

محتوای اطلاعاتی پیش‌بینی‌های سود، تکرار سوگیری در ارائه پیش‌بینی‌ها و

عوامل مؤثر بر خطای پیش‌بینی

رضا غلامعلی‌پور¹ / علی ثقفی²

چکیده

پیش‌بینی‌های ارائه شده توسط مدیران در مورد سودآوری دوره آتی شرکت‌ها، دارای پتانسیل‌های ارزشمندی است که به سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیمات بهینه کمک می‌کند. همانند سایر اطلاعات، ارزش این پیش‌بینی‌ها وابسته به دقت و باورپذیری آنها از دیدگاه سرمایه‌گذاران است. در این تحقیق، محتوای اطلاعاتی اولین پیش‌بینی‌های سود ارائه شده توسط مدیران برای دوره آتی (با در نظر گرفتن دقت پیش‌بینی‌های دو دوره اخیر)، تکرارپذیری رفتار مدیران در ارائه پیش‌بینی‌های دارای سوگیری و عوامل مؤثر بر خطای پیش‌بینی مدیران در سال‌های 1383 الی 1389 با نمونه‌ای متشکل از 176 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش داده‌های تلفیقی بررسی شد. نتایج تحقیق حاکی از تأثیرگذاری پیش‌بینی‌های ارائه شده (دارای خبر مثبت یا منفی) بر قیمت سهام می‌باشد، به نحوی که علاوه بر تغییرات سود پیش‌بینی شده سال آتی نسبت به آخرین پیش‌بینی سود سال جاری، دقت پیش‌بینی‌های ارائه شده برای سال جاری نیز با بازده هفت روزه حوالی زمان ارائه پیش‌بینی سال آتی رابطه دارد. سرمایه‌گذاران به پیش‌بینی‌های جدید آن گروه از شرکت‌هایی که در دو دوره اخیر پیش‌بینی‌های آنها محقق شده است واکنش بیشتری نشان می‌دهند. علاوه بر این نتایج تحقیق نشان می‌دهد مدیرانی که در دوره جاری بازده دارایی‌های بالایی داشته‌اند، با فرض تکرار این عملکرد، برای دوره بعد پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه ارائه می‌کنند. در نهایت بررسی عوامل مؤثر بر خطای پیش‌بینی سال آتی نشان دهنده رابطه مثبت بین متغیرهای سطح ارقام تعهدی سرمایه در گردش و خطای آخرین پیش‌بینی سال جاری با خطای پیش‌بینی سال آتی و رابطه منفی بین درصد سرمایه‌گذاران نهادی با خطای پیش‌بینی سال آتی می‌باشد.

واژگان کلیدی: پیش‌بینی‌های مدیران، محتوای اطلاعاتی، خطای پیش‌بینی، تمرکز مالکیت،

سرمایه‌گذاران نهادی، ارقام تعهدی

طبقه‌بندی موضوعی: M41, G17, G31, D53 .

1. دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی.

2. دانشیار حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی.

1- مقدمه

فعالیت کارا و صحیح بازار سرمایه، و تصمیم‌گیری‌های مناسب عوامل فعال بازار سرمایه از جمله سرمایه‌گذاران (بالقوه و بالفعل) و شرکت‌ها، می‌توانند نقش مؤثری در تخصیص بهینه منابع داشته باشند. واضح است که تصمیم‌گیری در چنین ساختاری نیازمند در اختیار داشتن اطلاعات مربوط و قابل اتکا می‌باشد. با توجه به فرآیند خصوصی‌سازی در کشور و افزایش تعداد سرمایه‌گذاران و از سوی دیگر تدوین قانون بازار اوراق بهادار، توجه به سرمایه‌گذاری و به تبع آن گزارشگری مالی، هر روز در حال افزایش است. و مدیران می‌توانند از طریق ارائه اطلاعات دقیق و بی‌طرف، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه را کاهش دهند. بخشی از اطلاعات ارائه شده توسط مدیران مانند پیش‌بینی فروش یا سود، ماهیت آینده‌نگر دارند و می‌توانند در کنار سایر منابع اطلاعاتی به سرمایه‌گذاران در ارزیابی سودآوری و جریان‌های نقدی آتی واحد تجاری کمک کنند. کیفیت پیش‌بینی‌های مدیران ممکن است تحت تأثیر شرایط تحمیل شده از جانب محیط (ابهام‌های مربوط به آینده)، میزان تخصص و انگیزه‌های شخصی تهیه‌کنندگان اطلاعات آسیب ببیند. در فضایی که مدیران خطر اندکی بابت پیگردهای قضایی احتمالی در نتیجه ارائه اطلاعات گمراه‌کننده احساس کنند ممکن است به سمت ارائه پیش‌بینی‌های سود مبتنی بر انگیزه‌های شخصی روند. نتایج تحقیقات متعددی که در ادامه مقاله به برخی از آنها اشاره خواهد شد، بیانگر محتوای اطلاعاتی پیش‌بینی‌های ارائه شده از جانب مدیران است. در چنین شرایطی به دلیل تأثیرگذاری اطلاعات آینده‌نگر ارائه شده از جانب مدیران بر قیمت سهام، اعتبار پیش‌بینی‌های مدیران، بسیار مهم به نظر می‌رسد.

ویلیامز (Williams, 1996) دریافت که مدیران با توجه به دقت پیش‌بینی‌های قبلی خود، شهرت و اعتباری کسب می‌کنند که این دقت به‌عنوان نشانه‌ای برای باورپذیری پیش‌بینی‌های اخیر مدیریت بکار می‌رود. همچنین به نظر تان و همکاران (Tan, et al., 2002) دقت پیش‌بینی مدیران نشانه صلاحیت و شایستگی آنان است (مرفوع، 1385).

در یک محیط نامطمئن، ارزیابی مدیران در مورد دورنمای فعالیت‌های شرکت ناقص است. اثرات این محیط نامطمئن می‌تواند در اقلام تعهدی متبلور شده و در نتیجه منجر به خطاهایی در ارزیابی مدیریت از سودهای آتی گردد. بنابراین، انتظار می‌رود بین اقلام تعهدی و خطای پیش‌بینی‌های آتی مدیران رابطه وجود داشته باشد.

وجود یک سیستم حاکمیت شرکتی مناسب می‌تواند بر کیفیت افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها مؤثر باشد و پیش‌بینی‌های مدیران به‌عنوان یکی از مهم‌ترین موارد افشا، می‌تواند تحت تأثیر متغیرهای

حاکمیتی شرکت، از جمله درصد سرمایه‌گذاران نهادی، تمرکز مالکیت، استقلال هیئت‌مدیره و تصدی همزمان سمت‌های مدیرعامل و ریاست هیئت‌مدیره قرار گیرد.

بررسی اطلاعات ارائه شده توسط شرکت‌ها بیانگر این موضوع است که در بازار سرمایه ایران، پیش‌بینی‌های ارائه شده با خطا و سوگیری نسبتاً بالایی همراه است (رحمانی نصرآبادی، 1387). پیش‌بینی دقیق سود منجر به ثبات بیشتر در بازار سهام شده و سطح اعتماد بازار را افزایش خواهد داد. افشای صحیح و مناسب اطلاعات مالی از جمله ارائه پیش‌بینی‌های به موقع و دقیق سود، مشکل نمایندگی را کاهش می‌دهد. پیش‌بینی‌های دقیق و به موقع موجب بهبود تصمیم‌گیری کاربران از گزارش‌های حسابداری می‌شود. افشای مالی ضعیف، اغلب موجب گمراه شدن سهامداران و اثر نامطلوبی بر ثروت آنان دارد. علاوه بر این، با توجه به نبود تحلیل‌گران حرفه‌ای که به طور مداوم و نظام‌مند به تحلیل وقایع و شرایط مربوط به شرکت‌ها پردازند، پیش‌بینی‌های ارائه شده از سوی مدیران شرکت‌ها به بورس یکی از مهمترین منابع اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران می‌باشد و انتظار می‌رود دارای محتوای اطلاعاتی قابل توجهی باشد. لذا حصول اطمینان از دقت و قابلیت اتکای این پیش‌بینی‌ها و عوامل تأثیرگذار بر خطا و سوگیری آنها امری مهم تلقی می‌شود.

در ادامه پس از بررسی مبانی نظری و پیشینه تحقیق به فرضیه‌ها و نحوه تعیین نمونه تحقیق پرداخته خواهد شد. پس از تعیین روش تحقیق مدل‌ها و متغیرهای تحقیق معرفی خواهند شد و پس از آزمون فرضیه‌ها نتیجه‌گیری ارائه خواهد شد.

2- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

پیش‌بینی‌های مدیران به دلیل پیامدهای متعددی که در بازار دارند و توجه خاص مدیران به این پیامدها، مهم هستند. پیش‌بینی‌های سود می‌توانند نگرانی‌های مدیران در برابر دعاوی حقوقی را تقلیل داده، بر شهرت مدیران به گزارشگری شفاف و دقیق، قیمت سهام، پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران، انتظارات بازار از سودآوری شرکت‌ها و اختلاف قیمت سفارش‌های عرضه و تقاضا تأثیر گذارند. طبق قوانین اکثر کشورها از جمله ایران، مدیران نمی‌توانند برآوردهایشان از سود را به تحلیل‌گران یا سایر اشخاص (به‌طور انتخابی) ارائه دهند و در نتیجه انتظار می‌رود این پیش‌بینی‌ها به ابزاری برای ایجاد و مدیریت انتظارات بازار در مورد سودهای آتی تبدیل شود.

آجینکیا و همکاران (Ajinkya, et al., 1984) ضمن ارائه تئوری تعدیل انتظارات اظهار کردند که مدیران از طریق ارائه پیش‌بینی‌ها سعی می‌کنند که انتظارات رایج بازار را به سمت باورهای خود در

مورد آینده، واحد تجاری (بر مبنای اطلاعات منتشر نشده) سوق دهند و با توجه به علائمی که پیش‌بینی‌های مدیریت ارائه می‌کند، بازار سهام انتظارات خود و قیمت تعادلی سهام شرکت را بازبینی می‌نماید. آنها همچنین معتقدند که مدیران انگیزه‌هایی برای افشای هر دو دسته اخبار خوب و بد دارند که از طریق آن افشای کامل و نظام‌مند اطلاعات افشا نشده به‌طور اختیاری محقق خواهد شد.

ناگار و همکاران (Nagar, et al., 2003) معتقدند مدیران غالباً پیش‌بینی‌های سود را در جهت تصحیح مسئله عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه تأثیرگذاری بر قیمت سهام شرکت‌شان منتشر می‌کنند. در حقیقت سؤال تحقیقات اولیه این بود که آیا فعالان بازار به پیش‌بینی‌های ارائه شده توسط مدیران (برآورد رویدادهای آینده که ذهنی و حساسی نشده می‌باشند) اتکا می‌کنند؟ و پیش‌بینی‌های مدیران در مورد سود بر قیمت سهام تأثیرگذار است؟ با در نظر گرفتن اینکه پیش‌بینی‌های مدیران دارای ارتباط ارزشی می‌باشد، تحقیقات بعدی به بررسی این موضوع پرداخت که آیا شرکت پیش‌بینی کننده یا ویژگی‌های پیش‌بینی بر آگاهی بخشی یا اطلاع رسانی تأثیر می‌گذارد یا تأثیر پیش‌بینی بر قیمت سهام چگونه است؟ (Hirst, et al., 2008)

در محیطی که سرمایه‌گذاران دارای انتظارات عقلایی هستند، انتظار می‌رود انگیزه‌های مدیران شرکت را شناسایی و در هنگام قیمت‌گذاری سهام، تعدیلاتی بابت سوگیری موجود در پیش‌بینی‌ها داشته باشند. بطور مشخص اگر سرمایه‌گذاران اعتقاد داشته باشند که پیش‌بینی به صورت خوش‌بینانه ارائه شده، واکنش مثبت کمتری نسبت به آن نشان می‌دهند و اگر اعتقاد داشته باشند که پیش‌بینی به صورت محافظه‌کارانه ارائه شده، واکنش مثبت بیشتری نسبت به آن نشان می‌دهند. بطور خلاصه از دیدگاه تئوری انتظار می‌رود که سرمایه‌گذاران سوگیری اعمال شده در پیش‌بینی‌ها را پالایش کنند. (Rogers, et al., 2005)

محیط تجاری فعالیت یک شرکت مملو از عدم اطمینان به علت تغییر در شرایط تجاری (مانند تغییر غیرقابل پیش‌بینی در تقاضای بازار و استراتژی‌های رقبا) است. این عدم اطمینان بیانگر این موضوع است که آگاهی مدیران از دورنمای تجاری شرکت‌ها ناکافی است. پیش‌بینی‌های مدیران دارای خطاهایی هستند که از ارزیابی‌های ناکافی آنان از دورنمای تجاری شرکت‌ها ناشی می‌شود. علاوه بر این، عدم اطمینان در محیط تجاری می‌تواند القا کننده یا تشدیدکننده سوگیری مدیران در پردازش اطلاعات شود که خود می‌تواند منجر به خطا در برآوردهای مدیران از دورنمای تجاری شرکت‌ها شود. گانگ و همکاران (Gong, et al., 2009) برای بررسی تأثیر ابهام بر گزارشگری مالی بر پیش‌بینی‌های مدیران تأکید کردند زیرا علاوه بر اینکه پیش‌بینی‌ها بیانگر طرحی از آینده شرکت

هستند، کمی بوده و بطور عملی قابلیت رسیدگی نیز دارند. آنها اقلام تعهدی را انتخاب کردند زیرا ایجاد اقلام تعهدی یکی از جنبه‌های اساسی گزارشگری الزامی است و مستلزم طرح‌ریزی‌های اساسی در مورد دورنماهای شرکت است. از آنجایی که پیش‌بینی سود و ایجاد اقلام تعهدی، هر دو مستلزم درجه بالایی از ذهنی بودن¹ هستند، خطاهای متبلور شده در ارزیابی مدیریت از دورنمای شرکت احتمالاً در پیش‌بینی سود و اقلام تعهدی ظاهر خواهند شد.

نظام حاکمیت شرکتی در هر شرکت تأثیر بسزایی در کیفیت گزارشگری مالی دارد. سرمایه‌گذاران در هنگام تصمیم‌گیری خود در خصوص واکنش به پیش‌بینی‌های اعلام شده توسط مدیریت، به کیفیت سیستم حاکمیت شرکتی که پیش‌بینی از آن به دست آمده است نیز توجه می‌کنند. در سیستم حاکمیت شرکتی یکی از فاکتورهای مهم و اساسی نوع مالکین و ترکیب مالکیت است.

یکی از ساز و کارهای کنترل بیرونی مؤثر بر حاکمیت شرکتی که دارای اهمیت فزاینده‌ای بوده، ظهور سرمایه‌گذاران نهادی است (مهرانی و همکاران، 1389). تحت فرضیه نظارت فعال، به دلیل حجم ثروت سرمایه‌گذاری شده، نهادها سرمایه‌گذاری خود را بطور فعال مدیریت می‌کنند. بر اساس این نگرش، سرمایه‌گذاران نهادی، سهامداران متبحری هستند که دارای مزیت نسبی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات می‌باشند (کرمی، 1387). بوشی و همکاران (Bushee, et al., 2000) معتقدند نهادها ترجیح می‌دهند سهام شرکت‌هایی را خریداری کنند که در حال تقویت افشای خود هستند. لذا منطقی است که فرض کنیم این نهادها به تقاضا و اصرار خود برای دریافت اطلاعات و افزایش افشای شرکت ادامه دهند. با وجود رویکرد مثبتی بر تقویت افشا از سوی نهادها و بررسی موشکافانه منظم و مستمر چشم‌انداز آتی سودآوری شرکت از جانب آنان، انتظار می‌رود پیش‌بینی‌های بیشتری از جانب مدیران ارائه و پیش‌بینی‌های ارائه شده از دقت بیشتر و خوش‌بینی کمتری برخوردار شود. (Ajinkya, et al., 2005)

فرض غالب بر این است که سرمایه‌گذاران عمده نسبت به مدیران، افراد بیرونی محسوب می‌شوند که نسبت به مدیران نقش نظارتی دارند. اما تمرکز مالکیت می‌تواند باعث ایجاد تضادهای نمایندگی بین سهامداران اکثریت و اقلیت شود. اگر سهامداران عمده به این نتیجه رسند که به نفع آنهاست که با مدیریت هماهنگ شوند، این همکاری می‌تواند نقش نظارتی آنان را مختل کرده و منجر به نوعی مصادره مالکیت از سهامداران اقلیت می‌شود. همسویی راهبردی منافع مدیریت و سهامداران متمرکز، به همراه تلاش در جهت کسب منافع خصوصی (به‌جای تلاش در جهت ایفای وظیفه نمایندگی در

مقابل تمام سهامداران)، اهمیت و ضرورت افشای مناسب و بهینه را از بین خواهد برد و فرآیند افشای اطلاعات (از جمله کیفیت پیش‌بینی مدیران) آسیب جدی خواهد دید.

سرمایه‌گذاران به افشای اطلاعات مدیرانی که سابقه مناسبی در ارائه اطلاعات دارند اتکا می‌کنند و برای افشای آنها اعتبار بیشتری قائل هستند. نتایج تحقیق ویلیامز (Williams, 1996) نشان داد که اندازه بازنگری در پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران، در اثر ارائه پیش‌بینی‌های مدیران، تابعی از دقت پیش‌بینی‌های قبلی مدیران است. پنمن (Penman, 1980) بازده روزانه را حول اعلام پیش‌بینی اندازه‌گیری کرد و دریافت که پیش‌بینی‌های سود مدیران، بطور متوسط، حاوی اطلاعاتی در ارتباط با ارزشیابی اوراق بهادار و در نتیجه تصمیمات سرمایه‌گذاران هستند. به‌علاوه نتایج تحقیق او حاکی از آن است که متوسط تغییرات قیمت سهام در تاریخ انتشار پیش‌بینی مثبت است. نتایج تحقیق آجینکیا و همکاران (Ajinkya, et al., 1984) نشان داد که مدیران از طریق ارائه پیش‌بینی تلاش می‌کنند با استفاده از اطلاعات انتشار نیافته، انتظارات بازار را به سمت باورهای خود نسبت به سودهای آتی سوق دهند. بازار با توجه به علامت پیش‌بینی مدیریت، بازار برآوردها (و ارزش تعادلی سهام شرکت‌ها) را بدون سوگیری بازنگری می‌کند. وایمر (Waymir, 1994) نشان داد که بازده‌های غیرعادی بطور مثبتی با بخش برآورد نشده پیش‌بینی‌های سود مدیریت، هم در علامت و هم در اندازه، مرتبط هستند. نتایج وایمر با نتایج قبلی که در مورد محتوای اطلاعاتی اعلام سودها (مانند بال و براون (1968)) بود همخوانی داشت. کلمنت و همکاران (Clement, et al., 2003) به بررسی آن دسته از پیش‌بینی‌هایی پرداختند که دارای خاصیت تأییدکنندگی هستند. این پیش‌بینی‌های مدیران در جهت تقویت انتظارات فعلی بازار از سودآوری آتی شرکت می‌باشند. نتایج نشان داد که این افشاهای اختیاری بر قیمت سهام و پراکندگی انتظارات تحلیل‌گران تأثیر می‌گذارند. داس و همکاران (Das, et al., 2002) به شکل‌گیری قیمت‌ها پس از ارائه پیش‌بینی‌های سود مدیران برای دوره‌های سه ماهه پرداختند. آن‌ها دریافتند که واکنش کوتاه مدت بازار به پیش‌بینی‌های حاوی اخبار منفی بسیار بزرگ‌تر از واکنش به پیش‌بینی‌های حاوی اخبار مثبت است. تحقیق چوی و همکاران (Choi, et al., 2009) نشان داد هر چه افشاها اطلاعات بیشتری منتقل کنند این امکان فراهم می‌شود که بازده‌ها به نحو مناسب‌تری منعکس‌کننده سودهای آتی باشند.

نتایج تحقیق کیتو و همکاران (Kato, et al., 2009) نشان داد پیش‌بینی‌های اولیه مدیران بطور متوسط دارای خوش‌بینی هستند. این پدیده برای شرکت‌هایی که دارای عملکرد ضعیف قبلی بوده‌اند و شرکت‌های دارای سطوح بالای مالکیت داخلی/مدیریتی و شرکت‌های کوچک‌تر بیشتر اتفاق

می‌افتد. آنها همچنین دریافته‌اند که خوش‌بینی در پیش‌بینی‌های مدیران از سالی به سال دیگر تکرار می‌شود. نیروهای بازار نقشی در نظم بخشیدن به صحت پیش‌بینی‌ها ندارند.

هاتون و همکاران (Hutton, et al., 2007) به بررسی تأثیر شهرت مدیران در ارائه پیش‌بینی بر واکنش سرمایه‌گذاران به پیش‌بینی‌های مدیران پرداختند. آنها معیاری برای اندازه‌گیری سابقه مدیران در ارائه پیش‌بینی تعریف کردند که بیانگر دقت و فراوانی پیش‌بینی‌های قبلی بود. تحقیق آنها نشان داد هنگامی که شرکت برای خود سابقه مناسبی در ارائه پیش‌بینی ایجاد می‌کند، سهامداران به اخبار موجود در پیش‌بینی‌های مدیران واکنش بیشتری نشان می‌دهند. نگ و همکاران (Ng, et al., 2008) به بررسی اعتبار پیش‌بینی‌های مدیران و واکنش کمتر از انتظار به اخبار پیش‌بینی‌ها پرداختند. آنها به شواهدی دست یافتند که نشان می‌داد واکنش کمتر از انتظار، بخصوص در مورد اخبار مثبت، وجود دارد. نتیجه مهم تحقیق این بود که اندازه واکنش کمتر از انتظار، برای شرکت‌هایی که پیش‌بینی‌های معتبرتری منتشر می‌کنند کوچک‌تر است. نتایج تحقیق سو (Xu, 2009) نشان داد که رابطه مثبتی بین توالی خطای پیش‌بینی وجود دارد و بیانگر این است که مدیران در هنگام پیش‌بینی آینده، اطلاعات مربوط به سودهای گذشته را کم ارزش ارزیابی می‌کنند. او همچنین دریافت که ارزیابی کمتر از واقع اطلاعات قبلی در بین شرکت‌ها همگون نیست. بطور مشخص در زمان‌هایی که پیش‌بینی مدیران دارای بازه زمانی طولانی‌تری باشد. اطلاعات مربوط به خطا در پیش‌بینی‌های قبلی مدیران تا حدود زیادی، کمتر از واقع ارزیابی می‌شود. علاوه بر این، نتایج تحقیق ژنگ (Zhang, 2012) نشان داد در صورت وجود دقت بالا در پیش‌بینی‌های قبلی، پیش‌بینی‌های ارائه شده برای دوره فصلی جدید (که همزمان با عملکرد واقعی دوره قبل ارائه می‌شوند)، واکنش کمتر از واقع سهامداران به سودهای اعلامی واقعی را تقلیل می‌دهند.

گانگ و همکاران (Gong, 2009) به بررسی این موضوع پرداختند که پیش‌بینی‌های مدیران دارای خطاهایی هستند که از ارزیابی‌های ناکافی آنان از دورنمای تجاری شرکت‌ها ناشی می‌شود. علاوه بر این، عدم اطمینان در محیط تجاری می‌تواند القاکننده یا تشدیدکننده سوگیری مدیران در پردازش اطلاعات شود که خود منجر به خطا در برآوردهای مدیران از دورنمای تجاری شرکت‌ها شود. نتایج تحقیق فرضیات مطرح شده را تأیید کرد. سو (Xu, 2010) به بررسی این موضوع پرداخت که آیا پیش‌بینی‌های سود مدیران، اطلاعات مستتر در اقلام تعهدی را (برای نمایش تصویر مناسبی از سودهای آتی) منعکس می‌کنند؟ او دریافت که اقلام تعهدی با خطای پیش‌بینی سودهای آتی رابطه دارند. این موضوع نشان می‌دهد مدیران در پیش‌بینی‌هایشان ماندگاری (استمرار) اقلام تعهدی را بیش

از واقع برآورد کرده‌اند. اوتا (Ota, 2006) به بررسی عوامل تعیین‌کننده سوگیری در پیش‌بینی‌های مدیران پرداخت. بررسی خطای پیش‌بینی‌ها نشان داد که بحران مالی، رشد شرکت، اندازه شرکت و خطای پیش‌بینی در دوره قبل با سوگیری در پیش‌بینی‌ها مرتبط می‌باشند. ایرانی (Irani, 2003) به بررسی رابطه بین سوگیری در پیش‌بینی‌های سود ارائه شده به وسیله مدیران شرکت‌های دارای بحران مالی و مبادلات درونی (معامله بر اساس اطلاعات محرمانه) آتی پرداخت. او در تحقیق خود به بررسی این موضوع پرداخت که آیا این خوش‌بینی به رفتارهای منفعت‌طلبانه مدیران مرتبط است یا اینکه یک باور صادقانه توسط مدیریت است که تصور می‌کند وضعیت شرکت به سمت بهبود خواهد رفت. یافته‌ها حاکی از دیدگاه رفتارهای منفعت‌طلبانه بود.

آجینکیا و همکاران (Ajinkya, et al., 2005) به بررسی رابطه بین هیأت‌مدیره و سرمایه‌گذاران نهادی با ویژگی‌های پیش‌بینی سود مدیریت پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاران نهادی و مدیران غیرموظف بیشتری دارند با احتمال بیشتری پیش‌بینی ارائه می‌کنند و تعداد پیش‌بینی‌های ارائه شده از جانب این شرکت‌ها بیشتر است. علاوه بر این، این شرکت‌ها پیش‌بینی‌های صریح‌تر، دقیق‌تر و با خوش‌بینی کمتری ارائه می‌کنند. کارامانو و وافاس (Karamanou, et al., 2005) رابطه بین هیأت‌مدیره، کمیته حسابرسی و ساختار مالکیت را با احتمال انتشار، صراحت و دقت پیش‌بینی سود مدیران، و همچنین استنباط بازار از ارزش هر کدام از این عوامل بررسی کردند. نتایج نشان داد شرکت‌های دارای ساختار حاکمیت شرکتی قوی با احتمال بیشتری اقدام به ارائه یا به‌روز کردن پیش‌بینی می‌نمایند و ویژگی‌های هیأت‌مدیره و کمیته حسابرسی کارا با دقت پیش‌بینی‌های مدیریت نیز در ارتباط است.

در ایران نتایج تحقیق ثابت (1384) نشان داد که تأمین مالی برون سازمانی باعث انتشار پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه سود می‌شود، در حالی که با افزایش بحران مالی و کوچک‌تر شدن شرکت پیش‌بینی‌های بدبینانه‌تری منتشر می‌شود. بین نرخ رشد شرکت و کنترل قیمت‌ها در صنعت با سوگیری در پیش‌بینی رابطه‌ای مشاهده نشد. مرفوع (1385) رابطه اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره و سرمایه‌گذاران نهادی را با دقت، سوگیری، به موقع بودن و دفعات تجدیدنظر پیش‌بینی بررسی کرد. یافته‌ها بیانگر نقش بسیار ضعیف مدیران غیرموظف و سرمایه‌گذاران نهادی در اثرگذاری بر ویژگی‌های پیش‌بینی سود شرکت‌هاست. نمازی و همکاران (1386) نشان دادند که بین رشد سود، رشد فروش، رشد دارایی‌ها، سود پیش‌بینی شده در گذشته، اهرم مالی، قیمت سهام و دقت پیش‌بینی سود، رابطه وجود دارد؛ اما بین سود سهام پرداختی و اندازه شرکت با دقت پیش‌بینی سود، رابطه‌ای وجود ندارد.

همچنین نتایج مدل رگرسیون چند گانه نشان داد که بین رشد سود و اهرم مالی با دقت پیش‌بینی سود، رابطه وجود دارد. رحمانی نصرآبادی (1387) تأثیر عوامل اندازه، عمر، دوره پیش‌بینی، اهرم مالی، دفعات تجدیدنظر، گزارش حسابرس، تالار شرکت و نوع صنعت را بررسی نمود. نتایج بیانگر رابطه منفی بین دوره پیش‌بینی، اهرم مالی و عمر شرکت با دقت پیش‌بینی است و وجود رابطه بین گزارش حسابرس با دقت پیش‌بینی را تأیید می‌نماید. در سایر موارد رابطه معنی‌داری بین متغیرهای بررسی شده با دقت پیش‌بینی، یافت نشد.

خالقی مقدم و همکاران (1383) محتوای اطلاعاتی پیش‌بینی سود شرکت‌ها را بررسی نمودند. نتایج تحقیق رابطه معنی‌دار بین اعلام سود پیش‌بینی شده و بازده سهام را تأیید می‌کند؛ بنابراین سود پیش‌بینی شده دارای محتوای اطلاعاتی است. همچنین سایر یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که بین نرخ بازده‌های غیرعادی (17 هفته حول اعلام پیش‌بینی) تفاوت معنی‌داری وجود دارد. همچنین نتایج تحقیق اکبری (1387) نشان می‌دهد که اعلام خبر منفی (سود پیش‌بینی شده کمتر از گذشته) نسبت به خبر مثبت واکنش بیشتری در قیمت سهام ایجاد می‌نماید. اندازه شرکت‌ها در میزان باور و قبول سود پیش‌بینی شده نزد سرمایه‌گذاران دارای تأثیر بیشتری است. صحت و تحقق پیش‌بینی دوره گذشته بر باور پیش‌بینی‌های آینده مؤثر است. پیش‌بینی‌های میان دوره‌ای نسبت به پیش‌بینی‌های سالانه واکنش بیشتری را در قیمت سهام ایجاد می‌نماید. یافته‌های حاصل از تحقیق کردستانی و همکاران (1390) نشان دهنده ارتباط مثبت بین اقلام تعهدی و خطای پیش‌بینی مدیریت از سود است. همچنین نتایج حاصل از تحقیق آنها نشان می‌دهد این ارتباط مثبت در شرکت‌هایی که دارای نوسان بیشتری در جریان‌های نقدی عملیاتی هستند، بیشتر است.

3- فرضیه‌های تحقیق

در این مقاله هشت فرضیه به شرح زیر در نظر گرفته شده است:

فرضیه اول: پیش‌بینی‌های اولیه ارائه شده توسط مدیران دارای محتوای اطلاعاتی است.

فرضیه دوم: سابقه شرکت در تحقق پیش‌بینی‌های قبلی با واکنش سرمایه‌گذاران به پیش‌بینی‌ها مرتبط است.

فرضیه سوم: بین عملکرد دوره جاری و سوگیری (خوش‌بینی) پیش‌بینی دوره آتی رابطه وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین سوگیری (خوش بینی) در پیش بینی اولیه برای سال قبل، تعدیل در پیش بینی های سال جاری، و سوگیری در پیش بینی اولیه برای سال آتی رابطه وجود دارد.

فرضیه پنجم: بین اقلام تعهدی سرمایه در گردش و خطای پیش بینی دوره آتی رابطه وجود دارد.

فرضیه ششم: بین خطای آخرین پیش بینی دوره جاری و خطای پیش بینی دوره آتی رابطه وجود دارد.

فرضیه هفتم: بین درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی در ساختار مالکیت شرکت و خطای پیش بینی رابطه وجود دارد.

فرضیه هشتم: بین تمرکز مالکیت در ساختار مالکیتی شرکت و خطای پیش بینی رابطه وجود دارد.

4- جامعه آماری، دوره زمانی تحقیق و روش نمونه گیری

محدوده زمانی تحقیق با در نظر گرفتن اطلاعات نزدیک به زمان انجام تحقیق و در دسترس بودن داده ها، از سال 1383 تا سال 1389 می باشد و جامعه آماری شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. شرکت های نمونه با توجه به روش حذفی و با شرایط زیر انتخاب خواهند شد.

1. طی سال های مالی مذکور تغییر فعالیت نداشته باشند.
 2. طی سال های مالی مذکور تغییر سال مالی نداشته باشند.
 3. داده های مورد نظر شرکت در دوره تحقیق و اطلاعات صورت های مالی 6 سال قبل از دوره تحقیق (برای اندازه گیری برخی از متغیرهای کنترلی) در دسترس باشد.
 4. موضوع فعالیت شرکت سرمایه گذاری، هلدینگ، بانک و نهاد مالی نباشد.
 5. سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند باشد.
- با در نظر گرفتن اطلاعات مورد نیاز برای اندازه گیری متغیرهای کنترلی، حسب مورد از اطلاعات صورت های مالی سال های 1377 الی 1389 استفاده شده است که در نهایت با توجه به معیارهای در نظر گرفته شده فوق، 176 شرکت برگزیده شد.

5- روش‌شناسی تحقیق

در فرضیه اول تحقیق که به بررسی تأثیر ارائه پیش‌بینی‌های مدیران بر واکنش بازار در زمان ارائه پیش‌بینی سود می‌پردازد، روش رویدادپژوهی¹ استفاده می‌شود و برای بررسی سایر فرضیه‌های تحقیق که در صدد پیش‌بینی خطای پیش‌بینی‌های سود ارائه شده شرکت‌ها بر مبنای متغیرهای پیش‌بین می‌باشد، از تحلیل رگرسیون استفاده شده است.

اطلاعات موردنیاز شرکت‌ها از طریق بانک‌های اطلاعاتی تدبیرپرداز، ره‌آورد و سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار ایران گردآوری شده است و سپس با جمع‌بندی و محاسبات مورد نیاز در صفحه گسترده نرم‌افزار اکسل برای تجزیه و تحلیل آماده شد. با استفاده از داده‌های جمع‌آوری شده، متغیرهای مورد نظر در این تحقیق محاسبه و برای تحلیل نهایی آماده و پس از آن تحلیل نهایی به کمک نرم افزارهای آماری SPSS و Eviews انجام شد.

6- مدل‌های تحقیق و متغیرهای مورد استفاده

برای آزمون فرضیه‌های مطرح شده مدل‌های آماری جداگانه‌ای استفاده شده است که در این بخش، متغیرها و مدل‌های تحقیق بررسی خواهند شد.

6-1- بررسی محتوای اطلاعاتی پیش‌بینی‌های مدیران

صحت و قابلیت اتکای پیش‌بینی‌های مدیران مسئله مهمی در ادبیات افشای اطلاعات بوده و حتی پونال و همکاران (Pownall, et al., 1989) نشان دادند که واکنش قیمت سهام نسبت به پیش‌بینی‌های سود از واکنش مربوط به اعلام سود واقعی بیشتر بوده است. از سوی دیگر، مدیران انگیزه‌هایی برای ارائه پیش‌بینی‌های دارای سوگیری دارند. با در نظر گرفتن اختیار مدیران در تعدیل پیش‌بینی طی دوره و هزینه‌های اندک قانونی مترتب بر ارائه اطلاعات خلاف واقع، هدف فرضیه اول بررسی این موضوع است که آیا پیش‌بینی‌های مدیران از نظر فعالان بازار دارای محتوای اطلاعاتی است یا خیر. همچنین در این فرضیه بررسی می‌شود که سرمایه‌گذاران در واکنش به اطلاعات پیش‌بینی دوره جدید تا چه اندازه به تعدیل‌های صورت گرفته در پیش‌بینی‌های قبلی توجه داشته‌اند؟ به عبارت دیگر آیا خوشنامی و تخصص مدیران در ارائه پیش‌بینی‌ها بر تصمیمات قیمت‌گذاری آنان تأثیر دارد؟

اولین پیش‌بینی سود هر سال که توسط مدیران ارائه می‌شود، حاوی اطلاعات جدیدی برای فعالان بازار سرمایه است و انتظار می‌رود که سرمایه‌گذاران به این اطلاعات جدید واکنش نشان دهند. بنابراین بازده سهم در دوره هفت روزه (از سه روز قبل از اعلام پیش‌بینی تا سه روز پس از اعلام پیش‌بینی) به عنوان متغیر وابسته و به عنوان نمادی از عکس‌العمل سهامداران به انتشار اطلاعات جدید در نظر گرفته شده است. در تحقیق کیتو و همکاران (Kato, et al., 2009) دوره رویداد روزهای 3- تا 1+ و در تحقیق هاتون و همکاران (Hutton, et al., 2007) روزهای 1- تا 1+ در نظر گرفته شده است. در این تحقیق با توجه به محدودیت حجم مبادلات، دوره رویداد روزهای 3- تا روز 3+ در نظر گرفته شده است.

با توجه به اینکه فرصت‌های رشد هر شرکت بر واکنش بازار به پیش‌بینی‌های ارائه شده تأثیرگذار است و انتظار می‌رود واکنش بازار به پیش‌بینی‌های زیان کم‌اهمیت باشد، متغیرهای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و پیش‌بینی زیان در مدل در نظر گرفته شدند و از سوی دیگر اقلام تعهدی نیز به عنوان نشانه‌ای از وجود مدیریت سود می‌توانند بر واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر بگذارند.

برای ارزیابی محتوای اطلاعاتی پیش‌بینی، از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$RET = a + b_1 IFI_{t+1} + b_2 SURP_t + b_3 MFE_{t-1} + b_4 B/M_{t-1} + b_5 LOSS_{t+1} + b_6 ACC_{t-1} + e$$

متغیرهای مدل:

RET: بازده تجمعی تعدیل شده بر اساس شاخص بازار در 7 روز حوالی انتشار پیش‌بینی.

IFI: (اولین پیش‌بینی سود هر سهم سال t+1 منهای آخرین پیش‌بینی سود ارائه شده برای سال t) تقسیم بر قدر مطلق آخرین پیش‌بینی سود ارائه شده برای سال t.

SURP: تغییرات پیش‌بینی سال t: (آخرین پیش‌بینی سود سال t منهای اولین پیش‌بینی سود سال t) تقسیم بر قدر مطلق اولین پیش‌بینی سود سال t.

MFE: خطای پیش‌بینی سال t-1: (سود واقعی سال t-1 منهای اولین پیش‌بینی سال t-1) تقسیم بر قدر مطلق اولین پیش‌بینی سال t-1.

B/M: نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار.

LOSS: اگر شرکت زیان پیش‌بینی کرده باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر.

ACC: اقلام تعهدی شرکت در سال قبل تقسیم بر جمع دارایی‌ها.

سابقه قبلی شرکت در ارائه پیش‌بینی‌ها

تحقیق‌های هاتون و همکاران (Hutton, et al., 2009,2007) نشان دادند هنگامی که شرکت برای خود سابقه مناسبی در ارائه پیش‌بینی ایجاد می‌کند، سهامداران به اخبار موجود در پیش‌بینی‌های مدیران واکنش بیشتری نشان می‌دهند. برای بررسی این موضوع متغیر جدیدی تعریف شد که در آن شرکت‌هایی که پیش‌بینی‌های آنان در دو دوره اخیر قابل تحقق بوده (پیش‌بینی‌ها خوش‌بینانه نبوده) است به عنوان شرکت‌های مشهور به ارائه پیش‌بینی‌های قابل تحقق با متغیر REPUT مشخص شده‌اند. با توجه به مباحث فوق برای آزمون فرضیه دوم تحقیق معادله رگرسیون با توجه به تأثیر سابقه قبلی شرکت در ارائه پیش‌بینی و نوع خبر (مثبت یا منفی) به صورت زیر در نظر گرفته می‌شود.

$$RET = a + b_1 IFI_{t+1} + b_2 (IFI_{t+1} \times POS \times REPUT) + b_3 (IFI_{t+1} \times NEG \times REPUT) + b_4 SURP_t + b_5 MFE_{t-1} + b_6 B/M_{t-1} + b_7 LOSS_{t+1} + b_8 ACC_{t-1} + e$$

متغیرهای مدل:

REPUT: اگر پیش‌بینی دوره قبل محقق شده باشد و اولین پیش‌بینی دوره جاری نیز طی دوره مشمول تعدیل منفی (کاهش پیش‌بینی) نشده باشد (شرکت در دو دوره اخیر پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه ارائه ننموده باشد)، عدد یک و در غیر این صورت صفر
 POS: اگر IFI مثبت باشد یک در غیر این صورت صفر
 NEG: اگر IFI منفی باشد یک در غیر این صورت صفر

6-2- نقش عملکرد دوره جاری، سوگیری (خوش‌بینی) پیش‌بینی‌های اخیر در سوگیری (خوش‌بینی) پیش‌بینی‌های آتی

با توجه به موارد طرح شده در فرضیه اول و تأثیرگذاری اطلاعات پیش‌بینی در قیمت سهام، مسئله اساسی به این صورت مطرح می‌شود که آیا در پیش‌بینی‌های ارائه شده توسط مدیران سوگیری وجود دارد یا خیر؟ بطور کلی پیش‌بینی‌های مدیران ممکن است به دلایل متعددی دستخوش سوگیری شده باشد که یکی از اهداف آن می‌تواند جهت‌دهی به انتظارات کاربران باشد. بنابراین، نکته اساسی این است که پیش‌بینی‌های ارائه شده توسط مدیریت که به عنوان ورودی مدل‌های تصمیم‌گیری گروه‌های استفاده‌کننده قرار می‌گیرد و اثر نهایی آن به شکل تغییر ثروت در قیمت سهام منعکس می‌شود، تا چه حد قابلیت اتکا دارد؟

ارائه اخبار خوب در مورد سودآوری آتی شرکت به مدیران کمک می‌کند تا سهامداران، هیئت مدیره، وام‌دهندگان، کارمندان و سایر ذی‌نفعان را متقاعد کنند که کارشان را به خوبی انجام می‌دهند.

مدیران شرکت‌هایی که عملکرد ضعیفی داشته‌اند یا دارای بحران مالی بوده‌اند انگیزه بیشتری برای ارائه پیشنهادهای خوش‌بینانه هستند. در این حالت انتظار می‌رود که شرکت‌های دارای عملکرد ضعیف پیشنهادهای خوش‌بینانه‌ای منتشر کنند.

از سوی دیگر ممکن است کسب بازده مناسب‌تری در دوره جاری باعث ایجاد این پیش‌فرض شود که عملکرد مناسب‌تری در دوره جاری دو دوره بعد نیز تکرار خواهد شد لذا ممکن است مدیرانی که در دوره جاری عملکرد مناسبی داشته‌اند برای دوره بعد پیشنهادهای خوش‌بینانه ارائه نمایند. بنابراین فرضیه سوم تحقیق در صدد بررسی رابطه بین عملکرد دوره جاری و سوگیری (خوش‌بینی) پیشنهادهای دوره آتی می‌باشد.

برای تعیین اینکه آیا رابطه بین عملکرد دوره جاری و ارائه پیشنهادهای خوش‌بینانه برای دوره آتی تحت تأثیر زیاندهی شرکت قرار می‌گیرد یا خیر از حاصلضرب متغیر مجازی زیان در بازده دارایی‌ها استفاده شد.

عوامل مؤثر بر پیشنهادهای خوش‌بینی می‌تواند به محیط قانونی، محیط تجاری و ویژگی‌های شرکت ارتباط داشته باشد. نکته قابل توجه از دید فعالان بازار این است که آیا عملکرد مدیران در ارائه پیشنهادهای دارای سوگیری، در دوره‌های بعد تکرار می‌شود و محیط قانونی تا چه حد می‌تواند مانع چنین اقداماتی شود؟ و همچنین آیا عوامل رفتاری مانند توجه به عوامل درون سازمانی (درونگرایی)، مسئله نمایندگی و توجه بیش از حد به گذشته (انتظار تکرار گذشته)، مدیران را به سمت ارائه پیشنهادهای دارای سوگیری ترغیب می‌کند؟ در نتیجه فرضیه چهارم در صدد بررسی رابطه بین سوگیری (خوش‌بینی) در پیشنهادهای اولیه برای سال قبل، تعدیل در پیشنهادهای سال جاری، با سوگیری (خوش‌بینی) در پیشنهادهای اولیه برای سال آتی می‌باشد.

فرضیه چهارم در صدد بررسی خودهمبستگی خوش‌بینی در پیشنهادهای مدیران است. اگر شهرت از نظر مدیران مسئله مهمی تلقی شود، می‌توان انتظار داشت مدیرانی که در یک دوره پیشنهادهای خوش‌بینانه‌ای داشته‌اند با احتمال کمتری در سال بعد پیشنهادهای خوش‌بینانه‌ای ارائه کنند.

نحوه ارائه پیشنهادهای سود در ایران بدین صورت است که شرکت‌ها حداقل یک ماه قبل از شروع سال مالی آتی (سال $t+1$)، اولین پیشنهادهای سود هر سهم را از عملکرد آن سال ارائه می‌کنند. در این مقطع می‌توان به سابقه شرکت در خطای پیشنهادهای خوش‌بینی با دو معیار به شرح زیر اشاره نمود:

1. تعدیل‌های صورت در پیشنهادهای سال جاری (سال t): که از مقایسه آخرین پیشنهادهای سال

جاری و اولین پیشنهادهای سال جاری بدست می‌آید.

2. خطاهای موجود در پیش‌بینی سال قبل (سال $t-1$): که از مقایسه سود واقعی سال قبل و اولین پیش‌بینی سال قبل بدست می‌آید.

بنابراین خوش‌بینی مدیران در ارائه پیش‌بینی سود در قالب مدل زیر قابل آزمون است:

$$MF.optim_{t+1} = a + b_1ROA_t + b_2MF.optim_{t-1} + b_3MF.SURP_t + b_4LOSS \times ROA_t + e$$

متغیرهای مدل:

$MF.optim_{t+1}$: (خوش‌بینی) متغیری مجازی است که اگر خطای پیش‌بینی (سود واقعی منهای اولین پیش‌بینی سود) سال $t+1$ منفی باشد مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر می‌گیرد.
 ROA : بازده دارایی‌ها در سال قبل: سود قبل از اقلام استثنایی سال t بر جمع دارایی‌ها در پایان سال t .

$LOSS$: زیان: در صورتی که در سال قبل زیان داشته باشیم ضریب یک و در غیر این صورت صفر.

$MF.optim_{t-1}$: خوش‌بینی موجود در پیش‌بینی سال قبل (سال $t-1$): متغیری است که از مقایسه اولین پیش‌بینی سال قبل و سود واقعی سال قبل بدست می‌آید. متغیری مجازی است که اگر خطای پیش‌بینی (سود واقعی منهای سود پیش‌بینی‌شده) سال $t-1$ منفی باشد (پیش‌بینی خوشبینانه باشد) مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر می‌گیرد.

$MF.SURP_t$: خوش‌بینی موجود در پیش‌بینی‌های سال جاری (سال t): که از مقایسه آخرین پیش‌بینی سال جاری و اولین پیش‌بینی سال جاری بدست می‌آید. متغیری مجازی است که اگر آخرین پیش‌بینی سال جاری تا زمان ارائه پیش‌بینی سال آتی، کوچکتر از پیش‌بینی اولیه سال جاری باشد (پیش‌بینی اولیه سال جاری خوش‌بینانه باشد) مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر می‌گیرد.

3-6- رابطه بین عدم اطمینان، خطای پیش‌بینی دوره جاری، ساختار مالکیت با خطای پیش‌بینی دوره آتی

برای بررسی تأثیر ابهام بر گزارشگری مالی در این تحقیق بر پیش‌بینی‌های مدیران و اقلام تعهدی تأکید شده است. از آنجایی که پیش‌بینی سود و ایجاد اقلام تعهدی، هر دو مستلزم درجه بالایی از ذهنی بودن و برآورد هستند، خطاهای متبلور شده در ارزیابی مدیریت از دورنمای شرکت در

پیش‌بینی سود و ارقام تعهدی ظاهر خواهد شد. بنابراین فرضیه پنجم به شکل زیر مطرح می‌شود: بین خطای پیش‌بینی‌های مدیران و ارقام تعهدی رابطه وجود دارد.

فرضیه ششم این تحقیق درصدد بررسی توجه مدیران به خطای آخرین پیش‌بینی ارائه شده برای سال گذشته زمانی که پیش‌بینی سال جدید را به بازار ارائه می‌کنند می‌باشد. در فرضیه چهارم تکرارپذیری ارائه پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه بررسی شد. نتایج تحقیق اوتا (Ota, 2006) نشان داد که خطای پیش‌بینی‌های مدیران در دوره‌های بعد نیز تکرار خواهد شد. لذا در فرضیه ششم به دنبال بررسی تکرارپذیری خطای پیش‌بینی‌های مدیران هستیم.

با توجه به توضیحات ارائه شده در بخش مبانی نظری و پیشینه تحقیق درخصوص تأثیر نظام حاکمیت شرکتی بر کیفیت گزارشگری مالی، انتظار می‌رود سرمایه‌گذاران در هنگام تصمیم‌گیری خود درخصوص واکنش به پیش‌بینی‌های اعلام شده توسط مدیریت، به کیفیت سیستم حاکمیت شرکتی که پیش‌بینی از آن به دست آمده است نیز توجه کنند. در سیستم حاکمیت شرکتی یکی از فاکتورهای مهم و اساسی نوع مالکین (نهادی و غیر نهادی) و تمرکز ترکیب مالکیت است. بنابراین فرضیات هفتم و هشتم سعی دارند تا اثرات این دو عامل را بر خطا و سوگیری پیش‌بینی بسنجند. در این تحقیق متغیرهای حاکمیتی مانند درصد مالکیت سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت، کیفیت حسابرس و تصدی همزمان پست‌های مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره مورد بررسی قرار گرفته‌اند.

متغیرهای کنترلی

لانگ و همکاران (Lang, et al., 1993) نشان دادند شرکت‌هایی که توسط یکی از مؤسسات بزرگ حسابرسی، حسابرسی شوند تمایل به افشای بهتری دارند. مدیران شرکت‌هایی که در دوره‌های قبل عملکرد ضعیفی داشته‌اند به دنبال این هستند که تصویر مناسب‌تری از آینده شرکت نشان دهند که این کار را از طریق ارائه پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه انجام می‌دهند. از سوی دیگر ممکن است کسب بازده بالای دارایی‌ها در یک دوره منجر به ارائه پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه برای دوره بعد شود.

تحقیقات قبلی نشان دادند که بین بحران مالی و خطای پیش‌بینی رابطه وجود دارد به عنوان مثال تحقیق بتکر (Betker, 1999) نشان داد شرکت‌هایی که دچار بحران مالی هستند یا آنهایی که انتظار می‌رود در آینده نزدیک ورشکست شوند پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه ارائه می‌کنند تا تصویر بهتری از شرکت خود ارائه دهند. این نتایج در تحقیقات ایرانی (Irani, 2001, 2001) نیز بدست آمد (Gong

(et al., 2009). تحقیقات مشابه دیگری (مانند کوچ 2002) نشان دادند که پیش‌بینی‌های مدیریت در شرکت‌های دارای بحران مالی خوش‌بینانه است و تحلیل‌گران اعتبار کمی برای آنان قائل می‌شوند. ضریب بحران مالی به کار رفته در این تحقیق مختص شرکت‌های ایرانی است که توسط اعتمادی و همکاران (2009) به دست آمد.

ایرانی (Irani, 2001) معتقد است که شرکت‌هایی که قصد دارند از بازار سرمایه تأمین مالی کنند ممکن است پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه ارائه نمایند. اوتا (Ota, 2002) به این نتیجه رسید که پیش‌بینی شرکت‌هایی که از محل سهام تأمین مالی می‌کنند خوش‌بینانه است اما در مورد اوراق قرضه رابطه‌ای مشاهده نکرد. یافته‌های مارکوارد و همکاران (Marquardt, et al., 1998) نشان داد که شرکت‌هایی که برای مرحله دوم سهام منتشر می‌کنند تمایل دارند که پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه‌ای منتشر کنند (Gong, et al., 2009).

از آنجایی که ارزشیابی شرکت‌های دارای رشد بالا وابسته به جریان‌های نقدی آتی آنان است (تا ارزش‌داری‌های فعلی آنها)، میزان تقاضای بازار و مذاقه فعالان بازار برای ارائه اطلاعات آینده‌نگر افزایش خواهد یافت که در این بین ممکن است مدیران انگیزه‌هایی برای ارائه پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه داشته باشند تا از این طریق ضمن اغوای بازار، قیمت سهام را بالاتر برند و از سوی دیگر ممکن است به دلیل وجود ریسک فزاینده دعوی حقوقی در مورد این نوع سهام، مدیران از ارائه چنین پیش‌بینی‌هایی منصرف شوند. از سوی دیگر بمبر و همکاران (Bamber, et al., 1998) معتقدند که وجود فرصت‌های رشد (به دلیل اطلاعات اختصاصی و امکان استفاده رقبا) بر رفتار شرکت در ارائه پیش‌بینی تأثیر می‌گذارد. بطوری که اوتا (Ota, 2006) معتقد است که شرکت‌های رشدی پیش‌بینی‌های محافظه‌کارانه ارائه می‌کنند.

براون (Brown, 2001) دریافت که تفاوت‌های قابل توجهی بین خطای پیش‌بینی شرکت‌های زیان‌ده و شرکت‌های سودده وجود دارد. تحلیل‌گران مشکلات فراوانی در پیش‌بینی عملکرد شرکت‌های زیان‌ده دارند. در نتیجه این احتمال وجود دارد که توانایی مدیریت شرکت‌های زیان‌ده برای پیش‌بینی عملکرد بطور مشابهی محدود باشد.

محققینی مانند مک‌نیکلز (McNichols, 1989) نشان دادند که بین بازده سهام در دوره قبل و خطای پیش‌بینی رابطه وجود دارد. تحقیق او نشان داد قیمت‌های سهام حاوی اطلاعاتی فراتر از آنچه در پیش‌بینی‌های مدیران ارائه شده می‌باشد.

بتای سهم برای دوره مالی نشانگری از ریسک سهم می‌باشد (Bushee, et al., 2000). شرکت‌های دارای ریسک بالا، بیشتر از مابقی شرکت‌ها با محیط دارای ابهام مواجه هستند و تغییرپذیری در عملیات آنها می‌تواند منجر به ایجاد خطا در پیش‌بینی شود.

مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌های پنجم تا هشتم:

$$MFE_{t+1} = a + b_1 WCACC_t + b_2 INST.OWN_t + b_3 BLOCK_t + b_4 CEO.DUAL_t + b_5 ROA_t + b_6 Z - bankruptcy_t + b_7 EPS.SURP_t + b_8 EXT.FIN_{t+1} + b_9 RETURN_t + b_{10} B/M_t + b_{11} AUDIT_t + b_{12} LOSS_t + b_{13} BETA_t + e$$

متغیرهای مدل:

1- خطای پیش‌بینی (MFE):

$$MFE_{t+1} = \frac{FORECAST_{t+1} - ACTUAL_{t+1}}{PRICE_t}$$

FORECAST: اولین پیش‌بینی سودی که پس از ارائه عملکرد واقعی سال قبل به بازار

ارائه می‌شود، ACTUAL: سود واقعی، PRICE: قیمت سهم در پایان سال.

2- ارقام تعهدی سرمایه در گردش (WCACC):

$$WCACC = \frac{\Delta CA - \Delta CL - \Delta Cash + \Delta STDebt}{ASSET}$$

$\Delta Cash$: تغییر در وجه نقد، ΔCL : تغییر در بدهی‌های جاری، ΔCA : تغییر در دارایی‌های

جاری، $\Delta STDebt$: خالص تغییرات در سود سهام پرداختی و حصه جاری بدهی‌های بلند

مدت، ASSET: جمع دارایی‌ها.

3- INST.OWN: درصد سهام سرمایه‌گذاران نهادی در ترکیب مالکان شرکت.

4- BLOCK: تمرکز مالکیت (درصد سهام عادی تملک شده بوسیله 5 سهامدار عمده).

5- CEO.DUAL: در صورتی که مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره یک شخص باشند یک و

در غیر این صورت صفر.

6- AUDIT: اگر حسابرس سازمان حسابرسی باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر

می‌گیرد.

7- EPS.SURP: خطای آخرین پیش‌بینی سود ارائه شده برای سال t:

$$\text{EPS.SURP} = \frac{\text{P.earn}_t - \text{A.earn}_t}{\text{price}_t}$$

P.earn: آخرین سود پیش‌بینی شده سال t ، **A.earn**: سود واقعی سال t و **price**: قیمت سهم در پایان سال t .

8- **ROA**: بازده دارایی‌ها: سود قبل از اقلام استثنایی تقسیم بر جمع دارایی‌ها.

9- **Z-Bankruptcy**: ضریب پیش‌بینی بحران مالی:

$$Z - \text{bankruptcy} = -0.251 + 3.764X_1 - 3.609X_2 + 0.719X_3 + 0.102X_4 - 0.034X_5$$

که در آن:

X_1 = (جمع دارایی‌ها/دارایی‌های آنی)

X_2 = (جمع دارایی‌ها/جمع بدهی‌ها)

X_3 = (دارایی‌های جاری/فروش)

X_4 = (فروش/سود عملیاتی)

X_5 = (سود ناخالص/هزینه بهره)

10- **EXT.FIN**: تأمین مالی بیرونی:

$$\text{EXT.FIN} = \frac{\text{LOAN} + \text{CAP}}{\text{ASSET}}$$

LOAN: وام‌های دریافتی، **CAP**: افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی،

ASSET: جمع دارایی‌ها.

11- **RETURN**: بازده: بازده دوره دوازده ماهه سال مالی.

12- **B/M**: رشد: جمع حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش بازار سهام.

13- **LOSS**: زیان: اگر شرکت در دوره جاری زیان گزارش کرده باشد یک و در غیر این

صورت صفر.

14- **BETA**: بتا: ضریب بتای هر سهم برای دوره مالی:

$$b = \frac{\text{COV}(R_j, R_m)}{d_m^2}$$

$\text{COV}(R_j, R_m)$ = کواریانس بازده سهم و بازده بازار

d_m^2 = واریانس بازده بازار

7- آزمون فرضیه‌ها

7-1- آزمون فرضیه اول

فرضیه اول به بررسی محتوای اطلاعاتی اولین پیش‌بینی‌های ارائه شده از جانب مدیران برای هر سال پرداخته است. آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای استفاده شده در فرضیه اول در جدول (1) ارائه شده است. آماره‌های ارائه شده مربوط به 835 مشاهده (سال - شرکت) می‌باشد که با استفاده از روش پانل - مدل اثرات ثابت - زمانی و مقطعی مورد تحلیل قرار گرفته‌اند.

جدول (1): آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای فرضیه اول

	RET	IFI	SURP	MFE	BM	LOSS	ACC
Mean	-0.161701	0.202484	-0.975442	0.007749	0.639580	0.026347	0.036452
Median	-0.040000	0.060993	0.000000	0.042914	0.511487	0.000000	0.030241
Maximum	61.770000	9.800000	60.71429	53.00000	4.349477	1.000000	0.552074
Minimum	-47.690000	-2.038380	-725.0000	-52.00000	-1.734059	0.000000	-0.526959
Std. Dev.	13.39430	0.830238	25.46666	3.272078	0.508796	0.160262	0.121794

فرضیه اول تحقیق به این صورت تعریف شده است: پیش‌بینی‌های اولیه ارائه شده توسط مدیران دارای محتوای اطلاعاتی است.

برای آزمون این فرضیه از مدل زیر استفاده شده است:

$$RET = a + b_1 IFI_{t+1} + b_2 SURP_t + b_3 MFE_{t-1} + b_4 B/M_{t-1} + b_5 LOSS_{t+1} + b_6 ACC_{t-1} + e$$

در مدل فوق فرض شده که سرمایه‌گذاران در واکنش به پیش‌بینی ارائه شده برای سال آینده، سه عامل شامل تغییرات پیش‌بینی ارائه شده برای سال آینده نسبت به آخرین پیش‌بینی سال جاری (IFI)، تغییرات آخرین پیش‌بینی سال جاری نسبت به اولین پیش‌بینی سال جاری (SURP) و خطای پیش‌بینی سال قبل (MFE) را در نظر می‌گیرند. همانگونه که قبلاً در بخش معرفی مدل توضیح داده شد، متغیرهای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (B/M)، پیش‌بینی زیان (LOSS)، و اقلام تعهدی (ACC) به عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شده‌اند.

قبل از آزمون فرضیه ابتدا نوع داده‌ها مورد بررسی قرار گرفته است. برای مشخص شدن این موضوع باید تعیین نمود که آیا عرض از مبدأ در دوره‌های مختلف و در بین شرکت‌ها برابر است یا خیر. بررسی نتایج آزمون‌های چاو و هاسمن نشان داد که داده‌ها از نوع پانل می‌باشند و برای برآورد مدل باید از روش اثرات ثابت استفاده نمود.

نتایج حاصل از اجرای مدل مربوط به فرضیه یک در جدول 2 ارائه شده است. با توجه به مقادیر ارائه شده در جدول، فرضیه اول مبنی بر محتوای اطلاعاتی پیش‌بینی‌های ارائه شده از جانب مدیران در سطح اطمینان 99 درصد تأیید می‌شود. نتایج بیانگر این است که سرمایه‌گذاران در واکنش به پیش‌بینی‌های سال آتی علاوه بر اختلاف پیش‌بینی دوره آتی نسبت به دوره جاری (IFI)، به تغییرات انجام شده در آخرین پیش‌بینی دوره جاری نسبت به پیش‌بینی اولیه ارائه شده برای دوره جاری (SURP) نیز توجه می‌کنند اما خطای پیش‌بینی دوره گذشته (MFE) بر تصمیمات آنان بی‌تأثیر است. متغیر مجازی پیش‌بینی زیان، متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و متغیر سطح اقلام تعهدی در سطح خطای 5 درصد معنی‌دار هستند. این موضوع بیانگر مدنظر قرار گرفتن مباحث مربوط به رشد و احتمال مدیریت سود در واکنش سرمایه‌گذاران می‌باشد.

جدول (2): نتایج مدل فرضیه اول

نام متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
C	-3.575493	1.109742	-3.221914	0.0013
IFI	1.830962	0.700619	2.613350	0.0092
SURP	0.041298	0.018515	2.230529	0.0261
MFE	-0.167248	0.200816	-0.832846	0.4052
BM	5.709272	1.534558	3.720467	0.0002
LOSS	-8.146879	3.871995	-2.104052	0.0358
ACC	-9.663409	4.437562	-2.177639	0.0298
تعديل شده R ²		0.119380		
آماره دوربين واتسون		2.344274		
F آماره		1.624644		
F احتمال آماره		0.000009		

7-2- آزمون فرضیه دوم

در این بخش به بررسی این موضوع می‌پردازیم که آیا سابقه شرکت در ارائه پیش‌بینی‌های قابل تحقق در دوره‌های قبل بر واکنش سرمایه‌گذاران به پیش‌بینی جدید تأثیر می‌گذارد یا خیر؟ برای بررسی این موضوع متغیر جدیدی تعریف شد که در آن شرکت‌هایی که پیش‌بینی‌های آنان در دو دوره اخیر خوش‌بینانه نبوده است به عنوان شرکت‌های مشهور به ارائه پیش‌بینی‌های قابل تحقق با متغیر REP مشخص شده‌اند.

با توجه به مباحث فوق و با در نظر گرفتن تأثیر سابقه قبلی شرکت در ارائه پیش‌بینی و نوع خبر (مثبت یا منفی) معادله رگرسیون قبلی به صورت زیر در نظر گرفته می‌شود.

$$RET = a + b_1 IFI_{t+1} + b_2 (IFI_{t+1} \times POS \times REPUT) + b_3 (IFI_{t+1} \times NEG \times REPUT) + b_4 SURP_t + b_5 MFE_{t-1} + b_6 B/M_{t-1} + b_7 LOSS_{t+1} + b_8 ACC_{t-1} + e$$

REPUT: اگر پیش‌بینی دوره قبل محقق شده باشد و اولین پیش‌بینی دوره جاری نیز طی دوره مشمول تعدیل منفی (کاهش پیش‌بینی) نشده باشد (شواهد نشان دهد که شرکت در دو دوره اخیر پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه ارائه ننموده است) عدد یک و در غیر این صورت صفر.

POS: اگر IFI مثبت باشد یک در غیر این صورت صفر.

NEG: اگر IFI منفی باشد یک در غیر این صورت صفر.

نتایج به دست آمده مندرج در جدول 3 بیانگر این است که سرمایه‌گذاران به پیش‌بینی جدید شرکت‌هایی که در دو دوره اخیر پیش‌بینی‌های قابل تحقق ارائه نموده‌اند واکنش بیشتری نشان می‌دهند. ضرایب مربوط به پیش‌بینی این شرکت‌ها به مراتب بالاتر از ضریب به دست آمده برای کل شرکت‌های نمونه می‌باشد که نشان می‌دهد پیش‌بینی این شرکت‌ها دارای محتوای اطلاعاتی بالایی می‌باشد و این موضوع در مورد خبر موجود در پیش‌بینی‌ها (مثبت یا منفی) نیز نشان داد که بازار به پیش‌بینی‌های این شرکت‌ها در هر دو حالت وجود خبر مثبت یا منفی واکنش قابل توجهی نشان می‌دهد.

جدول (3): نتایج آزمون مدل فرضیه دوم

نام متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
IFI	1.304096	0.699265	1.864954	0.0626
IFI.POS.REPUT	18.09127	4.073529	4.441180	0.0000
IFI.NEG.REPUT	12.21909	5.796626	2.107966	0.0354
SURP	0.036967	0.018945	1.951341	0.0514
MFE	-0.163307	0.201175	-0.811767	0.4172
BM	5.372285	1.519327	3.535964	0.0004
LOSS	-8.784768	3.841343	-2.286900	0.0225
ACC	-8.761870	4.352752	-2.012950	0.0445
C	-3.522646	1.114355	-3.161153	0.0016
R ² تعدیل شده		0.149561		
آماره دوربین واتسون		2.286318		
آماره F		1.801477		
احتمال آماره F		0.000000		

7-3- بررسی فرضیه‌های سوم و چهارم

در این مدل قصد داریم بررسی کنیم که آیا عملکرد شرکت در دوره جاری (ROA)، خوش‌بینی پیش‌بینی اولیه سال جاری (MF.SURP) و خوش‌بینی پیش‌بینی سال قبل (MF.optim) با خوش‌بینی پیش‌بینی ارائه شده برای سال آتی رابطه دارند یا خیر؟ متغیر حاصل ضرب زیان در عملکرد (LOSS.ROA) نیز برای بررسی تأثیر زیان‌دهی شرکت بر رابطه بین بازده دارایی‌ها و خوش‌بینی پیش‌بینی دوره آتی در نظر گرفته شده است.

آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای استفاده شده در فرضیه اول در جدول 4 ارائه شده است. آماره‌های ارائه شده مربوط به 965 مشاهده (سال - شرکت) می‌باشد که با استفاده از روش پانل - مدل اثرات ثابت زمانی و مقطعی مورد تحلیل قرار گرفته‌اند.

جدول (4): آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای فرضیه‌های سوم و چهارم

	MFE(t+1)	ROA	SURP(t)	MFE(t-1)	LOSS.ROA
Mean	0.465285	0.129395	0.401036	0.446632	-0.005589
Median	0.000000	0.103771	0.000000	0.000000	0.000000
Maximum	1.000000	0.639430	1.000000	1.000000	0.000000
Minimum	0.000000	-0.717930	0.000000	0.000000	-0.717930
Std. Dev.	0.499052	0.126329	0.490362	0.497401	0.035325

برای آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم از مدل رگرسیون زیر استفاده شده است:

$$MF.optim_{t+1} = a + b_1 ROA_t + b_2 MF.optim_{t-1} + b_3 MF.SURP_t + b_4 LOSS \times ROA_t + e$$

نتایج به دست آمده مندرج در جدول 5 بیانگر این است که در سطح خطای 5 درصد عملکرد دوره جاری با ارائه پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه برای دوره آتی مرتبط می‌باشد. این موضوع بیانگر این است که اگر بازده دارایی‌ها در دوره جاری بالا باشد مدیران در ارائه پیش‌بینی برای دوره آتی دچار خوش‌بینی می‌شوند. علاوه بر این رابطه‌ای بین خوش‌بینی در ارائه پیش‌بینی‌های دوره جاری و ارائه پیش‌بینی خوش‌بینانه برای دوره آتی وجود ندارد. اما خوش‌بینی در پیش‌بینی‌های دوره قبل با خوش-بینی در ارائه پیش‌بینی سال آتی رابطه منفی دارد.

جدول (5): نتایج آزمون مدل رگرسیون فرضیه‌های سوم و چهارم

احتمال	آماره t	انحراف معیار	ضریب	نام متغیر
0.0000	8.169678	0.051954	0.424444	C
0.0282	2.198302	0.266634	0.586142	ROA
0.2556	1.137740	0.038227	0.043493	MF.SURP
0.0007	-3.395313	0.035713	-0.121257	MF.Optim
0.6025	-0.521075	0.588097	-0.306443	LOSS.ROA
0.131962	R^2 تعدیل شده			
2.120982	آماره دوربین واتسون			
1.796467	آماره F			
0.000000	احتمال آماره F			

7-4- بررسی فرضیه‌های پنجم تا هشتم

فرضیات پنجم تا هشتم این مقاله در صدد بررسی رابطه بین اقلام تعهدی سرمایه در گردش، خطای پیش‌بینی دوره جاری، درصد سرمایه‌گذاران نهادی و تمرکز مالکیت با خطای پیش‌بینی مدیران برای دوره آتی می‌باشد.

با توجه به مشترک بودن داده‌های مورد استفاده در در فرضیه‌های پنجم تا هشتم، آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای استفاده شده در فرضیات یاد شده در جدول 6 ارائه شده است. آماره‌های ارائه شده مربوط به 849 مشاهده (سال - شرکت) می‌باشد.

جدول (6): آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای فرضیه‌های پنجم تا هشتم

	MFE	WCACC	SURP	ZBANK	BM	BETA	XFIN
Mean	0.0032	0.043302	0.0123	-0.0642	0.6514	0.1114	0.364137
Median	-0.0043	0.043276	-0.0009	-0.0957	0.5288	0.2100	0.284843
Maximum	1.9871	0.574504	1.3679	3.6025	4.3495	57.2500	2.424073
Minimum	-1.3020	-0.830803	-1.5870	-3.5486	-1.7341	-71.2500	0.000000
Std. Dev.	0.1895	0.124681	0.1268	0.8920	0.5324	4.7056	0.323804

ادامه جدول (6): آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای فرضیه‌های پنجم تا هشتم

	RET	ROA	AUDIT	LOSS	INST	BLOCK	CEO
Mean	29.8440	0.1686	0.2803	0.0671	0.5477	0.794185	0.0106
Median	9.1200	0.1296	0.0000	0.0000	0.6764	0.8191	0.0000
Maximum	820.1600	1.5376	1.0000	1.0000	0.9900	0.9974	1.0000
Minimum	-79.5200	-0.3724	0.0000	0.0000	0.0000	0.2381	0.0000
Std. Dev.	85.8169	0.1803	0.4494	0.2504	0.3497	0.150637	0.1025

7-5- نتایج آزمون فرضیه‌های پنجم تا هشتم

برای آزمون فرضیات فوق از مدل رگرسیون زیر استفاده شده است:

$$MFE_{t+1} = a + b_1 WCACC_t + b_2 INST.OWN_t + b_3 BLOCK_t + b_4 CEO.DUAL_t + b_5 ROA_t + b_6 Z - bankruptcy_t + b_7 EPS.SURP_t + b_8 EXT.FIN_{t+1} + b_9 RETURN_t + b_{10} B/M_t + b_{11} AUDIT_t + b_{12} LOSS_t + b_{13} BETA_t + e$$

همانگونه که در جدول شماره 7 مشاهده می‌شود، نتایج تحقیق حاکی از وجود رابطه معنی‌دار اقلام تعهدی سرمایه در گردش و خطای آخرین پیش‌بینی دوره جاری با خطای پیش‌بینی دوره آتی در سطح خطای یک درصد می‌باشد. نکته قابل توجه این است که خطای پیش‌بینی در دوره‌های آتی نیز تکرار می‌شود. از سوی دیگر، رابطه بین درصد سرمایه‌گذاران نهادی و خطای پیش‌بینی در سطح خطای 10 درصد معنی‌دار است و نشان می‌دهد حضور سهامداران نهادی بیشتر مانع از ارائه پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه می‌شود. همانند نتایج بدست آمده در آزمون فرضیه سوم، نتایج ارائه شده درخصوص متغیر عملکرد نشان می‌دهد شرکت‌هایی که در دوره جاری بازده دارایی بالایی داشته‌اند، پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه تری برای دوره آتی ارائه می‌کنند.

جدول (7): نتایج آزمون فرضیه‌های پنجم تا هشتم

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
C	-0.102916	0.114480	-0.898986	0.3690
WCACC	0.143780	0.056705	2.535591	0.0115
SURP	0.180065	0.067155	2.681346	0.0075
ZBANK	-0.016376	0.013261	-1.234941	0.2173
BM	0.036593	0.023412	1.563018	0.1185
BETA	5.67E-05	0.001329	0.042617	0.9660
XFIN	-0.003721	0.029751	-0.125055	0.9005
RET	-4.99E-05	9.28E-05	-0.537628	0.5910
ROA	0.175347	0.060777	2.885091	0.0040
AUDIT	0.030581	0.036831	0.830316	0.4067
LOSS	-0.055030	0.038278	-1.437635	0.1510
INST	0.173260	0.099939	1.733663	0.0834
BLOCK	-0.066294	0.133213	-0.497654	0.6189
CEODUAL	-0.099660	0.071311	-1.397536	0.1627
تعدیل شده R ²		0.188925		
آماره دوربین واتسون		2.327661		
آماره F		2.091304		
احتمال آماره F		0.000000		

8- نتیجه گیری

در این تحقیق محتوای اطلاعاتی اولین پیش‌بینی‌های مدیران برای دوره آتی، عوامل مؤثر بر خطای پیش‌بینی مدیران و تکرارپذیری رفتار مدیران در ارائه پیش‌بینی‌ها بررسی شد. نکته‌ای که در تمامی بخش‌های تحقیق به آن توجه ویژه‌ای شد، میزان دقت پیش‌بینی‌های قبلی ارائه شده از جانب مدیران بود.

نتایج حاصل از بررسی محتوای اطلاعاتی اولین پیش‌بینی‌های ارائه شده از جانب مدیران برای سال آتی حاکی از این است که سرمایه‌گذاران در واکنش به پیش‌بینی‌های مدیران، علاوه بر اختلاف پیش‌بینی دوره آتی نسبت به دوره جاری، به تغییرات انجام شده در آخرین پیش‌بینی دوره جاری نسبت به پیش‌بینی اولیه ارائه شده برای دوره جاری نیز توجه می‌کنند. این یافته با نتیجه تحقیق انجام شده در ژاپن توسط کیتو و همکاران (Kato, et al., 2009) همسو است. شایان ذکر است در ژاپن قوانین بازار

سرمایه، مدیران را ملزم به ارائه پیش‌بینی نموده است که از این جهت مشابه قوانین بازار سرمایه ایران است. علیرغم تأثیر تغییرات انجام شده در آخرین پیش‌بینی دوره جاری نسبت به پیش‌بینی اولیه ارائه شده برای دوره جاری بر قیمت سهام، بین خطای پیش‌بینی سال گذشته و تصمیمات سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری سهام در هفت روز حول زمان ارائه اولین پیش‌بینی سال آینده رابطه‌ای مشاهده نشد که برخلاف انتظارات بود. از سوی دیگر سرمایه‌گذاران به پیش‌بینی سال آتی شرکت‌هایی که در دو دوره اخیر پیش‌بینی‌های قابل تحقق ارائه نموده‌اند واکنش بیشتری نشان می‌دهند. یافته‌های بدست آمده در مورد تأثیر سابقه مدیران در ارائه پیش‌بینی بر واکنش بازار، با نتایج تحقیق انجام شده توسط هاتون و همکاران (Hutton, et al., 2007) همسو می‌باشد؛ بطوری که تحقیق آنها نشان داد هنگامی که شرکت برای خود سابقه مناسبی در ارائه پیش‌بینی ایجاد می‌کند، سهامداران به اخبار موجود در پیش‌بینی‌های مدیران واکنش بیشتری نشان می‌دهند.

در بخش دوم تحقیق بررسی شد که آیا عملکرد شرکت در دوره جاری، خوش‌بینی پیش‌بینی اولیه سال جاری و خوش‌بینی پیش‌بینی سال قبل، با خوش‌بینی پیش‌بینی ارائه شده برای سال آتی رابطه دارند یا خیر؟ نتایج حاصل از فرضیه‌های سوم و چهارم تحقیق، بیانگر این است که بین عملکرد دوره جاری و خوش‌بینی در اولین پیش‌بینی ارائه شده برای دوره آتی رابطه مثبت معنی‌دار و بین خوش‌بینی در پیش‌بینی‌های دوره قبل با ارائه پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه برای دوره آتی رابطه منفی معنی‌داری وجود دارد. این نتایج نشان می‌دهند شرکت‌هایی که در دوره جاری بازده دارایی بالایی داشته‌اند، اولین پیش‌بینی سال آتی را بطور خوش‌بینانه ارائه می‌کنند. از سوی دیگر، اگر پیش‌بینی سال گذشته خوش‌بینانه ارائه شده باشد سعی می‌کنند در ارائه اولین پیش‌بینی برای سال بعد این موضوع را در نظر بگیرند تا پیش‌بینی ارائه شده برای دوره آتی خوش‌بینانه نباشد. موضوع دیگری که در این فرضیه بررسی شد تکرارپذیری خوش‌بینی در ارائه اولین پیش‌بینی دوره جاری بود. اگر اولین پیش‌بینی دوره جاری نسبت به آخرین پیش‌بینی دوره جاری، در زمان ارائه پیش‌بینی دوره آتی بزرگتر بود اولین پیش‌بینی دوره جاری خوش‌بینانه در نظر گرفته می‌شد. نتایج بدست آمده رابطه بین خوش‌بینی اولین پیش‌بینی دوره جاری با ارائه پیش‌بینی خوش‌بینانه برای دوره بعد را تأیید نمود. یافته‌های بدست آمده با نتایج تحقیق کیتو و همکاران (Kato, et al., 2009) در تضاد است؛ زیرا تحقیق آنها نشان داد شرکت‌هایی که در دوره جاری عملکرد ضعیفی داشته‌اند برای دوره بعد پیش‌بینی خوش‌بینانه ارائه می‌کنند و خوش‌بینی در ارائه پیش‌بینی دوره جاری در دوره بعد تکرار می‌شود. اما نتیجه بدست آمده در مورد رابطه بین عملکرد دوره جاری و ارائه پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه برای دوره آتی با تحقیق

گانگ و همکاران (Gong, et al., 2009) همسو و بیانگر این موضوع می‌باشد که مدیران در تهیه پیش‌بینی سود دوره آتی، عملکرد دوره گذشته را با اغراق لحاظ می‌کنند. فرض می‌شود عملکرد مناسب دوره جاری در دوره آینده نیز تکرار می‌شوند. به مدیران توصیه می‌شود در زمان پیش‌بینی سود برای دوره آتی علاوه بر عملکرد دوره جاری به تغییرات محتمل در شرایط و محیط فعالیت شرکت در دوره آتی نسبت به دوره جاری توجه بیشتری داشته باشند؛ زیرا عملکرد مناسب دوره جاری الزاماً در دوره بعد تکرار نخواهد شد. با توجه به اختیاراتی که قانون بازار اوراق بهادار در اختیار سازمان بورس و اوراق بهادار قرار داده است باید تمهیدات قانونی (مانند جرایم و اقدامات حقوقی مؤثر) به منظور بازداشتن شرکت‌ها از پیش‌بینی‌های دارای سوگیری اندیشیده شود.

نتایج بخش پایانی تحقیق حاکی از وجود رابطه معنی‌دار بین اقلام تعهدی سرمایه در گردش و خطای پیش‌بینی دوره آتی می‌باشد. لذا سرمایه‌گذاران می‌باید در هنگام تصمیم‌گیری، علاوه بر رقم پیش‌بینی سود به ریسک‌ها و ابهامات مربوط به صنعتی که شرکت در آن فعال است نیز توجه کنند. به سازمان بورس پیشنهاد می‌شود در صناعی که ابهام در محیط فعالیت آنها بالا می‌باشد، از مدیران بخواهد در صورت نیاز و با توجه به ابهامات موجود پیش‌بینی‌های سود را در چند سناریوی مختلف ارائه کنند و میزان اطلاعات افشا شده در پیش‌بینی‌ها نسبت به سایر صنایع بیشتر باشد تا سرمایه‌گذاران تحلیل کامل‌تری از پیش‌بینی‌های منتشر شده داشته باشند.

همچنین یافته‌های تحقیق حاکی از این است که خطای پیش‌بینی در دوره آتی نیز تکرار می‌شود. علاوه بر این، نتایج تحقیق در این بخش نیز حاکی از رابطه بین عملکرد دوره جاری و خطای پیش‌بینی است. نتایج بدست آمده در مورد ارتباط بین متغیرهای مستقل اقلام تعهدی سرمایه در گردش و خطای آخرین پیش‌بینی دوره جاری با نتایج تحقیق گانگ و همکاران (Gong, et al., 2009) همسو می‌باشند.

در نهایت، رابطه بین متغیرهای حاکمیت شرکتی مانند درصد سرمایه‌گذاران نهادی، تمرکز مالکیت، حسابرسان، تصدی همزمان پست مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره با خطای پیش‌بینی دوره آتی نیز بررسی شد. نتایج بدست آمده حاکی از این است که هرچه درصد سرمایه‌گذاران نهادی بیشتر باشد، پیش‌بینی‌های مدیران با خوش‌بینی کمتری ارائه می‌شود. این یافته با نتایج تحقیقات آجینکیا و همکاران (Ajinkya, et al., 2005) و کارامانو و همکاران (Karamanou, et al., 2005) همخوانی دارد. سایر متغیرهای حاکمیتی یاد شده با خطای پیش‌بینی دوره آتی رابطه ندارند.

منابع و مأخذ:

1. اکبری، مرتضی، (1387) "متغیرهای مؤثر بر اعتبار پیش‌بینی سود توسط مدیریت" پایان‌نامه دکتری، دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبائی.
2. بهرامیان، محمود، (1385) "میزان عدم صحت سود پیش‌بینی شده شرکت‌ها" پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبائی.
3. ثابت، حسین، (1385) "عوامل مؤثر بر سوگیری مدیران در پیش‌بینی سود" پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید چمران اهواز.
4. خالقی مقدم، حمید و محمد آزاد (1383): "محتوای اطلاعاتی پیش‌بینی سود شرکت‌ها" مطالعات حسابداری، شماره 7، صص 33-53.
5. رحمانی نصرآبادی، محمد، (1387) "عوامل مؤثر بر دقت سود پیش‌بینی شده توسط شرکت‌ها" پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشکده علوم اقتصادی و اداری دانشگاه مازندران.
6. کردستانی غلامرضا و احمد لطفی، (1390)، "بررسی ارتباط بین خطای پیش‌بینی سود و اقلام تعهدی"، پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره 8 صص 63-78.
7. کرمی، غلامرضا (1387)، "بررسی رابطه بین مالکین نهادی و محتوای اطلاعاتی سود" بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره 54، صص 81-100.
8. مرفوع، محمد، (1385) "رابطه اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره و سرمایه‌گذاران نهادی با پیش‌بینی سود شرکت‌ها"، رساله کارشناسی ارشد، دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبائی، تهران.
9. نمازی، محمد و کاظم شمس‌الدینی، (1386) "بررسی سازه‌های مؤثر بر دقت پیش‌بینی سود توسط مدیریت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" سرمایه و توسعه، شماره 1، صص 1-25.
10. نیکخواه آزاد، علی و ویدا مجتهدزاده، (1377)، "بررسی حوزه‌های مسئولیت حسابرسان مستقل از دیدگاه کاربران خدمات حسابرسی و حسابرسان مستقل" بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره 26 و 27، صص 5-70.
11. Ajinkya, B. B., and M. J. Gift. (1984). Corporate managers' earnings forecasts and symmetrical adjustments of market expectations. *Journal of Accounting Research* 22 (2): 425-444.

12. Ajinkya, B, Bhojras, S and P. Sengupta, (2005) "The Association between Outside Directors, Institutional Investors and the Properties of Management Earnings Forecasts", *Journal of Accounting Research*, 43 (3): 343-376
13. Bamber, L. S., and Y. S. Cheon. "Discretionary Management Earnings Forecast Disclosures: Antecedents and Outcomes Associated with Forecast Venue and Forecast Specificity Choices." *Journal of Accounting Research* 36 (1998): 167–90.
14. Brown, L. D. "A Temporal Analysis of Earnings Surprises: Profits Versus Losses." *Journal of Accounting Research* 39 (2001): 221–41.
15. Bushee, B. J., and C. F. Noe. "Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility." *Journal of Accounting Research* 38 (2000): 171–202.
16. Choi J. h and T. J. Wong, (2007)" Auditors' Governance Functions and Legal Environments: An International Investigation", *Contemporary Accounting Research* 24 (1): 13-46
17. Clement, M., R. Frankel, and J. Miller. (2003). Confirming management earnings forecasts, earnings uncertainty, and stock returns. *Journal of Accounting Research* 41 (4): 653–679.
18. Das, S., K. Kim and S. Patro, (2007), Management Earnings Forecasts and Subsequent Price Formation, working paper, University of Illinois-Chicago
19. Etemadi, H, Anvary Rostamy. A. A and Hassan Farajzadeh Dehkordi, (2009), "A genetic programming model for bankruptcy prediction: Empirical evidence from Iran, *Expert Systems with Applications: An International Journal*, 36 (2): 3199-3207
20. Gong, G., L. U. Li and H. Xie, (2009) "The Association between Management Earnings Forecast Errors and Accruals". *The Accounting Review* 84 (1): 497-530
21. Hirst, D.E, Koonce L, and S. Venkataraman, (2008), "Management Earnings Forecasts: A Review and Framework, *Accounting Horizons*, 22(3) : 315–338
22. Hutton, A. P, and P. C. Stocken. (2007). Effect of reputation on the credibility of management forecasts. Working paper, Boston College and Dartmouth College.
23. Hutton, A. P. and P. C. Stocken. (2009). Prior Forecasting Accuracy and Investor Reaction to Management Earnings Forecasts, working paper, Boston College and Dartmouth College.
24. Irani, A. J, (2003) "Management Earnings Forecast Bias and Insider Trading: Comparison of Distressed and Non-Distressed Firms", *journal of business and economic studies*, 9 (1): 12-25
25. Karamanou, I., and N. Vafeas. (2005), The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis", *Journal of Accounting Research*, 43(3): 453–486.
26. Kato. K, Skinner.DJ and M. Kunimura, (2009) "Management Forecasts in Japan: An Empirical Study of Forecasts that Are Effectively Mandated", *The Accounting Review* , 84(5): 1575–1606

27. Koch. A. S, (2002) "Financial Distress and the Credibility of Management Earnings Forecasts" Working Paper, Carnegie Mellon University
28. Lang, M. H., and R. J. Lundholm. (2000). Voluntary disclosure and equity offerings: Reducing information asymmetry or hyping the stock? *Contemporary Accounting Research* 17 (4): 623-662.
29. Marquardt, C., and C. Wiedman. (1998). Voluntary disclosure, information asymmetry, and insider selling through secondary equity offerings. *Contemporary Accounting Research* 15 (4): 505-537.
30. McNichols, M. (1989). Evidence of informational asymmetries from management earnings forecasts and stock returns. *The Accounting Review* 64 (1): 1-27.
31. Ng, J., Tuna. I and Verdi. R, (2008) "Management Forecast Credibility and Underreaction to News" working paper, MIT Sloan School of Management
32. Ota, k, (2006) "Analysts' awareness of systematic bias in management earnings forecasts: Empirical evidence from Japan, working paper, Musashi University
33. Penman, S. H. (1980). An empirical investigation of the voluntary disclosure of corporate earnings forecasts. *Journal of Accounting Research* 18 (1): 132-160.
34. Pownall, G. and G. Waymire. (1989). "Voluntary Disclosure Credibility and Securities Prices: Evidence from Management Earnings Forecasts", 1969-73 *Journal of Accounting Research*, 27 (2): 227-245
35. Rogers, J. L., and P. C. Stocken. (2005). Credibility of management forecasts. *The Accounting Review*, 80(4):1233-1260.
36. Waymire, G. (1984). Additional evidence on the information content of management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research* 22 (2): 703-718.
37. Williams, P. A. (1996). The relation between a prior earnings forecast by management and analyst response to a current management forecast. *The Accounting Review* 71 (1): 103-115.
38. Xu, W (2010) "Do management earnings forecasts incorporate information in accruals? *Journal of Accounting and Economics* 49 : 227-246
39. Xu, W, (2009), Evidence That Management Earnings Forecasts Do Not Fully Incorporate Information in Prior Forecast Errors" *Journal of Business Finance and Accounting*, 36(7-8): 82.
40. Zhang, L. (2012) "The Effect of Ex Ante Management Forecast Accuracy on the Post-Earnings-Announcement Drift." *The Accounting Review*: September Vol. 87, No. 5, pp. 1791-1818.