

## بررسی مقایسه‌ای تأثیر کوتاه‌بینی مدیریت و مدیریت سود بر بازده سهام

جواد مرادی<sup>۱</sup>، هادی باقری<sup>۲</sup>

**چکیده:** این پژوهش به بررسی شواهد تجربی مدیریت کوتاه‌بین و ارتباط آن با فعالیت‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه می‌پردازد و بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت شرکت‌های با مدیریت کوتاه‌بین (شرکت‌هایی که هزینه بازاریابی و تحقیق و توسعه را با هدف افزایش سود کاهش داده‌اند) را ارزیابی می‌کند. این پژوهش با هدف بررسی توان بازار سرمایه در ارزیابی فعالیت‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه مرتبط با کوتاه‌بینی مدیران انجام گرفته است. روش پژوهش از نوع همبستگی است و برای آزمون فرضیه‌ها، از نمونه‌ای شامل ۷۸ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ استفاده شده و برای محاسبه بازده آتی، بازده شرکت‌ها تا سال ۱۳۹۰ ملاک بوده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که کوتاه‌بینی مدیریت، اگرچه در کوتاه‌مدت بازدهی مثبتی خواهد داشت، اما در بلندمدت بر بازده سهام شرکت اثر منفی می‌گذارد. همچنین مقایسه آثار کوتاه‌بینی مدیران و مدیریت سود بر بازده سهام حاکی از آن است که مدیریت کوتاه‌بین نسبت به مدیریت سود، پیامدهای منفی بیشتری برای شرکت دربردارد.

**واژه‌های کلیدی:** بازده انباشته سهام، کوتاه‌بینی مدیریت، مخارج تحقیق و توسعه، مدیریت سود، هزینه‌های بازاریابی.

۱. استادیار حسابداری، دانشکده اقتصاد - مدیریت و علوم اجتماعی دانشگاه شیراز، شیراز، ایران

۲. کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد مرودشت، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۲/۱۱/۱۷

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۳/۰۳/۲۴

نویسنده مسئول مقاله: جواد مرادی

E-mail: jmoradi2005@yahoo.com

**مقدمه**

مدیران در اجرای برنامه‌های تجاری، از توان انتخاب راهبردهای مختلف مدیریتی برخوردارند که هر یک از این روش‌ها منجر به ایجاد جریان‌های نقدی متفاوتی خواهد شد و درنهایت، کارایی مدیریت، مستلزم انتخاب راهبردهای بهینه‌ای است که به بالاترین ارزش مورد انتظار برای شرکت بیانجامد، اما درعمل، گاهی اوقات مدیران به دلایل مختلف (برای مثال در پاسخ به معیارهای کوتاه‌مدت‌نگر ارزیابی عملکرد)، در انتخاب راهبردهای ارزش‌آفرین شرکت، به جای تمرکز بر اهداف بلندمدت و خلق بیشترین ارزش مورد انتظار از طریق انتخاب بهترین راهکار، به راهکارهایی روی می‌آورند که عملکرد کوتاه‌مدت آنها را بهبود بخشد و این مهم، زمانی به موضوعی بفرنج و مسئله‌ساز مبدل می‌شود که چنین انتخابی از سوی مدیران، به هزینه کاهش ارزش مورد انتظار شرکت در بلندمدت منجر شود و تأثیر نامطلوبی بر عملکرد آینده شرکت بگذارد. به بیان دیگر، 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 آنان مطلوب و رضایت‌بخش نخواهد بود و به گفته‌ای، درگیر مدیریت کوتاه‌بین<sup>۱</sup> می‌شوند (لوپیتال و مارچ، ۱۹۹۳).

در شرایط برخورداری از اطلاعات کامل، انتظار می‌رود مدیران به نفع مالکان تصمیم‌گیری کنند، اما در واقعیت، در بازارهای ناقص و پر از ابهام‌ها و عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران اغلب آگاه‌تر از مالکان و صاحبان سرمایه هستند و ساختارهای تشویقی مدیران، انطباق کاملی با اهداف مالکان ندارد. مدیرانی که عملکردشان با تشویق جبران می‌شود، اغلب تحت فشار قرار می‌گیرند و در نتیجه، نرخ‌های تنزیلی مؤثر آنها افزایش یافته و توجه و تأکید آنها به سمت اهداف کوتاه‌مدت گرایش می‌یابد. برای مثال، مدیران در مواجهه با سودآوری تحت فشار هستند؛ زیرا بازارهای مالی شرکت‌های ناموفق در برآوردن انتظارات، سهامداران و تحلیلگران را مجازات می‌کند (برای مثال با سقوط قیمت سهام آنها). همچنین انگیزه‌های شخصی مثل ارتقای شغلی و ساختارهای تشویقی، به افزایش نرخ تنزیل مورد استفاده مدیران منجر می‌شود، حتی زمانی که مدیران به بازنشستگی نزدیک می‌شوند، تمایل به قیمت سهام بالاتر دارند و ممکن است اقدام به تغییر پیام‌های ارسالی به بازار سهام در جهت افزایش قیمت سهام و به حداکثر رساندن درآمد شخصی خود از طریق فروش سهام و حراج سهام کنند (کرن، ۲۰۰۶).

از آنجا که درمبنای تعهدی، لزوماً شناسایی درآمدها و هزینه‌ها همراه با دریافت و پرداخت وجه نقد نبوده و در محاسبه سود نیز از پیش‌بینی‌ها و برآوردها استفاده می‌شود (خواجوی و

ناظمی، ۱۳۸۴)، این امکان وجود دارد که سود از سوی مدیریت دستکاری شود. در مطالعات مختلف به بررسی آثار و پیامدهای مدیریت سود پرداخته شده است. خواجه‌وی و ناظمی (۱۳۸۴) بیان می‌کنند که اختلاف معناداری بین میانگین بازده سهام شرکت‌هایی که ارقام تعهدی آنها به کمترین و بیشترین میزان گزارش می‌شود، وجود ندارد. پناهیان و رضانی (۱۳۸۶) نشان دادند که بین بازده غیرعادی انباشته شرکت‌های با کیفیت سود بالا و پایین، تفاوت معناداری وجود ندارد، اما قائمی، جمال لیوانی و ده‌بزرگی (۱۳۸۷) نشان دادند که بین بازده شرکت‌هایی که ارقام تعهدی آنها به کمترین و بیشترین میزان گزارش می‌شود، اختلاف معناداری وجود دارد. قائمی و همکاران (۱۳۸۷) رابطه منفی و معناداری بین مدیریت سود شرکت‌های گروه با بازده سهام یافتند و خدادادی و جان‌جانی (۱۳۹۰) بیان کردند که مدیریت سود در شرکت‌ها به بازده کمتری منجر شده است، اما تا کنون مطالعه‌ای در زمینه کوتاه‌بینی مدیریت و مقایسه پیامدهای آن با مدیریت سود، در ایران انجام نشده است.

در عمل، دستکاری و تغییر پیام‌های اجرایی، می‌تواند از طریق مدیریت کوتاه‌بین (دستکاری و تغییر فعالیت‌ها و اقدامات واقعی) و مدیریت سود بر مبنای حسابداری (تغییر و دستکاری درآمدهای اختیاری) صورت گیرد. از آنجا که مدیران می‌توانند در گزارشگری مالی اعمال نظر کنند (مثل تغییر زمان شناسایی درآمدها، انجام سرمایه‌گذاری به جای صرف برخی هزینه‌ها، به تأخیر انداختن اموال استهلاکی، شناسایی بدهی‌ها و بدهکاران بدحساب) یا در اخذ قراردادهای دخالت داشته باشند، بنابراین می‌توانند در گزارش‌های مالی درآمدها را به‌منظور اصلاح یا تغییر مقدار آن دستکاری کنند (هیلی و والن، ۱۹۹۹). اگرچه این‌گونه رفتارها برای شرکت می‌تواند پیامد منفی به‌همراه داشته باشد (دوچارم، مالاتستا و سفسیک، ۲۰۰۴)، اما تأثیری بر بنیان‌های اجرایی نداشته و نمی‌توانند میزان یا گردش موقت سود اقتصادی واقعی را تغییر دهند. برعکس، مدیریت کوتاه‌بین، مثل کاهش هزینه‌های اختیاری (شامل تحقیق و توسعه، تبلیغات و آموزش کارکنان و مانند آن)، برای برآوردن اهداف کوتاه‌مدت، سودهای اقتصادی را تحت تأثیر قرار خواهد داد. مدیریت کوتاه‌بین، تغییر روش‌های عملیاتی است و به‌طور مستقیم بر فرایند تجاری اثر می‌گذارد. براساس شواهد نظری صرف هزینه‌های بازاریابی، نخستین اقدام برای کاهش سیر نزولی اقتصادی و رفع ترس مدیران از عدم بازگشت سرمایه و برآوردن اهداف تجاری آنها است (گراهام، هاروی و راج‌گوپال، ۲۰۰۵؛ لامی، دلرسنیدر و استین کمپ، ۲۰۰۷). در واقع بسیاری از فعالیت‌های بازاریابی با صرف هزینه‌های ناچیز، بر عملکرد تجاری اثرات درازمدتی (مثل مالکیت نام تجاری و وفاداری مشتریان) برجای خواهد گذاشت.

با توجه به محدودیت‌های شناختی موجود در خصوص انتخاب و تصمیم‌گیری مدیران و پیامدهای مرتبط با این تصمیم‌ها در سطح شرکت، این پژوهش به بررسی این سؤال می‌پردازد که کوتاه‌بینی مدیریت، از جمله کاهش هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه، چه تأثیری بر ارزش شرکت دارد؟ این پژوهش به بررسی پیامدهای قطع فعالیت‌های بازاریابی و هزینه تحقیقات در زمان سوددهی شرکت می‌پردازد و اثرات بلندمدت فرآیند کوتاه‌بینی مدیران را نشان می‌دهد. همچنین به ارزیابی نقش مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی حسابداری و آثار بلندمدت آن می‌پردازد. تا کنون پژوهشی در این زمینه و بدین شیوه در داخل کشور صورت نگرفته است و انجام این مطالعه می‌تواند بر بهبود درک مالکان و سایر ذی‌نفعان از عملکرد شرکت و شیوه پاداش‌دهی بازار به نگرش مدیریتی شرکت، مؤثر باشد.

### پیشینه پژوهش

#### پیشینه نظری

تعریف عمومی اصطلاح کوتاه‌بینی، عدم پیش‌بینی یا درک، دید محدود در مورد مسائل (مریام وبستر، ۱۹۹۸) و دیدگاه سطحی در اندیشه و برنامه‌ریزی است (آمریکن - هریتیج، ۲۰۰۱). این تعاریف عمومی در روش‌های کوتاه‌بینی به چشم می‌خورد و در بازاریابی، مدیریت و ادبیات مالی وجود دارد. کوتاه‌بینی شرحی از یک شکل سوگیری یا گرایش است که محدودیتی جدی و مهم برای توجه به گزینه‌ها و پیشنهادها در انتخاب و تصمیم‌گیری ایجاد می‌کند (دس و پیکن، ۱۹۹۹). این تعاریف ارتباط بین کوتاه‌بینی و سوگیری را نشان می‌دهد. تمایل یا نگرش در تعریف تعصب و سوگیری، به‌ویژه به‌منزله محدودیت دید، در تعریف کوتاه‌بینی آمده است و قضاوت بی‌دلیل مربوط به تعریف سوگیری در تعاریف کوتاه‌بینی به معنای عدم پیش‌بینی یا تفکر سطحی تعبیر می‌شود. تعریف متداول کوتاه‌بینی و سوگیری حاکی از آن است که کوتاه‌بینی، شکلی از سوگیری یا پیش‌داوری پایدار است که در رابطه با دید افراد و سازمان‌ها به دنیا ثابت شده است (کرن، ۲۰۰۶). شناخت اشکال مختلف کوتاه‌بینی می‌تواند در جلوگیری از انجام رفتارهای کوتاه‌بینانه، مفید واقع شود (میزیک، ۲۰۱۰).

اصطلاح کوتاه‌بینی را نخستین بار تتودور لویت در سال ۱۹۶۰ با عنوان کوتاه‌بینی بازاریابی به کار برد. کوتاه‌بینی در بازاریابی، در آغاز به صورت نوعی کوتاه‌نظری شرکت یا محدودیت توجه به فعالیت‌های فرعی تجارت تعریف می‌شد. حوزه حسابداری نیز، کوتاه‌بینی را فعالیت مالی کوتاه‌مدت و به بیان دیگر، کوتاه‌نگر معرفی کرده است (لاورتی، ۱۹۹۶؛ مرچانت، ۱۹۹۰). لوینتال و مارچ (۱۹۹۳) اشکال کوتاه‌بینی را در سه طبقه شناسایی می‌کنند:

۱. **کوتاه‌بینی فاصله‌ای**<sup>۱</sup>: کوتاه‌بینی فاصله‌ای به ناآگاهی از فناوری‌ها، فرآیندهای جاری موجود در داخل و خارج از سازمان (میلر، ۲۰۰۲) و فناوری‌های مطلوب یادگیری جدید برای یادگیرنده (لوینتال و مارچ، ۱۹۹۳) اطلاق می‌شود. کوتاه‌بینی فاصله‌ای پایداری و تمرکز بر فناوری غالب (موجود) و بهره‌برداری و توسعه توانایی‌های موجود شرکت است.

۲. **کوتاه‌بینی زمانی**<sup>۲</sup>: کوتاه‌بینی زمانی به ناآگاهی از منافع یا فرصت‌ها و اقدام به سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت (لوینتال و مارچ، ۱۹۹۳؛ میلر، ۲۰۰۲) گفته می‌شود و احتمال به خطر انداختن اداره بلندمدت سازمان در ازای یک دوره کوتاه‌مدت را در پی دارد (لاورتی، ۱۹۹۶). نزدیک‌بینی زمانی، اغلب در ترجیح ریسک پایین، دوره نزدیک، اطمینان نسبی در معاملات پرمخاطره و پروژه‌ها نشان داده می‌شود. به‌علاوه گرایش بیش‌ازحد به سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، اغلب با یک نگرش مالی برای تصمیم‌گیری‌های راهبردی همراه است. نزدیک‌بینی زمانی به‌واسطه تمرکز بر فناوری‌های معین، ممکن است همراه با نزدیک‌بینی فاصله‌ای باشد. همانند انصراف از سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت در دوره جاری که با تصمیم‌گیری در شرایط کوتاه‌بینی فاصله‌ای، پیامدهایی سازگاری دارد.

۳. **کوتاه‌بینی ناشی از اعتماد به نفس کاذب**<sup>۳</sup>: کوتاه‌بینی ناشی از اعتماد به نفس کاذب، اطمینان بیش‌ازحد و ناموجه در توانایی‌های شخصی یا سازمانی تعریف می‌شود. تعریف فرهنگ لغت وبستر<sup>۴</sup> از اعتماد به نفس کاذب «بالندگی یا اعتماد به نفس اغراق‌آمیز» است. اعتماد به نفس کاذب موجب می‌شود که مدیران ارشد برای تفسیر نتایج تاریخی، برآوردی بیشتر از توانایی خود در مدیریت و کنترل ریسک داشته باشند، آنها موفقیت‌ها را به توانایی خودشان و شکست را به شانس یا عوامل خارجی نسبت می‌دهند (هیوارد و همبریک، ۱۹۹۷؛ کانمن و لوالو، ۱۹۹۳). تصمیم‌های راهبردی و اقدام‌های مدیریتی تحت تأثیر کوتاه‌بینی مدیران قرار خواهند داشت که این به نوبه خود بر پیامدهای سازمان مؤثر خواهد بود. تا کنون چندین مطالعه تجربی در زمینه رابطه کوتاه‌بینی مدیریتی و پیامدهای سازمانی انجام شده است و در مجموع می‌توان گفت در تعداد محدودی از مطالعات مفهومی (لوینتال و مارچ، ۱۹۹۳؛ میلر، ۲۰۰۲) و پژوهش‌های تجربی (هیوارد و همبریک، ۱۹۹۷)، نتایج رابطه منفی را نشان می‌دهند که بیانگر برخی اشکال کوتاه‌بینی یا جهت‌گیری‌های ماندگار است.

---

1. Spatial Myopia  
2. Temporal Myopia  
3. Hubris  
4. Webster

### پیشینه تجربی

اگرچه پژوهش‌های زیادی در زمینه مدیریت سود انجام گرفته، اما پژوهش‌های حسابداری و بازاریابی کمتر به بررسی راهبردهای مدیریتی مرتبط با پدیده مدیریت کوتاه‌بین پرداخته‌اند. دیچو و اسلوان (۱۹۹۱) رفتار مدیریتی مدیران ارشد در سال‌های پایانی دوره فعالیت را بررسی کردند و دریافتند که مدیران ارشد شرکت در یک سال قبل از بازنشستگی، مایل به کاهش هزینه‌های تحقیق و توسعه هستند.

باشی (۱۹۹۸) نقش سرمایه‌گذاران و پاداش‌های مدیریتی در رفتار کوتاه‌بینانه را ارزیابی کرد. نگاه ویژه باشی در این ارزیابی به کاهش مخارج تحقیق و توسعه به‌منزله راهکار جبران افت درآمدها بود. وی نتیجه گرفت که شرکت‌های دارای مالکیت سازمانی، تمایل کمتری به کاهش هزینه‌های تحقیق و توسعه دارند؛ زیرا کنترل سازمانی تا حد زیادی مانع از بروز رفتار کوتاه‌بینانه می‌شود. او همچنین دریافت که در زمان افزایش سهم سرمایه‌گذاران و مالکیت شخصی، چون از نظارت و کنترل تیم مدیریت کاسته می‌شود، احتمال کاهش هزینه‌های تحقیق و توسعه بیشتر می‌شود.

گراهام و هاروی و راج گوپال (۲۰۰۵) از طریق مصاحبه، مدیران ارشد شرکت‌ها (مدیران مالی) را در زمینه نگرش و راهبردهای آنها برای مدیریت سود ارزیابی کردند. نتایج آنها نشان داد، هنگام مواجه شدن با کاهش سودهای مورد انتظار، ۸۰ درصد مدیران مالی مخارج اختیاری، مانند تبلیغات و تحقیق و توسعه را کاهش خواهند داد. ۵۵ درصد آنها بیان کردند که زمان آغاز یک پروژه جدید را به تعویق خواهند انداخت، حتی اگر این تأخیر زمانی، به افت ارزش اقتصادی شرکت منجر شود. ۳۹ درصد مدیران نیز معتقد بودند که با ارائه محرک‌های تشویقی به مشتریان، آنها را به خرید بیشتر محصولات در فصل جاری ترغیب می‌کنند. این نتایج نشان می‌دهد که مدیران برای دستیابی به اهداف کوتاه‌مدت، خواهان برهم‌زدن نظم طبیعی فرآیندهای عملیاتی و اختلال در جریان نقدی آینده و آسیب به این گردش مالی هستند. همچنین این نتایج حاکی از آن است که فعالیت‌هایی مانند بازاریابی و تأمین مالی، به‌طور معمول ابزار و منابع لازم برای دستیابی به این اهداف کوتاه‌بینانه را فراهم می‌کنند.

میزیک و جاکوبسون (۲۰۰۷) توجه خود را به کاهش هزینه‌های بازاریابی شرکت‌ها معطوف کردند و دریافتند که شرکت‌های درگیر کوتاه‌بینی مدیریت، در زمان رکود اقتصادی، عملکرد مالی بسیار پایین‌تری نسبت به سایر شرکت‌ها خواهند داشت.

اریکسن و کوالوی (۲۰۱۱) به بررسی اثرات زیان‌گریزی کوتاه‌بینانه<sup>۱</sup> بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری برخی از سرمایه‌گذاران پرداخته‌اند. نتایج نشان می‌دهد با تمرکز بر مخالفت کوتاه‌بینانه افراد سرمایه‌گذار، می‌توان دریافت هنگامی که سرمایه‌گذاری‌ها به سمت دارایی‌های مالی با ریسک بالا حرکت می‌کند، این عمل منجر به ارزیابی محدود سرمایه‌گذاران و اثر مثبت آن بر افزایش سرمایه‌گذاری می‌شود و هیچ اثری از کاهش مخالفت کوتاه‌بینانه دیده نخواهد شد. این نتایج برای کنترل تأثیر بازده بازار بر سطوح سرمایه‌گذاری‌های با ریسک بالای افراد، مناسب است.

چاودوری (۲۰۱۲) از شاخص جدیدی برای کوتاه‌بینی مدیریتی استفاده کرد و نشان داد که سن مدیران، شاخصی برای کوتاه‌بینی است؛ به این صورت که هر چه سن مدیر بیشتر باشد، مدت زمان حضور در دفترش کمتر است و به‌طور متوسط انرژی کمتری را برای تحقیق و توسعه و هزینه‌های سرمایه‌ای اختصاص می‌دهد و همچنین احتمال اینکه دچار کوتاه‌بینی باشد، بیشتر است. می‌توان ادعا کرد که مدیران جوان‌تر تمایل به مدیریت شرکت‌های صنعتی دارند و هزینه تحقیق و توسعه و هزینه سرمایه‌ای را افزایش می‌دهند.

دورگبو (۲۰۱۲) به ارزیابی طرح‌های اصلاحی برای کنترل و مهار کوتاه‌بینی با عنوان مالیات معاملات بورس اوراق بهادار، اصلاح مالیات سودهای سرمایه و سود سهام ثابت، پرداخت. همچنین نقاط ضعف و نقاط قوت آنها را بررسی کرد تا در صورت مواجهه با شرایط بحرانی، احتیاط‌های لازم برای رفع مشکل در نظر گرفته شوند. نتایج وی نشان داد که بررسی مؤثر و دقیق کوتاه‌بینی مستلزم روش «همه دست‌ها روی میز» است که در آن نه تنها کوتاه‌بینی از بین خواهد رفت، بلکه مدیران می‌توانند در برابر فشارهای وارده از سهامداران مبنی بر تمرکز بیش‌ازحد و مخرب بر اهداف کوتاه‌مدت، مقاومت کنند. در عمل این امر منجر به ایجاد یک روند شرکتی برای اولویت‌دهی به سهامداران دوراندیش شده و به یک هنجار تبدیل می‌شود. این هنجار، چارچوبی عرضه می‌کند که مدیران را از کوتاه‌بینی منصرف کرده و از آنها در مقابل فشار سهامداران برای انجام رفتار کوتاه‌بینانه محافظت می‌کند.

این مطالعه با در اختیار قرار دادن شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی اثرات ناشی از مدیریت کوتاه‌بین بر ارزش شرکت می‌پردازد و این اثرات را با پیامدهای مرتبط با مدیریت سود مقایسه می‌کند. پژوهش پیش رو برای نخستین بار در ایران، با نگاهی بین‌رشته‌ای بین مفاهیم مدیریت رفتار سازمانی و حسابداری و مالی ارتباط برقرار می‌کند و از این دید، می‌تواند راهگشای بهبود ادبیات موجود در این عرصه باشد.

### فرضیه‌های پژوهش و مبانی نظری فرضیه‌ها

مدل‌های نظری عدم تقارن اطلاعات، نشان می‌دهند که محرک‌ها و مشوق‌های رفتار کوتاه‌بینانه با ناتوانی بازار در تشخیص و ارزیابی پیامدهای بلندمدت فعالیت‌های مدیریت، افزایش می‌یابد. در این شرایط افزایش سود شرکت‌ها ممکن است دست‌خوش کوتاه‌بینی مدیران شده و مبنای مناسبی برای برآورد چشم‌انداز آینده شرکت نباشد و حتی هزینه‌هایی نیز برای آینده شرکت به‌همراه داشته باشد. چنانچه افراد ذینفع بازار به‌درستی این احتمال را درک کرده و دریابند که برای شرکت‌های کاهنده هزینه بازار یابی و تحقیق و توسعه، ممکن است کیفیت سودهای گزارش شده پایین‌تر باشد، به‌طور نظام‌مند، عملکرد این‌گونه شرکت‌ها را پایین‌تر از شرکت‌های سودآور دیگر ارزیابی می‌کنند. از سوی دیگر، با توجه به واکنش تأخیری بازار، می‌توان انتظار داشت به همان میزان اگر افراد بازار به‌طور کامل و سریع توازن بین هزینه‌های بازار یابی و تحقیق و توسعه با سودهای گزارش شده را شناسایی نکرده، یا پیامدهای بلندمدت بازار یابی و تحقیق و توسعه را کاملاً درک نکنند، اصلاحات منفی نظام‌مندی در ارزیابی شرکت‌های کوتاه‌بین در آینده به‌وجود خواهد آمد (دوچارم و همکاران، ۲۰۰۴).

شواهد تجربی در زمینه شیوع کاهش هزینه‌های بازار یابی و تحقیق و توسعه به‌منظور دستیابی به اهداف اجرایی کوتاه‌مدت، نشان می‌دهد که در واقع بازار ممکن است واکنش اندکی به کاهش بازار یابی و تحقیق و توسعه نشان دهد و همچنین ممکن است درک کامل این‌گونه راهبردهای کوتاه‌بینانه برای بازار با صرف زمان همراه باشد (میزیک، ۲۰۱۰). انتظار می‌رود این پیامدها در بلندمدت منفی و با اهمیت باشند و حتی بازدهی موقت اولیه ناشی از کوتاه‌بینی را جبران کنند (سرواستاوا، شروانی و فاهی، ۱۹۹۸). بنابراین با توجه به مطالب بیان‌شده، فرضیه‌های اول تا سوم به شرح زیر مطرح شده‌اند:

فرضیه اول: بازده سال جاری سهام ( $Ret_0$ ) برای شرکت‌های کوتاه‌بین (بازده دارایی مثبت و هزینه بازار یابی و تحقیق و توسعه کم) بیشتر از بازده سهام شرکت‌های دیگر است.

فرضیه دوم: بازده سال آتی سهام ( $Ret_1$ ) برای شرکت‌هایی که هزینه بازار یابی و تحقیق و توسعه خود را کاهش می‌دهند، کمتر از بازده سهام دیگر شرکت‌ها است.

فرضیه سوم: مجموع پیامدهای بلندمدت مدیریت کوتاه‌بین (بازده دارایی مثبت و هزینه بازار یابی و تحقیق و توسعه کم) نامساعد است.

دستکاری اقلام تعهدی حسابداری و مدیریت کوتاه‌بین، روش‌هایی برای افزایش سودهای گزارش شده است. اگرچه این دو روش ابزارهای متفاوتی برای دستیابی به یک هدف واحد هستند، اما هزینه‌های متفاوتی را به سازمان تحمیل می‌کنند. هنگامی که مدیران اقلام تعهدی



تحت اختیار خود را دستکاری می‌کنند، فقط زمان‌بندی شناخت سودها را تحت تأثیر قرار می‌دهند که این موارد در بلندمدت برگشت‌پذیرند و آثار ناشی از آنها معکوس می‌شود و میزان یا جریان سود اقتصادی واقعی را تغییر نمی‌دهند. اما مدیریت کوتاه‌بین، روش‌های عملیاتی را تغییر داده و می‌تواند سود اقتصادی واقعی را نیز کاهش دهد. به بیان دیگر، اگرچه ممکن است پیامد هر دو روش یکی باشد (افزایش سود)، اما هزینه‌های سازمانی قبول این راهبردها متفاوت بوده و این هزینه‌ها برای مدیریت کوتاه‌بین، به میزان چشمگیری بیشتر است. بدین ترتیب پیامدهای منفی مورد انتظار در بلندمدت، در نتیجه اتخاذ دیدگاه‌های کوتاه‌بینانه مدیریت، شدیدتر است (مبیزیک، ۲۰۱۰). بنابراین فرضیه چهارم به مقایسه اثرات مدیریت کوتاه‌بین و مدیریت سود و پیامدهای مرتبط با آنها می‌پردازد:

فرضیه چهارم: مجموع پیامدهای نامساعد مدیریت کوتاه‌بینانه در بلندمدت، بیش از مجموع پیامدهای بلندمدت مدیریت سود است.

### روش پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی است، از نظر روش و ماهیت در دسته پژوهش‌های همبستگی - تحلیل رگرسیون قرار گرفته و به بررسی وجود رابطه بین متغیرها می‌پردازد. در پژوهش پیش رو، آثار جاری و بلندمدت کوتاه‌بینی و همچنین پیامدهای مدیریت سود (دستکاری ارقام تعهدی) و کوتاه‌بینی مقایسه شده است.

داده‌های مورد نیاز برای آزمون مدل از روش کتابخانه‌ای، به کمک لوح فشرده ارائه شده از سازمان مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم‌افزار رهاورد نوین جمع‌آوری شده است. همچنین از روش آماری آنالیز واریانس، آزمون  $t$  تک‌نمونه‌ای و دو نمونه‌ای، رگرسیون چندمتغیره و آزمون والد، برای بررسی فرضیه‌ها استفاده شده است. آزمون‌های آماری با استفاده از نرم‌افزارهای SPSS و Eviews انجام شده است. برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم از آزمون مقایسه میانگین استفاده شده است، فرضیه سوم و چهارم نیز به کمک آزمون تی‌استیودنت و مقایسه چندگانه، آزمون شده است.

### متغیرهای پژوهش

#### نحوه اندازه‌گیری مدیریت کوتاه‌بین

انتظار می‌رود زمانی که شرکت‌ها به موفقیت مالی چشمگیری دست می‌یابند، فرصت و منابع لازم برای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های بلندمدت آینده را به دست آورند. بنابراین شرکت‌هایی که به‌طور همزمان بازدهی بیش‌ازحد مورد انتظار 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 مورد انتظار بازده دارایی، هزینه بازاریابی و هزینه تحقیق و توسعه را برای هر شرکت در هر دوره زمانی برآورد کرد. در این راستا، به پیروی از اندرسون و سیائو (۱۹۸۲) از روابط ۱ تا ۳ استفاده شده است:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۱)}$$

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

$$R\&D_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R\&D_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۳)}$$

در این روابط؛  $ROA_{it}$ ،  $Mktg_{it}$  و  $R\&D_{it}$ ، به ترتیب بازده دارایی‌ها (سود خالص تقسیم بر جمع دارایی‌ها)، هزینه بازاریابی و هزینه تحقیق و توسعه برای شرکت  $i$  در دوره  $t$  است. یادآوری می‌شود که هزینه بازاریابی و مخارج تحقیق و توسعه از یادداشت‌های توضیحی افشاشده شرکت‌ها استخراج شده است. همچنین با توجه به اینکه تعداد داده‌های در دسترس برای اجرای مدل هزینه تحقیق و توسعه به اندازه کافی نبود، اجرای این مدل در سطح صنعت میسر نشد. به منظور استخراج ضرایب مدل و برآورد باقی‌مانده‌ها، معادله‌های سودآوری و هزینه‌های بازاریابی در سطح صنعت و معادله هزینه‌های تحقیق و توسعه در سطح کل شرکت‌ها اجرا شده است. پس از محاسبه مقادیر برآوردی بازده دارایی‌ها، هزینه بازاریابی و هزینه تحقیق و توسعه با استفاده از مدل‌های فوق، مقادیر پیش‌بینی شده حاصل از مدل با مقادیر واقعی مقایسه شدند، سپس با توجه به خطای پیش‌بینی این سه مدل، شرکت‌ها در چهار گروه اصلی به شرح مندرج در جدول ۱ قرار گرفتند.

جدول ۱. گروه‌بندی نمونه آماری

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

در بین این گروه‌ها، گروه ۱ شرکت‌های با مدیریت کوتاه‌بین در نظر گرفته شده است. در این گروه با وجود مثبت‌بودن عملکرد شرکت و افزایش بازده دارایی‌ها، هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه کاهش یافته است.

### نحوه اندازه‌گیری مدیریت سود

در این پژوهش برای اندازه‌گیری مدیریت سود از مدل تعدیل‌شده جونز که دیچو و اسونی (۱۹۹۵) ارائه کرده‌اند، استفاده شده است. این مدل به شرح زیر است:

$$\frac{TAC_{it}}{TA_{it-1}} = \alpha_0 \left( \frac{1}{TA_{it-1}} \right) + \alpha_1 \left( \frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{TA_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{PPE_{it}}{TA_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه ۴}$$

در تعریف اقلام تعهدی نیز از رویه کوتاری، لئون و واسلی (۲۰۰۵) استفاده شده است. برای سال مالی  $t$  و شرکت  $i$ ، متغیرها به صورت زیر تعریف می‌شوند:

$$TAC_{i,t} = (\Delta CA_{i,t} - \Delta CL_{i,t} - \Delta Cash_{i,t} + \Delta STDEBT_{i,t} - DEPN_{i,t}) \quad \text{رابطه ۵}$$

$TAC_{i,t}$ : اقلام تعهدی جاری شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

$\Delta CA_{i,t}$ : تغییر در دارایی‌های جاری شرکت  $i$  بین سال‌های  $t$  و  $t-1$ ؛

$\Delta CL_{i,t}$ : تغییر در بدهی‌های جاری شرکت  $i$  بین سال‌های  $t$  و  $t-1$ ؛

$\Delta Cash_{i,t}$ : تغییر در وجه نقد شرکت  $i$  بین سال‌های  $t$  و  $t-1$ ؛

$\Delta STDEBT_{i,t}$ : تغییر در حصة جاری بدهی‌های بلندمدت شرکت  $i$  بین سال‌های  $t$  و  $t-1$ ؛

$DEPN_{i,t}$ : استهلاک دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

$TA_{i,t-1}$ : کل دارایی‌های شرکت  $i$  در اول سال  $t$ ؛

$\Delta REV_{i,t}$ : تغییر در فروش شرکت  $i$  بین سال‌های  $t$  و  $t-1$ ؛

$\Delta REC_{i,t}$ : تغییرات حساب‌ها و اسناد دریافتی طی سال‌های  $t-1$  تا  $t$  برای شرکت  $i$ ؛

$PPE_{i,t}$ : مبلغ ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات در سال  $t$  برای شرکت  $i$ ؛

سپس ضرایب برآوردی رگرسیون برای برآورد میزان اقلام تعهدی اختیاری به شرح رابطه ۶ استفاده شده است.

$$TAEM_{it} = \frac{TAC_{it}}{TA_{it-1}} + \alpha_0 \left( \frac{1}{TA_{it-1}} \right) + \alpha_1 \left( \frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{TA_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{PPE_{it}}{TA_{it-1}} \right) \quad \text{رابطه ۶}$$

$TAEM_{i,t}$ : اجزای مدیریت‌شدهٔ اقلام تعهدی شرکت  $i$  در سال  $t$  که معادل جمع اقلام تعهدی اختیاری است. بعد از تعیین میزان مدیریت سود در شرکت‌ها، از متغیر مجازی استفاده شده است، بدین ترتیب که برای شرکت‌های دارای مدیریت سود بالاتر از میانه، مقدار متغیر مجازی برابر یک و برای شرکت‌های دارای مدیریت سود پایین‌تر از میانه، مقدار متغیر مجازی برابر صفر در نظر گرفته می‌شود.

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به‌منظور انتخاب نمونه از بین کلیه شرکت‌های عضو جامعه آماری، شرکت‌هایی که حائز شرایط زیر بوده‌اند، برای بررسی انتخاب شدند و داده‌های آنها برای دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ مورد آزمون قرار گرفته است. گفتنی است که بسته به مدل به کار گرفته شده، از داده‌های سال ۱۳۹۰ نیز در صورت لزوم استفاده شده است.

۱. اطلاعات مورد نیاز آنها برای انجام پژوهش در دسترس باشد.
  ۲. با هدف یکنواختی در نوع و ماهیت فعالیت، شرکت‌ها از نوع سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی یا بانک‌ها و غیره نباشد.
  ۳. با هدف کنترل اثرات زمانی و متغیرهای مداخله‌گر محیطی ناشی از شرایط زمانی، پایان سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
  ۴. در طول دوره انجام پژوهش، وقفه عملیات نداشته باشند.
  ۵. قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- با توجه به محدودیت‌های ذکر شده، تعداد ۷۸ شرکت از ۱۲ صنعت انتخاب و بررسی شدند که در این بین، فقط ۳۶ شرکت هزینه تحقیق و توسعه داشته‌اند.

### یافته‌های پژوهش

جدول ۲ منعکس‌کنندهٔ آمار فراوانی مربوط به مشاهده‌های چهار زیرگروه تعیین شده (مندرج در جدول ۱) است. همان‌گونه که مشاهده می‌شود، بیشترین فراوانی مربوط به گروه ۴ است و کمترین فراوانی به گروه ۳ تعلق دارد. همچنین آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق در جدول ۳ خلاصه شده است. یادآوری می‌شود که کلیه متغیرها با استفاده از جمع دارایی‌ها هم‌مقیاس شده‌اند. با توجه به جدول ۳، درمی‌یابیم که میانگین مدیریت سود در شرکت‌های با مدیریت کوتاه‌بین بیش از میانگین کل شرکت‌ها است.

جدول ۲. فراوانی گروه‌های نمونه آماری

گروه	فراوانی	درصد از کل نمونه
گروه ۱	۹۹	۲۵/۴
گروه ۲	۷۸	۲۰
گروه ۳	۱۸	۴/۶
گروه ۴	۱۹۵	۵۰
جمع	۳۹۰	۱۰۰

جدول ۳. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

شرح	مدیریت سود	مدیریت سود شرکت‌های کوتاه‌بین	تغییرات بازده دارایی‌ها	تغییرات هزینه بازاریابی	تغییرات هزینه تحقیق و توسعه
میانگین	-۰/۰۲۵۳	-۰/۰۶۳۵	-۰/۰۷۵۵۳	۲/۶E-۰۷	۱/۴E-۰۷
میانه	-۰/۰۱۰۰	-۰/۰۰۰۰	-۰/۰۰۰۱۸	-۰/۰۰۰۶۵	-۰/۰۰۰۲۵
انحراف معیار	۰/۲۸۴۹۲	۰/۲۴۳۰۳	-۲/۳E-۰۷	۰/۰۰۵۳۹	۰/۰۰۱۲
کمینه	-۲/۸۸	-۴/۵	-۰/۴۴۹۶	-۰/۰۴۷۳	-۰/۰۱۰۳
بیشینه	۲/۳۸	۲/۳۸	۰/۲۹۵۱	۰/۰۲۵۸	۰/۰۰۷۱

همان‌گونه که در جدول ۳ مشاهده می‌شود، میانگین مدیریت سود در شرکت‌های کوتاه‌بین از میانگین مدیریت سود کل شرکت‌ها بیشتر بوده، اما پراکندگی آن کمتر است. میانگین تغییرات بازده دارایی‌ها مثبت و میانگین تغییرات هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه منفی است.

### نتایج آزمون فرضیه اول

برای آزمون فرضیه اول، بازده سال جاری چهار زیرگروه مطرح‌شده بررسی و مقایسه شده است. جدول ۴ آمار توصیفی مربوط به چهار گروه را نمایش می‌دهد. همان‌گونه که مشاهده می‌شود، بیشترین میانگین بازدهی مربوط به گروه ۱ بوده و کمترین بازدهی به گروه ۴ اختصاص دارد. ارزیابی یکنواختی واریانس گروه‌ها به کمک آزمون لوین انجام گرفته است. با توجه به سطح معناداری آماره لوین بیشتر از ۵ درصد ( $0/148 < 0/05$ )، می‌توان نتیجه گرفت که فرض H<sub>0</sub> رد نمی‌شود و واریانس گروه‌ها یکنواخت است.

جدول ۴. آمار توصیفی بازده سال جاری به تفکیک زیرگروه‌های نمونه آماری

گروه	آمار توصیفی		آزمون لوین		آنالیز واریانس	
	فراوانی	میانگین بازده	انحراف معیار	سطح معناداری	سطح معناداری	آماره F
گروه ۱	۷۷	۰/۰۶۴۳	۰/۱۱۷۴۰	۰/۱۴۸	۰/۰۰۰	۱۰/۲۲۶
گروه ۲	۷۲	۰/۰۲۱۹	۰/۱۰۱۱۹			
گروه ۳	۱۴	۰/۰۰۸۰	۰/۰۵۴۹۳			
گروه ۴	۱۴۹	-۰/۰۰۸۹	۰/۰۸۰۰۴			
جمع	۳۱۲	۰/۰۱۷۱	۰/۰۹۸۸۲			

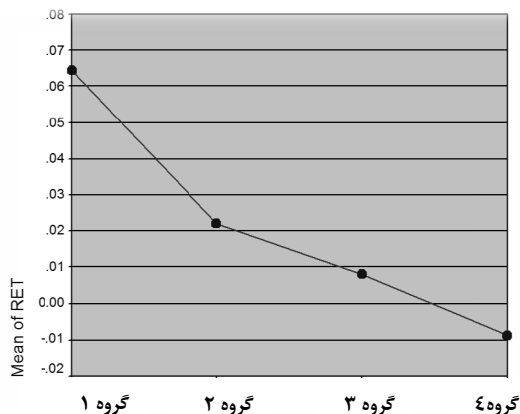
با توجه به نتایج آنالیز واریانس (ANOVA) و با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد، فرض H<sub>0</sub> رد می‌شود، یعنی حداقل میانگین یکی از گروه‌ها با بقیه فرق دارد. بنابراین از مقایسه چندگانه برای بررسی دقیق‌تر تفاوت‌ها استفاده شده است (جدول ۵ و شکل ۱).

جدول ۵. مقایسه چندگانه (LSD) میانگین بازده سال جاری

گروه اصلی	گروه مقایسه	تفاوت میانگین	سطح معناداری
گروه ۱	گروه ۲	۰/۰۴۲۴*	۰/۰۰۷
	گروه ۳	۰/۰۵۶۳*	۰/۰۴۱
	گروه ۴	۰/۰۷۳۲*	۰/۰۰۰
گروه ۲	گروه ۱	-۰/۰۴۲۴*	۰/۰۰۷
	گروه ۳	۰/۰۱۳۹	۰/۶۱۵
	گروه ۴	۰/۰۳۰۸*	۰/۰۲۴
گروه ۳	گروه ۱	-۰/۰۵۶۳*	۰/۰۴۱
	گروه ۲	۰/۰۱۳۹	۰/۶۱۵
	گروه ۴	۰/۰۱۶۹	۰/۵۲۵
گروه ۴	گروه ۱	-۰/۰۷۳۲*	۰/۰۰۰
	گروه ۲	-۰/۰۳۰۸*	۰/۰۲۴
	گروه ۳	۰/۰۱۶۹	۰/۵۲۵

\* در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار است.

در جدول ۵، معناداری اختلاف میانگین بازده سهام برای هر چهار زیرگروه بررسی شده است. همان‌گونه که می‌توان مشاهده کرد، بازده سهام شرکت‌های گروه ۱ (شرکت‌های کوتاه‌بین) در سطح بالاتری نسبت به سایر گروه‌ها قرار دارد و اختلاف آن با گروه‌های دیگر معنادار است، بنابراین فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود.



شکل ۱. نمودار مقایسه میانگین بازده سال جاری گروه‌ها (درصد)

### نتایج آزمون فرضیه دوم

به منظور آزمون فرضیه دوم، میانگین بازده سال بعد ( $RET_1$ ) چهار گروه مختلف مقایسه شده است. آمار توصیفی مربوط به چهار گروه و فراوانی هر گروه در بازه زمانی سال‌های ۸۶ تا ۸۹ در جدول ۶ گردآوری شده است. همان‌گونه که می‌توان مشاهده کرد، بیشترین میانگین بازدهی کوتاه‌مدت آتی مربوط به گروه ۲ بوده و کمترین آن به گروه ۴ تعلق دارد.

جدول ۶. آمار توصیفی بازده سال آتی به تفکیک زیرگروه‌های نمونه آماری

گروه	آمار توصیفی		آزمون لوین		آنالیز واریانس	
	فراوانی	میانگین بازده	انحراف معیار	سطح معناداری	سطح معناداری	آماره F
گروه ۱	۷۶	۰/۰۳۹۴	۰/۰۸۳۳۶	۰/۳۰۶	۰/۰۰۴	۴/۵۰۶
گروه ۲	۵۷	۰/۰۵۷۳	۰/۱۲۳۳۴			
گروه ۳	۱۴	۰/۰۵۳۲	۰/۰۶۷۶۸			
گروه ۴	۱۶۵	-۰/۰۰۹۵	۰/۰۹۳۶۹			
جمع	۳۱۲	۰/۰۱۷۵	۰/۰۹۷۴۲			

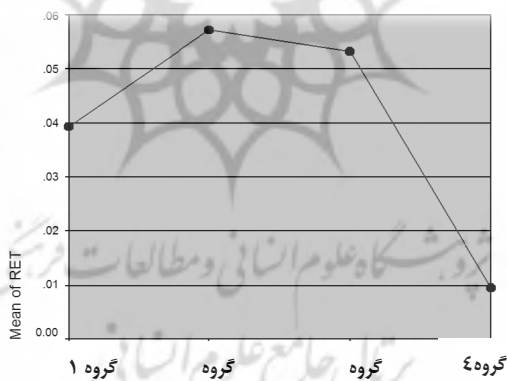
جدول ۶ نشان می‌دهد سطح معناداری آماره لوین ( $0/306 < 0/05$ ) واریانس گروه‌ها یکنواخت است و با توجه به اینکه سطح معناداری آماره F از ۵ درصد کمتر است، بنابراین حداقل میانگین یکی از گروه‌ها با بقیه متفاوت است. به کمک آزمون مقایسه چندگانه (جدول ۷) این اختلاف‌ها بررسی شده است. با توجه به نتایج حاصل، فرضیه دوم پژوهش نیز رد می‌شود؛ به گفته دیگر، بین بازده سال آتی شرکت‌های با مدیریت کوتاه‌بین (گروه ۱) و سایر شرکت‌ها، تفاوت

معناداری وجود ندارد، اما در حالتی که بازده دارایی‌ها منفی است، بازده بازار سهام نیز به میزان معناداری کمتر شده است.

جدول ۷. مقایسه چندگانه (LSD) میانگین بازده سال آتی

سطح معناداری	تفاوت میانگین	گروه مقایسه	گروه اصلی
۰/۲۸۸	-۰/۰۱۷۹	گروه ۲	گروه ۱
۰/۶۲۱	-۰/۰۱۳۸	گروه ۳	
۰/۰۲۵	۰/۰۲۹۹*	گروه ۴	
۰/۲۸۸	-۰/۰۱۷۹	گروه ۱	گروه ۲
۰/۸۸۷	-۰/۰۰۴۱	گروه ۳	
۰/۰۰۱	۰/۰۴۷۸*	گروه ۴	
۰/۶۲۱	-۰/۰۱۳۸	گروه ۱	گروه ۳
۰/۸۸۷	-۰/۰۰۴۱	گروه ۲	
۰/۱۰۲	-۰/۰۴۳۷	گروه ۴	
۰/۰۲۵	-۰/۰۲۹۹*	گروه ۱	گروه ۴
۰/۰۰۱	-۰/۰۴۷۸*	گروه ۲	

\* در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار است.



شکل ۲. نمودار مقایسه میانگین بازده سال آتی گروه‌ها (درصد)

### نتایج آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم به بررسی مجموع پیامدهای بلندمدت مدیریت کوتاه‌بین بر اساس وضعیت شرکت‌های انتخابی در سال ۱۳۸۵ می‌پردازد. بدین منظور میانگین بازده انباشته چهار سال آتی شرکت (RET<sub>1</sub>) برای شرکت‌های کوتاه‌بین (در سال ۱۳۸۵) بررسی شده است. در جدول ۸



مشاهده می‌شود که میانگین بازده انباشته بلندمدت شرکت‌های کوتاه‌بین برابر با  $-0/079$  - به دست آمده است. با توجه به اینکه سطح معناداری از  $5$  درصد کمتر است، بنابراین میانگین بازده انباشته این شرکت‌ها منفی است، بنابراین فرضیه سوم پژوهش تأیید می‌شود.

جدول ۸. میانگین بازده انباشته شرکت‌های کوتاه‌بین

گروه	میانگین بازده انباشته	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
شرکت‌های کوتاه‌بین	$-0/079$	$0/1527$	$-2/481$	$0/021$

### نتایج آزمون فرضیه چهارم

فرضیه چهارم به مقایسه مجموع پیامدهای بلندمدت مدیریت کوتاه‌بین و مجموع پیامدهای بلندمدت مدیریت سود می‌پردازد. آمار توصیفی مربوط به بازده انباشته چهارساله گروه شرکت‌های کوتاه‌بین و گروه شرکت‌هایی که درگیر مدیریت سود شده‌اند، در جدول ۹ نشان داده شده است. در سال ۸۵ تعداد ۲۳ شرکت، کوتاه‌بین و تعداد ۳۹ شرکت دارای مدیریت سود بالا هستند که به ترتیب دارای بازده انباشته‌ای برابر با  $-0/079$  و  $0/1692$  هستند. با توجه به سطح معناداری آماره لوین بیشتر از  $5$  درصد، واریانس دو گروه با هم مساوی است. بر اساس نتایج آزمون t دو نمونه‌ای و با توجه به سطح معناداری کمتر از  $5$  درصد آماره آزمون، می‌توان گفت تفاوت معنی‌داری بین میانگین بازده انباشته دو گروه وجود دارد. شرکت‌های با مدیریت سود بالا، دارای بازده انباشته‌ای برابر با  $0/1692$  هستند که این رقم به مراتب بیش از بازده انباشته شرکت‌های با مدیریت کوتاه‌بین ( $-0/079$ ) است. بنابراین فرضیه چهارم پژوهش تأیید می‌شود.

جدول ۹. مقایسه پیامدهای بلندمدت مدیریت سود و مدیریت کوتاه‌بین

گروه	فراوانی	میانگین بازده انباشته	انحراف معیار
شرکت‌های کوتاه‌بین	۲۳	$-0/079$	$0/1527$
شرکت‌های با مدیریت سود	۳۹	$0/1692$	$0/16356$
آزمون لوین (سطح معناداری)	آماره t	سطح معناداری	تفاوت میانگین
$0/59$	$-5/913$	$0/000$	$-0/2482$
حد بالا	$-0/16424$	حد پایین	$-0/33217$

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

مدیریت کوتاه‌بین منجر به اتخاذ تصمیم‌های ناکارآمد شده و ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. این شیوه مدیریت ممکن است در کوتاه‌مدت سودهای جاری و قیمت سهام بالاتری را

برای شرکت ایجاد کند، اما در بلندمدت دارای اثرات مخربی بر ارزش شرکت خواهد بود. میزیک (۲۰۱۰) معتقد است پیامدهای کوتاه‌بینی، به دلیل تغییر سود اقتصادی بسیار شدیدتر از مدیریت سود است. بنابراین در این مطالعه تلاش شد تا به کمک شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی اثرات ناشی از مدیریت کوتاه‌بین بر ارزش شرکت پرداخته و این اثرات با پیامدهای مرتبط با مدیریت سود مقایسه شود. این پژوهش برای اولین بار در ایران با نگاهی بین‌رشته‌ای، به برقراری ارتباط بین مفاهیم مدیریت رفتار سازمانی و حسابداری و مالی پرداخته است، به این امید که این دیدگاه راهگشای بهبود ادبیات موجود در این عرصه باشد.

نتایج پژوهش حاکی آن است که شرکت‌های کوتاه‌بین در سال جاری، بازده سهام بالاتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند. این شرکت‌ها، سود غیرعادی بیشتری نسبت به شرکت‌های دیگر گزارش می‌دهند، اگر سرمایه‌گذاران از تورم سود آگاه باشند، آنگاه احتمالاً اطلاعات سود را بی‌ارزش خواهند دانست و در نتیجه بازده سهام برای شرکت‌های کاهنده هزینه بازاریابی و تحقیق و توسعه، کمتر از بازده سهام شرکت‌های سودآور دیگر خواهد بود. اما نتایج چنین نیست؛ بنابراین می‌توان گفت که بازار، سهام شرکت‌های کوتاه‌بین را کمتر از شرکت‌های غیرکوتاه‌بین ارزیابی نمی‌کند و قادر به درک این کوتاه‌بینی در کوتاه‌مدت نیست. همچنین نتایج نشان داد که شرکت‌های کوتاه‌بین بازده سال آتی پایین‌تری نسبت به سایر شرکت‌های غیرکوتاه‌بین دارند، اما این تفاوت بازدهی معنادار نیست. این نتایج با یافته‌های دمسکی (۲۰۰۴) مبنی بر اینکه کاهش مخارج اختیاری مانند بازاریابی و تحقیق و توسعه، موجب کاهش هزینه‌ها و افزایش سود در کوتاه‌مدت می‌شود، اما در بلندمدت کاهش عملکرد و تعهدات مالی بیشتری را برای شرکت در پی خواهد داشت، همخوانی دارد. به نظر می‌رسد بازار سرمایه، پیامدهای آتی ناشی از کاهش هزینه بازاریابی و تحقیق و توسعه را به‌طور کامل و به‌سرعت شناسایی نکرده و نمی‌تواند به‌درستی کاهش یا قطع هزینه‌های کوتاه‌بینانه را ارزیابی کند. بنابراین به نظر می‌رسد افراد بازار بیش از آنچه باید، روی گزارش‌ها ثابت‌قدم بوده و به معیارهای دیگر سنجش مربوط به عملکرد شرکت توجه کافی ندارند.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه سوم، بازده انباشته چهار سال بعد برای شرکت‌های کوتاه‌بین منفی است، بنابراین فرضیه سوم تأیید می‌شود. این نتایج با مطالعه لهمن (۲۰۰۴) مطابقت دارد. وی در مطالعه خود دریافت که برای ارزیابی فعالیت‌های کوتاه‌بینانه که دارای نتایج موقتی مطلوب هستند و پیامد منفی آنها در بلندمدت نمایان می‌شود، باید از چندین معیار سنجش عملکرد استفاده شود. نتایج حاکی از آن است که بازار سرمایه قادر به شناسایی یا درک صحیح پیامدهای کوتاه‌بینی در زمان وقوع نیست، اما این پیامدها در زمان‌های آینده و با تأخیر ارزیابی

می‌شوند. مدیران کوتاه‌بین با سودهای کمتر از سطح مورد انتظار مواجه می‌شوند که ممکن است با قطع مخارج بازاریابی و تحقیق و توسعه، این نقص را به‌طور موقت مرتفع کنند، اما عملکرد شرکت‌های کوتاه‌بین در بلندمدت نشان می‌دهد که این‌گونه دستکاری‌ها در بلندمدت مؤثر و کارساز نخواهد بود.

نتایج بررسی مقایسه‌ای پیامدهای بلندمدت کوتاه‌بینی و مدیریت سود نیز حاکی از آن است که میانگین بازده بلندمدت شرکت‌های کوتاه‌بین، بسیار کمتر از شرکت‌های دارای مدیریت سود بالا است و هزینه‌های سازمانی اتخاذ این راهبردها برای مدیریت کوتاه‌بین، بیشتر است. این نتایج با بررسی‌های تئو و ولج (۱۹۹۸) مبنی بر اینکه شرکت‌های با مدیریت سود بالا به عملکرد ضعیف در دوره‌های آتی گرایش دارند، مطابقت دارد.

بنابراین در مجموع می‌توان گفت، اگرچه کوتاه‌بینی مدیریت فواید کوتاه‌مدتی دارد (برای مثال این روش مدیریتی منجر به سودهای جاری و قیمت سهام بالاتر می‌شود)، اما این روش به عملکرد و پیشرفت مالی بلندمدت آسیب می‌رساند. شرکت‌هایی که بازاریابی و تحقیق و توسعه خود را در زمان سودآوری قطع می‌کنند، ارزش بازار سهام آنها در آینده به‌شدت کمتر می‌شود. ناتوانی بازار مالی در ارزیابی پیامدهای مدیریت کوتاه‌بینانه در یک برهه زمانی، فرصت ورود مدیران به حوزه مدیریت کوتاه‌بین را فراهم می‌کند. در نتیجه کوتاه‌بینی، موفقیت‌های بلندمدت قربانی بازدهی کوتاه‌مدت می‌شود و مدیران با قطع هزینه‌های اختیاری بازاریابی و تحقیق و توسعه، بازدهی بلندمدت آینده را کاهش داده و حتی فرصت‌های سرمایه‌گذاری را از دست می‌دهند.

با توجه به اثرات مخرب مدیریت کوتاه‌بین، به سرمایه‌گذاران و استفاده‌کنندگان از اطلاعات شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود هنگام سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها به سایر جوانب، اعم از کیفیت سودهای گزارش شده توجه کنند؛ زیرا ممکن است عملکرد بالا در سال مورد نظر ناشی از اقدامات کوتاه‌بینانه در همان سال باشد. با توجه به پیامدهای بلندمدت کوتاه‌بینی مدیریت و اینکه در کوتاه‌مدت آثار کاهش هزینه‌های اختیاری همچون تحقیق و توسعه آشکار نمی‌شود، سرمایه‌گذاران عملکرد بلندمدت شرکت را مد نظر قرار دهند؛ زیرا پیامدهای کاهش مخارج بازاریابی و تحقیق و توسعه با گذشت زمان در عملکرد حسابداری آشکار می‌شوند. همچنین سرمایه‌گذاران توجه داشته باشند، بازارهای مالی قادر به شناسایی یا درک صحیح پیامدهای کوتاه‌بینی در زمان وقوع نیستند، اما این پیامدها در زمان‌های آینده و با تأخیر ارزیابی می‌شوند، بنابراین لازم است مدیران شناخت کاملی از اشکال مختلف کوتاه‌بینی و همچنین پیامدهای این اقدام‌ها داشته باشند؛ زیرا عملکرد شرکت‌های کوتاه‌بین در چند سال بعد نشان می‌دهد که این‌گونه اقدام‌ها در بلندمدت مؤثر و کارساز نخواهد بود و پیامدهای منفی به‌همراه خواهد داشت.

برای کاهش رفتار کوتاه‌بینانه و اثرات منفی آن، صاحبان شرکت‌ها (سهامداران) باید نگرش مدیران به راهبردهای بلندمدت را به‌دقت ارزیابی کنند. اهمیت بیشتر به نتایج بلندمدت (آینده) مدیران، می‌تواند به کاهش محرک‌های کوتاه‌بینی کمک کند. با توجه به ناتوانی بازارهای مالی در ارزیابی پیامدهای کوتاه‌بینی در کوتاه‌مدت، استفاده از چندین معیار برای ارزیابی عملکرد مدیران و شرکت‌ها توسط بازارهای مالی برای کاهش رفتار کوتاه‌بینانه لازم است. هولمستروم (۱۹۷۹) بیان می‌کند وجود یک سیستم اندازه‌گیری عملکرد اضافی، می‌تواند بسیار مفید واقع شود.

از آنجایی که مطالعات انجام شده در مورد کوتاه‌بینی مدیریت در ایران بسیار محدود است، بنابراین مطالعاتی با موضوعات زیر پیشنهاد می‌شود:

۱. انجام پژوهش با استفاده از متغیرهای دیگر مؤثر بر کوتاه‌بینی، همچون مخارج سرمایه‌ای، سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت در مقابل بلندمدت، استفاده نکردن از فناوری و... و همچنین تأثیر کوتاه‌بینی بر سایر ارقام شرکت‌ها مثل قیمت سهام، جریان وجوه نقد، فروش و... در بورس اوراق بهادار تهران؛
۲. توسعه پژوهش حاضر در مورد انواع مختلف کوتاه‌بینی و ارائه مدل برای تعیین و تفکیک آثار آنها، به‌ویژه کوتاه‌بینی ناشی از اعتماد به نفس کاذب و اثر آن بر قیمت و بازده سهام؛
۳. بررسی کوتاه‌بینی مدیریت در طول چرخه عمر شرکت‌ها و مقایسه بازدهی دوره‌های مختلف چرخه عمر؛
۴. بررسی نقش و جایگاه سازوکارهای حاکمیت شرکتی در کنترل عملکرد مدیران و شرکت‌ها و تأثیر آن بر هزینه‌های کوتاه‌بینی؛
۵. بررسی تأثیر کوتاه‌بینی بر قیمت و بازده سهام، به تفکیک صنایع مختلف و دوره‌های زمانی دیگر و مقایسه بین این صنایع.

## منابع

- پناهیان، ح. و رمضانی، ع. (۱۳۸۷). بررسی رابطه کیفیت سود با واکنش بازار به افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده‌های نقدی سهامداران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۵ (۱): ۸۳-۹۸.
- جبارزاده لنگرلویی، س.؛ محمدزاده سالطه، ح.؛ بایزیدی، ا. و مونس‌خواه، غ. (۱۳۸۹). بررسی رابطه مدیریت سود شرکت‌های گروه (تلفیقی) با بازده سهام شرکت اصلی در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۳ (۱۱): ۹۱-۱۰۶.

خدادادی، و. و جان‌جانی، ر. (۱۳۹۰). بررسی رابطه مدیریت سود و سودآوری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۳ (۱): ۹۶-۷۷.

خواجوی، ش. و ناظمی، ا. (۱۳۸۴). بررسی ارتباط بین کیفیت سود و بازده سهام با تأکید بر نقش ارقام تعهدی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۲ (۲): ۶۰-۳۷.

قایمی، م.؛ جمال‌لیوانی، ع. و ده‌بزرگی، س. (۱۳۸۷). کیفیت سود و بازده سهام شرکت‌ها. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۵ (۳): ۸۸-۷۱.

Aaker, D.A. (1991). *Managing Brand Equity*. New York: The Free Press.

Anderson, T.W. & Hsiao, C. (1982). Formulation and Estimation of Dynamic Models Using Panel Data. *Journal of Econometrics*, 18 (1): 47-82.

Bushee, B.J. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *Accounting Review*, 73(3): 305-333.

Chowdhury, J. (2012). *Managerial Myopia: A New Look*. Available at: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1991429](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1991429).

Dechow, P. & Sloan, R. (1991). Executive Incentives and the Time Horizon Problem. *Journal of Accounting and Economics*, 14 (1): 51 – 89.

Dechow, P., Sloan, R. & Sweeney, A. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70 (2): 193-225.

Demski, J. (2004). Endogenous expectations. *The Accounting Review*, 79(2): 519-539.

Dess, G.G. & Picken, J.C. (1999). Creating competitive (dis) advantage: Learning from Food Lion's freefall. *Academy of Management Executive*, 13(3): 97-111.

Ducharme, L., Malatesta P.H. & Sefcik, S.E. (2004). Earnings Management, Stock Issues, and Shareholder Lawsuits. *Journal of Financial Economics*, 71 (1): 27-49.

Duruigbo E. (2012). Tackling shareholder short-termism and managerial myopia. Available at: [http://works.bepress.com/emeka\\_duruigbo/3](http://works.bepress.com/emeka_duruigbo/3).

Eriksen, K.W. & Kvaloy, O. (2011). *Myopic risk-taking in tournaments*, Available at: <http://www.sv.uio.no/esop/english/research/news-and-events/events/2011/kvaloy.pdf>.

Graham, J.R., Harvey, C.R. & Rajgopal, S. (2005). The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40 (1-3): 3-73.

Hayward, M.L. & Hambrick, D.C. (1997). Explaining the premiums paid in large acquisitions: evidence of CEO hubris. *Administrative Science Quarterly*, 42(1): 103-127.

- Healy, P.M. & Wahlen, J.M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 13 (4): 365-383.
- Holmstrom, B. (1979). Moral Hazard and Observability. *Bell Journal of Economics*, 10 (1): 74-91.
- Kahneman, D. & Lovallo, D. (1993). Timid choices and bold forecasts: a cognitive perspective on risk taking. *Management Science*, 39(1): 17-31.
- Kern, D.A. (2006). *A matter of strategic mis-fit: Management myopia and value destruction*. Doctoral dissertation, Oklahoma State University.
- Kothari, S.P., Leone, A.J. & Wasley, C.E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1): 163-197.
- Lamey, L., Deleersnyder, B., Dekimpe, M.G. & Steenkamp, J.B. (2007). How business cycles contribute to private-label success: evidence from the United States and Europe. *Journal of Marketing*, 71 (1): 1-15.
- Laverty, K.J. (1996). Economic Short-Termism. *The Debate, the Unresolved Issues, and the Implications for Management Practice and Research Academy of Management Review*, 21(3): 825-860.
- Lehmann, D.R. (2004). Metrics for Making Marketing Matter. *Journal of Marketing*, 68 (4): 73-75.
- Levinthal, D.A. & March, J.G. (1993). The Myopia of Learning. *Strategic Management Journal*, 14 (S2): 95-112.
- Merchant, K.A. (1990). The effects of Financial Controls on Data Manipulation and Management Myopia. *Accounting, Organizations and Society*, 15 (4): 297-313.
- Miller, K.D. (2002). Knowledge Inventories and Managerial Myopia. *Strategic Management Journal*, 23(8): 689-706.
- Mizik, N. (2010). The Theory and Practice of Myopic Management. *Journal of Marketing Research*, 47 (4): 594-611.
- Mizik, N. & Jacobson, R. (2007). Myopic Marketing Management: Evidence of the Phenomenon and Its Long-Term Performance Consequences in the SEO Context. *Marketing Science*, 26 (3): 361-79.
- Srivastava, R.K., Shervani, T.A. & Fahey, L. (1998). Market-Based Assets and Shareholder Value: A Framework for Analysis. *Journal of Marketing*, 62 (1): 2-18.
- Teoh, S.H., Welch, I. & Wong, T.J. (1998). Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics*, 50 (1): 63-99.