

## بررسی تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر بازده آتی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمد اسماعیل فدایی نژاد\* ، افسانه دلشاد\*\*

### چکیده

این تحقیق در پی بررسی تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر بازده آتی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. کوتاه‌بینی شرحی از یک شکل سوگیری یا گرایش است که محدودیتی جدی و مهم برای توجه به گزینه‌ها و پیشنهادهای در انتخاب و تصمیم‌گیری ایجاد می‌کند. در حقیقت کوتاه‌بینی به معنای بیش از واقع ارزیابی کردن عایدات کوتاه‌مدت و کمتر از واقع ارزیابی کردن عایدات بلندمدت توسط سرمایه‌گذاران فعال در بازار است. در حقیقت، در بازارهای فاقد ویژگی کارایی، سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیرندگان، ارزش شرکت را تنها بر اساس آنچه در گذشته اتفاق افتاده است و یا در آینده نزدیک رخ خواهد داد، تعیین می‌کنند و اهمیت کمتری به توانایی‌های بالقوه شرکت در آینده دورتر قائل‌اند. با توجه به اهمیت کوتاه‌بینی این تحقیق در پی بررسی تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر بازده آتی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. در این تحقیق شرکت‌هایی دارای مدیریت کوتاه‌بین در نظر گرفته شده‌اند که با داشتن عملکرد مثبت مالی و افزایش بازده دارایی‌ها، هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه آن‌ها کاهش یافته است؛ به‌طور کلی استفاده از یک نمونه از شرکت‌های بورس اوراق بهادار در فاصله سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۳ بیانگر این نتیجه است که در صورت وجود کوتاه‌بینی مدیران، کاهش بازده سالیانه آتی سهام شرکت‌های نمونه مشاهده شده است. در واقع نتیجه نشان‌دهنده آن است که بازده سالیانه آتی سهام در شرکت‌های با کوتاه‌بینی مدیران کاهش یافته است، هرچند که این نتیجه از نظر آماری معنادار نبوده است.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۵/۰۸/۰۹، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۶/۱۰/۱۲

\* دانشیار، دانشگاه شهید بهشتی.

\*\* دانشجوی دکتری، پردیس بین‌الملل کیش، دانشگاه تهران (نویسنده مسئول).

E-mail: afsaneh.delshad@yahoo.com

## کلیدواژه‌ها: کوتاه‌بینی مدیران؛ سوگیری؛ بازده آتی سهام.

### ۱. مقدمه

با توجه به آنکه بخش قابل توجهی از عملکرد مدیریت شرکت توسط سودآوری و به‌ویژه قیمت سهام شرکت موردسنجش قرار می‌گیرد، مدیریت شرکت‌ها برای بهبود سودآوری و قیمت جاری سهام شرکت، بر عملکرد کوتاه‌مدت خود تمرکز کرده و هر آنچه را که منجر به کاهش این عملکرد کوتاه‌مدت شود را حذف خواهند نمود. به عبارت دیگر، مدیریت شرکت به‌جای تمرکز بر اهداف و برنامه‌ریزی‌های بلندمدت و سرمایه‌گذاری‌های مناسب در این خصوص (همچون فعالیت‌های تحقیق و توسعه، بازاریابی‌های بلندمدت و ...) بر اهداف کوتاه‌مدت (سودآوری جاری) تمرکز نموده که به این حالت اصطلاحاً «کوتاه‌بینی مدیریت» گفته می‌شود. تعریف عمومی اصطلاح کوتاه‌بینی، عدم پیش‌بینی یا درک، دید محدود در مورد مسائل و دیدگاه سطحی در اندیشه و برنامه‌ریزی است. این تعاریف عمومی در روش‌های کوتاه‌بینی به چشم می‌خورد و در بازاریابی، مدیریت و ادبیات مالی وجود دارد. کوتاه‌بینی شرحی از یک شکل سوگیری یا گرایش است که محدودیتی جدی و مهم برای توجه به گزینه‌ها و پیشنهادهای در انتخاب و تصمیم‌گیری ایجاد می‌کند [۸].

کوتاه‌بینی مدیران را می‌توان تمایل به افزایش قیمت‌های جاری سهام با افزایش و متورم کردن سودآوری جاری با هزینه کرد از محل سودآوری و یا جریانات نقدی بلندمدت تعریف کرد [۴]. در واقع در کوتاه‌بینی مدیران، به‌عنوان یکی از مسائل مدرنی که شرکت‌ها با آن درگیر هستند، 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 [۳].

از طرفی دیگر، مدیران باید از پیامدها و آثار این اقدام‌های کوتاه‌بینانه آگاه باشند که چگونه ارزش شرکت را کاهش می‌دهد؛ بنابراین، پدیده کوتاه‌بینی، کارایی بازار را تهدید کرده و منجر به تصمیمات مبتنی بر عملکرد کوتاه‌مدت بازار می‌شود؛ همچنین مالکان جهت افزایش ثروتشان و ارزش شرکت نیازمند تصمیم‌های منطقی و بلندمدت هستند؛ درحالی که مدیران همواره نگران آینده شغلی خود هستند و تصمیم‌هایی را اتخاذ می‌کنند که دوره بازیافت آنها سریع باشد. به عبارت دیگر، آنها درگیر مدیریت کوتاه‌بین می‌شوند؛ بنابراین انگیزه مدیران در اقدامات کوتاه‌بینانه نیز به‌منظور نیل به اهداف خویش است که نه‌تنها با اهداف صاحبان سهام همسو نیست، بلکه در تضاد با منافع و خواسته آنها است (تضاد منافع بر مبنای تئوری نمایندگی) [۱۲]. با توجه به اهمیت موضوع و همچنین با توجه به افزایش تحقیقات رفتاری در حوزه مالی در این تحقیق سعی خواهد شد تا به بررسی این مهم پرداخته شود که کوتاه‌بینی مدیران بر بازده آتی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران چه تأثیری دارد.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

پدیده کوتاه‌بینی مدیران در سطح دانشگاهی توجه بسیاری را در طی سال‌های اخیر به خود جلب کرده است. بررسی‌های نظری گسترده در زمینه تئوری نمایندگی دیدگاه‌های ارزشمندی در شرایط کوتاه‌بینی مدیریت ایجاد نموده است. گائو و همکاران (۲۰۱۴)، مدل‌های عملکرد پنهان و مدل‌های اطلاعات پنهان را که منجر به اقدام‌های کوتاه‌بینانه می‌شوند را توضیح می‌دهد [۱۱].

**مدل عملکرد پنهان.** تحت شرایط وجود اطلاعات کامل، محرک‌ها، تشویق‌ها و پاداش‌های مدیران در زمینه قیمت سهام منجر به تصمیم‌گیری‌های کارا و مؤثر توسط مدیریت می‌شود. این نظریه جذابیت استفاده از اختیار خرید سهام و محرک اعطای سهام در طرح پاداش یا تنبیه کارکنان را توجیه می‌کند؛ اما پس از ایجاد شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، تفاوت قابل توجه پیامدهای اقتصادی با نتایج مدل‌های اطلاعات کامل نمایان می‌شود. زمانی که پاداش مدیران با عملکرد بازار سهام در ارتباط باشد، آنگاه ممکن است مدیران اقدام به دستکاری و تغییر قیمت سهام و تلاش برای به حداکثر رساندن ارزش شرکت نمایند. هارفورد و همکاران (۲۰۱۶)، 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 تأثیر بر قیمت سهام آنها) را دارند، آنها می‌توانند سودهای آینده را به دوره جاری انتقال دهند. مالکان می‌توانند درآمدهای تحریف‌شده را در هر دوره مشاهده کنند؛ اما نمی‌توانند ارقام گزارش‌شده در بخش‌های واقعی و غیرواقعی را تجزیه و تحلیل نمایند. به عبارت دیگر، مالک نمی‌تواند تعیین کند که آیا درآمدهای گزارش‌شده مبنای پیش‌بینی خوبی برای عملکرد مالی آینده یا خیر [۱۳].

**مدل اطلاعات پنهان.** کوتاه‌بینی مدیران همچنین می‌تواند زمانی که مدیران مراقب قیمت سهام‌اند و دارای اطلاعات خصوصی و محرمانه غیرقابل دسترس به بازار سهام هستند نیز رخ دهد، در این شرایط حتی اگر مالک بتواند فعالیت‌های مدیر را به‌طور کامل تحت نظر قرار دهد، بازهم کوتاه‌بینی مدیریت وجود دارد؛ از آنجاکه بازار سهام ممکن است اقدام به استفاده از اطلاعات خصوصی مدیران دیگر بخش‌های شرکت نماید، اما برخی مدیران ممکن است به‌منظور ایجاد یک واکنش مطلوب بازار، فعالیت‌های خود را تغییر دهند.

ریدج و وایت (۲۰۱۵)، خاطرنشان کرد که سازمان‌ها در اثر تقویت و توسعه یک مجموعه واحد از اقداماتی که دیگران بر آنها تأکید ندارند، با نتایج منفی مواجه می‌شوند. ارزیابی‌های کیفی روش‌های معمول و تسهیل شده، مدارک دال بر تأثیر منفی تمرکز بیش‌ازحد بر یک مدل تجارت

غالب و واحد را نشان می‌دهد. آن‌ها همچنین نشان می‌دهد که تأثیر تمایلات کوتاه‌بینانه در زمان تنگ‌شدن (لنز) ابعاد دید یا گستره دید افراد، افزایش یافته و کوتاه‌بینی تبدیل به یک نیروی قدرتمند می‌شود که در نهایت منجر به نادیده گرفتن بازخوردهای منفی توسط مدیران می‌شود [۲۰]. این عدم واکنش به بازخورد منفی نیز توسط ویک (۱۹۷۹) مورد توجه قرار گرفته و وی ادعان می‌دارد که محیط نقش مهمی در این زمینه داشته و به دلیل ویژگی مبهم و نامشخص بودن آن به راحتی باعث سوءتعبیر فرد می‌شود؛ در نتیجه سازمان ممکن است مهارت‌ها، بازارها و فناوری محدودی را جذب نماید [۲۷]. تجربه‌های متجانس و یکسان و محدودیت‌های حوزه یادگیری باعث کاهش انعطاف‌پذیری و تقویت کوتاه‌بینی و آسودگی خیال می‌شود که این مسئله می‌تواند تأثیرات مخربی بر ارزش شرکت داشته باشد [۳۰].

**پیشینه پژوهش.** کانگ و همکاران (۲۰۱۷)، با استفاده از یک مدل سرمایه‌گذاری سه دوره‌ای نشان می‌دهند که مدیران بیش اطمینان و دارای اعتمادبه‌نفس کاذب، می‌توانند ارزش شرکت (تا یک نقطه) را با افزایش سرمایه‌گذاری بالا ببرند و باعث جبران مشکل کمبود سرمایه‌گذاری به وجود آمده ناشی از کوتاه‌بینی مدیریتی شوند؛ بنابراین درحالی که سوگیری شناختی بیش اطمینانی مدیران، هنگامی که به طور جداگانه در نظر گرفته می‌شود، تأثیر منفی بر عملکرد شرکت دارد؛ اما هنگامی که اعتمادبه‌نفس کاذب و کوتاه‌بینی به طور مشترک در نظر گرفته می‌شوند؛ می‌توانند مفید واقع شوند [۱۴].

چینتراکارن و همکاران (۲۰۱۶)، به این نتیجه می‌رسند که هیئت‌مدیره شرکت با استفاده از مکانیسم حاکمیت شرکتی قوی، باعث کاهش احتمال اخراج مدیران اجرایی شرکت‌ها می‌شوند و مدیران اجرایی آنها انگیزه بیشتری برای انجام پروژه‌های تحقیق و توسعه و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت دارند که این امر منجر به کاهش کوتاه‌بینی مدیریتی می‌شود [۷].

کرفت و همکاران (۲۰۱۶)، به مطالعه تکرار گزارشگری مالی (سالانه، شش ماهه و سه ماهه) و کوتاه‌بینی مدیران شرکت‌های ایالات متحده آمریکا در طی دوره ۱۹۵۰-۱۹۷۰ پرداختند. آنها شواهدی مبنی بر تأثیر افزایش تکرار گزارشگری مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ارائه می‌کنند که افزایش تکرار گزارشگری مالی منجر به کاهش سرمایه‌گذاری‌های بزرگ اقتصادی، کاهش بهره‌وری، کاهش رشد فروش و افزایش کوتاه‌بینی مدیریت می‌شود؛ درحالی که تحقیقات قبلی به مزایای افزایش تکرار گزارشگری مالی از جمله ثبت اطلاعات و کاهش هزینه سرمایه اشاره می‌کنند نتایج مقاله آنها برای کشورهای مختلف از جمله اروپا، سنگاپور و استرالیا که گزارش‌های سه ماهه اجباری هست، قابل بحث و استفاده است. در نتیجه، این مقاله از تصمیم اخیر اتحادیه اروپا

و انگلستان برای کنار گذاشتن نیاز به گزارش سه‌ماهه برای شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار، به‌منظور جلوگیری از کوتاه‌مدت و ترویج سرمایه‌گذاری بلندمدت پشتیبانی می‌کند [۱۵].

چن و همکاران (۲۰۱۶)، به مطالعه کوتاه‌بینی مدیران و کاهش سرمایه‌گذاری در طرح‌های تحقیق و توسعه در بازار در حال ظهور تایوان و اینکه آیا سرمایه‌گذاران نهادی رفتار کوتاه‌بینانه مدیران را تشدید می‌کنند، می‌پردازند. نتایج نشان می‌دهد که مدیران شرکت‌های تایوانی، به‌منظور رسیدن به اهداف کوتاه‌مدت عایدات، هزینه‌های تحقیق و توسعه را قطع می‌کنند؛ همچنین سرمایه‌گذاران نهادی داخل سازمانی کوتاه‌مدت‌گرا، کوتاه‌بینی مدیریتی را تشدید می‌کنند. در مقابل، سرمایه‌گذاران نهادی خارج سازمانی به‌عنوان یک سپر از کوتاه‌بینی مدیریتی و کاهش هزینه‌های تحقیق و توسعه جلوگیری می‌کنند [۶].

چانگ و همکاران (۲۰۱۵)، آن‌ها تأثیر گزارشگری مالی را در نوآوری شرکت‌های بزرگ بررسی کردند. شرکت‌هایی که گزارشگری مالی محافظه‌کارانه‌تری دارند از اختراعات ثبت‌شده و منافع اقتصادی کمتری برخوردار هستند. اثرات گزارشگری مالی محافظه‌کارانه بر نوآوری، در شرکت‌هایی که نیاز بیشتری به نوآوری دارند و چرخه توسعه محصول آنها طولانی‌تر است و مدیران آنها رفتار کوتاه‌بینانه‌تری دارند، ملموس‌تر است؛ همچنین گزارشگری مالی محافظه‌کارانه، موجب محدودیت‌هایی نوآوری شرکت‌های بزرگ می‌شود و کوتاه‌بینی مدیریت را تشدید می‌کند. علاوه-براین، در شرکت‌هایی که حسابداری محافظه‌کارانه‌تری دارند، جریان وجوه نقد ایجادشده به‌وسیله نوآوری کمتر و افق‌های زمانی کوتاه‌تر است [۵].

گیگلر و همکاران (۲۰۱۴)، به مطالعه و بررسی تأثیر بده-بستان، هزینه-منفعت تکرار افشاسازی گزارشگری مالی و کوتاه‌بینی مدیران می‌پردازند. آنها معتقدند که شرکت‌ها باید مکلف شوند تا تعداد دفعات گزارشگری نتایج عملیات خود را در بازار سرمایه افزایش دهند. مزیت افزایش تکرار گزارشگری مالی این است که باعث جلوگیری از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ارزش خالص فعلی منفی می‌شود و باعث بهبود روند قیمت بازار سهام می‌شود. هزینه افزایش تعداد دفعات گزارشگری مالی این است که احتمال پدیده کوتاه‌مدت‌گرایی مدیریتی را افزایش می‌دهد. برای تصمیم‌گیری و ایجاد شرایط مطلوب باید به تجزیه و تحلیل و سبک و سنگین کردن بین هزینه‌های کوتاه‌مدت‌گرایی مدیریتی و مزایای تکرار افشاسازی گزارشگری مالی پرداخته شود [۱۰].

مرادی، باقرپور و احمدی (۱۳۹۵)، در تحلیل پدیده نزدیک‌بینی در بازار سرمایه ایران با به‌کارگیری مدلی مبتنی بر حسابداری مازاد 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؛ بنابراین وجود پدیده کوتاه‌بینی را در بازار سرمایه ایران تأیید و عدم کارایی آن را نشان می‌دهد [۱۶].

مرادی و باقری (۱۳۹۳)، در پژوهشی به‌بررسی تئوری و شواهد تجربی مدیریت کوتاه‌بین و ارتباط آن با فعالیت‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه پرداخته است؛ همچنین در این تحقیق ناتوانی بازار سهام در ارزیابی فعالیت‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه مربوط به کوتاه‌بینی مدیران موردبررسی قرار گرفته است. در این تحقیق بازده کوتاه‌مدت و آینده مدیریت کوتاه‌بین (روش قطع یا کاهش هزینه بازاریابی و تحقیق و توسعه جهت افزایش درآمدها) را ارزیابی نموده و نتایج حاکی از آن است که کوتاه‌بینی دارای تأثیر منفی بلندمدت بر ارزش شرکت است؛ همچنین آثار کوتاه‌بینی مدیران و مدیریت سود بر بازده مورد مقایسه قرار می‌گیرد و نتایج نشان می‌دهد که فعالیت‌های واقعی (مدیریت کوتاه‌بین) پیامدهای منفی بیشتری بر عملکرد مالی آینده شرکت نسبت به مدیریت سود دارد [۱۷].

مرادی و کشاورز (۱۳۹۲)، به‌بررسی جریان‌های نقد آزاد و عملکرد شرکت با در نظر گرفتن کوتاه‌بینی مدیران پرداخت. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که جریان‌های نقدی آزاد با بازده سهام در کوتاه‌مدت و بلندمدت رابطه منفی معناداری دارد و همچنین کوتاه‌بینی مدیران بر ارتباط بین جریان‌های نقدی آزاد با بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت مؤثر هست و این تأثیر به‌صورت منفی است. با توجه به این که حساسیت بازدهی نسبت به جریان‌های نقدی آزاد در شرکت‌های کوتاه‌بین بیشتر است، با افزایش جریان نقد آزاد، کاهش بیشتری در بازدهی رخ خواهد داد؛ بنابراین کوتاه‌بینی مدیران و جریان‌های نقدی آزاد، رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران را در جهت منافع شخصی ایشان افزایش می‌دهند و این رفتارهای فرصت‌طلبانه بر عملکرد شرکت تأثیر منفی می‌گذارد [۱۸].

قدسی (۱۳۹۲)، در پژوهشی به‌بررسی اثر کوتاه‌بینی مدیریت و محافظه‌کاری بر بازده بلندمدت سهام با در نظر گرفتن چرخه عمر شرکت‌ها پرداختند. در راستای تحقق این هدف، چهار فرضیه طراحی و با انتخاب ۹۷ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۶ ساله، ۱۳۸۴ الی ۱۳۸۹ آزمون شده است که برای بازده سهام بازه زمانی از ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۱ در نظر گرفته شده است. نتایج تجزیه و تحلیل آماری فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که محافظه‌کاری و کوتاه‌بینی مدیریت با بازده سهام در بلندمدت رابطه منفی معناداری دارد و همچنین کوتاه‌بینی مدیران بر ارتباط بین محافظه‌کاری با بازده بلندمدت مؤثر هست و این تأثیر به‌صورت منفی است. در نهایت، رابطه بین متغیرهای کوتاه‌بینی و محافظه‌کاری با بازده بلندمدت سهام، در مدل بلوغ، قوی‌تر از دو مدل دیگر است؛ اما در دو مدل رشد و افول، تفاوت معناداری با یکدیگر ندارند [۹].

**گردآوری داده‌ها.** در این تحقیق به‌منظور تدوین مبانی نظری، روش کتابخانه‌ای مورد استفاده قرار گرفته است و به‌منظور جمع‌آوری داده‌های مالی روش میدانی مورد استفاده قرار گرفته است و

از منابع مختلفی از جمله لوح‌های فشرده سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نرم‌افزارهای تدبیرپرداز، ره‌آورد نوین، سایت اطلاع‌رسانی شرکت بورس و سازمان بورس استفاده شده است. برای دسته‌بندی، تلخیص و ایجاد پایگاه داده‌ها از نرم‌افزار Excel و به‌منظور آزمون فرضیه از نرم‌افزار Eviews نسخه ۹ استفاده شده است.

**جامعه و نمونه آماری.** جامعه آماری در این تحقیق، شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران هست. دسترسی آسان به اطلاعات، همچنین استاندارد بودن و همگن بودن اطلاعات آنها دلیل انتخاب این شرکت‌ها به‌عنوان جامعه آماری تحقیق است. نمونه انتخابی این تحقیق شامل شرکت‌هایی می‌شود که دارای شرایط زیر باشند و در حقیقت شرکت‌های موردبررسی در این تحقیق به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده‌اند:

- ۱) اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی تحقیق یعنی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ موجود باشد.
  - ۲) سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد.
  - ۳) شرکت‌هایی که حداکثر تا تاریخ ۱۳۸۵/۱/۱ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند (یعنی قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس پذیرفته شده باشند) و نام شرکت در دوره موردبررسی از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده باشد.
  - ۴) در دوره موردبررسی تغییر دوره مالی نداده باشند.
  - ۵) عدم شمول مؤسسه‌های مالی، بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... به دلیل ماهیت خاص فعالیت و ویژگی خاص درآمد و چرخه فعالیت آنها.
- پس از اعمال محدودیت‌ها تعداد ۱۱۷ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ شرایط فوق را دارا بوده و با توجه به این امر نمونه‌گیری انجام نشده و تمامی شرکت‌ها جهت بررسی انتخاب شده‌اند. لازم به ذکر است که با توجه به نحوه محاسبه برخی از متغیرهای تحقیق، از اطلاعات سال ۱۳۸۴ نیز استفاده شده است.

**فرضیه تحقیق.** با توجه به مبانی نظری و پیشینه تحقیق، فرضیه تحقیق به‌صورت زیر قابل تعریف است:

- کوتاه‌بینی مدیران تأثیر معناداری بر بازده آتی سهام شرکت خواهد داشت.

## متغیرهای تحقیق

**متغیر وابسته تحقیق.** متغیر وابسته تحقیق حاضر بازده آتی سهام شرکت است. بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران هم‌اکنون بر اساس رابطه زیر محاسبه می‌شود:

منظور از بازده، مجموعه مزایایی است که در طول دوره موردنظر (در این بخش بازده یک روز) به سهم تعلق می‌گیرد و نسبت به قیمت ابتدای دوره محاسبه می‌شود. بازده سرمایه‌گذاری در سهام عادی در این تحقیق و در یک دوره معین با توجه به قیمت‌های اول و آخر دوره و منافع حاصل از مالکیت و افزایش سرمایه شرکت و از رابطه زیر محاسبه شده است [۱۹].

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

که در آن:

$R_{it}$ : 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 تحقیق از بازده غیرعادی اصلاح‌شده (RET) بر اساس بازده بازار و نیز بازده غیرعادی اصلاح‌شده بر اساس اندازه به‌عنوان متغیر وابسته استفاده خواهد شد.

**متغیر مستقل تحقیق.** متغیرمستقل تحقیق عبارت است از کوتاه‌بینی مدیریت. 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 تحقیق با استفاده از روابط زیر برآورد کرد [۱]:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

$$Mktg_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Mktg_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

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

که در آن:

$ROA_{i,t}$ : 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.

$R\&D_{i,t}$ : نسبت هزینه‌های تحقیق و توسعه به جمع دارایی‌ها.

پس از محاسبه مقادیر موردانتظار (برآوردی) بازده دارایی‌ها، هزینه بازاریابی و هزینه‌های تحقیق و توسعه با استفاده از مدل‌های فوق، مقادیر واقعی با مقادیر پیش‌بینی‌شده توسط مدل‌های



فوق مقایسه شده و با توجه به میزان تفاوت موجود ( $\varepsilon_{i,t}$ )، شرکت‌ها در چهار گروه اصلی تقسیم-بندی می‌شوند.

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

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

### متغیرهای کنترلی تحقیق. متغیرهای کنترلی تحقیق عبارت‌اند از:

$ERD\_Surprise_{it}$ : تغییرات در سود قبل از هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه نسبت به سال ماقبل آن.

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

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

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

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

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

Fixed Effects: اثرات ثابت مربوط به نوع شرکت و زمان بر متغیر وابسته تحقیق.

### ۳. روش‌شناسی تحقیق

این تحقیق در پی بررسی تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر بازده آتی سهام خواهد بود. بدین منظور ابتدا با استفاده از آمار توصیفی همچون میانگین، میانه، انحراف معیار و... به بررسی وضعیت کلی متغیرهای تحقیق پرداخته می‌شود. در ادامه، تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر بازدهی آتی سهام شرکت‌های نمونه بررسی خواهد شد [۲۶].

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

در مدل فوق:

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

$\text{Myopia}_{it}$ : یک متغیر مجازی است و در صورتی که شرکت نمونه بر اساس مدل شناسایی این متغیر، به‌عنوان 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 دارای مدیریت کوتاه‌بین در نظر گرفته می‌شوند که با داشتن عملکرد مثبت مالی و افزایش بازده دارایی‌ها، هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه آنها کاهش یافته است. در مدل فوق بر اساس میزان معناداری و نیز علامت به‌دست‌آمده برای متغیر کوتاه‌بینی مدیران  $\alpha_1$  در خصوص تأیید یا رد فرضیه تحقیق اعلام نظر می‌شود.

#### ۴. تحلیل داده‌ها

**آمار توصیفی.** متوسط بازده سال آتی ( $\text{Return}_{t+1}$ ) برابر با ۰/۷۳۹ است و این بدان معناست بازده آتی کسب‌شده توسط شرکت‌ها حدود ۷۴٪ می‌باشد (لازم به ذکر است که دلیل بالا بودن این مقدار به دلیل بازدهی بسیار بالای کسب‌شده توسط برخی از شرکت‌های نمونه می‌باشد). مقادیر ضریب چولگی و کشیدگی این متغیر بیانگر نرمال نبودن احتمالی توزیع این متغیر است. میانگین متغیر کوتاه‌بینی مدیران ( $\text{Myopia}$ ) برابر با ۰/۲۶۷ هست و این نتیجه بدان معناست که در ۲۷ درصد از شرکت‌های نمونه تحقیق، مدیران دارای شرایط کوتاه‌بینی مشاهده شده است. دیگر نتایج نشان‌دهنده آن است که میانگین متغیر تغییرات در سود قبل از هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه نسبت به سال ماقبل آن ( $\text{ERD\_Surprise}$ ) برابر با ۰/۰۰۰۴ می‌باشد 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  $(\Delta \text{Mktg\_RD})$  برابر با ۰/۰۰۰۶ است که این مقدار نیز بیانگر کم بودن تغییرات در این هزینه‌ها نسبت به ارقام مشابه سال گذشته آنها می‌باشد. سایر نتایج نشان می‌دهد که میانگین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار ( $\text{BM}$ ) در میان شرکت‌های بررسی شده برابر با ۰/۷۸۰۳ می‌باشد. با توجه به اینکه عدد به‌دست‌آمده کمتر از یک می‌باشد، این نتیجه نشان می‌دهد که در شرکت‌های نمونه ارزش بازار بزرگ‌تر از ارزش دفتری شرکت بوده است. میانگین بازده اصلاح شده شش‌ماهه

(Momentum) برابر با ۰/۰۹۹۵ است و این بدان معناست که شرکت‌های نمونه در شش ماهه نخست حدود ۱۰ درصد بازدهی بیشتر از بازدهی بازار را کسب نموده‌اند.

تجزیه و تحلیل مدل‌های تحقیق. فرض نرمال بودن متغیر وابسته با استفاده از آزمون کولموگورف - اسمیرنف مورد بررسی قرار گرفته است. آزمون کولموگورف - اسمیرنف، روش نا پارامتری ساده‌ای برای تعیین همگونی اطلاعات تجربی با توزیع‌های آماری منتخب است که آن را با نام اختصاری KS نمایش می‌دهند.

جدول ۱. نتایج آزمون نرمال بودن توزیع متغیر بازده آتی سهام (Return t+1)

Year	N	Normal Parameters a,b		Most Extreme Differences			Kolmogorov-Smirnov Z	Asymp.Sig (2 tailed)	
		Mean	Std. Deviation	Absolute	Positive	Negative			
Return t+1	۱۳۸۵	۱۱۷	۰/۱۲۸۱	۰/۵۷۱۴۵	۰/۱۵۴	۰/۱۵۴	-۰/۰۹۱	۱/۶۶۰	۰/۰۰۸
۱۳۸۶	۱۱۷	۰/۰۸۵۱	۰/۸۵۲۵۲	۰/۲۳۹	۰/۲۳۹	-۰/۲۰۴	۲/۵۸۶	۰/۰۰۰	
۱۳۸۷	۱۱۷	۰/۵۵۸۹	۱/۱۰۹۶۹	۰/۲۵۳	۰/۲۵۳	-۰/۱۸۶	۲/۷۳۰	۰/۰۰۰	
۱۳۸۸	۱۱۷	۰/۴۳۰۲	۰/۵۲۹۲۸	۰/۱۱۳	۰/۱۱۳	-۰/۰۹۵	۱/۲۲۸	۰/۰۹۸	
۱۳۸۹	۱۱۷	۰/۲۰۲۸	۰/۵۳۷۴۳	۰/۱۷۱	۰/۱۷۱	-۰/۱۴۴	۱/۸۵۲	۰/۰۰۲	
۱۳۹۰	۱۱۷	۰/۲۸۹۴	۰/۶۶۳۹۵	۰/۱۹۷	۰/۱۹۷	-۰/۱۲۵	۲/۱۳۰	۰/۰۰۰	
۱۳۹۱	۱۱۷	۴/۱۸۶۸	۳/۱۱۴۷۹	۰/۱۱۹	۰/۱۱۹	-۰/۰۷۳	۱/۲۹۲	۰/۰۷۱	
۱۳۹۲	۱۱۷	۰/۰۳۵۵	۰/۵۴۰۱۶	۰/۱۶۴	۰/۱۶۴	-۰/۱۱۶	۱/۷۷۳	۰/۰۰۴	
۱۳۹۳	۱۱۷	۰/۰۳۶۴	۰/۵۵۲۸۸	۰/۱۶۷۸	۰/۱۶۷۸	-۰/۱۱۸۸	۱/۷۸۱	۰/۰۰۳	
Return t+1	۱۳۸۵	۱۱۷	۰/۵۳۳۴	۰/۱۶۴۳۱	۰/۰۹۹	۰/۰۹۹	-۰/۰۵۹	۱/۰۷۲	۰/۲۰۱
۱۳۸۶	۱۱۷	۰/۵۰۶۳	۰/۱۴۶۰۴	۰/۰۹۳	۰/۰۹۳	-۰/۰۴۵	۱/۰۰۵	۰/۲۶۵	
۱۳۸۷	۱۱۷	۰/۶۳۵۵	۰/۱۷۳۹۸	۰/۰۸۹	۰/۰۸۹	-۰/۰۵۵	۰/۹۶۲	۰/۳۱۳	
۱۳۸۸	۱۱۷	۰/۶۴۳۱	۰/۱۵۴۸۷	۰/۰۷۸	۰/۰۷۸	-۰/۰۵۴	۰/۸۴۵	۰/۴۷۴	
۱۳۸۹	۱۱۷	۰/۵۶۰۶	۰/۱۳۱۷۰	۰/۰۸۷	۰/۰۸۷	-۰/۰۵۸	۰/۹۴۶	۰/۳۳۳	
۱۳۹۰	۱۱۷	۰/۵۸۳۳	۰/۱۶۳۷۹	۰/۱۳۴	۰/۱۳۴	-۰/۰۶۳	۱/۴۳۹	۰/۰۳۰	
۱۳۹۱	۱۱۷	۰/۹۵۰۶	۰/۱۳۰۴۸	۰/۳۶۸	۰/۳۵۲	-۰/۳۶۸	۳/۹۸۶	۰/۰۰۰	
۱۳۹۲	۱۱۷	۰/۴۹۹۲	۰/۱۶۳۴۴	۰/۱۳۶	۰/۱۳۶	-۰/۰۷۹	۱/۴۷۶	۰/۰۲۶	
۱۳۹۳	۱۱۷	۰/۵۱۰۹	۰/۱۶۷۲۶	۰/۱۴۰	۰/۱۴۰	-۰/۰۸۱	۰/۹۵۲	۰/۳۳۹	

مطابق نتایج در بخش نخست جدول ۱، مقدار سطح معناداری (sig) آماره KS در اکثر سال‌های تحقیق کوچک‌تر از ۵٪ است و این بدان معناست که فرض نرمال بودن توزیع متغیر وابسته در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و بیانگر نرمال نبودن توزیع متغیر بازده آتی سهام است. برای رفع این مشکل از روش استاندارد لگاریتم‌گیری استفاده شده است. نتایج حاصل از متغیر (به شرح بخش دوم جدول ۱) نشان می‌دهد که توزیع متغیر در اکثر سال‌های تحقیق نرمال است (با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده بزرگ‌تر از ۵ درصد می‌باشد).

جدول ۲. نتایج آزمون همسانی واریانس‌ها در مدل تحقیق

Heteroscedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	۵/۳۹۳۷۰۸	Prob. F(۶, ۹۳۹)	۰/۰۰۰۰
Obs*R-squared	۳۰/۹۴۳۶۲	Prob. Chi-Square(۶)	۰/۰۰۰۰
Scaled explained SS	۳۲۰/۷۶۹۷	Prob. Chi-Square(۶)	۰/۰۰۰۰

نتایج آزمون همسانی واریانس‌ها به شرح جدول ۲ در خصوص مدل تحقیق که معناداری این آزمون برابر با ۰/۰۰۰ است که این نتیجه بیانگر رد فرض همسانی واریانس‌ها و به عبارتی نشان‌دهنده وجود عدم همسانی واریانس‌ها می‌باشد. در این مطالعه برای رفع مشکل ناهمسانی واریانس‌ها از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته<sup>۱</sup> (GLS) استفاده شده و در برآورد توسط نرم‌افزار آماری به مدل ضرایب وزنی متناسب با واریانس داده شده است [۲۱].

نتایج آزمون فرضیه تحقیق مبنی بر اینکه؛ کوتاه‌بینی مدیران تأثیر معناداری بر بازده آتی سهام شرکت خواهد داشت، به شرح بخش‌های زیر است:

جدول ۳. نتایج آزمون F و آزمون هاسمن

نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری
آزمون F (اثرات ثابت)	۱/۵۱۵۱	۰/۰۰۰۸
آزمون هاسمن (تصادفی بودن اثرات ثابت)	۷۴/۲۳۷۹	۰/۰۰۰۰

نتایج آزمون F (آزمون لیمر) در جدول ۳ نشان می‌دهد که مقدار آماره این آزمون برابر با ۱/۵۱۵۱ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰۸ می‌باشد و این بدان معناست که الگوی مدل، دارای اثرات ثابت است. نتیجه به‌دست‌آمده علاوه بر تعیین الگوی مدل، نشان می‌دهد که نوع فعالیت شرکت (به‌عنوان یک نوع مقطع) بر بازده آتی سهام (به‌عنوان متغیر وابسته تحقیق) اثرگذار می‌باشد. نتایج به‌دست‌آمده در آزمون هاسمن به شرح جدول ۳ که جهت بررسی تصادفی بودن این اثرات ثابت انجام شده نشان می‌دهد که مقدار آماره کای-دو (Chi-Sq.) برابر با ۷۴/۲۳۷۹ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰۰ می‌باشد و با توجه به اینکه این مقدار کوچک‌تر از ۵٪ است؛ بنابراین فرض تصادفی بودن اثرات ثابت مدل رد شده و اثرات ثابت مدل از نوع غیرتصادفی می‌باشد و این الگو به‌عنوان الگوی ارجح پذیرفته شده است؛ بنابراین مدل تحقیق با استفاده از اثرات ثابت غیرتصادفی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته که نتایج به شرح زیر است:

جدول ۴. نتایج ضرایب متغیرهای مدل تحقیق

۱. Generalized Linear Square

متغیرهای مدل	ضریب	آماره T	سطح معناداری	VIF
C	-۸/۷۷۹	-۶/۶۴۶	۰/۰۰۰	
MYOPIA	-۰/۰۳۹	-۰/۳۷۶	۰/۷۰۷	۱/۳۴۴
ERD_SURPRISE	-۱/۴۶۹	۲/۸۱۶	۰/۰۰۵	۱/۳۱۴
$\Delta$ MKTG_RD	۲/۲۱۸	۱/۰۸۷	۰/۳۷۸	۱/۳۹۶
SIZE	-۱/۱۴۰	۵/۷۲۱	۰/۰۰۰	۱/۰۵۸
BM	۳/۳۸۱	۱۲/۰۰۶	۰/۰۰۰	۱/۱۹۶
MOMENTUM	-۰/۱۳۵	-۱/۴۲۲	۰/۱۵۵	۱/۱۳۲
F		۱/۸۹۹		
sig		۰/۰۰۰		
Durbin-Watson stat		۲/۴۷۴		
R Square		۰/۲۲۲		

نتایج به‌دست‌آمده از جدول ۴ نشان می‌دهد که:

- مقدار آماره F مدل برابر با ۱/۸۹۹ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۰۰ است و این نتیجه نشان‌دهنده معناداری مدل می‌باشد و بیانگر آن است که بین متغیرهای تحقیق رابطه معناداری وجود دارد و مدل تحقیق معنادار است. مطابق نتایج جدول ۴ ضریب تعیین مدل برابر با ۰/۲۲۲ است و این نتیجه بدان معناست که حدود ۲۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌شود. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۲/۴۷۴ می‌باشد که این مقدار بیانگر عدم خودهمبستگی باقیمانده‌ها است. نتایج آزمون هم‌خطی (در ستون آخر جدول ۴) نشان می‌دهد که مقادیر آماره VIF (عامل تورم واریانس) در تمام متغیرهای مدل، نزدیک به یک است که این امر حکایت از عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل تحقیق دارد.

- مقدار آماره t و سطح معناداری (Prob) کوتاه‌بینی مدیران (Myopia) به‌عنوان متغیر مستقل تحقیق، به ترتیب برابر با -۰/۳۷۶ و ۰/۷۰۷ می‌باشد و این به معنای آن است که فرض برابری ضریب این متغیر با صفر، در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید شده و تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر بازده سالیانه آتی سهام شرکت معنادار نبوده است. منفی بودن مقدار آماره t و سطح معناداری این متغیر، به ترتیب نشان‌دهنده تاثیر منفی اما بی‌معنای کوتاه‌بینی بر بازده سالیانه آتی سهام است. نتیجه نشانگر آن است که در صورت وجود کوتاه‌بینی مدیران، کاهش بازده سالیانه آتی سهام شرکت‌های نمونه مشاهده می‌شود. در واقع نتیجه نشان‌دهنده آن است که بازده سالیانه آتی سهام در شرکت‌های با کوتاه‌بینی مدیران کاهش یافته است. نتیجه نشان‌دهنده آن است که:

- فرضیه تحقیق مبنی بر اینکه کوتاه‌بینی مدیران تأثیر معناداری بر بازده سالیانه آتی سهام شرکت خواهد داشت، در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

نتایج متغیرهای کنترلی به شرح زیر است:

- مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری متغیر تغییرات در سود قبل از هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه نسبت به سال ماقبل آن (ERD\_Surprise)، به ترتیب برابر با  $۲/۸۱۶$  و  $۰/۰۰۵$  است که بیانگر تأثیر مثبت و معنادار این متغیر بر بازده سالیانه آتی سهام شرکت‌های نمونه می‌باشد. مثبت بودن مقدار آماره  $t$  این متغیر بیانگر آن است که با افزایش تغییرات سود قبل از هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه، بر میزان بازده آتی سهام شرکت افزوده شده است و برعکس.

- مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری (Prob) متغیر تغییرات در هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه نسبت به ارقام مشابه سال ماقبل آن‌ها ( $\Delta Mktg\_RD$ ) به ترتیب برابر با  $۱/۰۸۷$  و  $۰/۲۷۸$  است که بیانگر تأثیر مثبت اما بی‌معنای این متغیر بر بازده سالیانه آتی سهام شرکت‌های نمونه می‌باشد. این نتیجه نشان می‌دهد که با افزایش این متغیر کنترلی که بیانگر افزایش هزینه‌های بازاریابی، تحقیق و توسعه نسبت به مبالغ سال گذشته آن می‌باشد، افزایش بازده سالیانه آتی سهام مشاهده می‌شود.

- اندازه شرکت (Size) که با استفاده از لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت موردسنجش قرار گرفته است، تأثیری مثبت و معنادار بر بازده سالیانه آتی سهام شرکت‌های نمونه داشته است. (باتوجه به اینکه مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری این متغیر به ترتیب برابر با  $۵/۷۲۱$  و  $۰/۰۰۰$  می‌باشد). به عبارت دیگر، این نتیجه نشان می‌دهد که بازده سالیانه آتی سهام در شرکت‌های با ارزش بازار بالاتر، به شکل معناداری بیشتر بوده است.

- مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BM)، به ترتیب برابر با  $۱۲/۰۰۶$  و  $۰/۰۰۰$  می‌باشد که بیانگر تأثیر مثبت و معنادار این متغیر بر بازده سالیانه آتی شرکت‌های نمونه است. مثبت بودن مقدار آماره  $t$  این متغیر بیانگر آن است که با افزایش نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، بر میزان بازده سالیانه آتی سهام شرکت‌های نمونه افزوده شده است. - دیگر نتایج نشان می‌دهد که مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری متغیر بازده شش‌ماهه اصلاح‌شده بر اساس بازده بازار (Momentum) که بیانگر وضعیت بازدهی سهام شرکت در شش‌ماهه گذشته می‌باشد، به ترتیب برابر با  $-۱/۴۲۲$  و  $۰/۱۵۵$  است و این نتیجه بدان معناست که بازدهی نیمسال گذشته تأثیری منفی اما بی‌معنا بر بازده سالیانه آتی سهام شرکت‌های موردبررسی داشته است.

## ۵. بحث و نتیجه‌گیری

این تحقیق در پی بررسی تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر بازده آتی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است؛ به‌طورکلی استفاده از یک نمونه از شرکت‌های بورس اوراق بهادار در فاصله سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۳ بیانگر این نتیجه است که در صورت وجود

کوتاه‌بینی مدیران، کاهش بازده سالیانه آتی سهام شرکت‌های نمونه مشاهده می‌شود. در واقع نتیجه نشان‌دهنده آن است که بازده سالیانه آتی سهام در شرکت‌های با کوتاه‌بینی مدیران کاهش یافته است، هرچند که این نتیجه از نظر آماری معنادار نبوده است. سایر نتایج در خصوص متغیرهای کنترلی تأثیرگذار بیانگر آن است که تغییرات در سود قبل از هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه تأثیری مثبت و معنادار بر عملکرد مالی آتی و بازدهی سالیانه آتی سهام داشته است؛ همچنین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت تأثیری مثبت بر بازده سالیانه آتی سهام و تأثیری منفی بر عملکرد مالی آتی سهام شرکت‌های بررسی شده داشته است. در زمینه مقایسه نتایج به دست آمده با تحقیقات پیشین، این تحقیق از لحاظ محتوی تنها با تحقیق تانگ و ژانگ (۲۰۱۵) قرابت دارد. در این تحقیق محققان به بررسی واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس آمریکا پرداخته‌اند. محققان بر این باورند که 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 در نهایت، کارایی مدیریت، مستلزم انتخاب راهبردهای بهینه‌ای است که به بالاترین ارزش مورد انتظار برای شرکت بیانجامد؛ اما در عمل، گاهی اوقات مدیران به دلایل مختلف (برای مثال در پاسخ به معیارهای کوتاه‌مدت‌نگر ارزیابی عملکرد)، در انتخاب راهبردهای ارزش‌آفرین شرکت، به جای تمرکز بر اهداف بلندمدت و خلق بیشترین ارزش مورد انتظار از طریق انتخاب بهترین راهکار، به راهکارهایی روی می‌آورند که عملکرد کوتاه‌مدت آنها را بهبود بخشد و این مهم، زمانی به موضوعی بغرنج و مسئله‌ساز مبدل می‌شود که چنین انتخابی از سوی مدیران، به هزینه کاهش ارزش مورد انتظار شرکت در بلندمدت منجر شود و تأثیر نامطلوبی بر عملکرد آینده شرکت بگذارد؛ البته به منظور ایجاد بستر مناسبی برای ارائه نظر باید بازده آتی در افق گسترده‌تری بررسی شود؛ همچنین می‌توان به نتایج تحقیق تیهو و همکاران (۲۰۱۶) اشاره کرد که با استفاده از آزمون همبستگی رتبه‌ای اسپیرمن رابطه بین بازدهی و کوتاه‌بینی مدیران بورس اوراق بهادار ایالات متحده آمریکا را بررسی کردند و نتایج حاکی از آن است که در زمان عرضه اولیه اوراق بهادار مدیران کوتاه‌بین، بازدهی و عایدات را افزایش می‌دهند و پس از گذشت مدت زمانی، بازدهی سهام و عایدات پایین‌تری را گزارش می‌کند [۲۴]. علاوه بر این، بر طبق مقاله انجام شده توسط ویلدل (۲۰۱۴)؛ کاهش مدت قرارداد مدیر با شرکت، باعث می‌شود که بازدهی کمتری از جریان‌های نقدی آتی شرکت نصیب مدیر می‌شود؛ در نتیجه زمانی که قرارداد مدیران با شرکت کوتاه‌مدت هست، مدیران به احتمال زیاد به دنبال بازدهی نسبتاً بیشتری به وسیله افزایش کوتاه‌مدت قیمت سهام می‌باشند و در نتیجه احتمال رفتار کوتاه‌بینانه مدیران بیشتر است. برای مثال، آنها پروژه‌های با ارزش فعلی خالص پایین‌تر اما بازدهی بالاتر را در زمان تصدی کوتاه‌مدت خود انتخاب می‌کنند [۲۸]. هنگامی که یک شرکت برای تأمین مالی

پروژه‌های جدید<sup>۱</sup> به‌شدت به تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام وابسته است، مدیران تشویق می‌شوند که برای افزایش قیمت سهام در کوتاه‌مدت با استفاده از تصمیم‌گیری‌های کوتاه‌بینانه به تأمین مالی پروژه‌ها بپردازند. قیمت سهام شرکتی که توسط مدیران کوتاه‌بین متورم شده است، بعدها به بازده غیرعادی منفی بلندمدت تبدیل می‌شود.

**محدودیت‌های تحقیق.** در هر پژوهش و تحقیقی که انجام می‌شود محدودیت‌هایی نیز وجود دارد که این محدودیت‌ها عمدتاً موانع مربوط به تعمیم‌دهی نتایج تحقیق است. این تحقیق نیز همانند سایر تحقیقات مبتنی بر روش علمی، دارای یک سری محدودیت‌هایی است که به آنها اشاره می‌شود:

- اثرات ناشی از تفاوت در روش‌های حسابداری اندازه‌گیری و گزارش رویدادهای مالی ممکن است بر نتایج اثر گذارد و تعدیلی از این بابت صورت نگرفته است.

- داده‌های مرتبط با متغیرهای تحقیق از گزارش‌ها رسمی مربوط به صورت مالی دوره‌های مالی مربوطه موجود در نرم‌افزارهای کتابخانه بورس اوراق بهادار تهران بوده است که بی‌شک این صورت‌های مالی در ماه‌های بعد از بارگذاری بر روی این نرم‌افزارها در اثر عواملی چون گزارش حسابرسی یا غیر... دست‌خوش تغییر می‌شوند که اثرات مربوط به این تغییرات بنا به دلالتی چون کمبود وقت و نبود اطلاعات منسجم مربوط به این تغییرات در تحقیق حاضر در نظر گرفته نشده است.

- محدودیت حاکم بر مدل‌سازی داده‌ها، روش رگرسیون و تجزیه و تحلیل آماری مربوطه، محدودیت دیگری است که بر نتایج آماری تحقیق اثر می‌گذارد که تلاش محقق بر حداقل نمودن این گونه خطا بوده است.

- حذف بانک‌ها، بیمه‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های بعد از سال ۱۳۸۵ از نمونه تحقیق می‌تواند باعث کوچک‌شدن نمونه شود؛ از آنجاکه کل شرکت‌های بورسی در این تحقیق قرار نداشتند لذا در تعمیم نتایج به کل جامعه باید با وسواس عمل نمود.

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

- بررسی تأثیر وارد نمودن متغیر چرخه عمر شرکت بر نتایج به‌دست‌آمده.

۱. Finance new projects



- بررسی تأثیر خوش‌بینی و بیش‌اطمینانی مدیریت به‌عنوان دیگر ویژگی‌های شخصیتی مدیران بر واکنش بازار سرمایه.
- بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی نظیر کیفیت حسابرس، کمیته حسابرسی، تمرکز مالکیت و... به‌عنوان متغیر مداخله بر روابط کشف‌شده موجود در این تحقیق و اجرای دوباره این تحقیق به‌منظور تقویت نتایج.
- بررسی تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر هم‌زمانی بازده سهام به‌عنوان متغیری که کیفیت و محتوی اطلاعاتی سود شرکت را نمایش می‌دهد.

Archive of SID

## منابع

۱. Anderson, T.W. & Hsiao, C. (۱۹۸۲). Formulation and Estimation of Dynamic Models Using Panel Data. *Journal of Econometrics*, ۱۸( ۱): ۳۷-۸۲.
۲. Azar, A., and Momeni, M. (۱۳۸۴). Statistics & its application in management. ۲nd edition, Samt public Tehran, Iran. (in Persian)
۳. Barton, D. and Wiseman. M. (۲۰۱۳). Capitalism for the long term. *Harvard Business Review*, ۸۹( ۳): ۸۴-۹۱.
۴. Bhojraj, S. & R, Libby. (۲۰۰۵). Capital market pressure, disclosure frequency-induced earnings/cash flow conflict, and managerial myopia. *The Accounting Review*, ۸۰(۱): ۱-۲۰.
۵. Chang, X. and Hilary G, et al. (۲۰۱۵). Innovation, Managerial Myopia, and Financial Reporting. <http://ssrn.com/abstract=۲۱۸۹۹۳۸>.
۶. Chen, Y., and Lin. F, et al (۲۰۱۶). Does institutional short-termism matter with managerial myopia? *Journal of Business Research*, ۶۸: ۸۴۵-۸۵۰.
۷. Chintrakarn, P.& Jiraporn.P, et al (۲۰۱۶). Do co-opted directors mitigate managerial myopia? Evidence from R&D investments, <http://ssrn.com/abstract=۲۷۵۶۱۷۲>.
۸. Edmans, A., Fang, V.W, et al. (۲۰۱۵). Equity Vesting and Managerial Myopia. Finance Working Paper ۳۷۹Ecgi.
۹. Ghodsi, E. (۲۰۱۳). 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)
۱۰. Gigler, F. and Sapra. H, et al. (۲۰۱۴). How Frequent Financial Reporting Can Cause Managerial Short-Termism: An Analysis of the Costs and Benefits of Increasing Reporting Frequency. *Journal of Accounting Research*, ۵۲( ۲): ۲۵۷-۳۸۷.
۱۱. GAO, H., Hsu. P.H, et al. (۲۰۱۴). Managerial Short-termism and Corporate Innovation Strategies.
۱۲. Gopalan, R., Sheng. H, et al (۲۰۱۴). The role of deferred pay in retaining managerial talent. Wall Street Journal articles.
۱۳. harford, J. and Ambruds.K, et al. (۲۰۱۶). Do Long-Term Investors Improve Corporate Decision Making? <http://ssrn.com/abstract=۲۵۰۵۲۶۱>.
۱۴. Kang, j and Kang, j, et al. (۲۰۱۷). Curbing Managerial Myopia: The Role of Managerial Overconfidence in Owner Managed Firms and Professionally Managed Firms". Available at: <https://ssrn.com/abstract=۲۹۴۴۹۹۸>
۱۵. Kraft, A.and Vashishtha. R, et al (۲۰۱۶). Frequent Financial Reporting and Managerial Myopia. Cass Business School, City University London.
۱۶. Mrodi, M., Bagherpoor, M.A., Ahmadi, A. (۲۰۱۶). Analysis of Myopia Phenomenon in Iran Stock Market by Using a Clean Surplus Accounting Based Model, *Journal of the Accounting and Auditing Review*, ۵: ۵۵-۶۲. (in Persian)
۱۷. Mrodi, J., Bagheri, H. (۲۰۱۴). A comparative investigation into the Effects of Management Myopia and Earnings Management on Stock Return. *Journal of the Accounting and Auditing Review*, ۲: ۲۲۹-۲۵۰. (in Persian)

۱۸. Mrodi, J., Keshavarz, F. (۲۰۱۳). Investigation of the Outcomes Resulting from Managers' Myopia Based on Agency Theory and Free Cash Flow Hypothesis, *journal of accounting and auditing*, ۲۳(۴): ۵۳۷-۵۴۶. (in Persian)
۱۹. Raei, R., and Talangi, A. (۱۳۸۶). Advanced investment management, Samt public Tehran, Iran (In Persian).
۲۰. Ridge, J. and White, M. (۲۰۱۵). The influence of managerial myopia on firm strategy. *Management Decision*, ۵۲(۳): ۶۰۲-۶۲۳.
۲۱. Sori, A. (۲۰۱۴). Econometric via E-views v Application, Farhangshenasi Publication, Fifth Edition. (in Persian)
۲۲. Samadi, M & Mohammadi, A (۲۰۱۴). Comparative Study of Agency Costs in Family and Nonfamily Firms Listed on the Tehran Stock Exchange. *financial management perspective*: ۱۱۳-۱۲۹ (in Persian)
۲۳. Tariverdi, Y., Amraee, H & Mehdipoor Roshan, S. (۲۰۱۲). The Effect of Operating Profit, Financial Leverage and Size on the Liquidity of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange, *financial management perspective*: ۹۱-۱۱۵. (in Persian)
۲۴. Teoh, S. H., Welch. I, et al. (۲۰۱۶). Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics* ۵۰(۱) and ۵۲(۶): ۶۳-۹۹.
۲۵. Tomlinson, F (۲۰۱۱). Managing Diversity or Diversifying Management? *Critical Perspectives on International Business*, ۴(۲): ۳۱۲-۳۳۱.
۲۶. Tong. Jamie Y., Zhang. Feida (Frank). (۲۰۱۵). Do Capital Markets Punish Managerial Myopia?. University of Western Australia.
۲۷. Weick, K. E. (۱۹۷۹). *The Social Psychology of Organizing*. Reading, MA: Addison-Wesley.
۲۸. Wyhlidal, H (۲۰۱۴). The Abundance V. S. Scarcity Theory. [www.salt-Pro.com](http://www.salt-Pro.com).
۲۹. Yazdifar, H & Feyzi, J. (۲۰۱۵). Reviewing the Influence of Tax Shield on Long Term Debt Behavior in Tehran Security Exchange. *Financial Management perspective*: ۱۲۹-۱۴۲. (in Persian)
۳۰. Zollo, M. (۲۰۰۴). Superstitious learning in organizations: Theory and evidence from corporate acquisitions. Paper presented at the Academy of Management.