



ویژگی‌های رفتاری مدیران و نقدشوندگی سهام

رحمت اله آزاد^۱

یحیی کامیابی^۲

مهدی خلیل پور^۳

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۱۲/۲۴

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۱۰/۱۹

چکیده

ویژگی‌های فردی مدیران عامل از جمله خوش‌بینی، توانایی و دوره تصدی مدیریت می‌تواند ضمن بهبود عملکرد مالی شرکت، رفتار و نوع تصمیمات آن‌ها را در سازمان تحت‌الشعاع قرار دهد. شفافیت اطلاعات تحت تأثیر این ویژگی‌های رفتاری است. دوره تصدی به عنوان معیاری برای سنجش میزان افق تصمیم‌گیری مدیران عامل در نظر گرفته شد. در این پژوهش از شاخص‌های توانایی، دوره تصدی و خوش‌بینی مدیریت به عنوان ویژگی‌های رفتاری مدیران استفاده شده است. نمونه پژوهش حاضر شامل اطلاعات ۱۰۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نتایج حاصل از بررسی داده‌ها بیانگر آن بود که ویژگی‌های رفتاری مورد بررسی در این پژوهش شامل خوش‌بینی، توانایی و دوره تصدی مدیریت اثر معناداری بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران نداشته است. این یافته‌ها بیانگر آن است که مبادلات سهام در بورس تهران تا حد زیادی تحت تأثیر ویژگی‌های رفتاری مدیران شرکت نبوده و از سایر اطلاعات برای شکل‌دهی قیمت و حجم مبادلات بهره‌مند می‌شود.

واژه‌های کلیدی: خوش‌بینی، توانایی، تصدی مدیریت، نقدشوندگی سهام، بورس تهران.

۱- دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد نور، دانشگاه آزاد اسلامی، نور، ایران.

۲- دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه مازندران، مازندران، ایران. (نویسنده مسئول) ykamyabi@yahoo.com

۳- استادیار گروه حسابداری، واحد نور، دانشگاه آزاد اسلامی، نور، ایران.

۱- مقدمه

یکی از موضوع‌های اساسی در سرمایه‌گذاری میزان نقدشوندگی دارایی‌هاست. نقش عامل نقدشوندگی در ارزش‌گذاری دارایی‌ها بسیار مهم است؛ زیرا سرمایه‌گذاران به این موضوع توجه دارند که اگر بخواهند دارایی خود را به فروش برسانند، آیا بازار مناسبی برای آن‌ها وجود دارد یا خیر؟ در هر بازار مالی با توجه به گستردگی و عمق بازار ابزارهای متنوعی جهت سرمایه‌گذاری وجود دارند و سرمایه‌گذاران با عنایت به بازده و ریسک سرمایه‌گذاری دارایی‌های مورد نظر خود را برمی‌گزینند. تغییر قیمت سهام در بازار امری عادی تلقی می‌گردد اما موضوعی که همواره موجب نگرانی سرمایه‌گذاران است، موضوع تغییرات ناگهانی قیمت سهام می‌باشد که این پدیده تحت تأثیر وجود مدیرانی می‌باشد که از توانایی و مهارت بالایی برخوردارند، مدیران هر اندازه از توانایی بالاتری برخوردار باشند بهتر می‌توانند اخبار بد شرکت را در راستای دستیابی به منافع خود انباشت کنند (فروغی و ساکیانی، ۱۳۹۷). غنا بخشیدن به کمیته‌های حسابرسی می‌تواند در بازارهای نوظهور، به‌ویژه ایران، بیانگر ویژگی‌های آن در بهبود کیفیت کنترل داخلی و تعادل قدرت مدیرعامل در شرکت‌های ایرانی باشد (توانگر حمزه کلایی و اسکافی اصل، ۱۳۹۷). مدیریت جدید ممکن است صرفاً به دلیل اینکه شرکت در جستجوی ایده‌های نوینی است که با رویه‌ها و سیاست‌های مدیریت پیشین ناسازگار است، افراد جدیدی را انتخاب کند و تداوم همکاری را با افرادی داشته باشد که قبلاً با آن‌ها کار می‌کرد (زلقی و همکاران، ۱۳۹۸). نرخ بازده مورد انتظار هر دارایی، نشانگر بازده از دست رفته تحت شرایط ریسک، مساوی ناشی از تحصیل آن دارایی است. یکی از عوامل مؤثر بر ریسک دارایی‌ها قابلیت نقدشوندگی آن‌هاست. نقش عامل نقدشوندگی در ارزش‌گذاری دارایی‌ها ناشی از تبلور مفهوم ریسک عدم نقدشوندگی دارایی در ذهن خریدار است که می‌تواند باعث انصراف سرمایه‌گذار از سرمایه‌گذاری شود. هر چه ریسک ناشی از یک دارایی افزایش یابد، سرمایه‌گذار انتظار دریافت بازده بیشتری خواهد داشت. با آنکه این عامل در تصمیم‌گیری‌ها نقش مهمی را ایفا می‌کند، ولی با وجود این تبدیل آن به عاملی عینی و کمی و اندازه‌گیری آن قدمت چندانی ندارد. موضوع نقدشوندگی به عنوان یک عامل تعیین‌کننده بازده سهام از اواسط دهه 1980 مطرح شده است. عدم نقد شوندگی آمیهد به عنوان شاخصی برای سنجش عدم ناکارایی بازار سهام استفاده می‌شود. سهامی که نسبت عدم نقدشوندگی آمیهد در آن بالا باشد، در قبال حجم کوچکی از معامله تغییر قیمت زیادی دارد. این نسبت از تقسیم قدر مطلق بازده بر حجم معاملات در یک بازه زمانی معین به دست می‌آید. خوش‌بینی یکی از مفاهیم مهم مالی رفتاری مدرن است که سبب می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد تخمین بزند و پیش‌بینی وی از احتمال وقوع پدیده‌ها خیلی افراطی یا خیلی تفریطی باشد (سلیمانی و گروه ای، ۱۳۹۶). بر اساس تئوری

پله‌های ترقی، تجربیات و ارزش‌ها و شخصیت مدیران بر تصمیم‌گیری‌های آن‌ها تأثیرگذار است. در ادبیات مالی رفتاری، گرایش خوش‌بینانه مدیران، برآورد سیستماتیک یا بیش از واقع متوسط جریان‌های نقدی و بازده آتی ناشی از فعالیت‌های شرکت، همچون سرمایه‌گذاری، ادغام، اکتساب، تأمین مالی و پرداخت سود سهام و نتایجی ناشی از آن‌ها است همراه با درجه خاصی از نبودن عقلانیت، خوش‌بینی یکی از ویژگی‌های مهم شخصیتی مدیران است که بر ریسک‌پذیری تأثیر می‌گذارد (دوئلمن و همکاران، ۲۰۱۵).

باروس و سیلویرا (۲۰۰۹) نشان دادند شرکت‌های دارای مدیران خوش‌بین، سیاست مالی تهاجمی انتخاب می‌کنند که باعث می‌شود نسبت اهرم مالی بیشتر باشد. خوش‌بینی مالی رفتاری مدرن است که هم در تئوری‌های مالی و هم در روانشناسی جایگاه ویژه‌ای دارد.

در دیدگاه مبتنی بر منابع که یکی از نظریه‌های پرکاربرد در توضیح تفاوت عملکرد و نتایج سازمان‌ها است، توانایی مدیریت به عنوان منبعی با ارزشی است که دستیابی به مزیت رقابتی پایدار را برای شرکت‌ها امکان‌پذیر می‌سازد (بارمی، ۱۹۹۱).

یافته‌های تجربی زیادی (همچون کمانور و پیگلیس، ۲۰۰۵)؛ (کمانور و همکاران، ۲۰۰۹)؛ (آندرو و همکاران، ۲۰۱۷) و (آندرو و همکاران، ۲۰۱۷) نیز هم‌راستا با دیدگاه مبتنی بر منابع، مؤید اهمیت توانایی مدیران در موفقیت شرکت‌ها است. نتایج برخی از پژوهش‌های داخلی نیز (همچون ممتازیان و کاظم نژاد، ۱۳۹۵) حاکی از آن است که توانایی مدیران یکی از عواملی است که موجب بهبود عملکرد مالی شرکت‌ها می‌شود.

توانایی؛ یک توانش خصلتی باثبات و وسیع را متصور می‌سازد که شخص را به دستیابی و نهایت عملکرد در مشاغل فیزیکی و فکری مفید می‌کند و موفقیت افراد را در پی دارد (کرینر و کینیکی، ۲۰۰۱؛ ۸۷). در تعریفی دیگر، توانایی مدیریت را به عنوان کارایی مدیران نسبت به رقبا در تبدیل منابع شرکت به درآمد تعریف می‌کنند (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۳؛ ۴۶۴). از یک مدیر توانا انتظار می‌رود که استانداردهای حسابداری را بهتر درک نموده و در نتیجه نامتقارنی اطلاعات را کاهش دهد (آندرو و همکاران، ۲۰۱۳؛ ۲). در دنیای امروز مدیریت نقش تعیین‌کننده‌ای در افزایش بازدهی و بهره‌وری شرکت‌ها دارد. در دنیای رقابتی امروز فشار زیادی برای دستیابی سریع به نتایج مطلوب و به تبع آن تصمیم‌گیری‌های سریع وجود دارد که مدیران در اجرای این مهم نقش حیاتی دارند و گاه در اثر نرسیدن به نتایج مطلوب در زودترین زمان ممکن تغییرات مدیریتی در سازمان صورت می‌گیرد. مدیران در ابتدای انتصاب به هر مسئولیت، دوره غیر مؤثر را می‌گذرانند و پس از آن دوره تأثیر مثبت فعالیت‌های آنان شروع می‌شود. حال اگر مدیران قبل از رسیدن به این دوره از سمت خود برکنار شوند هزینه‌های زیادی برای شرکت ایجاد خواهد کرد. یکی از تضادهای بین مدیر و

ذینفعان شرکت این است که افق تصمیم‌گیری مدیران برای شرکت کوتاه‌تر از افق سرمایه‌گذاری سهامداران می‌باشد. ادعای مدیران نسبت به شرکت تنها محدود به دوره تصدی آن‌ها می‌باشد؛ و همین مسئله ممکن است باعث کاهش منافع سهامداران و ارزش شرکت شود. در طول ۲۰ سال گذشته دوره تصدی مدیریت از حدود ۸ سال به ۴ سال کاهش یافته است (لی برتون میلر، ۲۰۰۶) و در نتیجه فشار بر روی مدیران عامل برای تسریع در رسیدن به نتایج به شدت افزایش یافته است. در این پژوهش از شاخص‌های توانایی، دوره تصدی و خوش‌بینی مدیریت به عنوان ویژگی‌های رفتاری مدیران استفاده شده و تأثیر آن بر نقدشوندگی سهام مورد بررسی قرار خواهد گرفت. داده‌های موردنیاز برای آزمون فرضیه‌ها نیز از بورس اوراق بهادار تهران گردآوری می‌گردد.

۲- مبانی نظری و فرضیه‌های پژوهش

۲-۱- خوش‌بینی مدیران و نقدشوندگی سهام

خوش‌بینی یکی از انواع سوگیری‌های رفتاری است که در پژوهش‌های مالی رفتاری به خوبی مستند شده است. (هیتون، ۲۰۰۲)، مالمندیر و تیت (۲۰۰۵، ۲۰۰۸)، کمپل و همکاران (۲۰۱۱)، بن محمد و همکاران (۲۰۱۴) آغازگر بحثی در مورد اثر خوش‌بینی مدیریتی بر سرمایه‌گذاری و ارتباط آن با نقدینگی داخلی بودند. آن‌ها گرایش به خوش‌بینی را به عنوان خطایی روان‌شناختی بیان کرده‌اند که نمی‌تواند باعث شود مدیران به این باور برسند که بازار شرکت آن‌ها را کمتر از واقع ارزش‌گذاری کرده است. گرایش خوش‌بینی، مدیران را از ارزیابی درست شرکت خود باز می‌دارد. آن‌ها همیشه به برآورد بیش از واقع بازده مورد انتظار شرکت و پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود تمایل دارند. وی به لحاظ نظری پیش‌بینی کرد خوش‌بینی‌های مدیریتی می‌تواند تصمیم‌گیری شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. در ادبیات مالی رفتاری، گرایش خوش‌بینی مدیران، برآورد سیستماتیک بیش از واقع متوسط جریان‌های نقدی و بازده آتی ناشی از فعالیت‌های شرکت همچون سرمایه‌گذاری، خوش‌بینی یا بیش‌اعتمادی مدیریت یکی از این ویژگی‌هاست که در پژوهش‌های انجام شده در این زمینه کمتر مورد توجه قرار گرفته است (مرادی و قدیریان، ۱۳۹۶). خوش‌بینی یکی از مهم‌ترین مفاهیم مالی رفتاری مدرن است که سبب می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد تخمین بزند و پیش‌بینی وی از احتمال وقوع پدیده‌ها خیلی افراطی یا خیلی تفریطی باشد (سلیمانی و گروه‌ای، ۱۳۹۶). شواهد عینی بیانگر آن است که مدیران از قابلیت‌های متفاوتی در اجرای وظایف مدیریتی خود برخوردار هستند. این تفاوت در قابلیت‌های مدیران می‌تواند یکی از عوامل توجیه‌کننده ویژگی‌های رفتاری آنان باشد (نیک‌بخت، دهقانی و

قوهستانی، ۱۳۹۶) از سوی دیگر، ویژگی‌های رفتاری مدیران تأثیر زیادی بر نحوه تصمیم‌گیری‌های آن‌ها پیرامون گزارشگری مالی و در نتیجه کیفیت این گزارش‌ها دارد. خوش‌بینی یا بیش اعتمادی مدیران یکی از این ویژگی‌هاست که در پژوهش‌های انجام شده در این زمینه کمتر به آن توجه شده است (مرادی و فدیریان، ۱۳۹۶). خوش‌بینی سبب می‌شود که انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک‌ها را کمتر از حد تخمین بزند و احساس کند بر مسائل و رویدادها کنترل دارد در حالی که ممکن است در واقعیت این‌گونه نباشد (فروغی و نخبه فلاح، ۱۳۹۲). با توجه به مبانی ذکرشده فرضیه اول پژوهش به شرح زیر تدوین می‌گردد:

خوش‌بینی مدیر تأثیر مثبت و معناداری بر نقدشوندگی سهام دارد.

۲-۲- توانایی مدیران و نقدشوندگی سهام

مدیریت ناکاراه، نداشتن آموزش، تجربه، توانایی و ابتکار عمل به وسیله مدیریت، بقای واحد تجاری در عرصه رقابت و فن‌آوری را با مشکل مواجه می‌سازد. شرایط ناشی از مدیریت ناکاراه که موجبات بحران مالی را فراهم می‌سازد عبارتند از: (نیوتن، ۱۳۹۹)، ناتوانی در همگام شدن با تغییرات بازار و پیشرفت‌های سریع فن‌آوری، کنترل عملیاتی نامناسب (شامل کنترل بودجه‌ای، هزینه‌یابی محصولات، حسابداری سنجش مسئولیت، تعیین ارزش دارایی‌ها، پیش‌بینی جریان‌ات نقدی)، توسعه بیش از حد، فروش ناکافی، قیمت‌گذاری نامناسب محصولات، هزینه‌های سربار و عملیاتی و هزینه بهره‌دهی‌های بلندمدت بیش از اندازه، سرمایه‌گذاری‌های بیش از اندازه در دارایی‌های غیر جاری و موجودی‌ها، سرمایه در گردش ناکافی و نقدینگی ضعیف، ساختار سرمایه نامتوازن، نداشتن پوشش بیمه‌ای کافی، روش‌ها و ثبت‌های نامناسب حسابداری، رشد بیش از اندازه و کنترل نشده.

توانایی مدیریت را می‌توان به عنوان کارایی مدیران نسبت به رقبا در تبدیل منابع شرکت به درآمد تعریف کرد (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۲). این منابع تولید درآمد در شرکت‌ها عبارتند از بهای موجودی‌ها، هزینه‌های اداری و توزیع و فروش، دارایی‌های ثابت، اجاره‌های عملیاتی، هزینه‌های تحقیق و توسعه گذشته و دارایی‌های نامشهود شرکت (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۳). توانایی مدیریتی بالا می‌تواند منجر به مدیریت کارتر عملیات روزانه شرکت شود، به ویژه در دوره‌های بحرانی عملیات که تصمیم‌گیری‌های مدیریتی تأثیر زیادی بر عملکرد شرکت دارد. مدیریت، فرآیند به کارگیری مؤثر منابع انسانی و امکانات مادی برای تحقق اهداف سازمانی است. تحقق این فرآیند به وسیله انجام وظایف اساسی مدیران، یعنی برنامه‌ریزی، سازمان‌دهی، هدایت و رهبری و کنترل و با توجه به نظام ارزشی حاکم بر سازمان امکان می‌یابد. مدیران کارا (دارای

توانایی بیشتر)، توانایی استفاده بهتر از منابع موجود را در فرآیند تحقق اهداف سازمانی دارند؛ به عبارت دیگر، مدیر کارا کسی است که بتواند با استفاده از حداقل امکانات، حداکثر بهره را به سازمان برساند (رضایی نژاد و همکاران، ۱۳۹۲). با توجه به مبانی ذکر شده فرضیه دوم پژوهش به شرح زیر تدوین می‌گردد:

توانایی مدیر تأثیر منفی و معناداری بر نقدشوندگی سهام دارد.

۲-۳- دوره تصدی مدیران و نقدشوندگی سهام

در این مطالعه تمرکز بر روی مدیران ارشد شرکت‌ها است؛ برای مثال مدیرعامل و ارتباط افق تصمیم‌گیری آن‌ها با عملکرد شرکت می‌باشد. ارتباط روشنی بین دوره تصدی مدیرعامل و مشکل مربوط به افق تصمیم‌گیری مدیر وجود دارد که تحقیق انجام شده توسط اکازیو، (۱۹۸۴) این موضوع را تأیید کرده است. علاوه بر این؛ اعتقاد بر این است که مشکل مربوط به افق تصمیم‌گیری مدیرعامل هنگامی که دوره تصدی او در شرکت طولانی‌تر از حد معمول باشد مشکل حادتری به وجود خواهد آمد، زیرا که دوره تصدی طولانی‌مدت مدیرعامل باعث افزایش تمایل او برای حفظ وضعیت موجود می‌گردد و استفاده از روش جدید و بهبودیافته کاهش می‌یابد (همبریک و هم پژوهان، ۱۹۹۳). بر اساس این دیدگاه در این تحقیق، از طول تعداد سال‌هایی که مدیرعامل در شرکت فعالیت داشته است برای تعیین معیار دوره تصدی استفاده شده است. همچنین مدیران در دوره تصدی خود افق محدود دارند و به جای ارتقای رشد شرکت به دنبال منافع کوتاه‌مدت خود هستند (علی نژاد و همکاران، ۱۳۹۴)؛ بنابراین شاخص قدرت مدیرعامل با اندازه‌گیری تعداد سال‌هایی که وی تصدی این سمت را به عهده داشته به دست می‌آید. ادعای مدیران نسبت به شرکت محدود به دوره تصدی ایشان در شرکت است (دیانتی و همکاران، ۱۳۹۲) مدیران پس از اینکه به این سمت منصوب می‌شوند، به این دلیل که دوره تصدی بلندمدتی را برای خود پیش‌بینی می‌کنند صرفاً^۱ در جهت منافع سهامداران حرکت نمی‌کنند بلکه در مدت کوتاهی که در این سمت قرار دارند در راستای رسیدن به منافع خود استفاده می‌کنند. به همین دلیل ممکن است مدیران از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بلندمدت، به دلیل این که در دوره تصدی آن‌ها به بازدهی نمی‌رسد خودداری کنند؛ به عبارت دیگر تصمیماتی که می‌تواند برای منافع شخصی مدیریت مفید باشد، ممکن است از نظر شرکت تصمیمات بهینه‌ای نباشد (جباری و همکاران، ۱۳۹۴). دوره تصدی مدیران عامل بیانگر تعداد سال‌هایی است که آن‌ها در سمت مدیران عامل از زمان انتصاب به این وظیفه مشغول می‌باشند. هرچه دوره تصدی مدیرعامل طولانی‌تر شود، این‌طور متصور است که تأثیرگذاری بر عملیات شرکت بیشتر بوده و با توجه به موقعیت راهبردی خود کنترل بیشتری بر

تصمیمات حاکمیت شرکتی دارد؛ بنابراین شاخص قدرت مدیرعامل با اندازه‌گیری تعداد سال‌هایی که وی تصدی این سمت را به عهده داشته به دست می‌آید. با توجه به مبانی ذکرشده فرضیه سوم پژوهش به شرح زیر تدوین می‌گردد:

دوره تصدی مدیر تأثیر مثبت و معناداری بر نقدشوندگی سهام دارد.

۳- پیشینه پژوهش

۳-۱- پیشینه داخلی

داداشی و همکاران، (۱۳۹۷) در تحقیقی با عنوان تأثیر خوش‌بینی مدیران بر همزمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی ۱۱۲ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ پرداختند. آن‌ها برای سنجش همزمانی از مدل بیوتروسکی و روستون (۲۰۰۵) و برای خوش‌بینی از سه شاخص باقی‌مانده مدل رشد، دقت پیش‌بینی سود فصلی و مازاد مخارج سرمایه‌ای استفاده کردند. یافته‌ها نشان داد مطابق با مبحث تئوریک، خوش‌بینی (مازاد مخارج سرمایه‌ای) اثر مثبت و معناداری بر همزمانی دارد. در خصوص دو پروکسی دیگر خوش‌بینی، اثر معناداری مشاهده نشد.

قادری و همکاران، (۱۳۹۷) در تحقیقی با عنوان تأثیر عامل رفتاری اطمینان‌بخش بیش از حد مدیران بر اثربخشی مدیریت ریسک به بررسی ۱۱۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند، آن‌ها به روش داده‌های ترکیبی و مدل اثرات ثابت این تأثیر را مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند و بر اساس نتایج این پژوهش شیوه‌های مدیریت ریسک سازمانی متأثر از سوگیری‌های رفتاری و بیش اطمینانی مدیران بوده و اثربخشی خود را از دست خواهد داد لذا اثر اطمینان بیش از حد مدیران بر مدیریت ریسک پذیرفته می‌شود.

طاهری و همکاران، (۱۳۹۷) در تحقیقی با عنوان توانایی، دانش مالی مدیران عامل و شفافیت گزارشگری مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با توجه به محدودیت‌های تحقیق به بررسی ۱۱۰ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ پرداختند، برای اندازه‌گیری متغیر توانایی از تکنیک تحلیل پوششی داده‌ها (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۳) و متغیر دانش مالی از نوع مدرک تحصیلی مدیران عامل (با تواح و همکاران، ۲۰۱۵) و همچنین جهت سنجش شفافیت گزارشگری مالی از معیار چند بعدی که دامنه وسیعی از مفاهیم مرتبط با شفافیت را پوشش می‌دهد (یوسفی اصل و همکاران، ۱۳۹۳)، استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان داد که توانایی مدیران عامل اثر مثبتی بر شفافیت گزارشگری مالی دارد؛ اما این تأثیر معنادار نشد. همچنین بین دانش مالی مدیران عامل و شفافیت گزارشگری مالی ارتباط معناداری مشاهده نشده است. در

نهایت نتایج تحقیق نشان داد که توانایی و دانش مالی مدیران عامل به صورت همزمان اثر مثبت و معناداری بر شفافیت گزارشگری مالی دارند.

خواجهی و قدیریان آرانی، (۱۳۹۷)، تحقیقی با عنوان توانایی مدیران، عملکرد مالی و خطر ورشکستگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را با بررسی ۱۰۳ شرکت غیرمالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۴ پرداختند. توانایی مدیران با استفاده از الگوی دمیرجیان و همکاران، (۲۰۱۲) اندازه‌گیری شده است و الگوی امتیازدهی بازار نوظهور (امتیاز z آلتمن) به منظور سنجش خطر ورشکستگی مورد استفاده قرار گرفته است. یافته‌های پژوهش نشان داد که بین توانایی مدیران و خطر ورشکستگی شرکت‌ها، رابطه‌ای منفی وجود دارد و عملکرد مالی نقش متغیر میانجی کامل در رابطه بین توانایی مدیران و خطر ورشکستگی بازی می‌کند. به بیان دیگر، توانایی مدیران از طریق بهبود عملکرد مالی شرکت‌ها خطر ورشکستگی آن‌ها را کاهش می‌دهد. از این رو چنین نتیجه‌گیری شد که توانایی مدیران عامل سهم مهمی در موفقیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

بوستانی و رضایی (۱۳۹۴) در تحقیقی تأثیر خوش‌بینی مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت را بررسی کردند. نتایج حاصل از بررسی نشان داد مدیرانی که خوش‌بینی زیادی دارند و در شرکت‌های با سطح سرمایه‌گذاری کم فعالیت می‌کنند، موجب افزایش سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌شوند. در حالی که وجود مدیران با سطح خوش‌بینی کم در شرکت‌های با سطح سرمایه‌گذاری زیاد موجب کاهش سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نشد؛ همچنین نتایج نشان‌دهنده آن است که خوش‌بینی بیشتر (کمتر) مدیران در شرکت‌های با سطح سرمایه‌گذاری کم (زیاد) موجب افزایش ارزش شرکت نمی‌شود.

فروغی و فرجامی (۱۳۹۴)؛ به بررسی تأثیر همزمانی قیمت و نوسان‌های بازده سهام بر نقدشوندگی سهام پرداختند. آن‌ها برای سنجش همزمانی قیمت سهام از معیار ضریب تعیین مدل بازار و نوسان‌های بازده سهام به تفکیک نوسان سیستماتیک و غیرسیستماتیک به ترتیب از طریق جذر واریانس سیستماتیک و غیرسیستماتیک سهام استفاده کردند، آن‌ها دریافتند همزمانی قیمت سهام و نوسان سیستماتیک بازده سهام بر نقدشوندگی سهام تأثیر مثبت دارد در حالی که نوسان غیرسیستماتیک بازده سهام تأثیر منفی بر نقدشوندگی سهام دارد.

دولو و امامی (۱۳۹۴)؛ در تحقیقی با عنوان بررسی رابطه میان همزمانی قیمت سهام و نقدشوندگی به بررسی ۱۶۲ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۱ پرداختند. نتایج حاکی از رابطه مستقیم همزمانی قیمت سهام و نقدشوندگی است. پس از تفکیک همزمانی قیمت سهام به مؤلفه‌های تشکیل‌دهنده آن شامل نوسان پذیری سیستماتیک و نوسان‌پذیری غیرسیستماتیک و

آزمون اثرگذاری آن‌ها بر نقدشوندگی مشخص گردید رابطه متغیرهای اخیر با نقدشوندگی به ترتیب مستقیم و معکوس است و اثر معکوس نقدشوندگی و نوسان پذیری، بیشتر تحت تأثیر نوسانات غیرسیستماتیک بازده قرار دارد. از طرفی، تحلیل حساسیت نتایج نشان داد پدیده معاملات اندک، بر رابطه همزمانی و نقدشوندگی اثر معنی‌دار دارد.

۳-۲- پیشینه خارجی

چانگ، هانگ، لی و زو (۲۰۱۸) با گردآوری داده‌های ۷۴۴ شرکت پذیرفته در بورس تایوان طی سال‌های (۲۰۰۶ تا ۲۰۱۲)، تأثیر خوش‌بینی و بیش اعتمادی مدیران بر مدیریت سود واحدهای تحت کنترل آن‌ها را بررسی کردند. آن‌ها دریافتند مدیران با درجه خوش‌بینی زیادتر، با احتمال بیشتری اقدام به هر دو نوع مدیریت سود واقعی و اقلام تعهدی اختیاری می‌کنند.

زاورتیوا، ایتوریباک و کومینوا (۲۰۱۸) با استفاده از داده‌های ۷۶۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار هفت کشور اروپایی طی سال‌های (۲۰۱۳ تا ۲۰۱۸)، تأثیر خوش‌بینی مدیران بر درصد هزینه‌های تحقیق و توسعه انجام شده در شرکت‌های تحت کنترل آن‌ها را بررسی کردند. آن‌ها بعد از کنترل فاکتورهایی چون سال، صنعت و کشور دریافتند مدیران خوش‌بین اقدام به صرف هزینه‌های تحقیق و توسعه بیشتری می‌کنند.

احمد و حبیب (۲۰۱۸) تأثیر خوش‌بینی مدیران بر نحوه تأمین مالی شرکت‌ها را بررسی کردند. نتایج حاصل از بررسی داده‌های گردآوری شده به روش پیمایشی نشان داد با افزایش سطح خوش‌بینی مدیران، استفاده از روش‌های تأمین مالی خارجی نیز افزایش می‌یابد.

آنجلینی و همکاران (۲۰۱۷) طی پژوهشی با عنوان تأثیر خوش‌بینی مدیرعامل بر مبادلات سهام دریافتند که خوش‌بینی می‌تواند به طور درخور توجهی منجر به مالکیت سهام و افزایش ثروت مالی سرمایه‌گذاری شده در این دارایی‌ها گردد.

مک لیند و همکاران (۲۰۱۰) به بررسی افق حرفه‌ای و دوره تصدی مدیرعامل بر روی عملکرد آینده شرکت پرداختند. آن‌ها معتقد بودند که مدیرعامل با افق حرفه‌ای کوتاه‌مدت (این متغیر با استفاده از سن آن‌ها اندازه‌گیری شده است)، استراتژی ریسک‌گریزی را استفاده خواهد کرد که این به طور متوسط باعث تأثیر منفی بر روی عملکرد آینده شرکت می‌شود.

مراد آنتیا و همکاران (۲۰۱۰) به بررسی این موضوع پرداختند که افق تصمیم‌گیری کوتاه‌تر مدیرعامل با بیشتر شدن هزینه‌های نمایندگی، کاهش ارزش شرکت و سطح بالاتر ریسک اطلاعاتی در ارتباط می‌باشد. این نتایج با این دیدگاه مطابقت دارد که افق تصمیم‌گیری کوتاه‌مدت مدیرعامل

باعث می‌شود سرمایه‌گذاری‌هایی در اولویت قرار گیرد که دارای بازده سریع‌تر می‌باشد و از سرمایه‌گذاری‌هایی که باعث ایجاد ارزش‌های بلندمدت می‌شود چشم‌پوشی خواهد شد. آگاه و چی (۲۰۰۷) طی پژوهشی به بررسی ویژگی‌های داخلی و خارجی شرکت بر عملکرد آن پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که نوع صنعت و عوامل داخلی شرکت مانند توانایی‌های مدیریت منابع انسانی بر سودآوری شرکت تأثیر دارند اما تأثیر عوامل داخلی بیشتر است.

۴- روش پژوهش

جامعه آماری پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران هستند که دارای ویژگی‌های زیر باشند:

- به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد
 - جز شرکت‌های فعال در صنعت واسطه‌گری مالی نباشد
 - در دوره زمانی ۵ ساله مورد بررسی در بورس حضور داشته باشد.
- با در نظر گرفتن شرایط مذکور، ۱۰۰ شرکت در بازه زمانی ۵ ساله ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۶ به عنوان جامعه همگن شده تحقیق انتخاب و در مجموع تعداد ۵۰۰ داده سال - شرکت مورد بررسی قرار گرفتند.

۴-۱- مدل پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های تحقیق همانند پژوهش چانگ و چن^۱ (۲۰۱۴) و چن و همکاران (۲۰۱۵) از مدل رگرسیونی ۱ استفاده می‌شود. رابطه (۱)

$$illiquidity_{it} = \beta_0 + \beta_1 chceo_{it} + \beta_2 size_{it} + \beta_3 roa_{it} + \beta_4 lev_{it} + \beta_5 growth_{it} + \beta_6 loss_{it} + \beta_7 age_{it} + \beta_8 div_{it} + \delta \cdot Industry + \emptyset \cdot Year + \varepsilon_{i,t}$$

لازم به ذکر است که در تمامی مدل‌های فوق، اثرات مربوط به سال و صنعت کنترل خواهند شد.

۲-۴- متغیرهای پژوهش

۲-۴-۱- متغیر وابسته

عدم نقد شوندگی سهام آمیهود به عنوان شاخصی برای سنجش ناکارایی بازار سهام استفاده می‌شود. سهامی که نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود در آن بالا باشد، در قبال حجم کوچکی از معامله تغییر قیمت زیادی دارد. این نسبت از تقسیم قدر مطلق بازده بر حجم معاملات در یک بازه زمانی معین به دست می‌آید. این معیار به صورت میانگین برای هر سال محاسبه شده است. رابطه (۲)

$$Illiquidity = \frac{1}{D_j} \sum \frac{|R_j|}{(Vol_j \times P_j)}$$

D: تعداد روزهایی که سهام مبادله شده است؛ R: بازده روزانه سهام، VOL: حجم معامله شده، P: قیمت روزانه سهام

۲-۴-۲- متغیرهای مستقل

در این تحقیق ۳ ویژگی مدیرعامل (CHCEO) شامل خوش‌بینی، توانایی و دوره تصدی به عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته می‌شوند. در ادامه هر یک به تفصیل تشریح خواهند شد: همانند تحقیق شراند و زجمن (۲۰۱۲)؛ برای سنجش خوش‌بینی مدیران از شاخص بیش اطمینانی مبتنی بر سرمایه‌گذاری استفاده خواهد شد. بدین منظور ابتدا مدل رگرسیونی رابطه زیر به صورت مقطعی برآورد می‌شود و پس از آن در هر سال باقیمانده محاسبه خواهد شد. چنانچه باقیمانده مدل رگرسیونی رابطه زیر برای شرکتی بزرگتر از صفر باشد، یعنی در آن شرکت بیش از حد سرمایه‌گذاری شده است، از این رو، این شاخص برابر با یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود. استفاده از این شاخص بر این مبناست که در شرکت‌هایی که دارایی‌ها با نرخ بیشتری نسبت به فروش رشد می‌کنند، مدیران در مقایسه با هم‌تایان خود در شرکت بیشتر سرمایه‌گذاری می‌کنند. رابطه (۳)

$$Gasset_{it} = \beta_0 + \beta_1 Gsale_{it} + \varepsilon_{it}$$

$Gasset_{it}$: رشد دارایی‌های شرکت i در سال t

$Gsale_{it}$: رشد فروش شرکت i در سال t

در این تحقیق همچون مطالعه دمیرجیان و همکاران (۲۰۱۲) برای اندازه‌گیری توانایی مدیریت از رابطه زیر استفاده می‌شود:

رابطه (۴)

$$Firm\ Efficiency = \beta_0 + \beta_1 Size_t + \beta_2 Market\ Share + \beta_3 Free\ Cash\ Flow\ Indicator + \beta_4 Age + \beta_5 Foreign\ Currency\ Indicator + \epsilon_{j,t}$$

که در این رابطه Firm Efficiency، کارایی شرکت است؛ به منظور اندازه‌گیری کارایی شرکت، دمیرجیان، از مدل تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) زیر استفاده کرده است. DEA با بهره‌گیری از تکنیک برنامه‌ریزی خطی و بهینه‌سازی، جهت تعیین کارایی هر واحد استفاده و به منظور هدف‌گذاری در افزایش کارایی برای هر یک از واحدها، یک مجموعه مرجع برای واحد ناکارا تعیین و کارایی واحدهای مختلف را نسبت به مرز کارایی مقایسه می‌نماید. مدل تحلیل پوششی داده‌ها، نوعی مدل آماری است که برای اندازه‌گیری عملکرد سیستم با استفاده از داده‌های ورودی و خروجی، کاربرد دارد.

رابطه (۵)

$$max_{\theta} = \frac{sales}{\nu_1 CoGs + \nu_2 SG\&A + \nu_3 NetPPE + \nu_4 OpsLease + \nu_5 R\&D + \nu_6 Goodwill + \nu_7 Intan}$$

در این رابطه:

CoGs، بهای کالای فروش رفته در سال t؛

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

NetPPE، مانده خالص دارایی‌های ثابت در ابتدای سال t؛

OpsLease، هزینه اجاره عملیاتی در سال t؛

R&D، هزینه تحقیق و توسعه در سال t؛

Goodwill، سرقفلی خریداری شده در ابتدای سال t؛

Intan، مانده خالص دارایی نامشهود در ابتدای سال t است.

در این مدل برای هر کدام از متغیرهای ورودی ضریب خاص، ν ، در نظر گرفته شده است زیرا اثر همه متغیرهای ورودی بر خروجی (فروش) یکسان نیست. از آنجایی که متغیر هزینه تحقیق و توسعه، R&D در صورت مالی شرکت‌ها منعکس نمی‌شود از فرمول بالا حذف گردید. مقدار محاسبه شده برای کارایی شرکت در محدوده صفر تا یک قرار می‌گیرد که حداکثر کارایی برابر یک و هر چه مقدار به دست آمده کمتر باشد یعنی کارایی شرکت پایین‌تر است.

در این تحقیق، کارایی به صورت سال-شرکت محاسبه شده است. ۶۰ واحد تصمیم‌گیری، با توجه به شش ورودی و یک خروجی مورد بررسی قرار گرفتند. نوع به کار رفته در این تحقیق، پایه‌ای و بر اساس مدل بازده متغیر نسبت به مقیاس و رویکرد ورودی محور می‌باشد.

بازده متغیر نسبت به مقیاس - ورودی محور:

$$MAX Z_0 = \sum_{r=1}^s u_r y_{r0} + w \quad (6)$$

St:

$$\sum_{i=1}^m v_i x_{i0} = 1 \quad (7)$$

$$\sum_{r=1}^s u_r y_{rj} - \sum_{i=1}^m v_i x_{ij} + w \leq 0 \quad (8)$$

$$u_r, v_i \geq \varepsilon (j = 1, 2, \dots, n)$$

دمیرجیان به منظور کنترل اثر ویژگی‌های ذاتی شرکت در مدل خود کارایی شرکت را به دو بخش جدا یعنی کارایی بر اساس ویژگی‌های ذاتی شرکت و توانایی مدیریت، تقسیم کرده است. وی این کار را با استفاده از کنترل پنج ویژگی ذاتی شرکت (اندازه شرکت، سهم بازار شرکت، جریان نقدی شرکت، عمر پذیرش شرکت در بورس و فروش خارجی (صادرات) که در رابطه فوق آورده شده، انجام داده است. هر کدام از این پنج متغیر به عنوان ویژگی‌های ذاتی شرکت، می‌توانند به مدیریت کمک کنند تا تصمیمات بهتری اتخاذ نمایند یا در جهت عکس عمل کرده و توانایی مدیریت را محدود کنند.

Size، اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت؛

Market Share، سهم بازار شرکت که برابر است با نسبت فروش شرکت به فروش کل صنعت؛

Free Cash Flow Indicator، متغیری دامی که در صورت مثبت بودن جریان‌های نقدی عملیاتی

برابر یک و در صورت منفی بودن برابر صفر در نظر گرفته شده است؛

Age، عمر پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار و برابر با لگاریتم طبیعی تعداد سال‌های حضور

شرکت در بورس

Foreign Currency Indicator، متغیر دامی است و برای شرکت‌هایی که صادرات (فروش با ارز

خارجی) دارند برابر یک در غیر این صورت صفر در نظر گرفته شده است؛

باقیمانده مدل (ε) نیز نشان‌دهنده میزان توانایی مدیریت است.

سومین متغیر مستقل این تحقیق، دوره تصدی مدیر عامل است که برابر است با لگاریتم طبیعی

تعداد سال‌های حضور مدیر عامل در شرکت.

۴-۲-۳- متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (Size): لگاریتم کل دارایی هایش شرکت i در پایان سال مالی t . بای و همکاران (۲۰۱۶)، جوشا دریه (۲۰۱۲)، داسگپتا و همکاران (۲۰۰۹)، حقیقت و همکاران (۲۰۱۵) و بوباکر و همکاران (۲۰۱۳) نیز در پژوهش خود از این متغیر به عنوان کنترلی استفاده نمودند.

بازده دارایی‌ها (ROA): نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌های شرکت i در پایان سال مالی t . بای و همکاران (۲۰۱۶)، جوشا دریه (۲۰۱۲)، داسگپتا و همکاران (۲۰۰۹) و حقیقت و همکاران (۲۰۱۵) نیز در پژوهش خود از این متغیر به عنوان کنترلی استفاده نمودند.

نسبت بدهی (LEV): نسبت بدهی به دارایی هایش شرکت i در پایان سال مالی t . بای و همکاران (۲۰۱۶)، جوشا دریه (۲۰۱۲)، داسگپتا^{۳۶} و همکاران (۲۰۰۹)، حقیقت و همکاران (۲۰۱۵) و بوباکر و همکاران (۲۰۱۳) نیز در پژوهش خود از این متغیر به عنوان کنترلی استفاده نمودند.

شاخص رشد (Growth): رشد درآمد کل شرکت i در پایان سال مالی t . جوشا دریه (۲۰۱۲) نیز در پژوهش خود از این متغیر به عنوان کنترلی استفاده نمودند.

LOSS، زیان است که اگر سود عملیاتی، منفی باشد مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر می‌گیرد.

AGE، عمر شرکت که برابر است با مدت تأسیس شرکت.

DIV، یک متغیر شاخص است که اگر شرکت سود پرداخت کرده باشد، مقدار یک می‌گیرد.

۵- یافته‌های پژوهش

ابتدا یافته‌های تحقیق را به صورت توصیفی مورد بررسی قرار داده، سپس به کمک آزمون‌های مناسب فرضیه‌های تحقیق را ارزیابی می‌کنیم. در این تحقیق برای جمع‌آوری، خلاصه کردن، طبقه‌بندی و توصیف حقایق عددی از آمار توصیفی استفاده می‌شود. شاخص‌های مرکزی و پراکندگی برای متغیرهای تحقیق به منظور تحلیل توصیفی متغیرها قبل از آزمون فرضیه‌ها به کار گرفته می‌شوند. این اقدام به منظور ارائه دیدگاهی کلی نسبت به جامعه آماری و شناخت بیشتر آن صورت می‌گیرد. در جدول ۱ آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق ارائه شده است. تعداد مشاهدات برابر ۵۰۰ سال-شرکت می‌باشد.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرها پژوهش

متغیر	میانگین	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
عدم نقدینگی سهام (illiq)	-۰.۸ e۳,۷۶	-۰.۷ e۳,۹۹	-۱۵ e۲,۱۳	-۰.۶ e۸,۲۷
توانایی مدیریت (ceoabale)	۰/۰۰۹۳۰۱	۰/۱۰۱۹۶۸۵	-۰/۳۲۶۰۱۵۶	۰/۳۶۸۵۲۷۹
دوره تصدی مدیر (ceotenure)	۰/۴۴۰۹۱۰۹	۰/۳۵۹۹۶۴۷	۰	۱/۲۵۵۲۷۳
خوش‌بینی مدیر (ceovercon)	۰/۰۰۷۰۸۹۴	۰/۲۲۴۹۴۲۲	-۰/۹۶۱۵۸۶۴	۱/۹۲۶۳۹۱
عمر شرکت (age)	۱/۵۳۷۰۱	۰/۱۷۳۵۶۴۷	۰/۸۴۵۰۹۸	۱/۸۱۹۵۴۴
اندازه شرکت (size)	۶/۲۹۰۲۱۸	۰/۶۷۸۰۰۶۴	۴/۸۴۷۳۸۷	۸/۴۲۳۱۴۹
اهرم مالی (lev)	۰/۵۸۵۰۳۲۵	۰/۲۲۸۸۵۹	۰/۰۹۰۱۶۴۴	۱/۸۰۴۸۰۱
زیان شرکت (loss)	۰/۰۹۲	۰/۲۸۹۳۱۵۴	۰	۱
رشد (growth)	۰/۲۰۰۲۸۳۴	۰/۴۸۵۲۲۸۱	-۰/۸۴۵۲۵۴۵	۵/۳۸۰۳۶۷
نرخ بازده دارایی (roa)	۰/۱۱۴۴۲۸۸	۰/۱۴۱۸۹	-۰/۲۸۹۰۸۱۵	۰/۶۶۲۶۷۸۳۶
سود تقسیمی (div)	۰/۱۶۶	۰/۳۷۲۴۵۳۳	۰	۱

منبع: یافته‌های پژوهشگر

آماره توصیفی متغیرهای تحقیق برای کل نمونه آماری در جدول ۲ ارائه شده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، برای مثال میانگین عدم نقدینگی برابر با $3.76e-08$ است. بیشترین مقدار خطا عدم نقدینگی سهام مربوط به شرکت ایران ترانسفر در سال ۱۳۹۴ می‌باشد که مقدار آن $8.27e-06$ است. همچنین حداکثر اندازه شرکت مربوط به ایران‌خودرو در سال ۱۳۹۶ که مقدار آن $۸,۴۲۳۱۴۹$ می‌باشد و حداقل نرخ بازده دارایی نیز مربوط به شرکت ایران‌خودرو دیزل ($-۰,۲۸۹۰۸۱۵$) در سال ۱۳۹۶ می‌باشد.

۶- نتایج آزمون فرضیه

در این پژوهش اثرات سال و صنعت در برازش مدل رگرسیونی کنترل شده است لذا مدل به صورت مقطعی برازش خواهد شد و نیازی به آزمون‌های تشخیصی (همانند لیمر و هاسمن) جهت تفکیک اثرات مشترک، ثابت یا تصادفی نخواهد بود. ابتدا پیش‌فرض‌های رگرسیون کلاسیک همچون همخطی بین متغیرهای توضیحی، ناهمسانی واریانس بین جملات خطا و خودهمبستگی مرتبه اول بین جملات خطا مورد بررسی قرار خواهند گرفت. در نهایت تخمین نهایی مدل به روش رگرسیون مقاوم (مستحکم) انجام خواهد شد تا مشکلاتی همچون ناهمسانی واریانس و وجود همبستگی مرتبه اول در سطح شرکت‌های مورد بررسی مرتفع گردد.

یکی از موضوعات مهمی که در اقتصاد سنجی به آن برخورد می‌کنیم موضوع واریانس ناهمسانی است. واریانس ناهمسانی به این معناست که در تخمین مدل رگرسیون مقادیر جملات خطا دارای واریانس‌های نابرابر هستند. در واقع ما در تخمین رگرسیون که با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی انجام می‌شود ابتدا فرض می‌کنیم که تمامی جملات خطا دارای واریانس‌های برابر هستند و بعد از آنکه مدل را تخمین زدیم سپس با استفاده از یک سری روش‌ها و فن‌ها به بررسی این فرض می‌پردازیم و این‌که آیا واقعاً در مدل ما واریانس همسانی وجود ندارد. در این پژوهش برای بررسی ناهمسانی واریانس از آزمون بروش پاگان استفاده شده است. یافته‌های مندرج در جدول ۲ در خصوص این آزمون نشان می‌دهد که واریانس خطاها ناهمسان می‌باشد لذا در تخمین نهایی با اضافه نمودن دستور $vce(clusterfirm)$ مشکل را برطرف می‌کنیم.

برای بررسی خودهمبستگی در داده‌های تابلویی، ولدریچ (۲۰۰۲) آزمون خودهمبستگی ساده‌های پانلیرا در مورد داده پیشنهاد می‌کند که در آن جملات اختلال از فرایند خودرگرسیون مرتبه اول تبعیت می‌کنند. فرضیه صفر در آزمون ولدریچ، عدم وجود خودهمبستگی مرتبه اول در جمله اختلال مدل رگرسیون می‌باشد که در صورت رد فرضیه صفر، مدل تخمین زده شده دارای خودهمبستگی مرتبه اول خواهد بود. در این پژوهش برای بررسی خودهمبستگی مرتبه اول از آزمون ولدریچ استفاده شده است. یافته‌های مندرج در جدول ۲ در خصوص این آزمون نشان می‌دهد که مشکل خودهمبستگی مرتبه اول در بین جملات خطا وجود دارد لذا با اضافه نمودن عبارت $vce(clusterfirm)$ این مشکل مرتفع می‌گردد.

در این پژوهش متغیرهای مستقل مرتبط با ویژگی‌های مدیریتی شامل توانایی مدیر، دوره تصدی و اعتماد بیش از اندازه (خوش‌بینی) مدیرعامل بر نقدشوندگی سهام مورد ارزیابی قرار گرفته است. نتایج نشان می‌دهد که هیچ‌گونه هم‌خطی بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد، زیرا هیچ یک از متغیرها دارای vif بالاتر از ۱۰ نیست. ضریب و خطای متغیر توانایی مدیر به ترتیب برابر $1.07e-1$ و 0.383 می‌باشد که بیانگر عدم وجود اثر معنادار از سوی این متغیر رفتاری بر نقدشوندگی سهام است. ضریب و خطای متغیر دوره تصدی به ترتیب $1.49e-07$ و 0.206 بوده که این متغیر نیز همانند متغیر توانایی اثر معناداری بر عدم نقدینگی سهام ندارد. همچنین ضریب و خطای متغیر بیش اعتمادی (خوش‌بینی) به ترتیب $6.00e-09$ و 0.847 است و نشان می‌دهد که این متغیر رفتاری نیز اثر معناداری بر نقدشوندگی سهام ندارد. بر اساس جدول زیر متغیرهای کنترلی مدل دارای اثر معناداری بر نقدشوندگی سهام نیستند. همچنین مقدار و سطح معنی‌داری آماره F مدل به ترتیب 2.489 و 0.038 می‌باشد و بیانگر آن است که مدل تحقیق به خوبی برازش شده و از معنی‌داری مناسبی برخوردار می‌باشد. مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده برابر با 0.1161 می‌باشد و

بیانگر آن است که ۱۱,۶۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تحقیق تبیین می‌شود.

جدول ۲- نتایج نهایی آزمون فرضیه‌های تحقیق

متغیرها	ضریب	خطای استاندارد	سطح معنی‌داری (خطا)	عامل تورم واریانس
عرض از مبدأ	3.40e-07	3.39e-07	۰/۳۱۸	-
توانایی مدیریت (ceobale)	1.07e-07	1.22e-07	۰/۳۸۳	۱/۱۴
دوره تصدی مدیر (ceotenure)	-1.49e-07	1.17e-07	۰/۲۰۶	۱/۰۴
خوش‌بینی مدیر (ceovercon)	6.00e-09	3.10e-08	۰/۸۴۷	۱/۰۳
عمر شرکت (age)	-3.26e-07	2.48e-07	۰/۱۹۲	۱/۰۲
اندازه شرکت (size)	6.66e-08	3.96e-08	۰/۰۹۵	۱/۱۵
اهرم مالی (lev)	-8.42e-08	9.38e-08	۰/۳۷۱	۱/۸۲
زیان شرکت (loss)	-2.77e-08	3.35e-08	۰/۴۱۱	۱/۲۳
رشد (growth)	-3.22e-08	2.66e-08	۰/۲۲۹	۱/۰۸
نرخ بازده دارایی (roa)	-2.10e-08	1.09e-07	۰/۸۴۷	۲/۲۰
سود تقسیمی (div)	7.59e-09	2.30e-08	۰/۷۴۳	۱/۰۶
اثرات سال		کنترل شد		
اثرات صنعت		کنترل شد		
Adjusted R ²		۰/۱۱۶۱		
F-statistic		۲/۴۸۹		
Prob(F-statistic)		۰/۰۰۲۸		
آماره بروش پاگان		۲۰۸۲/۶۱		
معناداری بروش پاگان		۰/۰۰۰		
آماره وولدریچ		۱۴/۹۳۳		
معناداری وولدریچ		۰/۰۰۰۲		

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۷- بحث و نتیجه‌گیری

بر اساس تئوری نمایندگی، این امکان وجود دارد که مدیران در راستای منافع شخصی خود همچون تثبیت موقعیت شغلی، دریافت پاداش بیشتر، دریافت تسهیلات و ...، بخواهند تصویر مطلوب تری از واحد تجاری به نمایش بگذارند و برای رسیدن به این هدف، اقداماتی انجام دهند که

با هدف به حداکثر رساندن منافع سایر گروه‌ها در تضاد باشد. در بازارهای با کارایی ضعیف، مدیران محیط اطلاعاتی مبهم‌تری را در اختیار داشته و می‌توانند با ارائه اطلاعات خوش‌بینانه‌ای که از عدم تقارن اطلاعاتی آن‌ها و سرمایه‌گذاران ناشی می‌شود، اهداف از پیش تعیین شده خود را دنبال کنند. خوش‌بینی سبب می‌شود انسان، دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک‌ها را کمتر از حد تخمین زند و احساس کند بر مسائل و رویدادها کنترل دارد، در حالی که ممکن است در واقعیت اینگونه نباشد. مرور ادبیات گذشته نشان می‌دهد که شفافیت اطلاعات ارائه شده از سوی شرکت، تحت تأثیر این ویژگی رفتاری مدیران قرار می‌گیرد و خوش‌بینی عموماً منجر به کاهش کیفیت اطلاعات ارائه شده از سوی شرکت می‌گردد. پائین بودن محتوای اطلاعاتی افشاهای صورت گرفته از سوی شرکت می‌تواند سبب بروز عدم تقارن اطلاعاتی و عدم نقدینگی سهام گردد، اما نتایج تحقیق حاضر چنین موردی را نشان نداد. که این نتیجه مطابق با نتایج پژوهش داداشی و همکاران (۱۳۹۷) و بوستانی و رضایی (۱۳۹۴) و نیز مغایر با قادری و همکاران (۱۳۹۷) و آنجلینی و همکاران (۲۰۱۷) می‌باشد.

دانش، مهارت‌ها و توانایی‌های مدیران مهم‌ترین سرمایه انسانی در سازمان‌ها می‌باشد و مطالعه نقش آن‌ها در عوامل مؤثر بر سازمان حائز اهمیت است و به منظور توسعه مهارت‌ها و ویژگی‌های مورد نیاز برای ایجاد موقعیت مدیریت در سازمان انجام می‌شود. عملکرد مدیران و یا توانایی‌های مدیریتی در استفاده از منابع شرکت برای جلوگیری از کاهش قیمت سهام مؤثر است. یکی از مهم‌ترین وظایف مدیریت، اخذ تصمیمات درست می‌باشد. گاهی اوقات تمام اطلاعات مورد نیاز در دسترس است، اما عدم توانایی مدیر برای تجزیه و تحلیل درست اطلاعات منجر به گرفتن تصمیمات نادرست می‌شود؛ بنابراین، یک مدیر لایق قادر به استفاده از منابع و تصمیم‌گیری صحیح می‌باشد تا از منافع سازمان و به دنبال آن، منافع همه ذینفعان شرکت حفاظت نماید. مدیران شایسته قادرند از منابع بهتر استفاده نمایند و عملکرد کلی بهتری داشته باشند. در نتیجه می‌توانند از عدم نقدینگی سهام این شرکت جلوگیری کنند؛ اما نتایج این پژوهش نشان داد که توانایی مدیران عامل تأثیر معناداری بر ناکارایی بازار سهام ندارد که این نتیجه با یافته‌های طاهری و همکاران (۱۳۹۷) و خواجه‌وی و قدیریان آرانی (۱۳۹۷)، آکا و چی (۲۰۰۷) در تناقض می‌باشد.

انتظار می‌رفت که هرچه دوره تصدی مدیرعامل بیشتر شود و آنان تعداد سال‌های بیشتری در سمت مدیریت باشند تأثیرگذاری بر عملیات شرکت بیشتر بوده و با توجه به موقعیت راهبردی خود کنترل بیشتری بر تصمیمات شرکتی دارد و این موضوع برای شرکت مزیت رقابتی و فرصت‌های رشد در شرکت را در پی می‌آورد و این یعنی عملکرد نامناسبی وجود ندارد که بخواهیم اطلاعات شرکتی را پنهان نموده و به اطلاع استفاده‌کنندگان از اطلاعات نرسانیم. به بیان دیگر، می‌توان ادعا

کرد که با افزایش میزان دوره تصدی مدیران عامل در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران، عدم نقدینگی سهام در شرکت نیز کاهش یابد اما نتایج تحقیق حاضر چنین موردی را نشان نداد که این نتیجه با یافته‌های مک لیند و همکاران (۲۰۱۰) و مراد آنتیا و همکاران (۲۰۱۰) در تناقض می‌باشد. این یافته‌ها بیانگر آن است که مبادلات سهام در بورس تهران تا حد زیادی تحت تأثیر ویژگی‌های رفتاری مدیران شرکت نبوده و از سایر اطلاعات برای شکل‌دهی قیمت و حجم مبادلات بهره‌مند می‌شود.



فهرست منابع

- ۱) توانگر حمزه کلایی، افسانه و مهدی اسکافی اصل، (۱۳۹۷)، "ارتباط بین قدرت مدیرعامل، ویژگی‌های کمیته حسابرسی و کیفیت کنترل داخلی"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۰، شماره ۳۸، صص ۱۸۷-۲۰۷.
- ۲) جباری، حسین، سیدرضا موسوی و عباس طالب بیدختی، (۱۳۹۴)، "بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و دوره تصدی مدیرعامل"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۷، شماره ۲۵، صص ۹۷-۱۱۹.
- ۳) خواجهی، شکراله و محمدحسین قدیریان آرانی، (۱۳۹۷)، "عنوان توانایی مدیران، عملکرد مالی و خطر ورشکستگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، دانش حسابداری، (۱)۹، صص ۳۲=۶۱.
- ۴) داداشی، ایمان، محمود یحیی زاده فر و عباس شامخی امیری، (۱۳۹۷)، "تأثیر خوش‌بینی مدیران بر همزمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پیشرفت‌های حسابداری، ۳(۷۵)، صص ۱۵۹-۱۸۲.
- ۵) دولو، مریم و علی امامی، (۱۳۹۴)، "بررسی رابطه همزمانی قیمت سهام و نقدشوندگی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۸(۲۹)، صص ۲۲-۳.
- ۶) دیانتی دیلمی، زهرا، علی مظاهری و مهدی مرادزاده، (۱۳۹۲)، "اثر دوره تصدی مدیریت بر ارزش شرکت. هزینه‌های نمایندگی و ریسک اطلاعاتی"، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۳(۱)، صص ۲۱-۳۹.
- ۷) زلفی، حسن، عباس افلاطونی و محمد برزآبادی فراهانی، (۱۳۹۸)، "تأثیر مدت تصدی مدیرعامل بر تداوم انتخاب حسابرس در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۱، شماره ۴۱، صص ۱-۲۲.
- ۸) سلیمانی امیری، غلامرضا و پگاه گروه ای، (۱۳۹۶)، "بررسی اثر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک"، پیشرفت‌های حسابداری، (۱)۹، صص ۱۲۴-۹۹.
- ۹) طاهری عابد، رضا، علی نژاد ساروکلایی و خسرو فغانی ماکرانی، (۱۳۹۷)، "توانایی، دانش مالی مدیران عامل و شفافیت گزارشگری مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهشی دانش حسابداری مالی، ۵(۲)، صص ۸۵-۱۱۰.
- ۱۰) علی نژاد، ش. ب بنی‌مهد و ف اوحدی، (۱۳۹۴)، "اثر دوره تصدی مدیرعامل بر رشد افزوده شرکت"، فصلنامه حسابداری مدیریت، ۸(۲۵)، صص ۱-۱۱.
- ۱۱) فروغی، داریوش و امین ساکیانی، (۱۳۹۷)، "تأثیر توانایی مدیریتی بر ریسک سقوط قیمت سهام"، پژوهش‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۰، شماره ۴۰، صص ۶۸-۴۷.
- ۱۲) فروغی، داریوش و زهرا نخبه فلاح، (۱۳۹۲)، "تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی"، پژوهش‌های حسابداری مالی، (۱)۶، صص ۴۴-۲۷.

۱۳) فروغی، داریوش و ملیحه فرجامی، (۱۳۹۴)، "تأثیر همزمانی قیمت سهام و نوسان‌های بازده سهام بر نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مدیریت دارایی و تأمین مالی، (۴)۳، صص ۸۵-۹۸.

۱۴) قادری، کاوه، صلاح‌الدین قادری و سامان قادری، (۱۳۹۶)، "تأثیر عامل رفتاری اطمینان‌بخش بیش از حد مدیران بر اثربخشی مدیریت ریسک در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهش‌های حسابداری و مالی، (۳۷)۱۰، صص ۲۴۳-۲۷۲.

۱۵) ممتازیان، علیرضا و مصطفی کاظم نژاد، (۱۳۹۵)، "بررسی رابطه بین قابلیت‌های مدیریت و عملکرد با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها: مطالعه تجربی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهش‌های تجربی حسابداری، (۴)۵، صص ۸۸-۶۵.

۱۶) مرادی، جواد و محمدحسین قدیریان آرانی، (۱۳۹۶)، "بیش‌اعتمادی مدیریت و تجدید ارائه صورت‌های مالی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران"، پیشرفت‌های حسابداری، (۱)۹، صص ۱۹۲-۱۶۹.

۱۷) نیک‌بخت، محمدرضا و علی‌اصغر دهقانی و سمانه قوهستانی، (۱۳۹۶)، "بررسی اثرگذاری قابلیت‌های مدیران، بر اطمینان بیش از حد و نگرش در انتخاب راهبرد"، پیشرفت‌های حسابداری، (۲)۹، صص ۱۷۸-۱۵۱.

۱۸) یوسفی اصل، فرزانه، مهناز ملانظری و غلامرضا سلیمانی امیری، (۱۳۹۳)، "تبیین مدل شفافیت گزارشگری مالی"، پژوهش‌های حسابداری، (۲)۳۸-۱، صص ۱-۳۸.

19) Ahmad,R. &Habib,Y. (2018), "Over Confident Managers and External Financing Choice: Evidence from Pakistan", Retrieved from: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3106526>.

20) Andreou,P.,Ehrlich,D.,&Louca,C. (2013), "Managerial Ability and Firm Performance: Evidence from the Global Financial Crisis", In European Financial Management Association, Annual Conference.

21) Acquah, M., Chi,T. (2007), "Alongitudinal Analysis of the Impact off Irmresources and Industry Characteristics on Firm-specific Profitability", JournalofManagement& Governance,11(3), PP. 179-213.

22) Andreou, P.C., Ehrlich,D., Louca,C. (2013), "Managerial Ability and Firm Performance: Evidence from the Global Financial Crisis", Working Paper,University of Technology, Department of Commerce, Finance and Shipping: Cyprus.

23) Andreou, P.C., Karasamani, I., Louca,C., Ehrlich,D. (2017), "The Impact of Managerial Ability on Crisis-Period Corporate Investment", JournalofBusinessResearch,79, PP. 107-122.

24) Angelini, V. & Cavapozzi, D. (2017), "Dispositional Optimism and Stock Investments", Journal of Economic Psychology, 59, PP.113-128.

25) Barros,L., & Silveira,A. (2009), "Over Confidence, Managerial Optimism, and the Determinants of Capital Structure", Brazilian Review of Finance, 6(3), PP. 293-335.

- 26) Barney, J. (1991), "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage", *Journal of Management*, 17(1), PP. 99-120.
- 27) BenMohamed, 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, PP. 11-18.
- 28) Campbell, J.Y., Hilscher, J., Szilagyi, J. (2008), "In Search of Distress Risk", *Journal of Finance*, 63(6), PP. 2899-2939.
- 29) Campbell, T.C., Galley, M., Johnson, S.A., Rutherford, J., & Stanley, B.W. (2011), "CEO Optimism and Forced Turnover", *Journal of Financial Economics*, 101(3), PP. 695-712.
- 30) Chang, Shu-Ling, Hwang, Long-Jainn, Li, Chun-An, Jhou, Cian-Ting, (2018), "Managerial Overconfidence and Earnings Management", *International Journal of Organizational Innovation*, 10(3), PP. 189-205.
- 31) Chemmanur, T.J., Paeglis, I. (2005), "Management Quality, Certification, and Initial Public Offerings", *Journal of Financial Economics*, 76(2), PP. 331-368.
- 32) Chemmanur, T.J., Paeglis, I., Simonyan, K. (2009), "Management quality, Financial and Investment Policies, and Asymmetric Information", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(5), PP. 1045-1079.
- 33) Demerjian, P., Lev, B., McVay, S. (2012), "Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests", *Management Science*, 58(7), PP. 1229-1248.
- 34) Demerjian, P.R., Lev, B., Lewis, M.F., McVay, S.E. (2013), "Managerial Ability and Earnings Quality", *The Accounting Review*, 88(2), PP. 463-498.
- 35) Duellman, S., Hurwitz, H., & Sun, Y. (2015), "Managerial Overconfidence and Audit Fees", *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(2), PP. 148-165.
- 36) Heaton, J.B. (2002), "Managerial Optimism and Corporate Finance", *Financial Management*, 31, PP. 33-45.
- 37) Hambrick, D.C. Geletkanycz, M.A. Fredrickson, J.W. (1993), "Top Executive Commitment to the Status Quo: some Tests of Its Determinants", *Strategic Management Journal*, 14, PP. 401-418.
- 38) Kalay, A., Singhal, R., Tashjian, E. (2007), "Is Chapter 11 Costly?", *Journal of Financial Economics*, 84(3), PP. 772-796.
- 39) Kreitner, R., & Kinicki, A. (1992), "Organizational Behavior", Boston: Irwin McGraw-Hill.
- 40) Ocasio, W. (1994), "Political Dynamics and the Circulation of Power: CEO Succession in U.S. Industrial Corporations, 1960-1980", *Administrative Science Quarterly*, 39, PP. 285-312.
- 41) LeBreton-Miller, I. Miller, D. (2006), "Why Do some Family Businesses Out-compete? Governance, Long-term Orientations, and Sustainable Capability", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30, PP. 731-746.
- 42) Malmendier, U., & Tate, G. (2005), "CEO Overconfidence and Corporate Investment", *Journal of Finance*, 60(6), PP. 2661-2700.
- 43) McClelland, P.L. Liang X. Barker III, V.L. (2010), "CEO Commitment to the Status Quo: Replication and Extension Using Content Analysis", *Journal of Management*, 36, PP. 125-177.

- 44) MuradAntia. Christos Pantzalis. Jung ChulPark b. (2010), "CEO Decision Horizon and Firm Performance: An Empirical Investigation", Journal of Corporate Finance, PP. 1-14.
- 45) Newton,G.W, (1998), "Bankruptcy Insolvency Accounting Practice and Procedure",New Jersey: John Wiley & SonsInc.
- 46) Zavertiaeva,M. A., Iturriaga,F. J. &Kuminova, E. V. (2018), "Better Innovators or more Innovators? Managerial Overconfidence and Corporate R&D", Managerial and Decision Economics, 39(4), PP. 447-461. <https://doi.org/10.1002/mde.2917>.

یادداشت‌ها

¹. Chang and Chen

