

ارتباط کوتاه بینی مدیران با نوسانات سود و سهامداران عمده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

فرشته عامری^{۱*}

محسن عرب یارمحمدی^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۲/۲۵ تاریخ چاپ: ۱۴۰۰/۰۳/۰۶

چکیده

این تحقیق در پی سنجش بررسی تاثیر کوتاه نظری مدیران بر نوسانات سود و ارتباط یا تاثیر سهامداران نهادی در این متغیرها بوده است. کوتاه نظری مدیران، تمایل به افزایش قیمت های جاری سهام با افزایش و متورم کردن سودآوری جاری با هزینه کرد از محل سودآوری و یا جریانات نقدی بلند مدت قابل تعریف می باشد. در واقع کوتاه نظری مدیران، به عنوان یکی از مسائل مدرنی که شرکت ها با آن درگیر هستند، سودآوری بلندمدت شرکت را از طریق کاهش فعالیت های تحقیق و توسعه، بازاریابی و فعالیت هایی که در سال های ابتدایی صرفاً دارای هزینه بوده و در بلند مدت آثار آن مشخص می شود، فدای سودآوری کوتاه مدت و افزایش قیمت های جاری سهام میکند. نتایج بدست آمده بیانگر آن است که وجود یا عدم وجود سهامداران خبره و ماهر در میان سهامداران شرکت، تاثیری معنادار بر کوتاه نظری مدیران داشته باشد. به طور خلاصه نتایج بدست آمده بیانگر آن است که بازار سرمایه واکنش معناداری به کوتاه بینی مدیران دارد و کوتاه نظری مدیران تاثیری معنادار بر عملکرد مالی آتی مانند نوسانات سود شرکت های بررسی شده داشته است.

واژگان کلیدی

کوتاه نظری مدیران، سهامداران نهادی و نوسانات سود

۱. کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود، شاهرود، ایران. (Fe.amr1992@gmail.com).

۲. دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود، شاهرود، ایران. (arabyarmohsen@yahoo.com).

۱. مقدمه

پیشینه‌ی مالی رفتاری تقریباً به اوایل دهه هفتاد باز می‌گردد. این شاخه ترکیبی علوم مالی که در واقع علوم روانشناسی و بعضاً جامعه‌شناسی را برای تحلیل بهتر مسائل بازارهای مالی مورد استفاده قرار می‌دهد عموماً به بررسی فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و واکنش آنان در قبال شرایط مختلف بازارهای مالی می‌پردازد و تأکید آن بیشتر به تأثیر شخصیت، فرهنگ و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌باشد. ساختارهای خاص فرهنگی در ایران و اثر گذاری آن‌ها بر رفتارهای فردی و گروهی افراد به ویژه در بازار سرمایه، لزوم شناخت تئوری‌ها و مدل‌های تحلیلی و شناختی مالی رفتاری را برای فعالان و دست‌اندرکاران بازار، اجتناب ناپذیر می‌نماید. این که بعضاً مشاهده می‌شود که در بازار به جای تقاضای دو طرفه و داشتن خریداران و فروشندگان در یک زمان، تقاضای یک طرفه و صف‌های خرید یا صرفاً فروش مشاهده می‌شود، بی‌شک از مصادیق الگوهای رفتاری خاص حاکم بر بازار است.

مدیران در اجرای برنامه‌های تجاری، از توان انتخاب راهبردهای مختلف مدیریتی برخوردارند که هر یک از این روش‌ها منجر به ایجاد جریانهای نقدی متفاوتی خواهد شد و درنهایت، کارایی مدیریت، مستلزم انتخاب راهبردهای بهینه‌ای است که به بالاترین ارزش مورد انتظار برای شرکت بیانجامد، اما درعمل، گاهی اوقات مدیران به دلایل مختلف (برای نمونه بدلیل افق دید کوتاه مدت سود و ارزیابی عملکرد)، در انتخاب راهبردهای ارزش آفرین شرکت، به جای تمرکز بر اهداف بلندمدت و خلق بیشترین ارزش مورد انتظار از طریق انتخاب بهترین راهکار، به راهکارهایی روی می‌آورند که عملکرد کوتاه مدت آنها را بهبود بخشد و این مهم، زمانی به موضوعی بغرنج و مسئله ساز مبدل می‌شود که چنین انتخابی از سوی مدیران، به کاهش ارزش مورد انتظار شرکت در بلندمدت منجر شود و تأثیر نامطلوبی بر عملکرد آینده شرکت بگذارد. به بیان دیگر، انتظار می‌رود مدیرانی که بر اهداف کوتاه مدت متمرکز هستند، در یک فاصله زمانی کوتاه به نتایج و بازده سریع و البته موقت دست یابند، اما در بلندمدت عملکرد آنان مطلوب و رضایت بخش نخواهد بود و به گفته‌ای، شرکت درگیر مدیریت کوتاه بین می‌شود (لوینتال و مارچ، ۱۹۹۳). هزینه‌های تحقیق و توسعه در هر شرکتی عامل اصلی نوآوری آن شرکت است که در نهایت منجر به مزیت رقابتی و توسعه اقتصادی شرکت در بلند مدت می‌شود؛ اما با توجه به ویژگی هزینه‌های تحقیق و توسعه که در کوتاه مدت هیچ گونه درآمد و بازخورد مثبتی برای شرکت ندارند و باعث می‌شود بر روی سود شرکت در کوتاه مدت تأثیر منفی داشته باشد. ممکن است مدیران کوتاه بین تصمیم بگیرند که سرمایه‌گذاری بلند مدت شرکت را قربانی سود کوتاه مدت شرکت نمایند. در شرایط برخورداری از اطلاعات کامل، انتظار می‌رود مدیران به نفع مالکان تصمیم‌گیری کنند، اما در واقعیت، در بازارهای ناقص و پر از ابهام‌ها و عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران اغلب آگاهتر از مالکان و صاحبان سرمایه هستند و ساختارهای تشویقی مدیران، انطباق کاملی با اهداف مالکان ندارد. مدیرانی که عملکردشان با تشویق جبران می‌شود، اغلب تحت فشار قرار می‌گیرند و در نتیجه، نرخ‌های تنزیلی مؤثر آنها افزایش یافته و توجه و تأکید آنها به سمت اهداف کوتاه مدت گرایش می‌یابد. برای مثال، مدیران در مواجهه با سودآوری تحت فشار هستند؛ زیرا بازارهای مالی شرکتهای ناموفق در برآوردن انتظارات،

سهامداران و تحلیلگران را مجازات می کند (برای مثال با سقوط قیمت سهام آنها). همچنین انگیزه های شخصی مثل ارتقای شغلی و ساختارهای تشویقی، به افزایش نرخ تنزیل مورد استفاده مدیران منجر می شود، حتی زمانی که مدیران به بازنشستگی نزدیک می شوند، تمایل به قیمت سهام بالاتر دارند و ممکن است اقدام به تغییر پیامهای ارسالی به بازار سهام در جهت افزایش قیمت سهام و به حداکثر رساندن درآمد شخصی خود از طریق فروش سهام و حراج سهام کنند (کرن، ۲۰۰۶)؛ بنابراین در این پژوهش بررسی می شود که آیا سهامداران عمده و اصلی و نوسانات سهام می توانند بر روی کوتاه بینی مدیریتی و تصمیمات وی تاثیر بگذارند؟ و آیا وجود سهامداران عمده در شرکت می تواند تاثیر مدیریتی در شرکت داشته باشد؟

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

بر طبق بررسی های (لوینتال و مارچ، ۱۹۹۳) تعاریفی از کوتاه بینی و تعصب (سوگیری) ارائه می شود: تعریف عمومی اصطلاح کوتاه بینی، عدم پیش بینی یا درک، دید محدود در مورد مسائل (مریام-وبستر، ۱۹۹۸) و دیدگاه سطحی دراندیشه و برنامه ریزی است (آمریکن-هریتیج، ۲۰۰۱). این تعاریف عمومی در روش های کوتاه بینی که در بازاریابی، مدیریت و ادبیات مالی وجود دارد، منعکس شده است. کوتاه بینی شرحی از یک شکل سوگیری یا گرایش است که محدودیتی جدی و مهم جهت توجه به گزینه ها و پیشنهادها درانتخاب و تصمیم گیری می باشد (دس و پیکن، ۱۹۹۹). اصطلاح سوگیری به طور کلی چنین تعریف می شود: تمایل در چشم انداز یا نگرش فرد و گاهی اوقات قضاوت بی دلیل (مریام-وبستر) ترجیح یا تمایلی که مانع از بی طرفی و انصاف شود (آمریکن-هریتیج). این تعاریف ارتباط بین کوتاه بینی و سوگیری را نشان می دهد. تمایل یا نگرش درتعریف تعصب و سوگیری، به ویژه به عنوان یک محدودیت دید در تعریف کوتاه بینی آمده است و قضاوت بی دلیل مربوط به تعریف سوگیری در تعاریف کوتاه بینی به عنوان عدم پیش بینی یا تفکر سطحی تعبیر می شود.

تعریف متداول کوتاه بینی و سوگیری حاکی از آن است که کوتاه بینی، شکلی ازسوگیری یا پیش داوری پایدار است که در رابطه با دید افراد و سازمان ها به دنیا ثابت شده است. دیدگاه (کوگات و کولاتیلکا^۱، ۱۹۹۴) به کوتاه بینی مدیران به عنوان شکلی از تعصب و سوگیری است که تصمیم های سرمایه گذاری را تحت تاثیر قرار می دهد. (استاو و همکاران^۲، ۱۹۸۱) در تحقیق تجربی خود بر این باور است که انواع سوگیری ها می تواند با محدود کردن گستره انتخاب ها، تصمیمات استراتژیک و مهم را تحت تاثیر قرار دهد و این بیانگر اثرات تعصب و سوگیری بر کوتاه بینی است.

همچنین کوتاه بینی مدیران، مجموعه ای از رفتارهایی که به بهای از دست دادن سرمایه گذاری های بلندمدت باعث افزایش منافع کوتاه مدت می شوند، تعریف شده است (استین^۳، ۱۹۸۹). هدف این رفتارها افزایش قیمت سهام شرکت در کوتاه مدت می باشد. کوتاه بینی مدیران، توانایی بازارهای مالی در عین ارزش شرکت ها را به چالش می کشد. اگر بازارها

1 Kogut and Kulatilaka

2 Staw et al

3 Stein

کارا باشند، مدیران از رفتار کوتاه‌بینانه منصرف می‌شوند چرا که سرمایه‌گذاران درک می‌کنند که رفتار کوتاه‌بینانه توانایی شرکت‌ها در ایجاد سود بلندمدت را کاهش می‌دهد. با این حال، در طول ۲۰ سال گذشته، در ادبیات مالی شواهدی مبتنی بر وجود کوتاه‌بینی مدیران ارائه شده است. (پوتربا و سامرز^۴، ۱۹۹۵؛ گراهام و همکاران^۵، ۲۰۰۵؛ بروچت و همکاران^۶، ۲۰۱۲) همچنین محققان نشان دهند که تصمیمات کوتاه‌بینانه مدیران ممکن است قیمت سهام شرکت در کوتاه‌مدت را افزایش دهد

(گرانث و همکاران^۷، ۱۹۹۶) در تحقیق‌های خود به بررسی مشکلات کوتاه‌بینی پرداخته‌اند. دو ساختار اصلی مدل‌های عملکرد پنهان و مدل‌های اطلاعات پنهان مکانیسم‌های منجر به اقدام‌های کوتاه‌بینانه را توضیح می‌دهند. (زولو^۸، ۲۰۰۴). مفهوم کوتاه‌بینی را نیز می‌توان در دیگر مجموعه پژوهش‌ها یافت. اصطلاح کوتاه‌بینی اولین بار در سال ۱۹۶۰ توسط تئودورلویت^۹ تحت عنوان کوتاه‌بینی بازاریابی ارائه شد. کوتاه‌بینی در بازاریابی در آغاز به صورت نوعی کوتاه‌نظری شرکت یا محدودیت توجه به فعالیت‌های فرعی تجارت تعریف می‌شد.

(نارایان، ۱۹۸۵) و (استین، ۱۹۸۹) مدل‌های نظری ارائه داده‌اند که اشاره می‌کند مدیران می‌توانند فعالیت‌هایی انجام دهند که مالکان نمی‌توانند کاملاً آن‌ها را کنترل نمایند، مدیران توانایی دستکاری و تغییر جریان درآمدها (و بنابراین تاثیر بر قیمت سهام آن‌ها) را دارند، آن‌ها می‌توانند سودهای آینده را به دوره جاری انتقال دهند. مالکان می‌توانند درآمدهای تحریف شده را در هر دوره مشاهده کنند، اما نمی‌توانند ارقام گزارش شده در بخش‌های واقعی و غیرواقعی را تجزیه و تحلیل نمایند.

۳. فرضیه‌های پژوهش

بین کوتاه‌بینی مدیریت و نوسان سود رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

بین سهامداران عمده شرکت و کوتاه‌بینی مدیریت رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

۴. روش پژوهش

بنابراین این تحقیق از نظر نحوه اجرا، از نوع پس‌رویدادی و نیز همبستگی می‌باشد. به تحقیق پس‌رویدادی تحقیق علی-مقایسه‌ای نیز می‌گویند. در تحقیق پس‌رویدادی پژوهشگر علت احتمالی متغیر وابسته (در این تحقیق روش‌های تامین مالی) را مورد بررسی قرار می‌دهد. چون متغیرهای مستقل و وابسته در گذشته رخ داده‌اند (مقادیر کمی متغیرهای مذکور طی سالهای ۱۳۹۱-۱۳۹۶) لذا، این نوع تحقیق توصیفی را تحقیق پس‌رویدادی می‌گویند. از طرفی، در تحقیقات همبستگی (همبستگی دو متغیری، تحلیل رگرسیون و تحلیل واریانس) رابطه میان متغیرها براساس هدف پژوهش تحلیل

4 Poterba and Summers

5 Graham et al

6 Brochet et al

7 Grant et al

8 Zollo

9 Theodore Levitt

می گردند لذا می توان گفت با توجه به تحلیل رگرسیونی با ماهیت داده های تابلویی و برازش مدل های مذکور، تحقیق از نوع همبستگی می باشد. در تحقیق علی - مقایسه ای هدف این است که از معلول (متغیر وابسته) به علت احتمالی (متغیر مستقل) برسیم و بدین لحاظ این تحقیق گذشته نگر می باشد. این طرح تحقیق زمانی مورد استفاده قرار می گیرد که تغییر مستقل به دلیل خصیصه ای بودن یا غیر اخلاقی و غیر انسانی بودن غیر قابل دستکاری است و محقق می خواهد با مطالعه متغیر وابسته (معلول) به متغیرهای مستقل تار گذار (علت) دست یابد.

در یک جمع بندی این تحقیق از جهت هدف از نوع کاربردی است، از جهت روش استنتاج استقرایی و از جهت طرح تحقیق از نوع پس رویدادی است (با استفاده از اطلاعات گذشته).

۵. جامعه و نمونه آماری و دوره زمانی پژوهش

نمونه، بخشی (زیرمجموعه ای) از جامعه (مجموع مرجع) است. به بیان دیگر، نمونه، مجموعه اندازه هایی از جامعه آماری است که عملاً در جریان تحقیق گردآوری می شود و فرآیند یک تحقیق رامی توان تلاش برای درک رفتار جامعه که بر پایه اطلاعات بدست آمده از نمونه صورت می گیرد، دانست؛ زیرا جمع آوری اطلاعات برای کل جامعه آماری مستلزم صرف هزینه و زمان زیادی می باشد. همچنین در بعضی موارد نیز جمع آوری اطلاعات از کل جامعه غیر منطقی می باشد. لذا ناچار به استخراج نمونه می باشیم و ازسویی می دانیم که نمونه گیری موجب کاهش قطعیت و اطمینان نتایج به دست آمده می شود. اصولاً عواملی نظیر ماهیت تحقیق، توزیع جامعه و مقدار فاصله اطمینان بر روی حجم نمونه موثر می باشند و باید در هنگام انتخاب نمونه آماری به این عوامل توجه داشت تا بتوان خصوصیات جامعه آماری را با استفاده از نتایج نمونه آماری برآورد نمود.

برای انجام تحقیق فوق کل شرکت های بورس به عنوان مبنا جمع آوری داده ها مدنظر قرار می گیرد در ادامه هر شرکتی که حائز یکی از ویژگی ها نباشد از جامعه انتخابی حذف می گردد و در نهایت تعداد باقیمانده تماماً به عنوان مبنای جمع آوری داده های متغیرهای مورد بررسی انتخاب می گردد. با قید محدودیت های زیر برای جامعه آماری و تعدیل آن، نمونه آماری مشخص می گردد. نمونه انتخابی تحقیق شامل شرکت هایی می شود که دارای شرایط زیر باشند:

(۱) اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی تحقیق یعنی سال های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ موجود باشد.

(۲) سال مالی آن ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد

(۳) شرکت هایی که حداکثر تا تاریخ ۱۳۹۰/۱/۱ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند (قبل از سال ۱۳۹۱ در بورس پذیرفته شده باشند) و نام شرکت در دوره مورد بررسی از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده باشد.

(۴) در دوره مورد بررسی تغییر دوره مالی نداده باشند.

۵) عدم شمول موسسات مالی، بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... به دلیل ماهیت خاص فعالیت آن‌ها. پس از اعمال محدودیت‌ها تعداد ۱۱۷ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ شرایط فوق را دارا بوده و با توجه به این امر نمونه-گیری انجام نگردیده و تمامی شرکت‌ها جهت بررسی انتخاب شده‌اند. لازم به ذکر است که با توجه به نحوه محاسبه برخی از متغیرهای تحقیق، از اطلاعات سال ۱۳۹۰ نیز استفاده شده است.

جدول ۱- تعداد شرکت‌های حاضر در تحقیق

شرح	تعداد شرکت‌های مشمول محدودیت	تعداد نمونه باقی مانده
تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار	-	۴۳۵
محدودیت‌ها:		
شرکت‌های پذیرفته شده بعد از سال ۱۳۹۰	۱۰۱	۳۳۴
شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی و بیمه	۹	۳۲۵
سال مالی متفاوت	۹۵	۲۳۰
شرکت‌های فاقد اطلاعات مورد نیاز (اطلاعات ناقص) در حداقل یک سال از دوره تحقیق	۱۱۳	۱۱۷

۶. روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این پژوهش برای آزمون فرضیات پژوهش از روشهای آماری زیر، بهره خواهیم برد:

۱) از آمار توصیفی؛ با استفاده از شاخصهای مرکزی همچون میانگین، میانه و شاخصهای پراکندگی همچون انحراف معیار، چولگی و کشیدگی جهت توصیف متغیرها و نوع توزیع داده‌ها استفاده شده است.

۲) از آمار استنباطی؛ در دو بخش:

الف) آزمون پیش فرض مدل رگرسیون: شامل؛ آزمون نرمال بودن توزیع جامعه آماری (آزمون کلموگروف-اسمیرنوف) و آزمون عدم خودهمبستگی داده‌ها (آزمون دوربین-واتسن).

ب) آزمون اصلی: شامل؛ آزمون رگرسیون خطی چند متغیره، آزمون هاسمن و F لیمر.

۷. مدل و متغیرهای پژوهش

کوتاه‌بینی مدیران بر عملکرد مالی آتی و بازدهی آتی سهام شرکت‌های نمونه بررسی خواهد شد (تانگ و همکاران، ۲۰۱۵).

$$RET_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Myopia_{it} + \alpha_2 ERD_Surprise_{it} + \alpha_3 \Delta R\&D_{it} + \alpha_4 \Delta Mktg_{it} + \alpha_5 Size_{it} + \alpha_6 BM_{it} + \alpha_7 Momentum_{it} + Fixed\ Effects + \varepsilon_{i,t}$$

$$ROA_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Myopia_{it} + \alpha_2 ERD_Surprise_{it} + \alpha_3 \Delta R\&D_{it} + \alpha_4 \Delta Mktg_{it} + \alpha_5 Size_{it} + \alpha_6 BM_{it} + \alpha_7 Momentum_{it} + Fixed\ Effects + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Return}_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Myopia}_{it} + \alpha_2 \text{ERD_Surprise}_{it} + \alpha_3 \Delta R\&D_{it} + \alpha_4 \Delta \text{Mktg}_{it} + \alpha_5 \text{Size}_{it} + \alpha_6 \text{BM}_{it} + \alpha_7 \text{Momentum}_{it} + \text{Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t}$$

در مدل های فوق:

$\text{RET}_{i,t}$: معیار سنجش واکنش بازار سرمایه می باشد که براساس دو معیار بازده غیرعادی اصلاح شده براساس بازده بازار و نوسانات سود و سهامداران عمده بر اساس اندازه شرکت که به ترتیب به عنوان متغیرهای وابسته تحقیق استفاده خواهد شد

$\text{ROA}_{i,t+1}$: نرخ بازده دارایی ها در سال آینده.

$\text{Return}_{i,t+1}$: بازده سالیانه سهام شرکت در سال آینده.

Myopia_{it} : یک متغیر مجازی است و در صورتی که شرکت نمونه براساس مدل شناسایی این متغیر، به عنوان شرکت دارای مدیریت کوتاه بین شناسایی شود به این متغیر مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر اختصاص داده خواهد شد. مطابق روش شناسایی شرکت هایی را دارای مدیریت کوتاه بین در نظر می گیریم که با داشتن عملکرد مثبت مالی و افزایش بازده دارایی ها، هزینه های بازاریابی و تحقیق و توسعه آن ها کاهش یافته است.

در مدل های فوق بر اساس میزان معناداری و نیز علامت به دست آمده برای متغیر کوتاه بینی مدیران α_1 درخصوص تایید یا رد فرضیات تحقیق اعلام نظر می نماییم.

۸. تجزیه و تحلیل یافته های پژوهش

فرضیه اول: بین کوتاه بینی مدیریت و نوسان سود رابطه ی معناداری وجود دارد

$$\text{RET}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Myopia}_{it} + \alpha_2 \text{ERD_Surprise}_{it} + \alpha_3 \Delta R\&D_{it} + \alpha_4 \Delta \text{Mktg}_{it} + \alpha_5 \text{Size}_{it} + \alpha_6 \text{BM}_{it} + \alpha_7 \text{Momentum}_{it} + \text{Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{ROA}_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Myopia}_{it} + \alpha_2 \text{ERD_Surprise}_{it} + \alpha_3 \Delta R\&D_{it} + \alpha_4 \Delta \text{Mktg}_{it} + \alpha_5 \text{Size}_{it} + \alpha_6 \text{BM}_{it} + \alpha_7 \text{Momentum}_{it} + \text{Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Return}_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Myopia}_{it} + \alpha_2 \text{ERD_Surprise}_{it} + \alpha_3 \Delta R\&D_{it} + \alpha_4 \Delta \text{Mktg}_{it} + \alpha_5 \text{Size}_{it} + \alpha_6 \text{BM}_{it} + \alpha_7 \text{Momentum}_{it} + \text{Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t}$$

در مدل های فوق:

$\text{RET}_{i,t}$: معیار سنجش واکنش بازار سرمایه می باشد که براساس دو معیار بازده غیرعادی اصلاح شده براساس بازده بازار و نوسانات سود و سهامداران عمده بر اساس اندازه شرکت که به ترتیب به عنوان متغیرهای وابسته تحقیق استفاده خواهد شد

$\text{ROA}_{i,t+1}$: نرخ بازده دارایی ها در سال آینده.

$\text{Return}_{i,t+1}$: بازده سالیانه سهام شرکت در سال آینده.

بر اساس مدل در نظر گرفته شده در فرضیه اول و بررسی متغیرهای موثر می توان الگوی زیر را تصریح نمود:

$$RET = RET(Myopia, ERD_ Surprise, \Delta R_ D_{it}, \Delta Mktg, Size, BM, Momentum, Fixed Effects)$$

$$ROA = ROA(Myopia, ERD_ Surprise, \Delta R_ D_{it}, \Delta Mktg, Size, BM, Momentum, Fixed Effects)$$

$$Return = Return(Myopia, ERD_ Surprise, \Delta R_ D_{it}, \Delta Mktg, Size, BM, Momentum, Fixed Effects)$$

نتایج برآورد صورت گرفته برای مدل مذکور به صورت زیر می باشد^{۱۰}:

جدول ۲: نتایج تخمین مدل برای فرضیه اول با روش داده های ترکیبی

متغیر وابسته: RET			
آزمون داده های ترکیبی			متغیر توضیحی
P-value	آماره t	ضریب	
0.0000	-15.34124	-13.08893	Myopia
0.0000	19.51738	3.07E-12	ERD_surprise
0.0000	31.18666	1.12E-09	$\Delta R_ D_{it}$
0.0002	-5.1368	-0.02222	LEV $\Delta Mktg$
0.0000	25.09206	4343.454	Size
0.0000	-33.6292	-6.85615	BM
0.0000	-9.168	-2.2E-06	Momentum
			Fixed effects
		0.815192	R2
		0.804384	R2 تعدیل شده
		702	تعداد مشاهدات
		117	تعداد شرکتها
		2.514302	آماره دورین واتسون

همانگونه که ملاحظه می شود علامت تمامی ضرایب مربوط به متغیرهای الگو از جنبه مبانی نظری موافق انتظار است. در

مدل مورد بررسی مقدار $R_2 = 0.8$ است که بیانگر معناداری کل رگرسیون می باشد. در مدل مورد بررسی مقدار

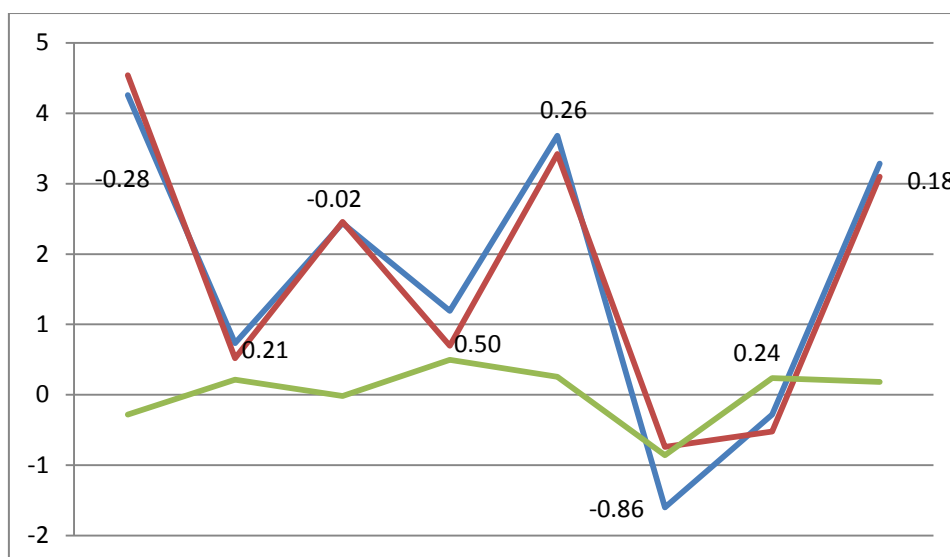
۱۰ لازم به ذکر است چون مقادیر داده های متغیرها برای تمامی سالها به طور کامل در دسترس بوده است، لذا کلیه مدلهای به صورت balance تخمین زده شده است.

بدست آمده آماره های $\bar{R}_2$ و آکائیک نشان می دهد که مدل از قدرت توضیح دهنده خوبی برخوردار است. همان طور که در جدول زیر مشاهده می شود نتایج آزمون F صورت گرفته نیز موید و تایید کننده تخمین مدل به صورت پول دیتا (داده های تابلویی) می باشد.

جدول ۳: نتایج آزمون F لیمر

نوع آزمون	آماره آزمون	Prob	سطح معناداری	نتیجه آزمون
آماره آزمون لیمر	۰/۹۲۱۸	۰/۶۳۱۴	۰/۰۵	تایید مدل پولد دیتا در برابر مدل پانل دیتا

بررسی نتایج بدست آمده موید فرضیه اول بوده به عبارتی هر چقدر مدیران شرکتها کوتاه بین تر باشند نوسانات سود کمتری دارند. مقایسه نتایج برآورد و مقادیر واقعی به صورت میانگین در طی دوره زمانی در نمودار ۴-۱ نشان داده شده است. همان طور که در نمودار ۱ مشاهده می شود علاوه بر تصریح مناسب الگو که در بخش پیشین بدان اشاره شده است، مقادیر تخمینی مدل به خوبی توانسته است مقادیر واقعی را توضیح دهد.



شکل ۱: مقایسه نتایج برآورد (آبی) و مقادیر واقعی (قرمز) به صورت میانگین در طی دوره زمانی تحقیق

فرضیه دوم: بین سهامداران عمده شرکت و کوتاه بینی مدیریت رابطه ی معناداری وجود دارد.

مدل مشابه قبل است با این تفاوت که اطلاعات برای شرکتهای دارای سهامداران نهادی با شرکت های فاقد این خصیصه از هم جدا شده اند.

$$RET_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Myopia_{it} + \alpha_2 ERD_Surprise_{it} + \alpha_3 \Delta R\&D_{it} + \alpha_4 \Delta Mktg_{it} + \alpha_5 Size_{it} + \alpha_6 BM_{it} + \alpha_7 Momentum_{it} + Fixed\ Effects + \varepsilon_{i,t}$$

$$ROA_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Myopia_{it} + \alpha_2 ERD_Surprise_{it} + \alpha_3 \Delta R\&D_{it} + \alpha_4 \Delta Mktg_{it} + \alpha_5 Size_{it} + \alpha_6 BM_{it} + \alpha_7 Momentum_{it} + Fixed\ Effects + \varepsilon_{i,t}$$

$$Return_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Myopia_{it} + \alpha_2 ERD_Surprise_{it} + \alpha_3 \Delta R\&D_{it} + \alpha_4 \Delta Mktg_{it} + \alpha_5 Size_{it} + \alpha_6 BM_{it} + \alpha_7 Momentum_{it} + Fixed\ Effects + \varepsilon_{i,t}$$

در مدل‌های فوق:

$RET_{i,t}$: معیار سنجش واکنش بازار سرمایه می‌باشد که براساس دو معیار بازده غیرعادی اصلاح شده براساس بازده بازار و نوسانات سود و سهامداران عمده بر اساس اندازه شرکت که به ترتیب به عنوان متغیرهای وابسته تحقیق استفاده خواهد شد

$ROA_{i,t+1}$: نرخ بازده دارایی‌ها در سال آینده.

$Return_{i,t+1}$: بازده سالیانه سهام شرکت در سال آینده.

بر اساس مدل در نظر گرفته شده در فرضیه اول و بررسی متغیرهای موثر می‌توان الگوی زیر را برای شرکت‌های دارای سهامداران نهادی تصریح نمود:

$$RET = RET(Myopia, ERD_ Surprise, \Delta R_ D_{it}, \Delta Mktg, Size, BM, Momentum, Fixed Effects)$$

$$ROA = ROA(Myopia, ERD_ Surprise, \Delta R_ D_{it}, \Delta Mktg, Size, BM, Momentum, Fixed Effects)$$

$$Return = Return(Myopia, ERD_ Surprise, \Delta R_ D_{it}, \Delta Mktg, Size, BM, Momentum, Fixed Effects)$$

جدول ۴: نتایج تخمین مدل برای فرضیه دوم (دارای سهامدار نهادی) با روش داده‌های ترکیبی

متغیر وابسته: RET			
آزمون داده‌های ترکیبی			متغیر توضیحی
P-value	آماره t	ضریب	
0.0000	-18.3453	-13.3322	Myopia
0.0000	22.36623	3.37E-12	ERD_surprise
0.0000	36.40083	1.33E-09	$\Delta R_ D_{it}$
0.0002	-5.91195	-0.02661	LEV $\Delta Mktg$
0.0000	29.8267	4488.325	Size
0.0000	-38.095	-7.73468	BM
0.0000	-10.8376	-2.4E-06	Momentum
			Fixed effects
		0.93457	R2
		0.89571	R2 تعدیل شده
		384	تعداد مشاهدات
		64	تعداد شرکتها
		2.6214	آماره دورین واتسون

جدول ۵: نتایج تخمین مدل برای فرضیه دوم (بدون سهامدار نهادی) با روش داده های ترکیبی

متغیر وابسته: RET			
آزمون داده های ترکیبی			متغیر توضیحی
P-value	آماره t	ضریب	
0.0000	-13.5975	-11.25	Myopia
0.0000	18.49644	2.5E-12	ERD_surprise
0.0000	29.49812	9.33E-10	ΔR_D_{it}
0.0002	-4.36752	-0.02168	LEV $\Delta Mktg$
0.0000	23.86541	3502.168	Size
0.0000	-26.9474	-6.76678	BM
0.0000	-8.54254	-2.1E-06	Momentum
			Fixed effects
		0.8645	R2
		0.827854	R2 تعدیل شده
		318	تعداد مشاهدات
		53	تعداد شرکتها
		2.5011	آماره دوربین واتسون

همانگونه که ملاحظه می شود علامت تمامی ضرایب مربوط به متغیرهای الگو از جنبه مبانی نظری موافق انتظار است و کلیه ضرایب برآورد شده از نظر آماری معنی دار است. ضریب تعیین الگوی برآورد شده ۸۶٪ است که قدرت توضیح دهنده گی بسیار خوب الگو را نشان می دهد. همچنین آماره دوربین واتسون تقریباً به عدد ۲٫۵ نزدیک بوده و نشان می دهد که بین جملات اخلاص همبستگی سریالی وجود ندارد. همان طور که در جدول ۶ و ۷ نیز مشاهده می شود نتایج آزمون F لیمر نیز تایید کننده تخمین مدل به صورت پول دیتا می باشد.

جدول ۶: نتایج آزمون F لیمر (شرکتهای دارای سهامداران عمده)

نوع آزمون	آماره آزمون	Prob	سطح معناداری	نتیجه آزمون
آماره آزمون لیمر	۱/۳۰۵۲	۰/۰۹۹۳	۰/۰۵	تایید مدل پولد دیتا در برابر مدل پانل دیتا

جدول ۷: نتایج آزمون F لیمر (شرکتهای بدون سهامداران عمده)

نوع آزمون	آماره آزمون	Prob	سطح معناداری	نتیجه آزمون
آماره آزمون لیمر	۰/۸۹۸۳	۰/۷۷۲۷	۰/۰۵	تایید مدل پولد دیتا در برابر مدل پانل دیتا

بررسی نتایج بدست آمده موید فرضیه بوده به عبارتی با ورود سهامداران نهادی به شرکت کوتاه بینی مدیران به صورت معنی داری افزایش می یابد.

همان طور که در هر دو حالت مشاهده می شود نتایج بدست آمده در این برآورد نیز موید فرضیه اول هم بوده به عبارتی کوتاه بینی مدیران بر نوسانات سود شرکتها اثر منفی و معنی دار دارد. همچنین نتایج نشان می دهد که تغییر سهامداران عمده ضرایب مدل و آماره ها را به طور معنی داری تغییر می دهد.

۹. نتیجه گیری

در این تحقیق کوتاه بینی مدیران، نوسانات سود و سهامداران نهادی با متغیرهای کنترلی شامل تغییرات در سود قبل از هزینه های بازاریابی و تحقیق و توسعه نسبت به سال ماقبل آن، تغییرات در هزینه های تحقیق و توسعه نسبت به مقادیر مشابه سال ماقبل آن، تغییرات در هزینه های بازاریابی نسبت به مقادیر مشابه سال ماقبل آن، لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت در پایان سال مالی به عنوان معیار اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت، بازده اصلاح شده براساس بازده بازار، در شش ماه گذشته و اثرات ثابت مربوط به نوع شرکت و زمان بر متغیر وابسته تحقیق م.رد بررسی قرار گرفت.

جامعه آماری تحقیق، شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران بوده است. از بین کلیه ی شرکت های موجود، شرکت هایی که دارای شرایط زیر نباشند، حذف شده و در نهایت کل شرکت های باقیمانده جهت انجام آزمون انتخاب خواهند شد.

۱- شرکتها قبل از سال ۱۳۹۱ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند و حداقل از ابتدای سال ۱۳۹۰، سهام آنها در بورس مورد معامله قرار گیرد؛ و تا انتهای سال ۹۶ در بورس حضور و فعالیت داشته باشد.

۲- شرکتها جزء شرکت های سرمایه گذاری، بیمه، بانکها، صندوق های بازنشستگی، واسطه گری مالی، هلدینگ و لیزینگ نباشند.

۳- شرکتها در دوره ی مورد بررسی تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.

۴- برای رعایت قابلیت مقایسه، دوره ی مالی شرکتها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

۵- اطلاعات مالی شرکتها برای محاسبه ی متغیرهای مورد نیاز در دسترس باشد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها و آنالیز مدل در دوره زمانی اقتصادسنجی تحقیق برای شرکت های مورد نظر عبارتند از:

الف: در شرکت های دارای مدیران کوتاه بین، نوسانات سود کمتری نسبت به سایر شرکتها مشاهده می گردد.

ب. بین سهامداران عمده شرکت و کوتاه بینی مدیریت رابطه ی معناداری وجود دارد.

بر اساس نتایج بدست آمده، علامت تمامی ضرایب مربوط به متغیرهای الگو از جنبه مبانی نظری موافق انتظار بوده است. در نهایت مقدار بدست آمده آماره های R_2 و آکائیک نشان داد که مدل کوتاه بینی در این فرضیه ها از قدرت توضیح دهنده گی خوبی برخوردار است. مقادیر تخمینی مدل به خوبی توانسته است مقادیر واقعی را توضیح دهد

۱۰-پیشنهادهای کاربردی

الف. شرکت هایی که سهامداران عمده نسبت به سایر شرکتها در بازار دارند دارای مدیران کوتاه بینی هستند که نوسانات سود را کمتر میکند. در اینحالت پیشنهاد می شود سهامداران عمده، با تقویت مدیر اورا مجاب به هزینه کرد در امور تحقیقی، توسعه ای و لو با قبول ریسک بیشتری از سمت سرمایه گذار کنند.

ب: استفاده از منطق فازی بعنوان یکی از موارد بسیار مناسب در بیان کوتاه بینی. متغیرهای روانی مانند کوتاه بینی حتی از دیدگاه انسان به هیچ وجه ۰ و ۱ نبوده و یک الگوی فازی در آن دخالت دارد. در این حالت می توان براساس مشخصه های مالی به ویژگی های مختلف وزن های فازی اختصاص داد با این هدف که کارایی الگوریتم در تشخیص کوتاه بینی افزایش یابد.

منابع

۱. اسدی، غلامحسین؛ جلالیان، رامین (۱۳۹۱)، بررسی تأثیر ساختار سرمایه، سهامداران و بزرگی شرکت بر میزان اعمال محافظه کاری در شرکتها، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۷، صص ۱۴-۱.
۲. باباجانی، جعفر و عبدی، مجید (۱۳۸۹)، رابطه حاکمیت شرکتی و سود مشمول مالیات شرکتها، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره سوم، صص ۸۶-۶۵.
۳. پورابراهیمی، محمدرضا و سیدخسروشاهی، سید علی، (۱۳۹۱)، بررسی رابطه ی درصد سود تقسیمی و حجم معاملات در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، دوره ۱۴، شماره ۲، صص ۱۵-۳۰.
۴. حساس یگانه، یحیی، مداحی، آزاده (۱۳۸۸)، اثربخشی فرآیند حسابرسی در کشف اشتباهات و تحریف های بااهمیت در صورت های مالی، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی زمستان ۱۳۸۸؛ ۱(۴)، صص ۴۹-۷۶.
۵. دیانتي دیلمی، زهرا، لطفی، محسن، آزادبخش، کسری (۱۳۹۱)، تأثیر مدیریت سرمایه در گردش مبتنی بر چرخه تبدیل نقدی (گیتمان)، بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) قیمت سهام، فصلنامه علمی پژوهشی، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال اول، شماره چهارم، صص ۶۱-۵۵.
۶. شعری، صابر و سمواتی، پیمان (۱۳۹۰)، بررسی ابهام گزارشگری مالی و توزیع بازده سهام، پژوهش حسابداری، سال اول، شماره دوم، صص ۱۷-۳۴.

۷. صحت، سعید؛ شریعت پناهی، سید سعید؛ مسافری راد، فراز (۱۳۹۰)، رابطه بازده دارایی ها، بازده حقوق صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی در صنعت بیمه، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال نهم، شماره ۲۲، صص ۱۲۱-۱۴۰.
۸. فروغی، داریوش؛ امیری، هادی؛ میرزایی، منوچهر (۱۳۹۰)، تأثیر شفاف نبودن اطلاعات مالی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال سوم، شماره چهارم، صص ۱۵-۴۰.
۹. فولاد، فرزانه، یعقوب نژاد، احمد و تالانه، عبدالرضا (۱۳۹۱). محافظه کاری و کاهش سقوط قیمت سهام، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۹، شماره ۳، صص ۱۱۸-۹۹.
۱۰. قالیباف اصل، حسن و رضایی، فاطمه (۱۳۸۶)، بررسی تاثیر ترکیب هیات مدیره بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات مالی، دوره ۹، شماره ۲۳، صص ۳۳-۴۸.
۱۱. مرادی، جواد؛ ولی پور، هاشم؛ قلمی، مرجان (۱۳۹۰)، تأثیر محافظه کاری حسابداری بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، سال چهارم، شماره یازدهم، صص ۹۳-۱۰۶.
۱۲. نوروش، ایرج و یزدانی، سیما (۱۳۸۹)، بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره دوم، صص ۳۵-۴۸.
۱۳. نیکومرام، هاشم و محمدزاده، حیدر (۱۳۸۹)، ارائه الگویی برای تبیین ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کیفیت سود، مجله حسابداری مدیریت، سال سوم، شماره چهارم، صص ۵۹-۸۰.
14. Armstrong, C., Balakrishnan, K, Cohen, D., (2012). Corporate governance and the information environment: Evidence from state antitakeover laws. *Journal of Accounting and Economics* 53, PP.185-204.
15. Dechow, P.M. and I. Dichev. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review* 77, PP.35-60.
16. Dedman, E. (2000). An investigation into the determinants of UK board structure before and after Cadbury. *Corporate Governance*, Vol. 8, PP.133-153.
17. Fama, E. F., & French, K. R. (1997). Industry Costs of Equity. *Journal of financial economics*, 43(2), PP. 153-193.
18. Healy, P., Hutton, A., Palepu, K., (1999). Stock performance and intermediation changes
19. Hutton, A., Marcus, A., Tehranian, H., 2009. Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics* 94, PP.67-86.
20. Jensen, M.C, (1993). "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of the Internal Control Systems ", *Journal of Finance*, Vol. 48, PP. 831-880.
21. Jin, L., Myers, S., (2006). R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of Financial Economics* 79, PP.257-292.
22. Kim, Yongtae. Li, Haidan. Li, Siqi. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2397629>.

23. Panayiotis C. Andreou, Constantinos Antoniou, Joanne Horton and Christodoulos Louca, (2013), Corporate Governance and Firm-Specific Stock Price Crashes, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2029719>.

The relationship between managers' short-sightedness and profit fluctuations and major shareholders in companies listed on the Tehran Stock Exchange

Fereshteh Ameri *1

Mohsen Arab Yarmohammadi 2

Date of Receipt: 2021/05/15 Date of Issue: 2021/05/27

Abstract

This study sought to assess the effect of managers' short-sightedness on earnings and relationship fluctuations or the impact of institutional shareholders on these variables. The short-sightedness of managers is the tendency to increase current stock prices by increasing and inflating current profitability with operating costs from profitability or long-term cash flows. In fact, the short-sightedness of managers, as one of the modern issues that companies are dealing with, is the long-term profitability of the company by reducing research and development activities, marketing and activities that in the early years were only costly and in the long run effects. It turns out, sacrificing short-term profitability and rising stock prices. The results indicate that the presence or absence of skilled shareholders among the company's shareholders has a significant effect on the short-sightedness of managers. In summary, the results show that the capital market has a significant response to managers' shortsightedness and managers' shortsightedness has had a significant effect on future financial performance such as fluctuations in the profits of the companies surveyed.

Keywords

Short-sightedness of managers, institutional shareholders and profit fluctuations

1. Master of Accounting, Islamic Azad University, Shahroud Branch, Shahroud, Iran.
Fe.amr1992@gmail.com
2. PhD student in Accounting, Islamic Azad University, Shahroud Branch, Shahroud, Iran.
(arabyarmohsen@yahoo.com)