



## تأثیر فشارهای قیمتی سهام بر پیش‌بینی‌های سود مدیریت

فرهاد شرفی<sup>۱</sup>

شادی شاهوردیانی<sup>۲</sup>

زهره حاجیها<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۱/۲۰

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۹/۱۲

### چکیده

کیفیت پیش‌بینی‌ها سود مدیریت، بسیار بالاتر از پیش‌بینی‌هایی است که توسط افراد خارج از سازمان انجام می‌شود. زیرا مدیریت اطلاعات بیشتری در خصوص وضعیت شرکت دارد، از طرح‌های جاری شرکت آگاه است و به جزئیات اطلاعات مالی از دوره‌های قبل دسترسی دارد. به علاوه، اغلب منابع قابل ملاحظه‌ای را به پیش‌بینی‌های مالی اختصاص می‌دهد. مسئله اصلی این است که آیا فشار قیمتی سهام بر کیفیت پیش‌بینی سود مدیران اثرگذار است؟ از اینرو، هدف اصلی این تحقیق بررسی تأثیر فشار قیمتی سهام بر پیش‌بینی‌های سود مدیریت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. معیار اندازه‌گیری پیش‌بینی سود مدیران؛ سود پیش‌بینی شده هر سهم، خطای پیش‌بینی سود مدیران و پیش‌بینی تهاجمی سود مدیران است. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از مدل رگرسیون خطی چندگانه استفاده گردیده است. نتیجه بررسی ۱۴۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۵ حاکی از آن است که فشار قیمتی سهام بر پیش‌بینی سود مدیریت اثر منفی دارد. به علاوه، شواهد پژوهش نشان داد که فشار قیمتی سهام بر خطای پیش‌بینی سود مدیران اثر مثبت دارد. همچنین نتایج پژوهش نشان داد که فشار قیمتی سهام بر پیش‌بینی تهاجمی سود مدیران اثر مثبت داشته است. این نتایج مبین اهمیت و اثربخشی فشارهای قیمتی سهام در پیش‌بینی‌های سود مدیریت است.

**واژه‌های کلیدی:** پیش‌بینی سود مدیریت، فشار قیمتی سهام، خطای پیش‌بینی سود مدیریت، پیش‌بینی سود تهاجمی.

۱- کارشناس ارشد حسابداری دانشکده مدیریت و اقتصاد، واحد علوم تحقیقات دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. sharafi.farhad@gmail.com

۲- استادیار گروه مدیریت مالی واحد شهرقدس دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول) shshahverdiani@gmail.com

۳- استاد گروه حسابداری واحد تهران شرق، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. drzhajha@gmail.com

## ۱- مقدمه

یکی از اهداف حسابداری و تهیه صورت‌های مالی، ارائه اطلاعات سودمند برای تصمیم‌گیری است. در بیانیه ۴ هیئت اصول حسابداری، یکی از اهداف عمومی صورت‌های مالی، فراهم کردن اطلاعات به منظور کمک به پیش‌بینی سود آتی واحد تجاری ذکر شده است. سود یکی از اقلام مهم و اصلی صورت‌های مالی است که توجه استفاده‌کنندگان اصلی صورت‌های مالی را به خود جلب می‌کند. پیش‌بینی این ارقام توسط مدیران واحد تجاری، به سرمایه‌گذاران کمک شایانی در تصمیم‌گیری‌های خرید و فروش سهام می‌کند. از طرفی، وجود پدیده عدم اطمینان در بازار و نبود اطلاعات باعث می‌شود مدیران نسبت به آینده با تردید نگاه کرده و میل کمتری به پیش‌بینی سود و افشای آن داشته باشند (شباهنگ، ۱۳۸۰). مدیران به اطلاعات علاوه بر صورت‌های مالی دسترسی دارند که برای شرکت محرمانه تلقی می‌شود. سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی شرکت‌ها علاوه بر اطلاعات تاریخی، به اطلاعاتی درباره آینده واحدهای تجاری نیز نیاز دارند. یکی از اطلاعات، پیش‌بینی سود مدیریت است که به صورت خاص مورد توجه است و موجب ایجاد تغییراتی در رفتار سرمایه‌گذاران و بازار سهام می‌شود (مک‌کینسی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶؛ دلویت<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹).

عدم اطمینان پیش‌بینی‌ها، اجتناب‌ناپذیر است و این عدم اطمینان از تنوع عناصر تشکیل‌دهنده‌ای سرچشمه می‌گیرد که خود نامطمئن هستند. ولی این قضیه به معنای بی‌ارزش بودن پیش‌بینی‌ها نیست. کنترل بودجه‌ای بر ضرورت پیش‌بینی دلالت می‌کند. همانطور که تصمیم‌های مدیریت در مورد سطح تولید، توسعه تولید، ... انجام می‌شود، پیش‌بینی‌ها برای تصمیم‌گیری‌های بهتر، اهمیت فوق‌العاده‌ای خواهد داشت (گراهام<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۰۵).

کیفیت پیش‌بینی‌ها سود مدیریت، بسیار بالاتر از پیش‌بینی‌هایی است که توسط افراد خارج از سازمان انجام می‌شود زیرا مدیریت اطلاعات بیشتری در خصوص وضعیت شرکت دارد، از طرح‌های جاری

شرکت آگاه است و به جزئیات اطلاعات مالی از دوره‌های قبل دسترسی دارد. به علاوه، اغلب منابع قابل ملاحظه‌ای را به پیش‌بینی‌های مالی اختصاص می‌دهد. مسئله اصلی این نیست که آیا پیش‌بینی‌ها به طور کارا قابل اتکا هستند یا خیر، بلکه این مسئله حائز اهمیت است که آیا استفاده‌کنندگان گزارش‌های مالی، این گزارش‌های همراه با پیش‌بینی را سودمندتر می‌بینند یا خیر.

از آنجایی که سرمایه‌گذاری‌ها با توجه به انتظار از سودآوری عملیات آتی انجام می‌گیرد، افشای پیش‌بینی‌های عملیات آتی، اطلاعات اساسی مورد نیاز سرمایه‌گذاران را برآورده خواهد کرد. افشای پیش‌بینی‌های واحد تجاری، دانش مدیریت را از عملیات شرکت و نظر او را از دورنمای آتی چنین عملیاتی برای سرمایه‌گذاران مشخص می‌کند. از آنجایی که اطلاعات در مورد آینده واحد تجاری برای همگان افشا نمی‌شود، ممکن است چنین پنداشته شود که اطلاعات به فوریت در قیمت سهام منعکس نشده است. با انتشار پیش‌بینی‌های مدیران، قیمت سهام به طور کاراتری به آن واکنش نشان می‌دهد (بروکمن<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۰). پاتل<sup>۵</sup> (۱۹۷۶) واکنش قیمت‌های سهام را به افشای اختیاری پیش‌بینی‌های سود سالانه هر سهم بررسی نمود. نتایج پژوهش وی نشان داد، واکنش قیمت سهام به طور متوسط در هفته افشای پیش‌بینی وجود دارد. افشای پیش‌بینی مدیران برای سرمایه‌گذاران، مبنای بهتری از ارزیابی عملکرد مدیران را فراهم خواهد آورد (لو و وانگ<sup>۶</sup>، ۲۰۱۴).

پیش‌بینی‌های سود مدیریت به رغم محاسن موجود، با مشکلاتی همراه است. از جمله اینکه خود مدیران بیشترین فایده را از میزان سود شرکت‌ها می‌برند. سود بالا، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد و سپس افزایش پاداش مدیران می‌شود. در نتیجه این احتمال وجود دارد که مدیریت به طور جانبدارانه به پیش‌بینی پرداخته و با اعمال مدیریت، سود را بیش از واقع بیان کند. همچنین، مدیریت ممکن است خود را متعهد به تحقق پیش‌بینی‌ها بداند و برای رسیدن

این باورند که واحد تجاری، داوطلبانه تمام اطلاعاتی را افشا می‌کنند که برای عملکرد بهینه بازار سرمایه ضرورت دارد. به نظر این گروه، افشا نکردن برخی اطلاعات به این دلیل است که یا برای سرمایه‌گذاران نامربوط محسوب شده یا از منابع دیگری دریافت می‌شود. افشای پیش‌بینی‌های شرکت (سود یا جریان نقدی) از جمله اطلاعات اضافی است که به دلیل مزایای زیر برای سرمایه‌گذاران افشا می‌شود:

مهمترین مزیت افشای پیش‌بینی سود این است که آن می‌تواند اطلاعات اساسی و مورد نیاز سرمایه‌گذاران را فراهم کند. همچنین می‌تواند دانش مدیران و سهامداران را درباره عملیات شرکت افزایش داده و اطلاعاتی درباره چشم‌انداز آتی عملکرد شرکت فراهم کند. به علاوه، افشای اطلاعات پیش‌بینی سود مدیریت به دلیل محتوای اطلاعاتی که دارند می‌تواند قیمت‌های بازار سهام را به طور کاراتری ارزش‌گذاری کنند (بروکمن و همکاران، ۲۰۱۰).

برخی دیگر از پژوهش‌گران حسابداری بر این باورند که شرکت‌های سهامی تنها در صورت الزام از طرف حرفه حسابداری یا نهادهای دولتی و قانونی، اطلاعات اضافی را افشا می‌کنند. بنابراین، دلایل زیر، افشای پیش‌بینی‌های واحد تجاری را صحیح نمی‌دانند (آمیرام<sup>۷</sup> و همکاران، ۲۰۱۴):

(۱) پیش‌بینی‌ها با عدم اطمینان همراه هستند و می‌توانند سرمایه‌گذاران را گمراه سازند.

(۲) مدیریت ممکن است پیش‌بینی‌ها را با دقت تهیه نکند و در نتیجه اطلاعات نادرست، سرمایه‌گذاران متضرر شوند.

(۳) افشای پیش‌بینی به نفع رقبا و به زیان واحد تجاری و در نتیجه سهامداران است. منتقدان در پاسخ به مسئله پیش‌گفته با دلایل محکم و واضح به رد دیدگاه عدم افشای اطلاعات اضافی پرداختند.

در حالی که مدیران دلایل مختلفی برای افشای پیش‌بینی سود دارند، اغلب یکی از موارد مطرح شده مربوط به اصطلاح (تعديل) ارزیابی سرمایه‌گذاران از چشم‌اندازهای عملیات آتی شرکت است. گراهام و

به این مقصود، تصمیم‌های کوتاه‌مدتی را اتخاذ نماید که به منفعت کلی سهامداران نباشد. عدم توفیق واحدهای تجاری در تحقق پیش‌بینی‌ها می‌تواند موجب نارضایتی سهامداران شود (صالحی و همکاران، ۱۳۹۳).

به نظر می‌رسد وجود دیدگاه‌های متضاد می‌تواند توجیه‌کننده تحقیقات آتی بیشتر درباره دلایل پیش‌بینی سود توسط مدیران باشد. برای بینش جدید درباره این موضوع، این پژوهش به بررسی پیش‌بینی‌های سود مدیریت در طول فشارهای قیمتی می‌پردازد. تمرکز این پژوهش بر این مسئله اصلی است که آیا فشارهای قیمتی سهام بر پیش‌بینی‌های سود مدیریت اثرگذار است یا خیر؟

در ادامه ساختار مقاله به این شکل است که در بخش دوم به بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش پرداخته شده است. در بخش سوم، به ارائه فرضیه‌های پژوهش پرداخته شد. در بخش چهارم به توصیف روش شناسی تحقیق پرداخته می‌شود. این بخش خود شامل، نوع تحقیق، جامعه و نمونه آماری و مدل و متغیرهای تحقیق است. در بخش پنجم به تجزیه و تحلیل داده‌ها و بیان یافته‌های پژوهش پرداخته شده است. این بخش خود شامل دو قسمت آمار توصیفی و آمار استنباطی است. در انتهای مقاله نیز بحث و نتیجه‌گیری تحقیق ارائه شده است.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه تحقیق

هیئت استانداردهای حسابداری مالی در بیانیه شماره (۱) بیان می‌کند: "مدیریت در مقایسه با بستانکاران، سرمایه‌گذاران و سایر افراد خارج از سازمان، اطلاعات بیشتری درباره واحد تجاری دارد و اغلب می‌تواند از طریق شناسایی رویدادهای مالی مشخص، سایر رویدادها و شرایطی که بر شرکت اثر می‌گذارد، به فایده اطلاعات مالی بیافزاید و درباره‌ی اثر مالی این رویدادها توضیح دهد. گذشته از این، اغلب در گزارش‌های مالی، اطلاعاتی داده می‌شود که به قضاوت و برآورد مدیریت بستگی دارد یا تحت تأثیر آنها قرار دارد." بسیاری از صاحب‌نظران حسابداری بر

افشا نماید و بر قیمت بازار سهام شرکت اثرگذار باشد (کوهن<sup>۱۰</sup> و همکاران، ۲۰۱۸).

بوزانیک<sup>۱۱</sup> و همکاران (۲۰۱۸) واکنش های قیمت سهام را به پیش بینی سود مدیران بررسی کردند و نشان دادند که واکنش قیمت بازار سهام به طور متوسط در هفته افشای پیش بینی وجود دارد. محققان همچنین بر رویه فراهم سازی پیش بینی های سود مدیران انتقاد دارند. آنها شواهدی را از استفاده فرصت طلبانه از پیش بینی های سود مدیران، از جمله افشای پیش بینی ها برای مدیریت انتظارات تحلیل گران ارائه کردند (ماتسوموتو<sup>۱۲</sup>، ۲۰۰۲).

نکته اصلی این است که مدیران در هنگام مواجهه با فشار قیمتی سهام، در پیش بینی سود چگونه عمل خواهند کرد. اسکولز<sup>۱۳</sup> (۱۹۷۲) فرضیه فشار قیمت را به عنوان جایگزین فرضیه بازار سرمایه کامل پیشنهاد داد. طبق این فرضیه، افزایش عرضه سهام باعث کاهش موقتی قیمت سهام می شود. عدم تعادل ناگهانی بین عرضه و تقاضای سهام شاید باعث شود که به طور موقت قیمت اوراق بهادار از سطح تعادلی خارج شود و بازده های موقتی ایجاد شود و مطالعات باید معکوس شدن روند پیشروی قیمت را نشان دهد. زیرا از نظر آسکوئیت و مولینز (۱۹۸۶)، منحنی تقاضای سهام هر شرکتی دارای شیب نزولی است و این بدان معنی است که هر شرکتی سهام منحصر به فرد خود را دارد و جانشین نزدیکی برای آن نمی توان یافت. در بورس اوراق بهادار تهران، بسیاری از مبادله گران جز در بازار سرمایه از تغییر قیمت برای تصمیم های آنی و کوتاه مدت خود چشم پوشی نمی کنند و تغییر قیمت را حاصل اخبار و اطلاعاتی می دانند که ممکن است به آگاهی آنها نرسیده باشد. عوامل مختلفی را می توان بر شمرد که بر نحوه رفتار سرمایه گذاران و همچنین نحوه رفتار شرکت ها اثر دارند. اما یکی از عوامل مهم برای سرمایه گذاران، فشار قیمتی حاصل از پیش بینی های سود مدیران است.

از دیدگاه تحلیل گران مالی و سرمایه گذاران، انتشار پیش بینی سود مدیران باعث افزایش موقتی قیمت سهام می شود. این رفتار قیمت بیانگر فرضیه فشار

همکاران (۲۰۰۵) نقش اصلی افشای داوطلبانه را اصلاح ادراک سرمایه گذاران نسبت به عملکرد فعلی یا آینده شرکت می دانند به طوری که ارزش سهام بازار شرکت فراهم کننده اطلاعات صحیح به جای اطلاعات نادرست باشد. به نظر می رسد که مقررات گذاران بر این اعتقاد باشند که پیش بینی های سود مدیران معاف از حسابرسی و گزارش در بندهای آن باشند. با این حال، افشای پیش بینی های سود مدیران همواره همراه با پیامدهای ناخواسته است. به گفته تحلیل گران مالی، مدیران شرکت های پیش بینی کننده، تمایل دارند تا بر نتایج کوتاه مدت آن به جای نتایج بلندمدت آن تمرکز کنند. به عبارتی، هدف مدیریت از افشای سود پیش بینی شده، تعدیل ادراک سرمایه گذاران در کوتاه مدت به جای بلندمدت است (بلوین<sup>۸</sup> و همکاران، ۲۰۱۴).

از سویی مدیران ممکن است در پیش بینی سود تهاجمی عمل کنند. پیش بینی سود تهاجمی زمانی رخ می دهد که مدیران بسته به شرایط بازار سهام و بورس اقدام به پیش بینی سود بالای شرکت می کنند. در واقع، پیش بینی سود تهاجمی زمانی رخ می دهد که سود پیش بینی شده از سود واقعی بیشتر باشد. در این حالت، مدیران، پیش بینی سود تهاجمی داشته اند (مشکی، ۱۳۹۵).

فرض تئوری نمایندگی بر این باور است که بین منافع سهامداران و مدیریت، تعارض بالقوه ای وجود دارد و مدیران به دنبال حداکثرسازی منافع خود از طریق سهامداران شرکت هستند که این منافع ممکن است در تضاد با منافع سهامداران باشد. به طور عام، پاداش مدیریت راه حل اصلی مسأله نمایندگی تصور می شود. بر اساس این قاعده، در صورت استقرار الگوی مناسب برای پرداخت پاداش، مدیران در جهت منافع سهامداران و وام دهندگان فعالیت می کنند. مطالعات انجام شده نشان می دهد که سود پیش بینی شده مدیریت دارای محتوای اطلاعاتی بوده و می تواند در بهبود کارایی قراردادهای نمایندگی موثر باشد (آنتون و پولک<sup>۹</sup>، ۲۰۱۴). به نظر می رسد که سود پیش بینی شده اطلاعات خصوصی مفیدی را برای سرمایه گذاران

میزان سود هر سهم پیش‌بینی شده در راستای کاهش فشار قیمتی سهام می‌کنند (کاداچ<sup>۱۵</sup>، ۲۰۱۶).

ادبیات مالی نشان می‌دهد که علیرغم وجود پژوهش‌هایی در زمینه پیش‌بینی‌های سود مدیریت، پژوهش‌های اندکی به بررسی تأثیر فشار قیمتی سهام بر پیش‌بینی‌های سود مدیریت پرداخته‌اند؛ لذا در ادامه به مرور پژوهش‌های مرتبط خارجی و داخلی پرداخته شده است.

میدان<sup>۱۶</sup> (۲۰۱۷) به بررسی آثار فشار قیمتی سهام پیرامون تاریخ انتشار سهام پرداخت. نتایج بررسی وی نشان داد که بخش زیادی از فشار قیمت چند روز بعد از تاریخ عرضه روند معکوس به خود می‌گیرد و حجم معاملات در روزهای قبل از عرضه افزایش می‌یابد.

کاداچ (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی پیش‌بینی‌های سود مدیریت در خلال دوره‌های فشار قیمتی پرداختند. شواهد پژوهش آنها نشان داد که فشار قیمتی سهام به طور مثبت بر پیش‌بینی سود مدیران اثرگذار است. به عبارتی، در طول دوره‌های فشار قیمتی، میزان سود پیش‌بینی شده مدیران بالاتر از سایر دوره‌ها بوده است.

میشل<sup>۱۷</sup> و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی به آزمون فشارهای قیمتی سهام در کوتاه مدت پرداختند. شواهد پژوهش آنها نشان داد که به علت تغییرات در مازاد تقاضای پیرامون ادغام‌ها، فشار قیمتی کوتاه‌مدت بوجود می‌آید.

در پژوهشی بلوئین و همکاران (۲۰۱۴) به آزمون آثار فشار قیمتی پرداختند. شواهد پژوهش آنها نشان داد که برنامه‌های سرمایه‌گذاری مجدد سود سهام به ایجاد مازاد تقاضای سهام می‌انجامد.

بروکمن و سیکو<sup>۱۸</sup> (۲۰۱۳) محتوای اطلاعاتی پیش‌بینی سود توسط مدیران را بررسی نمودند. آنان محتوای اطلاعاتی آثار اطلاعات کمی (سخت) و کیفی (نرم) را در پیش‌بینی سود مدیران مورد آزمون قرار داده‌اند. نتایج بررسی آنان نشان داده است، ارتباط مثبتی میان اجزای سود و مقدار بازده غیر عادی وجود دارد. نتایج مطالعه آنان همچنین نشان می‌دهد قدرت

قیمت اسکولز است. در ادبیات مالی دو نوع تعبیر از فرضیه فشار قیمت وجود دارد. در نخستین تعبیر، بین انتشار پیش‌بینی سود مدیران و قیمت سهام رابطه منفی وجود دارد زیرا ممکن است سود پیش‌بینی شده تفاوت معناداری با سود واقعی سال قبل داشته باشد که آن می‌تواند غیر واقعی بودن آنرا برای فعالان بازار سرمایه محرز کند. دوم، انتشار پیش‌بینی سود مدیران می‌تواند منتقل‌کننده یک سیگنال مثبت از وضعیت خوب شرکت به بازار سرمایه باشد تا سرمایه‌گذاران را مجاب به سرمایه‌گذاری در شرکت مورد نظر کند (ویلیامز<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۵).

برخی از پژوهش‌گران نیز تلاش کرده‌اند تا ارتباط فشار قیمتی سهام و پیش‌بینی سود مدیریت را از دیدگاه تئوری علامت‌دهی توصیف کنند. در هنگام عدم تعادل بین عرضه و تقاضای سهام، قیمت اوراق بهادار به طور موقت از سطح تعادلی خارج می‌شود و ممکن است فشار قیمتی سهام ایجاد شود. دیدگاه تئوری علامت‌دهی بیانگر این است که مدیران اطلاعاتی را افشا می‌کنند که حاکی از بالا بودن ارزش ذاتی در مقایسه با ارزش بازار می‌باشد، در نتیجه قیمت سهام حرکت صعودی خواهد داشت، در حالی که مدیران معمولاً اطلاعاتی را که بیانگر کم‌تر بودن ارزش شرکت نسبت به انتظارات بازار باشد را مخفی می‌کنند. هنگامی که در بازار فشار قیمتی سهام وجود دارد، مدیران ممکن است برای ایجاد تعادل در بازار اقدام به تغییر زمان و میزان اطلاعات سود پیش‌بینی شده کنند. از طرفی شرکت‌هایی که اقدام به افشای کافی اطلاعات سود مدیریت نمی‌کنند، توسط سرمایه‌گذاران به مبلغی کمتر از ارزش ذاتی ارزش‌گذاری می‌شوند. به دلیل این واکنش منفی، همه مدیران به جز آنهایی که دارای بدترین اخبار ممکن هستند، انگیزه‌هایی برای افشای اختیاری اطلاعات سود مدیریت دارند و در نتیجه انگیزه‌های علامت‌دهی منجر به افشای کامل اطلاعات سود مدیریت خواهد شد. بنابراین، طبق فرضیه علامت‌دهی می‌توان ادعا کرد که در هنگام مواجهه با فشار قیمتی سهام، مدیران برای ایجاد تعادل در بازار اقدام به افزایش مبلغ تغییر

توضیح دهندگی اطلاعات کیفی در اعلان پیش بینی سود بیش از اطلاعات کمی است.

آمبروس<sup>۱۹</sup> و همکاران (۲۰۱۲) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین فشارهای قیمتی سهام و محتوای اطلاعاتی سود پرداختند. شواهد پژوهش آنها نشان داد که فشارهای قیمتی در بازار به دلیل محتوای اطلاعاتی سود بوده است و جریان‌های نقدی تأثیری بر آن نداشته است.

روگرس و بوسکیرک<sup>۲۰</sup> (۲۰۱۱) ارتباط بین فشار قیمتی و جریان‌های نقدی شرکت پرداختند. شواهد پژوهش آنها نشان داد که جریان‌های نقدی، فشارهای قیمتی موقت ایجاد می‌کند. این فشارهای قیمتی بعد از چند روز اصلاح شده و به حالت اولیه خود باز می‌گردد.

عباسی و قربانی (۱۳۹۵) به بررسی آزمون آثار فشار قیمتی حاصل از برنامه‌های فشار سرمایه در شرکت‌های بورسی طی سالهای ۱۳۸۲-۱۳۹۳ پرداختند. نمونه آماری پژوهش شامل ۱۰۰ شرکت بورسی بوده است. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها علاوه بر رگرسیون OLS از آزمون تی-زوجی نیز استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان داد که میزان افزایش سرمایه، تأثیر منفی و معناداری روی بازده‌های تجمعی روزانه ندارد.

مشکی (۱۳۹۵) به بررسی اثر پیش بینی اولیه تهاجمی سود بر ارتباط بین خطای پیش‌بینی مدیریت و پاداش نقدی هیئت مدیره پرداخت. جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ و نمونه آماری شامل ۱۲۵ شرکت بوده است. شواهد پژوهش یک رابطه مثبت و معنادار بین خطای پیش‌بینی سود و پاداش مدیران را نشان می‌دهد. شواهد پژوهش نشان داد که رابطه مثبت بین خطای پیش‌بینی سود و پاداش مدیران با داشتن یک خطای پیش‌بینی اولیه تقویت می‌شود.

صالح نژاد و وقفی (۱۳۹۴) به بررسی تأثیر پیش بینی سود مدیران بر ریسک و ارزش شرکت در سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ در بورس اوراق بهادار تهران

پرداختند. نمونه پژوهش شامل ۱۱۰ شرکت انتخاب شده به روش غربالگری بوده است. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون خطی استفاده شده است. شواهد پژوهش آنها نشان داد که بین پیش‌بینی سود مدیران و ارزش هر سهم رابطه مثبت وجود دارد. شواهد پژوهش هیچ رابطه معناداری بین پیش‌بینی سود مدیران و ریسک سهام نشان نمی‌دهد.

اسکندری و همکاران (۱۳۹۳) در مقاله خود با عنوان بررسی آثار پیش‌بینی سود مدیران نشان دادند که بازار سهام به پیش بینی سود توسط مدیران واکنش نشان می‌دهد. این واکنش بازار به پیش‌بینی سود نسبت به تعدیل پیش بینی سود بیشتر بوده و حجم معاملات سهام پس از اعلان پیش بینی سود افزایش یافته است.

صالحی و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهش خود نشان دادند که رابطه معنادار مستقیمی میان متغیرهای اعلان سود هر سهم با بازده غیر عادی سهام وجود دارد. همچنین، نتایج محتوای اطلاعاتی بیشتری را برای سود اعلان شده هر سهم در قیاس با سود پیش‌بینی شده هر سهم تأیید می‌کند.

مشکی و عاصی ربانی (۱۳۹۰) در پژوهش خود نشان دادند که رابطه مثبت خطی معنادار میان خطای پیش‌بینی سود و بازده غیر عادی سهام وجود دارد و همچنین نتایج پژوهش آنها عدم وجود رابطه خطی میان خطای پیش‌بینی سود و ریسک سیستماتیک را نشان می‌دهد.

### ۳- فرضیه‌های تحقیق

به منظور دستیابی به اهداف تحقیق و بر مبنای پیشینه‌های نظری و تجربی ارائه شده، فرضیه‌های زیر تدوین و آزمون گردیده است:

**فرضیه اول:** فشارهای قیمتی سهام بر پیش‌بینی سود هر سهم مدیریت اثرگذار است.

**فرضیه دوم:** فشارهای قیمتی سهام باعث خطای پیش‌بینی سود مدیریت خواهد شد.

**فرضیه سوم:** فشارهای قیمتی سهام باعث پیش‌بینی تهاجمی سود توسط مدیریت خواهد شد.

## ۴- روش‌شناسی تحقیق

این تحقیق از نوع تحقیقات شبه تجربی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری می‌باشد و از حیث هدف، از نوع تحقیقات کاربردی می‌باشد. روش تحقیق حاضر از نوع استقرایی و پس رویداردی (با استفاده از اطلاعات گذشته) و روش آماری آن همبستگی می‌باشد. اطلاعات واقعی و حسابرسی شده شرکت‌ها به صورت تلفیقی و به وسیله الگوی رگرسیون چندگانه پنلی (آزمون فرضیه اول) و مدل رگرسیونی لاجیت (آزمون فرضیه دوم) مورد بررسی قرار گرفته است. مدل لاجیت هنگامی به کار می‌رود که متغیر وابسته تحقیق یک متغیر مجازی باشد. اطلاعات مزبور از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و سایت کدال استخراج و با اطلاعات صورت‌های مالی تطبیق یافت و برای آماده‌سازی اطلاعات، از صفحه گسترده اکسل و جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات از نسخه ۹ نرم افزار EViews استفاده گردید.

جامعه آماری مورد نظر در این تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵، می‌باشند. شرایط زیر برای انتخاب جامعه آماری به روش غربالگری لحاظ گردیده است:

۱) تاریخ پذیرش آنها در بورس قبل از سال ۱۳۹۰ و تا پایان سال ۱۳۹۵ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی باشند.

۲) اطلاعات مورد نیاز آنها در دسترس باشد و سهام آنها مورد معامله مستمر قرار گرفته باشد.

۳) به منظور افزایش قابلیت مقایسه پایان سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد و در طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداده باشند.

با توجه به شرایط ذکر شده، ۱۴۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ به عنوان جامعه آماری انتخاب شد. در مجموع تعداد ۸۴۰ مشاهده (سال - شرکت) مورد آزمون قرار گرفته شده است.

## ۵- الگو و متغیرهای تحقیق

در این پژوهش پیرو تحقیق کاداچ (۲۰۱۶) از مدل رگرسیونی زیر برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است:

$$\text{forecastEPS}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{PricePressure}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{MTB}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{ROA}_{it} + \beta_6 \text{CFO}_{it} + \beta_7 \text{LOSS}_{it} + \beta_8 \text{AGE}_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{forecastEPS\_Error}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{PricePressure}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{MTB}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{ROA}_{it} + \beta_6 \text{CFO}_{it} + \beta_7 \text{LOSS}_{it} + \beta_8 \text{AGE}_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{forecastEPS\_Aggressive}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{PricePressure}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{MTB}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{ROA}_{it} + \beta_6 \text{CFO}_{it} + \beta_7 \text{LOSS}_{it} + \beta_8 \text{AGE}_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در این مدل‌ها، تعریف عملیاتی متغیرها به صورت زیر است:

$\text{forecastEPS}_{it}$ : متغیر سود هر سهم پیش‌بینی شده مدیریت شرکت  $i$  در سال  $t$  است. در این پژوهش از سود هر سهم پیش‌بینی شده (EPS) پیش‌بینی شده (شده) تقسیم بر قیمت بازار هر سهم به عنوان معیار سود پیش‌بینی شده مدیران استفاده شده است.

$\text{forecastEPS\_Error}_{it}$ : متغیر خطای پیش‌بینی شود مدیران است که برابر است با تفاوت سود هر سهم پیش‌بینی شده (EPS) پیش‌بینی شده در سال  $t$  شرکت  $i$  در سال  $t$  منهای سود هر سهم واقعی شرکت  $i$  در سال  $t$  تقسیم بر قیمت هر سهم در پایان سال  $t$ .

$\text{forecastEPS\_Aggressive}_{it}$ : متغیر پیش‌بینی سود تهاجمی مدیریت است و یک متغیر مجازی است. اگر سود هر سهم پیش‌بینی شده مدیریت از سود هر سهم واقعی شرکت مورد نظر بالاتر باشد، پیش‌بینی مدیریت از سود تهاجمی بوده و عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر اختیار می‌کند.

$\text{PricePressure}_{it}$ : متغیر فشار قیمتی سهام است که پیرو پژوهش کاداچ (۲۰۱۶) از رابطه زیر جهت برآورد فشار قیمتی استفاده شده است:

رابطه (۱):

$$Price\ Pressure_{it} = \frac{\{\sum \max(0, \Delta Holdings_{it}) | Flow_{it} > \%90\} - \sum \max(0, \Delta Holdings_{it}) | Flow_{it} > \%10\}}{Shares\ Outs\ tan\ ding_{it-1}}$$

$\Delta Holdings_{it}$ : برابر است با تعداد تغییرات در سهام شرکت از سال  $t$  نسبت به سال  $t-1$   
 $Flow_{it}$ : که از رابطه زیر بدست می آید:

رابطه (۲):

$$Flow_{it} = \frac{TNA_{it} - TNA_{it-1}(1 + R_{it})}{TNA_{it-1}}$$

$TNA_{it}$ : برابر است با خالص دارایی های شرکت  $i$  در سال  $t$

$R_{it}$ : برابر است با بازده سالانه سهام شرکت  $J$  در سال  $t$

$Shares\ Outs\ tan\ ding_{it-1}$ : برابر است با تعداد سهام شناور شرکت در بازار (تعداد سهام که انتظار می رود در آینده ای نزدیک در بازار سرمایه معامله شود)؛

$SIZE_{it}$ : متغیر اندازه شرکت، که برابر است با لگاریتم طبیعی جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در سال  $t$

$MTB_{it}$ : برابر است یا نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.

$LEV_{it}$ : شاخص اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t$  که برابر است با نسبت بدهی ها به دارایی ها.  $ROA_{it}$ : نمایانگر نسبت سود خالص به دارایی های شرکت  $i$  در سال  $t$  و شاخصی برای محاسبه نرخ بازده دارایی ها می باشد.

$CFO_{it}$ : برابر است با نسبت جریان وجوه نقد عملیاتی به دارایی شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$LOSS_{it}$ : اگر شرکت  $i$  در سال  $t$  مورد بررسی زیان ده باشد این متغیر برابر یک است و در غیر این صورت صفر است.

$AGE_{it}$ : برابر است با لگاریتم طبیعی تعداد سال های عمر شرکت  $i$  از زمان تأسیس.

## ۶- یافته های تحقیق

### ۶-۱- آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در جدول ۱ آورده شده است که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزاست. میانگین متغیر نسبت سود هر سهم پیش بینی شده به ارزش بازار هر سهم تقریباً  $0/033$  میانه  $0/099$ ، دارای حداقل مقدار  $07/075$ - و حداکثر مقدار  $3/590$  که انحراف معیاری در حدود  $0/457$  دارد. این نشان می دهد که میزان متوسط سود هر سهم پیش بینی شده به طور متوسط حدود  $3,3$  قیمت بازار هر سهم بوده است. میانگین خطای پیش بینی سود هر سهم تقریباً  $0/005$  میانه  $0/005$ ، دارای حداقل مقدار  $0/320$ - و حداکثر مقدار  $0/355$  که انحراف معیاری در حدود  $0/142$  دارد. این نشان می دهد که در جامعه مورد بررسی به طور متوسط سود هر سهم پیش بینی شده از سود هر سهم واقعی بیشتر بوده است و مدیران خوش بینانه عمل کرده اند. میانگین پیش بینی تهاجمی سود مدیران تقریباً  $0/550$  میانه  $1$ ، دارای حداقل مقدار  $0$  و حداکثر مقدار  $1$  که انحراف معیاری در حدود  $0/497$  دارد. این نشان می دهد که به طور متوسط حدود  $55$  درصد از شرکت های مورد بررسی در پیش بینی سود تهاجمی عمل کرده اند.

میانگین متغیر فشار قیمتی سهام تقریباً  $0/093$  و میانه ای در حدود  $0$  دارد. مقدار انحراف معیار آن  $0/793$  بوده، حداقل و حداکثر مقدار آن به ترتیب  $2/338$ - و  $4/914$  است. تفاوت بالای میانگین  $(0/093)$  از انحراف معیار  $(0/793)$  مبین نوسان بالای فشار قیمتی سهام در جامعه مورد بررسی بوده است. همچنین، عدد انحراف معیار مبین نوسانات بالای فشار قیمتی سهام در جامعه آماری مورد بررسی بوده است.



جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
نسبت سود هر سهم به ارزش بازار هر سهم ( $forecastEPS_{it}$ )	۰/۰۳۳	۰/۰۹۹	۰/۴۵۷	-۷/۰۷۵	۳/۵۹۰
خطای پیش‌بینی سود مدیریت ( $forecastEPS\_Error_{it}$ )	۰/۰۰۵	۰/۰۰۵	۰/۱۴۲	-۰/۳۲۰	۰/۳۵۵
پیش‌بینی سود تهاجمی مدیریت ( $forecastEPS\_Aggressive_{it}$ )	۰/۵۵۰	۱	۰/۴۹۷	۰	۱
فشار قیمتی سهام ( $PricePressure_{it}$ )	۰/۰۹۳	۰	۰/۷۹۳	-۲/۳۳۸	۴/۹۱۴
اندازه شرکت ( $SIZE_{it}$ )	۱۳/۸۵۰	۱۳/۸۵۴	۱/۴۲۱	۹/۱۹۱	۱۸/۸۶۲
نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام ( $MTB_{it}$ )	۶/۹۶۸	۴/۰۰۵	۷/۰۰۹	۰/۴۸۵	۲۷/۲۴۸
اهرم مالی ( $LEV_{it}$ )	۰/۶۵۵	۰/۶۶۱	۰/۱۹۴	۰/۱۹۷	۰/۹۵۹
نرخ بازده دارایی ( $ROA_{it}$ )	۰/۰۶۹	۰/۰۶۱	۰/۱۴۳	-۰/۴۰۱	۰/۴۴۴
جریان وجوه نقد عملیاتی به دارایی ( $CFO_{it}$ )	۰/۱۰۵	۰/۰۹۴	۰/۱۱۹	-۰/۱۸۹	۰/۴۷۷
متغیر مجازی زبان شرکت ( $LOSS_{it}$ )	۰/۱۹۸	۰	۰/۳۹۹	۰	۱
لگاریتم عمر شرکت ( $AGE_{it}$ )	۳/۶۴۳	۳/۷۶۱	۰/۳۵۰	۲/۷۰۸	۴/۲۰۴

## ۲-۶- آمار استنباطی

برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. در ابتدا قبل از برآزش الگو، میزان همخطی بین متغیرهای مستقل تحقیق از طریق آزمون تورم واریانس مورد بررسی قرار گرفت. تجربیات عملی حاکی از این است که اگر عامل تورم واریانس بزرگتر از عدد ۵ باشد، مبین وجود یک اخطار احتمالی است و در صورتی که بزرگتر از ۱۰ باشد، یک اخطار جدی را یادآور می‌شود و حکایت از آن دارد که ضرایب رگرسیونی مربوطه به علت همخطی چندگانه به صورت ضعیفی برآورد شده‌اند. نتایج این آزمون حاکی از عدم وجود همخطی شدید بین متغیرهای مستقل است. برای بررسی عدم وجود خود همبستگی متغیرهای مستقل از آماره دوربین - واتسون استفاده شده است. مقدار این آماره بین ۰ تا ۴ تغییر می‌کند. اگر همبستگی بین مانده‌های متوالی وجود نداشته باشد، مقدار آماره باید نزدیک ۲ شود. اگر مقدار آماره نزدیک به صفر شود، نشان دهنده همبستگی مثبت بین باقیمانده‌ها و اگر نزدیک به ۴ شود، نشان دهنده همبستگی منفی بین باقیمانده‌های متوالی است. به طور کلی اگر آماره دوربین - واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار گیرد، می‌توان فرض عدم وجود همبستگی بین خطاهای مدل را پذیرفت. نتایج

این آزمون نیز بیانگر عدم وجود مشکل خودهمبستگی است.

برای انتخاب مدل تحلیل داده، داده‌ها می‌توانند به صورت سری زمانی، مقطعی یا ترکیبی باشند. با توجه به اینکه داده‌های این تحقیق از نوع ترکیبی می‌باشند، باید مشخص شود که از نوع تابلویی (Panel) هستند یا تلفیقی (Pooling)؟ بدین منظور از آزمون چاو و آزمون هاسمن استفاده می‌شود. در این دو آزمون، برای آن دسته از مشاهداتی که احتمال آزمون آنها بیشتر از ۵٪ باشد یا به عبارتی دیگر آماره آزمون آنها کمتر از آماره جدول باشد، از روش تلفیقی استفاده می‌شود که معمولاً نتایج حاصل از این دو آزمون با یکدیگر سازگار می‌باشند. از سوی دیگر، برای مشاهداتی که احتمال آزمون آنها کمتر از ۵٪ است، برای تخمین مدل از روش تابلویی استفاده خواهد شد. روش تابلویی خود با استفاده از دو مدل " اثرات تصادفی" و " اثرات ثابت" می‌تواند انجام گیرد. برای تعیین اینکه از کدام مدل استفاده شود، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. مشاهداتی که احتمال آزمون آنها کمتر از ۵٪ است از مدل اثرات ثابت و مشاهداتی که احتمال آزمون آنها بیشتر از ۵٪ است از مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل استفاده می‌شود. با توجه به اینکه الگوی استفاده شده در این تحقیق از نوع تابلویی (Panel) می‌باشند،

نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می‌دهد که باید از روش اثرات ثابت استفاده کرد.

فرضیه اول: فشارهای قیمتی سهام بر پیش‌بینی سود مدیریت اثرگذار است.

جدول ۲- نتایج آزمون چاو و هاسمن

نتیجه آزمون	آزمون هاسمن		آزمون چاو		مدل
	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	
روش تابلویی (Panel)	۰/۰۰۰	۴۴/۴۲۱	۰/۰۰۰	۲/۸۱۸	مدل (۱) پژوهش
روش تابلویی (Panel)	۰/۰۰۰	۴۸/۳۸۰	۰/۰۰۰	۲/۸۰۱	مدل (۲) پژوهش
روش تابلویی (Panel)	۰/۰۰۰	۲۹/۹۲۰	۰/۰۰۰	۱/۳۹۰	مدل (۲) پژوهش

در جدول ۳، ضریب متغیر فشار قیمتی سهام ( $PricePressure_{it}$ ) معادل ۰/۰۱۱- و آماره t معادل ۲/۸۴۶- می‌باشد که در سطح (۰/۰۰۴) معنادار می‌باشد و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی (۰/۵) است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان بیش از ۹۵٪ تأیید می‌شود. این نتیجه نشان می‌دهد که بین فشار قیمتی سهام و سود پیش‌بینی شده مدیران رابطه منفی وجود دارد. به عبارتی، زمانی که فشار قیمتی سهام افزایش یافته است، سود هر سهم پیش‌بینی شده مدیران کاهش یافته است و میزان سود پیش‌بینی شده سالانه مدیران کمتر شده است.

جدول ۳- نتایج آزمون آماری فرضیه‌ی اول پژوهش

متغیر وابسته: پیش‌بینی سود هر سهم مدیریت						
متغیر مستقل: فشار قیمتی سهام						
VIF	سطح معناداری	آماره t	انحراف معیار خطا	ضریب	نماد	تعریف متغیر
-	۰/۲۵۳	۱/۱۴۳	۰/۰۴۷	۰/۰۵۳	c	مقدار ثابت
۱/۰۰۷	۰/۰۰۴	-۲/۸۴۶	۰/۰۰۴	-۰/۰۱۱	$PricePressure_{it}$	فشار قیمتی سهام
۱/۲۸۰	۰/۰۸۸	۱/۷۰۵	۰/۰۰۲	۰/۰۰۳	$SIZE_{it}$	اندازه شرکت
۱/۴۹۲	۰/۶۰۵	-۰/۵۱۶	۰/۰۰۰۴	-۰/۰۰۰۲	$MTB_{it}$	رشد شرکت
۱/۸۲۷	۰/۰۲۴	-۲/۲۴۹	۰/۰۲۲	-۰/۰۵۰	$LEV_{it}$	اهرم مالی
۳/۵۰۲	۰/۰۰۰	۸/۸۸۳	۰/۰۴۲	۰/۳۷۹	$ROA_{it}$	نرخ بازده دارایی‌ها
۱/۲۲۴	۰/۰۰۰	-۶/۵۲۶	۰/۰۲۲	-۰/۱۴۸	$CFO_{it}$	جریان وجوه نقد عملیاتی
۱/۹۳۲	۰/۰۰۰	-۱۰/۶۵۸	۰/۰۱۴	-۰/۱۴۹	$LOSS_{it}$	متغیر مجازی زیان خالص
۱/۰۳۶	۰/۵۱۷	۰/۶۴۷	۰/۰۰۷	۰/۰۰۵	$AGE_{it}$	عمر شرکت
۸۴/۵۲۴		آماره F	۰/۴۴۳		ضریب تعیین تعدیل شده	
۰/۰۰۰		سطح معناداری	۱/۵۲۲		آماره دوربین واتسون	

هر سهم مدیریت ( $forecastEPS_{it}$ ) اثر مثبت و معناداری دارد. نتایج آزمون فیشر (آماره F) نشان می‌دهد که مدل اول پژوهش در سطح اطمینان بیش از ۹۵ درصد معنادار است. میزان آماره دوربین واتسون نیز نمایانگر عدم وجود خودهمبستگی میان متغیرهای مستقل است. همچنین، میزان ضریب تعیین تعدیل

نتایج متغیرهای کنترلی تحقیق نشان داد متغیرهای اهرم مالی ( $LEV_{it}$ )، جریان وجوه نقد عملیاتی ( $CFO_{it}$ ) و متغیر مجازی زیان خالص شرکت ( $LOSS_{it}$ ) بر پیش‌بینی سود هر سهم مدیریت ( $forecastEPS_{it}$ ) اثر منفی و معناداری دارد. همچنین، متغیر نرخ بازده دارایی‌ها ( $ROA_{it}$ ) بر پیش‌بینی سود

شده حدود ۴۴ درصد است که این نشان می‌دهد حدود ۴۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته (پیش‌بینی سود هر سهم مدیریت) توسط متغیرهای مستقل (فشار قیمتی سهام) و کنترلی تبیین شده است.

فرضیه دوم: فشارهای قیمتی سهام باعث خطای پیش‌بینی سود مدیریت خواهد شد.

در جدول ۴، ضریب متغیر فشار قیمتی سهام ( $PricePressure_{it}$ ) معادل ۰/۰۰۸ و آماره t معادل ۴/۳۰۸ می‌باشد که در سطح (۰/۰۰۰) معنادار می‌باشد و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی (۰/۵)

است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان بیش از ۹۵٪ تأیید می‌شود. این نتیجه نشان می‌دهد که بین فشار قیمتی سهام و خطای پیش‌بینی سود مدیران رابطه مثبت وجود دارد. به عبارتی، زمانی که فشار قیمتی سهام افزایش یافته است، فاصله بین سود هر سهم پیش‌بینی شده و سود هر سهم واقعی بیشتر شده است و دقت پیش‌بینی سود مدیران کاهش یافته است (خطای پیش‌بینی سود مدیران بیشتر شده است).

جدول ۴- نتایج آزمون آماری فرضیه‌ی دوم پژوهش

forecastEPS_Errort <sub>it</sub> = β <sub>0</sub> + β <sub>1</sub> PricePressure <sub>it</sub> + β <sub>2</sub> SIZE <sub>it</sub> + β <sub>3</sub> MTB <sub>it</sub> + β <sub>4</sub> LEV <sub>it</sub> + β <sub>5</sub> ROA <sub>it</sub> + β <sub>6</sub> CFO <sub>it</sub> + β <sub>7</sub> LOSS <sub>it</sub> + β <sub>8</sub> AGE <sub>it</sub> + ε <sub>it</sub>						
متغیر وابسته: خطای پیش‌بینی سود مدیریت						
متغیر مستقل: فشار قیمتی سهام						
تعریف متغیر	نماد	ضریب	انحراف معیار خطا	آماره t	سطح معناداری	VIF
مقدار ثابت	c	-۰/۰۲۶	۰/۰۳۱	-۰/۸۳۹	۰/۴۰۱	-
فشار قیمتی سهام	PricePressure <sub>it</sub>	۰/۰۰۸	۰/۰۰۲	۴/۳۰۸	۰/۰۰۰	۱/۰۰۷
اندازه شرکت	SIZE <sub>it</sub>	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	-۱/۳۲۳	۰/۱۸۶	۱/۲۸۰
رشد شرکت	MTB <sub>it</sub>	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۰۲	۲/۱۴۱	۰/۰۳۲	۱/۴۹۲
اهرم مالی	LEV <sub>it</sub>	۰/۰۵۶	۰/۰۱۴	۶/۷۹۰	۰/۰۰۰	۱/۸۲۷
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA <sub>it</sub>	۰/۱۱۱	۰/۰۲۶	۴/۱۷۰	۰/۰۰۰	۳/۵۰۲
جریان وجوه نقد عملیاتی	CFO <sub>it</sub>	-۰/۰۲۹	۰/۰۱۶	-۱/۸۰۴	۰/۰۷۱	۱/۲۲۴
متغیر مجازی زیان خالص	LOSS <sub>it</sub>	۰/۰۱۳	۰/۰۰۷	۱/۸۱۸	۰/۰۶۹	۱/۹۳۲
عمر شرکت	AGE <sub>it</sub>	۰/۰۰۴	۰/۰۰۴	۰/۸۸۴	۰/۳۷۶	۱/۰۳۶
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۰۶۷		آماره F		۶/۶۳۰
آماره دوربین واتسون		۲/۰۵۳		سطح معناداری		۰/۰۰۰

نتایج متغیرهای کنترلی تحقیق نشان داد متغیرهای رشد شرکت ( $MTB_{it}$ )، اهرم مالی ( $LEV_{it}$ ) و نرخ بازده دارایی‌ها ( $ROA_{it}$ ) بر خطای پیش‌بینی سود مدیریت ( $forecastEPS\_Errort_{it}$ ) اثر مثبت و معناداری دارد. نتایج آزمون فیشر (آماره F) نشان می‌دهد که مدل دوم پژوهش در سطح اطمینان بیش از ۹۵ درصد معنادار است. میزان آماره دوربین واتسون نیز نمایانگر عدم وجود خودهمبستگی میان متغیرهای مستقل است. همچنین، میزان ضریب تعیین تعدیل شده حدود ۷ درصد است که این نشان می‌دهد حدود ۴۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته (خطای پیش‌بینی

سود مدیریت) توسط متغیرهای مستقل (فشار قیمتی سهام) و کنترلی تبیین شده است.

فرضیه سوم: فشارهای قیمتی سهام باعث پیش‌بینی تهاجمی سود توسط مدیریت خواهد شد.

در جدول ۵، ضریب متغیر فشار قیمتی سهام ( $PricePressure_{it}$ ) معادل ۰/۰۵۸ و آماره t معادل ۲/۸۵۱ می‌باشد که در سطح (۰/۰۰۴) معنادار می‌باشد و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی (۰/۵) است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان بیش از ۹۵٪ تأیید می‌شود. این نتیجه نشان می‌دهد که بین فشار قیمتی سهام و پیش‌بینی تهاجمی سود توسط مدیریت رابطه مثبت وجود دارد. به عبارتی،

زمانی که فشار قیمتی سهام افزایش یافته است، سود هر سهم پیش‌بینی شده از سود هر سهم واقعی بیشتر بوده است و سود پیش‌بینی شده مدیران به صورت تهاجمی برآورد شده است.

### جدول ۵- نتایج آزمون آماری فرضیه‌ی سوم پژوهش

forecastEPS_Aggressive <sub>it</sub> = β <sub>0</sub> + β <sub>1</sub> PricePressure <sub>it</sub> + β <sub>2</sub> SIZE <sub>it</sub> + β <sub>3</sub> MTB <sub>it</sub> + β <sub>4</sub> LEV <sub>it</sub> + β <sub>5</sub> ROA <sub>it</sub> + β <sub>6</sub> CFO <sub>it</sub> + β <sub>7</sub> LOSS <sub>it</sub> + β <sub>8</sub> AGE <sub>it</sub> + ε <sub>it</sub>						
متغیر وابسته: پیش‌بینی سود تهاجمی مدیریت						
متغیر مستقل: فشار قیمتی سهام						
VIF	سطح معناداری	آماره t	انحراف معیار خطا	ضریب	نماد	تعریف متغیر
-	۰/۴۹۲	-۰/۶۸۷	۰/۲۴۶	-۰/۱۶۹	c	مقدار ثابت
۱/۰۰۷	۰/۰۰۴	۲/۸۵۱	۰/۰۲۰	۰/۰۵۸	PricePressure <sub>it</sub>	فشار قیمتی سهام
۱/۲۸۰	۰/۱۵۵	۱/۴۲۳	۰/۰۱۳	۰/۰۱۸	SIZE <sub>it</sub>	اندازه شرکت
۱/۴۹۲	۰/۰۰۰	۳/۸۵۳	۰/۰۰۲	۰/۰۰۹	MTB <sub>it</sub>	رشد شرکت
۱/۸۲۷	۰/۰۰۵	۲/۷۷۵	۰/۱۱۳	۰/۳۱۴	LEV <sub>it</sub>	اهرم مالی
۳/۵۰۲	۰/۰۰۰	۴/۲۲۳	۰/۲۱۱	۰/۸۹۱	ROA <sub>it</sub>	نرخ بازده دارایی‌ها
۱/۲۲۴	۰/۳۳۷	-۰/۹۶۰	۰/۱۴۵	-۰/۱۴۰	CFO <sub>it</sub>	جریان وجوه نقد عملیاتی
۱/۹۳۲	۰/۰۰۴	۲/۸۴۴	۰/۰۵۷	۰/۱۶۴	LOSS <sub>it</sub>	متغیر مجازی زیان خالص
۱/۰۳۶	۰/۴۶۶	۰/۷۲۹	۰/۰۴۵	۰/۰۳۳	AGE <sub>it</sub>	عمر شرکت
۱۱/۱۸۰		آماره F	۰/۰۸۸		ضریب تعیین تعدیل شده	
۰/۰۰۰		سطح معناداری	۱/۹۱۶		آماره دوربین واتسون	

مطالعات نشان داده است کیفیت پیش‌بینی‌های مدیران نمادی از شهرت مدیران است. دقت پیش‌بینی‌های سود توسط مدیران، شهرت و صلاحیت را برای آنها به همراه خواهد داشت. همچنین منافع مدیران با اقدام به افزایش شفافیت از طریق انتشار مکرر و پیش‌بینی‌های دقیق افزایش می‌یابد (مشکی، ۱۳۹۵).

هدف از انجام این تحقیق بررسی پیش‌بینی‌های سود مدیریت در خلال فشارهای قیمتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های مالی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ می‌باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که فشار قیمتی سهام بر سود پیش‌بینی شده مدیران اثر منفی و معناداری دارد. این نتیجه نشان می‌دهد که بین انتشار پیش‌بینی سود مدیران و فشار قیمتی سهام رابطه منفی وجود دارد زیرا ممکن است سود پیش‌بینی شده تفاوت معناداری با سود واقعی سال قبل داشته باشد که آن می‌تواند غیر واقعی بودن آنرا برای فعالان بازار سرمایه محرز کند. این نتایج با مبانی

نتایج متغیرهای کنترلی تحقیق نشان داد متغیرهای رشد شرکت (MTB<sub>it</sub>)، اهرم مالی (LEV<sub>it</sub>)، نرخ بازده دارایی‌ها (ROA<sub>it</sub>) و متغیر مجازی زیان خالص (LOSS<sub>it</sub>) بر پیش‌بینی سود تهاجمی مدیریت (forecastEPS\_Aggressive<sub>it</sub>) اثر مثبت و معناداری دارد. نتایج آزمون فیشر (آماره F) نشان می‌دهد که مدل سوم پژوهش در سطح اطمینان بیش از ۹۵ درصد معنادار است. میزان آماره دوربین واتسون نیز نمایانگر عدم وجود خودهمبستگی میان متغیرهای مستقل است. همچنین، میزان ضریب تعیین تعدیل شده حدود ۷ درصد است که این نشان می‌دهد حدود ۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته (پیش‌بینی سود تهاجمی مدیریت) توسط متغیرهای مستقل (فشار قیمتی سهام) و کنترلی تبیین شده است.

### ۷- نتیجه‌گیری و بحث

بسیاری از سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان، تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را براساس اطلاعات منتشره از طرف شرکت‌ها اتخاذ می‌کنند. برخی

است برای کاهش فاصله بین سود هر سهم پیش‌بینی شده و واقعی اقدام به پیش‌بینی تهاجمی (بالای) سود کنند. لذا فرضیه سوم پژوهش در جهت مثبت تأیید شد و نتایج آن با پژوهش کاداچ (۲۰۱۶) مطابقت دارد.

با توجه به نتایج پژوهش به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که در هنگام پیش‌بینی سود سال‌های آتی شرکت، به اثرات منفی فشارهای قیمتی سهام توجه ویژه‌ای داشته باشند. به عبارتی، توجه داشته باشند که وجود فشارهای قیمتی سهام می‌تواند سود پیش‌بینی شده مدیران را کمتر از میزان واقعی نشان دهد. همچنین، با توجه به اهمیت کاهش خطای پیش‌بینی سود مدیران، پیشنهاد می‌شود که برای کاهش فاصله بین سود پیش‌بینی شده و سود واقعی، مدیران شرکت‌ها اثرات مثبت فشار قیمتی در افزایش خطای پیش‌بینی سود مدیران در تصمیمات خود لحاظ کنند. در حقیقت، به آنها پیشنهاد می‌شود برای افزایش دقت پیش‌بینی سود مدیریت، سعی کنند فشارهای قیمتی سهام را در تصمیمات خود لحاظ کنند. به سرمایه‌گذاران و فعالان بازارهای مالی پیشنهاد می‌شود که در خلال‌های فشارهای قیمتی سهام، مدیران تهاجمی عمل کرده و سود پیش‌بینی شده را به صورت خوش‌بینانه‌تری برآورد می‌کنند. لذا در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود به این مهم توجه کنند.

به محققان پیشنهاد می‌شود در تحقیق‌های آتی تأثیر فشار قیمتی سهام بر عملکرد شرکت‌ها بررسی شود. همچنین، به آنها پیشنهاد می‌شود به بررسی تأثیر فشار قیمتی سهام بر مدیریت سود بررسی شود. همچنین، پیشنهاد می‌شود با تفکیک جامعه آماری به صنایع مختلف به بررسی ارتباط فشارهای قیمتی سهام و پیش‌بینی سود مدیریت پرداخته شود و متغیر نوع صنعت نیز در پژوهش لحاظ گردد.

نظری پژوهش نیز مطابقت دارد زیرا مدیران هنگام مواجهه با فشار قیمتی سهام (نوسانات قیمت به دلیل عدم تعادل در عرضه و تقاضای سهام) اقدام به کاهش مبلغ سود هر سهم پیش‌بینی شده خود کرده‌اند تا نوسانات قیمت را کاهش دهند و تعادل را در بازار سهام شرکت برقرار کنند. لذا فرضیه اول پژوهش در جهت منفی تأیید شد و نتایج آن با پژوهش کاداچ (۲۰۱۶) مطابقت دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد که فشار قیمتی سهام بر خطای پیش‌بینی سود مدیران اثر مثبت و معناداری دارد. این نتیجه نشان می‌دهد که سود پیش‌بینی شده تفاوت معناداری با سود هر سهم واقعی دارد و آن می‌تواند غیر واقعی بودن سود هر سهم پیش‌بینی شده را برای فعالان بازار سرمایه محرز کند. این نتایج در تطابق با مبانی نظری پژوهش نیز بوده است زیرا مدیران در مواجهه با فشار قیمتی سهام اقدام به کاهش مبلغ سود هر سهم پیش‌بینی شده خود می‌کنند تا بتوانند فشار قیمتی را کنترل کنند که این باعث نمایانگر شدن این موضوع می‌شود که سود هر سهم پیش‌بینی شده غیرواقعی بوده است و باعث افزایش خطای پیش‌بینی سود مدیریت شده است. لذا فرضیه دوم پژوهش در جهت مثبت تأیید شد و نتایج آن با پژوهش کاداچ (۲۰۱۶) مطابقت دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم نشان می‌دهد که فشار قیمتی سهام بر پیش‌بینی تهاجمی سود توسط مدیریت اثر مثبت و معناداری دارد. این نتیجه نشان می‌دهد که از آنجا که سود هر سهم پیش‌بینی شده می‌تواند اثر مثبتی بر قیمت بازار سهام شرکت داشته باشد و انتشار پیش‌بینی سود مدیران می‌تواند منتقل‌کننده یک سیگنال مثبت از وضعیت خوب شرکت به بازار سرمایه باشد تا سرمایه‌گذاران را مجاب به سرمایه‌گذاری در شرکت مورد نظر کند. لذا این انگیزه را در مدیران ایجاد می‌کند تا در زمانی که فشار قیمتی سهام وجود دارد، سود سهام را تهاجمی پیش‌بینی کنند. این نتایج مطابق با ادبیات پژوهش است زیرا مدیران در مواجهه با فشار قیمتی سهام ممکن

فهرست منابع

- Pressure, Journal of Finance 41, pp.1539-1820.
- \* Amiram, D., Landsman, W., Owens, E., Stubben, S., (2014). Analysts' forecasts during periods of high market uncertainty. Working paper.
- \* Anton, M., Polk, C., (2014). Connected stocks. Journal of Finance 69, 1099-1127.
- \* Blouin, Jennifer, Cloyd, C. Bryan, (2014). Price pressure from dividend reinvestment activity, www.ssm.com.
- \* Brockman, p and Cicon. J. (2013). The Information content of management Earning Forecasts: an Analysis of Hard Versus Soft Information. Journal of Financial Research, 10.1111/j.1475-6803.2013.12006.
- \* Brockman, P., Martin, X., Puckett, A., (2010). Voluntary disclosures and the exercise of CEO stock options. Journal of Corporate Finance 16, 120-136.
- \* Bozanic., Z., Roulstone, D., Buskirk, A. (2018). Management earnings forecasts and other forward-looking statements, Journal of Accounting and Economics 65, 1-20.
- \* Cohen, L., Marcus, A., Rezaee, Z., Tehranian, H. (2018). Waiting for guidance: Disclosure noise, verification delay, and the value-relevance of good-news versus bad-news management earningsforecasts, Global Finance Journal, 37, 79-99.
- \* Deloitte., (2009). Earnings guidance: The current state of play. Contemporary Accounting Research 5, 400-421.
- \* Graham, J., Harvey, C., Rajgopal, S., (2005). The economic implications of corporate financial reporting. Journal of Accounting and Economics 40, 3-73. <http://dx.doi.org/10.2139/ssm.1464897>.
- \* Kadach, I. (2016). Management Earnings Forecasts during Price Pressure: Evidence from Mutual Fund Trades, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2798693>
- \* Lou, X., Wang, A., (2014). Flow-induced mispricing and corporate investment. Working paper.
- \* Matsumoto, D., (2002). Management's incentives to avoid negative earnings surprises. The Accounting Review 77, 483-514.
- \* McKinsey, F. (2006). The Misguided practice of earnings guidance."Management Forecasts in japan, The Accounting Review, Vol.84, No 5, pp.215- 228.
- \* Meidan, D, (2017). A Re-Examination of Price Pressure around Seasoned Equity Offerings, www.ssrn.com 35, pp.166 -211.
- \* اسکندری، طاهره؛ دستگیر، محسن و قائمی، محمد حسین. (۱۳۹۳). بررسی آثار پیش‌بینی‌های سود توسط مدیران، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، شماره ۱۰، صص ۱۱۷-۱۳۳.
- \* خلیفه سلطانی، سید احمد؛ ملانظری، مهناز و پاکدل، سجاد. (۱۳۸۹). ارتباط خطای پیش‌بینی سود مدیریت و ارقام تعهدی، دانش حسابداری، شماره ۳، صص ۷۶-۵۹.
- \* شباهنگ، رضا. (۱۳۸۱). تئوری حسابداری، نشریه شماره ۱۵۷، مرکز پژوهش‌های تخصصی حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی، جلد اول.
- \* صالحی، مهدی؛ موسوی شیری، سید محمود و ایراهیمی، محمد. (۱۳۹۳). محتوای اطلاعاتی سود اعلان شده و پیش‌بینی شده سود هر سهم در تبیین بازده غیر عادی سهام، پژوهش‌نامه حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۲۱، صص ۱۴۰-۱۱۷.
- \* صالح نژاد، سید حسن و وقفی، سید حسام. (۱۳۹۴). تأثیر پیش‌بینی سود توسط مدیریت بر ریسک و ارزش سهام، راهبرد مدیریت مالی، شماره ۱۲، صص ۱۲۲-۱۰۳.
- \* عباسی، ابراهیم و هوشمند، قربانی. (۱۳۹۵). آزمون آثار فشار قیمتی حاصل از برنامه‌های افزایش قیمت، راهبرد مدیریت مالی، شماره ۱۳، صص ۳۹-۲۵.
- \* مشکي، مهدی و عاصی ربانی، محمود. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین خطای پیش‌بینی سود مدیریت با بازده غیر عادی سهام و ریسک سیستماتیک در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۶، صص ۵۸-۶۳.
- \* مشکي، مهدی. (۱۳۹۵). بررسی اثر پیش‌بینی اولیه تهاجمی بر ارتباط بین خطای پیش‌بینی سود و پاداش نقدی هیئت مدیره، بررسی‌های حسابداری، شماره ۱۰، صص ۱۰۱-۱۱۶.
- \* Ambrose, Brent W, Cai, Kelly N, Helwege, Jean, (2012). Fallen Angels and Price

- \* Mitchell, Mark, Todd Pulvino and Erik Stafford, (2015). Price pressure around mergers, *Journal of Finance* 37, pp.28-51
- \* Patell, J.M. (1976). Corporate Forecasts of Earnings Per Share And Stock Price Behaviour: Empirical Tests, *Journal of Accounting Research*. Vol.81, No 2, pp 246-276.
- \* Rogers, J., Van Buskirk, A., (2011). Bundled forecasts in empirical accounting research. *Journal of Accounting and Economics* 55, 43-65.
- \* Scholes, M., (1972). The market for corporate securities: Substitution versus price pressure and the effect of information on stock prices. *Journal of Business* 45, 179-211.
- \* Williams, C., (2015). Asymmetric response to earnings news: A case for ambiguity. *The Accounting Review* 90, 785-817

#### یادداشت‌ها

1. McKinsey
2. Deloitte
3. Graham
4. Brockman
5. Patell
6. Lou and Wang
7. Amiram
8. Blouin
9. Anton and Polk
10. Cohen
11. Bozanic
12. Matsumoto
13. Scholes
14. Williams
15. Kadach
16. Meidan
17. Mitchell
18. Brockman and Cicon
19. Ambrose
20. Rogers and Buskirk