیم سود در شرکت می‌باشد. از سوی دیگر چشم‌انداز درآمدهای آتی به‌نوبه خود در اتخاذ تصمیم مناسب از سوی شرکت جهت توزیع سود بسیار حائز اهمیت می‌باشد. بنابراین مسئله مهم در این تحقیق با در نظر گرفتن تمامی موارد از جمله ویژگی‌های اخلاقی و سوگیری‌های رفتاری مدیران که منجر به کنش‌ها و تصمیم‌گیری‌های متفاوتی می‌شود، انتظارات و تمایلات سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیری‌های آنان جهت سرمایه‌گذاری‌های بالفعل و بالقوه‌شان و در نهایت چگونگی واکنش بازار سرمایه به این مسائل، این است که سوگیری رفتاری یا به صورت خاص محافظه‌کاری و توانمندی مدیریت، چه تاثیری بر چشم انداز درآمد آتی شرکت به عنوان یکی از عوامل موثر بر چسبندگی سود سهام خواهد داشت.

## مبانی نظری و ادبیات تحقیق

### چسبندگی سود سهام

همانطور که اشاره شد، چسبندگی سود سهام به معنای مقاومت در کاهش سطح سود بوده و وابسته به دو عامل سیاست سود سهام تاریخی و چشم انداز درآمد آتی شرکت می باشد [۱۵]. این موضوع که در ادبیات مالی جدید به عنوان چسبندگی سود تعریف می شود اولین بار در دهه ۱۹۵۰ توسط لینتر [۲۳] طی تحقیق هایی به نام سرعت تعدیل سود تقسیمی مطرح گردید. او در تحقیق های خود هیچ نمونه ای یافت نکرد که در آن میزان پرداخت در یک سال معین بدون توجه به نرخ موجود مورد ملاحظه قرار گرفته باشد. یعنی نرخ جدید از تغییر در نرخ موجود تعیین می شود و اینطور نیست که برای آن یک میزان جدید به طور مستقل تعیین شود. از طرف دیگر این موضوع روشن شد که سهامداران یک نرخ ثابت و معقول را ترجیح می دهند و امتیازی که بازار برای ثبات یا رشد تدریجی نرخ قائل می شوند آنقدر نیرومند است که بیشتر مدیران به دنبال اجتناب از تغییر نرخ در تقسیم سود (چسبندگی) می باشند.

در واقع، میزانی که شرکتها فاصله سود تقسیمی خود تا سود مطلوب و مورد انتظار را طی یک سال مالی تعدیل می کنند، بیانگر مفهومی است که در قالب سرعت تعدیل سود تقسیمی بررسی می شود. با توجه به تغییر انتظارات پرداخت سود سهام شرکتها در طی زمان، مفهوم سرعت تعدیل این امکان را فراهم می نماید تا دریابیم شرکتها به طور متوسط با چه آهنگی به سمت سود مورد انتظار، در حرکت هستند. این مفهوم توسط رابرتس [۲۷] در سال ۲۰۰۱ در دنیای واقعی نیز بررسی شد. وی اظهار داشت که سود تقسیمی شرکت، خود در طول زمان دستخوش تغییر می شود. بنابراین مدل های رگرسیونی ایستا قدرت کافی برای توضیح تغییرات آن را ندارند. وی با استفاده از رویکردی پویا مشاهده می کند که تخمین های سرعت تعدیل از نظر آماری به شدت معنادار می باشند [۱۸].

### چشم انداز درآمد آتی

برآورد چشم انداز درآمد آتی بر اساس تجزیه و تحلیل درآمدها مرحله ای اساسی در صورت بندی شرکتها است. حجم صورت و برنامه های شرکت بیش از آنکه متاثر از نیازهای عمومی جامعه باشد، انعکاس از درآمدها و منابع در دسترس است.

منظور از روش برآورد چشم انداز درآمد آتی (پیش بینی درآمد)، پیش بینی چگونگی و محل

کسب درآمد شرکت است. پیش بینی درآمدهای شرکت با توجه به اینکه مخارج شرکتی در درجه اول، تابع درآمدها و وضع مالی شرکت است امری بسیار فنی و دقیق است، هر چند که باید در هر مورد با توجه به وضع خاص اقتصادی برای هر یک از منابع درآمد از چند روش به طور همزمان استفاده شود. پیش‌بینی‌ها و برآوردهای شرکت یا برآورد چشم انداز درآمد آتی، صرف نظر از طبقه بندی‌های آنها به چهار روش ارائه می‌شود که عبارتند از: روش سال ما قبل آخر، روش حد متوسطه‌ها، روش پیش‌بینی مستقیم و روش سنجدیده منظم. پیش‌بینی، عاملی کلیدی در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی است. سرمایه‌گذاران و سهام‌داران اغلب به دنبال پیش‌بینی سودها و جریان‌های نقدی هستند تا بتوانند درباره‌ی دریافت سودهای آتی و ارزش سهام خود به قضاوت بپردازند. لیو و همکاران [۲۲] بیان کردند، جریان‌های نقد و نیز سودهای آتی نشان‌دهنده‌ی عملکرد آتی واحد تجاری است و پیش‌بینی آنها از اهمیت قابل توجهی برخوردار است. شواهد بسیاری وجود دارد که نشان می‌دهد بسیاری از تحلیل‌گران و استفاده‌کنندگان بر صورتهای مالی تکیه می‌کنند تا سودآوری آتی شرکت را پیش‌بینی کنند. هر چند این امکان وجود دارد که استفاده‌کنندگان ابتدا به پیش‌بینی سودها بپردازند و سپس جریان‌های نقدی را پیش‌بینی کنند. از طرفی برآوردهای حسابداری وجود دارد که می‌تواند در این پیش‌بینی‌ها موثر باشد. برآوردها و پیش‌بینی‌های مدیریت به شکل بالقوه‌ای برای سرمایه‌گذاران مفید است، چرا که این برآوردها و پیش‌بینی‌ها ابزاری برای نشان دادن میزان اعتبار مدیریت و اعتبار اطلاعات آتی است.

لورک و ویلینگر [۲۵]، در تحقیقی به بررسی توانایی جریان‌های نقدی عملیاتی گذشته و سود عملیاتی گذشته برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی آتی پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که جریان‌های نقدی گذشته نسبت به سود عملیاتی گذشته، پیش‌بینی بهتری را از جریان‌های نقدی عملیاتی آتی انجام می‌دهند و معمولاً این پیش‌بینی در شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک به طور دقیق‌تری صورت می‌گیرد.

بیور و همکاران [۷]، کوتاری و اسلون [۲۱] وارفیلد و ویلد [۳۱] نشان دادند که قیمت سهام، سود حسابداری را منعکس می‌کند. قیمت فعلی سهام، شامل اطلاعات سود جاری و اطلاعاتی در مورد سود آینده می‌باشد. بر این اساس، تحقیقات حسابداری شامل لیو و توماس [۲۴] سودمندی سود تحقق یافته جاری و نیز سود مورد انتظار آتی را بررسی کردند. سود آتی جهت ارزیابی سهام حائز اهمیت است زیرا قدرت توضیحی بازده سهام آن نسبت به سود جاری بیشتر است، همچنین سرمایه‌گذاران به احتمال زیاد وزن بیشتری به سود مورد انتظار آینده می‌دهند زیرا سود

### بررسی میزان اثر پذیری چسبندگی چشم انداز درآمد آتی از محافظه کاری ... / شاه علی و عبدلی

حسابداری در انعکاس اطلاعات به دلیل قابلیت اتکا، عینیت، قابلیت اثبات و محافظه کاری، به موقع نیست. اما از طرفی سود مورد انتظار آتی مربوط به رویدادهای آینده شرکت است لذا از عدم اطمینان بیشتری برخوردار است. در نتیجه سرمایه گذاران احتمالاً از هر دو منبع اطلاعاتی استفاده می کنند.

چوی و همکاران [۹] اثر انتشار پیش بینی سود توسط مدیر را بر رابطه بین بازده و سود آتی در بازه زمانی ۱۹۹۸-۲۰۰۴ را ارزیابی کردند. آنها منافع بالقوه ناشی از انتشار پیش بینی های سود توسط مدیریت را تحلیل کردند و برای این کار اثر این پیش بینی ها و خصوصیات آنها را بر ضریب واکنش سود آتی بررسی نمودند.

#### **نظریه مالی رفتاری**

بیش از نیم قرن از ایجاد و بسط نظریه نوین مالی که بر دو پارادایم اصلی رفتار عقلایی عامل های اقتصادی و فرضیه بازارهای کارا تکیه داشت می گذرد. اما وجود برخی شواهد تجربی مانند استثنای بازار که توسط مدل های رایج فرضیه بازار کارا قابل تبیین نبودند، زمینه ساز پیدایش نظریه ای به نام مالی رفتاری گردید [۳]. طی دهه ۱۹۹۰ عمده مطالعات دانشگاهی از تحلیل های اقتصاد سنجی سری های زمانی قیمت ها، سودهای نقدی و عایدت به بسط مدل هایی که روانشناسی افراد را به بازارهای مالی ارتباط می داد، سوق پیدا کرد.

محققین استثنای فراوانی را در بازارهای مالی بیش رو داشتند که مدل های نظری در قالب نظریه نوین مالی قادر به تبیین آنها نبودند. بسیاری از سرمایه گذاران در گذشته به این نتیجه رسیده بودند پدیده های روانشناختی نقش مهمی در تعیین رفتار بازار مالی دارند از مطالعاتی که تمرکز خود را در حوزه های رفتاری فردی سرمایه گذاران قرار دادند می توان به مقاله اسلویچ [۳۰] و کاهنمن و تیورسکی [۱۹] اشاره نمود.

#### **محافظه کاری**

یکی از عوامل مؤثر بر سرمایه گذاری بهینه، محافظه کاری است. با توجه به نقش اطلاعاتی محافظه کاری، به نظر می رسد محافظه کاری موجب بهبود نظارت بر تصمیم های سرمایه گذاری مدیریت از طریق کاهش سرمایه گذاری (در جایی که مدیران تمایل به سرمایه گذاری بیش از حد دارند) و موجب تسهیل دسترسی به تأمین مالی خارجی ارزان قیمت از طریق افزایش سرمایه گذاری (در جایی که مدیران مایلند سرمایه گذاری کم تر از حد داشته باشند) می شود [۱۴].

برخی از مدیران برای وقوع برآوردهای مثبت آتی خود سختگیرانه عمل کرده و با دیده خوشبینی به مسائل پیش رو نمی‌نگرند. این نوع مدیران را در اصطلاح بازارهای مالی مدیران محافظه کار می‌نامند. در ادبیات حسابداری دو ویژگی مهم محافظه کاری مورد بررسی قرار گرفته است. نخست وجود جانبداری در ارائه کمتر از واقع ارزش دفتری سهام نسبت به ارزش بازار آن که توسط فلام اولسون [۱۳] در سال ۱۹۹۶ عنوان شده است. دوم، تمایل به سرعت بخشیدن به شناسایی زیانها و به تعویق انداختن شناسایی سودها که توسط باسو در سال عنوان شده است [۲۶].

مدیران به کمک محافظه کاری بین پروژه‌های سرمایه گذاری خوب و بد تمایز قائل می‌شوند و به تبع آن، مشکلات آتی کاهش می‌یابد. مدیر محافظه کار هیچگاه در گزارش‌های مالی از عملکرد بهینه شرکت منحرف نشده و حاضر به پذیرش هزینه های سنگین دستکاری در سود محتمل شرکت نمی‌باشد [۱۴].

#### **توانمندی مدیران**

در تعریف فرهنگ آکسفورد [۱۷]، توانمندی شامل قدرت، توانایی و ظرفیت انجام یک وظیفه است. در تعریف دوبویس توانمندی عبارت از ویژگی های شخصیتی، دانش، مهارت، الگو و مفهوم های ذهنی یا ترکیبی از این عوامل است که موجب عملکرد موفقیت آمیز فرد در شغل مورد نظر می‌شود [۱۱]. رودریگز و مارتیس [۲۸]، یک الگوی قابل اندازه گیری از دانش، مهارت، تواناییها، رفتارها و دیگر ویژگی‌هایی می‌داند که یک فرد برای انجام وظایف شغلی خود به طور موفقیت آمیز به آن نیاز دارد. مرور دیدگاه های فوق نشان می‌دهد، مفهوم توانمندی و شایستگی در ادبیات علمی مدیریت جایگاه خود را یافته است. توانمندی آن دسته از خصوصیات شاغلان است که زیربنای رفتارهای موفق شغلی آنان را تشکیل می‌دهد و موجب عملکرد برتر و مؤثر آنها در آن شغلی مشخص، وظیفه یا شرایط خاص می‌شود [۲]. اگر بخواهیم مطالعات پیشین مربوط به توانمندی‌های مدیریتی را در یک چارچوب منظم ارائه و جمع بندی کنیم، بهتر است مجموع مطالعات را در قالب مفاهیم، مدل‌ها و رویکردها ساماندهی و ارائه نماییم.

#### **ادبیات تحقیق**

دمیرجان و همکاران [۱۰]، به بررسی نحوه عملکرد مدیریت شرکت‌ها در رشد سود سهام ثابت و پرداخت سهام به سهامداران را در یک بازار نوظهور را مورد بررسی قرار دادند یکی از نتایج مدل آنها نشان می‌دهد که وقتی که سطح متوسط درآمد بالا باشد، پرداخت‌های سود بهینه می‌شود.

## بررسی میزان اثر پذیری چسبندگی چشم انداز درآمد آتی از محافظه کاری ... / شاه علی و عبدلی

همچنین نشان دادند که مقادیر بالای نوسانات رشد سود، دلالت بر سود تقسیمی بیشتر نیز دارد و سود بالا نیز می‌تواند به عنوان افزایش نرخ بهره پرداخت شود. حبیب [۱۶]، در پژوهشی نشان داد که مدیران تواناتر، تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری بیش از حد دارند و خطر سقوط قیمت سهام برای شرکت‌هایی که مدیران آن‌ها توانایی بیشتری دارند، زیاده‌تر است.

بر اساس تحقیق بنکر و همکاران [۵]، چنانچه محافظه‌کاری در برآوردهای تجزیه و تحلیل هزینه، حجم فعالیت و سود تعدیل شده نادیده گرفته شود، موجب افزایش تغییرات چسبندگی سود (کاهش سطح سود) می‌شود. بر این اساس، مدل تجزیه و تحلیل هزینه، حجم فعالیت و سود تعدیل شده از طریق کنترل محافظه‌کاری به‌طور مجدد تعدیل می‌گردد. چانگ و همکاران [۱۵]، در مطالعه‌ای یک مدل تعدیل جزئی را برای سود سهام ارائه دادند که در آن مدیران سود سهام را براساس چشم انداز درآمد حاصل از تطبیق، شکل می‌دهند. آنها نشان دادند که شرکت‌ها سود ناشی از پرداخت‌های هدف خود را بسیار سریع‌تر از آنچه قبلاً مستند شده تنظیم می‌کنند. هنگامی که مدیران انتظارات درآمد آینده را براساس یک سری زمانی بیشتر از درآمد تشکیل می‌دهند، سود تقسیم شده تمایل بیشتری به ثبات پیدا می‌کند. بنابراین، سود سهام واقعی بیشتر با اهداف مطابقت دارد و سرعت انطباق را افزایش می‌دهد.

واعظ و همکاران [۴]، در پژوهشی به بررسی تأثیر دقت و چسبندگی سود بر پاداش هیئت مدیر پرداختند. نتایج بدست آمده نشان می‌دهند پاداش نسبت به سود گزارش شده دارای چسبندگی بوده و اقلام تعهدی غیرعادی افزایشی و محافظه‌کاری شرطی برخلاف نتایج مورد انتظار و تطابق درآمد و هزینه و دقت پیش بینی جریان‌های نقدی مطابق با انتظار پژوهش، تأثیر مثبت معنی دار بر پاداش داشته و دستکاری سود از طریق فعالیت‌های واقعی افزایشی تأثیر منفی معنی داری بر پاداش دارند.

### **فرضیه‌های تحقیق**

در این تحقیق به بررسی رابطه بین محافظه‌کاری و توانمندی مدیریت با چسبندگی چشم انداز درآمد آتی به عنوان عامل موثر بر چسبندگی سود سهام شرکتها پرداخته شده است.

باتوجه به مبانی تحقیق و مبانی نظری پژوهش، فرضیات پژوهش به شرح زیر ارائه می‌گردد:

فرضیه اول: شرکت‌هایی با مدیران دارای محافظه‌کاری بالا در مقابل سایر شرکت‌ها دارای چسبندگی چشم‌انداز درآمد آتی بیشتری هستند.



فرضیه دوم: شرکت‌هایی با مدیران دارای توانمندی بالا در مقابل سایر شرکت‌ها دارای چسبندگی چشم‌انداز درآمد آتی بیشتری هستند.

### روش شناسی پژوهش

از آنجا که هدف اصلی این پژوهش، بررسی رابطه بین محافظه‌کاری و توانمندی مدیریت با چسبندگی چشم‌انداز درآمد آتی شرکت‌ها بوده است، روش تحقیق، بررسی وجود رابطه و همبستگی و رگرسیونی بوده و روش شناسی تحقیق از نوع پس‌رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) می‌باشد. همچنین این تحقیق از نظر تئوری در گروه تحقیقات اثباتی و از نظر دسته‌بندی تحقیق بر مبنای هدف از نوع کاربردی بوده و انجام پژوهش در چارچوب استدلال قیاسی-استدلالی است. بر این اساس مبانی نظری پیشینه پژوهش از راه کتابخانه و مقالات بر مبنای استدلال قیاسی جمع‌آوری شده، برای تایید یا رد فرضیه‌ها از استدلال استقرایی و نیز به منظور آنالیز داده‌ها از نرم افزار Eviews کمک گرفته شده است.

جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالی‌های ۱۳۸۸-۱۳۹۵ می‌باشد، که نمونه انتخابی با استفاده از نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک انجام می‌گیرد، با در نظر گرفتن آنکه نمونه انتخابی باید دارای شرایط زیر باشد:

- ۱) شرکت‌ها حداقل از ابتدای سال ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
  - ۲) کلیه داده‌های موردنیاز تحقیق برای آن شرکت‌ها، در طی دوره زمانی تحقیق، موجود و در دسترس باشد.
  - ۳) شرکت‌های عضو صنایع واسطه‌گری مالی، هلدینگ و بانک‌ها نباشند. علت این امر از این جهت است که چنین شرکت‌هایی از نظر ماهیت، فعالیت و طبقه‌بندی اقلام صورت‌های مالی با دیگر شرکت‌ها دارای تفاوت‌هایی می‌باشند
  - ۴) توقف معاملاتی بیشتر از ۶ ماه نداشته باشند. معاملات شرکت‌ها نباید طی دوره‌ی پژوهش به‌طور کامل متوقف شده باشد (نماد شرکت از بورس خارج شده باشد).
  - ۵) طی دوره مورد رسیدگی تغییر فعالیت نداشته باشند.
- در نهایت با توجه به تعدیلات فوق، ۲۰۶ شرکت عضو نمونه آماری برای پژوهش حاضر انتخاب شده‌اند.

## مدل تحلیلی پژوهش

### متدولوژی تحقیق

این تحقیق به روش همبستگی رگرسیونی چند متغیره و با بهره گیری از نرم افزار Eviews انجام شده است و متغیرها به شرح زیر دسته بندی و اندازه گیری می شوند.

### متغیر وابسته

متغیر وابسته در فرضیات چشم انداز درآمد آتی<sup>۱</sup> (FEP) می باشد که طبق مدل زیر محاسبه می شود:

سیاست های پرداخت سود سهام شرکتها تحت تأثیر امکانات رشد آتی آنها قرار دارند لذا سود سهام نقدی هر سهم به نوعی حاوی پیام خاص خود به بازار است. مطابق این مفهوم، شرکتها صرفاً زمانی سود سهام نقدی خود را افزایش می دهند که انتظار افزایش در سودهای آتی را داشته باشند، در غیر این صورت سود سهام نقدی افزایش داده شده باید به سطح اولیه خود کاهش یابد.

بر اساس مدل لینتنر (۱۹۵۶):

رابطه (۱)

$$E_{i,t}^* - E_{i,t-1}^* = \alpha + r(E_{i,t} - E_{i,t-1}^*) + \varepsilon_{it}$$

$E_{i,t}$ : درآمد سود هر سهم در سال t

$E_{i,t}^*$ : درآمد سود هر سهم مورد انتظار در سال t

$E_{i,t-1}^*$ : درآمد سود هر سهم مورد انتظار در سال t-1

$\alpha$  و  $r$  ضرایب رگرسیونی هستند که  $r$  نسبت پرداخت سود سهام هدف (نسبت سود سهام هدف به سود خالص مورد انتظار) محسوب می شود. در این مدل مقدار  $\varepsilon_{i,t}$  همان چشم انداز درآمد آتی است.

### متغیرهای مستقل

مطابق فرضیه ها، ۲ متغیر مستقل به شرح زیر ارائه می گردد:

محافظه کاری<sup>۲</sup> (CON): محافظه کاری نتیجه ی الزامات نامتقارن برای شناسایی سودها و زیان های اقتصادی در صورت های مالی شرکت است که منجر می شود مدیران و حسابداران زیان های اقتصادی را نسبت به سودها به موقع تر شناسایی و منعکس کنند.

مدل خان و واتس [۲۰]:

رابطه (۲)

$$\frac{X_i}{MV_i} = \beta_1 + \beta_2 DR_i + R_i (\mu_1 + \mu_2 Size_i + \mu_3 M/B_i + \mu_4 Lev_i) + R_i * DR_i (\lambda_1 + \lambda_2 Size_i + \lambda_3 M/B_i + \lambda_4 Lev_i) + (\delta_1 Size_i + \delta_2 M/B_i + \delta_3 Lev_i + \delta_4 DR_i Size_i + \delta_5 DR_i M/B_i + \delta_6 DR_i Lev_i) + \varepsilon_i$$

در مدل فوق متغیرها به شرح زیر می‌باشند:

$X_i$ : سود ناشی از فعالیت‌های عادی

MV: ارزش بازار سهام در ابتدای سال

R: بازده سالانه مرکب- از ماه اول تا ماه پنجم

DR: بازده منفی عدد یک، بازده مثبت عدد صفر

SIZE: لگاریتم کل دارایی‌های شرکت

M/B: ارزش بازار سهام به ارزش دفتری آن

LEV: نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها

توانمندی مدیریت<sup>۳</sup> (Max Ability)

توانایی مدیران، به معنای استفاده اثربخش منابع توسط مدیران است؛ به این مفهوم که در سطح ثابتی از منابع، بتوان به خروجی بیشتری رسید یا منابع کمتری برای رسیدن به خروجی مورد انتظار استفاده کرد. مدیران تواناتر درک بهتری از محصول، فناوری، کارکنان، رویه‌های صنعت، وضعیت کلان اقتصادی و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های باارزش‌تر دارند و به‌صورت اثربخش‌تری می‌توانند کارکنان خود را مدیریت کنند.

مدل دمیرجان و همکاران [۱۰]:

با استفاده از مدل تحلیل پوششی داده‌ها (DEA)، قابلیت مدیریت را به‌صورت توان به‌کارگیری وی از منابع به‌صورت زیر اندازه‌گیری می‌کنیم.

$$\max_v \theta = \frac{\text{sales}}{v_1 \text{COGS} + v_2 \text{SG\&A} + v_3 \text{PPE} + v_4 \text{OpsLease} + v_5 \text{R\&D} + v_6 \text{Goodwill} + v_7 \text{OtherIntan}}$$

رابطه (۳) که در آن:

بررسی میزان اثر پذیری چسبندگی چشم انداز درآمد آتی از محافظه کاری ... / شاه علی و عبدلی

COGS: بهای تمام شده کالای فروش رفته- از صورت های مالی

SG&A: هزینه های عمومی و اداری- از صورت های مالی

PPE: خالص اموال و تجهیزات- از صورت های مالی

OpsLease: اجاره عملیاتی- از صورت های مالی

R&D: مخارج تحقیق و توسعه- از صورت های مالی و گزارش هیئت مدیره

Goodwill: سرقفلی- از صورت های مالی

Other Intangible Assets: دیگر دارایی های نامشهود- از صورت های مالی

مقدار  $\max_v \theta$ : بین ۰ تا ۱ خواهد بود و هرچه به مقدار ۱ نزدیک تر باشد نشانگر قابلیت بالاتر مدیران می باشد. این مقدار در مرحله دوم (رابطه بعد) به عنوان برآورد توانمندی مدیریتی یا همان Firm Efficiency استفاده می شود.

در این مرحله از برآورد توانمندی مدیریتی طبق دمیرجان و همکارانش سعی در شفاف سازی برآورد کارایی اولیه که از مدیران فعلی می باشد، داریم. لذا از معادله بعدی، جایی که برآورد اولیه بر پایه اندازه شرکت، سهام بازار، جریان نقدی آزاد، تعداد بخش ها و شاخصی برای انجام عملیات جهانی برای هر سال و هر صنعت انجام شده است، استفاده می نماییم: رابطه (۴)

Firm Efficiency<sub>i</sub>

$$\begin{aligned} &= \beta_0 + \beta_1 \ln(\text{Total Asset}_i) + \beta_2 \text{Market Share}_i \\ &+ \beta_3 \text{Positive Cash Free}_i \\ &+ \beta_4 \ln(\text{segments}_i) + \beta_5 \text{Foreign Currency Indicator}_i + \text{Year}_i \\ &+ \varepsilon_i \end{aligned}$$

که در نهایت خطای مدل یا همان  $\varepsilon_i$  بیانگر میزان توانمندی مدیریت می باشد.

**متغیرهای کنترلی**

متغیرهای کنترلی تحقیق و نحوه اندازه گیری آن ها به شرح زیر می باشد:

اندازه شرکت (TSEP) مدل بنرجی [۶]، مدل فاما و فرنچ [۱۲].

معادل لگاریتم کل دارایی های شرکت i

$$\text{TSEP}_{it} = \log(\text{Total Assets}_{it}) \quad \text{رابطه (۵)}$$

فرصت‌های سرمایه‌گذاری (رشد) شرکت (MTB) مدل بنرجی (۲۰۰۷)، مدل فاما و فرنچ (۲۰۰۱).

معادل نسبت ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت

$$MB_{i,t} = \frac{\text{Market Value Assets}_{i,t}}{\text{Book Value Assets}_{i,t}} \quad \text{رابطه (۶)}$$

سودآوری شرکت (ROA) مدل بنرجی (۲۰۰۷)، مدل فاما و فرنچ (۲۰۰۱).

معادل نسبت سود قبل از بهره به مجموع دارایی‌های شرکت

$$ROA_{i,t} = \frac{\text{Earning Before Intrest \& Tex(EBIT)}_{i,t}}{\text{Tottal Assets}_{i,t}} \quad \text{رابطه (۷)}$$

ساختار مالی شرکت (LTD) مدل بینر [۸].

معادل نسبت تسهیلات مالی به کل بدهی‌های شرکت

$$LTD_{i,t} = \frac{\text{Financial Facilities}_{i,t}}{\text{Total Debts}_{i,t}} \quad \text{رابطه (۸)}$$

اهرم مالی شرکت (DFL) مدل بینر (۲۰۰۱).

معادل تقسیم کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها

$$DFL_{i,t} = \frac{\text{Total Liabilities}_{i,t}}{\text{Total Assets}_{i,t}} \quad \text{رابطه (۹)}$$

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، همچنین برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آنها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. آمار توصیفی به محاسبه پارامترهای جامعه می‌پردازد و شامل شاخص‌های مرکزی و پراکندگی جامعه و ... می‌باشد. در جدول شماره ۱ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش شامل میانگین، میانه، حداقل مشاهدات، حداکثر مشاهدات و انحراف معیار ارائه شده است. کلیه تجزیه و تحلیل‌ها پس از حذف کردن داده‌های پرت برای ۲۰۶ نمونه مورد مشاهده، مورد آزمون قرار گرفته و ارائه گردیده است.

بررسی میزان اثر پذیری چسبندگی چشم انداز درآمد آتی از محافظه کاری ... / شاه علی و عبدلی

جدول ۱. خلاصه شاخص‌های آمار توصیفی کل داده‌های مربوط به شرکت‌های نمونه

متغیرها	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	تعداد
FEP	۰,۰۰۵	-۰,۰۰۱	۱,۷۱	-۱,۰۰۳	۰,۱۵	۲,۹۳	۳۲,۶۷	۱۶۴۸
CON	۰,۴۳	۰,۵۱	۱,۴۲	-۴,۳۱	۰,۵۳	-۲,۶۴	۱۶,۰۵	۱۶۴۸
MAX_ABILITY	۰,۰۰	-۰,۰۰۱	۲,۲۲	-۰,۴۹	۰,۱۸	۱,۴۸	۱۶,۳۲	۱۶۴۸
ROA	۰,۰۴	۰,۰۴	۰,۸۴	-۰,۹۸	۰,۰۷	-۱,۳۸	۳۹,۹۳	۱۶۴۸
MB	۱,۱۰	۱,۲۲	۲,۳۲	۰,۰۶	۰,۴۷	-۰,۲۵	۲,۲۸	۱۶۴۸
TSEP	۲۷,۱۷	۲۷,۱۸	۳۲,۷۴	۲۲,۹۵	۱,۷۵	۰,۳۸	۳,۴۷	۱۶۴۸
LTD	۰,۴۰	۰,۴۰	۰,۹۴	۰,۰۰	۰,۲۳	-۰,۰۲	۲,۱۲	۱۶۴۸
DFL	۰,۶۱	۰,۶۲	۱,۰۰	۰,۰۷	۰,۱۹	-۰,۳۱	۲,۵۵	۱۶۴۸

نماد: چسبندگی چشم انداز درآمدهای آتی (FEP)؛ فرا اعتمادی (OVERCONF)؛ خوش بینی (UE)؛ کوتاه بینی (MYOPIA)؛ سودآوری شرکت (ROA)؛ فرصت های سرمایه گذاری (رشد) شرکت (MB)؛ اندازه شرکت (TSEP)؛ ساختار مالی شرکت (LTD)؛ اهرم مالی شرکت (LTD)

### آمار استنباطی

پژوهش حاضر با استفاده از روش داده‌های ترکیبی در ۲۰۶ شرکت برآورد شده است. پیش از تخمین مدل باید مشخص شود که اصولاً نیازی به در نظر گرفتن ساختار پنل برای داده‌ها (تفاوت‌ها یا اثرات خاص شرکت) وجود دارد یا آنکه می‌توان داده‌ها را مربوط به شرکت‌های مختلف را ادغام<sup>۴</sup> و از آن در تخمین مدل استفاده نمود. در تخمین‌های تک معادله‌ای، جهت اخذ تصمیم در این زمینه از آزمون F (لیمر) استفاده می‌شود. در این قسمت پنل بودن داده‌ها تأیید نشد (یعنی ادغام انتخاب شد). برای بررسی آزمون ناهمسانی واریانس نیز از آزمون "بروش پاگان گادفری" استفاده شد.

### همبستگی بین متغیرها

در این بخش با استفاده از ضریب همبستگی پیرسون به بررسی ارتباط بین متغیرهای تحقیق و همبستگی موجود بین آنها پرداخته می‌شود. همبستگی میزان تأثیرات متغیرها نسبت به هم را شناسایی نموده و در نهایت به روند تشخیص مطلوب بودن یا نبودن متغیرها در کنار یکدیگر در مدل کمک می‌نماید. این ضریب به منظور تعیین میزان و جهت رابطه دو متغیر فاصله‌ای، نسبی و

### فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره سی و نهم / تابستان ۱۳۹۸

یا ترکیب آن دو به کار برده می‌شود. ضریب همبستگی پیرسون بین ۱- و ۱ در نوسان است. اگر دو جامعه و یا دو متغیر دارای همبستگی کامل و مستقیم باشند، ضریب همبستگی آنها +۱ و اگر دارای همبستگی کامل معکوس باشند، ضریب همبستگی آنها -۱ برآورد می‌شود. و چنانچه دو جامعه و یا دو متغیر دارای عدم همبستگی باشند، ضریب همبستگی آنها ۰ خواهد بود. همانطور که در جدول ۲ مشاهده می‌شود، هیچ دو متغیری دارای قدر مطلق ضریب همبستگی بالاتر از ۰,۶۵ نیستند و از اینرو نیکویی برازش تحت تاثیر همبستگی متقابل متغیرها قرار نخواهد گرفت و از آنجا که هیچ دو متغیری دارای همبستگی کامل نیستند، همه متغیرها می‌توانند به صورت همزمان در مدل استفاده گردند.

جدول ۲. همبستگی بین متغیرها

DFL	LTD	TSEP	MB	ROA	MAX- ABILITY	CON	FEP	
							۱,۰۰	FEP
						۱,۰۰	-۰,۰۲	CON
					۱,۰۰	۰,۲۵	۰,۰۶	MAX_ABILITY
				۱,۰۰	۰,۱۳	۰,۳۵	-۰,۱۳	ROA
			۱,۰۰	۰,۴۱	۰,۰۰	۰,۰۲	-۰,۱۴	MB
		۱,۰۰	۰,۴۲	۰,۳۱	-۰,۰۱	۰,۰۷	-۰,۰۷	TSEP
	۱,۰۰	-۰,۰۲	-۰,۰۳	۰,۰۰	۰,۰۳	۰,۰۲	۰,۰۰	LTD
۱,۰۰	-۰,۰۳	-۰,۲۲	-۰,۴۱	-۰,۴۳	-۰,۶۵	-۰,۳۲	۰,۰۵	DFL

نماد: چسبندگی چشم انداز درآمدهای آتی (FEP)؛ فرا اعتمادی (OVERCONF)؛ خوش بینی (UE)؛ کوتاه بینی (MYOPIA)؛ سودآوری شرکت (ROA)؛ فرصت های سرمایه گذاری (رشد) شرکت (MB)؛ اندازه شرکت (TSEP)؛ ساختار مالی شرکت (LTD)؛ اهرم مالی شرکت (LTD)

جدول ۳. نتایج حاصل از آزمون ثابت بودن واریانس خطا

متغیر وابسته	احتمال	نتیجه	روش رگرسیون
چسبندگی چشم انداز درآمد آتی	۰,۰۰۰	ناهمسانی واریانس	OLS (حداقل مربعات معمولی)

### بررسی میزان اثر پذیری چسبندگی چشم انداز درآمد آتی از محافظه کاری ... / شاه علی و عبدلی

در جدول ۳ نتایج آزمون ناهمسانی واریانس برای آزمون مدل مربوط به فرضیات آمده است. در صورتی که P-Value کمتر از سطح معنی داری ۵٪ باشد، فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس پذیرفته نمی‌شود و مدل دارای ناهمسانی واریانس است. با توجه به اینکه P-Value مندرج در جدول ۳ برای هر دو متغیر وابسته کمتر از ۵٪ است، لذا هر دو مدل دارای ناهمسانی واریانس می‌باشند. به منظور رفع این مشکل از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برای برآورد مدل‌ها استفاده شد. همچنین در هنگام استفاده از روش رگرسیون، نرمال بودن اجزای خطا در مدل برازش شده از اهمیت به سزایی برخوردار می‌باشد. یکی از آزمون‌هایی که نرمال بودن جملات خطا را مورد آزمون قرار می‌دهد آزمون جارک - برا می‌باشد.

#### جدول ۴. نتایج آزمون جارک - برا

نتیجه	سطح معنی داری	الگوها	فرضیه $H_0$
توزیع باقیمانده‌ها نرمال است	۰,۴۶۸	الگوی (۱)	توزیع باقی مانده‌ها نرمال است
توزیع باقیمانده‌ها نرمال است	۰,۲۲۵	الگوی (۲)	

همانطور که ملاحظه می‌گردد سطح معناداری آماره جارک - برا برای مدل‌های مورد بررسی بزرگتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد، لذا فرض  $H_0$  مبنی بر توزیع نرمال تایید می‌گردد، در نتیجه جملات خطا از توزیع نرمال پیروی می‌کنند.

#### فرضیه اول

در این فرضیه، محافظه کاری مدیران به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است. نتایج به دست آمده از آزمون مدل که در جدول ذیل ارائه گردیده است، حاکی از رابطه معنی دار بین محافظه کاری و متغیر وابسته می‌باشد. در این مدل سطح معنی داری ضریب متغیر مستقل برابر با ۰,۰۰۰ و کمتر از ۵ درصد محاسبه شده است. ضریب متغیر برابر با ۰,۰۰۱۲ و مثبت به دست آمده که مطابق با انتظار و نشان دهنده رابطه مستقیم بین محافظه کاری و چسبندگی چشم انداز درآمد آتی می‌باشد. از نظر آماری می‌توان گفت با افزایش میزان محافظه کاری در حدود ۰,۰۰۱۲ چسبندگی چشم انداز درآمد آتی افزایش می‌یابد. علاوه بر این با توجه به ضریب تعیین به دست آمده می‌توان گفت که ۲۶,۷ درصد از تغییرات چسبندگی چشم انداز درآمد آتی ناشی از محافظه کاری می‌باشد.



جدول ۵. رابطه محافظه کاری و چسبندگی چشم انداز درآمد آتی

متغیر وابسته: چشم انداز درآمد آتی (FER)		دوره ی زمانی: ۱۳۸۸-۱۳۹۵		
مشاهدات: ۱۶۴۸		تعداد شرکت های مورد بررسی: ۲۰۶		
$Sticky FER_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * Con_{i,t} + \beta_{1:n} \sum_{i=1}^n Adjustive_{i,t}$				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	T آماره	معنی داری متغیر
CON	۰,۰۰۱۲۵۴	۰,۰۰۰۱۸۸	۶,۶۸۰,۴۰۴	۰,۰۰۰
ROA	-۰,۲۰۶۴۴	۰,۰۰۱۴۷۱	-۱۴۰,۳۴	۰,۰۰۰
MB	-۰,۰۳۸۲۹	۰,۰۰۰۲۳۲	-۱۶۷,۵۱۶	۰,۰۰۰
TSEP	۰,۰۰۲۶۱۷	۰,۰۰۰۰۱۹۹	۱۳۱,۲۱۰۴	۰,۰۰۰
LTD	۰,۰۰۱۲۷۴	۰,۰۰۰۰۳۹	۳,۲۶۴۴,۰۳	۰,۰۰۱
DFL	-۰,۰۲۶۳۱	۰,۰۰۰۰۵۳۷	-۴۹,۰۰۰۰۲	۰,۰۰۰
ویژگی های مدل آزمون شده				
ضریب تعیین	۰,۲۶۶۹۳	ضریب تعیین تعدیلی	۰,۲۶۶۹۲	
آماره دوربین واتسون		۲,۱۷۲۹		
نماد: محافظه کاری (CON)؛ بازده دارایی ها (ROA)؛ ارزش بازار به ارزش دفتری (MB)؛ اندازه شرکت (TSEP)؛ ساختار سرمایه (LTD)؛ اهرم مالی (DFL)				

همچنین مقدار آماره دوربین واتسون که بین ۱,۵ تا ۲,۵ بدست آمده، خود گویای عدم همبستگی بین متغیرهای آزمون شده می باشد. بر اساس نتایج آورده شده در جدول ۵ می توان دید با توجه به آماره T که مقدار آن از  $\pm 1,965$  بیشتر است و سطح معناداری آنها کمتر از ۵ درصد، ارتباط معنادار و خطی بین چسبندگی چشم انداز آتی و محافظه کاری وجود دارد. علاوه بر آن ضریب تعیین به دست آمده نشان می دهد که در حدود ۲۷ درصد متغیر وابسته با استفاده از متغیر مستقل قابل پیشگویی خواهد بود. نتیجه مهم دیگر این است که بر اساس نتایج جدول، محافظه کاری مدیر بر چسبندگی چشم انداز آتی رابطه ای مثبت از خود نشان می دهد.

### فرضیه دوم

شرکت هایی با مدیران دارای توانمندی بالا در مقابل سایر شرکت ها دارای چسبندگی چشم انداز درآمد آتی بیشتری هستند.

در دومین فرضیه تحقیق رابطه توانمندی مدیران و چسبندگی چشم انداز درآمد آتی مورد بررسی قرار گرفت. همانطور که در جدول ۶ مشاهده می گردد، مقدار آماره T برای متغیر مستقل

بررسی میزان اثر پذیری چسبندگی چشم انداز درآمد آتی از محافظه کاری ... / شاه علی و عبدلی

توانمندی در مدل آزمون شده برابر با ۱۴,۲۱ بوده و سطح معنی داری برای این متغیر با سطح خطای ۵٪ برابر با ۰,۰۰۰ به دست آمده است. با توجه به اینکه این مقدار پایین تر از سطح خطای ۵٪ می باشد از اینرو ضریب متغیر توانمندی در مدل، معنی دار می باشد. به بیان دیگر این فرضیه تایید می شود. همچنین ضریب ۰,۰۷۷۲ برای این متغیر دارای علامت مثبت بوده که نوع رابطه را مستقیم نشان می دهد.

جدول ۶. رابطه توانمندی و چسبندگی چشم انداز درآمد آتی

متغیر وابسته: چشم انداز درآمد آتی (FEP)				
دوره ی زمانی: ۱۳۸۸-۱۳۹۵				مشاهدات: ۱۶۴۸
تعداد شرکت های مورد بررسی: ۲۰۶				
$\text{Sticky FEP}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * \text{MgrlAbility}_{i,t} + \beta_{1-n} \sum_{i=1}^n \text{Adjustive}_{i,t}$				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معنی داری متغیر
MAX_ABILITY	۰,۰۷۷۲۳	۰,۰۰۰۶۷۶	۱۱۴,۲۱۵۹	۰,۰۰۰
ROA	-۰,۱۷۹۸۲	۰,۰۰۱۴۲۳	-۱۲۶,۳۶	۰,۰۰۰
MB	-۰,۰۲۹۹۷	۰,۰۰۰۲۴	-۱۲۴,۷۶۶	۰,۰۰۰
TSEP	۰,۰۰۱۰۴۵	۰,۰۰۰۰۲۳۴	۴۴,۶۲۰۴۲	۰,۰۰۰
LTD	-۰,۰۰۰۰۲	۰,۰۰۰۰۳۹	-۰,۵۰۵۹۵	۰,۶۱۳
DFL	۰,۰۲۸۲۱۹	۰,۰۰۰۰۷۱۲	۳۹,۶۵۱۵۳	۰,۰۰۰
ویژگی های مدل آزمون شده				
ضریب تعیین	۰,۳۱۳۳	ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۳۱۳۲	
آماره دوربین واتسون		۲,۱۷۵۷		
نماد: توانمندی مدیریت (MAX-ABILITY)؛ بازده دارایی ها (ROA)؛ ارزش بازار به ارزش دفتری (MB)؛ اندازه شرکت (TSEP)؛ ساختار سرمایه (LTD)؛ اهرم مالی (DFL)				

در جدول ۶ نتایج مربوط به فرضیه دوم مشابه با آنچه برای فرضیه اول محاسبه شد آورده شده است، می توان دید باز هم مقدار آماره T از محدوده  $\pm 1,965$  بیشتر است و با توجه به سطح معنی داری جواب تمامی این ضرایب معنی دار و قابل استناد می باشند. علاوه بر آن ضریب تعیین محاسبه شده در انتهای جدول نشان می دهد که در حدود ۳۱ درصد متغیر وابسته با استفاده از متغیر مستقل قابل پیش بینی خواهد بود. در نهایت می توان دید، توانمندی مدیریت بر چسبندگی

چشم انداز درآمد آتی رابطه مثبت و نسبتاً قوی تری از محافظه کاری مدیر دارد و لذا از نظر مقداری ضریب توانمندی مدیریت از محافظه کاری بر اساس نتایج جداول ۵ و ۶ بیشتر بوده است.

### نتیجه گیری و بحث

در این تحقیق، ارتباط بین محافظه کاری و توانمندی مدیران با چسبندگی چشم انداز درآمد آتی شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت.

در اولین فرضیه، ویژگی محافظه کاری مدیران به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده و تاثیر گذاری آن را بر متغیر وابسته چسبندگی چشم انداز درآمد آتی مورد آزمون قرار گرفت. از این ویژگی مدیریتی به دلیل تاثیرپذیری بیشتر از ویژگی‌های مالی شرکت از طریق نحوه شناسایی ارقام سود و زیانی و همچنین اخبار شرکت، انتظار رابطه قوی تری نسبت به سایر ویژگی‌های مدیریت با متغیر وابسته وجود داشت. شناسایی محافظه کاری از طریق سودآوری شرکت و انتشار اخبار به موقع آن، اندازه‌گیری گیری شده است. بر اساس نتایج بدست آمده، رفتار این دسته از مدیران منطبق با سودآوری و تداوم آن خواهد بود. از این رو به هنگامی که مدیران حتی با دیدگاه محافظه کارانه نسبت به چشم انداز درآمد آتی اطمینان داشته باشند، نسبت به تداوم سیاست تقسیم سود نقدی سنواتی نیز خوش بین بوده و این فرایند به صورت یک نظریه مدیریتی، در این شرکت‌ها تداوم داشته و اجرایی خواهد بود. این نتیجه، مطالعات انجام شده در زمینه ی حسابداری مالی، رابطه ی خطی- مقطعی میزان سود و بازده سهام را تأیید کرده و آن را به عنوان شواهدی از محافظه کاری در شناسایی اخبار خوب نسبت به اخبار بد در ارتباط با جریانهای نقدی آتی تفسیر می‌کند. از سوی دیگر کاهش سود تقسیمی، ارتباط مثبتی با اخبار منفی (بازده سهام منفی) دارد و محافظه کاری برای چسبندگی آن اشتباه کرده و آن را به عنوان خبر بد شناسایی می‌کند. این موضوع منجر به نارایی در برآورد چسبندگی سود ناشی از چشم انداز بازده آتی می‌شود؛ بنابراین اگر محافظه کاری در برآوردهای تجزیه و تحلیل هزینه، حجم فعالیت و سود تعدیل شده مد نظر قرار گرفته شود، موجب افزایش تغییرات چسبندگی سود سهام ناشی از چشم انداز درآمد آتی می‌شود. چراکه تحت تجزیه و تحلیل هزینه، حجم فعالیت و سود تعدیل شده، از طریق کنترل محافظه کاری به طور مجدد تعدیل می‌شود. یافته‌های این فرضیه با تحقیق بنکر و همکاران [۵] از جهاتی مشابه می‌باشد.

در فرضیه دوم، توانمندی مدیریت به عنوان متغیر تاثیر گذار در چسبندگی چشم انداز درآمد آتی بررسی گردید. این ویژگی از طریق برخی از معیارهای رشد شرکت مورد بررسی قرار گرفت که

### بررسی میزان اثر پذیری چسبندگی چشم انداز درآمد آتی از محافظه کاری ... / شاه علی و عبدلی

عمدتاً به ویژگی شخصیتی مدیر اجرایی شرکت وابسته می‌باشد. این در حالی است که فرضیه اول تا حدی از ویژگیهای مدیریتی شرکت متاثر بوده است. بر اساس نتایج معنی دار حاصل، مدیر اجرایی توانمند بر وضعیت سودآوری شرکت و تداوم آن با در نظر گرفتن استثناهای بازار تاثیر گذار است حال آنکه تقسیم سود بسته به ویژگی‌های نمایندگان سهامداران بوده و تصمیم گیری در این خصوص نیز متاثر از آن می‌باشد. می‌توان اینطور گفت که این دسته از مدیران به منظور ایجاد چشم انداز درآمد آتی مناسب بر اساس سنوات قبل همواره بخشی از سودهای تقسیمی را جهت تصمیم گیری به هیئت مدیره پیشنهاد می‌نمایند. نتایج تحقیق حاضر نیز نشان داد که با افزایش میزان توانمندی مدیران، میزان چسبندگی سود حفظ خواهد شد. یعنی ضریب تقسیم سود توسط مدیران توانمند دستخوش تغییر نخواهد شد. علاوه بر این مدیران توانمندتر احتمال و مقدار اندازه شوک های مثبت جریان نقدی آتی (انباشتگی نقدینگی ناشی از اجرای مثبت طرح ها) را بیشتر برآورد نموده و بر این اساس اقدام به تقسیم سود بر اساس چشم انداز آتی درآمد خواهند نمود. در یک جمع بندی کلی، با توجه به اینکه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، سرمایه‌گذاران خرد به دنبال کسب منفعت از سود تقسیمی و افزایش قیمت سهام می‌باشند، از اینرو تصمیم به حفظ چسبندگی سود، بالاخص چسبندگی چشم انداز آتی شرکت، جهت حفظ قیمت سهام و دیدگاه سهامداران خرد (شناور) متداول است.

با توجه به آنکه نتایج بدست آمده با مفاهیم تئوری کاملاً انطباق دارد، در نهایت اینطور به نظر می‌رسد فرضیات مورد استفاده و مدل‌های مربوط به مبانی نظری این تحقیق از اعتبار و پشتوانه لازم تئوری برخوردارند.

### فهرست منابع

- ۱) جفائی، منیژه، و کاردان، بهزاد. (۱۳۸۷). بررسی تأثیر جهت‌گیری اخلاقی و تعهد حرفه‌ای بر رفتار مدیریت سود. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه فردوسی مشهد.
- ۲) زاهدی، شمس السادات و شیخ، ابراهیم (۱۳۸۹). الگوی قابلیت‌های راهبردی مدیران میانی دولتی. مطالعات مدیریت راهبردی، بهار ۱۳۸۹، ص ۹۵-۱۳۹.
- ۳) لشکری، محمد. مرتضایی، هما (۱۳۹۰): نظریه مالی رفتاری و تأثیر آن بر حجم سرمایه گذاری افراد در بورس اوراق بهادار تهران" راهبرد یاس. شماره ۲۶، صفحه ۴۸ تا ۶۳.
- ۴) واعظ، سید علی، و منتظر حجت، امیرحسین، و بنایی قدیم، رحیم. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر قیمت و چسبندگی سود بر پاداش هیئت‌مدیره. فصلنامه حسابداری مالی، ۹ (۳۴)، ۱۷۸-۱۵۰.
- 5) Banker, R. D., Byzalov, D., Ciftci, M., & Mashruwala, R. (2014). The moderating effect of prior sales changes on asymmetric cost behavior. *Journal of Management Accounting Research*, 26(2), 221-242.
- 6) Banerjee, S., Gatchev, V. A., & Spindt, P. A. (2007). Stock market liquidity and firm dividend policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(2), 369-397.
- 7) Beaver, W., Lambert, R., & Morse, D. (1980). The information content of security prices. *Journal of Accounting and Economics*, 2(1), 3-28.
- 8) Beiner, S. (2001). Theories and Determinants of Dividend Policy. *Financial Management*, 24(5), 1-81.
- 9) Choi, J. H., Myers, L., Ziebart, D., & Zang, Y. (2008). The Effect of Management Earnings Forecasts on the Relationship between Returns and Future Earnings and the Implications for the Continuation of Management's Quarterly Earnings Guidance.
- 10) Demerjian, P., Lev, B., & McVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management Science*, 58(7), 1229-1248.
- 11) Dubois, D. D., & Rothwell, W. J. (2004). Competency-Based Human Resource Management: Discover a New System for Unleashing the Productive Power of Exemplary Performers. Nicholas Brealey.
- 12) Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.
- 13) Feltham, G. A., & Ohlson, J. A. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 689-731.
- 14) Garcia Lara, J. M., García Osma, B., & Penalva, F. (2010). Accounting conservatism and firm investment efficiency.

- 15) Ha, C. Y., Im, H. J., & Kang, Y. (2017). Sticky dividends: A new explanation. *Finance Research Letters*, 23, 69-79.
- 16) Habib Ahsan (2015). Managerial talent, investment efficiency and stock price crash risk. [http:// papers.ssrn.com/ sol3/papers.cfm? abstract\\_id=2517905](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2517905).
- 17) Hornbary, A S. (2003). *Oxford Advanced Learners Dictionary*. London: Oxford University press
- 18) Jorheden, L., Fallenius, M. (2007). Target Capital Structure and Adjustment Speed- A Dynamic Panel Data Analysis of Swedish Firms, Master's Thesis, Lund University.
- 19) Kahneman, D., & Tversky, A. (2013). Prospect theory: An analysis of decision under risk. In *Handbook of the fundamentals of financial decision making: Part I* (pp. 99-127).
- 20) Khan, M., & Watts, R. L. (2009). Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of accounting and Economics*, 48(2-3), 132-150.
- 21) Kothari, S. P., & Sloan, R. G. (1992). Information in prices about future earnings: Implications for earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3), 143-171.
- 22) Lev, B., Li, S., & Sougiannis, T. (2010). The usefulness of accounting estimates for predicting cash flows and earnings. *Review of Accounting Studies*, 15(4), 779-807.
- 23) Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- 24) Liu, J., & Thomas, J. (2000). Stock returns and accounting earnings. *Journal of Accounting Research*, 38(1), 71-101.
- 25) Lorek, K. S., & Willinger, G. L. (2009). New evidence pertaining to the prediction of operating cash flows. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32(1), 1-15.
- 26) Price, R. A. I. (2004). Accounting conservatism and the asymmetry in the earnings response to current and lagged returns.
- 27) Roberts, M. (2001). The dynamics of capital structure: An empirical analysis of a partially observable system, Working Paper, Duke University
- 28) Rodrigues, L. L., & Martis, M. S. (2004). System dynamics of human resource and knowledge management in engineering education. *Journal of Knowledge Management Practice*, 5.
- 29) Skinner, D. J. (2008). The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases. *Journal of financial economics*, 87(3), 582-609.
- 30) Slovic, P. (1972). Psychological study of human judgment: Implications for investment decision making. *The Journal of Finance*, 27(4), 779-799.

31) Warfield, T. D., & Wild, J. J. (1992). Accounting recognition and the relevance of earnings as an explanatory variable for returns. *Accounting Review*, 821-842.

#### یادداشت ها

- 
- 1 Future Earnings Prospects
  - 2 Conservatism
  - 3 Management Max Ability
  - 4 Pooling