

حاکمیت شرکتی و ریسک نامطلوب سود

عباسعلی دریائی*، یاسین فتاحی**، فهیمه داوودی***

چکیده

درک بهتر موضوع ریسک نامطلوب سود می‌تواند قدرت تجزیه و تحلیل و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی را افزایش دهد. انتظار می‌رود حاکمیت شرکتی بهتر با کاهش هزینه‌های نمایندگی منجر به کاهش ریسک نامطلوب سود و بهبود عملکرد شرکت شود. اهمیت مدیریت ریسک در متون مالی در حال افزایش است. هدف از مقاله حاضر، این است که بررسی شود آیا سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ریسک نامطلوب سود مؤثر هستند یا خیر. پژوهش حاضر با استفاده از داده‌های ترکیبی ۱۱۴ شرکت برای سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ (۵۷۰ سال-شرکت) و به روش رگرسیون چندمتغیره انجام شد. نتایج بیانگر آن است که حاکمیت شرکتی خوب با بدیل‌های سهامداران نهادی و مدیران غیرموظف، منجر به کاهش ریسک نامطلوب سود می‌شود. دلیل آن به احتمال زیاد ناشی از تصمیم‌گیری‌های شفاف در این نوع شرکت‌ها است.

واژه‌های کلیدی: سازوکارهای حاکمیت شرکتی، سهامداران نهادی، مدیران غیرموظف، ریسک نامطلوب سود

مقدمه

درک بهتر از ریسک نامطلوب سود^۱ می‌تواند قدرت تجزیه و تحلیل و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی را افزایش دهد. به خصوص، بررسی پیامدهای ریسک نامطلوب سود برای ارزش‌گذاری سهام از طریق تغییر در هزینه سرمایه می‌تواند درک چگونگی رفتار شرکت‌ها را در رابطه با تصمیمات سرمایه‌گذاری بهبود بخشد. به‌عنوان نمونه، لپ (۱۹۹۸) نشان می‌دهد، سرمایه‌گذاران، معیارهای ریسک مبتنی بر حسابداری را در تشخیص میزان ریسک که البته نشان‌دهنده اهمیت اطلاعات حسابداری در ارزیابی شرکت‌ها است را ترجیح می‌دهند (بیور و همکاران، ۱۹۷۰). سازوکارهایی که در تبیین مناسب درک بهتر از ریسک شرکت‌ها مؤثر است، مربوط به حاکمیت شرکتی است. پژوهش‌ها در مورد حاکمیت شرکتی، بر سازوکارهایی که ذی‌نفعان از آنها برای کنترل بیشتر افراد درون شرکت، مدیریتی که به اطلاعات شرکت دسترسی دارد و نیز اطمینان از بازده سرمایه‌گذاری، تأکید داشته‌اند. اکثر پژوهش‌ها در مورد حاکمیت شرکتی نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی خوب، عملکرد مالی شرکت‌ها و ثروت سهامداران را افزایش می‌دهد و در نتیجه منجر به کاهش هزینه سرمایه نیز می‌شود (وانگ^۲ و همکاران، ۲۰۱۵). پشتوانه نظری در مورد یافته‌های پژوهش‌های مذکور این است که حاکمیت شرکتی خوب، منجر به تعدیل مشکلات نمایندگی و در نتیجه بهبود کارایی عملیاتی شرکت‌ها می‌شود.

با توجه به آنکه مدیریت ریسک در تأمین مالی شرکت‌ها اهمیت دارد، مطالعات زیادی برای بررسی رابطه میان ریسک شرکت و حاکمیت شرکتی از جهت ارتباط آنها با ساختار مالکیت انجام شده است. به‌عنوان نمونه، گادهوم^۴ و آیادی^۵ (۲۰۰۳) دریافتند که ساختار مالکیت شرکت‌ها با ریسک کلی شرکت ارتباط منفی دارد. همچنین، نی‌گان^۶ (۲۰۱۱) نشان داد که نسبت بالای مدیران موظف به‌عنوان کاهنده کیفیت حاکمیت شرکتی منجر به افزایش ریسک خاص شرکت (غیرسیستماتیک) می‌شود. به‌این ترتیب، شرکت‌هایی با حاکمیت بهتر با کمترین احتمال ریسک سقوط قیمت سهام و یا ریسک نامطلوب سود مواجه هستند. از حاکمیت شرکتی بهتر انتظار می‌رود منجر به عملکرد بهتر شرکت شود؛ زیرا منجر به کاهش هزینه نمایندگی می‌شود. امان^۷ (۲۰۱۱) این نکته را که سرمایه‌گذاران انتظار دارند که شرکت‌های تحت حاکمیت بهتر، بتوانند سود بیشتر و جریان نقدی کمتری

داشته باشند را مورد تأیید قرار داده‌اند. آنها همچنین هزینه‌های کمتری بابت نظارت، حسابرسی و تامین مالی می‌پردازند. در میان سازوکارهای حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت تأثیر مستقیم بر مدیریت دارد و انتظار می‌رود بر رفتار ریسک‌پذیری شرکت‌ها تأثیر بگذارد. شاخص‌های حاکمیت شرکتی که در این پژوهش مورد بررسی قرار گرفته است، عبارتند از: درصد سهامداران نهادی، مدیران غیرموظف و اندازه مؤسسه حسابرسی. در پژوهش حاضر بررسی می‌شود که چگونه حاکمیت شرکتی بر ریسک نامطلوب سود تأثیر می‌گذارد.

نوآوری این مطالعه آن است که تاکنون در ایران پژوهشی برای تبیین رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و ریسک نامطلوب سود (ریسک کمتر بودن سود واقعی نسبت به سود مورد انتظار) انجام نشده است و چنین پژوهشی در محیط اقتصادی ایران که استعداد بالایی در ایجاد ریسک و در نتیجه، تأمل سرمایه‌گذاران در انجام و یا مشارکت در پروژه‌های اقتصادی دارد، می‌تواند دیدی شفاف و نگرشی منطقی به آن‌ها ارایه کند. بخش‌های بعدی پژوهش حاضر شامل مبانی نظری و تبیین فرضیه‌ها، پیشینه تجربی روش‌شناسی، یافته‌ها و در نهایت بحث و نتیجه‌گیری می‌باشد.

مبانی نظری و تبیین فرضیه‌ها

در بسیاری از پژوهش‌ها بر ریسک پیش فرض^۸ (ریسک نامطلوب سود)، به جای ریسک عملیاتی یا ریسک کل تمرکز شده است (چاینگ^۹ و همکاران، ۲۰۱۵؛ الکالی و همکاران، ۲۰۱۸). از آنجا که انتظار می‌رود، حاکمیت شرکتی خوب، هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهد و از ثروت سهامداران حفاظت کند، مدیران شرکت‌های تحت حاکمیت بهتر، در مدیریت ریسک نامطلوب سود قوی‌تر عمل می‌کنند. به این معنا که مدیران در شرکت‌های با حاکمیت بهتر، ریسک را به گونه‌ای مدیریت می‌کنند که ارزش شرکت و ثروت سهامداران افزایش یابد. در نتیجه، حاکمیت شرکتی خوب می‌تواند ریسک نامطلوب سود را کاهش دهد، به این معنی که ریسک نامطلوب سود کاهش می‌یابد. جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) استدلال می‌کنند که دلیل عدم تقارن اطلاعات و تضاد منافع مربوط به تفکیک مالکیت از مدیریت، مدیران شرکت‌ها (نماینده‌ها) ممکن است اقدامات مناسبی برای سودآوری سهامداران انجام ندهند و فقط منافع خود را در نظر داشته باشند. بر اساس مباحث مربوط به منافع توزیع شده^{۱۱}، شیوه‌های

حاکمیتی خوب باعث می‌شود تا علاوه بر سهامداران، اعتباردهندگان نیز منتفع شوند. بهورج^{۱۲} و سنگاپتا^{۱۳} (۲۰۰۳) استدلال می‌کنند که سازوکارهای حاکمیتی می‌تواند ریسک نامطلوب سود شرکت‌ها را با کاهش هزینه‌های نمایندگی، نظارت بر عملکرد مدیریتی و کاهش اطلاعات نامتقارن بین شرکت و سرمایه‌گذاران کم نماید. با این حال، رفتار ریسک‌پذیری شرکت نیز می‌تواند تحت تاثیر منافع میان سهامداران و اعتباردهندگان قرار گیرد (لیو^{۱۴} و جیراپورن^{۱۵}، ۲۰۱۰). در ادامه رابطه نظری بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و ریسک نامطلوب سود مورد بررسی قرار می‌گیرد.

مالکیت نهادی و ریسک نامطلوب سود

مطابق با تعریف بوشی (۱۹۹۸) سرمایه‌گذاران نهادی شامل بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مؤسسه‌های بازنشستگی و ... هستند. این سرمایه‌گذاران، حرفه‌ای بوده و هزینه نظارت آنها در مقایسه با سهامداران خرد به طور معناداری پایین‌تر است. بر این اساس، سرمایه‌گذاران نهادی: (۱) محرک‌ها و توانایی بالاتری برای کسب اطلاعات به موقع نسبت به سرمایه‌گذاران خرد دارند؛ (۲) توانایی بهتری در ارزیابی تصمیمات مالی مدیران دارند و (۳) دارای حق رأی بالایی برای اتخاذ اقدامات اصلاحی در زمان مورد نیاز و تحت تاثیر تصمیمات مدیران قرار دارند (چاینگ و همکاران، ۲۰۱۵). بنابراین، احتمال بیشتری وجود دارد که شرکت‌های دارای سهامداران نهادی مورد نظارت بیشتر قرار بگیرند. این موضوع به نقش نظارتی سهامداران نهادی (به معنای تلاش برای جلوگیری از رفتار فرصت‌طلبانه مدیران) اشاره دارد. سهامداران نهادی می‌توانند نقش نظارتی مهمی در کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریتی و هزینه‌های نمایندگی به نفع ذی‌نفعان ایفا کنند. از دیدگاه استاپلدان^{۱۶} (۱۹۹۶) و ثوری نظارت کارا، سرمایه‌گذاران نهادی جایگاه توانمندی در حاکمیت شرکتی دارند؛ به طوری که می‌توانند بر مدیریت شرکت نظارت موثری داشته باشند. بر اساس یافته‌های میترا^{۱۷} (۲۰۰۲)، سرمایه‌گذاران نهادی کیفیت حاکمیت شرکتی را افزایش می‌دهند. وجود سیستم حاکمیت شرکتی مناسب در شرکت‌ها، منجر به افزایش شفافیت اطلاعاتی که این به نوبه خود در کارایی بازار سرمایه نقش مهمی ایفا می‌کند و در صورت کارا بودن بورس، هم قیمت اوراق به درستی و عادلانه تعیین می‌شود و هم تخصیص سرمایه که مهمترین عامل تولید و توسعه

اقتصادی است، به صورت مطلوب و بهینه انجام می‌شود.

مرادزاده فرد و همکاران (۱۳۹۱) و برادران حسن‌زاده و همکاران (۱۳۹۱) نیز نقش نظارتی سهامداران نهادی را در ایران تأیید کردند. در انگلستان نتایج پژوهش سولومن و همکاران (۲۰۰۰) نشان داد که سرمایه‌گذاران نهادی از کاستی رویه‌های افشای ریسک آگاه هستند؛ اما ترجیح می‌دهند تا با متنوع‌سازی پرتفوی سرمایه‌گذاری با این موضوع مواجه شوند. در مطالعه دیگری، جیراپورن و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر میزان ریسک‌پذیری شرکت‌ها پرداختند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که رابطه منفی معنادار بین سهامداران نهادی و ریسک‌پذیری شرکت‌ها وجود دارد؛ به عبارت دیگر، شرکت‌های با سهامداران نهادی بیشتر، استراتژی‌هایی با ریسک کمتر را اعمال نمایند. بنابراین، انتظار می‌رود مالکیت نهادی با ریسک نامطلوب سود شرکت‌ها رابطه منفی داشته است. با این وجود فرضیه اول به شرح زیر تبیین می‌شود.

فرضیه اول: سهامداران نهادی ریسک نامطلوب سود را کاهش می‌دهند.

مدیران غیرموظف و ریسک نامطلوب سود

دیلی^{۱۸} و دالتون^{۱۹} (۱۹۹۴) بین احتمال ورشکستگی و رفتارهای نامطلوب حکمرانی شرکت‌ها را که توسط دوگانگی مدیرعامل و استقلال پایین مدیران ارزیابی شده بود، ارتباط مثبتی یافتند. دنگ^{۱۹} و وانگ^{۲۰} (۲۰۰۶) نشان دادند که بین احتمال درماندگی مالی و ویژگی‌های حاکمیت شرکتی مانند، مالکیت سهامداران عمده، مالکیت دولتی و درصد مدیران غیرموظف رابطه منفی وجود دارد. کسنر^{۲۱} و همکاران (۱۹۸۶) مبنای اثربخشی، کنترل و نظارت هیأت‌مدیره را وابسته به ترکیب آن و با توجه به درصد مدیران موظف و غیرموظف می‌دانند. بنابراین، در شرکت‌هایی که هیأت‌مدیره تحت سلطه مدیران موظف قرار دارد، کارکرد مناسب‌تری دارند. هرچند کوسنیک^{۲۲} (۱۹۹۰) با این نظر مخالف است و ادعا می‌کند که اعضای موظف، وابسته به گروه‌های ذی‌نفوذ در شرکت هستند در نتیجه منافع متقابلی بین خود متصور می‌شوند. بدین ترتیب آنها کنترل ضعیفی بر تصمیمات شرکت دارند. در نتیجه، باعث عدم کارایی و انضباط هیأت‌مدیره می‌شود.

برخی از مطالعات نشان می‌دهند، بین درصد مدیران غیرموظف و ریسک ارائه نامناسب، رابطه منفی وجود دارد. حضور اعضای غیرموظف بسیار مهم است، زیرا آنها عمدتاً از منافع

سهامداران حمایت می‌کنند. شرکت‌هایی که هیأت‌مدیره آنها بیشتر تحت سلطه مدیران غیرموظف هستند، تمایل دارند که عملکرد مالی بهتری داشته باشند. مدیر غیرموظف به بهبود استقلال و کیفیت کنترل کمک خواهد کرد. گیلسون^{۳۳} (۱۹۹۰) استدلال می‌کند که یکی از دلایل بروز بحران مالی در شرکت به دلیل نسبت کمتر مدیران غیرموظف است. با توجه به این استدلال، حضور مدیران غیرموظف باعث کاهش امکان تقلب و در نتیجه کاهش ریسک نامطلوب سود می‌شود. لی و همکاران (۲۰۰۸) نشان دادند مدیران مستقل اثر کاهشی بر میزان ورشکستگی شرکت‌ها دارند. آنها همچنین، نشان دادند که عدم استقلال هیأت‌مدیره، اختلاف قدرت را در هیأت‌مدیره ایجاد می‌کند، چنین عدم تعادلی بین اعضای هیأت‌مدیره موظف و غیرموظف منجر به فروپاشی اثربخشی هیأت‌مدیره می‌شود. با توجه به این ارتباط منحصر به فرد بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و ریسک، نیاز به روشن شدن چنین ارتباطی وجود دارد. بنابراین، فرضیه دوم به شرح زیر تبیین می‌شود.

فرضیه دوم: سطح بالاتر استقلال اعضای هیأت‌مدیره با ریسک نامطلوب سود رابطه منفی دارد.

کیفیت حسابرسی و ریسک نامطلوب سود

اندازه حسابرسی به عنوان پروکسی کیفیت حسابرسی در پژوهش حاضر مورد بررسی قرار گرفته است. دی‌آنجلو (۱۹۸۱) معتقد است که مؤسسات حسابرسی بزرگ‌تر، خدمات حسابرسی با کیفیت بالاتری ارائه می‌کنند، زیرا علاقه‌مند هستند که شهرت بیشتری در بازار کار بدست آورند و به دلیل اینکه تعداد صاحبکاران آنان زیاد است، نگران از دست دادن صاحبکاران خود نیستند. تصور بر این است که چنین مؤسسه‌ای به دلیل دسترسی به منابع و امکانات بیشتر، برای آموزش حسابرسان خود مشکلی نداشته و خدمات حسابرسی را با کیفیت بالاتری ارائه می‌کند. بنابراین، اندازه مؤسسات حسابرسی می‌تواند بر کیفیت گزارشگری مالی و به تبع آن مدیریت سود اثر بگذارد. ریسک نامطلوب سود در ارتباط مستقیم با کیفیت سود است. پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهد که کیفیت بالاتر حسابرسی با کیفیت بالاتر سود مرتبط است (فرانسیس^{۳۴} و همکاران، ۲۰۰۳). علیپور و همکاران (۱۳۹۶) نتیجه گرفتند که اندازه بزرگ موسسه حسابرسی باعث کاهش ارتباط میان دستکاری سود و سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود. این امر ناشی از ارائه کیفیت بالای

مؤسسات بزرگ حسابرسی می‌باشد که باعث کاهش اقلام تعهدی اختیاری برای دستکاری سود می‌شود. الکالی^{۲۵} و همکاران (۲۰۱۸) شواهدی مبنی بر تأثیر حسابرسی مؤسسه‌های حسابرسی بزرگ بر کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌های نیجریه‌ای پس از پذیرش استانداردهای گزارشگری مالی بین‌المللی ارائه دادند. مایجور^{۲۶} و ونسترالین^{۲۷} (۲۰۰۶) نشان دادند که شرکت‌های فعال در کشورهای دارای سیستم کیفیت حسابرسی سخت‌گیرانه، مدیریت سود کمتری دارند. فرانسیس و وانگ^{۲۸} (۲۰۰۸) مدعی شدند که کیفیت سود در شرکت‌های دارای حسابرس بزرگ بیشتر است. موارد مذکور بیانگر ارتباط احتمالی بین اندازه حسابرسی به‌عنوان پروکسی کیفیت حسابرسی و ریسک نامطلوب سود است. بنابراین، فرضیه سوم به شرح زیر تبیین می‌شود:

فرضیه سوم: کیفیت حسابرسی با ریسک نامطلوب سود رابطه منفی دارد.

پیشینه تجربی

مطالعاتی در داخل کشور در زمینه رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و ریسک نامطلوب سود انجام نشده است. با این حال، پژوهش‌هایی که در ادامه می‌آیند تا حدودی در حوزه پژوهش جاری می‌باشند. از جمله؛ معصومی (۱۳۹۳) تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی شامل اندازه هیأت‌مدیره، استقلال هیأت‌مدیره، دوگانگی نقش مدیرعامل، مالکیت مدیریتی، مالکیت متمرکز و مالکیت خانوادگی بر ریسک شرکت‌ها را با استفاده از رگرسیون چندمتغیره ترکیبی و در بازه زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۲ مورد بررسی قرار داد. رابطه منفی و معناداری بین مالکیت خانوادگی و استقلال هیأت‌مدیره با ریسک وجود دارد؛ ولی رابطه معناداری بین مالکیت مدیریتی و ریسک مشاهده نشده است.

نیکپور (۱۳۹۲) رابطه بین حاکمیت شرکتی با ریسک مالی، عملیاتی و محیطی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در بازه زمانی ۱۳۸۶-۱۳۹۰ را مورد بررسی قرار داد. نتایج نشان داد که بین برخی شاخص‌های حاکمیت شرکتی (اندازه هیأت‌مدیره، نسبت اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره و تعداد جلسات هیأت‌مدیره) با ریسک مالی، عملیاتی و محیطی رابطه معناداری وجود ندارد. اما بین شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی و شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف تفاوت معناداری وجود دارد. نمازی و میمند (۱۳۹۵) تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی را بر افشای ریسک در

محیط اقتصادی ایران را با استفاده از مدل رگرسیون خطی تلفیقی مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها نشان دادند که مالکیت سهامداران نهادی اثر مثبت و معناداری بر میزان افشای ریسک و مالکیت سهامدار عمده، تعداد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل، تاثیر منفی و معناداری بر میزان افشای ریسک دارند.

اصغریان (۱۳۹۶) رابطه ریسک نامطلوب سود با عملکرد آتی و هزینه سرمایه شرکت و تاثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر آن در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را از سال ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۹ را مورد بررسی قرار داد و نشان داد که ریسک نامطلوب سود با نسبت سود عملیاتی به جمع درآمدها و همچنین با هزینه سرمایه ارتباط مثبت و با نسبت سود قبل از مالیات به جمع درآمدها ارتباط معکوس دارد. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که کیفیت اطلاعات حسابداری بر ریسک نامطلوب سود تاثیر منفی دارد؛ یعنی هر چه کیفیت اطلاعات حسابداری کمتر باشد ریسک نامطلوب سود شرکت بیشتر می‌شود.

همچنین، نمونه‌هایی از مطالعات انجام شده در خارج از کشور به شرح زیر است:
بالی و همکاران (۲۰۰۹) رابطه بین ریسک نامطلوب سود و بازده مورد انتظار سهام را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که بین ریسک نامطلوب سود و بازده پورتفوی سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

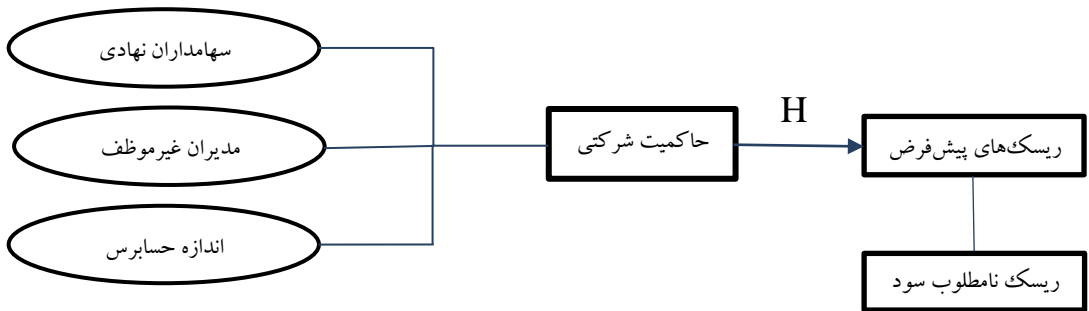
کونچیتکی ۲۸ و همکاران (۲۰۱۵) رابطه بین ریسک نامطلوب سود و هزینه سرمایه را در محیط اقتصادی آمریکا طی بازه زمانی ۲۰۰۰-۲۰۱۲ و با استفاده از رگرسیون چندمتغیره ترکیبی مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها دریافتند که شرکت‌های با ریسک نامطلوب سود کمتر در مقایسه با شرکت‌هایی که ریسک نامطلوب سود بالاتری دارند، عملکرد پایین‌تری در دوره جاری نسبت به دوره بعد تجربه می‌کنند. آن‌ها، همچنین نشان دادند که ریسک نامطلوب سود، منجر به ناپایداری در هزینه سرمایه شرکت می‌شود و این رابطه (رابطه بین ریسک نامطلوب سود و هزینه سرمایه) به سطح ویژگی سود از جمله ریسک بتا (سیستماتیک)، ریسک نامطلوب سود، ریسک نکول، ناپایداری سود و ویژگی‌های بنیادی شرکت بستگی دارد.

وانگ و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و ریسک نامطلوب سود در بازه زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۲ و با استفاده از رگرسیون چندمتغیره ترکیبی در محیط اقتصادی تایوان پرداختند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که حاکمیت

شرکتی خوب، ریسک نامطلوب سود را کاهش و ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. به عبارت دیگر، شرکت‌هایی که درصد مالکیت مدیریتی آنها بالاتر است، ریسک نامطلوب سود پایین‌تری دارند؛ زیرا در تصمیم‌گیری‌ها نسبت به شرکت‌های با مالکیت مدیریتی کمتر، شفاف‌تر عمل می‌کنند (تصمیم‌گیری آنها شفاف‌تر است).

و در نهایت توماس ۲۹ (۲۰۱۹) ارتباط کوتاه‌مدت بین ریسک نامطلوب سود و بازده مورد انتظار در چند کشور فعال در بازار آسیای ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۸ را مورد بررسی قرار داد. یافته‌های پژوهش آنها نشان داد که بین بازده اضافی سهام و ریسک‌های متفاوت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این ریسک نه تنها ریسک داخلی، بلکه ریسک خارجی را نیز شامل می‌شود. به عبارت دیگر هرچه بازده سهام بالاتر باشد، ناپایداری‌ها بیشتر می‌شوند.

با استناد به مبانی نظری، تبیین فرضیه‌ها و پیشینه پژوهش، مدل مفهومی پژوهش حاضر به صورت شکل زیر ارائه می‌شود.



شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش

روش شناسی

پژوهش حاضر، بر اساس هدف، از نوع پژوهش‌های کاربردی می‌باشد و از نظر بررسی رابطه متغیرها، همبستگی است. از لحاظ طبقه‌بندی برای جمع‌آوری داده‌ها، از نوع تحقیق آرشیوی می‌باشد؛ زیرا، برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، داده‌های مورد نیاز از منابع موجود، یعنی صورت‌های مالی شرکت‌ها، گزارش‌های بورس اوراق بهادار تهران (تصمیمات مجمع عادی و صورت‌های مالی حسابرسی و منتشر شده از طریق سازمان بورس) و نرم‌افزار رهاورد نوین گردآوری می‌شود. به منظور گردآوری اطلاعات مربوط به مبانی

نظری پژوهش از روش مطالعه کتابخانه‌ای استفاده شده است. پس از جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز، از نرم‌افزار صفحه گسترده Excel جهت طبقه‌بندی و محاسبه متغیرها استفاده شد و در نهایت اطلاعات حاصل با استفاده از نرم‌افزار Eviews نسخه ۱۰ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۶-۱۳۹۲ می‌باشد.

مدل‌ها و متغیرها

بر اساس مبانی نظری پژوهش و با پیروی از وانگ و همکاران (۲۰۱۵) مدل پژوهش به شرح زیر تصریح می‌شود:

مدل (۱)

$$EDR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 INST_{i,t-1} + \alpha_2 BI_{i,t-1} + \alpha_3 AT_{i,t-1} + \alpha_4 AGE_{i,t-1} + \alpha_5 BM_{i,t-1} + \alpha_6 ROA_{i,t-1} + \alpha_7 SIZE_{i,t-1} + \alpha_8 LEV_{i,t-1} + \alpha_9 CFO_{i,t-1} + \alpha_{10} \frac{PPE_{i,t-1}}{SALE_{i,t-1}} + \alpha_{11} CPI_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

برای اندازه‌گیری متغیر وابسته (ریسک نامطلوب سود)، از مدل استون (۱۹۷۳) و فیشبورن (۱۹۷۷) (نقل از کوچیتکی، ۲۰۱۵) استفاده می‌شود.

رابطه (۱)

$$EDR_{i,t} = \log \left[\frac{1 + Lower_2(\tau_{i,t})}{1 + Upper_2(\tau_{i,t})} \right] = \log \left[\frac{1 + \left[\left(\frac{1}{N} \right) \sum_{\tau_{it} < \tau_{it}} (\tau_{it} - \gamma_{it})^2 \right]^{1/2}}{1 + \left[\left(\frac{1}{N} \right) \sum_{\tau_{it} > \tau_{it}} (\tau_{it} - \gamma_{it})^2 \right]^{1/2}} \right]$$

که در آن:

متغیر $\gamma_{i,t}$ سود عملیاتی سال جاری حاصل از بکارگیری دارایی‌های پایان دوره (بازده دارایی‌ها) می‌باشد. همچنین، $\tau_{i,t}$ سود قابل انتظاری است که برابر است با باقیمانده مدل ۲.

مدل (۲)

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{i,t-1} + \alpha_2 SALE_{i,t-1} + \alpha_3 SIZE_{i,t-1} + \alpha_4 LEV_{i,t-1} + \alpha_5 STD_ROA_{i,t-1} + \alpha_6 OC_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

تعریف عملیاتی متغیرهای بکار گرفته شده در مدل (۱)، مدل (۲) و رابطه (۱) به شرح جدول زیر است.

جدول ۱. تعریف عملیاتی متغیرها

نام متغیر	نماد	تعریف عملیاتی
سهامداران نهادی	INST	درصد مالکیت سهامداران نهادی
مدیران غیر موظف	BI	نسبت مدیران غیر موظف به تعداد هیأت‌مدیره
اندازه حساب‌رس	AT	سازمان حسابرسی یک، سایر مؤسسه‌ها صفر
بازده دارایی‌ها	ROA	نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی‌های ابتدای دوره (سود عملیاتی حاصل از بکارگیری دارایی‌های ابتدای دوره)
فروش	SALE	لگاریتم طبیعی فروش دوره جاری
اندازه شرکت	SIZE	لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های پایان دوره مالی
اهرم مالی	LEV	نسبت مجموع بدهی‌های پایان دوره تقسیم بر مجموع دارایی‌های پایان دوره
ارزش دفتری به ارزش بازار	BM	نسبت ارزش دفتری خالص دارایی‌های ابتدا دوره به ارزش بازار ابتدا دوره
جریان نقد عملیاتی	CFO	جریان‌های نقدی عملیاتی در سال قبل تقسیم بر مجموع دارایی‌های ابتدا دوره
ویژگی شرکتی	PPE/SALE	نسبت دارایی‌های ثابت مشهود ابتدا دوره به فروش سال قبل
شاخص تورم	CPI	لگاریتم طبیعی شاخص تورم
انحراف معیار بازده دارایی‌ها	STD_ROA	انحراف معیار بازده دارایی‌ها (ROA) در چهار سال گذشته
سن شرکت	AGE	سن شرکت، لگاریتم طبیعی زمان تأسیس تا پایان سال قبل
چرخه عملیاتی (لگاریتم طبیعی)		$OC = LN \left(\frac{\text{حساب‌ها دریافتی در پایان سال}}{360 \times \frac{\text{حساب‌های دریافتی در ابتدای سال}}{\text{فروش}}} \right) + \left(360 \times \frac{\text{موجودی کالا در پایان سال}}{\text{موجودی کالا در ابتدای سال}} - \text{پهای تمام شده کالای فروش رفته} \right)$
باقیمانده رگرسیون	ε	نشان دهنده سود مورد انتظار $(T_{i,t})$

تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

آمار توصیفی

پس از جمع‌آوری داده‌ها و محاسبه متغیرهای پژوهش، پارامترهای توصیفی هر متغیر به صورت جداگانه محاسبه شدند که در جدول ۲ نشان داده شده است.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

عنوان متغیرها	نماد	شاخص‌های مرکزی				شاخص‌های پراکندگی		شکل توزیع
		میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	کشیدگی	
ریسک نامطلوب سود	EDR	-۰/۱۱۹	-۰/۱۱۹	۰/۰۱۰	-۰/۱۳۹	-۰/۱۱۷	۳۱/۷۷۹	۳/۶۵۱
سهامداران نهادی	INST	۰/۳۶۳	۰/۲۶۲	۰/۳۳۸	۰/۰۰۰	۰/۹۹۰	۱/۶۷۷	۰/۴۳۵
مدیران غیرموظف	BI	۰/۶۷۸	۰/۶۰۰	۰/۱۸۶	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۲۲/۶۷۷	۳/۳۱۲
اندازه حسابرس	AT	۰/۱۷۸	۰/۰۰۰	۰/۳۸۳	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۳/۸۰۶	۱/۶۷۵
سن شرکت	AGE	۳/۰۶۳	۳/۰۹۱	۰/۴۱۸	۱/۶۰۹	۴/۰۰۷	۳/۳۳۶	-۰/۳۲۵
ارزش دفتری به ارزش بازار	BM	۰/۷۱۷	۰/۳۶۲	۲/۶۸۸	-۱/۹۶۴	۴/۲۲۴	۱۲۴/۵۶۷	۱۰/۴۳۱
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۲۹	۰/۱۰۲	۰/۱۵۲	-۰/۷۸۰	۰/۸۰۹	۷/۶۰۲	۰/۰۰۴
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۶۵۹	۱۴/۴۷۵	۱/۶۲۹	۱۰/۵۳۲	۱۹/۲۴۹	۳/۱۴۱	۰/۴۹۹
اهرم مالی	LEV	۰/۶۶۴	۰/۶۵۳	۰/۳۵۸	۰/۰۳۳	۴/۰۵۴	۳۹/۵۴۶	۴/۵۳۰
جریان نقد عملیاتی	CFO	۰/۱۴۴	۰/۱۰۷	۰/۲۹۸	-۰/۳۳۶	۱/۸۴۰	۱۳۲/۸۴۳	۹/۶۵۲
ویژگی شرکتی	PPE/SALE	۰/۴۷۶	۰/۲۵۷	۰/۶۷۲	۰/۰۰۶	۹/۰۳۵	۵۷/۱۲۱	۵/۶۰۸
شاخص تورم	CPI	۴/۴۹۷	۴/۵۱۸	۰/۱۵۲	۴/۲۶۱	۴/۶۹۶	۱/۸۲۱	-۰/۲۷۱

آمار توصیفی متغیرها، در جدول ۲ نشان داده شده است. با توجه به آن که حداقل، میانگین و حداکثر ریسک نامطلوب سود به ترتیب، -۰/۱۳۹، -۰/۱۱۹ و -۰/۱۱۷ است، نشان می‌دهد ریسک نامطلوب سود در نمونه به بیشینه نزدیک است؛ یعنی اینکه احتمالاً نمونه حاضر داده‌های پرتی دارد که باعث شده است حداقل ریسک نامطلوب سود حداقل کاهش یابد. میانگین پایین سهامداران نهادی (۳۶ درصد) بیانگر این است که تعداد سهامداران نهادی در شرکت‌های ایرانی کم است؛ این مسئله ممکن است باعث عدم وجود نظارت کافی باشد. در حالی که، میانگین بالای مدیران غیرموظف (۶۷ درصد) در نمونه، می‌تواند تا حدی عدم وجود نظارت کافی را جبران کند. میانگین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار که معرف مرکز مجموعه داده‌ها می‌باشد، برابر با ۰/۷۱۷ است. از طرف دیگر، عدد میانه این متغیر که جامعه آماری را به دو قسمت مساوی تقسیم می‌کند، برابر با ۰/۳۶۲ است. فاصله بین میانگین و میانه نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و همچنین و بزرگتر بودن مقدار میانگین از میانه، نشان می‌دهد که این متغیر دارای چولگی توزیع داده‌ها به

سمت چپ است. نرمال بودن متغیر بازده دارایی‌ها به‌عنوان یک ویژگی شرکتی، نشان می‌دهد که عملکرد شرکت‌های بورسی در یک بازه زمانی مشخص، از انحراف بالایی برخوردار نیست.

همبستگی متغیرها

نحوه همبستگی بین متغیرهای پژوهش نیز در جدول ۳ نشان داده شده است.

جدول ۳. ماتریس ضرایب همبستگی پیرسون

CPI	PPE/SALE	CFO	LEV	SIZE	ROA	BM	AT	AGE	BI	INST	EDR	
											۱	EDR
										۱	۰/۰۳۹	INST
									۱	۰/۰۲۲	۰/۰۳۶	BI
								۱	۰/۰۲۳	۰/۰۱۱	۰/۰۱۵	AGE
							۱	۰/۱۲۸	۰/۰۱۸۰	۰/۰۱۲	۰/۰۱۱	AT
						۱	۰/۰۴۶	۰/۰۳۶	۰/۰۸۱	۰/۰۰۷	۰/۰۰۵	BM
					۱	۰/۰۹۴	۰/۰۷۷	۰/۰۲۳۲	۰/۰۲۴	۰/۰۱۲	۰/۰۴۳۷	ROA
				۱	۰/۲۳۱	۰/۱۳۹	۰/۳۰۷	۰/۲۵۵	۰/۰۸۲	۰/۰۴۴	۰/۰۰۲	SIZE
			۱	۰/۰۴۵	۰/۲۳۳	۰/۱۹۱	۰/۰۳۰	۰/۱۷۰	۰/۰۱۰۹	۰/۰۳۱	۰/۱۳۴	LEV
		۱	۰/۰۱۴	۰/۰۲۲	۰/۲۰۰	۰/۰۵۹	۰/۰۵۴	۰/۰۱۳۳	۰/۰۹۰	۰/۰۳۵	۰/۰۳۴	CFO
	۱	۰/۰۶۶	۰/۰۴۴	۰/۰۵۶	۰/۲۱۹	۰/۰۹۲	۰/۰۷۹	۰/۰۷۳	۰/۱۷۶	۰/۰۵۸	۰/۰۵۶	PPE/SALE
۱	۰/۰۹۴	۰/۰۵۴	۰/۰۵۰	۰/۰۹۶	۰/۲۵۶	۰/۰۲۲	۰/۰۴۲	۰/۱۷۲	۰/۰۶۰	۰/۰۶۹	۰/۲۱۵	CPI

ضریب همبستگی ابزاری برای تعیین و نوع رابطه بین متغیرهای پژوهش است. جدول ۳ ضریب همبستگی بین متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. ضریب همبستگی در این پژوهش نشان می‌دهد که متغیرها ۱۰۰٪ همبسته نیستند. به عبارت دیگر، می‌توان گفت که متغیرهای پژوهش، از همدیگر جدا هستند. مقدار ضریب همبستگی، رابطه مثبت بین ریسک نامطلوب سود و سهامداران نهادی و مدیران غیرموظف و رابطه منفی با اندازه مؤسسه حسابرسی را نشان می‌دهد. با این حال باید توجه داشت؛ رگرسیون رابطه بین متغیرها را درحالی‌که بیش از دو متغیر حضور دارند و ممکن است بر رابطه بین دو متغیر (مستقل و وابسته) اثر داشته باشند، نشان می‌دهد.

آزمون ریشه واحد

قبل از تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها، پایایی متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار گرفته است. پایایی (مانایی) متغیرهای پژوهش به این معنی است که میانگین و واریانس متغیرهای پژوهش بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه، استفاده از این متغیرها در مدل، باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. بدین منظور از آزمون لوین و چو استفاده شده است که نتایج آن در جدول ۴ نمایش داده شده است. سطح خطای همه متغیرهای پژوهش کمتر از ۵ درصد است. بنابراین، متغیرهای پژوهش، پایا هستند.

جدول ۴. نتایج آزمون لوین و چو جهت بررسی مانایی متغیرها

متغیر	نماد	آماره t آزمون لوین و چو	P-Value	نتیجه آزمون
ریسک نامطلوب سود	EDR	-۱۸۱/۷۲۸	۰/۰۰۰۰	H0 رد می‌شود (متغیر مورد نظر مانا است)
مالکیت سهامداران نهادی	INST	-۶۲۶/۸۶۷	۰/۰۰۰۰	H0 رد می‌شود (متغیر مورد نظر مانا است)
مدیران غیرموظف	BI	-۲۸/۳۷۲	۰/۰۰۰۰	H0 رد می‌شود (متغیر مورد نظر مانا است)
سن شرکت	AGE	-۵۹/۳۸۷	۰/۰۰۰۰	H0 رد می‌شود (متغیر مورد نظر مانا است)
نسبت ارزش دفتری به بازار	BM	-۶۰/۵۵۳	۰/۰۰۰۰	H0 رد می‌شود (متغیر مورد نظر مانا است)
بازده دارایی‌ها	ROA	-۵۷۲/۵۱۹	۰/۰۰۰۰	H0 رد می‌شود (متغیر مورد نظر مانا است)
اندازه شرکت	SIZE	-۱۷/۵۱۲	۰/۰۰۰۰	H0 رد می‌شود (متغیر مورد نظر مانا است)
اهرم مالی	LEV	-۳۶/۸۶۶	۰/۰۰۰۰	H0 رد می‌شود (متغیر مورد نظر مانا است)
جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی	CFO	-۴۵/۷۲۴	۰/۰۰۰۰	H0 رد می‌شود (متغیر مورد نظر مانا است)
نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به فروش شاخص تورم	PPE/SA LE	-۱۰۴/۲۸۷	۰/۰۰۰۰	H0 رد می‌شود (متغیر مورد نظر مانا است)
	CPI	-۵۴/۲۰۷	۰/۰۰۰۰	H0 رد می‌شود (متغیر مورد نظر مانا است)

روش بکارگیری داده‌های ادغامی

در پژوهش حاضر، مدل‌های مربوطه با استفاده از داده‌های ترکیبی مربوط به ۱۱۴ شرکت تخمین زده شده است. قبل از تخمین مدل‌ها برای آزمون فرضیه‌ها، باید در مورد روش مناسب بکارگیری این گونه داده‌ها در برآورد مدل‌ها، تصمیم‌گیری شود. برای تصمیم‌گیری در این مورد، از آماره F لیمر استفاده می‌شود. بر اساس نتایج آزمون، درباره رد یا پذیرش فرضیه‌ها برابری اثرات ثابت خاص شرکت‌ها و در نهایت، انتخاب روش ادغامی یا روش پانل تصمیم‌گیری می‌شود.

جدول ۵. نتایج آزمون F (لیمر) برای انتخاب روش پانل یا پولینگ

فرضیه صفر (H0)	آماره	درجه آزادی	P-Value	نتیجه آزمون
اثرات خاص شرکت معنی دار هستند.	۱۸/۴۱۰	۱۱۳/۳۳۰	۰/۰۰۰	H0 تأیید نمی شود.

روش داده‌های پانلی انتخاب می شود.

با توجه به اینکه آماره محاسباتی در سطح یک درصد معنادار است، لذا فرض صفر مبنی بر برابر بودن پارامترهای عرض از مبدأ تمامی مقاطع رد می شود و بنابراین، مدل پانل پذیرفته می شود و مدل ادغامی رد می شود. با توجه به اینکه مدل پانل پذیرفته می شود، باید در گام بعد آزمون شود که آیا متفاوت بودن اثرات از نوع ثابت است یا تصادفی.

آزمون هاسمن برای بین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی

برای انتخاب بین مدل اثرات تصادفی یا اثرات ثابت از آزمون هاسمن استفاده می شود. نتایج آزمون هاسمن به شرح جدول ۶ می باشد. با توجه به اینکه آماره محاسباتی در سطح ۵٪ معنی دار است. لذا فرض صفر مبنی بر عدم وجود تفاوت سیستماتیک بین مقاطع مختلف رد می شود و بنابراین، روش اثرات ثابت پذیرفته می شود و روش اثرات تصادفی رد می شود. بنابراین، مدل نهایی از نوع پانل بوده که باید با استفاده از روش اثرات ثابت تخمین زده شود.

جدول ۶. نتایج آزمون هاسمن برای انتخاب بین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی

فرض H0	آماره χ^2	درجه آزادی	P-Value	نتیجه آزمون
روش اثرات ثابت مناسب است.	۴/۲۳۳	۱	۰/۰۰۱	H0 تأیید نمی شود. (روش اثرات ثابت مناسب است)

نتایج آزمون فرضیه‌ها

نتایج حاصل از برآورد مدل پژوهش در جدول ۷ آورده شده است.

جدول ۷. نتایج آزمون فرضیه‌ها

نام متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مالکیت سهامداران نهادی	INST	-۰/۰۰۲۹۳	۰/۰۰۱۲۸	-۲/۲۸۱۱۵	۰/۰۲۳۲
مدیران غیرموظف	BI	-۰/۰۰۲۸۹	۰/۰۰۰۵۷	-۵/۰۴۰۹۹	۰/۰۰۰۰

$$EDR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 INST_{i,t-1} + \alpha_2 BI_{i,t-1} + \alpha_3 AT_{i,t-1} + \alpha_4 AGE_{i,t-1} + \alpha_5 BM_{i,t-1} + \alpha_6 ROA_{i,t-1} + \alpha_7 SIZE_{i,t-1} + \alpha_8 LEV_{i,t-1} + \alpha_9 CFO_{i,t-1} + \alpha_{10} \frac{PPE_{i,t-1}}{SALE_{i,t-1}} + \alpha_{11} CPI_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

۰/۱۲۵۷	۱/۵۳۵۰۳	۰/۰۰۰۹۰	۰/۰۰۱۳۸	AT	اندازه مؤسسه حسابرسی
۰/۰۰۰۰	-۵/۱۹۶۷۶	۰/۰۰۱۵۸	-۰/۰۰۰۸۲۰	AGE	سن شرکت
۰/۰۱۳۱	-۲/۴۹۳۶۶	۰/۰۰۰۰۳	-۰/۰۰۰۰۰۹	BM	نسبت ارزش دفتری به بازار
۰/۰۰۰۰	-۳۶/۶۸۸۳۱	۰/۰۰۱۸۸	-۰/۰۰۶۹۳۱	ROA	بازده دارایی‌ها
۰/۰۰۰۰	-۷/۸۸۳۰۵	۰/۰۰۰۲۴	-۰/۰۰۱۸۹	SIZE	اندازه شرکت
۰/۰۰۳۷	۲/۹۲۴۲۵	۰/۰۰۰۳۸	۰/۰۰۱۱۳	LEV	اهرم مالی
۰/۰۰۰۰۲	۳/۷۰۳۸۹	۰/۰۰۰۷۸	۰/۰۰۲۹۲	CFO	جریان‌های نقدی عملیاتی
۰/۰۰۰۰	۲/۲۶۶۲۸	۰/۰۰۰۳۲	۰/۰۰۱۷۱	PPE/SALE	نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به فروش
۰/۰۰۰۰	۶/۹۳۴۸۳	۰/۰۰۰۶۴	۰/۰۰۴۴۹	CPI	شاخص تورم
۰/۰۰۰۰	۶۶/۱۴۰۸۷			F	آماره F
۲/۱۵۱۵۹					آماره دوربین واتسون
۰/۹۶۱					ضریب تعیین
					اثر صنعت
					اثر سال

باتوجه به جدول ۷ آماره دوربین واتسون پس از برآورد ضرایب، مقدار ۲/۱۵ را نشان می‌دهد که به معنی عدم وجود همبستگی پیاپی در اجزاء اخلاص می‌باشد. در نتیجه مشکل خود همبستگی سریالی مشاهده نمی‌شود. برای بررسی معنادار بودن کل مدل، از آماره F استفاده شد. باتوجه به سطح معنی‌داری آماره F محاسبه شده (۶۶/۱۴)، می‌توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده، معنادار است. باتوجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا نمود، فاصله ۹۶ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (ریسک نامطلوب سود)، توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می‌شود. ضریب برآوردی متغیر مالکیت سهامداران نهادی نشان‌دهنده وجود رابطه منفی معنادار میان مالکیت سهامداران نهادی سال قبل و ریسک نامطلوب سود در سطح خطای ۰/۰۵ است، زیرا میزان احتمال برای ضریب این متغیر مستقل، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است (۰/۰۲۳۲). بنابراین، می‌توان گفت بین مالکیت سهامداران نهادی سال قبل و ریسک نامطلوب سود در سطح ۰/۹۵ رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به این

شواهد، فرضیه اول پژوهش (سهامداران نهادی ریسک نامطلوب سود را کاهش می دهند). تأیید می شود. نتایج در تضاد با پژوهش نمازی و میمند (۱۳۹۵) است اما با پژوهش وانگ و همکاران (۲۰۱۵) مطابقت دارد.

ضریب برآوردی متغیر درصد مدیران غیرموظف سال قبل نشان دهنده وجود رابطه معنادار میان مدیران غیرموظف سال قبل و ریسک نامطلوب سود در سطح خطای ۰/۰۱ است. زیرا میزان احتمال برای ضریب این متغیر مستقل، کمتر از ۰/۰۱ بدست آمده است (۰/۰۰۰۰). بنابراین، می توان گفت بین مدیران غیرموظف سال قبل و ریسک نامطلوب سود در سطح ۰/۹۹ رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به این شواهد، فرضیه دوم پژوهش (سطح بالاتر استقلال اعضای هیأت مدیره رابطه منفی با ریسک نامطلوب سود دارد). تأیید می شود. نتایج مطابق با پژوهش نیکپور (۱۳۹۲) و در تضاد با پژوهش کسنر و همکاران (۱۹۸۶) بوده است.

در نهایت، ضریب برآوردی متغیر اندازه مؤسسه حسابرسی سال قبل نشان دهنده عدم وجود رابطه معنادار میانض اندازه مؤسسه حسابرسی سال قبل و ریسک نامطلوب سود است. زیرا میزان احتمال برای ضریب این متغیر مستقل، (۰/۱۲۵۷) بدست آمده است. بنابراین، می توان گفت بین اندازه مؤسسه حسابرسی سال قبل و ریسک نامطلوب سود رابطه معناداری وجود ندارد. با توجه به این شواهد، فرضیه سوم پژوهش (کیفیت حسابرسی رابطه منفی با ریسک نامطلوب سود دارد). رد می شود.

بحث و نتیجه گیری

نتیجه تحقیقات اولیه، امکان بررسی نقش ساختارهای مدیریتی را در حاکمیت شرکتی که امروزه پایه های اساسی تداوم فعالیت صادقانه برای عملکرد بهتر سازمانی است، را فراهم می سازد. شرکت ها در دهه های اخیر به طور خاص نسبت به تغییرات درون سازمانی خود حساس شده اند و این حساسیت شدید به ویژه در سطح سیستم کنترل داخلی در هیأت مدیره و ساختار مالکیت وجود دارد. در برخی از مطالعات، تأثیر سرمایه گذاران نهادی بر بقای شرکت مورد تجزیه و تحلیل و بررسی قرار گرفته است. همچنین، انتظار می رود که ساختار مالکیت و ساختار هیأت مدیره، در جایی که سایر سازوکارهای حاکمیت شرکتی ناکارآمد است، نقش مهمی در کنترل مدیریت ایفا کنند. مواردی مانند

ضعف و ناتوانی حاکمیت شرکتی، رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت، کنترل سهامداران به منظور بروز هر نوع واکنشی نسبت به نفع خود، همگی باعث افزایش احتمال ریسک نامطلوب سود می‌شوند. در نتیجه، نقش ساختار مالکیت و هیأت مدیره در افزایش (کاهش) ریسک نامطلوب سود از جمله موضوعاتی است که مورد توجه قرار می‌گیرد. هیأت مدیره غیرمستقل (موظف) ممکن است باعث برهم زدن تعادل شرکت و در نتیجه منجر به اعتراض بیشتری مبنی بر عدم پاسخگویی در راستای برآوردن منافع ذینفعان شود که در نهایت زیان عمومی شرکت را در پی داشته و تأثیر منفی بر عملکرد تجاری شرکت بگذارد. اما هیأت مدیره غیرموظف رسیدن شرکت به شرایط اقتصادی و مالی نامطلوب را کاهش می‌دهد (حساس بیگانه و همکاران، ۱۳۸۷).

ادبیات مالی دو وظیفه مهم برای هیأت مدیره بر می‌شمارد: نظارت بر اقدامات کارکنان شرکت به نمایندگی از سهامداران و تأمین منابع برای شرکت با استفاده از سرمایه انسانی مدیران و سرمایه ارتباطی با توجه به تئوری وابستگی منابع^{۳۰} (پففر و اسلانک، ۱۹۷۸). از این منظر، هیأت مدیره بزرگ‌تر با تعداد اعضای غیرموظف بیشتر که ارتباطات بیشتری با خارج از شرکت دارند، یک شاخص برای حاکمیت شرکتی خوب در نظر گرفته می‌شود. هر چند در استدلال مقابل، هیأت مدیره بزرگ‌تر ممکن است به علت مشکلات هماهنگی و سرپرستی مدیران، کمتر از آنکه کوچک‌تر باشند، موثر باشند. با این حال، نتیجه پژوهش حاضر رابطه منفی بین درصد مدیران غیرموظف و ریسک نامطلوب سود را مبتنی بر تئوری وابستگی منابع تأیید می‌کند. در پژوهش حاضر از بدیل‌های درصد سهامداران نهادی، مدیران غیرموظف و کیفیت حسابرسی (با بدیل اندازه مؤسسه حسابرسی) برای حاکمیت شرکتی و از مدلی که به وسیله کونچیتکی و همکاران (۲۰۱۵) ارائه شد، به عنوان بدیلی برای ریسک نامطلوب سود استفاده شد. نتایج پژوهش بیانگر رابطه منفی و معنادار بین درصد سهامداران نهادی و مدیران غیرموظف و ریسک نامطلوب سود و عدم رابطه معنادار بین اندازه مؤسسه حسابرسی و ریسک نامطلوب سود بوده است. این نتایج نشان می‌دهند که هر چه درصد سهامداران نهادی و مدیران غیرموظف در شرکت‌ها بیشتر باشد، شفافیت بیشتر شده و شرکت‌ها در فعالیت‌های محافظه کارانه‌تر شرکت می‌کنند. این مهم باعث می‌شود شرکت‌ها از اتخاذ تصمیمات اشتباه مالی و غیرمالی اجتناب کرده و به تبع آن، ریسک نامطلوب سود کاهش می‌یابد و در نتیجه ارزش شرکت بالاتر می‌رود. با این حال

نتایج پژوهش نشان داد که اندازه مؤسسه حسابرسی تأثیر بسزایی بر ریسک نامطلوب سود ندارد. بنابراین، می‌توان گفت با توجه به اینکه تعداد کمی از شرکت‌های عضو نمونه توسط سازمان حسابرسی (کیفیت حسابرسی بالاتر) حسابرسی شده‌اند، گزارش‌ها از کیفیت بالایی برخوردار نیست و این موضوع می‌تواند دلیل عدم تأثیرگذاری اندازه مؤسسه حسابرسی بر کاهش ریسک نامطلوب سود باشد. نتایج پژوهش حاضر، با یافته‌های وانگ و همکاران (۲۰۱۵) و نمازی و میمند (۱۳۹۵) همسو و با یافته‌های نیکپور (۱۳۹۲) در تضاد است. پیشنهاد می‌شود، ساختار هیأت‌مدیره و ساختار مالکیت شرکت‌ها در ارزیابی ریسک نامطلوب سود مورد توجه قرار گیرد.

یادداشت‌ها

- | | |
|----------------------------|-------------------------------|
| 1.Earning Downside Risk | 16.Stapledon |
| 2.Beaver | 17.Mitra |
| 3.Wang | 18.Daily |
| 4.Gadhoom | 19.Deng |
| 5.Ayadi | 20.Wang |
| 6.Nguyen | 21.Kesner |
| 7.Amman | 22.Kosnik |
| 8.default risk | 23.Gilson |
| 9.Chiang | 24.Francis |
| 10.Chung | 25.Alkali |
| 11.shared Benefit Argument | 26.Maijoor |
| 12.Bhojraj | 27.Vanstraelen |
| 13.Sengupt | 28.Konchitchki |
| 14.Liu | 29.Thomas |
| 15.Jiraporn | 30.resource dependency theory |

منابع

اصغریان، عاطفه. (۱۳۹۶). رابطه ریسک کم‌نمایی سود با عملکرد آتی و هزینه سرمایه شرکت و تاثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر آن، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، دانشکده علوم اجتماعی.

برادران حسن‌زاده، رسول. بادآورنده‌ی، یونس. حسین بابایی، قادر. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام و

ارزش افزوده اقتصادی، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۹(۶۸)، ۱-۱۶.
 حساس یگانه، یحیی. شعری، صابر. خسرونژاد، حسن. (۱۳۸۷). رابطه سازوکارهای
 حاکمیت شرکتی، نسبت بدهی‌ها، اندازه شرکت با مدیریت سود، فصلنامه مطالعات
 حسابداری، ۲۴، ۷۹-۱۱۵.

علیپور، صفدر. امیری، اسماعیل. همتی، حسن. (۱۳۹۶). تأثیر شاخص‌های کیفیت
 حسابرسی بر ارتباط بین دستکاری سود و سرمایه‌گذاری بیش از حد، دانش
 حسابرسی، ۱۷(۶۸)، ۱۶۹-۱۹۱.

مرادزاده فرد، مهدی. زارع‌زاده مهریزی، محمدصادق. تاکر، رضا. (۱۳۹۱). تأثیر پاداش
 هیأت‌مدیره و مالکیت نهادی بر مدیریت سود، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱۸،
 ۱۳۷-۱۵۲.

معصومی، سمانه. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ریسک شرکت‌ها،
 پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران، دانشکده علوم اداری و اقتصاد.

نمازی، محمد. ابراهیمی میمند، مهدی. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی
 بر افزایش ریسک، فصلنامه حسابداری مالی، ۸(۳۰)، ۱-۳۹.

نیکپور، منیره. (۱۳۹۲). رابطه بین حاکمیت شرکتی و ریسک مالی، عملیاتی و محیطی،
 پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا.

Alipoor, S., Amiri, E., Hemati, H. (2017). The Impact of Audit Quality Indicators on the Relationship between Earnings Manipulation and Overinvestment, *Audit science*, 17(68), 169-191. (In Persian)

Alkali, M. Y., Zutu, N. L., Kegudu, D. S., (2018). "Book value, earnings, dividends and audit quality on the relevance of accounting information among Nigerian listed firms", *Accounting*. 4(1), 73-82.

Amman, Manuel & Oesch, David & Schmid, Markus. M. (2011), Product Market Competition, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the EU Area. *European Financial Management*, 36, 1-18.

- Asgharian, A. (2017). *Accounting-based downside risk, cost of capital, and the macroeconomy*, the thesis of master accounting, Imam Khomeini international university, faculty of social science. (In Persian)
- Bali, T.G., Demirtas, K.O., Levy, H., (2009). Is there an inter temporal relation between downside risk and expected returns? *J. Financ. Quant. Anal.*, 44, 883-909.
- Baradaran Hassanzadeh, R., Badavar Nahandi, Y., Hossein Babaei, G. (2012). A Survey of the Relationship between Corporate Governance with Created Shareholder Value (CSV) and Economic Value Added (EVA), *Accounting and Auditing Review*, 19(68), 1-16. (In Persian)
- Beaver W.H, Kettler P and Scholes M. (1970). the Association Between MarketDetermined and Accounting-Determined Risk Measures, *the Accounting Review*, October, 654-682.
- Bhojraj, S. Sengupt, P. (2003). Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors, *the Journal of Business* 76(3), 455-475.
- Bushee, B.J (1998). "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", *Accounting Review*, 73(July), 305-334.
- Chiang, S. M., Chung, H., Huang, C. M., (2015). A note on board characteristics, ownership structure and default risk in Taiwan. *Accounting & Finance*, 55, (1): 57-74.
- Daily, C. M. and Dalton, D. R. 1994. Corporate Governance and the bankrupt firm: an empirical assessment, *Strategic Management Journal*, 15 (6), 643-656.
- DeAngelo, L. (1981). "Auditor size and auditor quality", *Journal of Accounting and Economics*, 3(3), 183-199.
- Deng, X., Wang, Z. (2006). Ownership structure and financial distress: evidence from public-listed firms in China, *International Journal of Management*, 23(3), 486-502.
- Francis, J.R., Khurana, I.K., Pereira, R., 2003. "Investor protection laws, accounting and auditing around the world". *Asia Pac, J. Account. Econ.*, 1 (1), 1-30.

- Francis. R. Wang. D. (2008). The Joint Effect of Investor Protection and Big 4 Audits on Earnings Quality around the World, *Contemporary Accounting Research*, 25(1), 157-191.
- Gadhoun, Y., & Ayadi, M. A. (2003). Ownership structure and risk: A Canadian empirical analysis. *Quarterly, Journal of Business and Economics*, 42(1/2), 19-39.
- Gilson, Stuart C., (1990). "Bankruptcy, boards, banks, and blockholders: Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default". *Journal of Financial Economics*, 27, 355-387.
- Hassas Yeganeh, Y., Sheri, S., Khosrownejad, H. (2008). Corporate Governance Mechanisms, Debt Ratio, Firm Size and Earnings Management, 6(24), *Empirical Studies in Financial Accounting*, 6(24), 79-115. (In Persian)
- Jensen, M. C., Meckling, W. H., (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*. 3, (4), 305-360.
- Jiraporn, P. Chatjuthamard. P. Tong, S. Young S. K. (2015). Does corporate governance influence corporate risk-taking? Evidence from the Institutional Shareholders Services (ISS), *Finance Research Letters*, 13, 105-112.
- Kesner, I. F., Victor, B., & Lamont, B. T. (1986). Board composition and the commission of illegal acts: An investigation of Fortune 500 companies. *Academy of Management Journal*, 29(4), 789-799.
- Konchitchki, Y., Luo, Y., Ma, M. L. Z., & Wu, F. (2015). Accounting-based downside risk, cost of capital, and the macroeconomy. *Review of Accounting Studies*, 21(1), 1-36.
- Kosnik, R. D. (1990). 'Effects of board demography and directors' incentives on corporate greenmail decisions', *Academy of Management Journal*, 33, pp. 129-150.
- Krishnan, G., Myllymäki, E.-R., & Nagar, N. (2018). Does Financial Reporting Quality Vary Across Firm Life Cycle? *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.3233512.
- Li, J., Pike, R. and Hannifa, R. (2008) Intellectual capital disclosure and corporate governance structure in UK firms, *Accounting and*

Business Research, 38(2): 137–159.

- Liu, Yixin, Jiraporn, Pornsit, (2010). The effect of CEO power on bond ratings and yields, *Empirical Finance*, 17, 744–762.
- Maijoor, S.J., Vanstraelen, A., (2006). “Earnings management within Europe: the effects of member state audit environment, audit firm quality and international capital markets”. *Account. Bus. Res.* 36 (1), 33–52.
- Masumi, S. (2014). *Investigation of relationship between corporate governance and firms risk*, the thesis of master accounting, university of Mazandaren, faculty of science administrative and economics. (In Persian)
- Miradzadefard, M., Zareezademehrizi, M., Taker, R. (2012). Impact of board compensation and institutional ownership on earnings management, *The Journal of Stock Exchange Quarterly*, 18, 137-152. (In Persian)
- Mitra, S., (2002). The impact of institutional stock ownership on a firms' earning management practice: an empirical investigation. A Dissertation Submitted to the Graduate Faculty of the Louisiana State University and Agricultural and Mechanical College in partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy in The Department of Accounting Available at SSRN.
- Namazi, M., Ebrahimimai-mand, M. (2016). Studying the effect of corporate governance on risks disclosure, *quarterly financial accounting journal*, 8(30), 1-39. (In Persian)
- Nguyen, P. (2011). Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(3): 278-297.
- Nikpoor, M. (2013). *The relationship between of corporate governance and finance risk*, *Operational and environmental*, the thesis of master accounting, university of Alzahre. (In Persian)
- Pfeffer, Jeffrey, Salancik, Gerald. (1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, Harper & Row: New York.
- Solomon, J. F., Solomon, A., Norton, S. D., & Joseph, N. L. (2000). A conceptual frame-work for corporate risk disclosure emerging from the agenda for corporate governance reform, *British*

Accounting Review, 32: 447-478.

Stapledon, G .P. (1996). *Institutional Investors and Corporate Governance*, Careledon press. New York.

Thomas C. Chiang. (2019). Empirical analysis of intertemporal relations between downside risks and expected returns—Evidence from Asian markets, *Research in International Business and Finance*, 47, 264-278.

Wang, Li, Chu. H. L, Hung. G. F. (2015). Governance Mechanisms and Downside Risk, *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, 485-498.