

# Investigating the Reaction of Capital Market on Managerial Myopia in Companies Listed on Tehran Stock Exchange

**Afsaneh Delshad**

\*Corresponding author, Ph.D. Student of Financial Management, University of Tehran, Kish International Campus, Iran. E-mail: afsaneh.delshad@yahoo.com

**Seyed Jalal Sadeqi Sharif**

Assistant Prof. of Financial Management, Faculty of Management and Accounting, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran. E-mail: j\_sadeghisharif@sbu.ac.ir

## Abstract

**Objective:** In manager myopia, long-term profitability of the firm through reducing the research and development activities, marketing and activities which are costly in the early years are determined, have been sacrificed in order to achieve the short-term profit and enhanced current-term stock price. The purpose of this study is to examine the reaction of Capital Market to managerial myopia and the impacts of the existence of institutional investors on listed companies in Tehran Stock Exchange (TSE).

**Methods:** Using systematic elimination method, 170 companies were selected from among the companies listed in TSE during 2007 to 2016. In this study, reaction of the capital market is measured based on abnormal return criteria.

**Results:** The results of the first hypothesis showed that the F-value is 2.942, its level of significance is set at 0.000 and the determination coefficient was measured 0.146; besides, T-value and level of significance for managerial myopia were reported 0.165 and 0.869 respectively. Based on the results of the second hypothesis, F-value, level of significance and the determination coefficient for the companies with organizational investors are reported 2.652, 0.000 and 0.085 respectively; and the F-value, level of significance and the determination coefficient for the companies with non-organizational investors are reported 3.181, 0.000 and 0.098. Finally, T-value and level of significance for managerial myopia were reported 1.331 and 0.183 for the first group and 0.776 and 0.436 for the second group, respectively.

**Conclusion:** The results indicated that the presence or absence of institutional investors among the stakeholders does not have any significant effect on the relationship between abnormal returns and manager's myopia. In addition, there is no significant effect of capital market reaction on myopia managers. At last, as expected there is a negatively significant relationship between managers' myopia and abnormal returns.

**Keywords:** Managerial myopia, abnormal return, Institutional investors, Reaction of capital market, Future financial performance.

**Citation:** Delshad, A., & Sadeqi Sharif, S.J. (2018). Investigating the Reaction of Capital Market on Managerial Myopia in Companies Listed on Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 20(1), 91-106. (in Persian)

Financial Research Journal, 2018, Vol. 20, No.1, pp. 91-106

DOI: 10.22059/FRJ.2018.226908.1006376

Received: June 21, 2017; Accepted: December 27, 2017

© Faculty of Management, University of Tehran

# بررسی واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

افسانه دلشاد

\* نویسنده مسئول، دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه تهران، پردیس بین‌الملل کیش، ایران رایانامه:  
afsaneh.delshad@yahoo.com

سید جلال صادقی شریف

استادیار گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران. رایانامه:  
j\_sadeghisharif@sbu.ac.ir

## چکیده

**هدف:** در کوتاه‌بینی مدیران، سودآوری بلندمدت شرکت از طریق کاهش فعالیت‌های تحقیق و توسعه، بازاریابی و فعالیت‌هایی که در سال‌های ابتدایی صرفاً دارای هزینه بوده و در بلندمدت آثار آن مشخص می‌شود، فدای سودآوری کوتاه‌مدت و افزایش قیمت‌های جاری سهام خواهد شد. هدف این پژوهش بررسی واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران و تأثیر وجود سهامداران نهادی بر آن در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران است.

**روش:** ۱۷۰ شرکت با استفاده از روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران انتخاب شدند. در این پژوهش معیار سنجش واکنش بازار سرمایه بر اساس معیار بازده غیرعادی است.

**یافته‌ها:** در آزمون فرضیه اول، مقدار آماره F مدل برابر با ۲/۹۴۲، سطح معناداری مدل معادل ۰/۰۰۰ و ضریب تعیین آن ۰/۱۴۶ به دست آمد. از سوی دیگر، مقدار آماره t و سطح معناداری کوتاه‌بینی مدیران به ترتیب ۰/۱۶۵ و ۰/۸۶۹ بود. در آزمون فرضیه دوم، مقدار آماره F و سطح معناداری آن در شرکت‌های با سهامداران نهادی ۲/۶۵۲ و ۰/۰۰۰ و در شرکت‌های بدون سهامداران نهادی ۳/۱۸۱ و ۰/۰۰۰ به دست آمد. ضریب تعیین مدل در گروه نخست ۰/۰۸۵ و در گروه دوم برابر با ۰/۰۹۸ بود و در نهایت، مقدار آماره t و سطح معناداری کوتاه‌بینی مدیران در گروه نخست به ترتیب برابر با ۱/۳۳۱ و ۰/۱۸۳ و در گروه دوم ۰/۷۷۶ و ۰/۴۳۶ به دست آمد.

**نتیجه‌گیری:** نتایج نشان می‌دهد وجود یا عدم وجود سهامداران نهادی میان سهامداران، بر رابطه بین بازده غیرعادی و کوتاه‌بینی مدیران تأثیر معناداری ندارد و نمی‌تواند بر واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران نیز تأثیرگذار باشد. همچنین بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران واکنش معناداری نشان نداده و مطابق انتظار، کوتاه‌بینی بر بازدهی غیرعادی تأثیری معنادار و منفی ندارد.

**کلیدواژه‌ها:** کوتاه‌بینی مدیران، بازدهی غیرعادی، سهامداران نهادی، واکنش بازار سرمایه، عملکرد مالی آتی.

**استناد:** دلشاد، افسانه؛ صادقی شریف، سید جلال (۱۳۹۷). بررسی واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه تحقیقات مالی*، ۲۰(۱)، ۹۱-۱۰۶.

فصلنامه تحقیقات مالی، ۱۳۹۷، دوره ۲۰، شماره ۱، صص. ۹۱-۱۰۶

DOI: 10.22059/FRJ.2018.226908.1006376

دریافت: ۱۳۹۶/۰۳/۳۱، پذیرش: ۱۳۹۶/۱۰/۰۶

© دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

## مقدمه

پس از شکل‌گیری شرکت‌های بزرگ و چندملیتی و به دنبال خصوصی‌سازی اقتصادها، سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان، سهام شرکت‌ها را یکی از دارایی‌های مالی دانسته و به آن توجه بسیاری کردند. سرمایه‌گذاران با استفاده از مجموعه اطلاعات منتشرشده در قالب صورت‌های مالی، برنامه‌ها و استراتژی‌های بلندمدت شرکت از لحاظ مالی و عملیاتی و سایر اطلاعات جانبی، ضمن ترسیم نمایی از وضعیت بلندمدت شرکت، به تعیین اهداف خود برای خرید و نگاهداشت سهام شرکت مد نظر و همچنین وضعیت ارزش سهام و ترسیم افق سرمایه‌گذاری در سهام آن شرکت اقدام می‌کنند. اما وضعیت سیاست‌گذاری و استراتژی‌های مدیریت بر وضعیت فعلی و آتی شرکت، تأثیر اساسی و شایان توجهی دارد. استراتژی شرکت به خصوص در بحث سرمایه‌گذاری، فعالیت‌های تحقیق، توسعه و گسترش بازارهای هدف به شکل عمده‌ای بر آینده شرکت و وضعیت آتی آن از لحاظ مالی، رقابت در بازار و سودآوری تأثیرگذار خواهد بود. یکی از عواملی که می‌تواند بر رفتار و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران در بازارها تأثیر بگذارد، پدیده کوتاه‌بینی است که کارایی بازار را تهدید کرده و به تصمیم‌های مبتنی بر عملکرد کوتاه‌مدت بازار منجر می‌شود.

گاهی مدیریت شرکت‌ها برای بهبود سودآوری و قیمت سهام شرکت، بر عملکرد کوتاه‌مدت خود تمرکز کرده و هر چه موجب کاهش این عملکرد شود، حذف خواهند کرد. به بیان دیگر مدیریت شرکت به جای تمرکز بر اهداف و برنامه‌ریزی‌های بلندمدت و سرمایه‌گذاری‌های مناسب در این خصوص (همچون فعالیت‌های تحقیق و توسعه، بازاریابی‌های بلندمدت و...) بر اهداف کوتاه مدت (سودآوری جاری) تمرکز می‌کند که به این حالت در اصطلاح کوتاه‌بینی مدیریت گفته می‌شود. کوتاه‌بینی مدیران، تمایل به افزایش قیمت‌های جاری سهام با افزایش و متورم کردن سودآوری جاری با هزینه‌کرد از محل سودآوری یا جریان‌ات نقدی بلندمدت گفته می‌شود (بوجراج و لیبی، ۲۰۰۵).

همچنین با توجه به اینکه سرمایه‌گذاران نهادی، دیدگاه بلندمدت داشته‌اند، عملکرد بلندمدت شرکت را مد نظر دارند. بنابراین، این سهامداران با نظارت فعالانه بر مدیریت و تصمیم‌های وی، نسبت به سایر سرمایه‌گذاران، دوراندیش‌تر بوده و کمتر تحت تأثیر پدیده کوتاه‌بینی مدیریت قرار می‌گیرند (دل ریو و سانتاماریا، ۲۰۱۱). سرمایه‌گذاران نهادی از فعالیت‌های فرصت‌طلبانه مدیران به منظور سرمایه‌گذاری کمتر در طرح‌های تحقیق و توسعه، بازاریابی، اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات و... جلوگیری می‌کنند و باعث افزایش ارزش مورد انتظار شرکت در بلندمدت می‌شوند که این امر بر عملکرد آینده شرکت تأثیر مطلوبی می‌گذارد (کریستوفر و مگان، ۲۰۱۲).

در پژوهش حاضر به بررسی واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر اساس دو معیار بازده غیرعادی اصلاح‌شده بر اساس بازده بازار و اندازه شرکت پرداخته خواهد شد. همچنین با توجه به آنکه تملک سهام شرکت‌ها یکی از فعالیت‌های اصلی سهامداران نهادی محسوب می‌شود و به همین دلیل در نظارت و ابزارهای مرتبط با آن دارای مهارت بیشتری هستند، این پرسش مطرح می‌شود که وجود این نوع از سهامداران بر میزان کوتاه‌بینی مدیران، تأثیرگذار است یا خیر.

در ادامه به بیان پیشینه و روش‌شناسی پژوهش می‌پردازیم و پس از آن یافته‌های پژوهش برای استراتژی‌های طراحی‌شده ارائه می‌شود. انتهای مطالب نیز به جمع‌بندی و نتیجه‌گیری اختصاص یافته است.

## پیشینه نظری پژوهش

کوته‌بینی مدیران، مجموعه‌ای از رفتارهایی تعریف شده که به بهای از دست دادن سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت باعث افزایش منافع کوتاه‌مدت می‌شوند. هدف این رفتارها افزایش قیمت سهام شرکت در کوتاه‌مدت است. کوته‌بینی مدیران، توانایی بازارهای مالی در عین ارزش شرکت‌ها را به چالش می‌کشد. اگر بازارها کارا باشند، مدیران از رفتار کوته‌بینانه منصرف می‌شوند، زیرا سرمایه‌گذاران درک می‌کنند که رفتار کوته‌بینانه توانایی شرکت‌ها در ایجاد سود بلندمدت را کاهش می‌دهد. با این حال، طی ۲۰ سال گذشته، شواهدی مبتنی بر وجود کوته‌بینی مدیران در ادبیات مالی، ارائه شده است (چن، لین و یین، ۲۰۱۵).

به طور کلی کوته‌بینی مدیریت در سه شکل مطرح می‌شود (درین و کسکس، ۲۰۱۲).

۱. کوته‌بینی فاصله‌ای<sup>۱</sup>: تمایل به چشم‌پوشی و غفلت از کلیت‌گرایی، گرایش به جزئی‌نگری در سیستم‌های یادگیری سازمانی که حیات سیستم‌های بزرگ و فراشمول به خطر بیفتد. برنز و کدیا (۲۰۱۰) کوته‌بینی فاصله‌ای را عدم آگاهی و توجه به تکنولوژی‌های داخل یا خارج از شرکت، تعریف می‌کنند. این شکل از کوته‌بینی ناشی از محدودیت‌های شناختی مدیران، موانع درون یا بین شرکت‌ها، محدود بودن پژوهش و ارائه تکنولوژی‌های مختلف و فواید بالقوه تعاملات فیزیکی است. کوته‌بینی فاصله‌ای در اثر تمرکز بر کارایی، بازده و اصلاح وضع موجود که مشخصه کوته‌بینی زمانی است، افزایش می‌یابد.
۲. کوته‌بینی زمانی<sup>۲</sup>: تمایل به چشم‌پوشی از بلندمدت و تمرکز بر کوتاه‌مدت در یادگیری که در نتیجه حیات بلندمدت را به خطر خواهد انداخت. دورگبو (۲۰۱۲) کوته‌بینی زمانی را تمایل به نادیده گرفتن موفقیت‌های بلندمدت و عدم توجه به آینده و فدا کردن موفقیت آینده به ازای توسعه کوتاه‌مدت فعلی، تعریف کرده است. در کوته‌بینی زمانی، تکنولوژی‌های موجود جذاب‌تر از فناوری‌های جدید هستند که البته هزینه اولیه آن‌ها زیاد نیز است، زیرا تکنولوژی‌های جدید برای رقابت با تکنولوژی‌های فعلی به یک دوره زمانی نیاز دارند. کوته‌بینی زمانی، به شرایط موجود در همه سطوح سازمان اولویت می‌دهد و اغلب بیانگر ارجحیت زیاد به پروژه‌های با ریسک پایین، زودبازده و نسبتاً مطمئن است.
۳. کوته‌بینی ناشی از اعتماد به نفس کاذب<sup>۳</sup>: هوجارج و هری بار (۲۰۰۹) معتقد هستند بلندپروازی نابه‌جا و اعتماد به نفس کاذب باعث می‌شود مدیران و مسئولان اجرایی، توانایی‌های مدیریتی خود را بیش از آنچه هست برآورد کنند و موفقیت‌های به دست آمده را به خود و نقایص یا شکست‌ها را به شانس و عوامل خارجی نسبت دهند. شهرت یکی از عوامل بالقوه بلندپروازی با خطای خودمحوری به مدیران اجرایی و ارشد مرتبط است (کوه، ۲۰۰۷). شهرت مدیر می‌تواند درک وی از مدیریت را تحت تأثیر قرار دهد و باعث بروز اعتماد به نفس بیش از حد، اصرار به ادامه انتخاب‌های استراتژیک و روش‌های موجود شود (گوپالان و شنگ، ۲۰۱۴). انحراف‌های رفتاری<sup>۴</sup>، نیز نقش مهمی در رفتار سرمایه‌گذاران و فرایند تصمیم‌گیری آنان ایفا می‌کنند. بسیاری

1. Spatial Myopia  
 2. Temporal Myopia  
 3. Hubris  
 4. Behavioral Biases

از مدارک و شواهد موجود حاکی از آن است که اغلب سرمایه‌گذاران، نتایج و پیامدهای خوب (نظیر سود) را به مهارت‌های فردی خود نسبت می‌دهند، در حالی که نتایج بد (نظیر زیان) را ناشی از بدشانسی می‌دانند (بن‌ملج، کندل و ورونوسی ۲۰۱۱). از این رو، این قبیل سرمایه‌گذاران، اغلب در دام اطمینان افراطی<sup>۱</sup> (فرا اطمینان) گرفتار می‌شوند و در پیش‌بینی روند آتی قیمت‌ها، برآوردهای غیرمنطقی انجام می‌دهند.

### پیشینه تجربی

کانگ (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی تأثیر ویژگی‌های کوتاه‌بینی و بیش اطمینانی مدیران می‌پردازد. نتایج نشان می‌دهد که مدیران بیش اطمینان و دارای اعتماد به نفس کاذب می‌توانند ارزش شرکت را (تا یک نقطه) با افزایش سرمایه‌گذاری بالا ببرند و باعث جبران مشکل کمبود سرمایه‌گذاری به‌وجود آمده ناشی از کوتاه‌بینی مدیریتی می‌شوند. همچنین اگر سوگیری بیش اطمینانی مدیران به طور جداگانه در نظر گرفته شود، بر عملکرد شرکت تأثیر منفی دارد اما هنگامی که اطمینان بیش از حد و کوتاه‌بینی به طور مشترک در نظر گرفته شوند، می‌توانند مفید واقع شوند. هارفورد، آمبروس و مانسی (۲۰۱۷) تأثیر افق زمانی سرمایه‌گذاران نهادی با دیدگاه بلندمدت را بر بهبود اتخاذ تصمیمات شرکت‌ها مطالعه می‌کنند. یافته‌ها حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت، برای نظارت بر مدیران شرکت‌ها انگیزه بیشتری دارند، زیرا اتخاذ تصمیم‌های شرکت با حداکثرسازی ارزش سهام مرتبط است. آن‌ها دریافته‌اند که سرمایه‌گذاران با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سوء رفتارهای متعدد شرکت‌های بزرگ مانند مدیریت سود و تقلب در صورت‌های مالی را مهار می‌کنند و موجب تقویت حاکمیت شرکتی، ایجاد بازدهی بالاتر برای سهامداران، سودآوری بیشتر و ریسک کمتر می‌شوند. بانسل و گارل (۲۰۱۶) در پژوهشی اثر حاکمیت شرکتی قوی را بر کوتاه‌بینی مدیران بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد، شرکت‌هایی که از حاکمیت شرکتی قوی برخوردار هستند، باعث کاهش احتمال اخراج مدیران اجرایی شرکت‌ها می‌شوند. از این رو مدیران اجرایی آن‌ها برای انجام پروژه‌های تحقیق و توسعه و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت از انگیزه بیشتری برخوردار هستند که این امر به کاهش کوتاه‌بینی مدیران منجر می‌شود. چن، لین و یانگ (۲۰۱۵) در پژوهشی رابطه بین کوتاه‌بینی مدیران و سرمایه‌گذاری در طرح‌های تحقیق و توسعه را در بازار نوظهور تایوان بررسی کردند. یافته‌ها نشان می‌دهد که مدیران، به منظور رسیدن به اهداف کوتاه‌مدت عایدات، هزینه‌های تحقیق و توسعه را کاهش می‌دهند. همچنین سرمایه‌گذاران نهادی داخل سازمانی کوتاه‌مدت‌گرا، کوتاه‌بینی مدیران را تشدید می‌کنند. در مقابل، سرمایه‌گذاران نهادی خارج سازمانی به عنوان سپری از کوتاه‌بینی مدیریتی و کاهش هزینه‌های تحقیق و توسعه جلوگیری می‌کنند. تانگ و ژانگ (۲۰۱۵) در پی پاسخ به این پرسش که آیا بازار سرمایه کوتاه‌بینی مدیران را تنبیه می‌کند یا خیر، معتقد هستند که مدیران برای رسیدن به اهداف کوتاه‌مدت عایدات، به کاهش و قطع هزینه‌های تحقیق و توسعه روی می‌آورند. همچنین بازار سرمایه، مدیرانی را که دارای ویژگی شخصیتی کوتاه‌بینی هستند، مجازات می‌کند. هسین و لئو (۲۰۱۴) بر این باور هستند که از بین استراتژی‌های کلان سازمانی، شرکت‌هایی که استراتژی تهاجمی یا آینده‌نگر<sup>۲</sup> اتخاذ می‌کنند به احتمال بیشتر، به کاهش یا قطع هزینه‌های تحقیق و توسعه روی

1. Over-Confidence

2. Prospector Strategies

می‌آورند و شرکت‌های رشدی و ارزشی، به احتمال کمتری هزینه‌های تحقیق و توسعه را کاهش می‌دهند. علاوه بر این رفتارهای کوتاه‌بینانه در شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف‌تر، بیشتر به چشم می‌خورد.

طالع زارعی و عبدلی (۱۳۹۶) به بررسی رابطه بین کوتاه‌بینی مدیریت با کیفیت سود و میزان سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که افزایش در کوتاه‌بینی مدیریت موجب کاهش کیفیت سود و میزان سرمایه‌گذاری شرکت می‌شود. علاوه بر این مدیریت کوتاه‌بین به اتخاذ تصمیم‌های ناکارآمد منجر شده و ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. مرادی، باقرپور و احمدی (۱۳۹۵) در تحلیل پدیده نزدیک‌بینی در بازار سرمایه ایران با به‌کارگیری مدلی مبتنی بر حسابداری مزاد تمیز، نشان دادند که کوتاه‌بینی باعث شده تا عوامل بنیادی و افق بلندمدت سرمایه‌گذاری در بورس فراموش شود و کسب بازدهی‌های روزانه جایگزین آن شود. از این رو، وجود پدیده کوتاه‌بینی را در بازار سرمایه ایران تأیید و عدم کارایی آن را نشان می‌دهد. مرادی و باقری (۱۳۹۳) در شواهد تجربی مدیریت کوتاه‌بین و ارتباط آن با فعالیت‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه، به این نتیجه رسیدند که کوتاه‌بینی مدیریت در کوتاه‌مدت بازدهی مثبتی خواهد داشت، اما در بلندمدت بر بازده سهام شرکت اثر منفی می‌گذارد. همچنین مقایسه آثار کوتاه‌بینی مدیران و مدیریت سود بر بازده سهام حاکی از آن است که مدیریت کوتاه‌بین نسبت به مدیریت سود، پیامدهای منفی بیشتری برای شرکت در بر دارد. قدسی (۱۳۹۲) در پژوهشی اثر کوتاه‌بینی مدیریت و محافظه‌کاری بر بازده بلندمدت سهام را مطالعه کرد. یافته‌ها حاکی از آن است که محافظه‌کاری و کوتاه‌بینی مدیریت با بازده سهام در بلندمدت رابطه منفی معناداری دارد. همچنین کوتاه‌بینی مدیران بر ارتباط بین محافظه‌کاری با بازده بلندمدت مؤثر بوده و این تأثیر به صورت منفی است. مرادی و کشاورز (۱۳۹۵) معتقدند که جریان‌های نقدی آزاد با بازده سهام در کوتاه‌مدت و بلندمدت رابطه منفی معناداری دارد. همچنین کوتاه‌بینی مدیران بر ارتباط بین جریان‌های نقدی آزاد با بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت مؤثر بوده و این تأثیر به صورت منفی است.

### فرضیه‌های پژوهش

۱. بازار سرمایه به رفتار کوتاه‌بینانه مدیران<sup>۱</sup> شرکت‌ها واکنش منفی نشان می‌دهد.
۲. واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران، تحت تأثیر معنادار وجود سهامداران نهادی و ماهر<sup>۲</sup> قرار دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری در این پژوهش، شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران است. دسترسی آسان به اطلاعات، استاندارد بودن و همگن بودن اطلاعات آن‌ها دلیل انتخاب این شرکت‌ها به عنوان جامعه آماری پژوهش است. نمونه انتخابی این پژوهش شامل شرکت‌هایی می‌شود که دارای شرایط زیر باشند و شرکت‌های مورد بررسی در این پژوهش به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده‌اند.

۱. اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی پژوهش یعنی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ موجود باشد.

۲. سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند باشد.
  ۳. شرکت‌هایی که حداکثر تا تاریخ ۱۳۸۶/۱/۱ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند (یعنی قبل از سال ۱۳۸۶ در بورس پذیرفته شده باشند) و نام شرکت در دوره مورد بررسی از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده باشد.
  ۴. در دوره مورد بررسی تغییر دوره مالی نداده باشند.
  ۵. عدم شمول مؤسسات مالی، بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... به دلیل ماهیت خاص فعالیت و ویژگی خاص درآمد و چرخه فعالیت آن‌ها.
- پس از اعمال محدودیت‌ها تعداد ۱۷۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ شرایط ذکر شده را دارا بوده و با توجه به این امر نمونه‌گیری انجام نشده و تمامی شرکت‌ها برای بررسی انتخاب شده‌اند. همچنین با توجه به نحوه محاسبه برخی از متغیرهای پژوهش، از اطلاعات سال ۱۳۸۵ نیز استفاده شده است.

### متغیرهای پژوهش

#### متغیر وابسته تحقیق

متغیر وابسته پژوهش عبارت است از بازده غیرعادی (اصلاح شده) که بر اساس بازده تجمعی در یک دوره پنج روزه محاسبه می‌شود و این روزها عبارت است از دو روز قبل از اعلام سود سالانه، روز اعلام سود و دو روز بعد از اعلام سود. بازده غیرعادی اصلاح شده بر اساس کسر بازده تجمعی بازار از بازده سهام شرکت محاسبه می‌شود. منظور از بازده، مجموعه مزایایی است که طی دوره مد نظر (در این بخش بازده یک روز) به سهم تعلق می‌گیرد و نسبت به قیمت ابتدای دوره محاسبه می‌شود. در این تحقیق، بازده سرمایه‌گذاری در سهام عادی در یک دوره معین با توجه به قیمت‌های اول و آخر دوره، منافع حاصل از مالکیت و افزایش سرمایه شرکت و از رابطه زیر محاسبه شده است (راعی و پویان‌فر، ۱۳۸۳).

$$R_{it} = \frac{(1 + \alpha_{it}) \times P_{it} - P_{i(t-1)} + D_{it} - M}{P_{i(t-1)}} \quad \text{رابطه ۱}$$

در رابطه ۱،  $R_{it}$  نشان‌دهنده بازده سهام  $i$  در دوره  $t$ ؛  $P_{it}$  قیمت سهام  $i$  در دوره  $t$ ؛  $D_{it}$  سود تقسیمی سهام  $i$  در دوره  $t$ ؛  $M$  آورده نقدی صاحبان سهام و  $\alpha_{it}$  نسبت افزایش سرمایه شرکت  $i$  در دوره  $t$  است. در مدل پژوهش از بازده غیرعادی اصلاح‌شده (RET) بر اساس بازده بازار و نیز بازده غیرعادی اصلاح شده بر اساس اندازه به عنوان متغیر وابسته استفاده خواهد شد.

#### متغیر مستقل پژوهش

متغیرهای مستقل پژوهش عبارت‌اند از کوتاه‌بینی مدیران و سهامداران نهادی و ماهر که به شرح زیر قابل تعریف و اندازه‌گیری هستند.

**الف) کوتاه‌بینی مدیران:** متغیر مستقل اصلی پژوهش عبارت است از کوتاه‌بینی مدیریت. زمانی که مدیریت شرکت

کوته‌بین باشد، برای بهبود وضعیت کوتاه‌مدت شرکت، از آینده بلندمدت شرکت هزینه می‌کند و به عبارتی وضعیت کوتاه‌مدت شرکت را فدای آینده بلندمدت آن می‌کند. در شرکت‌های با مدیریت کوتاه‌بین، با وجود موفقیت‌های مالی و داشتن فرصت و منابع لازم برای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های بلندمدت، از این کار امتناع می‌کنند. بنابراین شرکت‌هایی که به طور هم‌زمان بازدهی (سودآوری) بیش از حد معمول و هزینه‌های بازاریابی و پژوهش و توسعه‌ای کمتر از حد مورد انتظار را گزارش می‌کنند، به احتمال زیاد مشمول ویژگی مدیریت کوتاه‌بینانه خواهند بود. برای شناسایی و تعیین شرکت‌های کوتاه‌بین، ابتدا لازم است سطح مورد انتظار بازده دارایی، هزینه بازاریابی و هزینه تحقیق و توسعه را برای هر شرکت در دوره زمانی پژوهش با استفاده از رابطه‌های ۲، ۳ و ۴ برآورد می‌کنیم (آندرسون و هسیائو، ۱۹۸۲).

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه ۲}$$

$$Mktg_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Mktg_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه ۳}$$

$$R\&D_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R\&D_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه ۴}$$

در رابطه‌های بالا،  $ROA_{i,t}$  نرخ بازده دارایی‌ها که بر اساس نسبت سود خالص به جمع دارایی‌ها سنجیده می‌شود؛  $Mktg_{i,t}$  نسبت هزینه‌های بازاریابی و فروش به جمع دارایی‌ها و  $R\&D_{i,t}$  نسبت هزینه‌های تحقیق و توسعه به جمع دارایی‌هاست.

پس از محاسبه مقادیر مورد انتظار (برآوردی) بازده دارایی‌ها، هزینه بازاریابی و هزینه‌های تحقیق و توسعه با استفاده از مدل‌های بالا، مقادیر واقعی با مقادیر پیش‌بینی شده توسط این مدل‌ها مقایسه شده و با توجه به میزان تفاوت موجود ( $\varepsilon_{i,t}$ )، شرکت‌ها در چهار گروه اصلی طبق جدول ۱ تقسیم‌بندی می‌شوند.

جدول ۱. تفاوت موجود ( $\varepsilon_{i,t}$ )، بین بازده دارایی‌ها، هزینه بازاریابی و هزینه‌های تحقیق و توسعه

گروه ۱	گروه ۲	گروه ۳	گروه ۴
اختلاف مثبت بین بازده دارایی پیش‌بینی شده و واقعی	اختلاف مثبت بین بازده دارایی پیش‌بینی شده و واقعی	اختلاف مثبت بین بازده دارایی پیش‌بینی شده و واقعی	اختلاف منفی بین بازده دارایی پیش‌بینی شده و واقعی
اختلاف منفی هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه پیش‌بینی شده و واقعی	فقط اختلاف یکی از هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه منفی	اختلاف مثبت هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه پیش‌بینی شده و واقعی	

بین این گروه‌ها، شرکت‌های حاضر در گروه ۱، شرکت‌های دارای مدیریت کوتاه‌بین در نظر گرفته می‌شوند، زیرا با داشتن عملکرد مثبت مالی و افزایش بازده دارایی‌ها، هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه آن‌ها کاهش یافته است.

**ب) سهامداران نهادی:** یکی دیگر از متغیرهای مستقل پژوهش عبارت است از وجود سهامداران نهادی و ماهر. منظور از سهامداران نهادی سهامدارانی هستند که در خصوص سهام مد نظر اطلاعات کافی و مناسب داشته و در خصوص بازار سرمایه آگاهی کافی دارند. به تبعیت از تحقیقات گذشته (بارتو و رادخیشنان، ۲۰۰۰ و کالن، هپ و سیگال، ۲۰۰۵)، از درصد سهام متعلق به سهامداران نهادی (بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ‌ها و ...) به عنوان مهارت سهامدار



و سرمایه‌گذاران استفاده خواهد شد. زیرا اعتقاد بر آن است که این گروه به این دلیل تملک سهام شرکت‌ها یکی از فعالیت‌های اصلی آن‌ها است، دارای مهارت بیشتری هستند. پس از تعیین میزان مالکیت این سهامداران نهادی در سهام شرکت‌ها، شرکت‌های نمونه را بر اساس میانه درصد مالکیت سهامداران نهادی، به دو گروه شرکت‌های با سهامدار نهادی و شرکت‌های بدون سهامدار نهادی تقسیم‌بندی می‌کنیم (تانگ و ژانگ، ۲۰۱۵).

### متغیرهای کنترلی پژوهش

$ERD\_Surprise_{it}$ : تغییرات در سود قبل از هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه نسبت به سال قبل از آن. این متغیر با توجه به اینکه سودآوری بلندمدت شرکت، از طریق کاهش فعالیت‌های تحقیق و توسعه، بازاریابی و فعالیت‌هایی که در سال‌های ابتدایی صرفاً دارای هزینه بوده و در بلندمدت آثار آن مشخص می‌شود، فدای سودآوری کوتاه‌مدت و افزایش قیمت‌های جاری سهام می‌شود، به عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته می‌شود (تانگ و ژانگ، ۲۰۱۵).

$\Delta R\&D_{it}$ : تغییرات در هزینه‌های تحقیق و توسعه نسبت به مقادیر مشابه سال قبل از آن.

$\Delta Mktg_{it}$ : تغییرات در هزینه‌های بازاریابی نسبت به مقادیر مشابه سال قبل از آن.

در مورد دو متغیر کنترلی هزینه‌های تحقیق و توسعه و هزینه‌های بازاریابی می‌توان به این مهم اشاره کرد که با توجه به آنکه بخش شایان توجهی از عملکرد مدیریت شرکت توسط سودآوری و به ویژه قیمت سهام شرکت سنجیده می‌شود، مدیریت شرکت‌ها برای بهبود سودآوری و قیمت جاری سهام شرکت، بر عملکرد کوتاه‌مدت خود تمرکز می‌کنند و از طریق کاهش و قطع فعالیت‌های تحقیق و توسعه و بازاریابی، موجب سودآوری کوتاه‌مدت و افزایش قیمت‌های جاری سهام می‌شوند که این اقدام هزینه ارزش مورد انتظار شرکت را در بلندمدت کاهش می‌دهد و بر عملکرد آینده شرکت تأثیر نامطلوبی می‌گذارد (کرن، ۲۰۰۶).

$Size_{it}$ : لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت در پایان سال مالی به عنوان معیار اندازه شرکت.

$BM_{it}$ : نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت.

$Momentum_{it}$ : بازده اصلاح‌شده بر اساس بازده بازار، در شش ماه گذشته.

از متغیرهای کنترلی دیگر می‌توان به سه متغیر اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و بازدهی اصلاح‌شده بر اساس بازده بازار اشاره کرد که به اعتقاد بولتون و ساماما (۲۰۱۳)، افزایش اندازه و بیشتر بودن ارزش شرکت، به افزایش بازدهی عادی و بازدهی غیرعادی در زمان انتشار سود و افزایش کوتاه‌بینی مدیران منجر می‌شود.

علاوه بر این، با افزایش نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار که نشان‌دهنده وجود فرصت‌های رشد و افزایش قیمت سهام شرکت است، بر میزان بازدهی عادی و بازدهی غیرعادی شرکت افزوده می‌شود؛ یعنی افزایش کوتاه‌بینی مدیریت به افزایش بازدهی روزانه شرکت‌هایی که دارای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بیشتری هستند، منجر شده است.

همچنین بازدهی نیم‌سال گذشته تأثیر منفی اما بی‌معنایی بر بازدهی اصلاح‌شده شرکت‌های مورد بررسی در زمان اعلام سود داشته است. این نتیجه نشان می‌دهد شرکت‌هایی که بازدهی شش ماهه بالاتری را تجربه کرده‌اند، شاهد کاهش هر دو بازدهی عادی و غیرعادی در پنج روزه زمان اعلام سود و کاهش سوگیری کوتاه‌بین مدیریت بوده‌اند. از این رو، در این پژوهش نیز این سه متغیر علاوه بر سایر متغیرهای کنترلی گفته‌شده، به عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته می‌شوند.

## مدل پژوهش

در این پژوهش در پی بررسی تأثیر وجود سهامداران نهادی بر واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران خواهیم بود. بدین منظور ابتدا با استفاده از آمار توصیفی همچون میانگین، میانه، انحراف معیار و... به بررسی وضعیت کلی متغیرهای پژوهش پرداخته می‌شود. در ادامه با تفکیک شرکت‌های نمونه به شرکت‌های دارای سهامداران نهادی و شرکت‌های بدون سهامداران نهادی، به بررسی مجدد واکنش بازار به کوتاه‌بینی مدیران پرداخته خواهد شد تا بدین ترتیب به بررسی تأثیر وجود سهامداران نهادی بر رابطه بین کوتاه‌بینی مدیران و واکنش بازار سرمایه طبق رابطه ۵ پرداخته شود (تانگ و ژانگ، ۲۰۱۵).

$$RET_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Myopia_{i,t} + \alpha_2 ERD\_Surprise_{i,t} + \alpha_3 \Delta R\&D_{i,t} + \alpha_4 \Delta Mktg_{i,t} + \alpha_5 Size_{i,t} + \alpha_6 BM_{i,t} + \alpha_7 Momentum_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{رابطه ۵})$$

در مدل بالا،  $RET_{i,t}$  معیار سنجش واکنش بازار سرمایه است که بر اساس معیار بازده غیرعادی اصلاح‌شده بر اساس بازده بازار سنجش شده است و  $Myopia_{i,t}$  متغیری مجازی است و در صورتی که شرکت نمونه بر اساس مدل شناسایی این متغیر، به عنوان شرکت دارای مدیریت کوتاه‌بین شناسایی شود، به این متغیر مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر اختصاص داده خواهد شد. مطابق روش شناسایی شرکت‌هایی را دارای مدیریت کوتاه‌بین در نظر می‌گیریم که با داشتن عملکرد مثبت مالی و افزایش بازده دارایی‌ها، هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه آن‌ها کاهش یافته است. در مدل بالا بر اساس میزان معناداری و نیز علامت به دست آمده برای متغیر کوتاه‌بینی مدیران  $\alpha_1$  در خصوص تأیید یا رد فرضیه پژوهش اعلام نظر می‌کنیم.

## یافته‌های پژوهش

### آمار توصیفی

میانگین هم‌زمانی بازده غیرعادی اصلاح شده بر اساس بازده بازار (RET) برابر با ۰/۰۰۳ است که این نتیجه نشان می‌دهد بازده کسب‌شده مازاد بر بازده بازار در زمان اعلام سود (پنج روز) کمتر از نیم درصد بوده است. مقادیر ضریب چولگی (۱/۶۰۰) و ضریب کشیدگی (۴/۸۰۸) این متغیر، نرمال نبودن احتمالی توزیع این متغیر را نشان می‌دهد. میانگین متغیر کوتاه‌بینی مدیران (Myopia) ۰/۲۸۹ به دست آمده، به این معنا که در ۲۹ درصد از شرکت‌های نمونه پژوهش، مدیرانی با شرایط کوتاه‌بینی مشاهده شده است. میانگین متغیر تغییرات در سود قبل از هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه نسبت به سال قبل از آن (ERD\_Surprise) برابر با ۰/۰۰۹ - است که مقدار اندک این متغیر بیانگر تغییرات اندک سول قبل از هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه نسبت به رقم سال گذشته آن است. متوسط متغیر تغییرات در هزینه‌های بازاریابی و نیز هزینه‌های تحقیق و توسعه ( $\Delta Mktg\_RD$ ) ۰/۰۰۰۱ به دست آمده که این مقدار نیز تغییرات کم در این هزینه‌ها را نسبت به ارقام مشابه سال گذشته آن‌ها نشان می‌دهد. همچنین میانگین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BM) بین شرکت‌های بررسی شده برابر با ۰/۷۶۸ و کمتر از ۱ به دست آمده که این نتیجه نشان می‌دهد که در شرکت‌های نمونه ارزش بازار بزرگ‌تر از ارزش دفتری شرکت بوده است. میانگین بازده اصلاح‌شده شش‌ماهه

(Momentum) برابر با ۰/۰۷۴ است و به این معنا است که شرکت‌های نمونه در شش‌ماهه نخست حدود ۷ درصد بازدهی بیشتر از بازدهی بازار را کسب کرده‌اند. نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق را می‌توان در جدول ۲ مشاهده کرد.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

پیشینه	کمینه	ضریب کشیدگی	ضریب چوکی	انحراف معیار	میانه	میانگین	نمونه - تعداد سال	متغیرهای تحقیق	
								نماد	عنوان
۰/۱۶۲	-۰/۰۸۲	۴/۸۰۸	۱/۶۰۰	۰/۰۴۱	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۳	۱۷۰۰		بازده غیرعادی
۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۱/۱۳۱	۰/۹۳۳	۰/۴۵۳	۰/۰۰۰	۰/۲۸۹	۱۷۰۰		وجود کوتاه‌بینی مدیریت
۰/۲۲۱	-۰/۲۵۱	۱/۱۳۷	-۰/۱۰۸	۰/۰۸۷	-۰/۰۰۶	-۰/۰۰۹	۱۷۰۰	E	تغییرات در سود قبل از هزینه‌های بازاریابی
۰/۰۴۷	-۰/۰۵	۱/۷۰۵	-۰/۱۳۳	۰/۰۱۷	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱۷۰۰		تغییرات در هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه
۸/۳۶۷	۴/۴۰۴	۰/۷۲۷	۰/۶۴۹	۰/۶۵۹	۶/۰۸۸	۶/۱۴۸	۱۷۰۰		اندازه شرکت
۲/۵۷۸	۰/۱۵۳	۲/۳۴۴	۰/۶۹۶	۰/۲۶۹	۰/۷۶۲	۰/۷۶۸	۱۷۰۰		نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار
۱/۵۵۰	-۰/۵۲۷	۳/۲۵۸	۱/۶۷۰	۰/۴۱۵	-۰/۰۱۴	۰/۰۷۴	۱۷۰۰		بازده اصلاح‌شده شش‌ماهه J

### آزمون واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران

در این پژوهش سعی شده تا با استفاده از رویکرد داده‌های ترکیبی (پانل) به بررسی وجود رابطه و تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر بازده غیرعادی اصلاح‌شده (به عنوان معیار سنجش واکنش بازار سرمایه) شرکت‌های نمونه پرداخته شود/ برای تأثیر متغیرهای مستقل بر بازده غیرعادی اصلاح‌شده شرکت‌ها با استفاده از مدل رگرسیون مبتنی بر داده‌های ترکیبی، قبل از هر چیز ابتدا آزمون F (آزمون لیمر) و سپس آزمون هاسمن برای تعیین الگوی مناسب در راستای برآزش مدل انجام شده که مقدار آماره این آزمون ۱/۴۳۳ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰ است. این بدان معنا است که فرض صفر آزمون F رد مبنی بر عدم وجود اثرهای ثابت، رد می‌شود و الگوی مدل، دارای اثرهای ثابت نیست، یعنی نوع فعالیت شرکت (به عنوان یک نوع مقطع) بر بازده غیرعادی اصلاح‌شده تأثیرگذار بوده است. برای بررسی وضعیت تصادفی بودن اثرهای ثابت مدل از آزمون هاسمن استفاده شده که نتایج به دست آمده نشان می‌دهد مقدار آماره این آزمون برابر با ۱۷/۶۲۱ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰ است. این نتیجه به معنای غیرتصادفی بودن اثرهای ثابت مدل است. در ادامه مدل پژوهش با استفاده از اثرهای ثابت غیر تصادفی تجزیه و تحلیل شد که نتایج به دست آمده در جدول ۳ نشان داده شده است.

بر اساس نتایج به دست آمده از ضرایب متغیرهای مدل واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران، مقدار آماره F مدل برابر با ۲/۹۴۲ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۰۰ است؛ به این معنا که بین متغیرهای پژوهش رابطه معناداری وجود دارد و مدل پژوهش معنادار است. ضریب تعیین مدل برابر با ۰/۱۴۶ است و نشان می‌دهد حدود ۱۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌شود. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۲/۳۱۱ است که بیانگر

عدم خود همبستگی باقی مانده‌ها است. نتایج هم‌خطی (در ستون آخر جدول بالا) نشان می‌دهد که مقادیر آماره VIF (عامل تورم واریانس) در تمام متغیرهای مدل، نزدیک به یک است که حکایت از عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش دارد. مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری کوتاه‌بینی مدیران (Myopia) به عنوان متغیر مستقل پژوهش، به ترتیب برابر با ۰/۱۶۵ و ۰/۸۶۹ است و این به معنای آن است که فرض صفر فرضیه (مبنی بر برابر بودن ضریب این متغیر با صفر) در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید شده و تأثیر متغیر وجود کوتاه‌بینی مدیران بر متغیر وابسته (بازده غیرعادی اصلاح‌شده در زمان انتشار سود شرکت)، معنادار نبوده است. مثبت بودن مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری این متغیر، به ترتیب نشان‌دهنده تأثیر مثبت اما بی‌معنای آن بر بازده غیرعادی (مازاد بر بازده بازار) شرکت است. نتیجه به دست آمده بیانگر آن است که در صورت وجود کوتاه‌بینی مدیران، شاهد افزایش در بازده غیرعادی روزانه در زمان انتشار سود هستیم، هر چند این افزایش از لحاظ آماری معنادار نیست. در واقع نتیجه به دست آمده نشان‌دهنده آن است که بازار سرمایه و سهامداران واکنش معناداری به کوتاه‌بینی مدیران، در قالب بازده غیرعادی روزانه زمان انتشار سود، نداشته‌اند. بر اساس آنچه بیان شد، فرضیه نخست پژوهش مبنی بر اینکه بازار سرمایه به رفتار کوتاه‌بینانه مدیران شرکت‌ها واکنش منفی نشان می‌دهد، در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود.

جدول ۳. نتایج ضرایب متغیرهای مدل واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران

عامل تورم VIF واریانس	نتایج ضرایب متغیرهای پژوهش			نماد	متغیرهای پژوهش
	سطح معناداری	آماره $t$	ضریب		
	۰/۰۴۱	-۲/۰۵۱	-۰/۰۴۴	C	عرض از مبدأ
۱/۳۱۲	۰/۸۶۹	۰/۱۶۵	۰/۰۰۱	MYOPIA	وجود کوتاه‌بینی مدیریت
۱/۳۲۲	۰/۰۲۵	۲/۲۴۹	۰/۰۱۵	ERD_SURPRISE	تغییرات در سود قبل از هزینه‌های بازاریابی
۱/۲۸۰	۰/۸۷۹	-۰/۱۵۲	-۰/۰۰۵	$\Delta$ MKTG_RD	تغییرات در هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه
۱/۰۸۸	۰/۰۴۳	۲/۰۲۸	۰/۰۰۶	SIZE	اندازه شرکت
۱/۳۰۵	۰/۰۳۰	۲/۱۶۸	۰/۰۱۲	BM	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار
۱/۱۰۹	۰/۱۶۲	-۱/۴۰۰	-۰/۰۰۱	MOMENTUM	بازده اصلاح‌شده شش‌ماهه
	۲/۹۴۲			F	آزمون معناداری
	۰/۰۰۰			sig	سطح معناداری
	۰/۱۴۶			R Square	ضریب تعیین
	۲/۳۱۱			Durbin-Watson stat	آماره دوربین - واتسون

### آزمون تأثیر وجود سهامداران نهادی بر واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران

در این پژوهش با تفکیک شرکت‌های نمونه به شرکت‌های دارای سهامداران نهادی و شرکت‌های بدون سهامداران نهادی (بر اساس مقدار میانه میزان مالکیت سهامداران نهادی)، به بررسی واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران پرداخته شده است تا بدین ترتیب به بررسی تأثیر وجود سهامداران نهادی بر رابطه بین کوتاه‌بینی مدیران و واکنش بازار

سرمایه پرداخته شود. در واقع این پژوهش به بررسی این امر پرداخته که آیا وجود (یا عدم وجود) سهامداران نهادی و ماهر، واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران را تحت تأثیر قرار داده است یا خیر. در ادامه نتایج ضرایب متغیرهای مدل پژوهش به تفکیک شرکت‌های با (بدون) سهامداران نهادی در جدول ۴ ارائه شده است.

جدول ۴. ضرایب متغیرهای مدل پژوهش به تفکیک شرکت‌های با (بدون) سهامداران نهادی

فاقد سهامداران نهادی			دارای سهامداران نهادی			نماد	متغیرهای پژوهش
سطح معناداری	آماره t	ضریب	سطح معناداری	آماره t	ضریب		
۰/۰۰۱	-۳/۳۴۶	-۰/۰۳۹	۰/۱۲۱	-۱/۵۵۲	-۰/۰۱۲	C	عرض از مبدأ
۰/۴۳۶	۰/۷۷۶	۰/۰۰۱	۰/۱۸۳	۱/۳۳۳	۰/۰۰۳	MYOPIA	وجود کوتاه‌بینی مدیریت
۰/۷۳۸	۰/۳۳۵	۰/۰۰۳	۰/۰۹۴	۱/۶۷۶	۰/۰۱۷	ERD_SURPRISE	تغییرات در سود قبل از هزینه‌های بازاریابی
۰/۱۷۸	۱/۳۴۷	۰/۰۷۳	۰/۰۳۱	-۲/۱۵۸	-۰/۰۷۴	ΔMKTG_RD	تغییرات در هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه
۰/۰۰۱	۳/۲۹۷	۰/۰۰۵	۰/۰۶۵	۱/۸۴۵	۰/۰۰۲	SIZE	اندازه شرکت
۰/۰۱۴	-۲/۴۵۹	-۰/۰۰۹	۰/۲۹۶	-۱/۰۴۶	-۰/۰۰۴	BM	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار
۰/۴۹۱	-۰/۶۹۰	-۰/۰۰۱	۰/۰۳۱	-۲/۱۶۰	-۰/۰۰۳	MOMENTUM	بازده اصلاح‌شده شش‌ماهه
۳/۱۸۱			۲/۶۵۲			F	آزمون معناداری
۰/۰۰۰			۰/۰۰۰			sig	سطح معناداری
۰/۰۹۸			۰/۰۸۵			R Square	ضریب تعیین
۲/۱۳۸			۱/۹۷۰			Durbin-Watson stat	آماره دوربین - واتسون

نتایج به دست آمده از ضرایب متغیرهای مدل پژوهش به تفکیک شرکت‌های با (بدون) سهامداران نهادی در جدول ۴ نشان می‌دهد مقدار آماره F مدل در گروه شرکت‌های با سهامداران خبر و ماهر برابر با ۲/۶۵۲ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۰۰ است که این نتیجه نشان‌دهنده معناداری مدل بوده و بیانگر آن است که بین متغیرهای پژوهش رابطه معناداری وجود دارد و مدل پژوهش معنادار است. همچنین مقدار آماره یاده شده و سطح معناداری آن در گروه شرکت‌های بدون وجود سهامداران نهادی به ترتیب برابر با ۳/۱۸۱ و ۰/۰۰۰ است که نمایانگر معناداری مدل است. ضریب تعیین مدل در گروه نخست برابر با ۰/۰۸۵ و در گروه دوم برابر با ۰/۰۹۸ است و به این معنا است که به ترتیب حدود ۹ و ۱۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌شود. مقدار آماره دوربین واتسون در این گروه‌ها به ترتیب برابر با ۱/۹۷۰ و ۲/۱۳۸ است که این مقادیر بیانگر عدم خود همبستگی باقی‌مانده‌ها است. مقدار آماره t و سطح معناداری کوتاه‌بینی مدیران (Myopia) در گروه نخست که در بر گیرنده شرکت‌های با سهامداران نهادی و ماهر است، به ترتیب برابر با ۱/۳۳۱ و ۰/۱۸۳ بوده و به معنای آن است که فرض برابری ضریب این متغیر با صفر (عدم تأثیر معنادار بر متغیر وابسته) در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید شده و تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر متغیر وابسته (بازده غیرعادی اصلاح شده در زمان انتشار سود شرکت)، معنادار نیست. همچنین مقدار آماره t و سطح معناداری متغیر کوتاه‌بینی در گروه دوم که شامل شرکت‌های فاقد سهامداران نهادی و ماهر است، به ترتیب برابر با ۰/۷۷۶ و ۰/۴۳۶ بوده که بیانگر تأثیر

مثبت اما بی‌معنای کوتاه‌بینی بر بازده غیرعادی در زمان انتشار سود شرکت‌های نمونه است. نتایج به دست آمده در هر دو گروه نشان‌دهنده آن است که در صورت وجود کوتاه‌بینی مدیران، شاهد افزایش در بازده غیرعادی روزانه در زمان انتشار سود هستیم، هر چند این افزایش از لحاظ آماری معنادار نیست. همچنین نتایج به دست آمده نشان می‌دهند که وجود یا عدم وجود سهامداران نهادی نتوانسته است بر واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران، تأثیری معنادار داشته باشد. همان‌طور که مشاهده می‌شود، در هر دو گروه کوتاه‌بینی مدیران بر بازده غیرعادی شرکت‌های نمونه (به عنوان معیار واکنش بازار سرمایه)، تأثیری مثبت اما بی‌معنا داشته است. بر اساس آنچه بیان شد، فرضیه دوم پژوهش مبنی بر اینکه واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران تحت تأثیر معنادار وجود سهامداران نهادی و ماهر قرار دارد، در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود.

در ادامه به نتایج به دست آمده از متغیرهای کنترلی اشاره می‌شود. مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری متغیر تغییرات در سود قبل از هزینه‌های بازاریابی و پژوهش و توسعه نسبت به سال قبل از آن (ERD\_Surprise)، به ترتیب برابر با ۲/۲۴۹ و ۰/۰۲۵ بوده که بیانگر تأثیر و رابطه مثبت و معنادار بین این متغیر و بازده غیرعادی اصلاح‌شده شرکت‌هاست. نتیجه به دست آمده نشان می‌دهد که بازده غیرعادی روزانه شرکت‌هایی که دارای تغییرات شدیدتری در سود قبل از هزینه‌های بازاریابی و پژوهش و توسعه هستند، به شکل معناداری بیشتر بوده است. مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری متغیر تغییرات در هزینه‌های بازاریابی و پژوهش و توسعه نسبت به ارقام مشابه سال قبل آن‌ها ( $\Delta \text{Mktg\_RD}$ ) به ترتیب برابر با ۰/۱۵۲ و ۰/۸۷۹ بوده که بیانگر تأثیر منفی اما بی‌معنای این متغیر بر بازده غیرعادی اصلاح‌شده شرکت است. این نتیجه نشان می‌دهد که با افزایش مقداری این متغیر کنترلی که بیانگر افزایش تغییرات هزینه‌های یادشده نسبت به مبالغ سال گذشته آن است، شاهد کاهش بازده غیرعادی در زمان اعلام سود بوده‌ایم. اندازه شرکت (Size)، که با استفاده از لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت در پایان سال سنجش شده است، بر بازده غیرعادی روزانه تأثیری مثبت و معنادار داشته است (با توجه به اینکه مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری این متغیر به ترتیب برابر با ۲/۰۲۸ و ۰/۰۴۳ است). نتیجه به دست آمده بیانگر آن است که با افزایش اندازه و هر چه بیشتر بودن ارزش شرکت، شاهد افزایش بازده غیرعادی زمان انتشار سود بوده‌ایم. مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BM)، به ترتیب برابر با ۲/۱۶۸ و ۰/۰۳۰ بوده که بیانگر تأثیر مثبت و معنادار این متغیر بر بازده غیرعادی اصلاح‌شده شرکت‌ها در زمان انتشار سود است. مثبت بودن مقدار آماره  $t$  این متغیر بیانگر آن است که با افزایش نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، بر میزان بازده غیرعادی اصلاح‌شده شرکت افزوده شده است. مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری متغیر بازده شش‌ماهه اصلاح‌شده بر اساس بازده بازار (Momentum)، که بیانگر وضعیت بازدهی شش‌ماهه گذشته شرکت است، به ترتیب برابر با ۱/۴۰۰ و ۰/۱۶۲ بوده و این نتیجه به معنای آن است که بازدهی نیم‌سال گذشته تأثیر منفی اما بی‌معنایی بر بازده غیرعادی اصلاح‌شده شرکت‌های مورد بررسی در زمان اعلام سود داشته است. این نتیجه نشان می‌دهد شرکت‌هایی که بازدهی شش‌ماهه بالاتری را تجربه کرده‌اند، شاهد کاهش بازده غیرعادی در پنج روزه زمان اعلام سود بوده‌اند.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

این تحقیق در پی بررسی تأثیر وجود سهامداران نهادی و واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران شرکت‌های

پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به طور کلی استفاده از یک نمونه از شرکت‌های بورس اوراق بهادار در فاصله سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ بیانگر این نتیجه بوده است که بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران واکنش معناداری نشان نداده است. نتایج به دست آمده بیانگر آن است که کوتاه‌بینی بر بازده غیرعادی کسب شده در زمان انتشار سود، تأثیری معنادار و مطابق انتظار منفی نداشته است. نتایج دیگر حاکی از آن است که وجود یا عدم وجود سهامداران نهادی در میان سهامداران شرکت، نتوانسته بر واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران، تأثیری معنادار داشته باشد. به بیان دیگر نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که وجود یا عدم وجود سهامداران نهادی بر رابطه بین بازده غیرعادی و کوتاه‌بینی مدیران، تأثیر معناداری نداشته است. این نتیجه را می‌توان از دیدگاه عدم درک بازیگران بازار سرمایه از پدیده کوتاه‌بینی و بر اساس عدم کارایی اطلاعاتی بازار سهام در درک کوتاه‌بینی یک شرکت تفسیر کرد.

همان‌طور که در ادبیات پژوهش گفته شد، نتایج این پژوهش با برخی از نتایج پژوهش‌های انجام‌گرفته در بورس اوراق بهادار تهران مطابقت دارد. به‌طور مثال یافته‌های پژوهش مرادی و باقری (۱۳۹۳) حاکی از آن است که کوتاه‌بینی مدیریت در کوتاه‌مدت بازدهی مثبتی خواهد داشت، اما در بلندمدت بر بازده سهام شرکت اثر منفی می‌گذارد. قدسی (۱۳۹۲) نیز معتقد است که کوتاه‌بینی مدیران بر ارتباط بین محافظه‌کاری با بازده بلندمدت مؤثر بوده و این تأثیر به صورت رابطه منفی و معناداری است. علاوه بر این، مرادی و کشاورز (۱۳۹۲) در پژوهشی به این مهم دست یافتند که جریان‌های نقدی آزاد با بازده سهام در کوتاه‌مدت و بلندمدت رابطه منفی معناداری دارد و کوتاه‌بینی مدیران نیز بر ارتباط بین جریان‌های نقدی آزاد با بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت مؤثر بوده و این تأثیر به صورت منفی است. شایان ذکر است که نتایج این پژوهش با پژوهش‌های تانگ و ژانگ (۲۰۱۵) و هسین و لئو (۲۰۱۴) که معتقد هستند مدیران برای رسیدن به اهداف کوتاه‌مدت عایدات، به کاهش یا قطع هزینه‌های تحقیق و توسعه روی می‌آورند، سازگار است. همچنین یافته‌های پژوهش چن و همکاران (۲۰۱۵) در بورس تایوان نشان می‌دهد که مدیران، به منظور رسیدن به اهداف کوتاه‌مدت عایدات، هزینه‌های تحقیق و توسعه را کاهش می‌دهند، سازگار است، اما با این نتایج که سرمایه‌گذاران نهادی خارج سازمانی به عنوان سپری از کوتاه‌بینی مدیریتی و کاهش هزینه‌های تحقیق و توسعه جلوگیری می‌کنند، ناسازگار است. علاوه بر این هارفورد، امبروز و مانسی (۲۰۱۷) معتقدند که سرمایه‌گذاران نهادی، برای نظارت بر مدیران شرکت‌ها و جلوگیری از سوگیری کوتاه‌بینی انگیزه بیشتری دارند که این نتایج نیز با نتایج پژوهش انجام‌گرفته مطابقت ندارد.

### پیشنهادها

با توجه به اهمیت واکنش بازار سرمایه برای گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاران، تحلیلگران، اداره‌کنندگان بورس اوراق بهادار و انجمن‌های حرفه‌ای حسابداری برای پژوهش در این خصوص، زمینه‌های بسیاری، نظیر موارد زیر وجود دارد:

- بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی نظیر کیفیت حسابرس، کمیته حسابرسی، تمرکز مالکیت و... به عنوان متغیر مداخله بر روابط کشف‌شده موجود در این پژوهش و اجرای دوباره این پژوهش به منظور تقویت نتایج؛
- بررسی تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر هم‌زمانی بازده سهام به عنوان متغیر نشان‌دهنده کیفیت و محتوای اطلاعاتی سود شرکت؛

- بررسی تأثیر وارد کردن متغیر چرخه عمر شرکت بر نتایج به دست آمده؛
- بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت به عنوان ویژگی شخصیتی مدیران بر واکنش بازار سرمایه.

## منابع

- راعی، رضا؛ پویان فر، احمد (۱۳۸۳). مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته، تهران: انتشارات سمت.
- طالع زاری، سمیه؛ عبدلی، محمدرضا (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین کوتاه‌بینی مدیریت با کیفیت سود و میزان سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، ۱۰(۳۴)، ۵۷-۶۸.
- قدسی، الهام (۱۳۹۲). مطالعه اثر کوتاه‌بینی مدیریت و محافظه‌کاری بر بازده بلندمدت سهام با در نظر گرفتن چرخه عمر شرکت‌ها. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد مرودشت.
- محمد علیزاده، آرش؛ راعی، رضا؛ محمدی، شاپور (۱۳۹۴). پیش‌بینی سقوط بازار سهام با استفاده از شبکه‌های عصبی نگاشت خودسازمان‌ده. نشریه تحقیقات مالی، ۱۱(۱)، ۱۵۹-۱۷۸.
- مرادی، جواد؛ باقری، هادی (۱۳۹۳). بررسی مقایسه‌ای تأثیر کوتاه‌بینی مدیریت و مدیریت سود بر بازده سهام. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۱(۲)، ۲۲۹-۲۵۰.
- مرادی، جواد؛ کشاورز، فاطمه (۱۳۹۵). بررسی پیامدهای کوتاه‌بینی مدیران از دیدگاه تئوری نمایندگی و فرضیه جریان‌های نقد آزاد. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۳(۴)، ۵۲۷-۵۴۶.
- مرادی، مهدی؛ باقرپور، محمد علی؛ احمدی، احمد (۱۳۹۵). تحلیل پدیده نزدیک‌بینی در بازار سرمایه ایران با به کارگیری مدلی مبتنی بر حسابداری مازاد تمیز. فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۵(۱۸)، ۵۵-۶۲.

## References

- Anderson, T.W. & Hsiao, C. (1982). Formulation and Estimation of Dynamic Models Using Panel Data. *Journal of Econometrics*, 18 (1), 47-82.
- Bancel, F. & Garel, G. (2016). Managerial Myopia: Do Managers Privilege Short-term Decisions or Value Creation. *Bankers Markets*, 135(2), 50-58.
- Bartov, E., Radhakrishnan, S., & Krinsky, I. (2000). Investor sophistication and patterns in stock returns after earnings announcements. *The Accounting Review*, 75 (1), 43-63.
- Benmelech, E., Kandel, E., & Veronesi, P. (2011). Stock-based Compensation and CEO (dis) Incentives. *The Quarterly Journal of Economics*, 125(4), 1769-1820.
- Bhojraj, S. & Hribar, P. (2009). Making sense of cents: An examination of firms that marginally miss or beat analyst forecasts. *The Journal of Finance*, 64(5), 2361-2388.
- Bhojraj, S. & R, Libby. (2005). Capital market pressure, disclosure frequency-induced earnings/ cash flow conflict, and managerial myopia. *The Accounting Review*, 80 (1), 1-20.
- Bolton, P. & Samama, F. (2013). Loyalty-shares: Rewarding Long-term Investors. *Journal of Applied Corporate Finance*, 25(3), 86-97.
- Burns, N. & Kedia, S. (2010). Institutional Ownership and Monitoring: Evidence from Financial Misreporting. *Journal of Corporate Finance*, 16(4), 443-455.
- Callen, J. L., Hope, O. K. & Segal, D. (2005). Domestic and foreign earnings, stock return variability, and the impact of investor sophistication. *Journal of Accounting Research*, 43(3), 377-412.
- Chen, Y., Lin, F.L., Yang, S.Y. (2015). Does institutional short-termism matter with managerial myopia? *Journal of Business Research*, 68(1), 845-850.



- Christopher, R. & Meghan, R. (2012). Are Consumers Myopic? Evidence from New and Used Car Purchases. *American Economic Review*, 103(1), 220-256.
- Del Rio, C. & Santamaria, R. (2011). *Stock characteristics, investor type and market myopia*. Available in: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Derrien, F. & Kecskés, A. (2012). Investor Horizons and Corporate Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(6), 1755-1780.
- Duruigbo, E. (2012). *Tackling shareholder short-termism and managerial myopia*. Available in: [http://works.bepress.com/emeka\\_duruigbo/3](http://works.bepress.com/emeka_duruigbo/3).
- Ghodsi, E. (2012). *The study of the Management Myopia and Conservatism on long-term stock returns of, taking into account the company's life cycle*. Master's thesis, Islamic Azad University of Marvdasht. (in Persian)
- Gopalan, R. & Sheng, H. (2014). The role of deferred pay in retaining managerial talent. *Wall Street Journal articles*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2439330>.
- Harford, H., Ambrus, K. & Mansi, S. (2016). *Do Long-Term Investors Improve Corporate Decision Making?* <http://ssrn.com/abstract=2505261>.
- Hsien, L. & Liu, J. (2014). The Effect of Business Strategy and Life Cycle on Myopic R&D Investment. *Global Review of Accounting and Finance*, 5(1), 107- 131.
- Kang, J. (2017). *Curbing Managerial Myopia: The Role of Managerial Overconfidence in Owner Managed Firms and Professionally Managed Firms*. Available at: <https://ssrn.com/abstract=2944998>.
- Kern, D.A. (2006). A matter of strategic mis-fit: Management myopia and value destruction. *Doctoral dissertation*, Oklahoma State University.
- Koh, P. (2007). Institutional Investor Type, Earnings Management and Benchmark Beaters. *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(3), 267-299.
- Mohamad Alizadeh, A., Raei, R. & Mohammadi, Sh. (2015). Prediction of stock market crash using self-organizing maps. *Financial Research Journal*, 17(1), 159-178. (in Persian)
- Moradi, J & Bagheri, H. (2014). A comparative investigation into the Effects of Management Myopia and Earnings Management on Stock Return. *Journal of the Accounting and Auditing Review*, 21(2), 229-250. (in Persian)
- Moradi, J., Keshavarz, F. (2016). Investigation of the Outcomes Resulting from Managers' Myopia Based on Agency Theory and Free Cash Flow Hypothesis. *Journal of Accounting and Auditing Review*, 23(4), 527-546. (in Persian)
- Moradi, M., Bagherpoor, M.A & Ahmadi, A. (2015). Analysis of myopia phenomenon in Iran stock market by using a Clean Surplus Accounting Based Model. *Journal of the Accounting and Auditing Review*, 5(18), 55-62. (in Persian)
- Raei, R. & PouyanFar, A. (2007). Advanced investment management. *Samt public Tehran*, Iran. (in Persian)
- Talezari, S. & Abdoli, M. (2017). The relationship between short-sighted profit quality management and investments in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Management Accounting*, 10(34), 57-68. (in Persian)
- Tong, J. & Zhang, FF. (2015). Do Capital Markets Punish Managerial Myopia. *Working Paper*, University of Western Australia?