



## The Effect of Managers' Ethical and Behavioral Characteristics on Investors' Sentiment

Arash Hosseinpour<sup>1</sup>, Mohammad Hossein Ranjbar<sup>2</sup>, Jahanbakhsh Asadnia<sup>3</sup>, Faegh Ahmadi<sup>4</sup>

Received: May. 14, 2020; Accepted: Sep. 05, 2020

### ABSTRACT

Behavioral and psychological factors, such as power, agency costs, profit management, and myopic behavior of managers can affect information transparency and cause significant changes. Evidence, on the other hand, suggests that investors determine the value of stocks under the influence of judgments based on mental imagery, unscientific information, and the psychological and emotional conditions of the stock exchange. However, investors can be present in this market relying on information transparency. Therefore, considering the importance of these relations for market, the present study is an attempt to investigate the effect of managers' ethical and behavioral characteristics on investors' sentiments in companies listed on the Tehran Stock Exchange. For this purpose, hypotheses are developed and data of Companies listed on Tehran Stock Exchange during 2009 to 2018 are analyzed. The statistical population of the study includes 150 companies, selected by systematic elimination. The regression model of the research is tested using panel data method with integrated effects approach. The results show that with regard to the effect of managers' ethical and behavioral characteristics, optimism, short-sightedness, agency behavior, and profit management intensify investors' sentiment and have a positive and significant effect on it by reducing transparency in firms' decision-making environment. Moreover, the results confirm that the managerial power index, which reflects manager's authoritative behavior, has no significant effect on investors' sentiment.

**Keywords:** investor sentiment, ethical characteristics of management, behavioral characteristics of management

1. PhD Student in Accounting, Department of Accounting and Financial Management, Faculty of Humanities, Qeshm Branch, Islamic Azad University, Qeshm, Iran

✉ [Arash.hosseinpour3@gmail.com](mailto:Arash.hosseinpour3@gmail.com)

2. Assistant Professor, Department of Accounting and Financial Management, Faculty of Humanities, Bandar Abbas Branch, Islamic Azad University, Bandar Abbas, Iran

✉ [Mhranjbar54@gmail.com](mailto:Mhranjbar54@gmail.com)

3. PhD in Accounting, Department of Accounting and Financial Management, Faculty of Humanities, Qeshm Branch, Islamic Azad University, Qeshm, Iran

✉ [Jahan\\_asadnia@yahoo.com](mailto:Jahan_asadnia@yahoo.com)

4. Assistant Professor, Department of Accounting and Financial Management, Faculty of Humanities, Qeshm Branch, Islamic Azad University, Qeshm, Iran

✉ [faeghamadi@gmail.com](mailto:faeghamadi@gmail.com)



## INTRODUCTION

Traditional financial theory states that stock prices represent the underlying value of stocks and reflect the value of future cash flows. Based on efficient market hypothesis, investors behave rationally, meaning that they process all available information and seek to maximize the expected utility. Accordingly, stock price changes are related to systematic changes in the firm's core values, and the irrational behavior of the investor has no effect on returns. Even if some investors shock supply and demand with foolish trading, other rational arbitrators cancel out the effects of these shocks. Therefore, stock prices will remain at a fundamental level. But evidence suggests that investors do not use quantitative methods to determine stock value. Judgments are based on mental imagery, unscientific information, and psychological and emotional conditions of the stock market.

## PURPOSE

The emergence of emotional behaviors by stock market investors is influenced by factors such as political and economic issues, intensification of sanctions, parallel markets, different management behaviors, and signals provided to the market by the company management. There are basic discussions on ethical and behavioral characteristics of managers that can have a significant effect on transparency and capital market behaviors. Accordingly, the present study investigates the effect of ethical and behavioral characteristics of managers on investors' sentiments in companies listed on the Tehran Stock Exchange.

## METHODOLOGY

Due to the impossibility of controlling all related variables, this study is not a purely experimental research. According to the analysis of past information, this research is a quasi-experimental research. Also, considering that the results obtained from the research solve a specific problem or issue, it is applied in terms of its objective and correlational with a regression approach in terms of its methodology.

## RESULT

Developed and then tested. For this purpose, the research model was first examined to test the research hypotheses. However, before fitting the research model, it is necessary to perform the Chow test to evaluate the use of panel data method with fixed effects as opposed to the integrated data method. According to the statistics and error level of Chow test for the research model, the results confirm the null hypothesis, confirming the use of the integrated data method. Therefore, the research model was estimated to test the hypotheses related to the effect of ethical and behavioral characteristics of managers on investors' sentiments according to the preferred method.

According to the results presented in Table (5) and according to the obtained F-statistic (2.994) and its error level (0.000), it can be claimed the research model is of high significance that at 99% confidence level. Also, according to the adjusted coefficient of determination obtained for the model, which is equal to 31%, it can be said that the independent variables explain more than 31% of the changes in the dependent variable. In addition, given Durbin-Watson statistics of 2.194, it can be argued that there is no first-order autocorrelation between model residues. Moreover, the results showed that among the control variables, only the ratio of operating cash flow to total assets and return on assets has a significant effect on investors' sentiments.

## CONCLUSION

Companies whose managers highly observe ethical codes and strive for the interests of shareholders and the society, have more transparency, level of supervision and more accurate planning. These companies try to present a stable trend to the market and avoid creating tension in the market. Therefore, it is expected to witness fewer sentiments among the investors of companies with more transparency. In addition, there is an argument that in companies with managers with opportunistic behaviors and lower ethical codes, there is a lower level of transparency and a lower level of oversight. Ethical issues are not completely observed in these companies that have no stable conditions. Also, these managers do not care about the interests of shareholders, so it is expected that they will face more investor sentiments. Consistent with these arguments, the results showed that in relation to the effect of ethical and behavioral characteristics of managers, the characteristics of optimism, myopic behaviors, agency costs, and profit management intensify investors' sentiments and have a positive and significant effect on it by reducing transparency in the company's decision-making environment. In fact, the results confirm that these opportunistic characteristics (optimism, myopic behaviors, agency cost, and profit management) educe the rational behavior of shareholders and increase investors' sentiments. On the other hand, the results confirm that the management power index, which indicates the authoritative behavior of the manager, does not have a significant effect on investors' sentiments and their rational behavior.

## NOVELTY

The present study investigated the effect of managers' ethical and behavioral characteristics on investors' sentiments in companies listed on the Tehran Stock Exchange. For this purpose, hypotheses were developed and the available information was analyzed. In general, with regard to the effect of managers' behavioral and ethical characteristics on investors' sentiments, there is an argument that companies with managers with higher behavioral and ethical standards, who strive for the interests of shareholders and society, have more transparency.



Interdisciplinary  
Studies in the Humanities

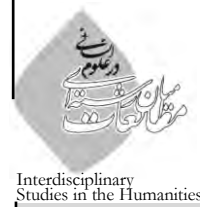
Abstract

## BIBLIOGRAPHY

- Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, 55(1), 81–106. doi:10.1111/0022-1082.00201
- Cornell, B., Landsman, W.R., & Stubben, S.R. (2017). Accounting information, investor sentiment, and market pricing. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2(2), 325-345. doi: 10.1561/108.00000017
- Ben Mohamed, E., Fairchild, R., & Bouri, A. (2014). Investment cash flow sensitivity under managerial optimism: New evidence from NYSE panel data firms. *Journal of Economics Finance and Administrative Science*, 19(36), 11–18. doi:10.1016/j.jefas.2014.04.001
- Chen, W. (2013). Can Corporate Governance Mitigate the Adverse Impact of Investor Sentiment on Corporate Investment Decisions? Evidence from Taiwan. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(2), 101. doi:10.5296/ajfa.v5i2.4117
- Chen, Y.-F., Lin, F.-L., & Yang, S.-Y. (2015). Does institutional short-termism matter with managerial myopia? *Journal of Business Research*, 68(4), 845–850. doi:10.1016/j.jbusres.2014.11.039
- Chung, H. H., Wynn, J. P., & Yi, H. (2013). Litigation risk, accounting quality, and investment efficiency. *Advances in Accounting*, 29(2), 180–185. doi:10.1016/j.adiaac.2013.09.009CORNELL
- Dechow, P., Sloan, R., & Sweeney, A. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- DeFond, M., & Zhang, J. (2014). A review of archival auditing research. *Journal of Accounting and Economics*, 58(2-3), 275–326. doi:10.1016/j.jacceco.2014.09.002
- Demerjian, P., Lev, B., & McVay, S. (2012). Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests. *Management Science*, 58(7), 1229–1248. doi:10.1287/mnsc.1110.1487
- Fadayinejad, M., & Delshad, A. (2016). Investigating the effect of managers' short-sightedness on the future returns of companies listed on the Tehran Stock Exchange, *Financial Management Perspective*, 21, 51-69.
- Ghaderi, K., Ghaderi, S., & Ghaderi, S. (2016). The effect of behavioral factor on managers' overconfidence on the effectiveness of risk management. *Financial Accounting and Auditing Research*, 10 (37), 243-272.
- Huang, X. (2015). Managerial ability and real earnings management. *Unpublished Doctoral Dissertation*, Oklahoma University.
- Hurwitz, H. (2017). Investor sentiment and management earnings forecast bias. *Journal of Business Finance & Accounting*, 45(1-2), 166–183. doi:10.1111/jbfa.12282
- Keller, G., & Warrack, B. (2003). *Statistics for management and economics*. Pacific Grove, CA: Thomson/Brooks/Cole.
- Kheirkhah, M., Aghaei, M., & Nouranifar, E. (2019). The Review of the Effect of Audit Quality Informational Consequences on the Investors' Decisions with Emphasis on Audit Partners' Switches. *Journal of Accounting and Auditing Research*. 11(41),111-128.



- Koutmos, D., & Song, W. (2014). Speculative dynamics and price behavior in the Shanghai Stock Exchange. *Research in International Business and Finance*, 31, 74–86. doi:10.1016/j.ribaf.2013.11.006
- Kraft, A. G., Vashishtha, R., & Venkatachalam, M. (2017). Frequent Financial Reporting and Managerial Myopia. *The Accounting Review*, 93(2), 249–275. doi:10.2308/accr-51838
- Li, L., Tong, W. H. S., & Cheng, P. (2012). Managerial Overconfidence, CEO Selection and Corporate Investment: An Empirical Analysis. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.2121054
- Lin, Y., Hu, S., & Chen, M. (2005). Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(5), 523–546. doi:10.1016/j.pacfin.2004.12.003
- Ma, Z., Wu, L., Zhang, J., & Zhou, K. (2017). Sentiment and Audit Quality. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.3023363
- Mizik, N. (2010). The Theory and Practice of Myopic Management. *Journal of Marketing Research*, 47(4), 594–611. doi:10.1509/jmkr.47.4.594
- Moradi, J., & Bagheri, H. (2014). A comparative investigation into the Effects of Management Myopia and Earnings Management on Stock Return. *Accounting and Auditing Review*, 21(2), 229–250. doi: 10.22059/acctgrev.2014.50774
- Salehi, A., Mosavei, R., & Moradi, M. (2017). An investigate the effect managerial optimism on investment sensitivity to cash flow. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 10(33), 65–76.
- Shafiei, H., Khodamipour, A., & Dastgir, M. (2017). The Impact of Macroeconomic Indicators on Social Responsibility of Companies. *Interdisciplinary Studies in the Humanities*, 10(1), 155–173. doi: 10.22631/isih.2017.229
- Tehrani, R., & Delshad, A. (2018). Investigation of Managerial Myopia on Future Financial Performance in Companies Listed on Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Research*, 8(2), 23–46. doi: 10.22051/ijar.2018.14229.1275
- Tinga, I., Leanb, H. H., Kwehc, Q. L., & Azizand., N. A., (2016). Impact of Managerial Overconfidence and Government Intervention on Firm Leverage Decision: A MARS Model Approach. *Institutions and Economies* 8(3), 85–104.
- Vo, X. V., & Phan, D. B. A. (2017). Further evidence on the herd behavior in Vietnam stock market. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 13, 33–41. doi:10.1016/j.jbef.2017.02.003
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs, N.J: Prentice-Hall.
- Zhu, B., & Niu, F. (2016). Investor sentiment, accounting information and stock price: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 38, 125–134. doi:10.1016/j.pacfin.2016.03.010



Interdisciplinary  
Studies in the Humanities

Abstract



## تأثیر ویژگی‌های اخلاقی و رفتاری مدیران بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران

آرش حسین‌پور<sup>۱</sup>، محمدحسین رنجبر<sup>۲\*</sup>، جهانبخش اسدنی<sup>۳</sup>، فائق احمدی<sup>۴</sup>

دریافت: ۱۳۹۹/۰۲/۲۵؛ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۶/۱۵

### چکیده

عوامل رفتاری و روانی در قالب اطمینان بیش‌ازحد مدیران، هزینه‌های نمایندگی، رفتار مدیریت سود، و کوتاه‌بینی مدیران می‌تواند بر شفافیت اطلاعاتی تأثیر بگذارد و باعث تغییرات چشمگیری در آن‌ها شود. افزون‌براین، شواهد حکایت از این دارد که سرمایه‌گذاران برای تعیین ارزش سهام، تحت تأثیر قضاوت‌های مبتنی بر تصورات ذهنی، اطلاعات غیرعلمی، و شرایط روانی و احساسی در بورس حضور دارند و این در حالی است که می‌توان به پشتوانه شفافیت اطلاعاتی در این بازار حضور یافت؛ بنابراین، با توجه به اهمیت این روابط برای بازار، مقاله حاضر تأثیر ویژگی‌های اخلاقی و رفتاری مدیران را بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرده است. در این راستا، فرضیه‌هایی تدوین و اطلاعات مربوط به شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار در طول دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ بررسی و تجزیه و تحلیل شده است. جامعه آماری پژوهش، با توجه به شرایط در نظر گرفته شده برای انتخاب نمونه، در بر دارنده ۱۵۰ شرکت است که به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده‌اند. الگوی رگرسیون مقاله با استفاده از روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات تلفیقی، بررسی و آزمون شد. نتایج به دست آمده نشان داد که به لحاظ تأثیر ویژگی‌های اخلاقی و رفتاری مدیران، ویژگی‌های رفتاری خوش‌بینانه، کوتاه‌بینانه، رفتار نمایندگی، و مدیریت سود با کاهش شفافیت در محیط تصمیم‌گیری شرکت، سبب تشدید گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران شده و اثر مثبت و معناداری بر آن دارد. افزون‌براین، نتایج به دست آمده، بیانگر این است که شاخص قدرت مدیریت که نشان‌دهنده رفتار مقتدرانه مدیر است، اثر معناداری بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران ندارد.

**کلیدواژه‌ها:** گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، ویژگی‌های اخلاقی مدیریت، ویژگی‌های رفتاری مدیریت

۱. دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، واحد قشم، دانشگاه آزاد اسلامی، قشم، ایران  
[arash.hosseinpour3@gmail.com](mailto:arash.hosseinpour3@gmail.com)

۲. استادیار گروه حسابداری و مدیریت مالی، دانشکده علوم انسانی، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران (نویسنده مسئول)  
[mhranjbar54@gmail.com](mailto:mhranjbar54@gmail.com)

۳. استاد مدعو و دکتری حسابداری، گروه حسابداری، واحد قشم، دانشگاه آزاد اسلامی، قشم، ایران  
[jahan\\_asadnia@yahoo.com](mailto:jahan_asadnia@yahoo.com)

۴. استادیار گروه حسابداری و مدیریت مالی، واحد قشم، دانشگاه آزاد اسلامی، قشم، ایران  
[faeghahmadi@gmail.com](mailto:faeghahmadi@gmail.com)

## ۱. مقدمه

نظریه مالی سنتی بیان می‌کند که قیمت سهام، ارزش بنیادی سهام را نشان می‌دهد و بازتاب‌دهنده ارزش جریان‌های نقدی آتی است. برپایه فرضیه بازار کارا، سرمایه‌گذاران رفتار عقلایی دارند؛ به این معنا که همه اطلاعات موجود و دردسترس را پردازش کرده و به دنبال حداکثر کردن مطلوبیت موردانتظار هستند (خیرخواه، آقایی، و نورانی فر، ۱۳۹۸). براین اساس، تغییرات قیمت سهام به تغییرات نظام‌مند در ارزش‌های بنیادی شرکت مربوط است و رفتار نابخردانه سرمایه‌گذار، تأثیری بر بازده ندارد. حتی اگر بعضی از سرمایه‌گذاران با معاملات نابخردانه در عرضه و تقاضا شوک ایجاد کنند، آربیتراژگران منطقی دیگر، اثر این شوک‌ها را خنثی می‌کنند؛ بنابراین، قیمت سهام در سطح بنیادی باقی خواهد ماند، اما شواهد، حکایت از این دارد که سرمایه‌گذاران برای تعیین ارزش سهام از روش‌های کمی استفاده نمی‌کنند و قضاوت‌ها مبتنی بر تصورات ذهنی، اطلاعات غیرعلمی، و شرایط روانی و احساسی در بورس است (چانگ، وین و یی، ۲۰۱۳). متغیرهای احساسی که برپایه محدودیت‌های شناختی شکل می‌گیرند، شرایط روانی فعالان بازار سرمایه را بررسی می‌کنند، زیرا نظریه مالی رفتاری، بیانگر دو فرض اساسی است؛ نخستین فرض این است که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر گرایش‌های احساسی خود تصمیم می‌گیرند. در اینجا گرایش احساسی به صورت اعتقاد به جریان‌های نقدی آتی و ریسک‌های سرمایه‌گذاری تعریف شده است؛ اعتقادی که براساس حقایق دردسترس ایجاد نشده است. دومین فرض این است که آربیتراژ در برابر سرمایه‌گذاران احساسی، پریسک و پرهزینه است (دیفوند و ژانگ، ۲۰۱۴).

افزون‌براین، سرمایه‌گذاران، کاملاً عقلایی و منطقی نیستند و با دخالت دادن احساسات در فرایند تصمیم‌گیری، تصمیم‌های نادرستی می‌گیرند. تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران، باعث انحراف قیمت سهام از قیمت‌های واقعی و قیمت‌گذاری نادرست سهام می‌شود. قیمت‌گذاری نادرست سهام شرکت‌ها بر تصمیم‌های تأمین مالی و به تبع آن،





تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر می‌گذارد و موجب انحراف تصمیم‌های ارکان راهبری شرکت از سرمایه‌گذاری بهینه می‌شود (چن<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳). چنین انحرافی، مانع سرمایه‌گذاری کارآمد شرکت‌ها خواهد شد. همچنین، مسئله‌ای که در بازار سرمایه ایران وجود دارد و این مقاله نیز برپایه آن شکل گرفته است، رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران در بازار بورس است. برخی از سهام‌داران — به‌ویژه سهام‌دارانی با حضور مداوم و نگرشی انحصاری — هیجان‌هایی را در بازار به‌وجود می‌آورند و با تحریک احساسات دیگران، آن‌ها را به‌سوی رفتار توده‌وار سوق می‌دهند. کارشناسان بازار سرمایه، همواره در مورد حضور احساسی سرمایه‌گذاران، توصیه‌هایی داشته‌اند و از آن‌ها خواسته‌اند، بدون اطلاعات کافی وارد بازار نشوند، از خرید و فروش هیجانی در بازار پرهیز کنند، به شایعه‌ها و اخبار غیررسمی در مورد شرکت‌ها توجه نکنند، از سفته‌بازی در بازار سهام پرهیزند و راهبرد خود را برپایه دیدگاه میان‌مدت و بلندمدت قرار دهند. چنین مواردی، نشانه‌هایی از تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه است (هارویتز<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷). البته بروز رفتارهای احساسی از سوی سرمایه‌گذاران بورسی، متأثر از عوامل دیگری از قبیل مسائل سیاسی و اقتصادی تشدید اعمال تحریم‌ها، بازارهای موازی، رفتارهای متفاوت مدیریت، و سیگنال‌هایی است که مدیریت شرکت به بازار ارائه می‌دهد. با توجه به موارد مطرح‌شده و بحث اساسی ویژگی‌های اخلاقی و رفتاری مدیران که می‌تواند تأثیر چشمگیری بر مسئله شفافیت و رفتارهای بازار سرمایه داشته باشد، مسئله اساسی این مقاله، بررسی اثر ویژگی‌های اخلاقی و رفتاری مدیران بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران است.

## ۱. پیشینه پژوهش

دیدگاه مالی رفتاری، به بررسی گرایش احساسی سرمایه‌گذاران در فرایند تصمیم‌گیری آن‌ها برای سرمایه‌گذاری می‌پردازد. این دیدگاه نشان می‌دهد که برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار، هیچ دلیل بنیادینی ندارد و گرایش احساسی سرمایه‌گذار، نقش مهمی در تعیین

1. Chen  
2. Hurwitz





قیمت‌ها بازی می‌کند (کوت‌موس و سونگ<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴). پژوهش‌های زیادی، نقش گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سهام را بررسی کرده‌اند؛ درحالی‌که نظریه‌های سنتی، به این‌گونه گرایش‌ها به‌عنوان عامل تأثیرگذار بر بازده سهام، توجه نمی‌کنند. نظریه‌پردازان دیدگاه مالی رفتاری بر این نظرند که گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران، یکی از عوامل تأثیرگذار بر قیمت سهام است. افزون‌براین، چن، لین، و یانگ<sup>۲</sup> (۲۰۱۵) در پژوهش خود نشان داده‌اند که گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران، از رفتارهای مدیریت تأثیرپذیر است.

مدیران در اجرای برنامه‌های تجاری، از توان انتخاب راهبردهای گوناگون مدیریتی برخوردارند که هر یک از این راهبردها سبب ایجاد جریان‌های نقدی متفاوتی خواهد شد و سرانجام، افزایش کارایی مدیریت، نیازمند انتخاب راهبردهای بهینه‌ای است که به بالاترین ارزش موردانتظار برای شرکت بینجامد، اما درعمل، گاهی مدیران به دلایل گوناگون (برای مثال، در پاسخ به معیارهای کوتاه‌مدت‌نگر ارزیابی عملکرد)، در انتخاب راهبردهای ارزش‌آفرین شرکت، به جای تمرکز بر اهداف بلندمدت و خلق بیشترین ارزش موردانتظار 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 تبدیل می‌شود که چنین انتخابی از سوی مدیران، به هزینه کاهش ارزش موردانتظار شرکت در بلندمدت منجر شود و تأثیر نامطلوبی بر عملکرد آینده شرکت بگذارد. به بیان روشن‌تر، انتظار می‌رود، مدیرانی که بر اهداف کوتاه‌مدت متمرکز هستند، در یک فاصله زمانی کوتاه به نتایج و بازده سریع و البته موقت دست یابند، اما در بلندمدت، عملکرد آن‌ها مطلوب و رضایت‌بخش نخواهد بود و— به گفته‌ای— درگیر مدیریت بسیار کوتاه‌بینانه یا بسیار خوش‌بینانه می‌شوند (میزیک<sup>۳</sup>، ۲۰۱۰).

سطح رفتارهای خوش‌بینانه، کوتاه‌بینانه، بحث مدیریت سود، رفتار اقتدارگرایانه مدیریت، و رفتار نمایندگی مدیران، از جمله ویژگی‌های مدیران هستند که می‌توانند بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در بازار— که به دیدگاه‌های متفاوت مدیران وابسته است— اثرگذار باشند. به‌طورکلی، در مورد تأثیر ویژگی‌های رفتاری و اخلاقی مدیران بر گرایش‌های احساسی

1. Koutmos & Song  
2. Chen, Lin, & Yang  
3. Mizik

سرمایه‌گذاران، این استدلال وجود دارد که شرکت‌های دارای مدیرانی که با رعایت استانداردهای رفتاری و اخلاقی بالاتر (اخلاق‌مدار) در جهت منافع سهام‌داران و جامعه تلاش می‌کنند، دارای شفافیت، سطح نظارت، و برنامه‌ریزی دقیق‌تری هستند و سعی می‌کنند روند باثباتی را از خود به بازار عرضه کرده و از ایجاد تنش در بازار خودداری کنند؛ از این رو، این انتظار وجود دارد که با وجود شفافیت بالاتر، شاهد گرایش‌های احساسی کمتری در سرمایه‌گذاران در این نوع شرکت‌ها باشیم (ما، وو، ژانگ، و ژو، ۲۰۱۷). در مقابل، این استدلال وجود دارد که در شرکت‌هایی که مدیرانی با رفتارهای فرصت‌طلبانه و استانداردهای پایین‌تر از رعایت اخلاق دارند، سطح پایین‌تری از شفافیت و نظارت وجود دارد؛ در این شرکت‌ها به مسائل اخلاقی، توجه زیادی نمی‌شود و شرایط باثباتی ندارند. همچنین، این مدیران، اهمیتی برای منافع سهام‌داران قائل نیستند؛ از این رو، این انتظار وجود دارد که با گرایش‌های احساسی بیشتری در سرمایه‌گذاران خود روبه‌رو باشند. با توجه به این استدلال‌ها، الگوی مفهومی پژوهش به شرح زیر طراحی شده است.

#### ۱-۱. الگوی مفهومی

هارویتز (۲۰۱۷)، در پژوهشی با عنوان «تمایل سرمایه‌گذاران و پیش‌بینی سود مدیریتی»، گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و خطای پیش‌بینی سود مدیران را بررسی کرده است. وی با بررسی ۶۵۵۵ شرکت به این نتیجه رسیده است که خطای پیش‌بینی سود مدیران با گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران ارتباط دارد. افزون‌براین، او دریافته است که پیش‌بینی سود سالانه مدیران در دوره‌ای که گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران پایین است، بدبینانه خواهد بود. همچنین، به این نتیجه رسیده است که رابطه میان گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با خطای پیش‌بینی سود مدیریت در شرکت‌های دچار نااطمینانی بیشتر نسبت به شرکت‌های با نااطمینانی کمتر - تشدید می‌شود.

کرافت، واشیشسا، و ونکاتاجالام<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان «گزارشگری مکرر مالی و تاثیر کوتاه‌مدتی مدیران»، تاثیر کوتاه‌مدتی مدیران را بر کیفیت گزارشگری مالی بررسی



1. Ma, Wu, Zhang, & Zhou  
2. Kraft, Vashishtha, & Venkatachalam



کرده‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که رفتار کوتاه‌بینانه مدیران در فرآیند گزارشگری مالی، باعث کاهش سطح سرمایه‌گذاری آتی می‌شود.

بن محمد، فی‌چیلد و بوری<sup>۱</sup> (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان «حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری ناشی از خوش‌بینی مدیریتی»، از طریق داده‌های پانلی شرکت‌های امریکایی در دوره زمانی ۱۹۹۹ تا ۲۰۱۴، حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری را بررسی کرده‌اند. نتایج این پژوهش حاکی از این است که در شرکت‌های دچار محدودیت مالی، حساسیت قوی‌تر است. آن‌ها همچنین، نشان داده‌اند که ویژگی‌های هیئت‌مدیره می‌تواند، تغییرات سیاست‌های سرمایه‌گذاری را کاهش دهد.

وو و فن<sup>۲</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان «شواهد دیگری در مورد رفتار توده‌ای در بازار سهام ویتنام»، با استفاده از یک نمونه ۲۹۹ شرکتی در بین سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۵، رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در بازار ویتنام را بررسی کرده و یک تحلیل جامع را با استفاده از فرکانس روزانه، هفتگی، و ماهانه ارائه کرده‌اند. نتایج این پژوهش، رفتار توده‌وار را در طول تمام دوره مورد مطالعه نشان می‌دهد. افزون‌براین، هنگامی که داده‌ها را به سه دوره پیش از بحران، در طول بحران، و پس از بحران تقسیم کرده‌اند، نتایج محکم‌تری به دست آمده است. ژو و نیو<sup>۳</sup> (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان «احساسات سرمایه‌گذاران، اطلاعات حسابداری و قیمت سهام: شواهدی از کشور چین»، بررسی نمود که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، رشد درآمدهای موردانتظار، و نرخ بازده موردتوقع را تغییر می‌دهد؛ هرچند این تأثیر در دوره بدبینی و خوش‌بینی سرمایه‌گذاران متفاوت است. همچنین، نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران به همراه اطلاعات حسابداری، بر قیمت سهام تأثیر معناداری می‌گذارد.

چن و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان «آیا کوتاه مدت‌گرایی نهادی با نزدیک بینی مدیریتی مهم است؟»، کوتاه‌بینی مدیران و کاهش سرمایه‌گذاری در طرح‌های تحقیق و توسعه در بازار در حال ظهور تایوان و اینکه آیا سرمایه‌گذاران نهادی، رفتار کوتاه‌بینانه مدیران

1. Ben Mohamed, Fairchild, & Bouri  
2. Vo & Phan  
3. Zhu, & Niu

را تشدید می‌کنند را بررسی کرده‌اند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد، مدیران شرکت‌های تایوانی، به منظور رسیدن به هدف کوتاه مدت افزایش درآمدها، 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.

فدایی نژاد و دلشاد (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان «بررسی تاثیر کوتاه‌بینی مدیران بر بازده آتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، تاثیر کوتاه‌بینی مدیران را بر بازده آتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرده‌اند. در این پژوهش، شرکت‌هایی دچار 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. نتایج این پژوهش، بیانگر این است که کوتاه‌بینی مدیران سبب کاهش بازده سالیانه آتی سهام شرکت‌های نمونه شده است. در واقع، نتایج نشان‌دهنده این نکته است که بازده سالیانه آتی سهام در شرکت‌های دچار کوتاه‌بینی مدیران، کاهش یافته است؛ هرچند این نتیجه، به لحاظ آماری معنادار نبوده است.

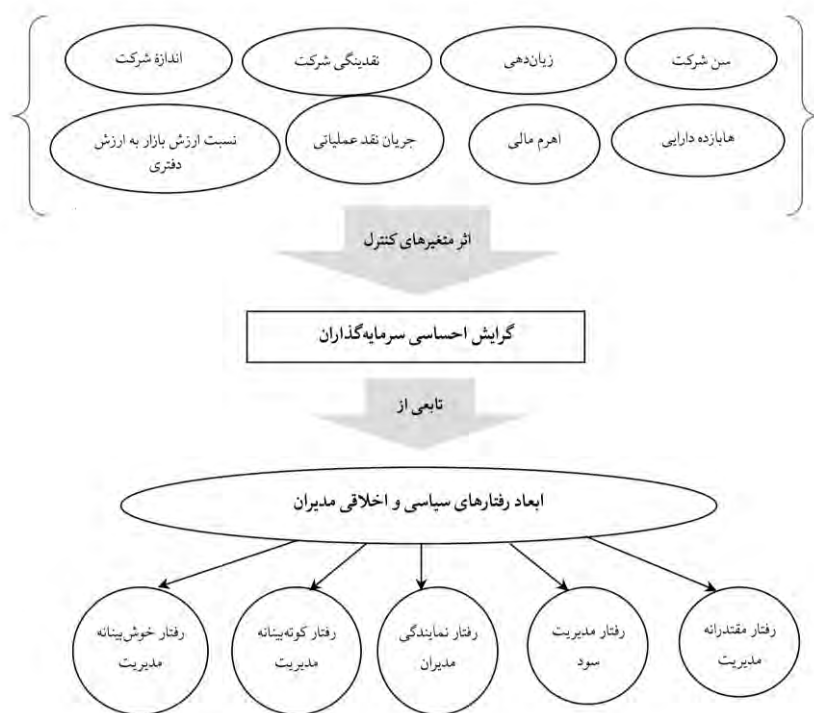
تهرانی و دلشاد (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان «تاثیر کوتاه‌بینی مدیریت را بر عملکرد مالی آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» مطالعه کرده‌اند. نمونه پژوهش آن‌ها، در بردارنده تعداد ۱۱۷ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران در طول سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ بود. معیار سنجش عملکرد در این پژوهش، نرخ بازده دارایی‌ها در سال بعد، براساس دو معیار بازده غیرعادی اصلاح شده و برپایه بازده بازار و اندازه شرکت است. نتایج این پژوهش، تاثیر 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 کوتاه‌بینی مدیران، عملکرد مالی آتی شرکت‌های نمونه، بهبود یافته است.

قادری و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان «تاثیر عامل رفتاری اطمینان بیش از حد مدیران بر اثربخشی مدیریت ریسک»، به بررسی تاثیر عامل رفتاری اطمینان بیش از حد مدیران بر اثربخشی مدیریت ریسک پرداخته‌اند. نمونه آماری پژوهش آنان، ۱۱۵ شرکت



پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و که با به کارگیری روش داده‌های ترکیبی و الگوی اثرات ثابت، تجزیه و تحلیل شده‌اند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد، شیوه‌های مدیریت ریسک سازمانی از سوگیری‌های رفتاری و بیش اطمینانی مدیران تأثیر پذیرفته و اثربخشی خود را از دست خواهد داد؛ بنابراین، اثر اطمینان بیش از حد مدیران بر مدیریت ریسک پذیرفته می‌شود.

صالحی، موسوی، و مرادی (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان «تأثیر خوشبینی مدیریتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی»، بر این نظرند که میان خوش‌بینی مدیریتی و حساسیت سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، در نتیجه خوش‌بینی مدیریتی در شرکت‌های دچار محدودیت مالی، بیشتر از شرکت‌های بدون محدودیت مالی است.



شکل شماره (۱). الگوی مفهومی پژوهش



شفیعی، خدای پور، و دستگیر (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان «تأثیر شاخص‌های کلان اقتصادی بر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها»، اثر شاخص‌های کلان اقتصادی را بر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها بررسی کرده‌اند. نمونه آماری این پژوهش، دربردارنده ۷۹ شرکت مشغول به کار در سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۳ بوده است. آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از روش رگرسیون چندگانه انجام شده و داده‌های تابلویی با روش اثرات ثابت استفاده شده‌اند. برای سنجش مسئولیت اجتماعی و زیست‌محیطی نیز شاخص کی‌ال‌دی به کار رفته است. نتایج تحلیلی داده‌های پژوهش و آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد، بین شاخص‌های کلان اقتصادی (مانند نرخ تورم و تولید ناخالص داخلی و نمره تغییرات افشای مسئولیت اجتماعی و زیست‌محیطی شرکت‌ها)، رابطه معناداری وجود دارد. همچنین، برپایه نتایج این پژوهش، بین نرخ بازده بدون ریسک و مسئولیت اجتماعی و زیست‌محیطی شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود ندارد.

## ۲-۱. فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری مطرح شده و نتایج پژوهش‌های پیشین، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین شده‌اند:

فرضیه نخست: رفتار نمایندگی مدیران، تأثیر منفی معناداری بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران دارد؛

فرضیه دوم: رفتار خوش‌بینانه مدیریت، تأثیر منفی معناداری بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران دارد؛

فرضیه سوم: رفتار کوتاه‌بینانه مدیریت، تأثیر منفی معناداری بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران دارد؛

فرضیه چهارم: رفتار مقتدرانه مدیریت (قدرت مدیریت) تأثیر منفی معناداری بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران دارد؛

فرضیه پنجم: رفتار مدیریت سود، تأثیر منفی معناداری بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران دارد.



## ۲. روش پژوهش

این پژوهش، با توجه به عدم امکان کنترل تمام متغیرهای مربوط، نمی‌تواند از نوع پژوهش‌های تجربی محض باشد، اما با توجه به تجزیه و تحلیل داده‌های گذشته، از نوع پژوهش‌های نیمه تجربی است. همچنین، براساس این نکته که نتایج به دست آمده از پژوهش به حل یک مشکل یا موضوع خاص می‌پردازد، به لحاظ هدف، کاربردی و به لحاظ روش نیز از نوع تجزیه و تحلیل همبستگی با رویکرد رگرسیونی است.

### ۲-۱. جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش در بردارنده تمام شرکت‌های بورسی در طول دوره زمانی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ بوده است. برای انتخاب نمونه، در هر مرحله، از میان تمام شرکت‌های بورسی در ابتدای سال ۱۳۸۵، شرکت‌هایی که دارای ویژگی‌های زیر نبوده‌اند، حذف و شرکت‌های باقی مانده برای انجام آزمون انتخاب شده‌اند:

(۱) شرکت‌ها باید در طول دوره زمانی مورد رسیدگی، تداوم فعالیت داشته و به صورت پیوسته در بورس فعال باشند؛ (۲) نمونه آماری، تنها در بردارنده شرکت‌های تولیدی و صنعتی است؛ و (۳) سال مالی شرکت‌ها، منتهی به ۲۹ اسفند باشد.

با اعمال شرایط بالا، سرانجام، پس از پیمودن مراحل یادشده، تعداد ۱۵۰ شرکت (دربگیرنده ۱۵۰۰ سال شرکت) برای بررسی این موضوع انتخاب شدند که اطلاعات مربوط به آن‌ها در جدول شماره (۱) ارائه شده است.

جدول شماره (۱). شیوه انتخاب نمونه

تعداد	شرح
۶۹۴	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده بورسی
۳۵۶	تعداد شرکت‌هایی که داده‌های آنان در دسترس است و تداوم فعالیت داشته‌اند.
۳۱۷	تعداد شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها ۱۲/۲۹ است.
(۷۲)	تعداد شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، لیزینگ، بانک‌ها، و...
(۹۵)	تعداد شرکت‌هایی که در دوره پژوهش، اطلاعات ناقصی داشته‌اند.
۱۵۰	تعداد شرکت‌های باقی مانده به عنوان نمونه



## ۲-۲. الگوی پژوهش

الگوی پژوهش برای آزمون فرضیه‌های انتخاب‌شده به شرح زیر است.

$$\text{SENT}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Optimism}_{i,t} + \beta_2 \text{Myopic}_{i,t} + \beta_3 \text{Agency Cost}_{i,t} + \beta_4 \text{DA}_{i,t} + \\ \beta_5 \text{CEO Power}_{i,t} + \beta_6 \text{size}_{i,t} + \beta_7 \text{Liquid}_{i,t} + \beta_8 \text{Loss}_{i,t} + \beta_9 \text{Age}_{i,t} + \beta_{10} \text{MBV}_{i,t} + \\ \beta_{11} \text{CFO}_{i,t} + \beta_{12} \text{LEV}_{i,t} + \beta_{13} \text{ROA}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

## ۳-۲. متغیر وابسته

گرایش احساسی سرمایه‌گذاران ( $EMS_{i,t}$ ): در این پژوهش برای اندازه‌گیری گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران از شاخص گرایش احساسی بازار سرمایه استفاده شده است. این شاخص، در مقاله ما و همکاران (۲۰۱۷) تعدیل و ارائه شده است. بنابراین، گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با استفاده از الگوی زیر اندازه‌گیری خواهد شد:

$$\text{SENT} = \frac{\sum (R_{i,t} - R_r)(R_{i,v} - R_v)}{[\sum (R_{i,t} - R_r)^2 \sum (R_{i,v} - R_v)^2]^{\frac{1}{2}}} \times 100$$

در الگوی بالا:

$R_{i,t}$ : بازده سالانه شرکت  $i$  در سال  $t$ ;

$R_{i,v}$ : رتبه نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت  $i$  که از میانگین انحراف معیار بازده سهام ۳

سال پیش از  $t$  استفاده می‌شود؛

$R_r$ : میانگین رتبه بازده سالانه سهام شرکت‌های پرتفوی (در این پژوهش، شرکت‌های نمونه بر پایه اندازه (لگاریتم ارزش بازار شرکت) مرتب و براساس ۵ پرتفوی از کوچک به بزرگ طبقه‌بندی می‌شوند؛ به گونه‌ای که پرتفوی شماره یک، شرکت‌های با کمترین مقدار معیار موردنظر و پرتفوی شماره ۵، دربردارنده شرکت‌های با بیشترین مقدار معیار در آن سال باشد)؛

$R_v$ : میانگین رتبه نوسان‌پذیری تاریخی سهام شرکت‌های پرتفوی.

## ۴-۲. متغیرهای مستقل

■ رفتار نمایندگی مدیر<sup>۱</sup>: برای اندازه‌گیری این شاخص از سه معیار به شرح زیر استفاده

شده است:

1. agency cost







نسبت گردش دارایی‌ها: این نسبت، از جمله نسبت‌های معروف و بیانگر کارایی مدیریت و چگونگی بهره‌گیری وی از دارایی‌ها است. هرچه نسبت یادشده بالاتر باشد، کارایی مدیر، بیشتر و در نتیجه، هزینه‌های نمایندگی کمتر است. نسبت یادشده از طریق تقسیم فروش شرکت بر مجموع دارایی‌های آن به دست می‌آید (آنگ، کوله، و لین، ۲۰۰۰)؛ به گونه‌ای که اگر بیشتر از میانه باشد، عدد صفر و در غیر این صورت یک را می‌پذیرد؛

نسبت هزینه‌های اختیاری: نسبت هزینه‌های اختیاری می‌تواند معیاری برای سنجش افراط‌گرایی مدیریت در انجام هزینه‌های اختیاری باشد. این نسبت (هزینه‌های عمومی و اداری و فروش)، میزان کنترل هزینه‌های عملیاتی توسط مدیران را اندازه‌گیری می‌کند و به‌عنوان معیار مستقیم هزینه‌های نمایندگی به کار می‌رود؛ یعنی هرچه این نسبت، بالاتر باشد، هزینه‌های نمایندگی نیز بیشتر است (آنگ و همکاران، ۲۰۰۰)؛ به گونه‌ای که اگر بیشتر از میانه باشد، عدد یک، و در غیر این صورت، صفر را می‌پذیرد.

جریان نقد آزاد: جریان‌های نقد آزاد، به پیروی از واتس و زیمرمن<sup>۲</sup> (۱۹۸۶)، به شکل زیر

محاسبه شده‌اند:

جریان نقد آزاد = خالص وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی - بهره تأمین مالی - سود

تقسیمی

جریان‌های نقد آزاد، پس از محاسبه برای هر شرکت، به منظور افزایش قابلیت مقایسه، بر مبلغ فروش شرکت تقسیم می‌شود. از طریق ضرب دو عامل یادشده، هزینه‌های نمایندگی برای شرکت‌های مورد بررسی به دست خواهد آمد؛ به گونه‌ای که اگر بیشتر از میانه باشد، عدد یک و در غیر این صورت، صفر را می‌پذیرد.

سرانجام، پس از تعیین عدد برای هر سال شرکت، شاخص هزینه نمایندگی به شرح زیر

محاسبه می‌شود.

$$ComP = \frac{\sum_{j=1}^m d_j}{\sum_{j=1}^n H_j}$$

1. Ang, Cole, & Lin  
2. Watts, & Zimmerman

در این رابطه  $\sum d_j$  بیانگر تمام اقلامی است که امتیاز یک گرفته‌اند و  $\sum H_j$  بیانگر همه اقلامی است که ارزش‌های صفر یا یک در مورد آن‌ها در نظر گرفته شده است. به این ترتیب، شاخص رفتار نمایندگی، برای هر شرکت، اندازه‌گیری شده و در دامنه صفر تا یک قرار می‌گیرد.

■ رفتار خوش‌بینانه مدیریت<sup>۱</sup>: برای اندازه‌گیری شاخص خوش‌بینی مدیریت از معیارهای زیر استفاده شده است.

تفاوت فروش و فروش پیش‌بینی شده: چنانچه فروش واقعی سال، کمتر از فروش پیش‌بینی شده باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر را می‌پذیرد (صالحی و همکاران، ۱۳۹۶).

تفاوت سود هر سهم با سود پیش‌بینی شده برای آن: چنانچه سود هر سهم سال، کمتر از سود پیش‌بینی شده هر سهم باشد، عدد یک و در غیر این صورت، عدد صفر را می‌پذیرد (لین، هو، و چن<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵).

تفاوت سود تقسیمی هر سهم و سود تقسیمی پیش‌بینی شده برای آن: چنانچه سود تقسیمی هر سهم سال کمتر از سود تقسیمی پیش‌بینی شده هر سهم باشد، عدد ۱ و در غیر این صورت، عدد صفر را می‌پذیرد (لی تانگ و چنگ<sup>۳</sup>، ۲۰۱۲).

مخارج سرمایه‌ای: این متغیر از طریق تفاضل خالص دارایی‌های عملیاتی در سال  $t$  از خالص دارایی‌های عملیاتی سال پیش، به علاوه استهلاک سال  $t$  محاسبه می‌شود. با توجه به اینکه اعتماد به نفس کاذب مدیریت، مبتنی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیران است، مخارج سرمایه‌ای، در شرکت‌های دارای مدیران بیش‌اطمینان، بیشتر است؛ به گونه‌ای که اگر بیشتر از میانه باشد، عدد یک و در غیر این صورت، صفر را می‌پذیرد (تینگا، لینب، کویی، و عزیزند<sup>۴</sup>، ۲۰۱۶). سرانجام، پس از تعیین عدد برای هر سال شرکت، شاخص خوش‌بینی مدیریت به شرح زیر محاسبه می‌شود.

$$GINDEX = \frac{\sum_{j=1}^m d_j}{\sum_{j=1}^n H_j}$$

1. optimism
2. Lin, Hu, & Chen
3. Li, Tong, & Cheng
4. Tinga, Leanb, Kwehc, & Azizand





در این رابطه،  $\sum H_j$  بیانگر تمام اقلامی است که امتیاز یک گرفته‌اند و  $\sum H_j$  بیانگر همه اقلامی است که ارزش‌های صفر یا یک در مورد آن‌ها در نظر گرفته شده است. به این ترتیب، شاخص خوش‌بینی مدیریت برای هر شرکت، اندازه‌گیری شده و در دامنه صفر تا یک قرار می‌گیرد. رفتار کوتاه‌بینانه مدیریت<sup>۱</sup>: انتظار می‌رود، زمانی که شرکت‌ها به موفقیت مالی چشمگیری دست می‌یابند، فرصت و منابع لازم را برای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های بلندمدت آینده به دست آورند؛ بنابراین، شرکت‌هایی که به طور هم‌زمان، بازدهی بیش از حد موردانتظار و هزینه بازاریابی و تحقیق و توسعه‌ای کمتر از حد طبیعی را گزارش می‌کنند، به احتمال زیاد، مشمول ویژگی مدیریت کوتاه‌بینانه (دارای مدیران کوتاه‌بین) خواهند بود. برای شناسایی و تعیین شرکت‌های کوتاه‌بین، ابتدا لازم است سطح موردانتظار بازده دارایی، هزینه بازاریابی، و هزینه تحقیق و توسعه را برای هر شرکت در هر دوره زمانی، برآورد کنیم. در این راستا روابط ۱ تا ۳ بکارگرفته شده است:

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

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

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

در این روابط،  $ROA$ ،  $Mktg$ ، و  $R\&D$  به ترتیب، بازده دارایی‌ها، هزینه بازاریابی به کل فروش، و هزینه تحقیق و توسعه به کل فروش است. یادآوری می‌شود، هزینه بازاریابی و مخارج تحقیق و توسعه از یادداشت‌های توضیحی افشاشده شرکت‌ها استخراج می‌شود. پس از محاسبه مقادیر برآوردی بازده دارایی‌ها، هزینه بازاریابی، و هزینه تحقیق و توسعه با استفاده از الگوهای بالا، مقادیر پیش‌بینی شده به دست آمده براساس الگو با مقادیر واقعی مقایسه شده‌اند. سپس، با توجه به خطای پیش‌بینی این سه الگو، شرکت‌ها در چهار گروه اصلی به شرح داده‌های جدول شماره (۲) قرار می‌گیرند.

جدول شماره (۲). شیوه اندازه‌گیری کوتاه‌بینی مدیران

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

در بین این گروه‌ها، گروه (۱) شرکت‌های با مدیریت کوتاه‌بین در نظر گرفته شده‌اند. در این گروه با وجود مثبت بودن عملکرد شرکت و افزایش بازده دارایی‌ها، هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه کاهش یافته است (مرادی و باقری، ۱۳۹۳).

■ رفتار مقتدرانه مدیر<sup>۱</sup> (قدرت مدیریت): برای اندازه‌گیری شاخص قدرت مدیریت، از معیارهای زیر استفاده شده است.

درصد مالکیت مدیریت: این مقدار، برابر با درصد سهام در اختیار مدیرعامل است؛ به‌گونه‌ای که اگر بیشتر از میانه باشد، عدد یک و در غیر این صورت، صفر را می‌پذیرد (هوانگ<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵).

دوره تصدی مدیریت: این دوره، برابر تعداد سال‌هایی است که یک شخص، مسئولیت مدیرعاملی شرکت را به‌عهده دارد؛ به‌گونه‌ای که اگر بیشتر از میانه باشد، عدد یک و در غیر این صورت صفر را می‌پذیرد (هوانگ، ۲۰۱۵).

تخصص مالی مدیرعامل: این مؤلفه، یک متغیر رتبه‌ای است؛ به‌گونه‌ای که اگر مدیرعامل، دارای مدرک کارشناسی رشته‌های حسابداری، مدیریت مالی، و اقتصاد باشد، عدد یک، چنانچه دارای مدرک کارشناسی ارشد رشته‌های حسابداری، مدیریت مالی، و اقتصاد باشد، عدد دو، چنانچه دارای مدرک دکترای رشته‌های حسابداری، مدیریت مالی، و اقتصاد باشد، عدد سه، و در غیر این صورت صفر است. به بیان دیگر، اگر بیشتر از میانه باشد، عدد یک و در غیر این صورت صفر را می‌پذیرد (هوانگ، ۲۰۱۵).

1. CEO power  
2. Huang



توانایی مدیرعامل: در پژوهش حاضر، برای اندازه‌گیری توانایی مدیریت، از الگوی دمرجیان، لو، و مکوی<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) استفاده شده است. در این الگو، توانایی مدیریت از طریق اندازه‌گیری کارایی شرکت و سپس، وارد کردن آن در رگرسیون خطی چندمتغیره به‌عنوان متغیر وابسته و کنترل ویژگی‌های ذاتی شرکت محاسبه می‌شود. آن‌ها برای اندازه‌گیری کارایی شرکت، از الگوی تحلیل پوششی داده‌ها (DEA<sup>۲</sup>) استفاده کرده‌اند. الگوی یادشده، نوعی الگوی آماری است که برای اندازه‌گیری عملکرد سیستم با استفاده از داده‌های ورودی و خروجی، کاربرد دارد و به‌شکل زیر محاسبه می‌شود.

$$Max_{\theta} = \frac{sales}{v_1 CoGS + v_2 SG \& A + v_3 NetPPE + v_4 OpsLease + v_5 R \& D + v_6 Goodwill + v_7 In tan}$$

COGS بهای کالاهای فروخته‌شده در سال t؛

SG & A هزینه‌های عمومی اداری و فروش در سال t؛

NetPPE مانده خالص املاک، ماشین‌آلات، و تجهیزات در ابتدای سال t؛

OpsLease هزینه اجاره عملیاتی در سال t؛

R&D هزینه تحقیق و توسعه در سال t؛

Goodwill سرقتلی خریداری‌شده در ابتدای سال t؛

Intan مانده خالص دارایی نامشهود در ابتدای سال t.

در این الگو برای هر یک از متغیرهای ورودی، ضریب خالص  $v$ ، در نظر گرفته شده است، زیرا اثر همه متغیرهای ورودی بر خروجی (فروش) یکسان نیست. مقدار محاسبه‌شده برای کارایی شرکت در محدوده صفر تا ۱ قرار می‌گیرد که حداکثر کارایی برابر ۱ است و هرچه مقدار به‌دست‌آمده کمتر باشد، یعنی کارایی شرکت، پایین‌تر است. هدف ما از محاسبه کارایی شرکت، اندازه‌گیری توانایی مدیریت است و از آنجاکه در محاسبات مربوط به کارایی، ویژگی‌های ذاتی شرکت نیز دخالت دارند، نمی‌توان توانایی مدیریت را به‌درستی اندازه‌گیری کرد، زیرا با تأثیرپذیری از این ویژگی‌ها، بیشتر یا کمتر از مقدار واقعی محاسبه می‌شود.



1. Demerjian, Lev, & McVay

2. data envelopment analysis

دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) به منظور کنترل اثر ویژگی‌های ذاتی شرکت در الگوی خود، کارایی شرکت را به دو بخش جدا، یعنی کارایی برپایه ویژگی‌های ذاتی شرکت، و توانایی مدیریت تقسیم کرده‌اند. آن‌ها این کار را با استفاده از کنترل ۵ ویژگی ذاتی شرکت (اندازه شرکت، سهم بازار شرکت، جریان نقدی شرکت، عمر پذیرش شرکت در بورس، و فروش خارجی (صادرات)) انجام داده‌اند. هریک از این ۵ متغیر — به‌عنوان یکی از ویژگی‌های ذاتی شرکت — می‌توانند به مدیریت کمک کنند تا تصمیم‌های بهتری بگیرد یا برعکس عمل کرده و توانایی مدیریت را محدود کنند. در الگوی زیر که دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) آن را ارائه کرده‌اند، این ۵ ویژگی کنترل شده‌اند.

$$Firm\ Efficiency = \alpha_0 + \alpha_1 Size_{i,t} + \alpha_2 MarketShare_{i,t} + \alpha_3 FCF_{i,t} + \alpha_4 Age_{i,t} + \alpha_5 FCI_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Size<sub>i,t</sub>، اندازه شرکت و برابر با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت؛

MarketShare<sub>i,t</sub>، سهم بازار شرکت و برابر با نسبت فروش شرکت به فروش کل صنعت؛

FCF<sub>i,t</sub>، متغیر موهومی که در صورت مثبت بودن جریان‌های نقدی عملیاتی برابر یک و در صورت منفی بودن،

برابر صفر در نظر گرفته شده است؛

Age<sub>i,t</sub>، عمر پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار و برابر با لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی است که شرکت در

بورس پذیرفته شده است؛

FCI<sub>i,t</sub> نیز متغیر دامی است و برای شرکت‌هایی که صادرات (فروش با ارز خارجی) داشته‌اند، برابر ۱ و در غیر

این صورت، صفر در نظر گرفته شده است؛

( $\varepsilon_{i,t}$ ) نیز نشان‌دهنده میزان توانایی مدیریت است؛ به گونه‌ای که اگر بیشتر از میانه باشد، عدد یک و در غیر

این صورت، صفر را می‌پذیرد.

سرانجام، پس از تعیین عدد برای هر سال شرکت، شاخص قدرت مدیریت به شرح زیر

محاسبه می‌شود.

$$GINDEX = \frac{\sum_{j=1}^m d_j}{\sum_{j=1}^n H_j}$$

در این رابطه،  $\sum d_j$  بیانگر همه اقلامی است که امتیاز یک گرفته‌اند و  $\sum H_j$  بیانگر تمام

اقلامی است که ارزش‌های صفر یا یک برای آن‌ها در نظر گرفته شده است. به این ترتیب، در مورد

هر شرکت، شاخص قدرت مدیریت، اندازه‌گیری شده و در دامنه صفر تا یک قرار می‌گیرد.





رفتار مدیریت سود<sup>۱</sup>: در این پژوهش، مدیریت سود شرکت‌ها، به اقلام تعهدی مربوط بوده است که از طریق قدر مطلق باقی مانده‌های الگوی تعدیل‌شده جونز، با در نظر گرفتن معیار عملکرد ارائه‌شده توسط دی‌چاو، اسلون، و سوینی<sup>۲</sup> (۱۹۹۵)، محاسبه می‌شود.

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 \left( \frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_1 \left( \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

TA، مجموع اقلام تعهدی؛

A، مجموع دارایی‌ها؛

ΔREV، تغییرات در فروش؛

ΔREC تغییرات در دریافتی‌ها؛

PPE، اموال، ماشین‌آلات، و تجهیزات ناخالص؛

ROA سود خالص، تقسیم بر دارایی‌های شرکت.

مجموع اقلام تعهدی، بر پایه رابطه زیر محاسبه می‌شود.

$$TA_{i,t} = E_{i,t} - CFO_{i,t}$$

E، معرف سود خالص پیش از اقلام غیر مترقبه؛

CFO، وجوه نقد حاصل از عملیات.

### ۲-۵. متغیرهای کنترل

اندازه شرکت<sup>۳</sup>: برابر با لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت است (ما و همکاران، ۲۰۱۷):

نقدینگی شرکت<sup>۴</sup>: برابر با نسبت وجه نقد و معادل وجه نقد به مجموع دارایی‌های شرکت (ما و همکاران، ۲۰۱۷):

زیان‌دهی<sup>۵</sup>: متغیر موهومی است که اگر شرکت در سال جاری زیان داشته باشد، عدد یک و در غیر این صورت، صفر است (ما و همکاران، ۲۰۱۷):

1. DA
2. Dechow, Sloan, & Sweeney
3. size
4. liquid
5. loss

سن شرکت<sup>۱</sup>: برابر است با لگاریتم طبیعی سن شرکت از تاریخ تأسیس (ما و همکاران، ۲۰۱۷)؛  
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری<sup>۲</sup>: برابر با نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به  
ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت (ما و همکاران، ۲۰۱۷)؛  
جریان نقد عملیاتی<sup>۳</sup>: برابر با جریان نقد عملیاتی شرکت است و با کل دارایی‌های شرکت  
تعدیل شده است (ما و همکاران، ۲۰۱۷)؛  
اهرم مالی<sup>۴</sup>: برابر با نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت (ما و همکاران، ۲۰۱۷)؛  
بازده دارایی‌ها<sup>۵</sup>: برابر با نسبت سود خالص به کل دارایی‌های شرکت (ما و همکاران، ۲۰۱۷).

### ۳. یافته‌های پژوهش

در این بخش ابتدا به بررسی آمارهای توصیفی و سپس به تشریح و تحلیل آمارهای  
استنباطی خواهیم پرداخت:

#### ۳-۱. آمار توصیفی

با توجه به نتایج به دست آمده از آمارهای توصیفی متغیرهای پژوهش و نزدیک به هم بودن  
میانگین و میانه در بیشتر متغیرهای تحقیق، می‌توان بیان کرد، تمام متغیرها از توزیع مناسبی  
برخوردار هستند. افزون‌براین، آماره‌های انحراف معیار، ضریب کشیدگی، و چولگی نیز  
به منظور بررسی نرمال بودن توزیع داده‌ها به کار می‌روند (کلر و وارک<sup>۶</sup>، ۲۰۰۳). با بررسی  
معیارهای یادشده می‌توان گفت، داده‌های مربوط به متغیرهای مستقل و وابسته از توزیع  
نرمال برخوردارند، زیرا، متغیرها، کمترین فاصله را با ارزش ارائه شده برای کشیدگی دارند.  
افزون‌براین، متغیر اهرم مالی، دارای میانگین تقریبی ۶۱ درصدی است که نشان‌دهنده سهم  
بالای بدهی در ساختار سرمایه شرکت‌های ایرانی است. نتایج آمار توصیفی متغیرهای  
پژوهش در جدول شماره (۳) ارائه شده است.

1. age
2. MBV
3. CFO
4. LEV
5. ROA
6. Keller & Warrack





جدول شماره (۳). آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش\*

متغیر	تعداد	میانگین	میانه	انحراف معیار	بیشینه	کمینه
گرایش احساسی سرمایه‌گذاران	۱۵۰۰	۱/۷۱۷	-۱۳/۷۶	۳۹۹/۰۷	۱۶۵/۲۹	-۱۳۶۵/۹
رفتار خوش بینانه مدیریت	۱۵۰۰	۰/۴۲۷	۰/۵۰	۰/۳۰۵	۱	۰
رفتار نمایندگی	۱۵۰۰	۰/۴۷۵	۰/۳۳۳	۰/۲۹۹	۱	۰
رفتار مدیریت سود	۱۵۰۰	۰/۰۷۷	۰/۰۶۰	۰/۰۶۸	۰/۳۵۷	۰/۰۰۱
رفتار مقتدرانه مدیریت	۱۵۰۰	۰/۵۳۱	۰/۵۰	۰/۲۵۴	۱	۰
اندازه شرکت	۱۵۰۰	۶/۰۰۸	۵/۹۴۹	۰/۶۷۷	۸/۴۱۴	۴/۳۵۶
نقدینگی شرکت	۱۵۰۰	۰/۰۳۹	۰/۰۲۶	۰/۰۳۹	۰/۲۰۸	۰/۰۰۲
سن شرکت	۱۵۰۰	۱/۴۵۴	۱/۵۹۱	۰/۱۶۷	۱/۸۲۶	۰/۹۰۳
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۱۵۰۰	۱/۸۶۵	۱/۵۷۹	۰/۱۸۶۹	۶/۳۷۴	۱/۰۰۵
نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها	۱۵۰۰	۰/۱۲۰	۰/۱۰۳	۰/۱۲۳	۰/۴۵۱	-۰/۲۳۲
اهرم مالی	۱۵۰۰	۰/۶۱۵	۰/۶۲۴	۰/۱۹۲	۰/۹۸۷	۰/۱۰۴
بازده دارایی‌ها	۱۵۰۰	۰/۰۹۶	۰/۰۸۱	۰/۱۳۰	۰/۴۵۴	-۰/۳۳۹
آمار توصیفی متغیرهای دوجویی						
رفتار کوتاه بینانه مدیریت	۱۵۰۰	۰/۰۳۲	۰	۰/۱۷۶	۱	۰
زیان‌ده بودن شرکت	۱۵۰۰	۰/۱۲۳	۰	۰/۳۲۹	۱	۰



همچنین، متغیر نقدینگی، دارای میانگین حدود ۴ درصد است که نشان‌دهنده ضعف نقدینگی در شرکت‌های ایرانی است. افزون‌براین، متغیر بازده دارایی‌ها دارای میانگین تقریبی ۱۰ درصدی است که با توجه به نرخ تورم در یک دهه اخیر، نشان‌دهنده این است که شرکت‌های پذیرفته شده، بازده متناسبی را کسب نکرده‌اند. این امر می‌تواند ناشی از شرایط تحریمی باشد.

### ۳-۲. آزمون هم‌خطی متغیرهای مستقل و بررسی همسانی واریانس

هم‌خطی، به مفهوم وجود ارتباط شدید میان متغیرهای مستقل است که با آماره VIF سنجیده می‌شود. مقادیر زیر ۱۰ برای این آماره، نشان‌دهنده فقدان هم‌خطی میان متغیرهای مستقل است. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد، این مقدار برای تمام متغیرهای پژوهش، کمتر از حد مجاز است؛ بنابراین، می‌توان ادعا کرد که بین متغیرهای پژوهش، هم‌خطی وجود ندارد. افزون‌براین، برای بررسی همسانی واریانس میان باقی‌مانده‌های الگو، از آزمون والد تعدیل شده استفاده کرده‌ایم. این آزمون در نرم‌افزار «استاتا» انجام شده است و نتیجه آن برای الگوهای پژوهش، بیانگر وجود همسانی واریانس میان باقی‌مانده‌های الگو است.

نرمال بودن توزیع باقی مانده‌های رگرسیون نیز بررسی شد که نتایج به دست آمده، تأییدگر نرمال بودن این باقی مانده‌ها است<sup>۱</sup>.

### ۳-۳. آمار استنباطی

با توجه به چارچوب‌های نظری طرح شده، پنج فرضیه، تدوین و در ادامه، بررسی و آزمون شده‌اند. در این راستا، ابتدا الگوی پژوهش برای بررسی فرضیه‌های پژوهش آزمون شد. البته لازم است، پیش از برازش الگوی پژوهش، آزمون چاو به منظور بررسی مزایای استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت در مقابل روش داده‌های ترکیبی، برای نمونه پژوهش انجام شود. نتایج آزمون چاو برای الگوی پژوهش در جدول شماره (۴) ارائه شده است.

جدول شماره (۴). نتایج آزمون چاو الگوی پژوهش

الگوی مورد بررسی	آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
الگوی پژوهش	۰/۸۶۰	۰/۸۷۰	روش داده‌های تلفیقی



همان‌گونه که داده‌های جدول شماره (۴) نشان می‌دهد، با توجه به آماره و سطح خطای آزمون چاو برای الگوی پژوهش، نتایج به دست آمده حاکی از تأیید فرض  $H_0$  بوده است؛ در نتیجه، الگوی روش داده‌های تلفیقی، روش برتر است؛ بنابراین، در ادامه الگوی پژوهش را (به منظور بررسی فرضیه‌های مربوط به تأثیر ویژگی‌های اخلاقی و رفتاری مدیران بر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران) با توجه به روش برتر (ارجح) بررسی و برآورد کرده‌ایم. نتایج به دست آمده از بررسی این فرضیه‌ها در جدول شماره (۵) ارائه شده است.

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول شماره (۵) و با در نظر گرفتن آماره  $F$  به دست آمده (۲/۹۹۴) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا کرد که الگوی پژوهش، در سطح اطمینان ۹۹ درصد، از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای الگو که برابر ۳۱ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع، متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش، بیش از ۳۱ درصد تغییرات متغیر

۱. گفتنی است، به منظور محدودیت صفحه از آوردن جدول‌ها خودداری شده است.

وابسته را توضیح می دهند. افزون براین، با توجه به مقدار آماره دوربین -واتسن که برابر ۲/۱۹۴ است، می توان ادعا کرد، میان باقی مانده های الگو، خودهمبستگی مرتبه اول وجود ندارد. همچنین، نتایج به دست آمده نشان می دهد، از میان متغیرهای کنترل، تنها متغیر نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی ها و بازده دارایی ها، تأثیر معناداری بر گرایش احساسی سرمایه گذاران دارند.

جدول شماره (۵). نتایج برآورد الگوی نخست پژوهش \*

متغیر	ضریب متغیر	انحراف استاندارد	آماره تی	سطح خطا
عرض از مبدأ	-۳۸/۷۰۸	۵۵/۰۱۲	-۰/۷۰۳	۰/۴۸۱
رفتار خوش بینانه مدیریت	۳۹/۳۹۸	۱۳/۱۲۹	۳/۰۰۰	۰/۰۰۲
رفتار کوتاه بینانه مدیریت	۲۴/۳۶۹	۱۰/۳۳۷	۲/۳۵۷	۰/۰۱۸
رفتار نمایندگی	۲۸/۵۸۷	۷/۳۳۵	۳/۸۹۷	۰/۰۰۰
رفتار مدیریت سود	۶۱/۰۷۴	۱۶/۶۹۷	۳/۶۵۷	۰/۰۰۰
رفتار مقتدرانه مدیریت	۲۰/۲۶۵	۱۷/۰۶۰	۱/۱۸۷	۰/۲۳۵
اندازه شرکت	-۱/۹۱۳	۷/۱۷۵	-۰/۲۶۶	۰/۷۸۹
نقدینگی شرکت	-۴۱/۴۴۳	۱۱۵/۱۳	-۰/۳۵۹	۰/۷۱۸
زیانده بودن شرکت	۲۲/۳۰۶	۱۲/۵۳۸	۱/۷۷۹	۰/۰۷۵
سن شرکت	۹/۳۱۷	۲۸/۵۲۸	۰/۳۲۶	۰/۷۴۴
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	-۰/۰۸۳	۴/۷۸۴	-۰/۰۱۷	۰/۹۸۶
نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی ها	-۱۰۹/۶۸	۳۳/۴۸۵	-۳/۲۷۵	۰/۰۰۱
اهرم مالی	-۳۸/۱۷۲	۲۵/۸۴۱	-۱/۴۷۷	۰/۱۳۹
بازده دارایی ها	۲۴۳/۷۸	۵۳/۳۴۶	۴/۵۶۹	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۳۲۷			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۱۸			
آماره دوربین-واتسن	۲/۱۹۴			
آماره F	۲/۹۹۴			
احتمال آماره F	۰/۰۰۰			

### ۳-۴. نتیجه آزمون فرضیه نخست

در این فرضیه، تأثیر رفتار نمایندگی مدیران بر گرایش های احساسی سرمایه گذاران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. با توجه به نتایج ارائه شده در جدول شماره (۵)، ضریب متغیر رفتار نمایندگی مدیران، برابر ۲۸/۵۸۷ و



سطح خطای آن، ۰/۰۰۰ است؛ بنابراین، با توجه به ضریب مثبت این متغیر و سطح معناداری آن، می‌توان ادعا کرد، رفتار نمایندگی مدیران، تأثیر مثبت معناداری (در سطح خطای ۵ درصد) بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران دارد. بر پایه مبانی نظری، این استدلال وجود دارد که شرکت‌های دارای رفتار نمایندگی بالاتر، شفافیت و سطح نظارت ضعیف‌تری دارند و در آن‌ها به مسائل اخلاقی توجه زیادی نمی‌شود و دارای شرایط باثباتی نیستند. همچنین، مدیران این شرکت‌ها، اهمیتی برای منافع سهام‌داران قائل نیستند؛ بنابراین، این انتظار وجود دارد که با گرایش‌های احساسی بیشتری در سرمایه‌گذاران روبه‌رو باشند. بر این اساس و با توجه به سطح معناداری، فرضیه نخست پژوهش در سطح خطای ۵ درصد تأیید می‌شود.

### ۳-۵. نتیجه آزمون فرضیه دوم

در این فرضیه، تأثیر رفتار خوش‌بینانه مدیران بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. با توجه به نتایج ارائه‌شده در جدول شماره (۵)، ضریب متغیر رفتار خوش‌بینانه مدیران، برابر ۳۹/۳۹۸ و سطح خطای آن ۰/۰۰۲ است؛ بنابراین، با توجه به ضریب مثبت این متغیر و سطح معناداری آن، می‌توان ادعا کرد که رفتار خوش‌بینانه مدیران، تأثیر مثبت معناداری (در سطح خطای ۵ درصد) بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران دارد. بر اساس مبانی نظری، این استدلال وجود دارد که شرکت‌های دارای رفتار خوش‌بینانه بالاتر، شفافیت و سطح نظارت ضعیف‌تری دارند، در آن‌ها به مسائل اخلاقی توجه زیادی نمی‌شود، و شرایط باثباتی ندارند. همچنین، مدیران این شرکت‌ها، اهمیتی برای منافع سهام‌داران قائل نیستند؛ بنابراین، این انتظار وجود دارد که با گرایش‌های احساسی بیشتری در سرمایه‌گذاران روبه‌رو باشند. بر این اساس و با توجه به سطح معناداری، فرضیه دوم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد تأیید می‌شود.

### ۳-۶. نتیجه آزمون فرضیه سوم

در این فرضیه، تأثیر رفتار کوتاه‌بینانه مدیران بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی شده است. با توجه به نتایج





ارائه‌شده در جدول شماره (۵)، ضریب متغیر رفتار کوتاه‌بینانه مدیران، برابر  $۲۴/۳۶۹$  و سطح خطای آن،  $۰/۰۱۸$  است؛ بنابراین، با توجه به ضریب مثبت این متغیر و سطح معناداری آن، می‌توان ادعا کرد، رفتار کوتاه‌بینانه مدیران، تأثیر مثبت معناداری (در سطح خطای ۵ درصد) بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران دارد. برپایه مبانی نظری، این استدلال وجود دارد که شرکت‌های دچار رفتار کوتاه‌بینانه بالاتر، شفافیت و سطح نظارت ضعیف‌تری دارند، در آن‌ها به مسائل اخلاقی توجه زیادی نمی‌شود، و دارای شرایط باثباتی نیستند. همچنین، این مدیران، اهمیتی برای منافع سهام‌داران قائل نیستند؛ بنابراین، این انتظار وجود دارد که با گرایش‌های احساسی بیشتری در سرمایه‌گذاران روبه‌رو باشند. براین اساس و با توجه به سطح معناداری، فرضیه سوم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد تأیید می‌شود.

### ۳-۷. نتیجه آزمون فرضیه چهارم

در این فرضیه، تأثیر رفتار مقتدرانه (قدرت) مدیریت بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. با توجه به نتایج ارائه‌شده در جدول شماره (۵)، ضریب متغیر رفتار مقتدرانه مدیریت، برابر  $۲۰/۲۶۵$  و سطح خطای آن،  $۰/۲۳۸$  است؛ بنابراین، با توجه به ضریب مثبت این متغیر و سطح معناداری آن، می‌توان ادعا کرد که رفتار مقتدرانه مدیریت، تأثیر مثبت معناداری (در سطح خطای ۵ درصد) بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران دارد. برپایه مبانی نظری، این استدلال وجود دارد که شرکت‌های دارای مدیران قدرتمند، ممکن است دو رفتار متفاوت از خود نشان دهند. در رفتار نخست، مدیر از قدرت خود برای منافع شخصی استفاده کرده و با کاهش شفافیت، سبب ایجاد ابهام و بروز رفتارهای احساسی بیشتری از سوی سرمایه‌گذاران می‌شود؛ درحالی‌که چنانچه مدیریت از قدرت خود در راستای منافع ذی‌نفعان استفاده کند، با شفافیت بیشتر و ایجاد ثبات می‌تواند از گرایش‌های احساسی موجود در بازار بکاهد؛ بنابراین، با توجه به سطح معناداری، فرضیه چهارم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد، رد می‌شود.

### ۳-۸. نتیجه آزمون فرضیه پنجم

در این فرضیه، تأثیر رفتار مدیریت سود بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. با توجه به نتایج

ارائه شده در جدول شماره (۵)، ضریب متغیر رفتار مدیریت سود، برابر  $۰.۷۴/۶۱$  و سطح خطای آن،  $۰/۰۰۰$  است؛ بنابراین، با توجه به ضریب مثبت این متغیر و سطح معناداری آن، می توان ادعا کرد که رفتار مدیریت سود، تأثیر مثبت معناداری (در سطح خطای ۵ درصد) بر گرایش های احساسی سرمایه گذاران دارد. بر پایه مبانی نظری، این استدلال وجود دارد که شرکت های دارای رفتار مدیریت سود بالاتر، شفافیت و سطح نظارت ضعیف تری دارند، در آن ها به مسائل اخلاقی توجه زیادی نمی شود، و شرایط باثباتی ندارند. همچنین، مدیران این شرکت ها، اهمیتی برای منافع سهام داران قائل نیستند؛ از این رو، این انتظار وجود دارد که با گرایش های احساسی بیشتری در سرمایه گذاران روبه رو باشند. بر این اساس و با توجه به سطح معناداری، فرضیه پنجم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد تأیید می شود.

#### ۴. بحث و نتیجه گیری

در این مقاله، اثر ویژگی های اخلاقی و رفتاری مدیران را بر گرایش های احساسی سرمایه گذاران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تبیین کردیم. در این راستا، فرضیه هایی برای بررسی موضوع پژوهش، تدوین و با استفاده از اطلاعات در دسترس، تجزیه و تحلیل شدند. روی هم رفته، در مورد اثر ویژگی های رفتاری و اخلاقی مدیران بر گرایش های احساسی سرمایه گذاران، این استدلال وجود دارد که شرکت های دارای مدیران با رعایت استانداردهای رفتاری و اخلاقی بالاتر (اخلاق مدار) که در راستای منافع سهام داران و جامعه تلاش می کنند، دارای شفافیت، سطح نظارت، و برنامه ریزی دقیق تری هستند. این شرکت ها سعی می کنند در بازار، روند باثباتی داشته باشند و از ایجاد تنش در آن خودداری می کنند؛ بنابراین، این انتظار وجود دارد که با شفافیت بالاتر، شاهد گرایش های احساسی کمتری در سرمایه گذاران در این نوع از شرکت ها باشیم. افزون بر این، این استدلال وجود دارد که در شرکت هایی که مدیرانی با رفتارهای فرصت طلبانه و استانداردهای پایین تر رعایت اخلاق دارند، سطح پایین تری از شفافیت، و سطح نظارت ضعیف تری وجود دارد. در این شرکت ها به مسائل اخلاقی توجه زیادی نمی شود و شرایط باثباتی ندارند. همچنین، این





مدیران، اهمیتی برای منافع سهام‌داران قائل نیستند؛ از این‌رو، این انتظار وجود دارد که با گرایش‌های احساسی بیشتری در سرمایه‌گذاران روبه‌رو باشند. بر پایه این استدلال‌ها، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که در مورد اثر ویژگی‌های اخلاقی و رفتاری مدیران، ویژگی رفتارهای خوش‌بینانه، کوتاه‌بینانه، رفتار نمایندگی، و مدیریت سود با کاهش شفافیت در محیط تصمیم‌گیری شرکت، سبب تشدید گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران شده و اثر مثبت و معناداری بر آن دارد. در واقع، نتایج به‌دست‌آمده، تأییدگر این نکته است که این‌گونه ویژگی‌های فرصت‌طلبانه (رفتارهای خوش‌بینانه، کوتاه‌بینانه، رفتار نمایندگی، و مدیریت سود) در رفتار مدیریت، سبب کاهش رفتار عقلایی سهام‌داران شده و گرایش‌های احساسی را در رفتار سرمایه‌گذاران افزایش می‌دهد. افزون‌بر این، نتایج به‌دست‌آمده تأییدگر این نکته است که شاخص قدرت مدیریت — که نشان‌دهنده رفتار مقتدرانه مدیر است — اثر معناداری بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و رفتار عقلایی آنان ندارد.

در راستای نتایج به‌دست‌آمده از پژوهش، پیشنهادهای زیر مطرح می‌شود:

با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، به مدیران پیشنهاد می‌شود، به میزان گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران تحت تأثیر عامل‌هایی مانند ویژگی‌های اخلاقی و رفتاری مدیریت توجه کنند و آن را در تحلیل‌ها و ارزیابی‌های خود در نظر بگیرند، زیرا این ویژگی‌ها می‌توانند اثر منفی‌ای بر رفتار عقلایی بازار داشته باشند و سبب تشدید احساسات در بازار سرمایه شوند؛ مسئله‌ای که در بلندمدت، امتیازی منفی برای مدیران به‌شمار می‌آید و جایگاه مدیریتی آنان را تهدید می‌کند؛ بنابراین، به مدیران پیشنهاد می‌شود، با کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه، به شفافیت در بازار و ایجاد رفتارهای عقلایی از سوی بازار کمک کنند، زیرا چنین رفتاری از سوی مدیران، سبب ثبات بلندمدت در بازار شده و شهرت و اعتبار حرفه‌ای آنان را ارتقا می‌دهد؛

به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود، به پیامدهای منفی رفتارهای خود برای بازدهی سهام توجه داشته و از تصمیم‌گیری‌های احساسی و انجام رفتار توده‌وار خودداری کنند و در شرایطی که تعداد خریداران سهام خاصی زیاد هستند، حتماً با انجام مشورت، اقدام به خرید سهم کنند. همچنین، با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود، در تحلیل وضعیت مالی شرکت‌ها به ویژگی‌های رفتاری و اخلاقی مدیران توجه داشته باشند،

زیرا این ویژگی‌ها، اثر مستقیمی بر میزان شفافیت و کاهش رفتارهای احساسی از سوی بازار و فعالان دیگر بازار دارد و شرایط مساعدی را برای ثبات بازار در بلندمدت ایجاد می‌کند و منافع آن به تمام فعالان بازار، به‌ویژه سرمایه‌گذاران، خواهد رسید؛

افزون بر این، به قانون‌گذاران و تدوین‌کنندگان سیاست‌های مالی توصیه می‌شود، با حمایت از بازارهای مالی و همچنین، بازار سرمایه، از بروز اختلال و ایجاد شوک‌های احساسی در آن جلوگیری کنند، قوانین را در راستای افزایش معافیت‌ها برای شرکت‌هایی که به مسائل اخلاقی و رفتاری توجه بیشتری دارند، وضع کنند، و سبب ایجاد انگیزه برای شرکت‌ها در راستای اتخاذ تصمیم‌ها و راهبردهای بلندمدت شوند. همچنین، پیشنهاد می‌شود، ناظران نیز در انجام وظیفه خود، به مسائل مربوط به ویژگی‌های اخلاقی و رفتاری مدیران و بحث کاهش نوسانات بازار در راستای کاهش گرایش‌های افراطی سرمایه‌گذاران، توجه بیشتری داشته باشند، زیرا این عوامل، به بازار در راستای حرکت به سوی رفتار عقلایی کمک می‌کند، سبب کاهش گرایش‌های احساسی و حرکت‌های گله‌وار در آن می‌شود، منافع تمام فعالان بازار را در بلندمدت حفظ خواهد کرد، و بازار سرمایه را از ریزش‌های شدید و شکست، حفظ خواهد کرد.





## منابع

تهرانی، رضا و دلشاد، افسانه (۱۳۹۷). بررسی تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر عملکرد مالی آتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش حسابداری و حسابرسی، ۸(۲)، ۲۳-۴۶. doi: 10.22051/ijar.2018.14229.1275

خیرخواه، مهرداد؛ آقایی، مهران؛ و نورانی‌فر، عیسی (۱۳۹۸). بررسی تأثیر پیامدهای اطلاعاتی کیفیت حسابرسی با تأکید تغییر شریک حسابرسی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۱۱(۴۱)، ۱۱۱-۱۲۸.

شفیعی، حسین؛ خدای پور، احمد؛ و دستگیر، محسن (۱۳۹۶). تأثیر شاخص‌های کلان اقتصادی بر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها. فصلنامه مطالعات میان‌رشته‌ای در علوم انسانی، ۱۰(۱)، ۱۵۵-۱۷۳. doi: 10.22631/isih.2017.229

صالحی، اله‌کرم؛ موسوی، روح‌الله؛ و مرادی، محمد (۱۳۹۶). تأثیر خوشبینی مدیریتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۰(۳۳)، ۶۵-۷۶.

فدایی‌نژاد، محمد اسماعیل؛ و دلشاد، افسانه (۱۳۹۷). بررسی تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر بازده آتی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، چشم‌انداز مدیریت مالی، ۲۱، ۵۱-۶۹.

قادری، کاوه؛ قادری، صلاح‌الدین؛ و قادری، سامان (۱۳۹۷). تأثیر عامل رفتاری اطمینان بیش از حد مدیران بر اثربخشی مدیریت ریسک. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۰(۳۷)، ۲۴۳-۲۷۲.

مرادی، جواد؛ و باقری، هادی (۱۳۹۳). بررسی مقایسه‌ای تأثیر کوتاه‌بینی مدیریت و مدیریت سود بر بازده سهام. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۱(۲)، ۲۲۹-۲۵۰. doi: 10.22059/acctgrev.2014.50774

Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, 55(1), 81-106. doi:10.1111/0022-1082.00201

Cornell, B., Landsman, W.R., & Stubben, S.R. (2017). Accounting information, investor sentiment, and market pricing. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2(2), 325-345. doi: 10.1561/108.00000017

Ben Mohamed, E., Fairchild, R., & Bouri, A. (2014). Investment cash flow sensitivity under managerial optimism: New evidence from NYSE panel data firms. *Journal of Economics Finance and Administrative Science*, 19(36), 11-18. doi:10.1016/j.jefas.2014.04.001

Chen, W. (2013). Can Corporate Governance Mitigate the Adverse Impact of Investor Sentiment on Corporate Investment Decisions? Evidence from Taiwan. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(2), 101. doi:10.5296/ajfa.v5i2.4117



مطالعات میان‌رشته‌ای در علوم انسانی

۱۵۶

دوره ۱۲، شماره ۴

پاییز ۱۳۹۹

پیاپی ۴۸



- Chen, Y.-F., Lin, F.-L., & Yang, S.-Y. (2015). Does institutional short-termism matter with managerial myopia? *Journal of Business Research*, 68(4), 845–850. doi:10.1016/j.jbusres.2014.11.039
- Chung, H. H., Wynn, J. P., & Yi, H. (2013). Litigation risk, accounting quality, and investment efficiency. *Advances in Accounting*, 29(2), 180–185. doi:10.1016/j.adiac.2013.09.009CORNELL
- Dechow, P., Sloan, R., & Sweeney, A. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/248303>
- DeFond, M., & Zhang, J. (2014). A review of archival auditing research. *Journal of Accounting and Economics*, 58(2-3), 275–326. doi:10.1016/j.jaccco.2014.09.002
- Demerjian, P., Lev, B., & McVay, S. (2012). Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests. *Management Science*, 58(7), 1229–1248. doi:10.1287/mnsc.1110.1487
- Huang, X. (2015). Managerial ability and real earnings management. *Unpublished Doctoral Dissertation*, Oklahoma University.
- Hurwitz, H. (2017). Investor sentiment and management earnings forecast bias. *Journal of Business Finance & Accounting*, 45(1-2), 166–183. doi:10.1111/jbfa.12282
- Keller, G., & Warrack, B. (2003). *Statistics for management and economics*. Pacific Grove, CA: Thomson/Brooks/Cole.
- Koutmos, D., & Song, W. (2014). Speculative dynamics and price behavior in the Shanghai Stock Exchange. *Research in International Business and Finance*, 31, 74–86. doi:10.1016/j.ribaf.2013.11.006
- Kraft, A. G., Vashishtha, R., & Venkatachalam, M. (2017). Frequent Financial Reporting and Managerial Myopia. *The Accounting Review*, 93(2), 249–275. doi:10.2308/accr-51838
- Li, L., Tong, W. H. S., & Cheng, P. (2012). Managerial Overconfidence, CEO Selection and Corporate Investment: An Empirical Analysis. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.2121054
- Lin, Y., Hu, S., & Chen, M. (2005). Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(5), 523–546. doi:10.1016/j.pacfin.2004.12.003
- Ma, Z., Wu, L., Zhang, J., & Zhou, K. (2017). Sentiment and Audit Quality. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.3023363
- Mizik, N. (2010). The Theory and Practice of Myopic Management. *Journal of Marketing Research*, 47(4), 594–611. doi:10.1509/jmkr.47.4.594
- Tinga, I., Leanb, H. H., Kwehc, Q. L., & Azizand, N. A., (2016). Impact of Managerial Overconfidence and Government Intervention on Firm Leverage Decision: A MARS Model Approach. *Institutions and Economies* 8(3), 85–104.

- Vo, X. V., & Phan, D. B. A. (2017). Further evidence on the herd behavior in Vietnam stock market. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 13, 33-41. doi:10.1016/j.jbef.2017.02.003
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs, N.J: Prentice-Hall.
- Zhu, B., & Niu, F. (2016). Investor sentiment, accounting information and stock price: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 38, 125-134. doi:10.1016/j.pacfin.2016.03.010



مطالعات میان‌رشته‌ای در علوم انسانی

۱۵۸

دوره ۱۲، شماره ۴

پاییز ۱۳۹۹

پیاپی ۴۸