

## رابطه دقت پیش‌بینی سود با کارایی سرمایه‌گذاری

یحیی حساس یگانه\*  
محمد مرفوع\*\*  
معصومه نقدی\*\*\*

### چکیده

دقت پیش‌بینی سود می‌تواند بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر بگذارد. پیش‌بینی می‌شود که با افزایش دقت پیش‌بینی سود، کارایی سرمایه‌گذاری افزایش و سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد کاهش یابد. پژوهش حاضر، به تبیین رابطه دقت پیش‌بینی سود با کارایی سرمایه‌گذاری می‌پردازد. انحراف از سطح سرمایه‌گذاری موردانتظار با توجه به فرصت‌های رشد به عنوان معیار کارایی سرمایه‌گذاری در نظر گرفته شده است و به منظور ارزیابی میزان دقت پیش‌بینی سود از معکوس قدر مطلق تفاوت اولین EPS پیش‌بینی شده و EPS واقعی تقسیم بر EPS پیش‌بینی شده استفاده شده است. قلمرو زمانی این پژوهش دوره ۵ ساله از ابتدای سال ۸۸ تا پایان سال ۹۲ در نظر گرفته شده و نمونه پژوهش شامل ۱۳۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به منظور انجام تحلیل‌های آماری از رگرسیون چند متغیره استفاده شده است و از ۱۰ متغیر کنترلی نیز در مدل‌ها استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که دقت پیش‌بینی سود با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و با سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد و سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه منفی دارد.

واژگان کلیدی: دقت پیش‌بینی سود، کارایی سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری بیش از حد، سرمایه‌گذاری کمتر از حد.

\* استاد حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران

\*\* استادیار حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران

\*\*\* کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران (نویسنده مسئول) m.naqdi1@gmail.com

## مقدمه

سرمایه‌گذاری در امور مختلف، همواره به عنوان یکی از راه‌های مهم توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود و عقب‌ماندگی، مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع و رشد و دگرگونی سریع روابط اقتصادی، منجر به رقابت شدیدی در عرصه تجارت، صنعت و سرمایه‌گذاری شده است. لذا، شرکت‌ها برای بقا و گسترش فعالیت‌های خود، نیاز به انجام سرمایه‌گذاری‌های مناسب و به موقع و یا به عبارت دیگر افزایش کارایی سرمایه‌گذاری دارند. چرا که تصمیمات مرتبط با بودجه‌بندی سرمایه‌ای مسیر استراتژیک شرکت را مشخص می‌کند و آثار بلندمدت آن بر انعطاف‌پذیری مالی و سهم بازار شرکت تأثیرات غیر قابل انکاری دارد (ثقفی و معتمدی، ۱۳۹۰؛ خدائی و یحیایی، ۱۳۸۹).

به طور کلی، کارایی سرمایه‌گذاری، به معنای پذیرش پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت، ومنظور از ناکارایی سرمایه‌گذاری، انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه‌گذاری بیش از حد) و یا عدم انتخاب فرصت‌های سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) است (ثقفی و معتمدی، ۱۳۹۰).

می‌توان گفت یکی از عوامل تعیین‌کننده در سرمایه‌گذاری موفق توانایی پیش‌بینی بازدهی سرمایه‌گذاری است. این گونه پیش‌بینی‌ها عنصر اساسی در موفقیت شرکت‌ها است، ولی جنبه درون‌سازمانی داشته و توسط استفاده‌کنندگان برون‌سازمانی قابل مشاهده نیست. لذا در این زمینه نیاز به معیاری وجود دارد که توسط ذینفعان برون‌سازمانی جهت ارزیابی وظیفه مباشرت مدیریت در این زمینه قابل مشاهده باشد. در این پژوهش فرض می‌شود که توانایی و مهارت مدیریت در پیش‌بینی بازدهی سرمایه‌گذاری‌ها قابل تعمیم به سایر انواع پیش‌بینی از جمله پیش‌بینی سود است و به بررسی این مساله پرداخته می‌شود که آیا می‌توان از دقت پیش‌بینی سود به عنوان معیاری قابل مشاهده برای ارزیابی نحوه عملکرد مدیریت در تصمیمات مرتبط با مخارج سرمایه‌ای استفاده کرد. چرا که مدیریت در هنگام ارزیابی طرح‌های سرمایه‌گذاری از مهارت‌های مشابه مورد استفاده در ارائه پیش‌بینی سود، همچون شناخت محیط اقتصادی و جایگاه شرکت در این محیط رقابتی، بهره می‌برد. لذا، پیش‌بینی سود نه تنها از نظر ارائه انتظارات مدیریت در رابطه با سود دوره آتی، بلکه از نظر ارائه اطلاعاتی در رابطه با دانش مدیریت در رابطه با محیط اقتصادی و توانایی وی در پیش‌بینی جنبه‌های جدید تجاری که عنصر اساسی در سرمایه‌گذاری موفق است برای استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی سودمند است (گودمن، شروف و وایت،

(۲۰۱۴).

### پیشینه پژوهش و مبانی نظری

گزارش کمیته ترویلاد در امریکا به دنبال افشای اطلاعاتی بود که به پیش‌بینی، مقایسه و ارزیابی جریان‌های نقد و قضاوت در مورد توانایی مدیریت برای تخصیص بهینه منابع شرکت کمک می‌کند. نتایج این مطالعه بیانگر این مطلب است که پیش‌بینی‌های مالی، هنگامی که قابلیت اتکای پیش‌بینی استفاده‌کنندگان را افزایش می‌دهند، باید ارائه شوند. در واقع پیش‌بینی سود به منظور ارائه اطلاعاتی در رابطه با سود موردانتظار شرکت افشا می‌شود و لذا انتظارات بازار در رابطه با سود شرکت‌ها را شکل می‌دهد. پیش‌بینی سود حسابداری، میزان رشد و تغییرهای آن مورد توجه سرمایه‌گذاران، مدیران، تحلیل‌گران مالی، محققان و اعتباردهندگان می‌باشد و دلیل این توجه استفاده از سود در مدل‌های ارزیابی سهام، کمک به کارکرد کارای بازار سهام، ارزیابی توان پرداخت، ارزیابی عملکرد واحد اقتصادی و مباشرت مدیریت، ارزیابی نحوه انتخاب روش‌های حسابداری توسط مدیریت و استفاده از پیش‌بینی‌های سود در تحقیقات اقتصادی، مالی و حسابداری است (خالقی مقدم و رحمانی، ۱۳۸۲؛ مرفوع، ۱۳۸۵؛ فلگ، ۲۰۱۵).

البته در رابطه با منافع و معایب انتشار پیش‌بینی سود اتفاق نظر وجود ندارد و مسائلی مانند مدیریت سود، جذب سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت، تقلید تحلیل‌گران مالی و انجام معاملات با استفاده از اطلاعات محرمانه به عنوان هزینه‌های انتشار پیش‌بینی سود و موضوعاتی مانند کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، کمک به تحلیل‌گران، جلوگیری از تغییرات ناگهانی و شدید قیمت سهام و کاهش ریسک طرح دعوی حقوقی علیه شرکت توسط صاحب‌نظران به عنوان منافع انتشار پیش‌بینی سود بیان شده است (کاراجورگو و سرافیم، ۲۰۱۴).

حجم تحقیقات صورت گرفته در زمینه دقت پیش‌بینی سود و بررسی عوامل موثر بر آن و پیامدهای انتشار پیش‌بینی سود در بازار سرمایه، نشان‌دهنده اهمیت بالای این مسئله است. تحقیقات مختلفی به بررسی مسائلی همچون تاثیر دقت پیش‌بینی‌های قبلی، شکل پیش‌بینی، نوع اخبار موجود در پیش‌بینی سود و سایر عوامل بر میزان واکنش بازار به انتشار پیش‌بینی سود پرداخته است. همچنین پیامدهای انتشار پیش‌بینی سود، مانند مدیریت سود و تعدیل پیش‌بینی تحلیل‌گران موضوع تحقیقات متعددی بوده است (هیرست، کونس و ونکاتارامان، ۲۰۰۸).

بودجه‌بندی سرمایه‌ای یکی از وظایف بنیادی و مهم مدیریت شرکت‌هاست. یکی از دلایل این اهمیت این است که رشد و دگرگونی سریع روابط اقتصادی، منجر به رقابت شدیدی در عرصه تجارت، صنعت و سرمایه‌گذاری شده است. لذا شرکت‌ها برای بقا و گسترش فعالیت‌های خود، نیاز به انجام سرمایه‌گذاری‌های مناسب و به موقع دارند. تصمیم‌های بودجه‌بندی سرمایه‌ای یک شرکت نخست مسیر استراتژیک آن را مشخص می‌کند، زیرا پیش از این که شرکت اقدام به تولید محصولات یا ارائه خدمات جدید کند، یا این که وارد بازارهای جدید گردد، باید سرمایه‌گذاری انجام دهد. دوم، نتایج تصمیمات سرمایه‌گذاری برای چندین سال ادامه خواهد داشت و انعطاف‌پذیری شرکت را کاهش می‌دهد. سوم، سرمایه‌گذاری ضعیف و ناکارآمد می‌تواند تبعات مالی جدی داشته باشد و هزینه‌های متعددی از جمله هزینه استهلاک و هزینه از دست رفتن سهم بازار را به شرکت‌ها تحمیل کند (تقفی و عرب‌مازار، ۱۳۸۹؛ خدائی و یحیایی، ۱۳۸۹).

یکی از عناصر اساسی سرمایه‌گذاری موفق، توانایی مدیریت برای پیش‌بینی بازدهی پروژه‌ها است، چرا که پیش‌بینی نقش اساسی در روش‌های ارزیابی سرمایه‌گذاری (مانند محاسبه ارزش فعلی خالص) دارد. ولی این پیش‌بینی‌ها جنبه درون‌سازمانی داشته و توسط ذینفعان برون‌سازمانی قابل مشاهده نیستند (گودمن، شروف و وایت، ۲۰۱۴).

اگرچه در تحقیقات پیشین پیش‌بینی سود و بودجه‌بندی سرمایه‌ای به عنوان دو وظیفه مدیریتی مجزا در نظر گرفته شده است، ولی در این پژوهش فرض می‌شود که هر دو وظیفه به یک عنصر مشترک یعنی توانایی پیش‌بینی وابسته‌اند.

با توجه به اهمیت کارایی سرمایه‌گذاری، تحقیقات متعددی در زمینه عوامل اثرگذار بر آن انجام شده است. همچنین ادبیات وسیعی در رابطه با پیش‌بینی سود وجود دارد که نشان‌دهنده اهمیت این مسئله در مطالعات حسابداری است.

گن (۲۰۱۵) به بررسی این مساله می‌پردازد که آیا توانایی مدیریت می‌تواند بر کارایی سرمایه‌گذاری در طرح‌های مخارج سرمایه‌ای موثر باشد. این محقق بیان می‌کند که مدیرانی که دارای مهارت‌های مدیریتی ضعیف‌تر هستند، به دلیل وجود نگرانی‌های مرتبط با حرفه و خوشنامی ممکن است اقدام به سرمایه‌گذاری کمتر از حد یا بیشتر از حد کنند. در نقطه مقابل، مدیرانی که دارای مهارت‌های مدیریتی بالاتری هستند به طور جدی‌تر و به صورت مستقل اقدام به بررسی طرح‌های سرمایه‌گذاری می‌کنند. این محقق با بررسی دوره ۱۹۹۳ تا ۲۰۱۱ و با استفاده از دو معیار رتبه‌بندی توانایی مدیریت و امتیاز توانایی مدیریت

به این نتیجه رسیدند که توانایی مدیریت با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت دارد. گودمن و همکاران (۲۰۱۴) به بررسی تاثیر دقت پیش‌بینی سود بر تصمیمات مرتبط با سرمایه‌گذاری در سهام سایر شرکت‌ها و سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت و نامشهود در دو بخش مختلف پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که دقت پیش‌بینی سود با بازدهی اعلام خبر تحصیل، تغییرات عملکرد پس از تحصیل رابطه مثبت و با کاهش ارزش سرقفلی و خروج سهامداران اصلی پس از تحصیل (معیارهای کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری در سهام سایر شرکت‌ها)، رابطه منفی و با کارایی سرمایه‌گذاری در مخارج سرمایه‌ای رابطه مثبت دارد.

بیک و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی رابطه توانایی مدیریت و ویژگی‌های پیش‌بینی سود پرداختند. آن‌ها بیان می‌کنند که با توجه به اهمیت توانایی مدیریت در شناسایی تغییرات ایجاد شده در شرکت و محیط اقتصادی، مدیران دارای طرح‌های پاداش مبتنی بر سهام اقدام به انتشار پیش‌بینی سود می‌کنند تا از این طریق به بازار اعلام کنند که این تغییرات را شناسایی کرده‌اند. این مسئله نشان‌دهنده این است که پیش‌بینی سود علاوه بر اطلاعات سود حاوی اطلاعاتی در مورد توانایی مدیریت است. نتایج این پژوهش نشان داد که با افزایش توانایی مدیریت، احتمال و تناوب انتشار پیش‌بینی و همچنین دقت پیش‌بینی و واکنش بازار به این پیش‌بینی‌ها افزایش می‌یابد.

لارو و همکاران (۲۰۱۰) با بررسی نمونه‌ای شامل ۴۱,۸۵۱ مشاهده بین سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۷ به ارزیابی رابطه بین محافظه‌کاری و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. این محققین بیان می‌کنند که حتی در صورت وجود آگاهی کامل نسبت به فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور، ممکن است مدیران این طرح‌ها را انتخاب نکنند. این انتخاب نادرست می‌تواند به دلیل (۱) خطر اخلاقی، دید کوتاه مدت و عدم توانایی لازم در انتخاب پروژه مناسب و یا (۲) در دسترس نبودن منابع تامین مالی در نتیجه هزینه سرمایه بالا باشد. در این میان محافظه‌کاری فرصت‌های مدیریت سود و در نتیجه وجود سودهای متورم در هنگام تقسیم سود و پاداش‌دهی به مدیران بر مبنای این سودهای متورم را کاهش می‌دهد. این محدودیت با بازداشتن مدیریت از اقدام به انتقال ثروت سهامداران به خود، مسئله نمایندگی را کاهش می‌دهد. از طرف دیگر اعتباردهندگان نیز با توجه به اعتماد بیش‌تر به این که تقسیم سود واهی بین سرمایه‌گذاران که در نهایت به ضرر آنهاست صورت نخواهد گرفت، به نرخ‌های بهره پایین‌تر رضایت خواهند داد. نتایج این پژوهش نشان داد که

محافظه کاری از طریق (۱) افزایش نظارت بر تصمیمات سرمایه گذاری مدیریت (۲) کاهش هزینه تامین مالی خارجی، به ترتیب مانع سرمایه گذاری بیش از حد و سرمایه گذاری کمتر از حد می شود.

وردی (۲۰۰۶) در پژوهشی به بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری در نمونه ای متشکل از ۳۸،۰۶۲ مشاهده (شرکت-سال) در طی سالهای ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۳ پرداخت. وی کیفیت گزارشگری مالی را با استفاده از مدل جونز و از طریق نماگر کیفیت ارقام تعهدی بررسی نمود و نشان داد که شاخص های کیفیت گزارشگری مالی هم با سرمایه گذاری کم تر از حد و هم با سرمایه گذاری بیش تر از حد رابطه ای منفی دارد.

در ایران تحقیقات متعددی در رابطه با کارایی سرمایه گذاری و دقت پیش بینی سود به طور جداگانه انجام شده است، اما هیچ یک از تحقیقات صورت گرفته رابطه دقت پیش بینی سود و کارایی سرمایه گذاری را به طور مشخص مورد توجه قرار نداده است.

به عنوان مثال، رحمانی و حیاتی (۱۳۹۵) به بررسی تاثیر دقت برآوردی پیش بینی های سود هم زمان مدیران بر رانش پس از اعلان سود می پردازند. نتایج این مطالعه که به بررسی دوره ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ می پردازد، نشان می دهد که ویژگی های مختلف پیش بینی متاثر از محیط پیش بینی، دشواری پیش بینی و توان پیش بینی در ایران، قادر است دقت واقعی پیش بینی سود را تبیین کند. به عبارتی سرمایه گذاران با استفاده از اطلاعات معرف این ویژگی ها می توانند دقت واقعی پیش بینی سود را که ماه ها بعد مشخص خواهد شد، برآورد کنند. از طرفی یافته های این پژوهش نشان داد که کم رنگ بودن نقش تحلیل گران و مشاوران مالی در بازار سرمایه ایران، منجر به عدم اطلاع سرمایه گذاران از محتوای اطلاعاتی و منفی بودن ضریب واکنش سود به دلیل تصمیم گیری بر اساس اطلاعات خصوصی می شود. بر این اساس، پیش بینی های هم زمان مدیران نمی تواند بر بازده غیرعادی پس از اعلان سود تاثیر معناداری داشته باشد و لذا این موضوع به دقت پیش بینی های مدیران هیچ وابستگی نداشته و معلول عوامل دیگری است.

گودرزی و بابازاده (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی دو عامل اثرگذار بر کارایی سرمایه گذاری، یعنی کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی در نمونه ای متشکل از ۹۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲ می پردازند. نتایج نشان داد که بین افزایش کیفیت صورتهای مالی و کارایی سرمایه گذاری رابطه مثبت و

معنی‌داری وجود دارد. به عبارتی کیفیت گزارشگری مالی بالاتر، کارایی سرمایه‌گذاری را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین واحد تجاری و تامین‌کنندگان خارجی سرمایه بهبود می‌بخشد. همچنین نتایج حاکی از اینست که بین سررسید بدهی‌ها و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و بدهی‌های کوتاه‌مدت با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه نمایندگی کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد.

در پژوهشی دیگر، انواری، تجویدی و جهانگرد (۱۳۹۴) به بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر پاداش هیئت‌مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری در ۱۱۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ می‌پردازند. نتایج این پژوهش نشانگر وجود رابطه معنادار و مثبت بین ساختار سرمایه و پاداش هیئت‌مدیره از یک طرف، و بین پاداش هیئت‌مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری از طرف دیگر است. انواری و همکاران بیان می‌کنند که با توجه به این نتایج می‌توان استنباط نمود که بین ساختار سرمایه و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد. به عبارتی مدیران شرکت‌هایی که دارای ساختار اهرمی بالایی هستند، گرایش به سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد دارند.

خدای پور، حسینی‌نسب و حیاتی (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی واکنش بازار به اخبار خوب یا بد شرکت‌ها با توجه به نوع پیش‌بینی سود سال قبل آن‌ها، تمایل مدیران به حفظ یا اصلاح شهرت خود در پیش‌بینی و مقایسه تمایل مدیران به مدیریت افزایشی سود از طریق انواع مختلف مدیریت سود با توجه به نوع پیش‌بینی سال قبل آن‌ها پرداختند. بدین منظور صورت‌های مالی ۸۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵-۱۳۹۱ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. به منظور دست‌یابی به اهداف پژوهش، شرکت‌ها بر اساس نوع پیش‌بینی سال قبل و سال جاری و محتوای اخبار پیش‌بینی سال جاری گروه بندی شدند. نتایج بیانگر آن است که واکنش بازار به پیش‌بینی سود با محتوای اخبار خوب (بد)، زمانی که پیش‌بینی دوره قبل بدبینانه (خوشبینانه) است، مثبت‌تر (منفی-تر) از حالتی است که پیش‌بینی دوره قبل خوشبینانه (بدبینانه) است. همچنین مدیران در پیش‌بینی‌های خود از ثبات رفتاری برخوردار هستند. علاوه بر این، نتایج حاکی از این است که پیش‌بینی خوشبینانه در دوره قبل می‌تواند عاملی جهت مدیریت افزایشی سود در دوره جاری باشد.

هاشمی، صمدی و هادیان (۱۳۹۳) به بررسی اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. آن‌ها با بررسی ۱۰۴ شرکت پذیرفته شده در

بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ به این نتیجه رسیدند که با افزایش کیفیت گزارشگری مالی و کوتاه‌تر شدن سرسید بدهی، کارایی سرمایه‌گذاری بهبود می‌یابد.

سامی، مهرمنش و ترکی (۱۳۹۲) به بررسی رابطه اخبار موجود در پیش‌بینی سود بر هزینه سرمایه شرکت پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که اخبار خوب موجود در پیش‌بینی سود هزینه سرمایه شرکت را کاهش می‌دهد. این نتیجه موید این مسئله است که هزینه سرمایه شرکت‌هایی که پیش‌بینی‌شان همراستا با انتظارات سرمایه‌گذاران است، کم‌تر است.

فروغی و صادقی (۱۳۸۹) به بررسی رابطه محافظه‌کاری با کارایی سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۶ پرداختند. این دو محقق بیان می‌کنند که محافظه‌کاری از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، کاهش هزینه تامین مالی و افزایش انگیزه مدیر برای عدم پذیرش پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی می‌تواند بر کارایی سرمایه‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای تاثیرگذار باشد. نتایج این پژوهش نشان‌دهنده وجود رابطه معنی‌دار و منفی بین محافظه‌کاری و سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی‌های سرمایه‌ای و از طرف دیگر رابطه معنی‌دار و مثبت بین کارایی سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری است.

### فرضیه‌های پژوهش

در این پژوهش، سه فرضیه زیر مورد بررسی و آزمون قرار گرفته است:

۱. دقت پیش‌بینی سود با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت دارد.
۲. دقت پیش‌بینی سود با سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد رابطه منفی دارد.
۳. دقت پیش‌بینی سود با سرمایه‌گذاری بیش‌تر از حد رابطه منفی دارد.

### روش پژوهش

#### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش حاضر عبارت از کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که با استفاده از روش حذف سیستماتیک شرکت‌هایی که دارای

ویژگی‌های زیر باشند در نمونه مورد بررسی قرار خواهند گرفت:

۱. اطلاعات شرکت‌ها در دسترس باشد.
  ۲. سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
  ۳. طی دوره زمانی پژوهش تغییر ماهیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.
  ۴. جزء بانک‌ها، موسسات مالی و واسطه‌گران مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، بانک، هلدینگ و لیزینگ) نباشد.
  ۵. در صورت وجود وقفه معاملاتی سهام، این وقفه بیش از ۳ ماه نباشد.
- پس از در نظر گرفتن ویژگی‌های فوق در نهایت شرکت‌های واجد شرایط به روش حذف سیستماتیک ۱۳۳ شرکت (۶۶۵ مشاهده شرکت-سال) به عنوان نمونه انتخاب می‌شوند. داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از نرم‌افزار Excel در قالب پرونده‌های اطلاعاتی گردآوری شده، سپس متغیرهای مورد نظر محاسبه و نهایتاً از طریق نرم‌افزار آماری Spss و Eviews مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد.

#### متغیرهای پژوهش

الف) متغیر وابسته: کارایی سرمایه‌گذاری

در این پژوهش به پیروی از ادبیات مربوطه (گودمن و همکاران ۲۰۱۴) از معیار کارایی سرمایه‌گذاری که از طریق مدل رگرسیون زیر محاسبه می‌شود، به عنوان شاخص کارایی سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود:

$$I_{it} = \beta_0 + \beta_1 * Q_{it-1} + \beta_2 * CFO_{it-1} / Asset_{it-1} + \beta_3 * Asset\ Growth_{it-1} + \beta_4 * I_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

$I_{it}$ : عبارتست از خرید خالص دارایی‌های ثابت و دارایی‌های نامشهود در سال  $t$  تقسیم بر جمع دارایی‌ها در ابتدای سال  $t$ .

$Q_{it-1}$ : معیار  $Q$  توپین برای سال  $t-1$  است که از تقسیم ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها بدست می‌آید.

$CFO_{it-1} / Asset_{it-1}$ : عبارتست از جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی در سال  $t-1$  تقسیم بر جمع دارایی‌ها در ابتدای سال  $t$ .

$Asset\ Growth_{it-1}$ : عبارتست از درصد رشد دارایی‌ها در سال  $t-1$ .

$I_{it-1}$ : سرمایه‌گذاری‌های شرکت در سال  $t-1$  تقسیم بر جمع دارایی‌ها در ابتدای سال  $t-1$ .

در صورتی که مقدار پسماند در این مدل مثبت باشد سرمایه گذاری بیش از حد و در صورت منفی بودن مقدار پسماند سرمایه گذاری کمتر از حد وجود دارد. در این رابطه کارایی سرمایه گذاری عبارت است از معکوس قدرمطلق پسماندهای به دست آمده از مدل رگرسیون شماره (۱).

#### متغیر مستقل: دقت پیش بینی سود

دقت پیش بینی سود در این پژوهش عبارت است از دقت اولین پیش بینی سود اعلام شده که در این مورد دقت پیش بینی عبارت است از معکوس قدر مطلق تفاوت اولین EPS پیش بینی شده و EPS واقعی تقسیم بر EPS پیش بینی شده که در صورت افزایش سرمایه در طول این مدت تعدیل لازم صورت می گیرد. هرچه مقدار این قدر مطلق بزرگتر باشد، دقت پیش بینی سود کم تر است.

#### الگوهای رگرسیونی آزمون فرضیه ها

به منظور ارزیابی رابطه بین متغیرها از دو مدل زیر استفاده شده است: رابطه (۲) در ارتباط با فرضیه اول به آزمون این موضوع می پردازد که آیا دقت پیش بینی سود با کارایی سرمایه گذاری رابطه معنادار و مستقیم دارد. رابطه (۲):

$$InvstEfficiency_t = \gamma_0 + \gamma_1 Forecasting Accuracy_t + \gamma_i CONTROLS + e_t$$

که در آن:

$InvstEfficiency_t$ : کارایی سرمایه گذاری

$Forecasting Accuracy_t$ : دقت اولین پیش بینی سود اعلام شده

CONTROLS شامل:

$lnSize_{it-1}$ : لگاریتم طبیعی ارزش بازار دارایی ها در ابتدای سال مالی  $t$  می باشد.

$Q:Q_{it-1}$  توپین است که عبارتست از ارزش بازار دارایی ها تقسیم بر ارزش دفتری

دارایی ها در ابتدای سال مالی  $t$ .

$ROA_{it-1}$ : بازده دارایی ها که عبارتست از سود خالص تقسیم بر دارایی ها در ابتدای

سال مالی  $t$ .

$Growth_{it-1}$ : عبارتست از درصد رشد فروش در سال مالی  $t-1$ .

$Leverage_{it-1}$ : عبارتست از نسبت بدهی به دارایی در ابتدای سال مالی  $t$ .

$R_{it-1}$ : بازده قیمت سهام در سال مالی  $t-1$ .

$Stdev.ROA_{it-1}$ : انحراف معیار ROA طی سه سال قبل از دوره  $t$ .

$Stdev.R_{it-1}$ : انحراف معیار بازده قیمت سهام طی سه سال قبل از دوره  $t$ .

$lnHorizon_{it}$ : لگاریتم طبیعی تعداد روزهای بین پیش‌بینی سود و پایان سال مالی.

$Stdev. Investment_{it-1}$ : عبارتست از انحراف معیار مخارج سرمایه‌ای طی سه

سال قبل از دوره مالی  $t$ .

دلیل استفاده از متغیرهای کنترلی مربوط به  $Q$  توپین، بازده دارایی‌ها، رشد فروش و اندازه شرکت مربوط به فرصت رشد شرکت و در دسترس بودن تامین مالی است. همچنین ادبیات موضوع نشان می‌دهد که پیش‌بینی سود تابعی از اندازه شرکت (سنگوپتا ۲۰۰۵)، فرصت‌های رشد (فنگ ۲۰۰۹)، بازدهی‌های گذشته سهام (گانگ، لی، ونگ ۲۰۱۱) و اهرم (لی، شو ۲۰۱۲) است. متغیر نسبت بدهی به دارایی نشان‌دهنده میزان نظارت اعتباردهندگان است که می‌تواند توانایی شرکت برای سرمایه‌گذاری بیش از حد را محدود کند. (گودمن و همکاران ۲۰۱۴)

با توجه به این که میزان دقت پیش‌بینی سود و میزان کارایی سرمایه‌گذاری می‌تواند متأثر از عدم اطمینان اقتصادی در مقیاس کلان باشد، به منظور حذف اثر این نااطمینانی از متغیرهای کنترلی پایداری سود، انحراف معیار بازده دارایی‌ها و انحراف معیار بازده سهام استفاده می‌کنیم. همچنین با توجه به تاثیر بازه زمانی پیش‌بینی بر دقت پیش‌بینی سود، از متغیر کنترلی افق زمانی استفاده می‌شود. همچنین دلیل استفاده از متغیر کنترلی انحراف معیار سرمایه‌گذاری این است که در صورت تغییرات بیش‌تر تاریخی، احتمال کم بودن انحراف سرمایه‌گذاری در دوره مورد بررسی کاهش می‌یابد. (گودمن و همکاران ۲۰۱۴)

با توجه به مبانی نظری و فرضیه‌های پژوهشانتظار می‌رود که  $\gamma_1 > 0$ .

رابطه (۳) در ارتباط با فرضیه دوم و سوم به آزمون این موضوع می‌پردازد که آیا دقت پیش‌بینی سود با سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد رابطه معکوس دارد.

رابطه (۳)

$$Invst\ Efficiency = \gamma_0 + \gamma_1 Forecasting\ Accuracy_t + \gamma_i CONTROLS + e_t$$

در این مدل  $InvstEfficiency$  می‌تواند سرمایه‌گذاری بیش از حد یا سرمایه‌گذاری کمتر از حد باشد که در حالت اول برابر با پسماندهای مثبت رابطه (۱) و در حالت دوم

پسماندهای منفی رابطه (۱) است.

در این قسمت نمونه به دو قسمت سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد تقسیم می‌شود و رگرسیون فوق برای هر قسمت به صورت جداگانه اجرا می‌شود. با توجه به این که دقت پیش‌بینی عکس خطاست و با توجه به فرضیه دوم و سوم انتظار می‌رود که  $\gamma_1 > 0$  باشد.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و جز تحقیقات توصیفی و پس‌رویدادی است. روش پژوهش از نوع مطالعه همبستگی بوده و برای بررسی رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش از تجزیه و تحلیل رگرسیون استفاده می‌کند. همچنین در این پژوهش از داده‌های ترکیبی مربوط به شرکت‌ها طی ۵ سال و در مقاطع پایان سال استفاده شده است.

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

نگاره ۱، آمار توصیفی متغیرهای تحقیق را نشان می‌دهد.

نگاره ۱. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرها	تعداد	میانگین	میان	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	حداقل	حداکثر
Invst Efficiency <sub>t</sub>	665	0/05	0/03	0/06	2/84	9/11	0/00	0/36
Ln(Invst Efficiency <sub>t</sub> )	665	-3/62	-3/54	1/19	-0/78	1/63	-8/09	-1/03
Forecasting Accuracy <sub>t</sub>	665	1/74	0/51	4/17	4/75	24/83	0/00	9.85
LnSize <sub>t-1</sub>	665	26/79	26/70	1/62	0/80	0/92	23/20	32/38
Q <sub>t-1</sub>	665	0/73	0/54	0/62	2/07	5/56	0.0002	4/90
Asset Growth	665	0/15	0/12	0/23	2.19	12.40	-0/64	2/09
ROA <sub>t-1</sub>	665	0/11	0/10	12/14	0/62	2/42	-34/00	0/63
Growth <sub>t-1</sub>	665	0/18	0/16	0/33	1/00	3/24	-0/77	1/90
Leverage <sub>t-1</sub>	665	0/62	0/63	0/18	0/08	0/55	0/10	1/31
R <sub>t-1</sub>	665	29/72	14/85	60/61	2/03	5/79	-78/46	352/07
Stdev. ROA <sub>t-1</sub>	665	4/69	3/45	4/57	2/65	9/87	0/04	33/13
Stdev. R <sub>t-1</sub>	665	49/54	35/45	47/96	2/67	8/73	0/26	302/54
lnHorizon <sub>t-1</sub>	665	5/93	5/97	0/10	-2/95	9/38	5/31	6/07
Stdev.investment	665	0/10	0/03	0/24	4/62	23/66	0/00	1/79

فرضیه اول: دقت پیش‌بینی سود با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مستقیم دارد. بررسی نرمال بودن متغیر وابسته طبق نگاره ۲ توسط آزمون کلموگروف اسمیرنوف انجام شد و با توجه به نرمال نبودن متغیر وابسته از لگاریتم آن در مدل‌های رگرسیون استفاده شده است.

نگاره ۲. نتایج آزمون آزمون کلموگروف اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن متغیر وابسته تحقیق

مقدار احتمال	مقدار Z کلموگروف اسمیرنوف -	بیشترین تفاوت			پارامترهای نرمال		تعداد	سال	متغیر
		منفی	مثبت	قدرمطلق	انحراف معیار	میانگین			
0/000	2/20	-0/19	0/16	0/19	0/04	0/04	133	1388	Invst Efficiency <sub>t</sub>
0/000	2/43	-0/21	0/21	0/21	0/06	0/05	133	1389	
0/000	2/94	-0/21	0/25	0/25	0/06	0/05	133	1390	
0/000	3/03	-0/22	0/26	0/26	0/07	0/05	133	1391	
0/000	2/70	-0/20	0/23	0/23	0/06	0/05	133	1392	

نگاره ۳. نتایج آزمون آزمون کلموگروف اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن متغیر وابسته تحقیق

مقدار احتمال	مقدار Z کلموگروف اسمیرنوف -	بیشترین تفاوت			پارامترهای نرمال		تعداد	سال	متغیر
		منفی	مثبت	قدرمطلق	انحراف معیار	میانگین			
0/122	1/18	-0/12	0/07	0/12	1/33	-3/85	133	1388	Ln(Invst Efficiency <sub>t</sub> )
0/257	1/01	-0/13	0/07	0/13	1/22	-3/68	133	1389	
0/110	1/20	-0/10	0/08	0/10	1/13	-3/51	133	1390	
0/231	1/04	-0/09	0/06	0/09	1/19	-3/60	133	1391	
0/633	0/75	-0/06	0/05	0/06	1/04	-3/47	133	1392	

همچنین به منظور انتخاب مدل مناسب از آزمون چاو و هاسمن به شرح نگاره ۴ استفاده شده است.

نگاره ۴. نتایج آزمون چاو و آزمون هاسمن برای انتخاب مدل مناسب

نتیجه	آزمون هاسمن			آزمون چاو یا لیمر			
	مقدار احتمال	درجه آزادی	مقدار کای-دو	مقدار احتمال	درجه آزادی	مقدار	آزمون اثرات
مدل با اثرات ثابت	0/000	11	50/18	0/000	(132,520)	2/14	مقدار F
				0/000	132	287/73	مقدار کای-دو

در ادامه نتایج حاصل از آزمون فرضیات ارائه می‌گردد.

به منظور آزمون فرضیه‌ها، فرض صفر و فرض مقابل به صورت زیر بیان می‌شود:

$$\hat{H}_0 : b_1 = b_2 = \dots = b_{11} = 0$$

$$\hat{H}_1 : b_i \neq 0 \quad i = 1, 2, \dots, 11$$

در نگاره (۵) نتایج آزمون فرضیه اول مشخص شده است. در مورد هریک از فرضیه‌های پژوهش تنها متغیرهای کنترلی که دارای رابطه معنی‌داری با متغیر وابسته هستند، ذکر شده‌اند.

نگاره ۵. نتایج آزمون فرضیه اول

VIF	نتیجه	مقدار احتمال	مقدار t	مقدار ضرایب	پارامترها
-	معنادار و مثبت	0/000	-5/166	-17/920	مقدار ثابت
1/06	معنادار و مثبت	0/007	2/715	0/030	Forecasting Accuracy <sub>t</sub>
1/36	معنادار و مثبت	0/000	5/451	0/445	LnSize <sub>t-1</sub>
2/42	بی معنی	0/773	-0/288	-0/00000005	Q <sub>t-1</sub>
2/53	بی معنی	0/157	-1/418	-0/012	ROA <sub>t-1</sub>
1/17	بی معنی	0/633	-0/477	-0/070	Growth <sub>t-1</sub>
1/72	بی معنی	0/393	-0/854	-0/516	Leverage <sub>t-1</sub>
1/35	بی معنی	0/469	-0/725	-0/001	R <sub>t-1</sub>
1/23	بی معنی	0/306	1/025	0/014	Stdev. ROA <sub>t-1</sub>
1/51	بی معنی	0/345	0/945	0/001	Stdev. R <sub>t-1</sub>
1/07	بی معنی	0/367	0/902	0/459	lnHorizon <sub>t-1</sub>
1/09	بی معنی	0/484	-0/700	-0/162	Stdev.investment

0/000	مقدار احتمال F	2/67	مقدار F
2/23	دوربین واتسون	0/42	ضریب تعیین

مقدار احتمال معنی‌داری F برابر با ۰/۰۰۰ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود. یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی‌داری وجود دارد.

مقدار آماره t برای Forecasting Accuracy<sub>t</sub> برابر با ۲/۷۱ (معنادار و مثبت) است. با توجه به نتایج آزمون آماره t بین دقت پیش‌بینی سود و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بنابر این فرضیه اول تایید می‌شود. یعنی با افزایش دقت پیش‌بینی سود، کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد.

فرضیه دوم: دقت پیش‌بینی سود با سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد رابطه معکوس دارد. نتایج آزمون فرضیه دوم برای ۴۳۳ شرکت -سال دارای سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد، در نگاره (۶) مشخص شده است:

نگاره ۶. نتایج آزمون فرضیه دوم

VIF	نتیجه	مقدار احتمال	مقدار t	مقدار ضرایب	پارامترها	سرمایه گذاری
	معنادار و مثبت	0/000	-5/775	-16/825	مقدار ثابت	کم سرمایه‌گذاری
1/07	بی معنی	0/740	0/333	0/004	Forecasting Accuracy <sub>t</sub>	
1/32	بی معنی	0/234	1/192	0/039	LnSize <sub>t-1</sub>	
2/42	معنادار و مثبت	0/010	2/600	0/00000027	Q <sub>t-1</sub>	
2/27	بی معنی	0/615	-0/503	-0/003	ROA <sub>t-1</sub>	
1/14	بی معنی	0/447	0/762	0/104	Growth <sub>t-1</sub>	
1/56	بی معنی	0/203	-1/274	-0/390	Leverage <sub>t-1</sub>	
1/33	بی معنی	0/173	1/364	0/001	R <sub>t-1</sub>	
1/28	بی معنی	0/216	1/238	0/012	Stdev. ROA <sub>t-1</sub>	
1/69	بی معنی	0/085	-1/727	-0/002	Stdev. R <sub>t-1</sub>	

1/05	معنادار و مثبت	0/000	4/292	2/035	lnHorizon <sub>t-1</sub>
1/10	معنادار و مثبت	0/000	4/656	0/991	Stdev.investment
0/000	مقدار احتمال F		8/20	مقدار F	
1/99	دوربین واتسون		0/18	ضریب تعیین	

مقدار احتمال معنی داری F برابر با ۰/۰۰۰ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود. یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی داری وجود دارد.

مقدار آماره t برای Forecasting Accuracy<sub>t</sub> برابر با ۰/۳۳ (بی معنی) است. با توجه به نتایج آزمون آماره t بین دقت پیش‌بینی سود و سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد رابطه معناداری وجود ندارد. بنابراین فرضیه دوم رد می‌شود.

فرضیه سوم: بین دقت پیش‌بینی سود و سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه معکوس وجود دارد.

نتایج آزمون فرضیه سوم برای ۲۳۲ شرکت-سال دارای سرمایه‌گذاری بیش از حد، در نگاره (۷) توضیح داده شده است.

نگاره ۷. نتایج آزمون فرضیه سوم

VIF	نتیجه	مقدار احتمال	مقدار t	مقدار ضرایب	پارامترها	سرمایه گذاری
	بی معنی	0/088	-1/714	-9/151	مقدار ثابت	بیش سرمایه گذاری
1/08	معنادار و مثبت	0/004	2/915	0/061	Forecasting Accuracy <sub>t</sub>	
1/46	معنادار و مثبت	0/000	3/629	0/233	LnSize <sub>t-1</sub>	
2/54	بی معنی	0/807	0/245	0/0000006	Q <sub>t-1</sub>	
3/46	بی معنی	0/996	0/005	0/000	ROA <sub>t-1</sub>	
1/40	بی معنی	0/884	-0/147	-0/051	Growth <sub>t-1</sub>	
2/26	بی معنی	0/184	-1/334	-1/005	Leverage <sub>t-1</sub>	
1/42	بی معنی	0/751	-0/317	-0/001	R <sub>t-1</sub>	
1/15	بی معنی	0/889	0/139	0/004	Stdev. ROA <sub>t-1</sub>	

1/26	بی معنی	0/472	0/721	0/002	Stdev. $R_{t-1}$
1/11	بی معنی	0/963	-0/047	-0/040	lnHorizon $_{t-1}$
1/16	بی معنی	0/311	-1/015	-0/373	Stdev.investment
0/000	مقدار احتمال F		3/10	مقدار F	
1/92	دوربین واتسون		0/13	ضریب تعیین	

مقدار احتمال معنی‌داری F برابر با ۰/۰۰۰ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است. بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود. یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی‌داری وجود دارد.

مقدار آماره t برای Forecasting Accuracy $_t$  برابر با ۲/۹۱ (معنادار و مثبت) است. با توجه به نتایج آزمون آماره t و با توجه به این که دقت عکس خطاست، بین دقت پیش‌بینی سود و سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه منفی و معناداری وجود دارد. یعنی فرضیه سوم تایید می‌شود. این بدین معناست که با افزایش دقت پیش‌بینی سود، سرمایه‌گذاری بیش از حد کاهش می‌یابد.

### نتیجه‌گیری

بررسی ادبیات موجود نشان می‌دهد که مسئله کارایی سرمایه‌گذاری و دقت پیش‌بینی سود به عنوان دو جریان مجزای پژوهش مورد بررسی قرار گرفته است و رابطه این دو متغیر به طور مشخص مورد توجه نبوده است. لذا این پژوهش به دنبال بررسی رابطه دقت پیش‌بینی سود و کارایی سرمایه‌گذاری است.

نتایج بدست آمده از پژوهش حاضر نشان داد که با افزایش دقت پیش‌بینی سود، کارایی سرمایه‌گذاری افزایش و سرمایه‌گذاری بیش از حد در مخارج سرمایه‌ای کاهش می‌یابد. لذا این اطلاعات می‌تواند در ارزیابی عملکرد مدیریت در رابطه با تصمیمات سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران مفید واقع شود. دقت پیش‌بینی سود مدیریت می‌تواند به عنوان یک معیار قابل مشاهده توسط ذی‌نفعان برون‌سازمانی برای کارایی سرمایه‌گذاری شرکت مورد استفاده قرار گیرد.

اما در مورد فرضیه دوم رابطه معناداری مشاهده نشد. یعنی بین دقت پیش‌بینی سود و سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد رابطه معنی‌داری وجود ندارد. در این رابطه می‌توان گفت که

با توجه به کارایی ضعیف بازار سرمایه ایران و وجود موانع برای تامین مالی شرکت‌ها، امکان تامین مالی تمامی ایده‌های مدیریت در رابطه با این گونه سرمایه‌گذاری وجود ندارد و لذا در این شرکت‌ها با وجود دقت بالای پیش‌بینی سود، سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد وجود خواهد داشت.

با توجه به خلا تحقیقاتی در این زمینه انجام این پژوهش می‌تواند ادبیات مرتبط با کارایی سرمایه‌گذاری و پیش‌بینی سود را از جهات مختلفی توسعه دهد. اول این که به طور معمول ادبیات مرتبط با پیش‌بینی سود و کارایی سرمایه‌گذاری به عنوان دو جریان مجزای پژوهش عمل می‌کند و رابطه این دو متغیر به طور خاص مورد بررسی قرار نگرفته است.

دوم این که این پژوهش به دنبال این است که بینش وسیع‌تری نسبت به توانایی مدیریتی بدست دهد. چرا که در ادبیات پیشین شواهد تجربی اندکی درباره این که آیا با استفاده از پیش‌بینی سود مدیران می‌توان به توانایی‌های مدیریتی آنها پی برد یا خیر، وجود دارد. در نهایت، این پژوهش می‌تواند به ادبیات موجود که به آزمون رابطه بین افشاهای برون-سازمانی و تصمیم‌گیری درون‌سازمانی می‌پردازد نیز بیافزاید.

لازم به ذکر است که این پژوهش با موانع و محدودیت‌هایی همراه است:

۱. انتشار عمومی پیش‌بینی سود می‌تواند در مدیران انگیزه انجام مدیریت سود به منظور تحقق پیش‌بینی ایجاد کند. لذا ممکن است مدیرانی که در ظاهر پیش‌بینی‌های دقیق ارائه می‌کنند، در واقع مدیریت سود انجام داده و توانایی مدیریتی کمی داشته باشند.
۲. ممکن است برخی از مدیران دارای توانایی بالایی در زمینه پیش‌بینی سود باشند، اما به منظور دستیابی برخی از اهداف مانند کاهش سطح انتظارات بازار، گمراه کردن رقبا و دستکاری قیمت سهام به منظور انجام معاملات با استفاده از اطلاعات محرمانه یا استفاده از طرح‌های پاداش، عمداً سود را به گونه‌ای مدیریت کنند که از میزان پیش‌بینی شده متفاوت باشد.
۳. پیش‌بینی سود و پیش‌بینی بازدهی سرمایه‌گذاری از نظر افق زمانی پیش‌بینی متفاوت هستند. ممکن است دقت پیش‌بینی سود نشان‌دهنده توانایی پیش‌بینی کوتاه‌مدت باشد و در نتیجه نتواند تمامی جنبه‌های پیش‌بینی بازدهی پروژه‌ها در بلند مدت را منعکس کند.
۴. با توجه به تاثیرگذاری عوامل کلان اقتصادی مانند نرخ ارز بر سودآوری واحدهای

تجاری و عدم کنترل مدیریت شرکت‌ها بر این عوامل، در صورت وقوع چنین رویدادهایی مدیریت واحد تجاری تعدیل لازم را روی پیش‌بینی سود اعمال کرده است. اما با توجه به استفاده از اولین پیش‌بینی سود اعلام شده توسط شرکت به منظور محاسبه دقت پیش‌بینی سود، اثرات این تعدیل در این تحقیق اعمال نشده است.

#### پیشنهاد‌های حاصل از تحقیق

۱. با توجه به نتیجه آزمون فرضیه اول و سوم، پیشنهاد می‌شود مقامات قانون‌گذار بازار سرمایه تدبیری اتخاذ کنند که انحراف پیش‌بینی سود مدیریت به صورت دوره‌ای به شکل گزارشی به تفکیک ناشران به اطلاع فعالان بازار برسد. چرا که این اطلاعات می‌تواند در ارزیابی عملکرد مدیریت در رابطه با تصمیمات سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران مفید واقع شود.
۲. با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول و سوم، پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران در هنگام بررسی و ارزیابی شرکت سرمایه‌پذیر، توجه کافی به روند دقت پیش‌بینی - های قبلی مبذول دارند. چرا که یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که دقت پیش‌بینی سود مدیریت می‌تواند به عنوان یک معیار قابل مشاهده توسط ذینفعان برون‌سازمانی برای کارایی سرمایه‌گذاری شرکت مورد استفاده قرار گیرد.

#### پیشنهاد‌هایی برای تحقیقات آتی

۱. بررسی رابطه بین دقت پیش‌بینی سود و کارایی سرمایه‌گذاری به تفکیک صنعت
۲. بررسی رابطه بین دقت پیش‌بینی سود و کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری در سهام سایر شرکت‌ها به طور کلی و به تفکیک صنعت
۳. بررسی رابطه بین دقت و دفعات تجدیدنظر در پیش‌بینی سود و کارایی سرمایه‌گذاری به طور کلی و به تفکیک صنعت
۴. بررسی رابطه بین دقت و دفعات تجدیدنظر در پیش‌بینی سود و کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری در سهام سایر شرکت‌ها به طور کلی و به تفکیک صنعت

## منابع

- انواری رستمی، علی اصغر؛ تجویدی، الناز؛ جهانگرد، میثم. (۱۳۹۴). تاثیر ساختار سرمایه و پاداش هیئت مدیره بر کارایی سرمایه گذاری. *پژوهش های تجربی حسابداری*، ۱۸، ۱۰۹-۱۲۹.
- ثقفی، علی، و عرب مازار، مصطفی. (۱۳۸۹). کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه-گذاری. *مجله پژوهش های حسابداری مالی*، ۶، ۲۰-۱.
- ثقفی، علی، و معتمدی، مجید. (۱۳۹۰). رابطه میان کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه-گذاری در شرکت های با امکانات سرمایه گذاری بالا. *مجله پژوهش های حسابداری مالی*، ۴، ۱۴-۱.
- خالقی مقدم، حمید؛ رحمانی، علی (۱۳۸۲). سودمندی ارقام صورت های مالی غیر از سود در پیش بینی سود. *فصلنامه مطالعات حسابداری*، شماره ۱ ص ۱۴۲-۱۰۹
- خدائی، محمد، و یحیایی، منیره. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله حسابداری مدیریت*، ۵، ۱۵-۱.
- خدای پور، احمد؛ حسینی نسب، حجت؛ حیاتی، حسین. (۱۳۹۴). بررسی تاثیر خطای پیش بینی سود دوره قبل بر واکنش بازار به پیش بینی سود مدیریت و انواع مختلف مدیریت سود. *دانش حسابداری*، ۲۱، ۱۰۸-۸۳.
- رحمانی، علی؛ حیاتی، نهاله. (۱۳۹۵). تاثیر دقت بر آوردی پیش بینی سود مدیران بر رانش پس از اعلان سود. *دانش حسابداری*، ۲۴، ۴۰-۷.
- سامی، منیژه؛ مهرمنش، حسن؛ ترکی، لیلا (۱۳۹۲). بررسی تاثیر اخبار پیش بینی سود روی هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله تحقیقات بین المللی علوم کاربردی و بنیادی*، شماره ۴.
- فروغی، داریوش، و صادقی، محسن. (۱۳۸۹). رابطه محافظه کاری و کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه مطالعات حسابداری*، ۲۷، ۱۵۸-۱۳۹.
- گودرزی، احمد؛ بابازاده شیروان، هانی. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی ها با کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت*، ۲۷، ۱۱۷-۱۰۵.

مرفوع، محمد. (۱۳۸۵). *رابطه اعضای غیرموظف هیات مدیره و سرمایه‌گذاری نهادی با پیش‌بینی سود شرکت‌ها*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی.  
هاشمی، عباس؛ صمدی، سعید؛ هادیان، ریحانه. (۱۳۹۳). اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۴۴، ۴۴-۱۴۳-۱۱۷.

- Baik, B., Farber, D. D., and Lee, S. (2011) CEO Ability and Management Earnings Forecasts. *Contemporary Accounting Research*, 28, 1645–1668.
- Felleg, R. (2015), *Market Reactions to Management Earnings Forecasts*. The Maastricht University.
- Gan, H. (2015). *CEO Managerial Ability, Corporate Investment Quality, and the Value of Cash*, Available at <http://scholarcompass.vcu.edu/etd>.
- Goodman, T. H., Shroff, N., Neamtiu, M., and White, H. D. (2014). Management Forecast Quality and Capital Investment Decisions. *The Accounting Review*, 89, 331-365.
- Hirst, D. E., Koonce, L., and Venkataraman, S. (2008). Management Earnings Forecasts: A Review and Framework. *Accounting Horizons*, 22, 315-338.
- Karageorgiou, G., and Serafeim, G. (2014). *Earnings Guidance- Part of the future or the Past?* KKS advisors, Generation Foundation.
- Lara, J. M., Osma, B. G., and Penalva, F. (2010). Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, Forthcoming.
- Verdi, R. S. (2006). *Financial Reporting Quality and Investment Efficiency*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=930922>.

