پژوهش‌های حسابداری مالی
سال هشتم، شماره چهارم، پیاپی (۳۰)، زمستان ۱۳۹۵
تاریخ وصول: ۱۳۹۵/۲/۱۹
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۲/۱۱
صص: ۱۱۴-۹۳

بررسی تأثیر ریسک نکول بدهی بر ضریب واکنش سود؛ با تأکید بر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

پری چالاکی [*]، فرزاد غیور [**]، هیوا بلکامه [***]

[*] استادیار حسابداری، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران
pchalaki@gmail.com
[**] مربی حسابداری، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران
f.ghayour@urmia.ac.ir
[***] کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران
h.belkame@yahoo.com

چکیده

ضریب واکنش سود، به توضیح و شناسایی دلایل متفاوت واکنش بازار به اطلاعات حسابداری می‌پردازد. یکی از اطلاعاتی که سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان، هنگام سرمایه‌گذاری در واحد تجاری و همچنین اطمینان به واحد تجاری به آن نیاز دارند، آگاهی در مورد ریسک نکول و احتمال ورشکستگی واحد تجاری است. هدف این پژوهش بررسی رابطه بین ریسک نکول و ضریب واکنش سود با تأکید بر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی (نوع حسابرس، تمرکز مالکیت، استقلال هیأت‌مدیره و مالکیت نهادی) در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه آماری پژوهش را ۹۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ تشکیل می‌دهد و در مجموع ۴۶۵ شرکت – سال بررسی شده است. نتایج به‌دست‌آمده نشان می‌دهد، ریسک نکول تأثیر منفی و معناداری بر روی ضریب واکنش سود دارد. همچنین، شواهد پژوهش حکایت از آن دارد که نوع حسابرس و استقلال هیأت‌مدیره، تأثیری بر رابطه بین ریسک نکول و ضریب واکنش سود ندارند. در حالی که تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی تأثیر مثبت و معناداری بر رابطه بین ریسک نکول و ضریب واکنش سود دارند.

واژه‌های کلیدی: ضریب واکنش سود، ریسک نکول، بازده غیرعادی، سود غیرمنتظره، حاکمیت شرکتی

۱ـ نشانی مکاتباتی نویسنده مسؤول: آذربایجان غربی، ارومیه، دانشگاه ارومیه، دانشکدهٔ اقتصاد و مدیریت، گروه حسابداری.

Copyright © 2016, University of Isfahan. This is an Open Access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License (http://creativecommons.org/licenses/BY-NC-ND/4.0/), which permits others to download this work and share it with others as long as they credit it, but they cannot change it in any way or use it commercially.

Archive of SID

www.SID.ir

مقدمه

سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان برای خرید، فروش، نگهداری سهام و اعطای اعتبار به شرکت‌ها، به اطلاعات نیاز دارند. مهم‌ترین منبع اطلاعاتی برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان، صورت‌های مالی است. صورت‌های مالی حاوی اطلاعات مهمی هستند که واکنش سرمایه‌گذاران به این اطلاعات اثر قابل توجهی بر تصمیم‌گیری آن‌ها دارد. سرمایه‌گذاران منطقی، سرمایه‌گذاری را به‌منظور کسب سود و افزایش آن انجام می‌دهند. بنابراین سود، عنصر اساسی است که بر تصمیمات استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی تأثیر می‌گذارد [۶].

پژوهش‌های حسابداری مبتنی بر بازار که شاخه‌ای از حسابداری است، به بررسی رابطه بین اطلاعات حسابداری و ارزش شرکت می‌پردازد. از جملهٔ این پژوهش‌ها می‌توان به پژوهش بال و براون [۱۳] که در مورد بررسی رابطه بین سود حسابداری و بازده اوراق بهادار انجام شد، اشاره کرد. آن‌ها نشان دادند، شرکت‌های با اخبار خوب، بازده غیرعادی مثبت و با اخبار بد، بازده غیرعادی منفی دارند. با وجود این، یکی از مهم‌ترین تصمیماتی که پژوهشگران تجربی حسابداری مالی از پژوهش بال و براون [۱۳] گرفتند، این بود که واکنش‌های بازار در برابر اطلاعات مربوط به سود را شناسایی و توجیه کنند. آنها به این واکنش‌ها ضریبی را اختصاص دادند که به آن، ضریب واکنش سود (ERC)[1] می‌گویند.

ضریب واکنش سود شاخصی است که بازده غیرمنتظره اوراق بهادار را نسبت به سود غیرمنتظره گزارش‌شده ازسوی شرکت منتشرکنندهٔ اوراق بهادار، اندازه‌گیری می‌کند و نشان می‌دهد. این ضریب به توضیح و شناسایی دلایل متفاوت واکنش بازار به اطلاعات حسابداری می‌پردازد، چرا که واکنش‌های متفاوت سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات سود، موجب واکنش‌های متفاوت بازار می‌گردد [۳۱].

بررسی محتوای اطلاعاتی سود حسابداری، از دیرباز مورد توجه پژوهشگران بوده است. بر اساس شکل نیمه‌قوی فرضیهٔ بازار کارا، قیمت اوارق بهادار، بازتاب کامل تمام اطلاعات عمومی شده است؛ بنابراین انتظار می‌رود، به‌دنبال اعلان سود شرکت، بازار به آن واکنش نشان دهد، اما تنها به میزان تغییرات جزء غیرمنتظره اخبار. میزان تغییرات قیمت سهام، به سبب تغییر غیرمنتظره سود، به‌وسیلهٔ ضریب واکنش سود نشان داده می‌شود [۲۵].

منظور از محتوای اطلاعاتی یک معیار حسابداری، میزان استفاده و فایدهٔ آن در فرایند تصمیم‌گیری فعالان بازار سرمایه است. وجود محتوای اطلاعاتی در اطلاعات منتشرشده ازسوی واحدهای تجاری، منجر به تغییر در رفتار سرمایه‌گذاران می‌شود. تغییر رفتار سرمایه‌گذاران برای انجام سرمایه‌گذاری در بورس به‌عنوان واکنش بازار سرمایه بررسی می‌شود. از آنجایی که واکنش بازار سرمایه با واکنش سرمایه‌گذاران ارتباط دارد، باید گفت ارائهٔ اطلاعات بدونِ محتوای اطلاعاتی، توان تأثیرگذاری بر بازار سرمایه ندارد و موجب تحریک بازار سرمایه نمی‌شود [۱۰].

پویایی بازار سرمایه به اعتماد سرمایه‌گذاران بستگی دارد و سرمایه‌گذاران با استفاده از اطلاعات مالی قابل اتکا تصمیمات خود را می‌گیرند. یکی از فرضیه‌های مطرح در حوزهٔ حسابداری این است که حاکمیت شرکتی باعث افزایش قابلیت اتکای

[1] Earnings Response Coefficient (ERC)

Archive of SID

www.SID.ir

گزارشگری مالی می‌شود [۵]. اگر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی در شرکت‌ها به صورت قانونمند اعمال گردد، قابلیت اتکای سود افزایش یافته و سهامداران به سودهای اعلام‌شدهٔ شرکت‌های مذکور اتکا خواهند کرد و واکنش مناسب در قبال آن نشان خواهند داد که این موضوع در قیمت بازار سهام شرکت‌های مذکور منعکس خواهد شد [۱]. ریسک نکول، قدیمی‌ترین ریسک مالی است و حتی قبل از بروز نخستین نشانه‌های ریسک نرخ ارز و نرخ ریسک بهره، وجود داشته است [۳۳]. ریسک نکول با حاکمیت شرکتی خوب و مدیریت مناسب آن، کاهش می‌یابد و حاکمیت شرکتی ضعیف، وضعیت مالی یک شرکت را مختل می‌کند و ذی‌نفعان را در معرض زیان قرار می‌دهد. انتظار می‌رود شرکتی با حاکمیت شرکتی مناسب، بهتر بتواند تعهدات بدهی خود را به‌منظور اجتناب از پیامدهای نامطلوبی که نه‌تنها بر ارزش بدهی، بلکه بر ارزش حقوق صاحبان سهام تأثیر می‌گذارد، مدیریت کند [۲۵].

این پژوهش درصدد است که با استفاده از رویکرد محتوای اطلاعاتی سود به بررسی میزان تأثیرپذیری سود غیرمنتظره (ضریب واکنش سود) از بازده غیرعادی با توجه به تأثیر عامل ریسک نکول[1] بدهی و ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بپردازد. در واقع این پژوهش به دنبال پاسخی برای این پرسش است که آیا ریسک نکول به‌عنوان یکی از مهم‌ترین ریسک شرکت‌ها، تأثیری بر روی ضریب واکنش سود دارد یا نه، و اگر عوامل حاکمیت شرکتی در شرکت به صورت قانونمند اعمال شود، این ریسک چه تأثیری روی ضریب واکنش سود دارد؟

مبانی نظری و پیشینهٔ پژوهش

بال و براون [۱۳] نشان دادند، بین سود و واکنش بازار سهام رابطه وجود دارد. آن‌ها بیان کردند، محتوای اطلاعاتی سود گزارش‌شده هنگامی مفید است که از سود مورد انتظار متفاوت باشد و بازار نیز بر همین اساس به‌صورت مستقیم نسبت به همسویی آن واکنش نشان می‌دهد؛ بنابراین بیشتر محتوای اطلاعاتی سود به‌وسیلهٔ بازار از طرق متفاوتی، قبل از اعلان سالیانه پیش‌بینی می‌گردد [۲۰]. قوی‌ترین شواهدی که از پژوهش‌های بازار سرمایه به‌دست آمده است، مربوط به محتوای اطلاعاتی ارقام سود سالانهٔ گزارش‌شده است. یکی از پژوهش‌های بازار سرمایه که در سال ۱۹۶۸ انتشار یافت، نشان داد سمت تغییر در سود گزارش‌شده حسابداری (نسبت به سال قبل) همبستگی مثبتی با تغییرات قیمت سهام داشته است. نتایج به‌دست‌آمده در این پژوهش با شکل نیمه‌قوی فرضیهٔ بازار کارا هماهنگی دارد.

مطالعات موجود در زمینهٔ ضریب واکنش سود، برخی از عواملی را که تعیین‌کننده ضریب واکنش سود است، شناسایی کرده‌اند؛ فراگیرترین آنها بدین شرح است: ریسک نظام‌مند [۱۵و ۳۰]، فرصت‌های رشد [۱۵] و پایداری سود [۱۵و ۳۰] و اندازهٔ شرکت [۱۹].

نتایج پژوهش‌های انجام‌شده در کشورهای در حال توسعه نشان می‌دهد، ریسک نکول رابطهٔ منفی و معناداری با ضریب واکنش سود دارد [۳۴، ۱۷، ۲۶]. همچنین نتایج پژوهش‌های انجام‌شده گویای آن است که ریسک نکول عامل مهمی در ارزیابی ازسوی سرمایه‌گذاران است و ضریب واکنش سود را کاهش می‌دهد؛ زیرا سود حسابداری، اطلاعاتی در مورد

[1] Default Risk (DR)

Archive of SID

www.SID.ir

ارزش کل شرکت و نه فقط در مورد ارزش سهام شرکت فراهم می‌آورد.

همچنین شواهد نشان می‌دهد حاکمیت شرکتی یکی از موارد تعیین‌کنندهٔ محتوای اطلاعاتی سود (همبستگی بین سود و بازده) است و محتوای اطلاعاتی سود بسته به سطح حاکمیت شرکتی در شرکت، متفاوت است. هنگامی که حاکمیت شرکتی افزایش می‌یابد، قدرت توجیه بازده به‌وسیلهٔ سود (همان محتوای اطلاعاتی) نیز افزایش می‌یابد [۳۲].

اهمیت این پژوهش پی‌بردن به تأثیر ریسک نکول به‌عنوان یکی از مهم‌ترین ریسک‌های شرکت بر روی ضریب واکنش سود شرکت‌ها با در نظر گرفتن ویژگی‌های حاکمیت شرکتی برای کمک به استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی و همچنین سرمایه‌گذاران به‌منظور اخذ تصمیمات منطقی است.

برای اندازه‌گیری محتوای اطلاعاتی سود از ضریب واکنش بازده به تغییرات سود در دوره‌ای مشخص استفاده کرده‌اند. به این ترتیب، ضریب واکنش سود معیاری برای محتوای اطلاعاتی سود به‌شمار می‌رود. نقطه‌قوت محتوای اطلاعاتی سود این است که در یک فاصلهٔ زمانی کوتاه اثر تغییرات غیرمنتظرهٔ سود را بر تغییرات قیمت سهام اندازه‌گیری و ضریب واکنش سود را دقیق‌تر بیان می‌کند [۱۲].

دالیوال و همکاران [۲۱] با در نظر گرفتن نتایج تحلیلی، به بسط این فرضیه می‌پردازند که ضریب واکنش سود، تابع منفی ریسک نکول است. آن‌ها به‌منظور تفکیک اثرات اهرم، از ریسک نکول بر روی ضریب واکنش سود بهره بردند و ضریب واکنش سود را بر اساس دو بخش مقایسه کردند؛ بخش اول، شرکت‌های مبتنی بر سهام (فاقد بدهی) در مقابل شرکت‌های اهرمی (دارای بدهی)؛ بخش دوم، شرکت‌هایی با اهرم پایین در مقابل شرکت‌های با اهرم بالا. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد، ضریب واکنش سود برای شرکت‌های مبتنی بر سهام (بدونِ بدهی) و شرکت‌های با اهرم پایین، بزرگتر است.

بر اساس مطالعات صورت‌گرفته، دلیل اصلی محدودبودن قدرت توضیحی سودهای گزارش‌شده، محتوای اطلاعاتی پایین آن‌ها و محتوای اطلاعاتی پایین سودهای گزارش‌شده به‌دلیل پایین‌بودن قابلیت اتکای آنهاست. اگر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی در شرکت‌ها به صورت قانونمند اعمال شود، قابلیت اتکای سود افزایش می‌یابد و سهامداران به سودهایی که شرکت‌های مذکور اعلام کرده‌اند، اتکا می‌کنند و واکنش مناسب در قبال آن نشان خواهند داد که این موضوع در قیمت بازار سهام شرکت‌های مذکور منعکس خواهد شد [۱].

آن [۱۲] به بررسی رابطهٔ ریسک نکول و ضریب واکنش سود در ۱۲۸ شرکت کره‌ای پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار طی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۷ پرداخت. وی در این پژوهش از معیار اهرم مالی برای اندازه‌گیری ریسک نکول استفاده کرد و برای این آزمون اثر بتا بازار و نسبت رشد شرکت‌ها را بر ضریب واکنش سود مهار کرد. یافته‌های پژوهش نشان داد، بین ریسک نکول و ضریب واکنش سود رابطهٔ منفی وجود دارد.

زکریا و همکاران [۳۴]، با استفاده از یک نمونه، شامل ۳۳۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس مالزی، بررسی کردن که آیا ریسک نکول تأثیری بر ضریب واکنش سود هنگام کنترل عوامل تشکیل‌دهندهٔ ضریب واکنش سود – بتا، رشد، پایداری سود و اندازه – دارد. نتایج این پژوهش نشان داد، رابطهٔ

Archive of SID

www.SID.ir

منفی و معناداری بین بتا و ضریب واکنش سود وجود دارد. همچنین رابطهٔ مثبت و معناداری بین هر یک از عوامل پایداری سود، رشد و اندازه با ضریب واکنش سود وجود دارد. آنها در این پژوهش نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام را مقیاسی از ریسک نکول در نظر گرفتند و نتایج گویای رابطهٔ منفی و معنادار ریسک نکول با ضریب واکنش سود بود.

کیم [۲۸] در مطالعه‌ای، اثر ریسک نکول بر ضریب واکنش سود ۱۱۴ شرکت کره‌ای را طی سال‌های ۱۹۹۸– ۱۹۸۴ بررسی کرد. وی از انتشار و بازخرید اوراق قرضه، به منزلهٔ مقیاس ریسک نکول استفاده کرد. نتایج نشان داد، ریسک نکول و ضریب واکنش سود رابطهٔ منفی و ضعیفی با یکدیگر دارند. وی بیان کرد، ممکن است انتشار و بازخرید اوراق قرضه، مقیاس خوبی برای ارزیابی اثر ریسک نکول بر ضریب واکنش سود نباشد.

دالیوال و رینولدز [۲۳] و کیم و همکاران [۲۸] در دو پژوهش جداگانه عنوان کردند، علاوه بر ریسک نظام‌مند، ریسک نکول نیز باعث کاهش ضریب واکنش سود می‌شود. آنان برای اندازه‌گیری ریسک نکول از رتبه‌بندی اوراق قرضه استفاده کردند و با کنترل عوامل ریسک نظام‌مند و ثبات روند سودآوری، اثبات کردند ریسک نکول نیز ممکن است به شکل منفی بر ضریب واکنش سود مؤثر باشد.

شمس‌زاده و همکاران [۷] در پژوهش خود به بررسی رابطه بین رشد سود و بازده سهام با استفاده از مدل سود باقی‌مانده پرداختند و به این نتیجه رسیدند که بین رشد سود و بازده جاری و آتی سهام، رابطهٔ مثبت و معنادار وجود دارد.

ابراهیمی‌کردلر و محمدی‌شاد [۲] با کنترل ریسک نظام‌مند و فرصت رشد، به بررسی رابطه بین ریسک نکول و ضریب واکنش سود پرداختند. شواهد پژوهش بیانگر آن است که بین ریسک نکول و ضریب واکنش سود رابطهٔ منفی و معناداری وجود دارد.

حسن‌زاده و همکاران [۲۶] در یک مطالعهٔ تجربی در ایران به شناسایی عوامل مؤثر بر ضریب واکنش سود پرداختند. در این پژوهش آن‌ها ۲۰۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را برای دورهٔ زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ بررسی کردند. یافته‌های پژوهش نشان داد، ضریب واکنش سود با کیفیت سود و فرصت‌های رشد و سوددهی رابطهٔ مستقیم و مثبت دارد و با ریسک نظام‌مند، رابطهٔ منفی و معکوس و با اهرم مالی هیچ رابطه‌ای ندارد.

ستایش و ابراهیمی [۶] به بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر محتوای اطلاعاتی سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش از ضریب واکنش سود به‌عنوان معیار سنجش محتوای اطلاعاتی استفاده شده است. در این راستا تأثیر متغیرهای تمرکز مالکیت، مالکیت مدیریتی، مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی، ترکیب هیأت‌مدیره و اندازهٔ هیأت‌مدیره بر ضریب واکنش سود بررسی شد. یافته‌های پژوهش نشان داد، محتوای اطلاعاتی سود با تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی رابطهٔ مثبت و معناداری دارد. در این پژوهش، شواهدی دالّ بر وجود رابطهٔ معنادار بین متغیرهای مالکیت مدیریتی، مالکیت شرکتی، ترکیب هیأت‌مدیره و اندازهٔ هیأت‌مدیره با محتوای اطلاعاتی سود یافت نشد.

Archive of SID

www.SID.ir

خواجوی و همکاران [۴] در پژوهش خود طی دورهٔ زمانی ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۷ قدرت توضیح‌دهندگی اطلاعات حسابداری (محتوای اطلاعاتی سود) را با استفاده از مدل بازده و مدل قیمت بررسی کردند. نتایج تخمین مدل قیمت نشان داد، محتوای اطلاعاتی سود هر سهم بیشتر از ارزش دفتری هر سهم است. همچنین نتایج تخمین مدل بازده نشان داد که نسبت تغییرات سود هر سهم به قیمت، در مقایسه با نسبت سود هر سهم به قیمت دارای محتوای اطلاعاتی کمتری است.

خوش‌طینت و فلاح جوشقانی [۵] به بررسی تأثیر اهرم مالی بر ضریب واکنش سود پرداختند. آن‌ها در مطالعهٔ خود با استفاده از رویکرد ترازنامه‌ای، دو تعریف از اهرم مالی ارائه کردند؛ اولی عبارت بود از ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها و دومی هم عبارت بود از ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام. بررسی تنها فرضیهٔ پژوهش به کمک تجزیه و تحلیل رگرسیون در دوره زمانی ۱۳۸۳- ۱۳۷۹ نشان داد، در تعریف نخست از اهرم در سطح کل نمونه و در تعریف دوم از اهرم در سطح بالای اهرم، بین اهرم مالی و ضریب واکنش سود رابطهٔ منفی وجود دارد؛ ولی در تعریف نخست از اهرم در سطح پایین اهرم و در تعریف دوم در سطح کل نمونه و در سطح پایین اهرم بین اهرم مالی و ضریب واکنش سود رابطهٔ معناداری مشاهده نشد.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیهٔ اصلی یک: ریسک نکول بر ضریب واکنش سود تأثیر منفی و معنادار دارد.

فرضیهٔ اصلی دو: ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر شدت اثرگذاری ریسک نکول بر ضریب واکنش سود **تأثیر** معنادار دارد.

در فرضیهٔ اصلی دو تأثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی؛ نوع حسابرس، تمرکز مالیکت، استقلال هیأت‌مدیره و مالکیت نهادی بر شدت اثرگذاری ریسک نکول بر ضریب واکنش سود مدنظر است؛ بنابراین فرضیه‌های فرعی به صورت زیر بیان می‌شود:

فرضیهٔ فرعی یک: اثر منفی ریسک نکول بر ضریب واکنش سود، در صورت دولتی بودن حسابرس کاهش خواهد یافت.

فرضیهٔ فرعی دو: اثر منفی ریسک نکول بر ضریب واکنش سود، با افزایش تمرکز مالکیت، کاهش خواهد یافت.

فرضیهٔ فرعی سه: اثر منفی ریسک نکول بر ضریب واکنش سود، با افزایش استقلال هیأت‌مدیره، کاهش خواهد یافت.

فرضیهٔ فرعی چهار: اثر منفی ریسک نکول بر ضریب واکنش سود، با افزایش مالکیت نهادی، کاهش خواهد یافت.

روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ طبقه‌بندی بر حسب روش، از نوع توصیفی است. همچنین از میان انواع پژوهش‌های توصیفی، از نوع همبستگی است؛ یعنی پژوهشگر درصدد یافتن رابطهٔ علت و معلولی بین متغیرها و همچنین تعیین شدت و نوع رابطه است؛ چرا که در این پژوهش ارتباط بین ریسک نکول و ضریب واکنش سود با تأکید بر متغیرهای حاکمیت شرکتی مطالعه می‌شود.

Archive of SID

www.SID.ir

روش و ابزار گردآوری اطلاعات

در خصوص ادبیات موضوع و بررسی پیشینهٔ پژوهش، از روش مطالعات کتابخانه‌ای و جست‌وجوی اینترنتی استفاده شده است و داده‌ها از صورت‌های مالی حسابرسی‌شده و یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی شرکت‌های مندرج در سایت سازمان بورس اوراق بهادار سایت‌های اینترنتی، نظیر سایت کدال، نرم‌افزارهای موجود در این زمینه، نظیر نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج شده است.

روش تجزیه و تحلیل اطلاعات

به‌منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها و انجام آزمون فرضیه‌های پژوهش حاضر از روش تحلیل همبستگی استفاده شده است؛ بنابراین پس از اجرای مرحلهٔ مطالعات کتابخانه‌ای و استخراج اطلاعات کافی از نمونه‌ها و محاسبهٔ ارزش متغیرها، با استفاده از نرم‌افزارهای Excel 2013 (به‌منظور جمع‌آوری داده‌ها)، Eviews 8 (برای آزمون پانل‌دیتا) و Stata 12 (به‌منظور انجام ناهمسانی واریانس‌ها و آزمون خودهمبستگی) به تجزیه و تحلیل یافته‌ها و آزمون فرضیه‌ها پرداخته شده است.

تعریف عملیاتی متغیرها

با توجه به پرسش اصلی پژوهش و بر اساس مطالعات انجام‌شده، متغیر مستقل اصلی پژوهش حاضر، ریسک نکول است. در این پژوهش از شاخص فالمر [۲۴] برای سنجش ریسک نکول استفاده شده است. نحوهٔ اندازه‌گیری شاخص فالمر نیز به شرح رابطهٔ (۱) است:

$$F = 5.52x_{1\,i,\,t} + 0.212x_{2\,i,\,t} + 0.073x_{3\,i,t} + 1.27x_{4\,i,t} - 0.12x_{5\,i,t} + 2.335x_{6\,i,t} + 0.575x_{7\,i,t} + 1.082x_{8\,i,t} + 0.894x_{9\,i,t} - 6.075 \quad \text{رابطهٔ (۱)}$$

نگارهٔ ۱. متغیرهای شاخص فالمر

نماد	شرح متغیرها
x_1	سود انباشته به کل دارایی‌های شرکت i در پایان سال t
x_2	فروش به کل دارایی‌های شرکت i در پایان سال t
x_3	سود قبل از کسر مالیات به حقوق صاحبان سهام شرکت i در پایان سال t
x_4	خالص جریانات نقدی عملیاتی به کل بدهی‌های شرکت i در پایان سال t
x_5	بدهی به کل دارایی‌های شرکت i در پایان سال t
x_6	بدهی جاری به کل دارایی‌های شرکت i در پایان سال t
x_7	لگاریتم کل دارایی‌های مشهود شرکت i در پایان سال t
x_8	سرمایه در گردش به کل بدهی‌های شرکت i در پایان سال t
x_9	لگاریتم سود قبل از بهره و مالیات به هزینه بهرهٔ شرکت i در پایان سال t

[1] www.seo.i

[2] www.codal.ir

Archive of SID

www.SID.ir

بازده غیرعادی[1]: متغیر وابسته در رگرسیون سود و بازده، بازده غیرعادی است که به کمک بازده غیرعادی انباشته[2] (CAR) برآورد می‌شود. بازده غیرعادی سهام، از تفاوت بین بازده واقعی و بازده مورد انتظار به‌دست می‌آید و مجموع آن طی یک سال برابر بازده غیرعادی انباشته می‌شود. یا به‌عبارتی دیگر، بازده غیرعادی انباشته، برابر مجموع نرخ بازدهی است که شرکت، مازاد بر نرخ بازده مورد انتظار در یک سال کسب کرده است. بازده مورد انتظار به کمک مدل بازار شارپ (۱۹۶۳) از طریق رابطهٔ (۲) تخمین زده می‌شود:

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}$$ رابطهٔ (۲)

$E(R_{it})$: بازده مورد انتظار سهم i در دوره t،

$\hat{\alpha}_i$ و $\hat{\beta}_i$: شاخص‌های برآوردی برای الگوی بازار،

R_{mt}: بازده واقعی پرتفوی بازار در دورهٔ t.

شاخص‌های مذکور بر مبنای داده‌های تاریخی برای ۶۰ ماه برآورد می‌شود. چنانچه تعداد داده‌های موجود برای تخمین رگرسیون رابطهٔ (۳) از ۳۰ کمتر باشد، شرکت از نمونه حذف می‌شود [۲۸ و ۲۶]؛ برای مثال بازده مورد انتظار سال ۸۸ از طریق بازده ماهیانه از فروردین ۸۳ تا اسفند ۸۷ (۶۰ ماه) تخمین زده شده است. برای این کار ابتدا β تاریخی محاسبه شده و سپس α از طریق تفاضل متوسط بازدهی سهام از حاصل‌ضرب بتا در متوسط بازدهی بازار تعیین شده است.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$ رابطهٔ (۳)

که در آن: R_{it}: برابر بازده شرکت i؛ R_m: برابر با بازده بازار.

بازده سهام i در دوره t، با توجه به بازده بازار در دوره t، برابر با $\alpha_i + \beta_i R_{mt}$ است. خطا ε_{it} برابر است با تفاوت میان بازده واقعی سهام i در دوره t و بازده مورد انتظار آن. در هر دوره‌ای، مقدار خطا ممکن است مثبت و یا منفی باشد.

متغیر مستقل مدل سود و بازده، سود غیرمنتظره[3] است. سود غیرمنتظره برابر است با تفاوت سود هر سهم در سال جاری (t) با سود هر سهم در سال گذشته (t −۱) و برای مقیاس‌شدن، بر قیمت سهام در پایان دورهٔ گذشته تقسیم می‌شود [۱۴و ۲۶ و ۲۷].

متغیر وابسته

متغیر وابسته در این پژوهش ضریب واکنش سود است. ضریب واکنش سود اثر سود غیرمنتظره بر بازار سهام است؛ بنابراین برای اندازه‌گیری ضریب واکنش سود، از رابطهٔ تخمین‌زده شده بین بازده غیرعادی سهام و جزء غیرمنتظرهٔ سود استفاده می‌شود؛ یعنی رابطهٔ (۴):

$$UR = ERC \times (UX / P)$$ رابطهٔ (۴)

بنابراین اگر ضریب واکنش سود(ERC) با متغیرهای $X_1 , X_2 , \dots , X_n$ تخمین زده شود، در آن صورت طبق رابطهٔ (۵) خواهیم داشت [۳۳ و ۱۸]:

$$UR=f(X_1,X_2, \dots ,X_n) \times (UX/P)$$ رابطهٔ (۵)

که در رابطهٔ (۴) و (۵):

UR: بازده غیرعادی هر سهم UX/P: سود غیرمنتظره تقسیم بر قیمت هر سهم

$X_1 , X_2 , \dots , X_n$: عوامل تعیین‌کنندهٔ ضریب واکنش سود؛ P: قیمت هر سهم

[1] Unexpected Return
[2] Cumulative Abnormal Return(CAR)
[3] Unexpected Earnings

Archive of SID

www.SID.ir

ضریب (UX/P) × X_i در رگرسیون UR روی X_i} {(UX/P)×}، نشان‌دهندهٔ اثر X_i بر ERC است [۱۴، ۲۲،۲۴].

روش رگرسیون معکوس یکی از رویکردهای فراگیری است که در تحلیل روابط بین بازده و سود حسابداری، برای کاهش خطای ناشی از اندازه‌گیری سود غیرمنتظره استفاده می‌شود؛ بنابراین مطابق پژوهش‌های پژوهشگرانی همچون بیور و همکاران [۱۴]، کورمندی و لایپ [۳۰]، دالیوال و رینولدز [۲۳]، در این پژوهش نیز از رگرسیون معکوس استفاده شده است؛ به این صورت که اثر عامل X_i به کمک رگرسیون نشان داده شده در رابطهٔ (۶) تخمین زده می‌شود [۳۳ و ۱۸]:

$$UX/P = [1 / f(X_1, X_2, \dots, X_n)] / UR \quad \text{رابطهٔ (۶)}$$

یعنی معادلهٔ رگرسیون به صورت رابطهٔ (۷) است:

$$UX / P = \alpha_0 + \alpha_1 UR + \alpha_2\, UR \times X_1 + \alpha_3 UR \times X_2 + \dots + \alpha_{n+1}\, UR \times X_n + \varepsilon \quad \text{رابطهٔ (۷)}$$

نکتهٔ شایان اهمیت این است که در این شکل، آزمون ضرایب با معکوس ضریب واکنش سود یا ضریب واکنش بازده (RRC) ارتباط دارند؛ بنابراین اگر ضریب UR × X_i منفی و معنادار باشد، به این معناست که X_i با ضریب واکنش سود رابطهٔ مثبت و معنادار دارد [۳۳] .

متغیرهای تعدیل‌کننده

تمرکز مالکیت[1]: در این پژوهش به‌منظور محاسبهٔ نسبت تمرکز مالکیت از شاخص هرفیندال – هیرشمن[2] (HHI) و برای درصد مالکیت بزرگتر و مساوی ۵٪ استفاده شده است که برابر است با مجموع مربعات نسبت سرمایه نگهداری‌شده به‌وسیلهٔ هر یک از سهامداران به کل سهام [۴ و ۶]. دلیل انتخاب ۵٪ نیز این است که برخی از شرکت‌های بررسی‌شده، میزان مالکیت کمتر از ۵٪ را در گزارش‌های مالی خود افشا نکرده‌اند؛ بنابراین با توجه به کم اهمیت بودن درصدهای کمتر از ۵٪ و در راستای همگن‌شدن نحوهٔ اندازه‌گیری در خصوص همهٔ شرکت‌ها، درصد مالکیت بزرگتر و مساوی ۵٪ در محاسبهٔ فرمول‌ها لحاظ شده است [۸ و ۹]. فرمول شاخص هرفیندال– هیرشمن به صورت زیر است:

$$HHI = \sum_{i=1}^{n} (SHARE_{i,j})^2 \quad \text{رابطهٔ (۸)}$$

که در این رابطه $SHARE_{i,j}$ درصد سهام تحت تملک سهام i در شرکت j است.

مالکیت نهادی[3]: سرمایه‌گذاران نهادی شامل بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و سایر مؤسسه‌هایی هستند که به خرید و فروش حجم بالایی از اوراق می‌پردازند [۱۶]. علاوه بر این، مطابق با تعریف بند ۲۷ ماده ۱ قانون اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، از سرمایه‌گذاران نهادی، هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد و یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار را خریداری کند، نیز جزو این گروه از سرمایه‌گذاران محسوب می‌شوند؛ بنابراین با مراجعه به یادداشت‌های همراه در صورت‌های مالی و از طریق بررسی ساختار مالکیت شرکت‌ها میزان درصد مالکیت سهامداران نهادی از سهام در هر شرکت، مشخص گردیده است.

استقلال هیأت‌مدیره[4]: در پژوهش حاضر مقدار این متغیر از تقسیم تعداد اعضای غیرموظف

[1] Ownership concentration
[2] Herfindahl - Hirschman
[3] Institutional ownership
[4] Board Independence

Archive of SID

www.SID.ir

هیأت‌مدیره شرکت‌ها برتعداد کل اعضای هیأت‌مدیره محاسبه می‌شود [۵].

درصد اعضای غیرموظف = اعضای غیر موظف هیأت مدیره / کل اعضای هیأت مدیره

نوع حسابرس[1]: برای اندازه‌گیری نوع حسابرس از یک متغیر مجازی دووجهی صفر و یک استفاده شد؛ بدین معنا که به شرکت‌هایی که سازمان حسابرسی، حسابرسی کرده، عدد ۱ و به سایر شرکت‌ها که مؤسسه‌ای غیر سازمان حسابرسی، حسابرسی کرده است، عدد صفر اختصاص داده شده است [۲].

متغیرهای کنترلی

ریسک نظام‌مند (β): بتای سهام، به کمک رگرسیون بازده شرکت و بازار هم‌زمان با برآورد بازده غیرعادی انباشته برای ۶۰ ماه محاسبه شده است.

نرخ فرصت‌های رشد: این مقیاس در بسیاری از مطالعات مربوط به ضریب واکنش سود استفاده شده است و از طریق نسبت ارزش بازار سهام شرکت به ارزش دفتری سهام شرکت اندازه‌گیری می‌شود [۱۸ و ۲۸]. در پژوهش حاضر این متغیر به همین روش اندازه گرفته شده است.

مدل‌های آزمون فرضیه‌های پژوهش

مدل آزمون فرضیه‌ها با افزودن مقیاسی از ریسک نکول (DR) به مجموعه $\{X_i\}$ و تخمین رگرسیون در مدل‌های زیر سنجیده می‌شود:

فرضیهٔ اصلی یک: ریسک نکول بر ضریب واکنش سود تأثیر منفی و معنادار دارد.

مدل آزمون فرضیهٔ اصلی یک [۳۳]:

$$UX_{it}/P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 UR_{it} + \alpha_2 UR_{it} \times DR_{it} + \alpha_3 UR_{it} \times BETA_{it} + \alpha_4 UR_{it} \times GROWTH_{it} + \varepsilon_{it}$$

رابطهٔ (۹)

که در آن:

UX / P: سود غیرمنتظره تقسیم بر قیمت هر سهم، UR: بازده غیرعادی هر سهم، DR: ریسک نکول، BETA: ریسک نظام‌مند (β) و GROWTH: نرخ فرصت‌های رشد.

اگر $\alpha_2 < 0$ و معنادار باشد، مبین آن است که ریسک نکول بر ضریب واکنش سود تأثیر منفی و معنادار دارد.

فرضیهٔ اصلی دو: ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر شدت اثرگذاری ریسک نکول بر ضریب واکنش سود تأثیر معنادار دارد.

مدل آزمون فرضیهٔ اصلی دو [۳۳]:

$$UX_{it}/P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 UR_{it} + \alpha_2 UR_{it} \times DR_{it} + \alpha_3 UR_{it} \times DR_{it} \times CG_{it} + \alpha_4 UR_{it} \times CG_{it} + \alpha_5 UR_{it} \times BETA_{it} + \alpha_6 UR_{it} \times GROWTH_{it} + \varepsilon_{it}$$

رابطهٔ (۱۰)

که در آن:

UX / P: سود غیرمنتظره تقسیم بر قیمت هر سهم، UR: بازده غیرعادی هر سهم، DR: ریسک نکول، CG: ویژگی‌های حاکمیت شرکتی، BETA: ریسک نظام‌مند (β) و GROWTH: نرخ فرصت‌های رشد.

اگر $\alpha_3 < 0$ و معنادار باشد، مبین آن است که ویژگی‌های حاکمیت شرکتی از تأثیر منفی ریسک نکول بر ضریب واکنش سود می‌کاهد.

فرضیهٔ فرعی یک، فرضیهٔ اصلی دو: اثر منفی ریسک نکول بر ضریب واکنش سود، با افزایش تمرکز مالکیت، کاهش خواهد یافت.

$$UX_{it}/P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 UR_{it} + \alpha_2 UR \times DR_{it} + \alpha_3 UR \times DR \times OWNCON_{it} + \alpha_4 UR \times OWNCON_{it} + f(\text{control variables}) + \varepsilon_{it}$$

رابطهٔ (۱۱)

[1] Auditor Type

Archive of SID

www.SID.ir

که در آن:

OWNCON: تمرکز مالکیت

اگر $\alpha_3 < 0$ و معنادار باشد، مبین آن است کـه بـا افزایش تمرکز مالکیت از تأثیر منفی ریسک نکول بـر ضریب واکنش سود کاسته می‌شود.

فرضیهٔ فرعی دو، فرضیهٔ اصلی دو: اثر منفی ریسک نکول بر ضریب واکنش سود، با افزایش مالکیت نهادی، کاهش خواهد یافت.

$$UX_{it}/P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 UR_{it} + \alpha_2 UR_{it} \times DR_{it} + \alpha_3 UR_{it} \times DR_{it} \times INSOWN_{it} + \alpha_4 UR_{it} \times INSOWN_{it} + f(\text{control variables}) + \varepsilon_{it}$$

رابطهٔ (۱۲)

که در آن:

INSOWN: مالکیت نهادی

اگر $\alpha_3 < 0$ و معنادار باشد، مبین آن است کـه بـا افزایش مالکیت نهادی از تأثیر منفی ریسک نکول بـر ضریب واکنش سود کاسته می‌شود.

فرضیهٔ فرعی سه، فرضیهٔ اصلی دو: اثر منفی ریسک نکول بر ضریب واکنش سود، با افزایش استقلال هیأت‌مدیره، کاهش خواهد یافت.

$$UX_{it}/P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 UR_{it} + \alpha_2 UR_{it} \times DR_{it} + \alpha_3 UR_{it} \times DR_{it} \times BRDIND_{it} + \alpha_4 UR_{it} \times BRDIND_{it} + f(\text{control variables}) + \varepsilon_{it}$$

رابطهٔ (۱۳)

که در آن:

BRDIND: استقلال هیأت‌مدیره

اگر $\alpha_3 < 0$ و معنادار باشد، مبین آن است که با افزایش استقلال هیأت‌مدیره از تأثیر منفی ریسک نکول بر ضریب واکنش سود کاسته می‌شود.

فرضیه فرعی چهار، فرضیهٔ اصلی دو: اثر منفی ریسک نکول بر ضریب واکنش سود، در صورت دولتی‌بودن حسابرس کاهش خواهد یافت.

$$UX_{it}/P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 UR_{it} + \alpha_2 UR_{it} \times DR_{it} + \alpha_3 UR_{it} \times DR_{it} \times AUD_{it} + \alpha_4 UR_{it} \times AUD_{it} + f(\text{control variables}) + \varepsilon_{it}$$

رابطهٔ (۱۴)

که در آن:

AUD: نوع حسابرس

جامعه و نمونهٔ آماری

جامعهٔ آماری این پژوهش شامل کلیهٔ شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، بین بازهٔزمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ است و روش نمونه‌گیری این پژوهش، روش غربالگری است. بدین ترتیب شرکت‌های جامعهٔ آماری که این شرایط را داشتند، به‌عنوان نمونهٔ آماری انتخاب و بقیه حذف شده‌اند. نمونهٔ انتخابی شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران خواهد بود که شرایط زیر را داشته باشند:

۱. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بانک‌ها، املاک و بیمه‌ها نباشد؛ زیرا این شرکت‌ها ماهیت و طبقه‌بندی اقلام صورت‌های مالی متفاوتی دارند.

۲. قبل از سال ۱۳۸۸ در بورس پذیرفته‌شده باشند.

۳. به‌دلیل کنترل اثر زمان پایان سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند باشد.

۴. داده‌های مورد نیاز برای کلیهٔ دوره‌ها از شرکت در دسترس باشد.

۵. حداقل تعداد دادهٔ مورد نیاز برای تخمین بازده مورد انتظار سهام و بتا در دسترس باشد.

۶. بیش از شش ماه وقفهٔ معاملاتی نداشته باشد.

برای افزایش دقت اندازه‌گیری، داده‌های پرت از نمونه حذف شد و با توجه محدویت‌های فوق،

Archive of SID

www.SID.ir

۹۳ شرکت و در مجموع ۴۶۵ شرکت – سال (۴۶۵ = ۹۳ × ۵) به عنوان نمونهٔ مورد بررسی انتخاب شد.

یافته‌های پژوهش

بررسی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

با توجه به مقادیر به‌دست آمده در نگارهٔ (۲) می‌توان گفت متغیر «مالکیت نهادی» دارای کمترین ضریب تغییرات معادل ۰/۲۵۲ بود؛ بنابراین دارای بیشترین ثبات و پایداری طی دورهٔ ۵ ساله است و همچنین متغیر «سود غیرمنتظره» دارای بیشترین ضریب تغییرات بود (۵/۰۶۸) و در نتیجه کمترین پایداری را در بین متغیرهای پژوهش دارد. همچنین یکی از مهمترین استفاده‌هایی که می‌توان از نماگر آمار توصیفی داشت، قضاوت در مورد نرمال یا غیرنرمال بودن داده‌هاست. با استفاده از مقادیر ارائه‌شده برای چولگی و کشیدگی متغیرها می‌توان به نرمال‌بودن یا غیرنرمال نبودن توزیع داده‌ها پی برد، اما آزمون جارک‌برا آزمونی است که برای این بررسی بیشتر عمومیت دارد و همان‌طور که در نگارهٔ (۲) مشاهده می‌شود، سطح معناداری در هر کدام از متغیرها، همگی کمتر از ۵ درصد است، پس فرضیهٔ H_0 (نرمال‌بودن توزیع) رد می‌شود و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت این متغیرها دارای توزیع نرمال نیستند. مادامی که اندازهٔ نمونه به حد کافی بزرگ باشد، نقض فرض نرمال‌بودن جزء خطا، مشکلی در برازش ایجاد نمی‌کند [۱۵]. با وجود این، بر اساس قضیهٔ حد مرکزی، ضرایب در داده‌های با تعداد مشاهدات بالا نرمال محسوب می‌شوند، هر چند توزیع اجزا نرمال نباشد [۲۴]. در این پژوهش نیز از آنجا که تعداد داده‌ها از ۴۶۵ شرکت – سال تشکیل شده است، مشکلی در این مورد وجود نخواهد داشت.

نگارهٔ ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	انحراف معیار	ضریب تغییرات	چولگی	کشیدگی	جارک برا	سطح معناداری
سود غیرمنتظره	۰/۰۳۳	۰/۱۶۸	۵/۰۶۸	۰/۹۵۷	۶/۷۹۱	۳۴۹/۶	۰/۰۰۰۰
بازده غیرعادی	۰/۱۳۴	۰/۶۳۵	۴/۷۲۰	۰/۷۱	۳/۴۶۸	۴۳/۳۸	۰/۰۰۰۰
شاخص فالمر	۰/۳۳۹	۰/۴۷۴	۱/۳۹۵	۰/۶۷۶	۱/۴۵۷	۸۱/۵۵۸	۰/۰۰۰۰
تمرکز مالکیت	۰/۳۲۹	۰/۱۹۶	۰/۵۹۶	۰/۶۷۰	۳/۳۰۱	۳۶/۵۸۱	۰/۰۰۰۰
مالکیت نهادی	۰/۷۶۸	۰/۱۹۳	۰/۲۵۲	−۱/۷۹	۶/۳۵۷	۴۶۶/۹۶۲	۰/۰۰۰۰
استقلال هیأت‌مدیره	۰/۶۷۶	۰/۱۹۲	۰/۲۸۴	−۰/۳۴۹	۲/۹۹۲	۹/۴۸۴	۰/۰۰۸۷
بتا	۰/۴۷۴	۰/۴۷۶	۱/۰۰۵	۰/۷۳۳	۳/۷۲۳	۵۱/۸۳۵	۰/۰۰۰۰
فرصت رشد	۲/۲۳۲	۱/۶۵۷	۰/۷۴۲۱	۰/۳۰۵	۱۸/۴۷۵	۴۶۴۷/۳۴۷	۰/۰۰۰۰

منبع : یافته‌های پژوهش

Archive of SID

www.SID.ir

بررسی مانایی متغیرهای پژوهش

برای بررسی مانایی متغیرها از آزمون ریشه واحد از نوع «لین، لیون و چاو» و «هادری» استفاده شده است. با توجه به سطح معناداری هر یک از این آزمون‌ها، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، باید گفت متغیرهای وابسته، مستقل، تعدیل‌گر و کنترلی طی دورهٔ پژوهش پایا هستند. با مانابودن متغیرها می‌توان نتیجه گرفت، مدل طراحی‌شده برای فرضیه‌ها دارای مشکل رگرسیون کاذب نخواهند بود.

نگارهٔ ۳. آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	آزمون لین، لیون و چاو (Levin, Lin & Chu)		آزمون هادری (Hadri)		نتیجه
	آماره F	احتمال	آماره F	احتمال	
سود غیرمنتظره	-۸/۵۰۶۹۵	۰/۰۰۰۰	۸۶/۵۵۳۴	۰/۰۰۰۰	ماناست
بازده غیرعادی انباشته	-۹/۰۹۶۷۱	۰/۰۰۰۰	۷۸/۵۵۷۰	۰/۰۰۰۰	ماناست
شاخص فالمر	-۱۳/۴۷۳۶	۰/۰۰۰۰	۷۵/۴۹۷۷	۰/۰۰۰۰	ماناست
نوع حسابرس	-۱۱/۵۶۷۰	۰/۰۰۰۰	۵۴/۸۷۵۱	۰/۰۰۰۰	ماناست
تمرکز مالکیت	-۴۶۲/۰۱۹	۰/۰۰۰۰	۹۶/۳۱۹۹	۰/۰۰۰۰	ماناست
استقلال هیأت‌مدیره	-۲۲/۳۷۳۷	۰/۰۰۰۰	۶۸/۸۷۸۶	۰/۰۰۰۰	ماناست
مالکیت نهادی	-۴۸۱۳/۱۰	۰/۰۰۰۰	۹۷/۵۵۹۷	۰/۰۰۰۰	ماناست
بتا	-۷/۷۸۸۰۱	۰/۰۰۰۰	۹۳/۵۷۴۹	۰/۰۰۰۰	ماناست
فرصت رشد	-۳۰/۳۱۵۴	۰/۰۰۰۰	۹۷/۱۹۳۷	۰/۰۰۰۰	ماناست

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون F لیمر برای تشخیص تلفیقی یا ترکیبی‌بودن

در این پژوهش، برای تشخیص انتخاب بین تلفیقی (pooled) یا ترکیبی (panel) بودن فرضیه‌های پژوهش از آزمون F لیمر استفاده شده است. احتمال آماره آزمون F لیمر برای همهٔ فرضیه‌ها بیانگر تلفیقی‌بودن آنهاست و به همین دلیل نیازی به آزمون هاسمن برای تشخیص ثابت یا تصادفی‌بودن مدل نیست.

نگارهٔ ۴. نتایج آزمون F لیمر

	فرضیه‌ها	F لیمر		تعیین مدل	هاسمن		تعیین الگو
		F	P-Value		Chi - square	P-Value	
	فرضیهٔ اصلی اول	۰/۸۴۷۱۸۴	۰/۸۳۰۲	pooled	-	-	-
فرضیهٔ اصلی دوم	فرضیهٔ فرعی یک	۰/۸۴۴۳۹۲	۰/۸۳۴۹	pooled	-	-	-
	فرضیهٔ فرعی دو	۰/۸۷۸۲۹۲	۰/۷۷۱۱	pooled	-	-	-
	فرضیهٔ فرعی سه	۰/۸۳۷۶۴۶	۰/۸۴۶۳	pooled	-	-	-
	فرضیهٔ فرعی چهار	۰/۸۴۹۶۳۴	۰/۸۲۵۸	pooled	-	-	-

منبع: یافته‌های پژوهش

Archive of SID

www.SID.ir

آزمون ناهمسانی واریانس‌ها و خودهمبستگی

نتایج بررسی آزمون ناهمسانی واریانس‌ها نشان می‌دهد، سطح معناداری کمتر از ۵ درصد بوده است؛ بنابراین فرض صفر رد می‌شود، به این معنا که برای آزمون نهایی باید از آزمون حداقل مربعات تعمیم‌یافتهٔ تخمینی (EGLS) استفاده کرد. همچنین هیچ‌کدام از فرضیه‌های پژوهش مشکل خودهمبستگی ندارند؛ چون سطح معناداری در همهٔ فرضیه‌ها بیشتر از سطح خطای ۵ درصد است.

آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیهٔ اصلی اول: ریسک نکول بر ضریب واکنش سود تأثیر منفی و معنادار دارد.

نتایج مربوط به آزمون فرضیهٔ یک در نگارهٔ (۵) نشان می‌دهد با احتمال آماره F (۰/۰۰۰۰) مدل در حالت کلی معنادار بوده است و با توجه به آماره دوربین واتسون (۲/۲۲۹)، مشکل خودهمبستگی نیز ندارد. علاوه بر این ضریب تعیین تعدیل‌شده نشان می‌دهد، در دورهٔ پژوهش (۰/۳۹۸) از تغییرات متغیر وابسته (سود غیرمنتظره) تحت تأثیر متغیرهای مستقل و کنترلی بوده است. همچنین نتایج نشان می‌دهد، ضریب بازده غیرعادی در ریسک نکول (CAR × DR) برابر با (۰/۰۵۶۸۵۴) مثبت و با احتمال (۰/۰۰۰۰) معنادار نیز است. در نتیجه فرضیهٔ اول تأیید می‌شود. ضریب بازده غیرعادی در بتا (CAR×BETA) برابر با (۰/۰۶۵۸۲۲) مثبت و با احتمال (۰/۰۰۰۰) معنادار است. ضریب بازده غیرعادی در فرصت رشد (CAR×GROWTH) برابر با (۰/۰۰۴۱۴۲) مثبت و با احتمال (۰/۲۰۶۴) معنادار نیست. در نتیجه رابطه‌ای بین فرصت رشد و ضریب واکنش سود وجود ندارد.

نگارهٔ ۵. نتایج آزمون فرضیهٔ اصلی یک پژوهش

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
CAR	۰/۰۳۶۱۲۵	۰/۰۱۶۳۴۱	۲/۲۱۰۷۳۹	۰/۰۲۷۵
CAR × DR	۰/۰۵۶۸۵۴	۰/۰۱۲۹۹۳	۴/۳۷۵۵۹۸	۰/۰۰۰۰
CAR×BETA	۰/۰۶۵۸۲۲	۰/۰۱۴۶۰۶	۴/۵۰۶۳۹۹	۰/۰۰۰۰
CAR×GROWTH	۰/۰۰۴۱۴۲	۰/۰۰۳۲۷۳	۱/۲۶۵۱۸۴	۰/۲۰۶۴
ضریب تعیین			۰/۴۰۳۲۷۷	
ضریب تعیین تعدیل‌شده			۰/۳۹۸۰۸۹	
آماره دوربین واتسون			۲/۲۲۹۲۹۲	
آماره F			۷۷/۷۱۹۳۷	
احتمال آماره F			۰/۰۰۰۰۰۰	

منبع: یافته‌های پژوهش

فرضیهٔ فرعی یک، فرضیهٔ اصلی دو: اثر منفی ریسک نکول بر ضریب واکنش سود، با افزایش تمرکز مالکیت، کاهش خواهد یافت.

با توجه به نگارهٔ (۶)، سطح معناداری متغیر بازده غیرعادی در تمرکز مالکیت (CAR × OWN)، برابر (۰/۷۱۷۴) بیشتر از سطح خطای ۵ درصد است، به این معنا که مالکیت نهادی تأثیری بر ضریب واکنش سود ندارد. ضریب رگرسیونی متغیر بازده غیرعادی در ریسک نکول در تمرکز مالکیت (CAR ×DR×OWN) منفی و برابر (۰/۲۳۶۴۳۸-) و با احتمال (۰/۰۰۳۸)

Archive of SID

www.SID.ir

معنادار است، بنابراین با افزایش تمرکز مالکیت، کاهش می‌یابد.

تأثیر منفی ریسک نکول بر ضریب واکنش سود

نگارهٔ ۶. نتایج آزمون فرضیهٔ فرعی یک پژوهش

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
CAR	۰/۰۳۲۲۰۱	۰/۰۲۰۷۳۹	۱/۵۵۲۶۷۸	۰/۰۰۱۲
CAR × DR	۰/۱۳۹۳۹۳	۰/۰۳۱۶۷۶	۴/۴۰۰۵۸۷	۰/۰۰۰۰
CAR × DR×OWN	−۰/۲۳۶۴۳۸	۰/۰۸۱۲۴۶	−۲/۹۱۰۱۶۳	۰/۰۰۳۸
CAR × OWN	−۰/۰۱۴۵۰۷	۰/۰۴۰۰۶۰	−۰/۳۶۲۱۳۸	۰/۷۱۷۴
CAR×BETA	۰/۰۶۴۵۱۰	۰/۰۱۴۹۵۷	۴/۳۱۳۰۱۶	۰/۰۰۰۰
CAR×GROWTH	۰/۰۰۶۴۲۵	۰/۰۰۳۳۶۵	۱/۹۰۹۳۹۷	۰/۰۵۶۸
ضریب تعیین			۰/۴۱۶۲۸۴	
ضریب تعیین تعدیل‌شده			۰/۴۰۸۶۳۸	
آماره دوربین واتسون			۲/۲۰۲۱۳۱	
آماره F			۵۴/۴۳۸۱۳	
احتمال آماره F			۰/۰۰۰۰۰۰	

منبع : یافته‌های پژوهش

فرضیهٔ فرعی دو، فرضیهٔ اصلی دو: اثر منفی ریسک نکول بر ضریب واکنش سود، با افزایش مالکیت نهادی، کاهش خواهد یافت.

نگارهٔ ۷. نتایج آزمون فرضیهٔ فرعی دو پژوهش

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
CAR	۰/۰۰۳۶۶۰	۰/۰۳۶۷۷۲	۰/۰۹۹۵۴۳	۰/۰۰۷۵
CAR × DR	۰/۱۹۰۴۲۱	۰/۰۵۲۰۶۲	۳/۶۵۷۵۸۸	۰/۰۰۰۳
CAR × DR×INS	−۰/۱۷۴۷۰۱	۰/۰۶۵۸۹۴	−۲/۶۵۱۲۵۸	۰/۰۰۸۳
CAR × INS	۰/۰۳۳۴۵۱	۰/۰۴۴۲۷۸	۰/۷۵۵۴۷۱	۰/۴۵۰۴
CAR×BETA	۰/۰۶۸۳۲۵	۰/۰۱۴۵۷۴	۴/۶۸۸۱۴۴	۰/۰۰۰۰
CAR×GROWTH	۰/۰۰۵۹۸۸	۰/۰۰۳۳۳۴	۱/۷۹۶۰۶۴	۰/۰۷۳۱
ضریب تعیین			۰/۴۳۵۸۸۲	
ضریب تعیین تعدیل‌شده			۰/۴۲۸۴۹۲	
آماره دوربین واتسون			۲/۲۰۲۹۴۱	
آماره F			۵۸/۹۸۱۲۵	
احتمال آماره F			۰/۰۰۰۰۰۰	

منبع: یافته‌های پژوهش

Archive of SID

www.SID.ir

با توجه به نگارهٔ (۷)، سطح معناداری متغیر بازده غیرعادی در مالکیت نهادی (CAR × INS)، برابر (۰/۴۵۰۴) بیشتر از سطح خطای ۵ درصد است، به این معنا که مالکیت نهادی تأثیری بر ضریب واکنش سود ندارد. ضریب رگرسیونی متغیر بازده غیرعادی در ریسک نکول در مالکیت نهادی (CAR×DR×INS) منفی و برابر (۰/۱۷۴۷۰۱-) و با احتمال (۰/۰۰۸۳) کمتر از سطح خطای ۵ درصد و معنادار است، پس می‌توان گفت با افزایش مالکیت نهادی، تأثیر منفی ریسک نکول بر ضریب واکنش سود کاهش می‌یابد.

فرضیهٔ فرعی سه، فرضیهٔ اصلی دو: اثر منفی ریسک نکول بر ضریب واکنش سود، با افزایش استقلال هیأت‌مدیره، کاهش خواهد یافت.

مدل رگرسیون فرضیهٔ فرعی سه:

$$UX_{it}/P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CAR_{it} + \alpha_2 CAR \times DR_{it} + \alpha_3 CAR \times DR \times BRDIND_{it} + \alpha_4 CAR \times BRDIND_{it} + f(\text{control variables}) + \varepsilon_{it}$$

نتایج حاصل از آزمون فرضیهٔ فرعی سه در نگارهٔ (۸) آمده است و نشان می‌دهد فرضیهٔ فرعی سه پژوهش مشکل ناهمسانی دارد و به‌همین دلیل از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته تخمینی (EGLS) برای آزمون مدل استفاده شده است. از طرفی مدل مشکل خودهمبستگی ندارد.

نگارهٔ ۸. نتایج آزمون فرضیهٔ فرعی سه پژوهش

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
CAR	۰/۰۵۳۲۸۳	۰/۰۲۹۲۸۳	۱/۸۱۹۶۱۸	۰/۰۰۶۹
CAR × DR	۰/۱۴۴۱۹۷	۰/۰۵۴۶۶۸	۲/۶۳۷۶۸۶	۰/۰۰۸۶
CAR × DR×BRD	-۰/۱۴۴۶۳۲	۰/۰۸۳۸۸۷	-۱/۷۲۴۱۲۵	۰/۰۸۵۴
CAR × BRD	-۰/۰۲۴۴۵۶	۰/۰۳۵۳۲۴	-۰/۶۹۲۳۳۴	۰/۴۸۹۱
CAR×BETA	۰/۰۶۷۷۵۳	۰/۰۱۴۳۷۵	۴/۷۱۳۱۰۶	۰/۰۰۰۰
CAR×GROWTH	۰/۰۰۳۳۶۳	۰/۰۰۳۲۵۳	۱/۰۳۳۶۹۱	۰/۳۰۱۸
ضریب تعیین			۰/۳۹۵۵۳۹	
ضریب تعیین تعدیل‌شده			۰/۳۸۷۶۲۱	
آماره دوربین واتسون			۲/۲۱۵۶۱۶	
آماره F			۴۹/۹۵۰۰۶	
احتمال آماره F			۰/۰۰۰۰۰۰	

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج نگارهٔ (۸) نشان می‌دهد که با احتمال آماره F (۰/۰۰۰۰۰۰) مدل در حالت کلی معنادار است و با توجه به آماره دوربین واتسون (۲/۲۱۵)، مشکل خودهمبستگی نیز وجود ندارد. علاوه براین ضریب تعیین تعدیل‌شده بیانگر آن است که در کل دورهٔ پژوهش (۰/۳۸۷) از تغییرات متغیر وابسته (سود غیرمنتظره) تحت تأثیر متغیرهای مستقل و تعدیل‌کننده (استقلال هیأت‌مدیره) و کنترلی بوده

Archive of SID

www.SID.ir

است. سطح معناداری متغیر بازده غیرعادی در استقلال هیأت‌مدیره (CAR×BRD)، برابر (۰/۴۸۹۱) بیشتر از سطح خطای ۵ درصد است، به این معنا که استقلال هیأت‌مدیره تأثیری بر ضریب واکنش سود ندارد. ضریب رگرسیونی متغیر بازده غیرعادی در ریسک نکول در استقلال هیأت‌مدیره (CAR × DR×BRD) منفی و برابر (۰/۱۴۴۶۳۲-) است و با احتمال (۰/۰۸۵۴) بیشتر از سطح خطای ۵ درصد و معنادار نیست، پس در نتیجه با افزایش استقلال هیأت‌مدیره، از تأثیر منفی ریسک نکول بر ضریب واکنش سود کاسته نمی‌شود. همچنین ضریب بازده غیرعادی در بتا (CAR×BETA) مثبت و با احتمال (۰/۰۰۰۰) معنادار است. ضریب بازده غیرعادی در فرصت رشد (CAR×GROWTH) مثبت و بیشتر از سطح خطای ۵ درصد است. در نتیجه رابطه‌ای بین فرصت رشد و ضریب واکنش سود وجود ندارد.

آزمون فرضیهٔ فرعی چهار پژوهش

فرضیهٔ فرعی چهار، فرضیهٔ اصلی دو: اثر منفی ریسک نکول بر ضریب واکنش سود، در صورت دولتی‌بودن حسابرس کاهش خواهد یافت.

مدل رگرسیون فرضیهٔ فرعی چهار:

$$UXit/Pit = \alpha_0 + \alpha_1 CARit + \alpha_2 CAR \times DRit + \alpha_3 CAR \times DR \times AUDit + \alpha_4 CAR \times AUDit + f(\text{control variables}) + \varepsilon_{it}$$

فرضیهٔ فرعی چهار پژوهش مشکل ناهمسانی دارد، از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته تخمینی (EGLS) برای آزمون مدل استفاده شده است. از طرفی مدل مشکل خودهمبستگی ندارد.

نگارهٔ ۹. نتایج آزمون فرضیهٔ فرعی چهار پژوهش

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
CAR	۰/۰۳۳۲۷۹	۰/۰۱۷۸۶۸	۱/۸۶۲۴۷۱	۰/۰۱۳۱
CAR × DR	۰/۰۶۲۶۷۱	۰/۰۱۶۸۲۰	۳/۷۲۶۰۵۳	۰/۰۰۰۲
CAR × DR×AUD	-۰/۰۱۰۱۰۹	۰/۰۳۰۲۷۱	-۰/۳۳۳۹۳۶	۰/۷۳۸۶
CAR × AUD	-۰/۰۰۴۷۵۵	۰/۰۱۷۵۷۶	-۰/۲۷۰۵۲۵	۰/۷۸۶۹
CAR×BETA	۰/۰۶۵۹۷۸	۰/۰۱۴۶۹۸	۴/۴۸۸۸۳۵	۰/۰۰۰۰
CAR×GROWTH	۰/۰۰۵۰۶۳	۰/۰۰۳۵۸۹	۱/۴۱۰۸۵۱	۰/۱۵۹۰
ضریب تعیین			۰/۳۹۹۵۲۲	
ضریب تعیین تعدیل‌شده			۰/۳۹۱۶۵۶	
آماره دوربین واتسون			۲/۲۲۶۸۷۷	
آماره F			۵۰/۷۸۷۷۰	
احتمال آماره F			۰/۰۰۰۰۰۰	

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج نگارهٔ (۹) نشان می‌دهد که با احتمال آماره F (۰/۰۰۰۰۰۰) مدل در حالت کلی معنادار بوده است و با توجه به آماره دوربین واتسون (۲/۲۲۶)، مشکل خودهمبستگی نیز وجود ندارد. علاوه بر این ضریب تعیین تعدیل‌شده بیانگر آن است که در کل دورهٔ پژوهش (۰/۳۹۱) از تغییرات متغیر وابسته (سود

Archive of SID

www.SID.ir

غیرمنتظره) تحت تأثیر متغیرهای مستقل و تعدیل‌کننده (نوع حسابرس) و کنترلی بوده است.

همچنین نتایج نشان می‌دهد، سطح معناداری متغیر بازده غیرعادی در نوع حسابرس (CAR×AUD)، برابر (۰/۷۸۶۹) بیشتر از سطح خطای ۵ درصد است، به این معنا که نوع حسابرس تأثیری بر ضریب واکنش سود ندارد. همچنین با توجه به سطح معناداری متغیر بازده غیرعادی در ریسک نکول در نوع حسابرس (CAR×DR×AUD) برابر (۰/۷۳۸۶)که بیشتر از سطح خطای ۵ درصد است، باید گفت با دولتی‌بودن نوع حسابرس، تأثیر منفی ریسک نکول بر ضریب واکنش سود کاهش نمی‌یابد. همچنین ضریب بازده غیرعادی در بتا (CAR×BETA) مثبت و با احتمال (۰/۰۰۰۰) معنادار است. ضریب بازده غیرعادی در فرصت رشد (CAR×GROWTH) مثبت و بیشتر از سطح خطای ۵ درصد است که نشان‌دهندهٔ معنادارنبودن است. در نتیجه رابطه‌ای بین فرصت رشد و ضریب واکنش سود وجود ندارد.

نتیجه‌گیری

بر اساس مبانی نظری پژوهش، ریسک نکول، رابطهٔ منفی و معناداری با ضریب واکنش سود دارد؛ به این معنا که ریسک نکول، ضریب واکنش سود را کاهش می‌دهد؛ زیرا سود حسابداری حاوی اطلاعاتی در مورد ارزش کل بازار و نه فقط در ارزش سهام شرکت است. نتایج پژوهش حاضر این رابطه را تأیید می‌کند.

یافته‌های پژوهش گویای آن است که وضعیت اعتباری شرکت، علاوه بر آنکه برای اعتباردهندگان واحد تجاری اهمیت دارد، برای سهامداران نیز مهم است و سبب واکنش سرمایه‌گذاران به اخبار بد و خوب سود شده است. درواقع افزایش بدهی‌ها منجر به افزایش ورشکستگی می‌شود و به‌همین دلیل ریسک نکول و احتمال ورشکستگی عامل مهمی در ارزیابی سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود و توجه به ساختار سرمایه شرکت‌ها، در پیش‌بینی نکول عامل اساسی و بنیادی است. بر این اساس شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی مناسب، بهتر می‌توانند تعهدات بدهی خود را به‌منظور اجتناب از پیامدهای نامطلوبی که نه‌تنها بر ارزش بدهی، بلکه بر ارزش حقوق صاحبان سهام نیز تأثیر می‌گذارند، مدیریت کنند و ریسک نکول را تا حدودی کاهش دهند.

نتایج به‌دست آمده از آزمون فرضیه‌های فرعی سوم و چهارم پژوهش نشان می‌دهد، نوع حسابرس و استقلال هیأت‌مدیره، تأثیری بر ضریب واکنش سود ندارند. همچنین هیچ‌کدام از متغیرها بر روی رابطه ریسک نکول و ضریب واکنش سود تأثیر معناداری، ندارند. به نظر می‌رسد در شرکت‌های ایرانی فقط به موضوع به حد نصاب رسیدن تعداد اعضای هیأت‌مدیره توجه می‌شود و توجه چندانی به نقش نظارتی آن‌ها نمی‌شود. در این پژوهش مدیرانی که در شرکت سمت اجرایی ندارند، به‌عنوان مدیر غیرموظف تعریف شدند و فرض شد که مستقل از شرکت هستند؛ در حالی که ممکن است این اشخاص واقعاً مستقل نباشند و وابستگی‌هایی داشته باشند. یا اینکه حضورنداشتن متخصص مالی یا حسابداری در ترکیب هیأت‌مدیره، مدیران غیرموظف را در جلوگیری از اشتباه‌ها و تقلب‌ها و افشای ناقص، ناکارآمد می‌سازد. همچنین عضویت هم‌زمان اعضای غیرموظف در هیأت‌مدیرهٔ چند شرکت در ایران ممکن است باعث کاهش اثربخشی آن‌ها شود یا احتمالاً این ارتباط‌نداشتن به‌دلیل این است که قدرت تصمیم‌گیری،

Archive of SID

www.SID.ir

تعیین خطی‌مشی‌ها و سیاست‌های شرکت در دست عواملی غیر از هیأت‌مدیره مانند دولت نیز باشد؛ در نتیجه این عوامل موجب کم‌رنگ شدن نقش هیأت‌مدیره در تعیین خطی‌مشی‌های مدیریتی می‌شود.

نتایج به‌دست آمده از آزمون فرضیه‌های فرعی اول و دوم پژوهش نشان می‌دهد که مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت، تأثیری بر ضریب واکنش سود نداشتند؛ ولی بر رابطه بین ریسک نکول و ضریب واکنش سود تأثیری معناداری داشتند که این نتایج با نتایج پژوهش آقایی و همکاران [۱] هماهنگ و با یافته‌های ستایش و ابراهیمی [۶] متناقض است. اگر این دو ویژگی در شرکت‌ها به صورت قانونمند اعمال و در صورت‌های مالی و گزارش‌های هیأت‌مدیره به مجامع عملکرد افشا شود، قابلیت اتکای سود افزایش می‌یابد و سهامداران به سودهایی که شرکت‌های مذکور اعلام می‌کنند، اتکا کرده و واکنش مناسبی در قبال آن نشان خواهند داد که این موضوع در قیمت بازار سهام شرکت‌های مذکور منعکس خواهد شد.

پیشنهادهای مبتنی بر نتایج پژوهش

در این پژوهش از چهار ویژگی حاکمیت شرکتی (نوع حسابرس، تمرکز مالکیت، استقلال هیأت‌مدیره و مالکیت نهادی) به‌عنوان متغیرهای تعدیل‌کننده بر روی رابطه بین ریسک نکول و ضریب واکنش سود استفاده شد. با توجه به نتایج به‌دست آمده، فقط دو ویژگی تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی بر رابطه بین ریسک تأثیر مثبت و معناداری داشتند و دو ویژگی نوع حسابرس و استقلال هیأت‌مدیره تأثیر معناداری روی رابطهٔ ریسک نکول و ضریب واکنش سود نداشتند؛ بنابراین سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و سایر ذی‌نفعان بهتر است هنگام تصمیم‌گیری، علاوه بر درنظر گرفتن ویژگی‌های حاکمیت شرکتی فوق، سایر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی را مدنظر قرار دهند و همچنین توجه بیشتری به سطوح اهرم در ساختارهای سرمایه‌ای شرکت‌ها داشته باشند و این موارد را در مدل‌های تصمیم‌گیری خود لحاظ کنند.

پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

با توجه به اهمیت محتوای اطلاعاتی سود حسابداری و همچنین اهمیت ضریب واکنش سود، انجام مطالعات بیشتر به روشن‌شدن عوامل مؤثر بر ضریب واکنش سود در ایران کمک می‌کند. از این رو پیشنهاد می‌شود پژوهش‌هایی در زمینه‌های زیر انجام شود:

۱- در این پژوهش از چهار ویژگی حاکمیت شرکتی (نوع حسابرس، تمرکز مالکیت، استقلال هیأت‌مدیره و مالکیت نهادی) به‌عنوان متغیرهای تعدیل‌کننده بر روی رابطه بین ریسک نکول و ضریب واکنش سود استفاده شد. پیشنهاد می‌شود، در پژوهش‌های آتی از سایر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی مانند مالکیت شرکتی، نفوذ مدیرعامل، اندازهٔ هیأت‌مدیره و اتکا بر بدهی نیز استفاده شود.

۲- بررسی تأثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی (به‌عنوان متغیر مستقل) بر ضریب واکنش سود

۳- بررسی تأثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر ریسک نکول

۴- و در آخر پیشنهاد می‌شود که پژوهش‌های آتی، رگرسیون بازده غیرعادی و سود غیرمنتظره را برای اخبار بد و خوب، به‌صورت جداگانه برازش کنند و برای اندازه‌گیری سود غیرمنتظره، سود پیش‌بینی‌شده مدیریت را به‌کار گیرند.

Archive of SID

www.SID.ir

منابع

۱- آقایی، محمدعلی، اعتمادی، حسین، آذر، عادل و پری چالاکی. (۱۳۸۸). ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و محتوای اطلاعاتی سود در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر نقش مدیریت سود. *علوم مدیریت ایران*، سال چهارم، شمارهٔ ۱۶، صص ۲۷-۵۳.

۲- ابراهیمی‌کردلر، علی و زهره محمدی شاد. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین ریسک نکول و ضریب واکنش سود. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*. دورهٔ ۲۱، شمارهٔ ۱، صص ۱-۱۸.

۳- حساس‌یگانه، یحیی، شعری، صابر و سیدحسین خسرونژاد. (۱۳۸۷). رابطهٔ سازوکارهای حاکمیت شرکتی، نسبت بدهی‌ها و اندازهٔ شرکت با مدیریت سود. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، شمارهٔ ۲۴، صص ۷۹-۱۱۵.

۴- خواجوی، شکراله، الهیاری ابهری، حمید و میثم قاسمی. (۱۳۹۰). آزمون مدل بازده و مدل قیمت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از الگوی پانل با داده‌های متوازن، *پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال سوم، شمارهٔ ۴، صص ۵۵-۷۰.

۵- خوش‌طینت، محسن و حامد فلاح جوشقانی. (۱۳۸۶). تأثیر اهرم مالی بر ضریب واکنش سود. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، شمارهٔ ۱۷، صص ۸-۲۲.

۶- ستایش، محمدحسین و فهیمه ابراهیمی. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر محتوای اطلاعاتی سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابداری*، سال ۳، شمارهٔ ۸، صص ۳۱-۴۸.

۷- شمس‌زاده، باقر، صادقی‌فر، مجید و بهنام الماسی. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین رشد سود و بازده سهام با استفاده از مدل سود باقی‌مانده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، دورهٔ ۶، شمارهٔ ۱، صص ۴۵-۵۶.

۸- قربان‌زاده، علیرضا. (۱۳۹۱). ضریب واکنش نسبت به سود و دلایل واکنش بازار. *تدبیر*. دورهٔ ۲۳، شمارهٔ ۲۴۹، صص ۵۶-۶۰.

۹- محمدی، شاپور، قالیباف‌اصل، حسن و مهدی مشکی. (۱۳۸۹). بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، دورهٔ ۱۱، شمارهٔ ۲۸، صص ۶۹-۸۸.

۱۰- نمازی، محمد و شهلا ابراهیمی. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیأت‌مدیره بر کارآیی فنی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابداری*، سال چهارم، شمارهٔ ۱۲، صص ۳۵-۵۷.

۱۱- نیکومرام، هاشم، تقوی، مهدی و حمید احمدزاده. (۱۳۹۳). پیامدهای اقتصادی کیفیت اطلاعات حسابداری با تأکید بر متغیر ضریب واکنش سود. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*. سال سوم، شمارهٔ ۱۱، صص ۱-۱۵.

12- An, Y. (2015). Earnings Response Coefficients and Default Risk: Case of Korean Firms. *International Journal of Financial Research*, Vol. 6, No. 2. Pp. 67-71.

Archive of SID

www.SID.ir

13- Ball, R., and P. Brown. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, No. 2, Pp. 159 – 178.

14- Beaver, W., Lambert, R., Ryan, S. (1987). The Information Content of Security Prices: A Second. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 9, No. 2, Pp. 139-158.

15- Billings, B. (1999). Revisiting the Relation between the Default Risk of Debt and the Earning Response Coefficient. *The Accounting Review*, Vol. 74, No. 4, Pp. 509-522.

16- Brooks. C, (2008). *Introductory Econometrics for Finance*. Cambridge University Press, New York.

17- Bushee, B. J. (1998). The Influence o, f Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *Accounting Review*, Vol. 73, Pp. 305-334.

18- Cheng, F.F., Nasir, A. (2010). Earning Response Coefficients and the Financial Risks of China Commercial Banks. *International Review of Business Research Papers*, Vol. 6, No. 3, Pp.178-188 .

19- Collins, D.W., Kothari, S.P. (1989). An Analysis of Intertemporal and Cross Sectional Determinants of Earning Response Coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11,Pp. 295-329.

20- Collins, D.W., Kothari, S.P., & Rayburn, J.D. (1987). Firm size and the information content of prices with respect to earnings. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 9, No. 2, Pp. 111-138.

21- Dennis J. Chambers & Robert N. Freeman & Adam S.Koch. (2004). The Effect of Risk on Price Responses to Unexpected Earning. Working Paper, www.SSRN.com.

22- Dhaliwal, D., Lee, K. and Fargher, N. (1991). The Association between Unexpected Earning and Abnormal Security Returns in the Presence of Financial Leverage. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 8, No. 1.

23- Dhaliwal, D., Reynolds, S. (1994). The Effect of the Default Risk of Debt on the Earnings Response Coefficient. *The Accounting Review*, Vol. 69, No. 2, Pp. 412- 419.

24- Fulmer, John G. Jr., Moon, James E., Gavin, Thomas A., Erwin, Michael J. (1984). A Bankruptcy Classification Model for Small Firms. *Journal of Commercial Bank Lending*, Pp. 25-37.

25- Greene, W. (2011). *Econometric Analysis Seventh ED*. United states of America: Prentice-hall publication.

26- Hasanzade, M., Darabi, R, AND Mahfoozi, M. (2013). Factors Affecting the Earnings ResponseCoefficient: An Empirical study for Iran. *Special Issue on Accounting and Management*, Vol. 2, No. 3.

27- Kay, H. (2002). Earning Response Coefficient and Default Risk in Japanese Stock Market. Japan: Nigata University Working Paper.

28- Kim, Y., R. Willett, and J. Jang. (2002). Default Risk as a Factor Affecting The Earnings Response Coefficient, Working paper, www.SSRN.com.

29- Kim, Y.H. (2005). *Default Risk as a Factor Affecting the Earning Response Coefficient: Evidence From the South Korean Stock Market*, Melbourne: Affanz Procceding.

30- Kormendi, R., Lipe, R. (1987). Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Returns. *The Journal of Business*, Vol. 60, No. 3, Pp. 323-345.

31- Lipe, R. (1990). The Relation between Stock Returns and Accounting Earnings Given Alternative Information. *The Accounting Review*, Vol. 65, No. 1, Pp. 29-71.

32- Scott, W.R. (2003). *Financial Accounting Theory*, Third Edition, Toronto, Prentice Hall, Pp. 91-173.

33- Warfield, T.; Wild, J. and K. Wild. (1995). Managerial ownership, accounting choice, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20, Pp. 61-91.

Archive of SID

www.SID.ir

34- Zakaria, N.B. (2012). Corporate governance and the relationship between default risk and the earnings response coefficient. PHD THESIS, Victoria University of Wellington.

35- Zakaria, N.B., Bin Mohamad, A.M. and Rabiatul Alawiyah, Z. (2013). Default risk and the earnings response coefficient. Evidence from Malaysia. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, Vol. 3, No. 6, Pp. 535-545.

Archive of SID

www.SID.ir