

بررسی تأثیر پیش‌بینی سود از جانب مدیریت بر ریسک غیر سیستماتیک

حسن زلفی^۱، مرتضی بیات^۲ و تهیمینه دانش عسگری^۳

چکیده

پژوهش حاضر ارتباط پیش‌بینی سود از جانب مدیریت را بر ریسک غیر سیستماتیک بررسی می‌کند. در این پژوهش داده‌های ۷۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، در سال‌های ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۱ جمع‌آوری شده است و فرضیه‌های پژوهش با استفاده از تحلیل ضرایب رگرسیون آزمون شده است. بسیاری از تغییرهای ریسک شرکت‌ها در بازار سرمایه تحت تأثیر اطلاعات مختلف و متنوعی است که شرکت‌ها به بازار ارائه می‌دهند. برخی از این اطلاعات منشأ پیش‌بینی و برآورد دارند؛ لذا صحت و سقم این پیش‌بینی‌ها و واکنش سرمایه‌گذاران به انتشار این پیش‌بینی‌ها مورد سؤال است. با در نظر گرفتن واکنش ریسک شرکت‌ها به منزله متغیر وابسته به اعلام پیش‌بینی سود به وسیله، نتایج پژوهش نشان می‌دهد، بین دقت و دفعات پیش‌بینی سود اعلام‌شده از سوی مدیریت با ریسک غیر سیستماتیک شرکت ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: پیش‌بینی سود مدیریت، ریسک غیر سیستماتیک، دقت و دفعات پیش‌بینی سود.

طبقه‌بندی موضوعی: G32، G34

^۱. استادیار حسابداری، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی، دانشگاه بوعلی سینا hzalaghi@gmail.com

^۲. کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی shahenbayat@yahoo.com

^۳. کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، اراک t_daneshasgari@yahoo.com

مقدمه

پیش‌بینی سود حسابداری و تغییرات آن به‌منزله عاملی تأثیرگذار بر تصمیم‌گیری‌های اقتصادی از دیرباز موردعلاقه استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی بوده است. سهامداران به‌منظور تصمیم‌گیری‌های صحیح و مناسب، به اطلاعاتی سودمند نیاز دارند. در میان اطلاعات موجود، اطلاعات مربوط به سود هر سهم و سود سهام پیش‌بینی‌شده مقیاسی است که از نظر بسیاری از استفاده‌کنندگان با اهمیت و مربوط تلقی می‌شود و آن‌ها از آن در تصمیم‌های خود استفاده می‌کنند. پیش‌بینی سود هر سهم نقش مهمی در ارزیابی شرکت‌ها دارد. گزارشگری مالی و تدوین استانداردها این مفهوم را دربر دارد که اگر این استانداردها موجب شوند، صورت‌های مالی به‌طور مؤثر اختلاف وضعیت مالی و عملکرد شرکت‌ها را به‌موقع و به‌صورت صحیح و معتبر ترسیم کنند، تدوین استانداردها می‌تواند باعث ایجاد ارزش افزوده شود (عبده تبریزی، ۱۳۷۷). طبق پژوهش اوهارای (۲۰۰۳) بدتر شدن کیفیت گزارشگری مالی با روند افزایشی در ریسک غیر سیستماتیک سهام رابطه دارد. نبود اطلاعات درباره اوراق بهادار شرکت نیز بر ریسک شرکت تأثیرگذار است (لامبرت، لیوز و ویرسیشا، ۲۰۰۷) در بازار سرمایه برای ارزیابی ریسک شرکت به جریان یکنواخت اطلاعات نیاز است. مدیریت شرکت‌ها اغلب این کار را از طریق فراهم کردن اطلاعات از کانال‌های مختلف کمک می‌کنند (هیلی و پالی پیو، ۲۰۰۱). پیش‌بینی‌های مرتبط با سود هر سهم یکی از افشائات اختیاری مدیران برای فراهم کردن اطلاعات اضافی درباره عملکرد مورد انتظار آینده شرکت برای سرمایه‌گذاران است (آنیلی و سکی، فنگ و اسکینر، ۲۰۰۷). داشتن یا نداشتن اطلاعات در خصوص شرکت‌ها و سهام آن‌ها، می‌تواند بر ریسک کلی شرکت تأثیر داشته باشد. چنانچه مدیر به‌مثابه فردی مطلع آینده شرکت را از طریق پیش‌بینی سود هر سهم برای سهامداران ترسیم کند، ارزشیابی شرکت بهتر می‌شود (دارنیو و کیم، ۲۰۰۵)، هزینه سرمایه کاهش می‌یابد (فرانسیس، ناندا و اولسون، ۲۰۰۸)، ریسک اطلاعاتی کم می‌شود (فیرر و لاکس، ۲۰۰۷) و سرمایه‌گذاران در ارزیابی جریان‌های نقدی آتی، مطمئن‌تر عمل می‌کنند (روگریز، اسکینر و بو سکیریک، ۲۰۰۹). با توجه به اینکه مدیران نسبت به افراد خارج از شرکت اطلاعات دقیق‌تری در اختیار دارند که افراد خارج از شرکت به آن دسترسی ندارند (جنسن و مک‌کلینگ، ۱۹۹۶)، می‌تواند با پیش‌بینی‌های دقیق و معتبر ریسک شرکت را کاهش دهند. بهبود کیفیت گزارشگری مالی و افشائات نبود تقارن اطلاعاتی درباره عملکرد شرکت، نوسانات بازده سهام و ریسک را کاهش می‌دهد (راج کوپال و موهان، ۲۰۱۱). یکی از راه‌های کاهش اطلاعات نامتقارن بین مدیران و

ذی‌نفعان افزایش در تعداد پیش‌بینی‌های سود است. بدین صورت که هر چه تعداد پیش‌بینی‌ها افزایش یابد، نامتقارنی اطلاعات کاهش می‌یابد. تغییر در اطلاعات مالی در اثر محافظه‌کاری بر سود گزارش شده تأثیر می‌گذارد؛ از این رو، معیارهای حسابداری محافظه‌کارانه می‌تواند بر تعداد دفعات پیش‌بینی سود از سوی مدیریت اثر بگذارد. پاستور و ورونسی (۲۰۰۳) بیان داشتند، کیفیت ضعیف اطلاعات افشاشده‌ی مدیر با ریسک غیر سیستماتیک رابطه دارد.

شواهد نشان می‌دهد، شرکت‌هایی که تصویر واضحی از آینده خود ارائه کرده‌اند در بازار سهام مقبولیت بیشتری دارند (هیلی و پالی پیو، ۲۰۰۱). یکی از راه‌های ترسیم چنین تصویری برای سهامداران افشای پیش‌بینی سود هر سهم است. انتشار این اطلاعات به بازار سرمایه این اطمینان را می‌دهد که شرکت در ارائه اطلاعات بی‌طرفانه عمل می‌کند (لویزو و ورشا، ۲۰۰۰). پیش‌بینی مدیران در زمینه سود هر سهم و آثار احتمالی آن بر ریسک غیر سیستماتیک، موضوعی است که کمتر به آن توجه شده است و خلأ تحقیقاتی آن در کشور مشهود است.

بنابراین، با توجه به اهمیت پیش‌بینی حوزه مدیریت درباره سود هر سهم و نقش آن در گزارشگری مالی، در این پژوهش رابطه بین پیش‌بینی سود هر سهم از جانب حوزه مدیریت با ریسک شرکت بررسی می‌شود. انتظار می‌رود که انتشار این پیش‌بینی‌ها ریسک کلی شرکت را کاهش دهد؛ بنابراین، مسئله اصلی پژوهش حاضر به صورت زیر است:

آیا دقت و دفعات پیش‌بینی سود از جانب مدیریت بر ریسک غیر سیستماتیک شرکت تأثیری دارد؟

۲. مروری بر مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۲-۱. پیش‌بینی سود و ریسک شرکت

اطلاعات افشاشده از سوی مدیریت درجات دقت متفاوتی دارد؛ برای مثال، پیش‌بینی‌های سود ممکن است به صورت برآوردهای دقیق و نقطه‌ای صورت گیرد؛ همچنین ممکن است به صورت برآوردی بر روی دامنه یا طیفی انجام شود یا حتی به صورتی با دقت کمتر و به شکل برآوردهایی با بیشترین و کمترین برای آن شکل گیرد. بسیاری از نویسندگان استدلال می‌کنند، افشاهای غیردقیق، قرینه‌ای بر اطمینان‌نداشتن خود مدیریت است و در مقایسه با اطلاعات افشاشده با دقت بالا به منزله افشاهایی با میزان اعتبار کمتر در نظر گرفته می‌شوند (کینگ و همکاران، ۱۹۹۰). یافته‌های پژوهش‌های مشاهده‌ای نشان می‌دهد، سرمایه‌گذاران این برداشت را دارند که اطلاعات پیش‌بینی‌شده دقیق از اطلاعات پیش‌بینی‌شده غیردقیق معتبرتر است. پژوهش‌های باگنيسکی و

همکاران (۱۹۹۳) با استفاده از سوابق اطلاعات تاریخی مؤید این موضوع است که اطلاعات پیش‌بینی شده دقیق به ارتباط مستحکم‌تری بین سود غیرمنتظره و بازده غیرمنتظره منجر می‌شود. در مجموع، این نتایج حاکی از آن است که مدیریت می‌تواند با افزایش دقت اطلاعات در پیش‌بینی‌ها میزان اعتبار این اطلاعات را افزایش دهد و موجب کاهش ریسک شود. فرانسویس و همکاران (۲۰۰۵) با استفاده از کیفیت اقلام تعهدی برای اندازه‌گیری ریسک اطلاعاتی، نشان دادند که کیفیت اقلام تعهدی با بازده مورد انتظار رابطه دارد؛ برای مثال، هاسل، جنینگز و لاسل (۱۹۸۸) به این نتیجه رسیدند که میزان دقت پیش‌بینی با افزایش میزان افشای اطلاعات شرکت افزایش می‌یابد. یافته‌ها دلالت بر آن دارد که شرکت‌هایی که اطلاعات بیشتری برای استفاده‌کنندگان خارجی منتشر می‌کنند، دقت پیش‌بینی سود بیشتری دارند. بهبود افشاها و کیفیت گزارشگری مالی، نبود تقارن اطلاعاتی را در زمینه عملکرد شرکت و نوسانات قیمت سهام کاهش می‌دهد و افزایش نوسان‌های بازده سهام برای افزایش نبود تقارن اطلاعاتی است که جزئی از هزینه سرمایه است. ایسلی و اوهاروی (۲۰۰۴) ثابت کردند که کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند ریسک اطلاعاتی و ریسک غیر سیستماتیک و هزینه سرمایه را تحت تأثیر قرار دهد؛ بنابراین، داشتن یا نداشتن اطلاعات بر ریسک شرکت‌ها تأثیرگذار است. افشائیات، نبود تقارن اطلاعاتی را بین سرمایه‌گذاران آگاه و غیر آگاه و همچنین هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد. مدیران از طریق افشائیات روشن و دقیق درباره پیش‌بینی‌های سود هر سهم اطلاعات نامتقارن بین مدیران، سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران را کاهش می‌دهند؛ بنابراین، کاهش ریسک و افزایش ارزش شرکت با افزایش افشائیات اختیاری منطقی است. سود هر سهم و پیش‌بینی آن به‌منزله تحلیلی بنیادی از شرکت می‌تواند نقش بسزایی در دیدگاه سرمایه‌گذاران نسبت به کسب بازده مورد انتظار ایجاد کند (کولر و یون، ۱۹۹۷، هیلی و پالی پیو، ۲۰۰۱). کاهش اطلاعات نامتقارن مطلوب است؛ چراکه باعث کاهش ریسک پیش‌بینی‌ها می‌شود و هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد. نظریه‌های اقتصادی همچنان پیش‌بینی می‌کنند که الزام مداوم بر افشائیات ریسک اطلاعات شرکت را کاهش می‌دهد؛ بنابراین، هزینه سرمایه کاهش و ارزش شرکت افزایش می‌یابد (دایموند و ورشا، ۱۹۹۱، لویزو و ورشا، ۲۰۰۰). رجگوپالو و نکاتاجلم (۲۰۱۱) به بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و ریسک غیر سیستماتیک پرداختند و دریافته‌اند، پایین آمدن کیفیت سود با افزایش ریسک غیر سیستماتیک در بازه زمانی ۲۰۰۱-۱۹۶۲ م. رابطه دارد.

جرجیو و همکاران (۲۰۰۹) نشان دادند، ریسک غیر سیستماتیک با بازده سهام رابطه معکوس

دارد. آنچه دلیل اصلی معکوس بودن این رابطه بیان می‌شود، تأثیر افشای گزینشی اطلاعات شرکت‌هاست. این گروه نشان می‌دهند، ریسک غیر سیستماتیک با شوک‌های عایدی آتی و همچنین بازده سهام رابطه معکوس دارد. در این پژوهش رابطه‌ای بالقوه بین ریسک غیر سیستماتیک و استراتژی بنگاه‌ها در افشای اطلاعات کشف شد. شرکت‌هایی که ریسک غیر سیستماتیک بالاتری دارند، کیفیت اطلاعاتی پایین‌تری دارند و این رابطه عکس، همواره پایدار است؛ یعنی نمره افشای اطلاعات به‌طور معکوس با بازده آتی سهم ارتباط دارد. آشباق و همکاران (۲۰۰۹) نشان دادند، شرکت‌هایی که نقص عمده کنترل‌های داخلی خود را افشا می‌کنند، ریسک سیستماتیک، غیر سیستماتیک و هزینه سرمایه بالایی دارند.

فورستر، ساپ و یاغی شی (۲۰۰۹) به مطالعه پیامدهای اقتصادی پیش‌بینی سود مدیریت در سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۷ پرداختند و به‌طور خاص، آثار چندگانه ویژگی‌های پیش‌بینی‌های مدیریت (وقوع، دفعات، دقت، اعتبار و شهرت) را بر روی ریسک و ارزش شرکت بررسی کردند. ایشان در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که بین سه متغیر دقت پیش‌بینی، دفعات پیش‌بینی و اعتبار پیش‌بینی با ارزش شرکت رابطه مستقیم وجود دارد. چن و همکاران (۲۰۰۶) نشان می‌دهند، علی‌رغم رابطه‌های عکس بین ریسک غیر سیستماتیک و کیفیت گزارشگری مالی، رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و ریسک غیر سیستماتیک قوی است.

گراهام، هاروی و راج کوپال (۲۰۰۵) در پژوهشی مفاهیم اقتصادی گزارشگری مالی مدیران را بررسی کردند. ایشان دریافتند، مدیران ارشد اعتقاد دارند، افشای دقیق و معتبر اطلاعات می‌تواند ریسک اطلاعات را درباره سهام شرکت‌ها کاهش دهد. در نتیجه پیش‌بینی‌های سود از طرف مدیریت می‌تواند آثا محسوس و بلندمدتی بر کاهش ریسک سهام شرکت داشته باشد. از آنجا که سرمایه‌گذاران منطقی به‌دنبال بیشتر کردن بازده خود در سطح قابل قبولی از ریسک و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با ارزش بالاتر هستند، به معیارهایی نیاز دارند تا بتوانند عملکرد سرمایه‌گذاری خود را پیش‌بینی کنند (هرست، کونست و وین کاترمن، ۲۰۰۸).

اسدی و بیات (۱۳۹۳) رابطه پیش‌بینی سود از جانب مدیریت و محافظه‌کاری را بررسی کردند. آنان طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۰ با بررسی ۷۶ شرکت به این نتیجه رسیدند که تعداد دفعات پیش‌بینی سود و اعتبار پیش‌بینی سود با محافظه‌کاری رابطه منفی و معناداری دارد.

مشایخی و مطمئن (۱۳۹۱) نیز ریسک سیستماتیک و محافظه‌کاری مشروط را بررسی کردند. ایشان طی سال‌های ۱۳۸۰-۱۳۹۰ با بررسی ۷۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار به این نتیجه رسیدند

که میان ریسک سیستماتیک و حسابداری محافظه‌کاری مشروط، رابطه منفی وجود دارد. مشکلی و عاصر ربانی (۱۳۹۰) هم رابطه بین خطای پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی و ریسک سیستماتیک را بررسی کردند. ایشان با بررسی ۷۵ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ به این نتیجه رسیدند که رابطه مثبت و خطی بین خطای پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی وجود دارد؛ همچنین بین خطای پیش‌بینی سود و ریسک سیستماتیک رابطه‌ای مشاهده نکردند.

۳. فرضیه‌های پژوهش

بوتوسان و هریس (۲۰۰۹) دریافتند، مدیران به صورت عادی تعهد خود را نسبت به افشایات از طریق افشایات مکرر انجام می‌دهند. افزایش فراوانی افشایات می‌تواند محتوا و به‌موقع بودن اطلاعات را افزایش دهد و بر ریسک شرکت تأثیر گذار باشد. سود هر سهم و پیش‌بینی آن به‌منزله تحلیلی بنیادی از شرکت می‌تواند نقش بسزایی در دیدگاه سرمایه‌گذاران نسبت به کسب بازده مورد انتظار ایجاد کند (کولر و یون، ۱۹۹۷؛ هیلی و پالی پیو، ۲۰۰۱) و بر ریسک و ارزش شرکت تأثیر گذار باشد (دایموند و ورشا، ۱۹۹۱؛ لویزو و ورشا، ۲۰۰۰). کاهش اطلاعات نامتقارن مطلوب است؛ چراکه باعث کاهش ریسک پیش‌بینی‌ها می‌شود و هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد. بهبود افشاها و کیفیت گزارشگری مالی، نبود تقارن اطلاعاتی در زمینه عملکرد شرکت و نوسانات قیمت سهام را کاهش می‌دهد و افزایش نوسان‌های بازده سهام برای افزایش نامتقارن اطلاعاتی است که جزئی از هزینه سرمایه است. ایسلی و اوهاروی (۲۰۰۴) ثابت کردند، کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند ریسک اطلاعاتی و ریسک غیر سیستماتیک و هزینه سرمایه را تحت تأثیر قرار دهد. پاستور و ورونسی (۲۰۰۳) بیان داشتند، کیفیت ضعیف اطلاعات افشاشده از جانب مدیریت با ریسک غیر سیستماتیک رابطه دارد. در این پژوهش با توجه به اهمیت سود پیش‌بینی شده هر سهم توسط مدیریت و تأثیر آن بر ابعاد مختلف سیستم حسابداری و گزارشگری مالی و متغیرهای مهم تصمیم‌گیری از جمله ریسک شرکت، فرضیاتی به شرح زیر ارائه می‌شود:

(۱) بین دفعات پیش‌بینی سود با ریسک غیر سیستماتیک ارتباط معناداری وجود دارد.

(۲) بین دقت پیش‌بینی سود با ریسک غیر سیستماتیک رابطه معناداری وجود دارد.

۴. روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش با هدف کاربردی و از نوع توصیفی-تحلیل همبستگی است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از تحلیل ضرایب رگرسیون چند متغیره استفاده شد.

شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران جامعه آماری پژوهش را تشکیل می‌دهد. قلمرو زمانی پژوهش با در نظر گرفتن اطلاعات نزدیک به زمان پژوهش، دوره هشت ساله از سال ۱۳۸۴ تا سال ۱۳۹۱ تعیین شده است. نمونه آماری به روش حذفی و با در نظر گرفتن شرایط زیر انتخاب شد:

- ۱- برای محاسبه متغیرهای پژوهش از ابتدای سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند.
 - ۲- صورت‌های مالی و سایر داده‌های مورد نیاز آن‌ها از سال ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۱ در دسترس باشد.
 - ۳- وقفه معاملاتی بیش از شش ماه در محدوده تعیین شده نداشته باشند (به منظور سیال بودن سهام شرکت‌ها و در نتیجه قابل اتکا بودن قیمت سهم و بازده آن).
 - ۴- برای افزایش قابلیت مقایسه سال مالی شرکت منتخب، منتهی به پایان اسفند باشد.
 - ۵- شرکت برگزیده متعلق به صنایع بورسی «بانک‌ها، مؤسسات اعتباری و سایر نهادهای پولی»، «سایر واسطه‌گری‌های مالی»، «سرمایه‌گذاری‌های مالی» نباشد (به دلیل تفاوت در صورت‌های مالی و ماهیت خاص فعالیت).
- با توجه به شرایط اشاره شده در بالا، صورت‌های مالی حسابرسی شد و افشائات مربوط به پیش‌بینی سود هر سهم، ۷۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای نمونه پژوهش استفاده شد.

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از رابطه زیر استفاده شد:

$$\text{Risk} = \alpha_1 + \beta_1 \text{Mef} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Liability} + \beta_4 \text{Intangible} + \beta_5 \text{Growth} + \beta_6 \text{ROA} + \beta_7 \text{GoodNews} + \beta_8 \text{Loss} + e \quad \text{رابطه (۱)}$$

لارکر و روستیکیوس (۲۰۰۸) و فوستر، پاپ و یاغی شی (۲۰۰۹) از این مدل‌ها برای انجام پژوهش استفاده کردند. در این روابط، ریسک^۱ آن بخش از کل ریسک مجموعه اوراق بهادار است که حذف شدنی است و به علت وجود عوامل اثرگذار بر قیمت کل اوراق بهادار به وجود می‌آید. تغییرات در محیط اقتصادی، سیاسی، اجتماعی، نرخ بهره، قدرت خرید مصرف‌کننده، شرایط عمومی بازار از منابع ریسک اجتناب‌ناپذیر به شمار می‌روند و آن قسمت از تغییرات در بازده اوراق بهادار است که ارتباطی با تغییرپذیری کل بازار ندارد. این نوع ریسک منحصر به اوراق بهادار خاصی است و به عواملی، همچون ریسک تجاری، ریسک نقدینگی و ریسک مالی بستگی دارد. برای محاسبه ریسک، از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای استفاده شد:

$$R_i - R_f = \alpha_i + \beta_i(R_m - R_f) + \varepsilon_i \quad \text{رابطه (۲)}$$

R_i = بازده سهام شرکت، R_f = بازده بدون ریسک و R_m = بازده بازار از طریق رگرسیون گیری و ε_i به منزله معیار ریسک غیر سیستماتیک استخراج شده است (فورستر و همکاران، ۲۰۰۹، مشایخ و مطمئن، ۱۳۹۱). M = پیش‌بینی‌های مدیریت از سود است که شامل دو شاخصه زیر می‌شود:

دفعات پیش‌بینی: از مجموع تعداد پیش‌بینی اولیه و دفعات تجدیدنظر در پیش‌بینی سود تا پایان دوره مالی به دست می‌آید (فوستر، پاپ و یاغی شی، ۲۰۰۹). دقت پیش‌بینی: لگاریتم طبیعی توان دوم اختلاف سود (زیان) از سود (زیان) واقعی تقسیم بر توان دوم سود (زیان) پیش‌بینی شده است (گونوپولوس ۲۰۰۴).

اندازه^۱: اندازه شرکت تعیین‌کننده حجم و گستردگی فعالیت شرکت است. شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل وجود کارکردهای کنترلی بیشتر و ارتباطات بیشتر با ذی‌نفعان از ریسک کمتری برخوردارند. همچنین در شرکت‌های بزرگ، به دلیل وجود نظام‌های کنترلی و نظارتی دقیق، به کارگیری کارکنان و مدیران متخصص، پاسخگویی به طیف گسترده‌ای از سرمایه‌گذاران، بستانکاران، از جمله دلایل دقت بیشتر در پیش‌بینی سود است (فورستر، ساپ و یاغی شی، ۲۰۰۹). با توجه به شرایط تورمی و تاریخی بودن ارقام دارایی‌ها از لگاریتم ارزش بازار سهام عادی به منزله متغیر اندازه شرکت استفاده شده است. اهرم مالی^۲: هر اندازه درجه اهرم مالی بزرگ‌تر باشد، درجه ریسک مالی بیشتر می‌شود؛ زیرا اگر درجه اهرم مالی زیاد باشد با کاهش نسبتاً اندک در رقم سود قبل از بهره و مالیات، ممکن است سود هر سهم منفی شود (فورستر، ساپ و یاغی شی، ۲۰۰۹). نسبت دارایی‌های نامشهود^۳: این متغیر درجه نبود تقارن اطلاعاتی را نشان می‌دهد؛ هر قدر دارایی نامشهود افزایش یابد می‌تواند نشان‌دهنده وجود سرمایه فکری بیشتر باشد که در نتیجه، این دارایی‌ها را سرمایه‌گذاران سخت‌تر ارزش‌گذاری می‌کنند (لارکر و روستیکوس، ۲۰۰۸) رشد^۴: شرکت‌هایی که رشد غیر عادی دارند، معمولاً پیش‌بینی‌های بدبینانه‌ای دارند. فورستر، ساپ و یاغی شی (۲۰۰۹) بیان می‌کنند که این متغیر چشم‌اندازی از آینده شرکت را به دست می‌دهد و شرکت‌هایی که به سرعت در حال رشد هستند، نامتقارنی اطلاعاتی بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند. رشد شرکت از تفاوت فروش سال جاری و فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل محاسبه می‌شود. ROA: در کل انتظار می‌رود، در شرکت‌هایی که این نسبت بالاتر است عملکرد

1. Size

2. liability

3. Intangible

4. Growth

بررسی تأثیر پیش‌بینی سود از جانب مدیریت بر ریسک غیر سیستماتیک _____ ۱۲۹

بهرتر و در نتیجه ریسک وجود داشته باشد (فورستر، ساپ و یاغی شی، ۲۰۰۹). این نسبت به صورت سود عملیاتی تقسیم بر کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود. خبرهای مثبت^۱: با در نظر گرفتن خبر مثبت به منزله متغیر مجازی، این متغیر ارزش ۱ می‌گیرد. البته اگر اختلاف سود پیش‌بینی شده سال جاری با سود واقعی سال قبل مثبت باشد، در غیر این صورت صفر می‌شود. انتظار می‌رود، شرکت‌هایی که رشد سود مثبت دارند ریسک کمتری داشته باشند (اسکینر، ۱۹۹۴): Loss: این متغیر نیز به منزله متغیر مجازی، ارزش ۱ می‌گیرد، البته اگر شرکت در طول دوازده ماه گذشته، زیان گزارش کرده باشد، در غیر این صورت صفر. انتظار می‌رود، شرکت‌هایی که به تازگی زیان گزارش کرده‌اند در معرض ریسک بیشتری قرار داشته باشند (آجینکیا و همکاران، ۲۰۰۵).

۵. یافته‌های پژوهش

۵-۱. شاخص‌های توصیفی متغیرها

به منظور شناخت بهتر ماهیت جامعه پژوهش و آشنایی بیشتر با متغیرهای پژوهش، قبل از تجزیه و تحلیل داده‌های آماری، لازم است این داده‌ها توصیف شود.

جدول ۱: شاخص‌های توصیفی متغیرها

متغیرها	میانگین	میان	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	حداقل	حداکثر
اهرم مالی	۰/۶۲	۰/۶۳	۱۷/۲۸۵	۰/۰۹۱	۰/۶۸۱	۱	۱/۳۱
رشد	۱۸/۳۹	۱۵/۰۲	۳۴/۳۸۶۹	۲/۳۶۱	۱۴/۳۹۵	-۶۹/۳۹	۲۹۷/۴۹
نسبت دارایی	۰/۰۰۴	/۰۰۰۴	۰/۰۰۷۷۱	۵/۲۶۴	۵۰/۶۷۹	۰	۱
زیان	۰/۰۴۹	۰	۰/۲۱۶۲۶	۴/۱۹۰	۱۵/۶۲۹	۰	۱
بازده دارایی	۱۴/۴۰	۱۳/۰۴۵	۱۱/۶۶۱۱۲	۰/۴۳۰	۱/۹۶۱	-۳۲/۷۴	۶۲/۷۴
اندازه	۲۶/۹۱	۲۶/۸۴۷۳	۱/۳۷۷۰۶	۰/۴۵۰	۰/۱۸۳	۲۳/۷۳	۳۱/۳۳
خبر مثبت	۰/۶۰	۱	۰/۴۸۸۳۶	-۰/۴۵۲	-۱/۸۰۴	۰	۱
دفعات پیش‌بینی	۲/۹۴	۳	۱/۲۸۷۴۴۹۸	۰/۵۳۷	۰/۳۹۰	۱	۸
دقت پیش‌بینی	-۲/۸۲	-۲/۵۸	۲/۶۵۷۴۸	-۰/۴۱۰	۲/۴۴۹	-۱۳/۹۸	۷/۹۴
ریسک غیر سیستماتیک	-۰/۱۷۲	-۰/۲۴۲	۰/۷۲۴	۰/۱۱۸	-۰/۲۰۹	۲/۲۸	۸/۲۲

جدول ۱ حاوی شاخص‌هایی برای توصیف متغیرهای پژوهش است. ستون اول میانگین داده‌هاست که در صورت منظم کردن داده‌ها روی یک محور دقیقاً در نقطه تعاملی با مرکز ثقل توزیع قرار می‌گیرد. انحراف معیار و واریانس پراکندگی داده‌ها را نشان می‌دهند. چولگی

1. Good news

۱۳۰. بررسی تأثیر پیش‌بینی سود از جانب مدیریت بر ریسک غیر سیستماتیک

نامتقارنی توزیع را نسبت به یک شاخص معین بیان می‌کند. در نهایت، شاخص سنجش پراکندگی جامعه نسبت به توزیع نرمال آن ضریب کشیدگی نام دارد.

۲-۵. بررسی نرمال بودن

یکی از مهم‌ترین فرضیه‌های رگرسیونی، نرمال بودن باقیمانده‌های مدل است. آزمون کولموگروف-اسمیرنوف روش ناپارامتری ساده‌ای برای تعیین همگونی اطلاعات تجربی با توزیع‌های آماری منتخب است.

جدول ۲: بررسی نرمال بودن داده‌ها

شاخص‌ها	ریسک غیر سیستماتیک
میانگین	-۰/۱۷۲
انحراف معیار	۰/۷۲۴
قدر مطلق بیشترین انحراف معیار	۰/۰۵۵
بیشترین انحراف مثبت	۰/۰۵۶
بیشترین انحراف منفی	-۰/۰۳۴
کولموگروف-اسمیرنوف	۱/۱۴۷
سطح معناداری	۰/۰۵۴

بر اساس مقادیر ارائه شده در جدول فوق از آنجایی که مقادیر سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد است، بنابراین، فرض صفر، یعنی نرمال بودن متغیرهای وابسته تأیید می‌شود.

۳-۵. نتایج آزمون فرضیه‌ها

بین دفعات پیش‌بینی سود مدیریت با ریسک غیر سیستماتیک ارتباط معناداری وجود دارد. مطابق جدول ۳ مشاهده می‌شود، بین تعداد دفعات پیش‌بینی سود از سوی مدیریت با ریسک غیر سیستماتیک رابطه منفی و معنادار وجود دارد. به گفتار دیگر، با افزایش تعداد دفعات پیش‌بینی سود ریسک غیر سیستماتیک کاهش می‌یابد. همان‌طور که مشاهده می‌شود، از بین متغیرهای کنترلی، اندازه و رشد شرکت رابطه منفی و معناداری با ریسک غیر سیستماتیک دارند (شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل ارتباطات بیشتر با ذی‌نفعان و وجود کارکردهای کنترلی بیشتر از ریسک کمتری برخوردارند). ضریب تعیین تعدیل شده محاسبه شده عدد ۰/۱۱ را نشان می‌دهد. این عدد حاکی از این است که حدوداً ۱۱ درصد تغییرات متغیر ریسک غیر سیستماتیک را متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی پوشش داده و تبیین می‌کند. طبق جدول فوق مقدار آماره دوربین-واتسون ۱/۷۰۰ است؛ این عدد نشان می‌دهد که بین داده‌ها خودهمبستگی وجود ندارد و خطاها از یکدیگر مستقل هستند.

جدول ۳: نتایج آزمون فرضیه اول

سطح معناداری	آماره تی	ضرایب		مدل
		خطای استاندارد	بتا	
۰/۰۰۰	۴/۳۰۶	۰/۶۸۸	۲/۹۶۳	عرض از مبدأ
۰/۰۰۰	-۴/۱۶۵	۰/۰۲۸	-۰/۱۱۵	دفعات پیش‌بینی
۰/۰۰۰	-۵/۰۳۹	۰/۰۲۶	-۰/۱۳۲	اندازه
۰/۴۲۸	۰/۷۹۳	۴/۳۳۳	۳/۴۳۶	نسبت دارایی نامشهود
۰/۶۳۹	۰/۴۷۰	۰/۲۵۶	۰/۱۲۰	اهرم مالی
۰/۰۳۵	-۲/۱۱۵	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۲	رشد
۰/۸۵۰	-۰/۱۸۹	۰/۰۰۴	-۰/۰۰۰۷	بازده دارایی
۰/۱۹۶	-۱/۲۹۴	۰/۰۶۹	-۰/۸۹	خبر مثبت
۰/۰۳۹	۲/۰۷۱	۰/۱۷۲	۰/۳۵۶	زیان
			۰/۱۱	ضریب تعیین
			۷/۵۹۹	آماره اف
	۱/۷۱	دوربین-واتسون	۰/۰۰۰	معناداری

فرضیه دوم: بین دقت پیش‌بینی سود هر سهم و ریسک غیر سیستماتیک ارتباط معناداری وجود دارد.

جدول ۴: نتایج آزمون فرضیه دوم

سطح معناداری	آماره تی	ضرایب		مدل
		خطای استاندارد	بتا	
۰/۰۰۰	۴/۸۲۹	۰/۶۸۹	۳/۳۲۷	عرض از مبدأ
۰/۰۰۱	۳/۴۵۶	۰/۰۱۴	۰/۰۴۷	دقت پیش‌بینی
۰/۰۰۰	-۴/۸۹۰	۰/۰۲۶	-۰/۱۲۹	اندازه
۰/۲۳۹	۱/۱۸۰	۴/۳۴۳	۵/۱۲۴	نسبت دارایی
۰/۹۲۴	۰/۰۹۶	۰/۲۵۶	۰/۰۲۵	اهرم مالی
۰/۰۲۱	۲/۳۰۹	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۲	رشد
۰/۳۱۸	۰/۹۹۹	۰/۰۰۴	۰/۰۰۴	بازده دارایی
۰/۲۰۷	-۱/۲۶۳	۰/۰۶۹	-۰/۰۸۷	خبر مثبت
۰/۰۹۹	۱/۶۵۲	۰/۱۷۸	۰/۲۹۴	زیان
			۰/۱۱۶	ضریب تعیین
			۶/۵۸	آماره اف
	۱/۶۷	دوربین-واتسون	۰/۰۰۰	معناداری

ضریب رگرسیون برای دقت پیش‌بینی مطابق جدول فوق برابر ۰/۰۴۷ است؛ بنابراین، با افزایش دقت پیش‌بینی سود ریسک غیر سیستماتیک کاهش می‌یابد. از بین متغیرهای کنترلی اندازه و رشد شرکت‌ها با ریسک غیر سیستماتیک رابطه منفی و معناداری دارد. ضریب تعیین تعدیل شده محاسبه شده عدد ۰/۱۱ را نشان می‌دهد؛ این عدد حاکی از این است که حدوداً ۱۱ درصد تغییرات متغیر ریسک غیر سیستماتیک را متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی پوشش داده و تبیین می‌کند. مقدار آماره دورین-واتسون، طبق جدول فوق ۱/۶۷ است؛ این عدد نشان می‌دهد که بین داده‌ها خودهمبستگی وجود ندارد و خطاها از یکدیگر مستقل هستند.

۶. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در جمع‌بندی و نتیجه‌گیری کلی آزمون فرضیه‌های پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار متغیر مستقل پیش‌بینی سود مدیریت با ریسک غیر سیستماتیک شرکت‌ها در دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۱ می‌توان عنوان کرد که متغیر دقت و دفعات پیش‌بینی سود از طرف مدیریت رابطه خطی معناداری با ریسک غیر سیستماتیک شرکت دارد؛ به عبارت دیگر، با افزایش دقت پیش‌بینی سود از جانب مدیریت، ریسک غیر سیستماتیک شرکت کاهش می‌یابد. فورستر، ساپ و یاغی شی (۲۰۰۹) در پژوهش خود به این نتیجه رسید که بین سه متغیر دقت پیش‌بینی، دفعات پیش‌بینی و اعتبار پیش‌بینی با ریسک غیر سیستماتیک شرکت رابطه مستقیم وجود دارد. البته در جامعه پژوهش وی، افشای سود به صورت اختیاری مطرح بوده است. در بررسی تأثیر پیش‌بینی سود از جانب مدیریت و ریسک شرکت، سطح معناداری ضرایب در مورد متغیر مستقل کمتر از پنج درصد است. ادعای محقق مبنی بر وجود ارتباط بین ریسک غیر سیستماتیک و پیش‌بینی سود مدیریت در سطح اطمینان ۰/۹۵ پذیرفته می‌شود. در واقع، پیش‌بینی‌های مدیریت می‌تواند تغییراتی در ریسک بازار به وجود آورد. افشائات، نامتقارنی اطلاعات را بین سرمایه‌گذاران آگاه و غیر آگاه کاهش می‌دهد، همچنین باعث کاهش هزینه سرمایه نیز می‌شود. مدیران از طریق افشائات روشن و دقیق درباره پیش‌بینی‌های سود هر سهم، اطلاعات نامتقارن بین مدیران، سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران را کاهش می‌دهند. بنابراین، کاهش ریسک و افزایش ارزش شرکت با افزایش افشائات اختیاری منطقی به نظر می‌رسد. این یافته منطبق بر یافته آشباق و همکاران (۲۰۰۹) و فورستر، ساپ و یاغی شی (۲۰۰۹) و برخلاف یافته مشکلی و عاصی ربانی (۱۳۹۰) است.

پیشنهادها: با توجه به وجود تردید به پیش‌بینی‌های مدیریت از سود و نبود کارکردی برای برطرف کردن این ابهام پیشنهاد می‌شود، سازمان بورس نسبت به ایجاد سطوحی از تحلیل‌گران مالی اقدام

کند تا این افراد پیش‌بینی مدیریت از سود را ارزیابی کنند و پیش‌بینی جدید به بازار ارائه دهند. با توجه به حساسیت بازار به کیفیت سود شرکت‌های کوچک، پیشنهاد می‌شود، متولیان بازار سرمایه بر چگونگی پیش‌بینی‌های سود در این شرکت‌ها نظارت بیشتری داشته باشند. همچنین، پیشنهاد می‌شود، متولیان بازار سرمایه، ترتیبی اتخاذ کنند که میزان انحراف در پیش‌بینی سود نسبت به سود واقعی هر شرکت به همراه دلایل انحراف‌ها به‌طور ادواری از طریق اطلاعیه‌هایی به اطلاع سرمایه‌گذاران برسد.

برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود: پژوهش فوق با اضافه کردن سایر متغیرهای مؤثر و تعداد مشاهده‌های بیشتر در سال‌های آتی دوباره بررسی شود.

برخی از زمینه‌های پژوهش که می‌تواند موجب تعمیق شناخت و تقویت ادبیات مربوط به افشای مدیران شود، به شرح زیر است:

الف) میزان واکنش سرمایه‌گذاران در زمان اعلام سود واقعی در مواردی که سود واقعی با سود پیش‌بینی شده اختلاف دارد.

ب) بررسی ارتباط بین پیش‌بینی‌های مدیریت از سود با ارزش و ریسک شرکت‌ها در سطح صنایع مختلف.

ج) تأثیر عوامل کلان اقتصادی، نظیر تولید ناخالص داخلی، تورم و... بر پیش‌بینی‌های مدیریت از سود. در فرایند انجام پژوهش علمی، مجموعه شرایط و مواردی وجود دارد که خارج از کنترل محقق است ولی به‌طور بالقوه می‌تواند نتایج پژوهش را تحت تأثیر قرار دهد. مهمترین این محدودیت‌ها در اجرای این پژوهش به شرح زیر است:

نخست: محدودیت امکان تأثیر متغیرهایی که کنترل آن‌ها خارج از دسترس محقق است. متغیرهایی مانند تغییر مقررات دولتی، جابجایی مدیران، ضعف در سیستم بودجه‌ریزی و ...

دوم: ویژگی‌های متفاوت شرکت‌ها می‌تواند بر نتایج پژوهش‌ها مؤثر باشد. ویژگی‌هایی نظیر رشته‌های مختلف صنعت، نوع مالکیت، ترکیب سهامداران، میزان شناور بودن سهام و ... بنابراین، تسری یافته‌ها باید با احتیاط و با در نظر گرفتن موارد اختلاف باشد.

منابع و مأخذ

۱. اسدی، غیبات، م. (۱۳۹۳). «تأثیر محافظه‌کاری بر پیش‌بینی‌های مدیریت از سود». بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۱، ۱۹-۳۸.
۲. سینایی، ح؛ سلگی، م؛ محمدی، ک. (۱۳۹۰). «تأثیر فرصت‌های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت». پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره چهارم، ۸۷-۱۰۲.
۳. عبده تبریزی، ح. (۱۳۷۷). «مجموعه مقالات مالی و سرمایه‌گذاری». تهران، نشر آگه پائیز.
۴. مشایخ، شوشهرخی، س. (۱۳۸۶). «بررسی دقت پیش‌بینی سود توسط مدیران و عوامل مؤثر بر آن». بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۸۲، ۶۵-۸۲.
۵. مشایخی، ب؛ مطمئن، م. (۱۳۹۱). «ریسک سیستماتیک و محافظه‌کاری مشروط». تحقیقات مالی، ۱۵ (۱)، ۱۰۹-۱۲۸.
۶. مشکئی، موعاصی ربانی، م. (۱۳۹۰). «بررسی رابطه بین خطای پیش‌بینی سود مدیریت و بازده غیرعادی و ریسک سیستماتیک شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار». بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۶، ۵۳-۶۸.
7. Ajinkya, B., S. Bhojraj, and P. Sengupta. (2005). The association between outside directors, institutional investors and properties of management earningsforecasts . *Journal of Accounting Research*, 43:343-376.
8. Anilowski, C., M. Feng, and D. J. Skinner. (2007). Does earnings guidance affect market returns? The nature of information content of aggregate earnings guidance . *Journal of Accounting and Economics*, 44: 36-63
9. Ashbaugh-Skaife H., D. W. Collins, W. R. Kinney, and R. Lafond. (2009). The effect of SOX internal control deficiencies on firm risk and cost of equity *Journal of Accounting Research*, 47: 1-43
10. Baginski, S., Hassell, J., & Kimbrough, M. (2002). The Effect of Legal Environment on Voluntary Disclosure: Evidence from Management Earnings Forecasts Issued in U.S. and Canadian Markets . *The Accounting Review*, 77, 25-50.
11. Chan, K. & Chan, L. & Jegadeesh, N. & Lakonishok, J. (2006). Earnings quality and Stock Returns . *Journal of business*, forthcoming,
12. Collier, M., and T. L. Yohn. (1997). Management Forecasts and Information Asymmetry: An Examination of Bid-Ask Spreads *Journal*

of Accounting Research, 35: 181-191.

13. Durnev, A., E. H. Kim. (2005). to steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation . *The Journal of Finance* 60: 1461° 1493.
14. Diamond, D. W., and R. E. Verrecchia. (1991). Disclosure, liquidity and the cost of capital *The Journal of Finance*, 46: 1325-1359.
15. Easley, D., O Hara, M. (2004). Information and the cost of capital . *Journal of Finance*, 69, 1553° 1583.
16. Francis, J., D. Nanda and P. Olsson. (2008). voluntary disclosure, earnings quality and cost of capital . *Journal of Accounting Research*, 46: 53-99.
17. Gounopoulos, D. (2004). Accuracy of Management Earnings Forecasts in IPO Prospectuses: Evidence From Athens Stock Exchange . *Working Paper*, University of Surrey: United Kingdom
18. Graham, J., C. Harvey and S. Rajgopal. (2005). The economic implications of corporate financial reporting *Journal of Accounting and Economics*, 40: 3-73
19. George, J. & Jiang, D. & Xu, Tong, Y. (2009). The Information Content of Idiosyncratic Volatility *Journal of financial and quantitative analysis*, vol. 44, Pp, 1-28.
20. Hassell, J., Jennings, R., Lasser, D. (1988). Management earning forecast: Their usefulness as a source of firm specific information to security analysts . *Journal of financial research*, 11(4): 303-319.
21. Healy, P. and K. Palepu. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature . *Journal of Accounting and Economics*, 31: 405-440.
22. Hirst, E., L. Koonce, and S. Venkataraman. (2008). Management earnings forecasts: A review and framework . *Accounting Horizon*, 22: 1055-1087.
23. Jensen, M., Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure . *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
24. Ferreira, M. and P. Laux, 2007. Corporate governance, idiosyncratic risk and information flow *The Journal of Finance*, 62: 951-989.
25. Francis, J. & Lafond, R. & Olsson, p. & Schipper, K. (2005). The Market Pricing of Accruals Quality *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39: pp, 295-327.
26. Lambert, R., C. Leuz and R. Verrecchia. (2007). Accounting information, disclosure and the cost of capital *Journal of Accounting*

Research, 45: 385-420.

27. Leuz, C. and R. Verrecchia. (2000). The economic consequences of increased disclosure . *Journal of Accounting Research*, 38: 91-124.
28. O Hara, M., (2003). Residential address: liquidity and price discovery . *Journal of Finance*, 58, 1335° 1354.
29. Pastor, L., Veronesi, P. (2003). Stock valuation and learning about profitability *Journal of Finance*, 58, 1749° 1789.
30. King, R., G. Pownall and G. Waymire. (1990). Expectations adjustment via timely earnings forecast disclosure: Review, synthesis, and suggestions for future research . *Journal of Accounting Literature*, 9: 113-144.
31. Rajgopal, S, Mohan, v. (2011). Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility . *Journal of Accounting and Economics*, (5) pp 1° 20.
32. Rogers, J. L., D. J. Skinner and A. V. Buskirk. (2009). Earnings guidance and market uncertainty . *Journal of Accounting and Economics*, forthcoming.
33. Skinner, D. (1994). Why firms voluntarily disclose bad news *Journal of Accounting Research*, 32: 38-60.
34. Stephen R. Foerster, Stephen G. Sapp, Yaqi Shi. (2009). The Impact of Management Earnings Forecasts on Firm Risk and Firm Value . *Working paper*, Dicecenter (Available at SSRN: <http://ssrn.com/>)



پرویشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی