

بررسی تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر عملکرد مالی آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

رضا تهرانی^۱، افسانه دلشاد^۲

تاریخ دریافت: ۹۵/۱۱/۲۹

تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۳/۲۸

چکیده

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. تعریف عمومی اصطلاح کوتاه‌بینی، عدم پیش‌بینی یا درک، دید محدود در مورد مسائل و دیدگاه سطحی در اندیشه و برنامه‌ریزی است. با استفاده از روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک تعداد ۱۱۷ شرکت در طی سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۳ از بین شرکت‌های پذیرفته شده بورس تهران انتخاب گردید. در این پژوهش معیار سنجش عملکرد نرخ بازده دارایی‌ها در سال بعد بر اساس دو معیار بازده غیرعادی اصلاح شده بر اساس بازده بازار و اندازه شرکت می‌باشد. همچنین شرکت‌هایی که مدیریت کوتاه‌بین داشته‌اند، با داشتن عملکرد مثبت مالی و افزایش بازده دارایی‌ها، هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه آن‌ها کاهش یافته است. نتایج پژوهش تأثیر مثبت و معنادار کوتاه‌بینی مدیران بر عملکرد مالی آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را نشان می‌دهد. به بیان دیگر در صورت وجود کوتاه‌بینی مدیران، عملکرد مالی آتی شرکت‌های نمونه بهبود یافته است.

واژه‌های کلیدی: کوتاه‌بینی مدیران، سوگیری، عملکرد مالی آتی

طبقه‌بندی موضوعی: G11, G40, G41

DOI: 10.22051/ijar.2018.14229.1275

^۱ استاد گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران، (rtehrani@ut.ac.ir)

^۲ دانشجوی دکتری مدیریت صنعتی گرایش مالی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه تهران، پردیس بین‌الملل کیش، تهران، ایران، نویسنده مسئول، (Afsaneh.delshad@yahoo.com)

مقدمه

یکی از عواملی که می‌تواند بر رفتار و تصمیمات مدیران و سرمایه‌گذاران در بازارها تأثیرگذار، پدیده کوتاه‌بینی است که کارایی بازار را تهدید کرده و منجر به تصمیمات مبتنی بر عملکرد کوتاه‌مدت بازار می‌شود. مدیران کوتاه‌بین عایدات فعلی و قیمت سهام شرکت را افزایش می‌دهند، که این امر به از دست دادن مزایای بلندمدت منجر می‌گردد. تخریب و از بین رفتن ارزش شرکت پیامد مورد انتظاری است که با کاهش رشد درآمد و سوددهی همراه است.

بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های اخیر با نوسانات زیادی همراه بوده و می‌توان یکی از دلایل آن را تصمیمات کوتاه‌بینانه و محتاطانه سرمایه‌گذاران دانست. به دلیل شرایط ویژه اقتصادی حاکم بر کشور و عدم توانایی پیش‌بینی آینده بلندمدت توسط سرمایه‌گذاران و تحلیلگران، انتظار می‌رود که عایدات آتی بلندمدت شرکت‌ها از اهمیت چندانی برای سرمایه‌گذاران برخوردار نباشد و آنها رفتاری کوتاه‌بینانه داشته‌باشند. در چنین شرایطی آنان ترجیح می‌دهند، تنها به دنبال عایدات کوتاه‌مدت باشند. به همین منظور مدیران در مواجهه با سودآوری تحت فشار هستند، زیرا سرمایه‌گذاران چیزی جز سودآوری فعلی شرکت را نمی‌بینند و سهام شرکت‌هایی را که از لحاظ سودآوری کوتاه‌مدت دارای کاهش بوده‌اند را تحت فشار قرار خواهند داد و منجر به کاهش قیمت سهام شرکت‌ها می‌گردند (تانگ، ۲۰۱۵).

در همین راستا با توجه به آنکه بخش قابل توجهی از عملکرد مدیریت شرکت توسط سودآوری و به ویژه قیمت سهام شرکت مورد سنجش 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 می‌گردد را حذف خواهند نمود. به عبارت دیگر مدیران کوتاه‌بین به جای تمرکز بر اهداف و برنامه‌ریزی‌های بلندمدت و سرمایه‌گذاری‌های مناسب در این خصوص (همچون فعالیت‌های تحقیق و توسعه، بازاریابی‌های بلندمدت و...) تمایل به اهداف کوتاه‌مدت و افزایش قیمت‌های جاری سهام دارند که به این حالت اصطلاحاً کوتاه‌بینی مدیریت گفته می‌شود. (هوجارج و لیبی، ۲۰۰۵).

به اعتقاد آنجوس و چانگ (۲۰۱۷) مدیر کوتاه‌بین پروژه‌های بلندمدت را به طور ذاتی بی‌ثبات و دارای ریسک و بازدهی نامطمئن می‌داند، به همین منظور اصولاً این مدیران سعی می‌کنند که

هزینه‌های تحقیق و توسعه خود را کاهش داده و انتخاب‌های خود را به سمت موارد کوتاه‌مدت و مطمئن تر سوق دهند که این اقدام مدیریت در بلندمدت منجر به کاهش (بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها و رشد اقتصادی و...) ارزش شرکت می‌گردد.

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

(۱) کوتاه‌بینی فاصله‌ای^۱: تمایل به چشم‌پوشی و غفلت از کلیت‌گرایی، گرایش به جزئی‌نگری در سیستم‌های یادگیری سازمانی که حیات سیستم‌های بزرگ و فراشمول به خطر بیافتد. برنز و کدیا (۲۰۱۰) کوتاه‌بینی فاصله‌ای را چنین تعریف می‌کند: عدم آگاهی و توجه به تکنولوژی‌های داخل یا خارج از شرکت. این شکل از کوتاه‌بینی ناشی از محدودیت‌های شناختی مدیران، موانع درون یا بین شرکت‌ها، محدود بودن پژوهش و ارائه تکنولوژی‌های مختلف و فواید بالقوه تعاملات فیزیکی است. کوتاه‌بینی فاصله‌ای در اثر تمرکز بر کارایی، بازده و اصلاح وضع موجود که مشخصه کوتاه‌بینی زمانی است، افزایش می‌یابد.

(۲) کوتاه‌بینی زمانی^۲: تمایل به چشم‌پوشی از بلندمدت و تمرکز بر کوتاه‌مدت در یادگیری که در نتیجه حیات بلندمدت را به خطر خواهد انداخت. دورگبو (۲۰۱۲) کوتاه‌بینی زمانی را به عنوان تمایل به نادیده گرفتن موفقیت‌های بلندمدت و عدم توجه به آینده و فدا کردن موفقیت آینده به ازای توسعه کوتاه‌مدت فعلی تعریف نموده است. در کوتاه‌بینی زمانی تکنولوژی‌های موجود جذاب‌تر از فناوری‌های جدید، البته با هزینه اولیه بیشتر است، زیرا این تکنولوژی‌های جدید جهت رقابت با تکنولوژی‌های فعلی نیازمند یک دوره زمانی هستند. کوتاه‌بینی زمانی اولویت را به شرایط موجود در همه سطوح سازمان می‌دهد و اغلب بیانگر ارجحیت زیاد به پروژه‌های با ریسک پایین، زودبازده و نسبتاً مطمئن است.

(۳) کوتاه‌بینی ناشی از اعتماد به نفس کاذب^۳: هو جارج و هری بار (۲۰۰۹) معتقدند بیش‌اطمینانی و اعتماد به نفس کاذب باعث می‌شود تا مدیران و مسئولین اجرایی، توانایی‌های مدیریتی خود را بیش از آنچه هست برآورد نمایند و موفقیت‌های حاصله را به خود و نقایص یا شکست‌ها را به شانس و عوامل خارجی نسبت دهند. شهرت مدیر یکی از عواملی است که می‌تواند باعث بروز اعتماد به نفس بیش از حد، اصرار به ادامه انتخاب‌های استراتژیک و روش‌های موجود گردد (کوه، ۲۰۰۷). انحراف‌های رفتاری^۴، نیز نقش مهمی در رفتار

سرمایه‌گذاران و فرآیند تصمیم‌گیری آنان، ایفا می‌کنند. بسیاری 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 و کندل، ۲۰۱۱). بنابراین، این قبیل سرمایه‌گذاران، اغلب در دام اطمینان افراطی^۵ (فرا اطمینان) گرفتار می‌شوند و در پیش‌بینی روند آتی قیمت‌ها، برآوردهای غیرمنطقی انجام می‌دهند. همچنین گائو و همکاران (۲۰۱۴) مدل‌های عملکرد پنهان و مدل‌های اطلاعات پنهان را که منجر به اقدامات کوتاه‌بینانه می‌شوند را شامل مدل عملکرد پنهان و مدل اطلاعات پنهان می‌دانند که در ادامه به آن پرداخته شده است.

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 می‌گردد. 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.

مدل اطلاعات پنهان

کوتاه‌بینی مدیران^۶ همچنین هنگام وجود عدم تقارن اطلاعاتی و زمانی که مدیران مراقب قیمت سهام هستند نیز رخ می‌دهد. در این شرایط حتی اگر مالک بتواند فعالیت‌های مدیر را به طور کامل تحت نظر قرار دهد، باز هم امکان کوتاه‌بینی مدیریت وجود دارد. از آنجا که بازار سهام ممکن است اقدام به استفاده از اطلاعات خصوصی مدیران دیگر بخش‌های شرکت نماید، اما برخی مدیران ممکن است به منظور ایجاد یک واکنش مطلوب بازار، فعالیت‌های خود را تغییر دهند.

کانگ (۲۰۱۷) معتقد است که مدیران دارای اعتماد به نفس کاذب و کوتاه‌بین می‌توانند ارزش شرکت را با افزایش میزان سرمایه‌گذاری‌ها بالا ببرند و باعث جبران مشکل کمبود

سرمایه‌گذاری کردند. سایر نتایج بیانگر آن است که اگر سوگیری شناختی بیش‌اطمینانی مدیران به طور جداگانه در نظر گرفته شود، تأثیر منفی بر عملکرد شرکت دارد، اما هنگامی که اطمینان بیش از حد و کوتاه‌بینی به طور مشترک در نظر گرفته شوند، می‌تواند مفید واقع گردد.

چینتراکارن و همکاران (۲۰۱۶) معتقدند که شرکت‌هایی که حاکمیت شرکتی ضعیف‌تری دارند، دارای مدیران کوتاه‌بین بیشتری می‌باشند. همچنین حاکمیت شرکتی قوی باعث افزایش انگیزه مدیران اجرایی در راستای اجرای پروژه‌های تحقیق و توسعه و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت می‌گردد که این امر منجر به کاهش کوتاه‌بینی مدیریتی می‌گردد.

کرفت و همکاران (۲۰۱۶) به مطالعه و بررسی تأثیر تکرار دفعات افشاسازی گزارشگری مالی بر کوتاه‌بینی مدیران پرداخته‌اند. آن‌ها معتقدند که افزایش تکرار گزارشگری مالی منجر به کاهش سرمایه‌گذاری‌های بزرگ اقتصادی، کاهش بهره‌وری، کاهش رشد فروش و بروز رفتارهای کوتاه‌بینانه مدیران می‌گردد.

چن و همکاران (۲۰۱۵) تأثیر وجود سرمایه‌گذاران نهادی در بروز پدیده کوتاه‌بینی مدیران را در بازارهای نوظهور (تایوان) مورد سنجش قرار می‌دهند. نتایج نشان می‌دهد که مدیران در بازارهای نوظهور، به منظور دستیابی به اهداف کوتاه‌مدت عایدات، هزینه‌های تحقیق و توسعه را کاهش می‌دهند. همچنین سرمایه‌گذاران نهادی داخل سازمانی، کوتاه‌بینی مدیریت را تشدید می‌کنند. در مقابل، سرمایه‌گذاران نهادی خارج سازمانی مانند یک سپر، از کوتاه‌بینی مدیریت و کاهش هزینه‌های تحقیق و توسعه جلوگیری می‌کنند.

ریدج و وایت (۲۰۱۴) به بررسی تأثیر کوتاه‌بینی زمانی و کوتاه‌بینی فاصله‌ای بر روی استراتژی شرکت پرداخته‌اند. نتایج نشان می‌دهند که کوتاه‌بینی زمانی و فاصله‌ای بر اتخاذ استراتژی مناسب تأثیرگذار است، اما اثرات کوتاه‌بینی زمانی و کوتاه‌بینی فاصله‌ای بر استراتژی شرکت متفاوت خواهد بود. کوتاه‌بینی زمانی بر آینده نزدیک تمرکز می‌کند، به همین منظور کوتاه‌بینی زمانی مانع از سرمایه‌گذاری بلندمدت می‌گردد و باعث ایجاد تمرکز بر استراتژی فعلی شرکت و منجر به یک استراتژی پایدار در طول زمان می‌شود. از سوی دیگر کوتاه‌بینی فاصله‌ای بر تصمیم‌گیری‌های شرکت در مورد به کارگیری تکنولوژی‌ها و شناخت بهتر رقبای استراتژیک صنعت متمرکز می‌گردد.

مرادی، باقرپور و احمدی (۱۳۹۵) در پژوهشی به این نتیجه دست یافته‌اند که پدیده کوتاه‌مدت‌گرایی یا کوتاه‌بینی، باعث شده تا عوامل بنیادی و افق بلندمدت سرمایه‌گذاری در بورس فراموش شود و کسب بازدهی‌های روزانه جایگزین آن شود. عامل اصلی این اتفاق، بروز رفتارهای هیجانی سهامداران حقیقی و در برخی مواقع سهامداران حقوقی است. علت بروز چنین رفتاری از سوی سرمایه‌گذاران در بورس را می‌توان، برآورده نشدن سطح توقعات و انتظاراتشان عنوان کرد. نتایج حاصل از پژوهش آنها وجود پدیده کوتاه‌بینی را در بازار سرمایه ایران تایید و عدم کارایی آن را نشان می‌دهند.

مرادی و باقری (۱۳۹۳) به بررسی شواهد تجربی مدیریت کوتاه‌بین و ارتباط آن با فعالیت‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه می‌پردازد و بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت شرکت‌های با مدیریت کوتاه‌بین (شرکت‌هایی که هزینه بازاریابی و تحقیق و توسعه را با هدف افزایش سود کاهش داده‌اند) می‌پردازند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که کوتاه‌بینی مدیریت، اگرچه 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 دربردارد.

قدسی (۱۳۹۲) نتایج حاصل از پژوهش بررسی اثر کوتاه‌بینی مدیریت و محافظه‌کاری بر بازده بلندمدت سهام را با در نظر گرفتن چرخه عمر شرکت‌ها، نشان می‌دهد که محافظه‌کاری و کوتاه‌بینی مدیریت با بازده سهام در بلندمدت رابطه منفی معناداری دارد. همچنین کوتاه‌بینی مدیران بر ارتباط بین محافظه‌کاری با بازده بلندمدت موثر می‌باشد و این تأثیر به صورت 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.

کشاوری (۱۳۹۲) در پایان نامه کارشناسی ارشد خود به بررسی تأثیر جریان‌های نقد آزاد بر عملکرد شرکت با در نظر گرفتن کوتاه‌بینی مدیران پرداخته است. نتایج این پژوهش 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 موثر می‌باشد و این تأثیر به صورت 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 فرصت‌طلبانه‌ی مدیران را در جهت منافع شخصی ایشان افزایش می‌دهند و این رفتارهای فرصت‌طلبانه بر عملکرد شرکت تأثیر منفی می‌گذارد.

با توجه به موارد مطرح شده، پژوهش حاضر در پی پاسخ به این سوال است که، آیا کوتاه‌بینی مدیران تأثیر معناداری بر عملکرد مالی آتی شرکت خواهد داشت؟ به منظور پاسخ‌گویی به این سوال، فرضیه پژوهش، به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه پژوهش: کوتاه‌بینی مدیران تأثیر معناداری بر عملکرد مالی آتی شرکت خواهد داشت.

روش شناسی پژوهش

در این پژوهش به منظور تدوین مبانی نظری، روش کتابخانه‌ای مورد استفاده قرار گرفته است و به منظور جمع‌آوری داده‌های مالی روش میدانی مورد استفاده قرار گرفته است و از منابع مختلفی از جمله لوح‌های فشرده سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزارهای تدبیر پرداز، ره آورد نوین، سایت اطلاع رسانی شرکت بورس و سازمان بورس استفاده شده است. برای دسته‌بندی، تلخیص و ایجاد پایگاه داده‌ها از نرم افزار Excel و به منظور آزمون فرضیه از نرم افزار Eviews نسخه ۹ استفاده شده است.

جامعه آماری در این پژوهش، شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. دسترسی آسان به اطلاعات، همچنین استاندارد بودن و همگن بودن اطلاعات، دلیل انتخاب این شرکت‌ها به عنوان جامعه آماری پژوهش است. نمونه انتخابی این پژوهش شامل شرکت‌هایی می‌شود که دارای شرایط زیر باشند و در حقیقت شرکت‌های مورد بررسی در این پژوهش به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده‌اند:

(۱) اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی پژوهش یعنی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ موجود باشد.

(۲) سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه 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 مورد بررسی از بین شرکت‌های 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 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 بوده‌اند. لازم به ذکر است که با توجه به نحوه محاسبه برخی از متغیرهای پژوهش، از اطلاعات سال ۱۳۸۴ نیز استفاده شده است.

متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته پژوهش

متغیر وابسته این پژوهش عملکرد مالی آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، این متغیر بر اساس نرخ بازده دارایی‌ها در سال آینده تعریف عملیاتی می‌شود.

متغیر مستقل پژوهش

متغیر مستقل پژوهش کوتاه‌بینی مدیریت است. برای شناسایی و تعیین شرکت‌های کوتاه‌بین، ابتدا لازم است سطح مورد انتظار بازده سهام، هزینه بازاریابی و هزینه تحقیق و توسعه را برای هر شرکت در دوره زمانی پژوهش با استفاده از روابط زیر برآورد می‌نماییم (راعی، ۱۳۸۶).

(۱)

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

که در آن:

R_{it} : نشان دهنده 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

α_{it} : نسبت افزایش سرمایه شرکت i در دوره t می‌باشد.

در مدل پژوهش از بازده غیرعادی اصلاح شده (RET) بر اساس بازده بازار و نیز بازده غیرعادی اصلاح شده بر اساس اندازه به عنوان متغیر وابسته استفاده شده است (آندرسون، ۱۹۸۲).

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

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

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

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.

نگاره (۱): تفاوت موجود (ε_{it})، بین بازده دارایی‌ها، هزینه بازاریابی و هزینه‌های تحقیق و توسعه

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

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

در این گروه‌ها، شرکت‌های حاضر در گروه ۱ را به عنوان شرکت‌ها با مدیریت کوتاه‌بین در نظر گرفته شده‌اند، زیرا با داشتن عملکرد مثبت مالی و افزایش بازده دارایی‌ها، هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه شرکت کاهش یافته است.

متغیرهای کنترلی پژوهش

متغیرهای کنترلی پژوهش عبارتند 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 به عنوان معیار اندازه شرکت.

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

$Momentum_{it}$: بازده اصلاح شده براساس بازده بازار، در شش ماه گذشته.

$Fixed\ Effects$: اثرات ثابت مربوط به نوع شرکت و زمان بر متغیر وابسته پژوهش.

به منظور آزمون فرضیه پژوهش، ابتدا با استفاده از آمار توصیفی همچون میانگین، میانه، انحراف معیار و... به بررسی وضعیت کلی متغیرهای پژوهش پرداخته می‌شود. در ادامه تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر عملکرد مالی آتی شرکت‌های نمونه تحت مدل شماره ۵ بررسی خواهد شد (تانگ و همکاران، ۲۰۱۵).

(۵)

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

در مدل فوق:

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

Myopia_{it}: یک متغیر مجازی است و در صورتی که شرکت‌های نمونه براساس مدل شناسایی این متغیر، به عنوان شرکت با مدیریت کوتاه‌بین شناسایی شود به این متغیر مقدار یک و در غیراین صورت مقدار صفر اختصاص داده خواهد شد. مطابق روش شناسایی شرکت‌هایی با 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 فوق بر اساس میزان معناداری و نیز علامت بدست آمده برای متغیر کوتاه‌بینی مدیران در خصوص تایید یا رد فرضیه پژوهش اعلام نظر شده است.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی و تجزیه و تحلیل آن

میانگین نرخ بازده دارایی‌های در سال آینده (ROA t+1) برابر با ۰/۱۱۱۸ می‌باشد. نتیجه بدست آمده نشان می‌دهد سود سال آتی شرکت‌های نمونه حدود ۱۱ درصد جمع دارایی‌های آن‌ها بوده است. مقادیر ضریب چولگی و کشیدگی این متغیر بیانگر نرمال بودن احتمالی توزیع این متغیر می‌باشد. میانگین متغیر کوتاه‌بینی مدیران (Myopia) برابر با ۰/۲۶۷۱ می‌باشد و این نتیجه بدان معنا است که در ۲۷ درصد از شرکت‌های نمونه پژوهش، مدیران با شرایط کوتاه‌بینی مشاهده شده است. دیگر نتایج بدست آمده نشان‌دهنده آن است که میانگین متغیر تغییرات در سود قبل از هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه نسبت به سال ماقبل آن (ERD_Surprise) برابر با ۰/۰۰۰۴ می‌باشد که مقدار اندک این متغیر بیانگر تغییرات اندک سود قبل از هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه نسبت به رقم سال گذشته آن می‌باشد. متوسط متغیر تغییرات در هزینه‌های بازاریابی و نیز هزینه‌های تحقیق و توسعه (ΔMktg_RD) برابر با ۰/۰۰۰۶ می‌باشد که این مقدار نیز بیانگر کم بودن تغییرات در این هزینه‌ها نسبت به ارقام مشابه سال گذشته آن‌ها

می‌باشد. سایر نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که میانگین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BM) در میان شرکت‌های بررسی شده برابر با ۰/۷۸۰۳ می‌باشد.

نگاره (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	تعداد نمونه	میانگین Mean	میانه Median	انحراف معیار Std. Deviation	ضریب چوکی Skewness	ضریب کسیدگی Kurtosis	کمینه Minimum	بیشینه Maximum
MYOPI A	۱۱۷	۰/۲۶۷۱	۰/۰۰۰۰	۰/۴۴۷۷	۱/۰۵۴۵	-۰/۸۸۹۹	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰
INVEST OR	۱۱۷	۰/۵۰۱۱	۱/۰۰۰۰	۰/۵۰۰۳	-۰/۰۰۴۳	-۲/۰۰۴۳	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰
RET	۱۱۷	۰/۰۰۴۵	۰/۰۰۳۰	۰/۰۷۵۸	۲/۲۳۵۸	۴/۶۱۲۶	۰/۶۳۱۰	۰/۸۶۹۰
ROA t+1	۱۱۷	۰/۱۱۱۸	۰/۰۹۷۵	۰/۱۱۵۲	۰/۵۱۲۹	۲/۳۳۹۶	-۰/۴۹۲۰	۰/۷۱۹۰
ERD_SUR PRISE	۱۱۷	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۰	۰/۰۹۰۴	-۰/۱۵۲۴	۵/۸۵۱۲	-۰/۴۸۶۰	۰/۵۵۷۰
ΔMKTG_RD	۱۱۷	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۰۰	۰/۰۱۹۹	۰/۳۱۸۰	۱۳/۲۰۲۹	-۰/۱۳۴۰	۰/۱۶۳۰
SIZE	۱۱۷	۶/۷۸۰۳	۶/۰۱۱۵	۰/۶۱۱۴	۰/۸۴۴۶	۰/۹۲۶۳	۴/۶۶۲۰	۸/۳۶۷۰
BM	۱۱۷	۰/۷۸۰۳	۰/۷۸۳۵	۰/۲۷۰۹	۰/۴۶۹۴	۰/۸۳۷۴	۰/۱۵۵۰	۲/۰۴۱۰
MOMENTUM	۱۱۷	۰/۰۹۹۵	-۰/۰۲۳۰	۰/۵۴۳۵	۲/۷۶۳۶	۱۲/۰۶۹۴	-۰/۸۰۴۰	۳/۷۷۸۰

با توجه به اینکه عدد بدست آمده 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 شش ماهه (Momentum) برابر با ۰/۰۹۹۵ می‌باشد و این بدان معنا است که شرکت‌های نمونه در شش ماهه نخست حدود ۱۰ درصد بازدهی بیشتر از بازدهی بازار را کسب نموده‌اند.

همبستگی بین متغیرهای های پژوهش

نگاره (۳): ماتریس همبستگی بین متغیرهای پژوهش

Correlation	MYOPI A	RET	ROA t+1	ERD	Δ MKT G	SIZE	BM	Momentu m
Probability				_Surpri se	_RD			
MYOPIA	۱							
							
RET	۰/۰۴۴	۱						
	۰/۱۷۸	...						
ROA t+1	۰/۳۲۳	۰/۰۲۰ -	۱					
	۰/۰۰۰	۰/۵۴۶					
ERD_Surpr ise	۰/۲۸۱	۰/۰۰۵ -	۰/۳۲۰	۱				
	۰/۰۰۰	۰/۸۸۲	۰/۰۰۰				
Δ MKTG_R D	-۰/۲۷۳	۰/۰۳۰ -	۰/۰۰۷	۰/۲۹۵	۱			
	۰/۰۰۰	۰/۳۵۴	۰/۸۱۹	۰/۰۰۰			
SIZE	۰/۰۸۲	۰/۰۹۰	۰/۱۰۰	۰/۰۲۵	-۰/۰۲۶	۱		
	۰/۰۱۲	۰/۰۰۶	۰/۰۰۲	۰/۴۴۷	۰/۴۳۵	...		
BM	-۰/۲۳۱	۰/۰۰۵ -	-۰/۴۶۰	-۰/۰۸۷	-۰/۰۰۲	۰/۲۲۰ -	۱	
	۰/۰۰۰	۰/۸۷۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۸	۰/۹۴۶	۰/۰۰۰	...	
Momentum	۰/۱۲۱	۰/۰۰۰	۰/۲۲۰	۰/۱۵۰	۰/۰۱۵	۰/۱۳۹	۰/۳۰۷ -	۱
	۰/۰۰۰	۰/۹۹۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۶۴۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰

نتایج بدست آمده از ضریب همبستگی حاکی از آن است که میزان ضریب همبستگی بین کوتاه‌بینی مدیران (Myopia) و بازده غیرعادی اصلاح شده برابر با ۰/۰۴۴ و سطح معناداری آن ۰/۱۷۸ می‌باشد که نشان‌دهنده وجود همبستگی مثبت اما بی‌معنایی متغیرهای یاد شده می‌باشد.

این نتیجه نشان می‌دهد که با وجود کوتاه‌بینی مدیران، بر میزان بازده غیرعادی اصلاح شده افزوده شده است، هر چند که این رابطه از لحاظ آماری معنادار نیست. ضریب همبستگی بین متغیرهای کوتاه‌بینی مدیران (Myopia) و عملکرد مالی آتی برابر با ۰/۳۲۳ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۰۰ می‌باشد که این نتیجه بیانگر وجود همبستگی مثبت و معنادار بین این متغیرها است و بدان معنا است که با وجود کوتاه‌بینی مدیران شاهد افزایش نرخ بازده دارایی‌های دوره آتی بوده‌ایم.

از دیگر نتایج قابل توجه در نگاره فوق می‌توان به وجود همبستگی مثبت و معنادار بین تغییرات سود قبل از هزینه‌های بازاریابی، تحقیق و توسعه (ERD_Surprise) و کوتاه‌بینی مدیران (Myopia) اشاره نمود (با توجه به اینکه ضریب همبستگی و سطح معناداری مربوطه به ترتیب برابر با ۰/۲۸۱ و ۰/۰۰۰ بوده است). همچنین ضریب همبستگی بین کوتاه‌بینی مدیران (Myopia) و تغییرات در هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه نسبت به رقم سال گذشته، به ترتیب برابر با ۰/۲۷۳- و ۰/۰۰۰ می‌باشد که بیانگر وجود همبستگی منفی و معنادار بین این متغیرها است.

همبستگی بین کوتاه‌بینی مدیران (Myopia) و اندازه شرکت (Size) به شکل مثبت و معنادار دیده می‌شود (با توجه به مقدار ضریب همبستگی و سطح معناداری آن که به ترتیب برابر با ۰/۰۸۲ و ۰/۰۱۲ می‌باشد). این نتیجه نشان می‌دهد که با افزایش اندازه شرکت شاهد افزایش کوتاه‌بینی مدیران بوده‌ایم. از دیگر نتایج قابل توجه می‌توان به همبستگی منفی و معنادار بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BM) و کوتاه‌بینی مدیران (Myopia) اشاره نمود. همچنین همبستگی بین بازده شش ماهه اصلاح شده (Momentum) و کوتاه‌بینی مدیران (Myopia) به صورت مثبت و معنادار مشاهده شده است.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه پژوهش مبنی بر اینکه کوتاه‌بینی مدیران تأثیر معناداری بر عملکرد مالی آتی شرکت خواهد داشت، به شرح بخش‌های ذیل می‌باشد:

نگاره (۴): نتایج آزمون همسانی واریانس‌ها در مدل پژوهش

F	آماره	۴/۴۳۹۴۷۷	Prob. F (۹۲۹، ۶)	۰/۰۰۰۲
R ²		۲۶/۰۸۹۵۲	Prob. Chi-Square (۶)	۰/۰۰۰۲
Scaled explained SS		۱۰۲/۵۷۴۹	Prob. Chi-Square (۶)	۰/۰۰۰۰

نتایج بدست آمده از آزمون همسانی واریانس‌ها به شرح نگاره ۴ است. در خصوص مدل پژوهش معناداری این آزمون برابر با ۰/۰۰۰ می‌باشد 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 (GLS) استفاده شده و در برآورد در نرم‌افزار آماری به مدل ضرایب وزنی متناسب با واریانس داده شده است (سوری، ۱۳۹۳)

نگاره (۵): نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری
آزمون F لیمر (اثرات ثابت)	۱۰/۳۳۰۶	۰/۰۰۰۰
آزمون هاسمن (تصادفی بودن اثرات ثابت)	۷۰/۹۴۰۷	۰/۰۰۰۰

نتایج آزمون F لیمر در نگاره ۵ نشان می‌دهد که مقدار آماره این آزمون برابر با ۱۰/۳۳۰۶ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰ می‌باشد. به عبارتی الگوی مدل، دارای اثرات ثابت می‌باشد. این نتیجه بدست آمده علاوه بر تعیین الگوی مدل، نشان می‌دهد که نوع فعالیت شرکت (به عنوان یک نوع مقطع) بر عملکرد مالی آتی (به عنوان متغیر وابسته پژوهش) اثرگذار می‌باشد. نتایج بدست آمده در آزمون هاسمن به شرح نگاره فوق که جهت بررسی تصادفی بودن یا اثرات ثابت انجام شده، نیز نشان می‌دهد که مقدار آماره کای-دو (Chi-Sq.) برابر با ۷۰/۹۴۰۷ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰ 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 غیر تصادفی می‌باشد و الگوی اثرات ثابت غیر تصادفی به عنوان الگوی ارجح پذیرفته شد. بنابراین مدل پژوهش با استفاده از الگوی اثرات غیر تصادفی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت که نتایج بدست آمده به شرح زیر است.

نتایج بدست آمده در نگاره ۶ نشان می‌دهد که مقدار آماره F مدل برابر با ۳۱/۲۶۴ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۰۰ می‌باشد. این نتیجه نشان‌دهنده معناداری مدل می‌باشد و بیانگر آن است که بین متغیرهای پژوهش رابطه معناداری وجود دارد و مدل پژوهش معنادار است. مطابق نتایج بدست آمده از نگاره فوق ضریب تعیین مدل برابر با ۰/۸۲۴ است که حدود ۸۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌گردد.

نگاره (۶): نتایج ضرایب متغیرهای مدل پژوهش

متغیرهای مدل	ضریب	آماره t	سطح معناداری	VIF
C	۰/۱۸۳	۴/۶۹۵	۰/۰۰۰	
MYOPIA	۰/۰۰۷	۲/۰۳۲	۰/۰۴۳	۱/۳۴۶
ERD_SURPRISE	۰/۳۴۶	۱۵/۱۴۵	۰/۰۰۰	۱/۳۱۴
Δ MKTG_RD	-۰/۴۲۷	-۶/۲۴۰	۰/۰۰۰	۱/۲۹۶
SIZE	-۰/۰۰۶	-۱/۰۰۷	۰/۳۱۴	۱/۰۵۸
BM	-۰/۰۴۸	-۵/۹۲۸	۰/۰۰۰	۱/۱۹۶
MOMENTUM	۰/۰۰۹	۳/۴۹۱	۰/۰۰۱	۱/۱۳۰
F		۳۱/۲۶۴		
احتمال		۰/۰۰۰		
دوربین واتسون		۱/۶۰۸		
R ²		۰/۸۲۴		

مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۶۰۸ می‌باشد که این مقدار بیانگر عدم همبستگی باقیمانده‌ها است. نتایج آزمون هم‌خطی (در ستون آخر نگاره فوق) نیز نشان می‌دهد که مقادیر آماره عامل تورم واریانس در تمام متغیرهای مدل، نزدیک به یک می‌باشد که این امر حکایت از عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش دارد.

مقدار آماره t کوتاه‌بینی مدیران (Myopia) به عنوان متغیر مستقل پژوهش در سطح معناداری ۵ درصد، به ترتیب برابر با ۲/۰۳۲ و ۰/۰۴۳ می‌باشد. بنابراین فرض برابری ضریب این متغیر با صفر، در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و تأثیر متغیر وجود کوتاه‌بینی مدیران بر عملکرد مالی آتی شرکت معنادار بوده است. مثبت بودن مقدار آماره t و سطح معناداری این متغیر، به ترتیب نشان‌دهنده تأثیر مثبت و معنادار این متغیر مستقل بر عملکرد مالی آتی شرکت است. نتیجه بدست آمده بیانگر آن است که در صورت وجود کوتاه‌بینی مدیران، شاهد بهبود عملکرد مالی آتی شرکت‌های نمونه بوده‌ایم. در واقع نتیجه بدست آمده علاوه بر بیان تأثیر معنادار کوتاه‌بینی مدیران بر عملکرد مالی آتی، نشان‌دهنده آن است که عملکرد مالی آتی به شکل مثبتی تحت تأثیر وجود کوتاه‌بینی مدیران قرار گرفته است. نتیجه بدست آمده نشان‌دهنده آن است که فرضیه پژوهش مبنی بر اینکه؛ کوتاه‌بینی مدیران تأثیر معناداری بر عملکرد مالی آتی شرکت خواهد داشت، در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تایید قرار می‌گیرد.

مقدار آماره t متغیر تغییرات در سود قبل از هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه نسبت به سال ماقبل آن (ERD_Surprise)، به ترتیب برابر با ۱۵/۱۴۵ و ۰/۰۰۰ بوده که بیانگر تأثیر مثبت و معنادار این متغیر بر عملکرد مالی آتی (ROA_{t+1}) شرکت‌ها 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 نرخ بازده دارایی‌های دوره آتی، به عنوان معیار سنجش عملکرد مالی آتی، افزوده شده است و بالعکس. همچنین مقدار آماره t متغیر تغییرات در هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه نسبت به ارقام مشابه سال ماقبل آن‌ها ($\Delta Mktg_RD$) به ترتیب برابر با ۶/۲۴۰- و ۰/۰۰۰ می‌باشد که بیانگر تأثیر منفی و معنادار این متغیر بر عملکرد مالی آتی شرکت 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، شاهد کاهش عملکرد مالی آتی (نرخ بازده دارایی‌های سال آتی) بوده‌ایم.

اندازه شرکت (Size)، تأثیری منفی اما بی‌معنی بر عملکرد مالی آتی شرکت‌های نمونه داشته است (با توجه به اینکه مقدار آماره t این متغیر به ترتیب برابر با ۱/۰۰۷- و ۰/۳۱۴ می‌باشد). به عبارت دیگر این نتیجه نشان می‌دهد که عملکرد مالی آتی در شرکت‌های با ارزش بازار بالاتر، به شکل بی‌معنایی کمتر بوده است. مقدار آماره t متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BM)، به ترتیب برابر با ۵/۹۲۸- و ۰/۰۰۰ می‌باشد که بیانگر تأثیر منفی و معنادار این متغیر بر عملکرد مالی آتی شرکت‌های نمونه می‌باشد. منفی بودن مقدار آماره t این متغیر بیانگر آن است که با افزایش نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (که نشان‌دهنده وجود فرصت‌های رشد و افزایش قیمت سهام شرکت می‌باشد)، از میزان عملکرد مالی آتی آن‌ها کاسته شده است. همچنین مقدار آماره t متغیر بازده شش ماهه اصلاح شده بر اساس بازده بازار (Momentum) که بیانگر وضعیت بازدهی سهام شرکت در شش ماهه گذشته می‌باشد، به ترتیب برابر با ۳/۴۹۱ و ۰/۰۰۱ می‌باشد و این نتیجه بدان معناست که بازدهی نیم سال گذشته تأثیر مثبت و معناداری بر نرخ بازده دارایی‌های دوره آتی شرکت‌های مورد بررسی داشته است.

نتیجه‌گیری

این پژوهش در پی بررسی تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر عملکرد مالی آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به طور کلی استفاده از یک نمونه از شرکت‌های بورس

اوراق بهادار در فاصله سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۳ نشان می‌دهد که کوتاه‌بینی مدیران تأثیری مثبت و معنادار بر عملکرد مالی آتی شرکت‌های بررسی شده داشته است. این نتایج نشان‌دهنده آن است که کوتاه‌بینی مدیران تأثیری مثبت و معنادار بر نرخ بازده دارایی‌های دوره آتی، به عنوان معیار سنجش عملکرد مالی آتی، داشته است.

شایان ذکر است که نتایج پژوهش حاضر با برخی از نتایج پژوهش‌های انجام شده قابل مقایسه است. از جمله این پژوهش‌ها می‌توان به پژوهش کانگ (۲۰۱۷) اشاره کرد که مدیران بیش اطمینان و کوتاه‌بین ارزش شرکت را با افزایش میزان سرمایه‌گذاری‌ها انجام شده بالامی‌برند و هنگامی که اطمینان بیش از حد و کوتاه‌بینی به طور مشترک در نظر گرفته می‌شوند، می‌توانند مفید واقع گردند. آنتیا و همکاران (۲۰۱۰) معتقدند که کوتاه‌بینی مدیران در کوتاه‌مدت تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت‌ها دارد و منجر به افزایش نرخ بازده دارایی‌های دوره آتی می‌گردد، اما در بلندمدت شرکت‌هایی که دارای مدیریت کوتاه‌بین هستند، نسبت به سایر شرکت‌ها دارای عملکرد و بازده دارایی‌های پایین‌تری می‌باشند. علاوه بر این میزیک (۲۰۱۰) با استفاده از کاهش اقلام تعهدی اختیاری یا مخارج احتیاطی^۷ مانند هزینه‌های تحقیق و توسعه و کاهش هزینه‌های بازاریابی در شرکت‌های هدف، دریافت که شرکت‌های دارای مدیران کوتاه‌بین در زمان رکود اقتصادی عملکرد مالی بسیار پایین‌تری نسبت به سایر شرکت‌ها خواهند داشت. چاکرابورتی و همکاران (۲۰۱۴) نشان می‌دهند که وجود سرمایه‌گذاران نهادی و حاکمیت شرکتی قوی در شرکت‌ها منجر به کاهش پدیده کوتاه‌بینی مدیریت شده و این امر به نوبه خود، باعث افزایش بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام، رشد و سودآوری... ارزش شرکت می‌گردد. همچنین علاوه بر موارد مطرح شده، نتایج پژوهش حاضر با پژوهش‌های صورت گرفته توسط تانگ و ژانگ (۲۰۱۵)، دل ریو و سانتاماریا (۲۰۱۱)، دیویس و همکاران (۲۰۱۳)، ژائو و همکاران (۲۰۱۲)، کلاین (۲۰۰۹)، مارکوویچ و همکارانش (۲۰۰۵)، چریان (۲۰۰۰)، جارل و همکاران (۱۹۸۵) مطابقت ندارد.

از نتایج پژوهش‌های صورت گرفته در داخل کشور، می‌توان به پژوهش مرادی و باقری (۱۳۹۳) اشاره کرد که کوتاه‌بینی مدیران دارای تأثیر منفی بلندمدت بر ارزش شرکت می‌باشد و پیامدهای منفی بیشتری بر عملکرد مالی آینده شرکت نسبت به مدیریت سود دارد. علاوه بر این کشاورز (۱۳۹۲) نشان می‌دهد که جریان‌های نقدی آزاد با بازده سهام در کوتاه‌مدت و بلندمدت

رابطه منفی معناداری دارد و کوتاه‌بینی مدیران بر ارتباط بین جریان‌های نقدی آزاد با بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت موثر می‌باشد و این تأثیر به صورت منفی است به طوری که با افزایش جریان نقد آزاد، کاهش بیش‌تری در بازدهی رخ خواهد داد. بنابراین کوتاه‌بینی مدیران و جریان‌های نقدی آزاد، رفتارهای فرصت‌طلبانه‌ی مدیران را در جهت منافع شخصی ایشان افزایش می‌دهند و این رفتارهای فرصت‌طلبانه بر عملکرد شرکت تأثیر منفی می‌گذارد. همچنین به اعتقاد قدسی (۱۳۹۲) محافظه‌کاری و کوتاه‌بینی مدیریت با بازده سهام در بلندمدت رابطه منفی معناداری دارد و کوتاه‌بینی مدیران بر ارتباط بین محافظه‌کاری با بازده بلندمدت موثر می‌باشد و این تأثیر به صورت منفی است.

علاوه بر این اگرچه تصمیمات کوتاه‌بینانه مدیریت در کوتاه‌مدت تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت دارد، اما در بلندمدت تأثیرات منفی بر ساختار مالی و عملکرد شرکت خواهد داشت و منجر به از دست رفتن فرصت‌های سودآور و کاهش چشمگیر عملکرد شرکت می‌گردد که نمونه این امر را می‌توان در صرفه‌جویی مدیران در هزینه‌های تحقیق و توسعه جستجو کرد. بنابراین در ابتدا به مدیران توصیه می‌گردد از عواید کوتاه‌مدت این نوع از تصمیمات پرهیز نمایند و درکنار آن به سرمایه‌گذاران توصیه می‌گردد که عملکرد آتی شرکت را در افق گسترده‌تری بررسی و رصد نمایند. سایر نتایج بدست آمده 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.

محدودیت‌های پژوهش

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

- حذف بانک‌ها، بیمه‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های بعد از سال ۱۳۸۵ از نمونه پژوهش می‌تواند باعث کوچک شدن نمونه شود. از آنجا که کل شرکت‌های بورسی در این پژوهش قرار نداشتند، بنابراین در تعمیم نتایج به کل جامعه باید با وسواس عمل نمود.
- 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.
- محدودیت حاکم بر مدل سازی داده‌ها، روش رگرسیون و تجزیه و تحلیل آماری مربوطه، محدودیت دیگری است که بر نتایج آماری پژوهش اثر می‌گذارد که تلاش محقق بر حداقل نمودن این گونه خطاها بوده است.

پیشنهادات برای پژوهش‌های 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 خوش بینی و بیش اطمینانی مدیریت به عنوان دیگر ویژگی‌های شخصیتی مدیران بر واکنش بازار سرمایه.
 - بررسی تأثیر وارد نمودن متغیر چرخه عمر شرکت بر نتایج بدست آمده.
 - بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی نظیر کیفیت حسابرس، کمیته حسابرسی، تمرکز مالکیت و... به عنوان متغیر مداخله بر روابط کشف شده موجود در این پژوهش و اجرای دوباره این پژوهش به منظور تقویت نتایج.
 - بررسی تأثیر کوتاه بینی مدیران بر همزمانی بازده سهام به عنوان متغیری که کیفیت و محتوی اطلاعاتی سود شرکت را نمایش می‌دهد

پی‌نوشت

- | | |
|---|---------------------|
| ۱ Spatial Myopia | ۲ Temporal Myopia |
| ۳ Hubris Myopia | ۴ Behavioral Biases |
| ۵ Over-Confidency | ۶ Myopia Managerial |
| ۷ Accruals or Discretionary Expenditure | |

منابع

- Anderson, T. W. , and Hsiao, C. (1982). "Formulation and Estimation of Dynamic Models Using Panel Data. " *Journal of Econometrics*, Vol. 18, pp. 47-82.
- Anjos, F. , and Kang, c. (2017). "financial expertise, and executive-firm matching. " *Journal of Corporate Finance*, Vol. 43, pp. 464-479.
- Antia, M. , Pantzalis, C. , et al. (2010). "CEO Decision Horizon and Firm Performance: An Empirical Investigation. " *Journal of Corporate Finance*, Vol. 16, pp. 288-301.
- Azar, A. , and Momeni, M. (1384). "Statistics & its application in management. " 2nd edition, Samt public Tehran, Iran (In Persian).
- Benmelech, E. , Kandel, E. , et al. (2011). "Stock-based Compensation and CEO (dis) Incentives. " *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 125, pp. 1769-1820.
- Bhojraj, S. , and Libby, R. (2005). "Capital Market Pressure, Disclosure Frequency – Induced Earnings / Cash Flow Conflict, and Managerial Myopia. " *Accounting Review*, Vol. 80, pp. 1-20.
- Bhojraj, S. , Hribar, P. , et al. (2009). "Making sense of cents: An examination of firms that marginally miss or beat analyst forecasts. " *The Journal of Finance*, Vol. 64, pp. 2361-2388.
- Burns, N. , Kedia, S. , et al. (2010). "Institutional Ownership and Monitoring: Evidence from Financial Misreporting. " *Journal of Corporate Finance*, Vol. 16, pp. 443-455.
- Chakraborty, I. , Mac Kinlay, A. , et al. (2014). "Managerial Myopia and Debt Maturity. " <http://ssrn.com/abstract=2517169>.
- Chen, Y. , Lin, F. , et al. (2015). "Does institutional short-termism matter with managerial myopia?" *Journal of Business Research* ,Vol. 68, pp. 845-854
- Cherian, S. (2000). "Does shareholder myopia lead to managerial myopia? A first look. " *Financial Economics*, Vol. 10, pp. 493-505.
- Chintrakarn, P. , Jiraporn, P. , et al. (2016). "Do co-opted directors mitigate managerial myopia?" Evidence from R&D investments" <http://ssrn.com/abstract=2756172>.
- Davies, R. , Haldane, A. , et al. (2013). "Measuring the costs of short-termism Richard. " *Journal of Financial*, Vol. 12, pp. 16-25.
- Del Rio, C. , and Santamaria, R. (2011). "Stock characteristics, investor type and market myopia. " www.ssrn.com.

- Derrien, F. , Kecskés, A. , et al. (2012). "Investor Horizons and Corporate Policies. " *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 48, pp. 1755-1780.
- Duruigbo, E. (2012). "Tackling shareholder short-termism and managerial myopia. " http://works.bepress.com/emeka_duruigbo/3.
- Gao, H. , Hsu, P. H. , et al. (2014). "Managerial Short-termism and Corporate Innovation Strategies. "
- 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).
- Jarrel, G. A. , Lehn, K. , et al. (1985). "Institutional ownership, tender offers and long-term investments. " Unpublished SEC study.
- 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>.
- Keshavarz, F. (2012). "Free cash flow and company performance by taking in to account of managers' Myopia", Master's thesis, Islamic Azad University of Marvdasht (In Persian).
- Klein, P. (2009). "Corporate Diversification and Innovation: Managerial Myopia or Inefficient Internal Capital Markets?" *Contracting and Organizations Research Institute, University of Missouri*.
- Koh, P. (2007). Institutional Investor Type, "Earnings Management and Benchmark Beaters. " *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 26, pp. 267-299.
- Kraft, A. , Vashishtha, R. , et al. (2016). "Frequent Financial Reporting and Managerial Myopia. " Cass Business School, City University London.
- Markovitch, D. G. , Steckel, J. H. , et al. (2005). "Using Capital Markets as Market Intelligence: Evidence from the Pharmaceutical Industry. " *Management Science*, Vol. 51, pp. 1467-1480.
- Mizik, N. (2010). "The theory and practice of myopic management. " *Journal of Marketing Research*, Vol. 47, pp. 594-611.
- Mrodi, J. , Bagheri, H. (2013). "A comparative investigation into the Effects of Management Myopia and Earnings Management on Stock Return. " *Journal of the Accounting and Auditing Review*, Vol. 21, pp. 229-250 (In Persian).
- Mrodi, 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*, Vol. 5, pp. 55-62 (In Persian).
- Raei, R. , and Talangi, A. (1386). "Advanced investment management" Samt public Tehran, Iran (In Persian).
- Ridge, J. , and White, M. (2014). "The influence of managerial myopia on firm strategy. " *Management Decision*, Vol. 52, pp. 602-623.
- Sori , A. (2013). "Econometric Via E-views 7 Application", Farhangshenasi Publication, Fifth Edition.
- Tong, J. Y and Zhang, F.) 2015 (. "Do Capital Markets Punish Managerial Myopia?. "University of Western Australia.

Zhao, Y. , Chen, K. H. , et al. (2012). "Takeover Protection and Managerial Myopia: Evidence from Real Earnings Management. " *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 31, pp. 109-135

Investigation of Managerial Myopia on Future Financial Performance in Companies Listed on Tehran Stock Exchange

Reza Tehrani¹, Afsaneh Delshad²

Received : 2017/02/17

Approved: 2017/06/18

Abstract

Myopia has been described as a form of bias or an orientation that restricts serious consideration of alternatives to decision-makers. Common definition of myopia is a lack of foresight or discernment; a narrow view of something and short-sightedness in thinking or planning. The 117 companies are selected by systematic elimination method from the companies listed in TSE during the years of 2006 to 2014. In this study, reaction of the capital market is measured based on two criteria abnormal returns is modified based on market returns and size of the company. Also we consider firms with myopic management when having positive future financial performance and increased return on assets, reduce marketing cost and R&D expenses. The research results show the positive and significant effect of managerial myopia on the future financial performance in companies listed in TSE. In other words, if the managerial myopia exists, the future financial performance will be improved.

Keywords: Bias, Future financial performance, Managerial myopia.

JEL classification: G11, G40, G41

DOI :10.22051/jjar.2018.14229.1275

¹ Professor of Financial Management, University of Tehran, Tehran, Iran. (rtehrani@ut.ac.ir)

² PhD Student in Industrial Management, University of Tehran, Kish International Campus, Kish, Iran. Corresponding author (Afsaneh.delshad@yahoo.com)