

## بررسی رابطه توانایی مدیریت و واکنش شدید سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

علیرضا اصغرپور

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی سارویه، ساری، ایران.

Alirezaasgharpour1377@gmail.com

دکتر عباس رمضان زاده زیدی

گروه حسابداری، واحد نکا، دانشگاه آزاد اسلامی، نکا، ایران. (نویسنده مسئول).

rmz@iauneka.ac.ir

شماره ۳۷/ پاییز ۱۴۰۰ (جلد دوم) صص ۶۲-۷۶  
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره چهارم)

### چکیده

هدف تحقیق حاضر بررسی رابطه توانایی مدیریت و واکنش شدید سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری انبساطی و انقباضی) در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بر اساس اهداف تحقیق فرضیه‌های تحقیق تدوین شد. بریا این منظور نمونه آماری این تحقیق تعداد ۹۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سالهای ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ بررسی شدند. این تحقیق از نظر روش تحقیق تجربی بوده و از نظر هدف، کاربردی، که در آن از اطلاعات واقعی در صورت‌های مالی شرکت‌ها، برای جمع‌آوری اطلاعات و داده‌ها از روش کتابخانه‌ای استفاده می‌شود. با توجه به اینکه داده‌های تحقیق از نوع داده‌های ترکیبی معمولی بوده برای تخمین مدل‌های اقتصادسنجی و تحلیل داده‌ها و آزمون‌ها از نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است. نتایج فرضیه اول تحقیق حاکی از وجود رابطه معنادار بین توانایی مدیریت و سرمایه‌گذاری انقباضی است. نتایج فرضیه دوم تحقیق نشان‌دهنده عدم وجود رابطه معنادار بین توانایی مدیریت و سرمایه‌گذاری انبساطی است. **واژگان کلیدی:** توانایی مدیریت، واکنش شدید سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری انبساطی، سرمایه‌گذاری انقباضی.

### مقدمه

همانطور که برتراند و سکوآر<sup>۱</sup> (۲۰۰۳) بیان کرد، مدیران نقش کلیدی در تصمیم‌گیری شرکت‌ها ایفا می‌کنند و اثر مستقیمی بر سیاست‌ها و عملکرد شرکت دارند. دمرجیان و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) نشان دادند توانای مدیران اثر مثبتی بر بازده سهام واحد تجاری در شرایط مختلف دارد. علی‌رغم اهمیت مدیران و توانایی مدیران که در این مطالعات به آن‌ها اشاره شده، اما هنوز مشخص نیست که آیا، چگونه و چرا توانایی مدیریت بر عملکرد شرکت و بازده سهام اثرگذار است. در این تحقیق نقش توانایی مدیریت بر واکنش شدید سرمایه‌گذاری شرکت ارزیابی شده است.

<sup>1</sup> Bertrand and Schoar

<sup>2</sup> Demerjian et al

یکی از اصلی ترین راهکارهای مودیلیانی و میلر<sup>۱</sup> (۱۹۵۸) این است که منبع اصلی ایجاد ارزش شرکت از افزایش ارزش سرمایه‌گذاری ناشی می‌شود. از زمان مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸)، جریان گسترده‌ای از ادبیات عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری یک شرکت را مورد بررسی قرار داده است. این عوامل شامل عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد درون سازمانی و بازارهای سرمایه، مشکلات نمایندگی و سطح تأمین مالی برون سازمانی می‌باشد. اخیراً ادبیات رو به رشدی به بررسی اینکه چگونه ویژگی‌های مدیریت بر رفتارهای سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر می‌گذارد پرداخته است. به عنوان مثال برتراند و سکوار (۲۰۰۳) نشان می‌دهند که اثرات مثبت مدیر را برای انواع سیاست‌های شرکت و نتایج عملیات اهمیت دارد. در حالی که مالمندیر و تیت<sup>۲</sup> (۲۰۰۵) بیان کردند که اطمینان بیش از حد مدیریت می‌تواند منجر به تحریفات سرمایه‌گذاری شود.

درک اینکه چه چیزی باعث می‌شود یک مدیر توانمند باشد برای بررسی رابطه بین توانایی مدیریت و رفتار سرمایه‌گذاری مدیران اهمیت دارد. برداشت عمومی از توانایی مدیریتی به این نکته اشاره دارد که: (۱) نحوه ارزیابی مدیران از موقعیت نسبی شرکت از جمله قدرت و ضعف آنها در صنعت مورد فعالیت. (۲) چگونه مدیران منابع موجود را برای به حداکثر رساندن ارزش شرکت به طور کارا تخصیص می‌دهند؛ و (۳) چگونگی پیش بینی مدیران از روند صنعت، فرصت فنی و تهدیدات، و حفظ یا به دست آوردن مزیت رقابتی (پورتر<sup>۳</sup>، ۱۹۸۱). با اقتباس از دم‌رجیان و همکاران، (۲۰۱۲) یک مدیر توانمند در تخصیص منابع موجود برای به حداکثر رساندن ارزش شرکت خوب عمل می‌کند، می‌داند که چگونه پروژه‌های تقویت ارزش را ایجاد کند و می‌تواند روندهای آینده را پیش بینی و نسبت به آنها واکنش مناسب نشان دهد. هنگامی که مدیران توانا فرصت و نیاز به سرمایه‌گذاری را مشاهده می‌کنند، پروژه‌هایی را برای حفظ یا به دست آوردن مزیت رقابتی بیش از رقبای خود انتخاب می‌کنند؛ بنابراین احتمال کمتری وجود دارد که مدیران توانمندتر کمتر از حد لازم برای پایداری رشد شرکت، سرمایه‌گذاری کنند (یعنی سرمایه‌گذاری‌های انقباضی).

با این حال، اینکه آیا مدیران توانمندتر می‌توانند در سطح غیرعادی بالایی (یعنی سرمایه‌گذاری‌های انبساطی) سرمایه‌گذاری کنند، مبهم است. از یک طرف ممکن است مدیران توانمندتر بتوانند هزینه‌ها و بودجه‌ها را کنترل کنند، بنابراین احتمال کمتری وجود دارد بیشتر از مبلغ لازم برای حفظ رشد شرکت سرمایه‌گذاری کنند. از سوی دیگر، مدیران توانمندتر ممکن است شرکت را به دلیل انگیزه‌های شخصی یا انگیزه‌های نمایندگی گسترش دهند (جنسن و مک‌کلینگ<sup>۴</sup>، ۱۹۷۶). به عنوان مثال، مدیران توانمندتر می‌توانند برای ساختن امپراتوری خود، سیاست سرمایه‌گذاری انبساطی انتخاب کنند تا تأثیر خود را تقویت کنند و دستمزد خود را افزایش دهند. از طرف دیگر، مدیران توانمندتر می‌توانند برای مزایای بلندمدت شرکت به طور استراتژیک سرمایه‌گذاری کنند. این تحقیق در صدد است تا رابطه بین توانایی مدیریت و واکنش شدید سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دهد.

### تعریف مفهومی متغیرها

سرمایه‌گذاری انبساطی: به وضعیتی اطلاق می‌شود که شرکت به طور با اهمیتی بیش از آنچه که بر اساس رشد فروش شرکت انتظار می‌رود، سرمایه‌گذاری می‌کند (هسیه و هوانگ، ۲۰۱۹).

<sup>1</sup> Modigliani and Miller

<sup>2</sup> Malmendier and Tate

<sup>3</sup> Porter

<sup>4</sup> Jensen & Meckling

سرمایه‌گذاری انقباضی: به وضعیتی اطلاق می‌شود که شرکت به طور با اهمیتی کمتر از آنچه که بر اساس رشد فروش شرکت انتظار می‌رود، سرمایه‌گذاری می‌کند (هسیه و هوانگ، ۲۰۱۹).  
توانایی مدیریت: یکی از بعدهای سرمایه‌انسانی شرکت‌هاست که به عنوان دارایی نامشهود طبقه‌بندی می‌شود. دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) توانایی مدیریت را به عنوان کارایی مدیران نسبت به رقبا در تبدیل منابع شرکت به درآمد تعریف می‌کنند. این منابع در شرکت‌ها شامل بهای موجودی‌ها، هزینه‌های فروش، اداری و عمومی، دارایی‌های ثابت مشهود، اجاره‌های عملیاتی، هزینه‌های تحقیق و توسعه و دارایی‌های نامشهود شرکت می‌شود (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۲).

### پیشینه تحقیق

#### پیشینه داخلی

کامیابی و جوادنی‌نیا (۱۴۰۰) به بررسی اثر تعدیل‌کننده توانایی مدیریت بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و محافظه‌کاری حسابداری پرداختند. بر اساس یافته‌های این تحقیق، بین احساسات سرمایه‌گذاران و محافظه‌کاری حسابداری، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، به بیان دیگر، در دوره‌های زمانی که بازار سهام با احساسات سرمایه‌گذاران همراه است، بنگاه‌های اقتصادی، برای مقابله با این فرایند رفتاری سرمایه‌گذاران، به استفاده از سازوکارهای محافظه‌کاری حسابداری اقدام می‌کنند. افزون بر این، بر اساس یافته‌های تحقیق، توانایی مدیریت در رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و محافظه‌کاری، نقش تعدیلی ایفا نمی‌کند.

رضازاده و محمدی (۱۳۹۸) در تحقیق توانایی مدیریتی، ارتباطات سیاسی و گزارشگری مالی متقلبان را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های تحقیق نشان داد که بین توانایی مدیریتی و گزارشگری مالی متقلبان رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین نتایج تحقیق آن‌ها حاکی از آن است که ارتباطات سیاسی شرکت‌ها با دولت، تأثیر توانایی مدیریتی در کاهش تقلب در گزارشگری مالی را تضعیف نمی‌کند.

حجازی و همکاران (۱۳۹۸) تأثیر سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش بر ارزش بازار شرکت با توجه به محدودیت تأمین مالی شرکت‌ها را در ۱۲۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی نمودند. یافته‌های تحقیق آنان حاکی از آن است که بین سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین بین ارزش شرکت و سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش، چه در بنگاه‌های دارای محدودیت و چه در بنگاه‌های بدون محدودیت، ارتباط معناداری وجود ندارد.

خزایی و همکاران (۱۳۹۸) بررسی تأثیر توانایی مدیر بر ویژگی قابلیت مقایسه صورت‌های مالی در ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۶ پرداختند. در این تحقیق آنها برای سنجش توانایی مدیریت، از الگوی دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) و به‌منظور سنجش قابلیت مقایسه، از الگوی دیفرانکو و همکاران (۲۰۱۱) استفاده کردند. نتایج نشان داد که توانایی مدیریت، تأثیر مثبت و معناداری بر قابلیت مقایسه صورت‌های مالی دارد. با توجه به یافته‌های تحقیق آنها بیان کردند می‌توان دریافت که شرکت‌ها می‌توانند با به کارگیری مدیران تواناتر، قابلیت مقایسه صورت‌های مالی را تقویت کنند.

#### پیشینه خارجی

یوانگ و نگوین<sup>۱</sup> (۲۰۲۰) ارتباط بین توانایی مدیریت و رفتار واحد تجاری در برابر رقابت در بازار را آزمون کردند. آنها دریافتند توانایی مدیریت به طور مثبت و معنادار با افزایش سهم شرکت در بازار ارتباط دارد. به طور کلی نتایج آنها حاکی از این است که توانایی مدیریت برای شرکت‌ها در مواجهه با تهدیدهای رقابت، بسیار سودمند است.

هسیه و هوانگ<sup>۲</sup> (۲۰۱۹) به بررسی چگونگی و چرایی تاثیر توانایی مدیریت بر واکنش شدید سرمایه‌گذاری پرداختند. آنها سرمایه‌گذاری انبساطی (انقباضی) را به صورت سرمایه‌گذاری با اهمیت بیشتر (کمتر) از آنچه بر اساس رشد فروش انتظار می‌رود تعریف کردند. نتایج نشان داد که مدیران با توانمندی بیشتر، احتمال بیشتری (کمتری) وجود دارد که سرمایه‌گذاری انبساطی (انقباضی) انجام دهند.

ناتهان و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۸) ارتباط بین توانایی مدیریت و حق‌الزحمه حسابرسی و اظهارنظر در مورد مشکل تداوم فعالیت را بررسی کردند. آنها از مدل دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) برای اندازه‌گیری توانایی مدیران استفاده کردند. نتایج آنها دریافتند با توجه به ویژگی‌های شرکت، زمانی که توانایی مدیران بالاست، حق‌الزحمه حسابرسی و احتمال انتشار اظهارنظر در مورد مشکل تداوم فعالیت کاهش می‌یابد.

چن و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۱) به بحث در مورد ارتباط بین توانایی مدیران و کارایی سرمایه‌گذاری و تاثیر کنترل داخلی بر این ارتباط با استفاده از عدم تقارن اطلاعاتی و تئوری نمایندگی پرداختند. آنها نتایج تحقیق خود اینگونه بیان کردند که توانایی مدیریت از طریق عدم تقارن اطلاعاتی، کم‌سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد اما بیش‌سرمایه‌گذاری را از طریق تئوری نمایندگی افزایش می‌دهد.

#### فرضیه‌های تحقیق

فرضیه‌های تحقیق به صورت زیر مطرح شده است:

فرضیه اول: بین توانایی مدیریت و سرمایه‌گذاری انقباضی رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه دوم: بین توانایی مدیریت و سرمایه‌گذاری انبساطی رابطه معنادار وجود دارد.

#### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی تحقیق از سال ۱۳۹۴ الی ۱۳۹۸ می‌باشد. در این تحقیق به منظور نمونه‌گیری از روش نمونه‌گیری هدفمند (حذف سیستماتیک) استفاده شده است. بدین منظور کلیه شرکت‌های جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده‌اند به عنوان نمونه انتخاب و بقیه حذف شده‌اند.

۱. به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد.

۲. جزء شرکت‌های مالی (مثل بانک‌ها، موسسات بیمه) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند.

۳. در طی دوره مورد بررسی فعال باشند.

<sup>1</sup> Yung and Nguyen

<sup>2</sup> Hsieh and Huang

<sup>3</sup> Nathan et al

<sup>4</sup> Chen et al

۴. اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در دسترس باشند.  
با توجه به محدودیت‌های اعمال شده تعداد ۹۶ شرکت انتخاب شده‌اند.

#### جدول (۱): محدودیت‌های اعمال شده برای شرکت‌ها

۶۳۲		تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تا سال ۱۳۹۸
	۶۷	تعداد شرکت‌هایی که سال مالی آنها ۲۹ اسفند نبود
	۶۶	تعداد شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری، بیمه و بانک بودند
	۲۶۵	تعداد شرکت‌هایی که در بازه تحقیق غیرفعال بوده‌اند
	۱۳۸	تعداد شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها در دسترس نبود
۹۶		تعداد باقی مانده شرکت‌ها که نمونه آماری را شکل دادند

#### مدل پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از مدل رگرسیون پیشنهاده شده توسط هسیه و هوانگ (۲۰۱۹) استفاده شده است:

$$Pr(EXPAN/CONTRAC_{it}) = \alpha + \beta_1 ABILITY_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MTB_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \beta_5 KSTRUCTURE_{it} + \beta_6 ALTMAN\_Z_{it} + \beta_7 TANG_{it} + \beta_8 SLACK_{it} + \beta_9 DIVIDEND_{it} + \beta_{10} LOSS_{it} + \beta_{11} SIGMASALE_{it} + \beta_{12} SIGMACFO_{it} + \sum YEAR DUM_{it} + \sum INDUSTRY DUM_{it} + \varepsilon_{it}$$

#### متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها متغیر وابسته: واکنش شدید سرمایه‌گذاری

واکنش شدید سرمایه‌گذاری: از دو متغیر سرمایه‌گذاری انبساطی و سرمایه‌گذاری انقباضی به عنوان متغیر وابسته استفاده شده است.

برای اندازه‌گیری متغیر وابسته از مدل ارائه شده توسط چن و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) استفاده شده است:

$$INVEST_{it} = \beta_0 + \beta_1 NEG_{it-1} + \beta_2 \%RevGrowth_{it-1} + \beta_3 \Delta NEG_{it-1} * \%RevGrowth_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

نسبت وجه نقد پرداختی شرکت، برای تحصیل یا ساخت دارایی‌های ثابت، دارایی‌های نامشهود یا سایر دارایی‌های غیر جاری به کل دارایی‌های ابتدای دوره.  
NEG<sub>it-1</sub>: متغیر مجازی به این صورت که اگر رشد فروش شرکت در سال جاری منفی باشد عدد یک و در غیر اینصورت صفر در نظر گرفته می‌شود

%RevGrowth<sub>it-1</sub>: نرخ رشد دوره قبل: نسبت فروش دوره جاری به فروش دوره قبل

برای اندازه‌گیری متغیر وابسته، ابتدا رگرسیون فوق برآورد می‌شود سپس باقیمانده‌ها استخراج می‌گردد که بیانگر سطوح سرمایه‌گذاری غیرعادی هستند. سرمایه‌گذاری انقباضی و سرمایه‌گذاری انبساطی متغیرهای مجازی هستند.  
سرمایه‌گذاری انقباضی: متغیر مجازی به این صورت که اگر سطح سرمایه‌گذاری غیرعادی در پایین چارک قرار گیرد (زیر چارک سوم) مقدار یک و برای سایر سطوح صفر در نظر گرفته می‌شود (هسیه و هوانگ، ۲۰۱۹).

<sup>1</sup> Chen et al

سرمایه‌گذاری انقباضی: متغیر مجازی به این صورت که اگر سطح سرمایه‌گذاری غیرعادی در بالا چارک قرار گیرد (بالای چارک اول) مقدار یک و برای سایر سطوح صفر در نظر گرفته می‌شود (هسیه و هوانگ، ۲۰۱۹).

### متغیر مستقل: توانایی مدیران

برای اندازه‌گیری توانایی مدیریت، از الگوی دمیرجیان و همکاران (۲۰۱۲) استفاده می‌شود. در مدل مذکور با استفاده از کارایی شرکت بعنوان متغیر وابسته و کنترل ویژگی‌های ذاتی شرکت، توانایی مدیریت محاسبه خواهد شد. دمیرجیان و همکاران (۲۰۱۲) برای اندازه‌گیری کارایی شرکت از الگوی تحلیل پوششی داده‌ها استفاده کردند که بر اساس آن، درآمد حاصل از فروش بعنوان خروجی و متغیرهای بهای تمام شده کالای فروش رفته، هزینه‌های عمومی، اداری و فروش، خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات، هزینه اجاره عملیاتی، هزینه‌های تحقیق و توسعه، سرقفلی و دارایی‌های نامشهود، بعنوان ورودی در نظر گرفته شده اند که به مقدار زیادی، حق انتخاب مدیریت در دستیابی به درآمد مورد نظر را پوشش می‌دهند (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۲؛ بزرگ اصل و صالح‌زاده، ۱۳۹۳).

$$MAXV = \frac{S}{COGS + SG\&A + NET\ PPE + R\&D + OPL\&eas + IA + Good\ Will}$$

که در آن:

S: فروش،

COGS: بهای تمام شده کالای فروش رفته،

SG&A: هزینه‌های عمومی، فروش و اداری،

NET PPE: خالص دارایی‌های ثابت،

R&D: هزینه‌های تحقیق و توسعه،

OPL&eas: اجاره‌های عملیاتی،

IA: دارایی‌های نامشهود،

Good Will: سرقفلی می‌باشد.

هدف از محاسبه کارایی شرکت، اندازه‌گیری توانایی مدیریت می‌باشد و از آنجایی که در محاسبات مربوط به کارایی، ویژگی‌های ذاتی شرکت نیز دخالت دارد، نمی‌توان توانایی مدیریت را به درستی اندازه‌گیری نمود. دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) به منظور کنترل ویژگی‌های ذاتی شرکت در الگوی ارائه شده، کارایی شرکت را به دو بخش جداگانه، یعنی کارایی بر اساس ویژگی‌های ذاتی شرکت و توانایی مدیریت تقسیم نموده‌اند. آنان این کار را با استفاده از کنترل پنج ویژگی خاص شرکت شامل اندازه شرکت، سهم بازار شرکت در صنعت، جریان نقدی شرکت، عمر پذیرش شرکت در بورس و صادرات انجام دادند. هر کدام از متغیرهای مذکور که ویژگی‌های ذاتی شرکت هستند، می‌توانند به مدیریت کمک نمایند تا تصمیمات بهتری را اتخاذ کرده یا در جهت عکس عمل کرده و توانایی مدیریت را محدود سازند.

$$Firm\ Efficiency = \beta_0 + \beta_0 Size + \beta_2 Market\ Share + \beta_3 Free\ Cash\ Flow\ Indicator + \beta_4 Age + \beta_5 Foreign\ Currency\ Indicator + \varepsilon$$

که در آن:

Firm Efficiency: کارایی شرکت،

Size: اندازه شرکت که عبارت است از لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت در پایان هر سال،

Market Share: سهم بازار شرکت z در سال t که برابر است با نسبت فروش شرکت به فروش صنعت،  
Free Cash Flow Indicator: افزایش (کاهش) در جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت z در سال t، نسبت به سال قبل می  
باشد که در صورت افزایش در جریان‌های نقدی، امتیاز یک و در صورت کاهش، عدد صفر به شرکت تعلق می گیرد.  
Age: عمر شرکت که عبارت است از تفاوت سال‌های پذیرفته شدن شرکت در بورس تا دوره مورد بررسی است.  
Foreign Currency Indicator: صادرات بوده و در صورتی که شرکت، صادرات داشته باشد، امتیاز یک و در غیر این  
صورت، به شرکت امتیاز صفر تعلق می گیرد.  
E: درصد خطا یا باقیمانده مقدار معادله رگرسیون کارایی شرکت می باشد.

بعد از محاسبات فوق مقدار باقیمانده به عنوان توانایی مدیریت در نظر گرفته می‌شود. برای محاسبه رتبه توانایی مدیران، بر  
اساس تحقیق دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) ابتدا توانایی مدیران دهک‌بندی شده و به دهک‌ها رتبه ۱ تا ۱۰ داده می‌شود.

### متغیرهای کنترلی

SIZE<sub>it</sub>: اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها  
MTB<sub>it</sub>: فرصت رشد: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام  
AGE<sub>it</sub>: سن شرکت: لگاریتم طبیعی سالهای فعالیت شرکت  
KSTRUCTURE<sub>it</sub>: ساختار سرمایه: نسبت بدهی بلندمدت به مجموع بدهی بلندمدت و ارزش بازار سهام شرکت  
ALTMAN\_Z<sub>it</sub>: محدودیت مالی: معیار محاسبه شده بر اساس مدل آلتمن  
مدل آلتمن:

$$Z\text{-SCORE} = 1.2 X1 + 1.4 X2 + 0.3 X3 + 0.6 X4 + 1.0 X5$$

X1: دارایی جاری منهای بدهی جاری تقسیم بر مجموع دارایی‌ها  
X2: سود انباشته تقسیم بر مجموع دارایی‌ها  
X3: سود قبل از بهره و مالیات تقسیم بر مجموع دارایی‌ها  
X4: ارزش بازار سهام تقسیم بر مجموع بدهی‌ها  
X5: فروش تقسیم بر مجموع دارایی‌ها  
TANG<sub>it</sub>: نسبت دارایی‌های ثابت مشهود: اموال ماشین آلات و تجهیزات تقسیم بر مجموع دارایی‌ها  
SLACK<sub>it</sub>: نسبت سکون: وجه نقد تقسیم بر اموال ماشین آلات و تجهیزات  
DIVIDEND<sub>it</sub>: سود تقسیمی: اگر شرکت در سال جاری سود تقسیم کرده باشد عدد یک و در غیر اینصورت صفر در نظر  
گرفته می‌شود.

LOSS<sub>it</sub>: زیان شرکت: اگر سود خالص شرکت منفی باشد عدد یک و در غیر اینصورت ثفر در نظر گرفته می‌شود.  
SIGMASALE<sub>it</sub>: نوسان فروش: انحراف معیار فروش تقسیم بر مجموع داراییها (مربوط به دوره جاری و چهار سال گذشته).  
SIGMACFO<sub>it</sub>: نوسان جریان وجوه نقد عملیاتی: انحراف معیار جریان وجوه نقد عملیاتی تقسیم بر مجموع داراییها (مربوط  
به دوره جاری و چهار سال گذشته).

YEAR DUM: متغیر مجازی سال: برای سال مورد نظر عدد یک و برای سایر سالها صفر در نظر گرفته می‌شود.

INDUSTRY DUM: متغیر مجازی صنعت: برای صنعت فعالیت شرکت مورد نظر عدد یک و برای سایر صنایع صفر در نظر گرفته می‌شود.

## آمار توصیفی

با توجه به اینکه اطلاعات و داده‌های مورد نظر همگی کمی هستند برای تجزیه و تحلیل داده‌ها در مراحل اولیه از آمار توصیفی استفاده شده است. همچنین برای متغیرهای بحران مالی و دوگانگی نقش مدیرعامل که به صورت مجازی (دو ارزشی) می‌باشند، جدول توزیع فراوانی ارائه شده است. هدف از ارائه این بخش بیان داده‌های آماری اولیه که معرف ویژگی متغیرهای مورد مطالعه در میان شرکت‌های نمونه آماری می‌باشد. این هدف سبب می‌شود تا بدانیم با چه مبانی سر و کار داریم و مبنایی برای تحلیل‌های خود در اختیار داشته باشیم زیرا شناخت ما در تعمیم نتایج و تحلیل ارتباطات بین متغیرهای اساسی تحقیق یاری خواهد نمود.

خلاصه ویژگی‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در این تحقیق در قالب آماره‌های توصیفی در جدول (۱)، ارائه شده است. آماره‌های گزارش شده شامل میانگین، میانه، حداکثر، حداقل و انحراف معیار هر یک از متغیرهای استفاده شده در تحقیق می‌باشد.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای تحقیق برای شرکت‌های نمونه

متغیرها	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
توانایی مدیریت	۵,۱۱۸	۵,۰۰۰	۱۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۲,۷۳۰
اندازه شرکت	۱۴,۰۸۱	۱۴,۰۲۴	۱۸,۵۳۱	۱۱,۳۳۰	۱,۳۹۶
فرصت رشد	۶,۶۱۴	۳,۹۲۷	۹۱,۷۰۴	۲۱,۲۸۸-	۱۰,۷۴۹
سن شرکت	۱۹,۴۴۹	۱۸,۰۰۰	۴۲,۰۰۰	۸,۰۰۰	۷,۷۸۷
ساختار سرمایه	۰,۰۱۷	۰,۰۱۳	۰,۱۰۱	۰,۰۰۰	۰,۰۱۵
محدودیت مالی	۳,۷۶۷	۲,۵۸۸	۴۴,۳۸۶	۰,۳۸۴	۴,۷۱۵
نسبت دارایی ثابت مشهود	۰,۲۶۰	۰,۲۱۸	۰,۷۴۸	۰,۰۰۰	۰,۱۸۵
نسبت سکون	۰,۲۹۶	۰,۱۳۰	۴,۴۲۷	۰,۰۰۳	۰,۵۴۷
نوسان فروش	۰,۲۰۴	۰,۱۵۶	۰,۸۵۹	۰,۰۳۵	۰,۱۴۸
نوسان جریان وجوه نقد	۰,۰۷۳	۰,۰۶۵	۰,۲۹۶	۰,۰۱۲	۰,۰۴۴

میانگین متغیر توانایی مدیریت برابر (۵/۱۱۸) و میانه این متغیر برابر (۵/۰۰۰) است. همانطور که در نحوه محاسبه این متغیر بیان شده است بیشترین مقدار این متغیر برابر (۱۰) و کمترین مقدار آن برابر (۱) است. میانگین متغیر اندازه شرکت برابر (۱۴/۰۸۱) و میانه این متغیر برابر (۱۴/۰۲۴) است و بیشترین و کمترین مقدار به ترتیب (۱۸/۵۳۱) و (۱۱/۳۳۰) می‌باشد. میانگین متغیر فرصت رشد برابر (۶/۶۱۴) و میانه این متغیر برابر (۳/۹۲۷) است که در میان متغیرهای تحقیق دارای بیشترین پراکندگی است. میانگین و انحراف معیار متغیر سن شرکت به ترتیب (۱۹/۴۴۹) و (۷/۷۸۷) می‌باشد. میانگین متغیر ساختار سرمایه برابر (۰/۰۱۷) و میانه این متغیر برابر (۰/۰۱۳) است. بیشترین و کمترین مقدار به ترتیب (۱/۱۰۱) و (۰/۰۰۰) می‌باشد. کمترین مقدار این متغیر مربوط به شرکت‌هایی است که بدهی بلندمدت نداشته‌اند.



در جدول (۲) فراوانی متغیرهای مجازی ارائه شده است.

جدول (۲): فراوانی متغیر موهومی

متغیر موهومی	تعداد مشاهدات	مقادیر یک	مقادیر صفر
سرمایه‌گذاری انبساطی	۴۸۰	۱۲۰	۳۶۰
سرمایه‌گذاری انقباضی	۴۸۰	۱۲۱	۳۵۹
سود تقسیمی	۴۸۰	۳۵۷	۱۲۳
زیان شرکت	۴۸۰	۵۰	۴۳۰

همانطور که در جدول مشاهده می‌شود، از تعداد ۴۸۰ مشاهده، تعداد ۱۲۰ سال - شرکت به عنوان شرکت‌هایی که سیاست سرمایه‌گذاری انبساطی داشته‌اند در نظر گرفته شده‌اند. تعداد ۱۲۱ مشاهده به عنوان شرکت‌هایی که سیاست سرمایه‌گذاری انقباضی را دنبال کرده‌اند. همچنین از تعداد ۴۸۰ مشاهده، تعداد ۳۵۷ سال - شرکت به عنوان شرکت‌هایی هستند که سود تقسیم کرده‌اند. تعداد ۵۰ مشاهده مربوط به شرکت‌هایی بوده است که زیان داشته‌اند.

### آزمون فرضیه تحقیق

باتوجه به اینکه در فرضیه‌های تحقیق متغیر وابسته به صورت مجازی (صفر و یک) است، برای تخمین مدل این فرضیه‌ها از رگرسیون لجستیک استفاده شده است و همچنین با توجه به اینکه در نرم افزار ایویوز، برای برآورد رگرسیون لجستیک در پنل دیتا، تنها الگوی داده‌های تلفیقی قابل برآورد است (افلاطونی، ۱۳۹۵)، بنابراین لازم است اثر سال و صنعت کنترل شود تا تغییرات در میان صنایع و سال‌ها لحاظ شود. برای کنترل اثر سال، برای سال مورد بررسی عدد یک و برای سایر سال‌ها صفر در نظر گرفته شده است. بنابراین به تعداد سال‌های مورد بررسی منهای یک (t-1) متغیر مجازی تعریف شده است. برای کنترل اثر صنعت، برای صنعت مورد نظر عدد یک و برای سایر صنایع عدد صفر در نظر گرفته شده است؛ بنابراین به تعداد کل صنایع مورد بررسی منهای یک (j-1) متغیر مجازی تعریف شده است. لازم به ذکر است، هنگامیکه با استفاده از متغیرهای مجازی مربوط به سال و صنعت، اثر سال و صنعت کنترل می‌شود. در این صورت، انجام آزمونهای انتخاب الگو نامربوط می‌باشد. این رویکرد، رویکرد رایج در تحقیقات معتبر مالی و حسابداری است (بنی‌مهد و همکاران، ۱۳۹۶).

### آزمون فرضیه اول

فرضیه اول به صورت زیر مطرح شده است:

بین توانایی مدیریت و سرمایه‌گذاری انقباضی رابطه معنادار وجود دارد.  
برای آزمون فرضیه‌ها، فرضیه صفر و فرضیه مقابل به ترتیب زیر است:

$$\begin{cases} H_0: \beta_i = 0 \\ H_1: \beta_i \neq 0 \end{cases}$$

اگر احتمال ضرایب متغیر مستقل کمتر از ده درصد باشد، فرضیه تحقیق در سطح معناداری یک درصد، پنج درصد یا ده درصد پذیرفته می‌شود.

### نتایج برآورد رگرسیون فرضیه اول

نتایج مربوط به برآورد مدل در جدول (۴-۵) ارائه شده است. همانطور که در جدول مشاهده می‌شود، مقدار ضریب متغیر توانایی مدیریت برابر (۰/۱۴۶-) و احتمال برابر (۰/۰۱۸) است که بیانگر رابطه منفی میان این متغیر و سرمایه‌گذاری انقباضی است. این نتایج نشان‌دهنده تایید فرضیه اول تحقیق است یعنی بین توانایی مدیریت و سرمایه‌گذاری انقباضی رابطه معنادار وجود دارد. ضریب متغیر اندازه شرکت برابر (۰/۲۳۷) و احتمال برابر (۰/۰۵۸) است. این رابطه در سطح ده درصد معنادار است. ضریب متغیر فرصت رشد برابر (۰/۰۴۱) و احتمال برابر (۰/۰۱۴) است که بیانگر وجود رابطه مثبت و معنادار این متغیر و متغیر وابسته است. ضریب متغیر سن شرکت برابر (۰/۰۴۳) و احتمال برابر (۰/۰۴۱) است که نشان دهنده رابطه مثبت و معنادار این متغیر و سرمایه‌گذاری انقباضی است. همچنین ضریب و احتمال متغیر تقسیم سود و نوسان فروش بیانگر رابطه مثبت و معنادار این متغیرها با سرمایه‌گذاری انقباضی است.

آماره Pseudo-R2 (۰/۱۴) است. با توجه به اینکه احتمال آماره LR این مدل (۰/۰۰۰) می‌باشد، می‌توان گفت که در سطح اطمینان ۹۹ درصد این مدل معنادار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است.

جدول (۳): نتایج آزمون رگرسیون فرضیه اول

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره Z	PROB
توانایی مدیریت	-۰,۱۴۶	۰,۰۶۲	-۲,۳۶۶	۰,۰۱۸
اندازه شرکت	۰,۲۳۷	۰,۱۲۵	۱,۸۹۶	۰,۰۵۸
فرصت رشد	۰,۰۴۱	۰,۰۱۷	۲,۴۶۷	۰,۰۱۴
سن شرکت	۰,۰۴۳	۰,۰۲۱	۲,۰۴۵	۰,۰۴۱
ساختار سرمایه	-۵,۹۹۵	۱۱,۳۱۸	-۰,۵۳۰	۰,۵۹۶
محدودیت مالی	۰,۰۲۷	۰,۰۴۳	۰,۶۱۷	۰,۵۳۷
نسبت دارایی ثابت مشهود	-۰,۹۸۱	۰,۹۶۴	-۱,۰۱۸	۰,۳۰۹
نسبت سکون	-۰,۲۴۴	۰,۴۳۱	-۰,۵۶۶	۰,۵۷۱
تقسیم سود	۱,۶۱۷	۰,۸۹۲	۱,۸۱۴	۰,۰۷۰
زیان شرکت	-۰,۵۵۳	۰,۵۸۱	-۰,۹۵۲	۰,۳۴۱
نوسان فروش	۲,۹۹۱	۱,۱۱۸	۲,۶۷۵	۰,۰۰۸
نوسان جریان وجوه نقد	-۱,۹۵۴	۳,۳۴۹	-۰,۵۸۳	۰,۵۶۰
C	-۹,۲۴۹	۲,۴۴۹	-۳,۷۷۶	۰,۰۰۰
آماره ها	Pseudo-R2	آماره LR	احتمال آماره LR	
	۰/۱۴	۶۳,۰۳۵	۰/۰۰۰	

### آزمون هاسمر لمشو

در مدل های دارای متغیر وابسته مجازی میزان R2 به عنوان اندازه گیرنده خوبی برازش، چندان قابل اعتماد نیست. در این رابطه معیارهای دیگری در ادبیات مطرحه وجود دارد. یکی از معیارها، آماره هاسمر- لمشو است. در آزمون هاسمر لمشو

فرضیه صفر حاکی از نیکویی برازش و فرضیه مقابل نشاندهنده ضعیف بودن برازش است. در ارتباط با مدل رگرسیونی نتایج آزمون هاسمر - لمشو در جدول ۴، نشان دهنده نیکویی مدل برازش شده است.

#### جدول (۴): آزمون هاسمر - لمشو

آزمون هاسمر - لمشو برای بررسی نیکویی مدل لاجیت برازش شده				
مدل	نوع آزمون	اماره کای دو	احتمال اماره	نتیجه
-	هاسمر - لمشو	۶/۸۳۹	۰/۵۵۴	نیکویی مدل برازش شده

#### آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم به صورت زیر مطرح شده است:  
بین توانایی مدیریت و سرمایه‌گذاری انبساطی رابطه معنادار وجود دارد.

#### آزمون فرض‌های کلاسیک رگرسیون

برای بررسی همخطی میان متغیرهای تحقیق از عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شده است. همانطور که در جدول ۵ مشاهده می‌شود عامل تورم واریانس برای همه متغیرها کوچکتر از ۱۰ می‌باشد لذا بین متغیرهای تحقیق همخطی شدید وجود ندارد (کاتر و همکاران، ۲۰۰۴).

#### جدول (۵): بررسی همخطی

متغیرها	عامل تورم واریانس (VIF)
توانایی مدیریت	۱,۳۷۳
اندازه شرکت	۲,۷۳۸
فرصت رشد	۱,۵۲۹
سن شرکت	۱,۵۰۵
ساختار سرمایه	۱,۲۷۱
محدودیت مالی	۲,۱۰۰
نسبت دارایی ثابت مشهود	۱,۶۴۹
نسبت سکون	۲,۲۰۱
تقسیم سود	۲,۱۴۳
زیان شرکت	۱,۳۳۷
نوسان فروش	۱,۴۳۸
نوسان جریان وجوه نقد	۱,۴۱۱

همانطور که در جدول (۶) مشاهده می‌شود نتایج حاکی از ناهمسانی واریانس بوده، مدل رگرسیون برای رفع ناهمسانی واریانس قدرتمندسازی شده است.

جدول (۶): آزمون ناهمسانی واریانس

نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
آزمون ناهمسانی واریانس	۱/۳۶۲	۰,۱۰۸۲	وجود ناهمسانی واریانس

پس از آزمون‌های انجام شده، رگرسیون با قدرتمندسازی برای رفع ناهمسانی واریانس تخمین زده شد.

نتایج برآورد رگرسیون فرضیه دوم

نتایج مربوط به برآورد مدل در جدول (۷) ارائه شده است. همانطور که در جدول مشاهده می‌شود، مقدار ضریب متغیر توانایی مدیریت برابر (۰/۰۱۳) و احتمال برابر (۰/۸۵۰) است که بیانگر عدم وجود رابطه معنادار میان این متغیر و سرمایه‌گذاری انبساطی است. این نتایج نشان‌دهنده عدم تایید فرضیه دوم تحقیق است یعنی بین توانایی مدیریت و سرمایه‌گذاری انبساطی رابطه معنادار وجود ندارد. ضریب متغیر اندازه شرکت برابر (۰/۵۱۷-) و احتمال برابر (۰/۰۱۰) است. ضریب متغیر نسبت دارایی ثابت مشهود برابر (۲/۲۰۶) و احتمال برابر (۰/۰۴۴) است که حاکی از رابطه مثبت و معنادار این متغیر و سرمایه‌گذاری انبساطی است. ضریب متغیر نوسان جریان وجوه نقد برابر (۸/۴۵۷-) و احتمال برابر (۰/۰۷۷) است. این نتایج نشان‌دهنده رابطه منفی و معنادار این متغیر و سرمایه‌گذاری انبساطی در سطح معناداری ده درصد است. آماره Pseudo-R2 (۰/۱۸) است. با توجه به اینکه احتمال آماره LR این مدل (۰/۰۰۰) می‌باشد، می‌توان گفت که در سطح اطمینان ۹۹ درصد این مدل معنادار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است.

جدول (۷): نتایج آزمون رگرسیون فرضیه دوم

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره Z	PROB
توانایی مدیریت	۰,۰۱۳	۰,۰۶۷	۰,۱۸۹	۰,۸۵۰
اندازه شرکت	-۰,۵۱۷	۰,۲۰۱	-۲,۵۷۶	۰,۰۱۰
فرصت رشد	۰,۰۱۵	۰,۰۱۶	۰,۸۹۰	۰,۳۷۴
سن شرکت	-۰,۰۱۱	۰,۰۲۷	-۰,۳۹۷	۰,۶۹۱
ساختار سرمایه	۸,۴۲۶	۱۰,۶۳۳	۰,۷۹۲	۰,۴۲۸
محدودیت مالی	-۰,۰۰۶	۰,۰۵۵	-۰,۱۰۱	۰,۹۱۹
نسبت دارایی ثابت مشهود	۲,۲۰۶	۱,۰۹۷	۲,۰۱۲	۰,۰۴۴
نسبت سکون	-۰,۰۹۰	۰,۴۹۸	-۰,۱۸۱	۰,۸۵۶
تقسیم سود	-۰,۷۳۹	۰,۶۶۶	-۱,۱۰۹	۰,۲۶۷
زیان شرکت	-۰,۳۵۷	۰,۶۰۴	-۰,۵۹۰	۰,۵۵۵
نوسان فروش	-۲,۰۶۲	۱,۴۳۴	-۱,۴۳۸	۰,۱۵۱
نوسان جریان وجوه نقد	-۸,۴۵۷	۴,۷۸۶	-۱,۷۶۷	۰,۰۷۷
C	۵,۸۱۷	۳,۲۵۰	۱,۷۹۰	۰,۰۷۴
	bPseudo-R2	آماره LR	احتمال آماره LR	
آماره ها	۰/۱۸۱	۷۹/۳۲۴	۰/۰۰۰	

آزمون هاسمر لمشو

در ارتباط با مدل رگرسیونی نتایج آزمون هاسمر- لمشو در جدول (۸)، نشان دهنده ی نیکویی مدل برازش شده است.

### جدول (۸): آزمون هاسمر - لمشو

آزمون هاسمر - لمشو برای بررسی نیکویی مدل لاجیت برازش شده				
مدل	نوع آزمون	اماره کای دو	احتمال اماره	نتیجه
-	هاسمر-لمشو	۸/۰۵۳	۰/۴۲۸	نیکویی مدل برازش شده

### بحث، مقایسه و تفسیر

فرضیه اول: بین توانایی مدیریت و سرمایه‌گذاری انقباضی رابطه معنادار وجود دارد. همانطور که قبلاً بیان شد، درک اینکه چه چیزی باعث می‌شود یک مدیر توانمند باشد در بررسی رابطه بین توانایی مدیریت و رفتار سرمایه‌گذاری مدیران اهمیت دارد. باور عمومی از توانایی مدیریت شامل موارد زیر است: (۱) نحوه ارزیابی مدیران از موقعیت نسبی شرکت مانند درک نقاط قدرت و ضعف شرکت در صنعت مورد فعالیت. (۲) تخصیص کارای منابع موجود برای به حداکثر رساندن ارزش شرکت و (۳) نحوه پیش بینی مدیران از روند صنعت، فرصت فنی و تهدیدات، و حفظ یا به دست آوردن مزیت رقابتی (پورتر<sup>۱</sup>، ۱۹۸۱). یک مدیر توانمند می‌داند که چگونه پروژه‌های ارزش آفرین را ایجاد کند و می‌تواند روندهای آینده را پیش بینی و نسبت به آنها چابک بوده و واکنش مناسب نشان دهد. همانطور که نتایج تحقیق نشان داد مدیران توانا احتمال کمتری وجود دارد که سرمایه‌گذاری انقباضی انجام دهند. به عبارت دیگر هنگامی که مدیران توانا فرصت و نیاز به سرمایه‌گذاری را مشاهده می‌کنند، پروژه‌هایی را برای حفظ یا به دست آوردن مزیت رقابتی بیش از رقبا خود انتخاب می‌کنند؛ بنابراین احتمال کمتری وجود دارد که مدیران توانمندتر کمتر از حد لازم برای پایداری رشد شرکت، سرمایه‌گذاری کنند (یعنی سرمایه‌گذاری‌های انقباضی).

فرضیه دوم: بین توانایی مدیریت و سرمایه‌گذاری رابطه معنادار وجود دارد. نتایج بیانگر عدم تایید فرضیه دوم تحقیق است. اینکه آیا مدیران توانا تر می‌توانند در سطح غیرعادی بالایی (یعنی سرمایه‌گذاری‌های انبساطی) سرمایه‌گذاری کنند، پرسشی است که در آزمون فرضیه دوم به آن پاسخ داده شده است. از یک طرف ممکن است مدیران توانا تر بتوانند هزینه‌ها و بودجه‌ها را کنترل کنند، بنابراین احتمال کمتری وجود دارد بیشتر از مبلغ لازم برای حفظ رشد شرکت سرمایه‌گذاری کنند. از سوی دیگر، مدیران توانا تر ممکن است شرکت را به دلیل انگیزه‌های شخصی یا انگیزه‌های نمایندگی گسترش دهند (جنسن و مک‌لینگ<sup>۲</sup>، ۱۹۷۶). نتایج تحقیق نشان داد احتمال اینکه مدیران توانا تر بیش از حد معمول سرمایه‌گذاری کنند (سرمایه‌گذاری انبساطی) وجود ندارد. بنابراین احتمال وجود ارتباط بین توانایی مدیریت و سرمایه‌گذاری انبساطی (که مرتبط با بیش اطمینانی مدیریت است) رد می‌شود.

### پیشنهادات تحقیق

آگاهی از توانایی مدیریت در نحوه تصمیم‌گیری در ارتباط با کاهش یا افزایش می‌تواند سودمند باشد. با توجه به نتایج تحقیق به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در انتخاب مدیران، به توانایی مدیریت به عنوان یک معیار مهم در کنار سایر معیارها توجه کنند.

<sup>1</sup> Porter

<sup>2</sup> Jensen & Meckling

همچنین نتایج تحقیق نشان داد که توانایی مدیران شرکت، در تصمیمات سرمایه‌گذاری بسیار مهم است. به عبارت دیگر توجه به توانایی مدیریت شرکت نسبت به توانایی خود شرکت دارای اولویت است زیرا مدیران توانا نقاط ضعف و قوت شرکت را شناسایی کرده و پروژه‌های ارزش آفرین که مزیت رقابتی دارد سرمایه‌گذاری می‌کنند.

### پیشنهادات برای تحقیق‌های آتی

۱. انجام تحقیق حاضر در دوره‌های رکود و رونق به منظور بررسی وابستگی شرکت‌ها در دوره‌های زمانی حساس مثل رونق و رکود
۲. بررسی اثر تورش‌های رفتاری مدیران بر رابطه بین توانایی مدیریت و واکنش شدید سرمایه‌گذاری
۳. بررسی اثر چسبندگی هزینه بر رابطه بین واکنش شدید سرمایه‌گذاری
۴. بررسی اثر تئوری چشم‌انداز بر سرمایه‌گذاری انقباضی و انبساطی

### محدودیت‌های تحقیق

اغلب تحقیقات با یک سری از محدودیت‌ها مواجه هستند و تحقیق حاضر نیز از این واقعیت مستثنی نمی‌باشد. برخی از محدودیت‌ها که در اجرای تحقیق وجود داشته و در تعبیر و تفسیر نتایج تحقیق و قابلیت تعمیم آن بایستی مورد ملاحظه قرار گیرند به شرح زیر می‌باشد:

- ۱- این تحقیق در محدوده زمانی سال‌های ۱۳۹۴ الی ۱۳۹۸ انجام شده است، بنابراین برای تعمیم به زمان‌های بعد و قبل از زمان تحقیق باید جانب احتیاط رعایت شود و تفاوت‌های زمانی لحاظ شود.
- ۲- محل انجام تحقیق بورس اوراق بهادار تهران است و نتایج آن را نمی‌توان به شرکت‌های خارج از بورس یا شرکت‌هایی که بعد از تاریخ تحقیق وارد بورس شده‌اند تعمیم داد.

### منابع

- ✓ بزرگ اصل، موسی، صالح زاده، بیستون، (۱۳۹۳)، توانایی مدیریت و کیفیت ارقام تعهدی، مجله دانش حسابداری، سال پنجم، شماره ۱۷، صص ۱۱۹-۱۳۹.
- ✓ بنی مهد، بهمن، عربی، مهدی، حسن پور، شیوا، (۱۳۹۶)، پژوهش‌های تجربی و روش‌شناسی در حسابداری، انتشارات ترمه، چاپ سوم.
- ✓ خزایی، مهدی، زلفی، حسن، افلاطونی، عباس، (۱۳۹۸)، تأثیر توانایی مدیریت بر میزان قابلیت مقایسه صورتهای مالی، نشریه دانش حسابداری، دوره ۱۰، شماره ۲، صص ۲۱-۴۲.
- ✓ رضازاده، جواد، محمدی، عبدالله، (۱۳۹۸)، توانایی مدیریتی، ارتباطات سیاسی و گزارشگری مالی متقلبان، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۶، شماره ۲، صص ۲۱۷-۲۳۸.
- ✓ کامیابی، یحیی، جوادی‌نیا، امیر، (۱۴۰۰)، بررسی اثر تعدیل‌کننده توانایی مدیریت بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و محافظه‌کاری حسابداری، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۸، شماره ۱، صص ۱۰۲-۱۳۴.

- ✓ Bertrand, M. & Schoar, A. (2003). Managing with style: the effect of managers on firm policies. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169-1208. <https://doi.org/10.1162/003355303322552775>.
- ✓ Chen F., Hope, O.-K., Li, Q. & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86(4), 1255-1288. <https://doi.org/10.2308/accr-10040>.
- ✓ Demerjian, P., Lev, B. & McVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management Science*, 58(7), 1229-1248. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1110.1487>.
- ✓ Hsieh, H. Huang, X. (2019). Managerial Ability and Extreme Investment Behavior. *Accounting and Finance Research*, Vol. 8, No. 4, P. 57-75.
- ✓ Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305 .[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- ✓ Malmendier, U. & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x>.
- ✓ Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- ✓ Nathan R. Berglund, Donald R. Herrmann and Bradley P. Lawson. (2018) Managerial Ability and the Accuracy of the Going Concern Opinion. *Accounting and the Public Interest* 18:1, 29-52.
- ✓ Porter, M. F. (1981). The contributions of industrial organization to strategic management. *Academy of Management Review*, 6(4), 609-620. <https://doi.org/10.5465/amr.1981.4285706>.
- ✓ Yung, Kenneth., Nguyen, Trung., (2020). Managerial ability, product market competition, and firm behavior, *International Review of Economics & Finance*, Volume 70, P 102-116.