



Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)
Journal of Securities and Exchange, Winter 2022, V. 14, No.56, pp. 269-296

Institutional Investors' Horizons and Managerial Myopia¹

Hasan Valiyan², Mehdi Safari Gerayli³, Yasser Rezaei Pitenoiei⁴

Received: 2021/09/01
Approved: 2021/12/21

Research Paper

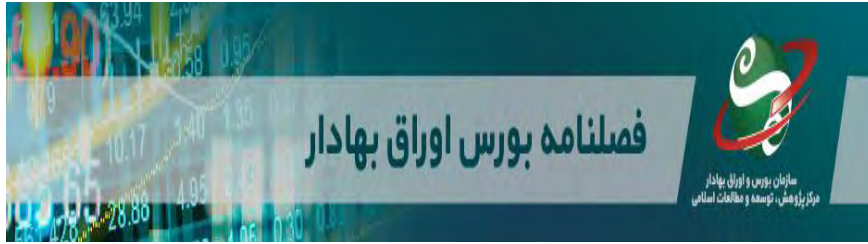
Abstract

In the context of the Iranian financial market, and with problems such as fragile bubbles in the stock market, the likelihood of stocks crashing, and in particular the severe information asymmetry that exists among investors, most investors are reluctant to take risks and prefer to focus on short-term profitability. This allows many managers to take a myopic approach in investment decisions to increase the firm's short-term profitability. The purpose of this study is to investigate the impact of institutional investors' investment horizons including long and short term investment horizons on managerial myopia of the firms listed on the Tehran Stock Exchange (TSE). The research hypotheses were tested using a sample of 63 companies listed in Tehran Stock Exchange during the year's 2014 to 2018 using Logistic regression model. The results show that according to the first hypothesis test, long-term institutional investors' investment horizons have a significant negative association with the managerial myopia. Also, based on the result of the second hypothesis, we find that short-term investment horizons have a positive and significant association with the managerial myopia.

Kew Words: Institutional Investors' Horizons, Managerial Myopia, long-term investors' investment horizons, Short -term investors' investment horizons.

JEL Classification: N3, Z12

1. DOI: 10.22034/JSE.2020.11292.1493
2. Assistant Professor, Department of Management, Sari Branch, Islamic Azad University, Sari, Iran. (Hasan.Valiyan@yahoo.com).
3. Associate Professor, Department of Accounting, Bandargaz Branch, Islamic Azad University, Bandargaz, Iran. (Corresponding Author). (Mehdi.safari83@yahoo.com).
4. Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Literature and Humanities, Gilan University, Rasht, Iran. (Rezaei.yasser@gmail.com).



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ۵۶، زمستان ۱۴۰۰، صص ۲۹۶-۲۹۹

افق سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی و کوتاه‌بینی مدیریتی^۱

حسن ولیان^۲، مهدی صفری گرابلی^۳، یاسر رضائی پینه نوئی^۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۶/۰۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۹/۳۰

مقاله پژوهشی

چکیده

در چارچوب بازار مالی ایران و با توجه به مشکلاتی چون وجود حباب‌های شکننده در بورس، احتمال سقوط سهام و به‌طور خاص وجود عدم تقارن اطلاعاتی شدیدی که میان سرمایه‌گذاران وجود دارد، اغلب سرمایه‌گذاران تمایلی به ریسک کردن نداشته و ترجیح می‌دهند بر سودآوری کوتاه‌مدت شرکت‌ها تمرکز کنند. این امر باعث شده است که مدیران بسیاری از شرکت‌ها رویکردی کوتاه‌بینانه برای تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بگیرند تا سودآوری کوتاه‌مدت شرکت‌ها افزایش یابد. بنابراین هدف این پژوهش بررسی تاثیر افق سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی شامل افق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت و کوتاه‌مدت بر کوتاه‌بینی مدیریتی شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران است. فرضیه پژوهش با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۶۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ و با بهره‌گیری از مدل‌های رگرسیون لجستیک مورد آزمون قرار گرفت. نتایج پژوهش حاکی از آن است که افق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت سهامداران نهادی با کوتاه‌بینی مدیریتی ارتباط منفی معناداری دارد. همچنین بر اساس نتیجه فرضیه دوم مشخص شد افق‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، ارتباط مثبت و معناداری با کوتاه‌بینی مدیریتی داشته و آن را تقویت می‌کند.

واژه‌های کلیدی: افق سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی، کوتاه‌بینی مدیریتی، افق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت، افق‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت.

طبقه‌بندی موضوعی: N3, Z12

DOI: 10.22034/JSE.2020.11295.1493

۲. استادیار، گروه مدیریت، واحد ساری، دانشگاه آزاد اسلامی، ساری، ایران. (Hasan.Valiyan@yahoo.com).

۳. دانشیار، گروه حسابداری، واحد بندرگز، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرگز، ایران. (نویسنده مسئول). (Mehdi.safari83@yahoo.com).

۴. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه گیلان، رشت، ایران. (rezaei.yasser@gmail.com).

مقدمه

افق‌های زمانی مدیران و سهامداران در بازار سرمایه امروزه به‌عنوان یکی از مهمترین ابعاد نگرشی محسوب می‌شود که می‌تواند موفقیت یا عدم موفقیت شرکت‌ها در یک بازار رقابتی و اثربخشی سرمایه‌گذاری‌های سهامداران و سرمایه‌گذاران را در یک سرمایه‌گذاری منجر شود. در واقع شاید بتوان گفت افق زمانی سرمایه‌گذاران نهادی تعیین‌کننده تصمیم‌های آن‌ها در باب حضور و یا عدم حضور در یک شرکت محسوب شود (مرادی و همکاران، ۱۳۹۶). به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران نهادی را می‌توان بر حسب افق‌های زمانی در سرمایه‌گذاری‌های‌شان به کوتاه‌مدت و بلندمدت تفکیک کرد (دیکولی^۱ و همکاران، ۲۰۰۹؛ بوشی^۲، ۱۹۹۸). بر این اساس می‌توان دریافت حضور سهامداران نهادی می‌تواند بسته به کوتاه‌بینی یا آینده‌نگری مدیران تغییر یابد (لادیکا و زاچاریاس^۳، ۲۰۱۳).

طبق پژوهش‌های گذشته سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان یک فیلتر و یا ناظر بر عملکرد مدیران تلاش می‌کنند افق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت را به مدیران گوشزد کنند تا از این طریق کوتاه‌بینی مدیریتی کاهش یابد. همچنین آقیون^۴ و همکاران (۲۰۱۳) این موضوع را تایید کرد و بر نقش سهامداران نهادی در کنترل رفتارهای مدیران تاکید کردند. پژوهش‌های کوچهار و دیوید^۵ (۱۹۹۶) ولی^۶ و همکاران (۲۰۰۶) نیز از حضور سهامداران نهادی در نظارت بر عملکردهای مدیران و شرکت استقبال کردند و آن را لازمه یک حکمرانی خوب دانستند. در همین راستا بوشی (۱۹۹۸) بیان کرد که حضور سهامداران نهادی باعث می‌شود نظارت بر عملکرد مدیران از منظر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری آنها مورد بررسی قرار گیرد و تحت این شرایط می‌تواند سرمایه‌گذاری‌های مناسبی در پژوهش و توسعه صورت پذیرد. از سوی دیگر پژوهشگرانی همچون واهال و مک کونل^۷ (۲۰۰۰) همزمان نیز از تمرکز سهامداران نهادی بر عملکردهای کسب سود در کوتاه‌مدت ابراز نگرانی کردند، چرا که ممکن است سهامداران نهادی دارای اهداف کوتاه‌مدت‌تری باشند و این موضوع باعث شود تا نگرانی سهامداران تشدید شود. تحت چنین شرایطی سرمایه‌گذاران فردی نیز از طریق فشار بر قیمت سهام، بی‌صبری خود را از عملکردهای نامطلوب مدیران ابراز می‌کنند. بدین ترتیب ممکن است مالکیت نهادی باعث ایجاد بروز

1. Dikoli
2. Bushee
3. Ladika and Zacharias
4. Aghion
5. Kochhar & David
6. Le
7. Wahal & McConnell

کوته‌بینی مدیریتی نیز بشود که به دلیل کاهش تمایل مدیران به سرمایه‌گذاری در پژوهش و توسعه روی می‌دهد (چن^۱ و همکاران، ۲۰۱۴). لذا این پژوهش به دنبال شناخت تفاوت بین تاثیرگذاری افق زمانی سرمایه‌گذاران نهادی در کوتاه‌مدت و بلندمدت بر کوته‌بینی مدیریتی است. این به معنای آنست که اگر افق سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت باشد، مدیران چندان نمی‌توانند دارای دیدگاه‌های آینده‌نگرانه باشند، چرا که باید عایدات مورد انتظار اینگونه سهامداران را تامین کند، از طرف دیگر، اگر افق سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی بلندمدت باشد، مدیران می‌توانند از طریق پژوهش و توسعه و با شناخت بازارها اقدام به سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت کنند تا از این طریق انتظارات سهامداران نهادی با افق زمانی بلندمدت تامین شود. پس با توجه به مطالب بالا، هدف این پژوهش بررسی رابطه افق سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی شامل افق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت و کوتاه‌مدت بر کوته‌بینی مدیریتی است. انتظار می‌رود نتایج این پژوهش بتواند دستاوردها و ارزش افزوده علمی به شرح زیر داشته باشد:

اول اینکه نقطه متمایز این پژوهش آن است که قوانین و ساختار محیطی بازار سرمایه ایران نسبت به سایر کشورها متفاوت است و لذا نتایج پژوهش می‌تواند موجب بسط مبانی نظری پژوهش‌های گذشته در ارتباط با ویژگی‌های شخصیتی مدیران شرکت‌ها در کشورهای در حال توسعه نظیر بازار سرمایه ایران شود. دوم اینکه، شواهد پژوهش نشان خواهد داد که تا چه اندازه، افق‌های سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی می‌تواند بر کوته‌بینی مدیریتی شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران اثرگذار باشد که این موضوع به عنوان یک دستاورد علمی می‌تواند اطلاعات سودمندی را در اختیار سرمایه‌گذاران، قانون‌گذاران بازار سرمایه، تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات حسابداری قرار دهد. در نهایت، نتایج پژوهش می‌تواند ایده‌های جدیدی را برای انجام پژوهش‌های آینده در حوزه ویژگی‌های شخصیتی مدیران پیشنهاد کند. در ادامه مبانی نظری و فرضیه‌های پژوهش، روش‌شناسی و یافته‌های پژوهش ارائه می‌شود.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

کوته‌بینی مدیریتی

اصطلاح کوته‌بینی را نخستین بار تئودور لویت در سال ۱۹۶۰ با عنوان کوته‌بینی بازاریابی بکار برد. کوته‌بینی در بازاریابی، در آغاز به صورت نوعی کوته‌نظری شرکت یا محدودیت

توجه به فعالیت‌های فرعی تجارت تعریف می‌شد. حوزه حسابداری نیز، کوتاه‌بینی را فعالیت مالی کوتاه مدت و به بیان دیگر، کوتاه‌نگر معرفی کرده است (مرادی و باقری، ۱۳۹۳). تعریف عمومی اصطلاح کوتاه‌بینی، نبود پیش‌بینی یا درک، دید محدود در مورد مسائل (مرادی و باقری، ۱۳۹۳) و دیدگاه سطحی در اندیشه و برنامه ریزی است (عبدلی و طالع زاری، ۱۳۹۳). 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^۱، ۱۹۹۹). در تعریف کوتاه‌بینی تماید یا نگرش در تعریف تعصب یا سوگیری، به ویژه به منزله محدودیت دید، آمده است (دیدار و همکاران، ۱۳۹۷). قضاوت بی دلیل مربوط به تعریف سوگیری، در تعاریف کوتاه‌بینی به معنای عدم پیش‌بینی یا تفکر سطحی تعبیر می‌شود (کادمن و ساندر^۲، ۲۰۱۸). تعریف متداول کوتاه‌بینی و سوگیری حاکی از آن است که کوتاه‌بینی شکلی از سوگیری یا پیش‌داوری پایدار است که در ارتباط با دید افراد و سازمان‌ها مورد توجه زیاد اندیشمندان و محققان این حوزه قرار گرفته است (کرن^۳، ۲۰۰۶). تئوری‌های موجود در زمینه کوتاه‌بینی مدیریتی نشان می‌دهند که مدیران نسبت به سهامداران با تنوع مناسب از افق سرمایه‌گذاری کمتری برخوردار هستند.

واگرایی در افق‌های سرمایه‌گذاری در میان مدیران و سهامداران، به خاطر نبود تقارن اطلاعاتی و تفکیک مالکیت و کنترل (استین^۴، ۱۹۹۸؛ اشلیفر و ویشنی^۵، ۱۹۹۰) به هزینه‌های بنگاه منجر می‌شود. منابع خاص کوتاه‌بینی مدیریتی عبارت است از تهدید جابجایی مدیریت ناشی از فشار سهامداران، خطر‌گریزی، محدودیت‌های نقدینگی و دسترسی به بازارهای سرمایه شناخت اشکال مختلف کوتاه‌بینی می‌تواند در جلوگیری از انجام رفتارهای کوتاه‌بینانه مفید واقع شود (میزیک^۶، ۲۰۱۰). لوینتال و مارچ^۷ (۱۹۹۳) اشکال کوتاه‌بینی را در سه سطح شناسایی کرده‌اند. با توجه به ویژگی مورد بررسی، مدیران کوتاه‌بین در این پژوهش مدیرانی را که از

1. Dess & Picken
2. Cadman & Sunder
3. Kern
4. Stein
5. Shleifer & Vishny
6. Mizik
7. Levinthal & March

منافع بلندمدت به خاطر منافع کوتاه‌مدت چشم پوشی می‌کنند را شامل می‌شود. این پژوهش را از نوع کوتاه بینی زمانی می‌توان طبقه بندی کرد:

- کوتاه بینی فاصله‌ای: کوتاه بینی فاصله‌ای به ناآگاهی از فناوری ما، فرایندهای جاری موجود در داخل و خارج از سازمان (میلر^۱، ۲۰۰۲) و فناوری مطلوب یادگیری جدید برای یادگیرنده اطلاق می‌شود.
- کوتاه بینی زمانی: کوتاه بینی زمانی به ناآگاهی از منافع یا فرصت‌ها و اقدام به سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت گفته می‌شود و احتمال به خطر انداختن اداره بلندمدت سازمان در ازای یک دوره کوتاه‌مدت را در پی دارد (میزیک و جاکوبسون^۲، ۲۰۰۷).
- کوتاه بینی ناشی از اعتماد به نفس کاذب: اعتماد به نفس کاذب موجب می‌شود که مدیران ارشد برای تفسیر نتایج تاریخی، برآوردی بیش از توانایی خود در مدیریت و کنترل ریسک داشته باشند. این مدیران، موفقیت را به توانایی‌های خودشان و شکست را به شانس یا عوامل خارجی نسبت می‌دهند (دپدار و همکاران، ۱۳۹۷).

افق زمانی سهامداران نهادی

ترکیب سهامداران شرکت‌های مختلف متفاوت است. بخشی از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقیقی قرار دارد. این در حالی است که بخش دیگری از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران نهادی قرار دارد. مالکان نهادی، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بوده که دارای تمرکز بلندمدت هستند. با توجه به حجم سرمایه‌گذاری مالکین نهادی، حضور آنان موجب نظارت بر مدیریت می‌شود. این موضوع می‌تواند به جای تمرکز بر اهداف کوتاه‌مدت سودآوری موجب توجه به حداکثرسازی ارزش بلندمدت شرکت شود (جوری^۳ و همکاران، ۲۰۱۷). بنابراین، رواج این نوع مالکیت می‌تواند نقش اساسی در کاهش عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه‌گذاران بیرونی داشته باشد (کادمن و ساندر^۴، ۲۰۱۸).

سرمایه‌گذاران نهادی، با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها، از نفوذ زیادی در شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردار بوده و می‌توانند رویه‌های آنان را تحت تاثیر قرار

1. Miller
2. Mizik & Jacobson
3. Jory
4. Cadman & Sunder

دهند (مرادی و همکاران، ۱۳۹۶). به عبارت دیگر، سهامداران نهادی، مستقل هستند و بر همین اساس می‌توانند در نظارت بر سهامداران کنترلی موثرتر باشند (کاو^۱ و همکاران، ۲۰۱۷). این نوع از سهامداران به خاطر توانایی که در دسترسی به منابع اطلاعاتی مختلف دارند، آگاه‌تر از دیگران هستند (جوری و همکاران، ۲۰۱۷). سرمایه‌گذاران نهادی خود به دو گروه با افق دید کوتاه‌مدت و بلندمدت تقسیم می‌شوند. سهامداران نهادی کوتاه‌مدت، سرمایه‌گذاران موقتی هستند که بیشتر در تعیین قیمت سهام به سود جاری توجه دارند نه سودهای بلندمدت (داروگ و رنگان^۲، ۲۰۱۵؛ سانگ^۳ و همکاران، ۲۰۱۵). ارزیابی عملکرد و رتبه بندی عملکرد این سهامداران، انگیزه‌هایی را در آنان برای افق کوتاه‌مدت ایجاد می‌کند. این افق کوتاه‌مدت، سهامداران نهادی را از انجام هزینه‌های نظارت باز می‌دارد، زیرا بعید است که منافع این نظارت در کوتاه‌مدت نصیب آن‌ها شود. تمرکز افراطی و بیش از حد بر روی عایدات جاری توسط این گروه از سهامداران نهادی می‌تواند موجب ایجاد محرک‌های مختلف برای مدیران شرکت‌ها برای انجام مدیریت سود فزاینده درآمد به جهت بالابردن عایدات جاری شود (دیکولی^۴ و همکاران، ۲۰۰۶). در مقابل سهامداران نهادی بلندمدت دارای افق بلندمدت سرمایه‌گذاری هستند و به ارزش ذاتی سهام در مقابل عایدات جاری توجه دارند و به همین دلیل مانع اجرای مدیریت سود فزاینده درآمد توسط مدیران می‌شوند.

دیدگاه سهامداران نهادی بلندمدت بیان می‌کند هنگامی که مالکیت سهام شرکت در بین عده کمی از سهامداران نهادی متمرکز باشد، مشکلات جدایی مالکیت و کنترل کاهش می‌یابد (آقیون و همکاران، ۲۰۱۳). هنگامی که سهامی که نهادها مالک آن هستند افزایش یابد، خروج از شرکت هزینه بیشتری دارد، زیرا فروش‌های عمده سهام مستلزم تخفیفات عمده است. همچنین چون این سهام‌های عمده، ارزش پولی زیادی دارند، در صورت غیر فعال ماندن سهامداران نهادی یا آگاه نبودن از عملکرد ضعیف شرکت‌های موجود در پرتفوی، آن‌ها در معرض زیان بیشتری نسبت به سرمایه‌گذارانی که منافع کمتری در شرکت دارند قرار می‌گیرند (جیانگ^۵ و همکاران، ۲۰۱۳).

1. Cao
2. Darrough & Rangan
3. Song
4. Dikoli
5. Jiang

پژوهشگران اعتقاد دارند مالکیت عمده سهامداران نهادی به آن‌ها اجازه می‌دهد تا بر فعالیت مدیران شرکت‌ها نظارت کنند. این امر موجب ایجاد اطمینان در مدیران برای انتخاب سطحی از سرمایه‌گذاری می‌شود که نتیجه آن حداکثر کردن ارزش بلندمدت شرکت به جای اهداف کوتاه‌مدت سودآوری باشد (آلمازون^۱ و همکاران، ۲۰۰۵). در مورد ارتباط بین متغیرهای مورد نظر این پژوهش، پژوهش‌های مشابهی چندان در داخل و خارج انجام نشده است و در این قسمت با اتکا به پژوهش‌های تا حدی از نظر مفهومی مشابه، اقدام به تحریر پیشینه‌های تجربی در این بخش می‌شود. کادمن و ساندر (۲۰۱۸) پژوهشی تحت عنوان کوتاه‌بینی سرمایه‌گذار و افق‌های سرمایه‌گذاری مدیران شرکت‌ها انجام دادند. این پژوهش در مورد عرضه اولیه سهام (IPO) و شرکت‌های ریسک پذیر (VCS) در بازه زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۳ بود. نتایج این پژوهش نشان داد، زمانیکه افق‌های سرمایه‌گذاری سهامداران کوتاه‌مدت باشد، می‌توان انتظار داشت در بازارهای اولیه که کارآمدی لازم را هنوز کسب نکرده اند، کوتاه‌بینی مدیریتی مدیران شرکت‌ها نیز افزایش می‌یابد. نتایج پژوهش همچنین نشان داد که نظارت بازار از طریق وجود سرمایه‌گذاران نهادی چنین افق‌های زمانی را کاهش می‌دهد و بازگشت غیرهنجاری و بلندمدت سهام، در شرکت‌هایی که مدیران آنها دارای افق‌های زمانی بلندمدت هستند، بالاتر خواهد بود. جیاچی^۲ و همکاران (۲۰۱۸) پژوهشی تحت عنوان تاثیر افق زمانی مالکیت نهادی بر سیاست‌های تقسیم سود انجام دادند. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های بورس کشور تایوان بود که در دوره زمانی ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۵ مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج نشان داد، ثبات سرمایه‌گذاری‌های سهامداران نهادی از منظر زمانی نقش مهم و قابل توجهی بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها دارند و باعث می‌شود پرداخت به موقع سود به سهامداران صورت گیرد و این موضوع می‌تواند هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهد. باتاگلیا^۳ و همکاران (۲۰۱۸) پژوهشی تحت عنوان بررسی نقش سرمایه‌گذاری در پژوهش و توسعه بر رشد شرکت‌های کوچک و متوسط انجام دادند. در این پژوهش داده‌های ۲۲۱ شرکت‌های کوچک و متوسط صنایع کشور مالزی در سال ۲۰۱۴ بررسی شدند. نتایج نشان داد شرکت‌هایی که بیش از ۱۰ درصد درآمدهای خود را در پژوهش و توسعه سرمایه‌گذاری کنند، رشد آتی آنها از نظر سهم بازار و فروش بیشتر افزایش خواهد

-
1. Almazon
 2. Jia-Chi
 3. Battaglia

یافت. در پژوهشی دیگر چن^۱ و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهشی تاثیر بازه زمانی کوتاه‌مدت نهادی بر کوتاه‌بینی مدیریتی را بررسی کردند. دوره زمانی پژوهش ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۲ بود. در واقع این پژوهش به بررسی این موضوع پرداخت که آیا رابطه‌ای میان سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و کوتاه‌بینی مدیریتی بر واحد پژوهش و توسعه در یک بازار نوظهور، تایوان، وجود دارد یا خیر و آیا سرمایه‌گذاری نهادی، رفتار کوتاه بینانه مدیریت را وخیم‌تر می‌کند یا خیر؟ نتایج پژوهش نشان داد، که مدیران شرکت با کاهش هزینه‌های واحد پژوهش و توسعه تلاش می‌کنند تا به اهداف کوتاه‌مدت درآمدی در کشور تایوان دست پیدا کنند. افق زمانی کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران نهادی شرکت‌ها، کوتاه‌بینی مدیریت را تشدید خواهد کرد و بالعکس، سرمایه‌گذاران نهادی با رویکرد بلندمدت باعث افزایش سرمایه‌گذاری در فعالیت پژوهش و توسعه شرکت‌ها و به تبع آن، کاهش کوتاه‌بینی مدیریت می‌شود. در پژوهشی دیگر، چادوری^۲ (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 حضورش در دفترش کمتر است و به طور متوسط مدت زمان کمتری برای پژوهش و توسعه و هزینه‌های سرمایه‌ای اختصاص می‌دهد و همچنین احتمال اینکه دچار کوتاه‌بینی باشد بیشتر است. به عبارتی آن‌ها بیان نمودند که مدیران جوان تر تمایل بیشتری به مدیریت شرکت‌ها داشته و هزینه‌های پژوهش و توسعه و هزینه‌های سرمایه‌ای را افزایش می‌دهند.

همچنین در مورد پژوهش‌های داخلی باید به پژوهش رضائی پیتنه‌نویی و غلامرضاپور (۱۳۹۸) که رابطه بین دفعات گزارشگری مالی و کوتاه‌بینی مدیریت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ را بررسی کردند، اشاره کرد. برای انجام این پژوهش نمونه‌ای متشکل از ۵۱ شرکت بورس اوراق بهادار تهران توسط پژوهشگران انتخاب شد و با بهره‌گیری از الگوی رگرسیون چند متغیره لجستیک فرضیه پژوهش مورد آزمون قرار گرفت. یافته بدست آمده از پژوهش بیانگر آن بود که میان دفعات گزارشگری مالی و کوتاه‌بینی مدیریت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. در پژوهشی دیگر دیدار و همکاران (۱۳۹۷) تأثیر کوتاه‌بینی مدیریتی بر کارایی شرکت‌ها با نقش تعدیل‌کننده کیفیت حاکمیت شرکتی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. در این راستا گزارش‌ها مالی

1. Chen
2. Chowdhury

شرکت‌ها طی دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار گرفت. همچنین از الگو رگرسیون خطی چند متغیره برای آزمون فرضیه‌ها پژوهش استفاده شد. نتایج پژوهش بیانگر آن بود که کوتاه بینی مدیریتی بر کارایی شرکت‌ها، تأثیر منفی و معنادار دارد و همچنین کیفیت حاکمیت شرکتی نقش تعدیل کننده بر تأثیر کوتاه بینی مدیریتی بر کارایی دارد. دلشاد و صادقی شریف (۱۳۹۷) پژوهشی تحت عنوان بررسی واکنش بازار سرمایه به کوتاه بینی مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. در این پژوهش ۱۷۰ شرکت با استفاده از روش نمونه گیری حذفی سیستماتیک در سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران انتخاب شدند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد، وجود یا عدم وجود سهامداران نهادی میان سهامداران، بر رابطه بین بازده غیرعادی و کوتاه بینی مدیران تأثیر معناداری ندارد و نمی‌تواند بر واکنش بازار سرمایه به کوتاه بینی مدیران نیز تأثیر گذار باشد. همچنین بازار سرمایه به کوتاه بینی مدیران واکنش معناداری نشان نداده و مطابق انتظار، کوتاه بینی بر بازدهی غیرعادی تأثیری معنادار و منفی ندارد. در پژوهشی دیگر عدلی و طالع زاری (۱۳۹۶) پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه بین کوتاه بینی مدیریت با کیفیت سود و میزان سرمایه گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. نمونه آماری شامل ۱۲۷ شرکت بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ بود و نتایج پژوهش نشان داد، افزایش در کوتاه بینی مدیریت موجب کاهش کیفیت سود و میزان سرمایه گذاری شرکت می‌شود. یافته‌ها حاکی از آن است که مدیریت کوتاه بین منجر به گرفتن تصمیم‌های ناکارآمد شده و ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. مرادی و باقری (۱۳۹۳) نیز پژوهشی تحت عنوان بررسی مقایسه ای تأثیر کوتاه بینی مدیریت و مدیریت سود بر بازده سهام انجام دادند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که کوتاه بینی مدیریت، اگرچه در کوتاه مدت بازدهی مثبتی خواهد داشت، اما در بلندمدت بر بازده سهام شرکت اثر منفی می‌گذارد. همچنین مقایسه آثار کوتاه بینی مدیران و مدیریت سود بر بازده سهام حاکی از آن است که مدیریت کوتاه بین نسبت به مدیریت سود، پیامدهای منفی بیشتری برای شرکت در بردارد.

فرضیه‌های پژوهش

مکانیزم‌های حاکمیت داخلی به دنبال جلوگیری از رفتارهای کوتاه بینانه مدیریتی است و همواره از طریق نظارت بر پاداش مدیران و انگیزه‌های آنها، تلاش می‌کنند تا دیدگاه مورد توجه

وسیع‌تری را به مدیران برای آینده‌ی شرکت ترسیم کنند و با شناخت بیشتر بازار و سهامداران و رقبا، تصمیمات بهتری را در این زمینه بگیرند (دیوید^۱ و همکاران، ۲۰۰۱؛ لی^۲ و همکاران، ۲۰۰۶).

سهامداران نهادی از طریق تمرکز بر ابعاد مختلفی همچون هزینه‌های پژوهش و توسعه، گردش مالی، گردش جریان اطلاعات و ارتقای سطح تقارن اطلاعاتی، می‌توانند رفتارهای مدیران را رصد کنند (لی و همکاران، ۲۰۰۶). اما مهم‌تر از همه تاثیر سهامداران نهادی بر کوتاه‌بینی مدیریت به‌عنوان یکی از ویژگی‌های بارز رفتاری مدیران در شرکت‌ها است. پژوهش‌های در این زمینه را می‌توان به دو گروه تقسیم کرد. پژوهشگرانی همچون واهال و مک کونل (۲۰۰۰) استدلال‌های کوتاه‌بینی ناشی از حضور سهامداران نهادی را تایید نکردند، بلکه فرضیه برتر حضور سرمایه‌گذاران نهادی را مطرح ساختند. این فرضیه نشان داد که سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان یک فیلتر و یا ناظر بر عملکرد مدیران تلاش می‌کنند افق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت را به مدیران گوشزد نمایند تا از این طریق کوتاه‌بینی مدیریتی کاهش یابد. همچنین آقیون و همکاران (۲۰۱۳) این موضوع را تایید نموده و بر نقش سهامداران نهادی در کنترل رفتارهای مدیران تاکید نمودند. پژوهش‌های کوچهار و دیوید^۳ (۱۹۹۶) و لی و همکاران (۲۰۰۶) نیز از حضور سهامداران نهادی در نظارت بر عملکردهای مدیران و شرکت استقبال کردند و آن را لازمه یک حکمرانی خوب مطرح کردند. در همین راستا بوشی (۱۹۹۸) بیان کرد حضور سهامداران نهادی باعث می‌شود نظارت بر عملکرد مدیران از منظر تصمیمات سرمایه‌گذاری آنها مورد بررسی قرار گرفته و تحت این شرایط می‌تواند مدیران را تشویق کرده تا سرمایه‌گذاری‌های مناسبی در فعالیتهای پژوهش و توسعه انجام داده و به عملکرد بلندمدت شرکت اهمیت بیشتری دهند.

از سوی دیگر، پژوهشگرانی همچون واهال و مک کونل (۲۰۰۰) همزمان نیز از تمرکز سهامداران نهادی بر عملکردهای کسب سود در کوتاه‌مدت ابراز نگرانی کردند، چرا که ممکن است سهامداران نهادی دارای اهداف کوتاه‌مدت‌تری باشند و این موضوع باعث شود تا نگرانی سهامداران تشدید شود. تحت این شرایط سرمایه‌گذاران فردی نیز از طریق فشار بر قیمت سهام

1. David

2. Le

3. Kochhar & David

بی صبری خود را از عملکردهای نامطلوب مدیران ابراز می‌کنند. بدین ترتیب ممکن است مالکیت نهادی باعث بروز کوتاه‌بینی مدیریتی نیز بشود که به دلیل عدم توجه به پژوهش و توسعه و عملکرد بلندمدت شرکت روی می‌دهد. آن‌ها همچنین دریافته‌اند که هزینه‌های سرمایه‌ای و سرمایه‌گذاری در پژوهش و توسعه در شرکت‌ها در حال کاهش است و می‌توان چنین نتیجه گرفت که سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت سهامداران نهادی، باعث می‌شود، هزینه‌های پژوهش و توسعه و بازاریابی شرکت‌ها کاهش یابد. در واقع، زمانی که افق‌های سرمایه‌گذاری سهامداران کمتر از افق زمانی مدیران باشد، این احتمال وجود دارد که مدیران پروژه‌های زود بازده را انتخاب کنند و فرصت‌های سرمایه‌گذاری و منافع بیشتر برای شرکت را فدای آن می‌کنند. با وجود عدم تقارن اطلاعاتی، حتی با وجود یک بازار کارآمد، نتایج کوتاه‌بینی مدیریتی عبارت است از بهبود سود کوتاه‌مدت به منظور افزایش قیمت سهام به هزینه خلق ارزش در بلندمدت (ستین^۱، ۱۹۸۹). شلیفر و ویشنی^۲ (۱۹۹۰) نیز بیان کردند که سهامداران نهادی با افق‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، با تغییر در سهام شرکت‌ها و سرمایه‌گذاری‌های متفاوت به دنبال کسب سودهای کوتاه‌مدت هستند که بیشتر تمایل به سفته بازی دارند. همچنین، بوشی (۱۹۹۸) دریافت که شرکت‌ها به‌طور کوتاه‌بینانه، هزینه‌های واحد پژوهش و توسعه را به منظور حفاظت از درآمد و جذب سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت، کاهش می‌دهند. بدین ترتیب، براساس مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر بیان می‌شوند:

فرضیه اول- افق بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی با کوتاه‌بینی مدیریتی ارتباط منفی و معنادار دارد.

فرضیه دوم- افق کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران نهادی با کوتاه‌بینی مدیریتی ارتباط مثبت و معنادار دارد.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، پژوهشی کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده از نوع پژوهش‌های نیمه تجربی پس رویدادی در حوزه پژوهش‌های اثباتی حسابداری است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره لجستیک و مدل‌های اقتصادسنجی انجام شده است. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

1. Stein

2. Shleifer & Vishny

تهران در سال‌های ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۷ تشکیل می‌دهد و نمونه انتخابی پژوهش نیز شرکت‌هایی هستند مجموعه شرایط زیر را دارا باشند:

۱. شرکت‌هایی که تاریخ پذیرش آن‌ها در سازمان بورس اوراق بهادار قبل از سال ۱۳۹۳ بوده و تا پایان سال ۱۳۹۷ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی باشند. همچنین، از آنجا که برای محاسبه متغیر کوتاه‌بینی مدیریت به داده‌های ۱ سال قبل نیاز بوده است، از این رو داده‌های مورد نیاز شرکت‌های نمونه باید برای دوره ۶ ساله (سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶) در دسترس باشد.
 ۲. به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.
 ۳. طی دوره مورد نظر، تغییر فعالیت نداده باشد.
 ۴. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشد (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، به‌علت تفاوت ماهیت فعالیت با بقیه شرکت‌ها، در جامعه آماری منظور نشده‌اند).
 ۵. میزان هزینه‌های پژوهش و توسعه و هزینه‌های بازاریابی آن‌ها در یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی افشاء شده باشد.
- پس از اعمال محدودیت‌های بالا تعداد ۶۳ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند. داده‌های پژوهش حاضر از لوح‌های فشرده آرشیو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران و دیگر پایگاه‌های مرتبط و نیز از نرم افزار ره‌آورد نوین استخراج شد. تجزیه و تحلیل نهایی داده‌های گردآوری شده نیز با استفاده از نرم افزار اقتصادسنجی Eviews صورت گرفته است.

الگوها و متغیرهای مورد استفاده پژوهش

با توجه به اینکه متغیر وابسته پژوهش (کوتاه‌بینی مدیریتی) یک متغیر مجازی است، برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از الگوی رگرسیون لجستیک رابطه (۱) و (۲) استفاده شده است:

رابطه (۱)

$$MYO_{it} = \delta_0 + \delta_1 LHINST - INV_{it} + \delta_2 MKTBEQ_{it} + \delta_3 BSIZE_{it} + \delta_4 BIND_{it} + \delta_5 Size_{it} + \delta_6 Market Share_{it} + \varepsilon_{it}$$

رابطه (۲)

$$MYO_{it} = \delta_0 + \delta_1 SHINST - INV_{it} + \delta_2 MKTBEQ_{it} + \delta_3 BSIZE_{it} + \delta_4 BIND_{it} + \delta_5 Size_{it} + \delta_6 Market Share_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در مدل‌های بالا:

$MYO_{i,t}$ ، کوتاه‌بینی مدیریت شرکت i در سال t ؛ $LHINST-INV_{i,t}$ ، افق بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی شرکت i در سال t ؛ $SHINST-INV_{i,t}$ ، افق کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران نهادی شرکت i در سال t ؛ $MKTBEQ_{i,t}$ ، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، معادل ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام شرکت i در سال t ؛ $BSIZE_{i,t}$ ، اندازه هیأت مدیره که برابر است با تعداد اعضای هیأت مدیره شرکت i در سال t ؛ $BIND_{i,t}$ ، استقلال هیئت مدیره شرکت i در سال t ؛ $Size_{i,t}$ ، اندازه شرکت، معادل لگاریتم خالص فروش سالیانه شرکت i در سال t ؛ $Market Share_{i,t}$ ، سهم بازار شرکت i در سال t و $\varepsilon_{i,t}$ ، جزء خطای مدل رگرسیون است. در ادامه به معرفی هر یک از متغیرهای پژوهش پرداخته می‌شود.

متغیر وابسته

کوتاه‌بینی مدیریت (MYO) به‌عنوان متغیر وابسته پژوهش در نظر گرفته شده است. کوتاه‌بینی مدیریتی یک رفتار مبتنی بر نگرش مدیران نسبت به عملکردهای شرکت در بازار است. در واقع شرکت‌هایی که به‌طور همزمان بازده دارایی بیش از حد مورد انتظار و هزینه بازاریابی و پژوهش و توسعه کمتر از حد مورد انتظار را گزارش می‌کنند، به احتمال زیاد درگیر مدیریت کوتاه بین هستند. برای شناسایی و تعیین شرکت‌های کوتاه‌بین ابتدا لازم است سطح مورد انتظار بازده دارایی، هزینه بازاریابی، و هزینه پژوهش و توسعه را برای هر شرکت در هر دوره زمانی بر آورد کرد. در این راستا به پیروی از ادرسون و هسیاو^۱ (۱۹۸۲) از روابط زیر استفاده می‌شود:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۳)}$$

$$MKTG_{it} = \beta_0 + \beta_1 MKTG_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۴)}$$

$$R\&D_{it} = \beta_0 + \beta_1 R\&D_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۵)}$$

که در آن

$ROA_{i,t}$ ، بازده دارایی شرکت i در سال t ؛ $ROA_{i,t-1}$ ، بازده دارایی شرکت i در سال $t-1$ ؛ $MKTG_{i,t}$ ، هزینه بازاریابی شرکت i در سال t ؛ $MKTG_{i,t-1}$ ، هزینه بازاریابی شرکت i در سال $t-1$

1. Aderson & Hsiao

$R\&D_{i,t}$ ؛ هزینه پژوهش و توسعه شرکت i در سال t و $R\&D_{i,t-1}$ ، هزینه پژوهش و توسعه شرکت i در سال $t-1$ است.

برآورد مقادیر بازده دارایی‌ها، هزینه بازاریابی و هزینه پژوهش و توسعه با استفاده از الگوهای بالا انجام می‌گیرد و مقادیر پیش‌بینی شده حاصل از الگوی با مقادیر واقعی مقایسه شده، سپس با توجه به خطای پیش‌بینی این سه الگو، شرکت‌ها در دو گروه اصلی تقسیم‌بندی می‌شود. نکته قابل توجه اینست که با توجه به عدم افشای هزینه‌های پژوهش توسعه تمامی شرکت‌ها، امکان اجرای مدل در سطح صنعت به دلیل عدم همگن شدن داده‌ها میسر نمی‌باشد، پس مدل برای کل شرکت‌ها اجرا شد. همانطور که گفته شد، با توجه به خطای پیش‌بینی این سه معیار، شرکت‌ها به چهار گروه به ترتیب زیر دسته‌بندی شدند:

جدول ۱. گروه بندی نمونه آماری

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

در این نگاره، شرکت‌های حاضر در گروه ۱ به عنوان شرکت‌های دارای مدیریت کوتاه بین در نظر گرفته می‌شوند، چرا که با داشتن عملکرد مثبت مالی و افزایش بازده دارایی‌ها، هزینه‌های بازاریابی و پژوهش و توسعه شرکت کاهش یافته است. این به معنای آن است که این شرکت‌ها گرچه تلاش دارند از طریق مثبت جلوه داده بازده دارایی‌ها عملکرد خود را مطلوب جلوه دهند، اما به دلیل اختلاف هزینه‌های بازاریابی و پژوهش توسعه با مقادیری که با توجه به شرایط بازار باید، انجام می‌گرفت، نشان می‌دهد دارای کوتاه‌بینی مدیریتی هستند. در نتیجه مقدار متغیر کوتاه‌بینی مدیریت برای این شرکت‌ها برابر یک و برای سایر شرکت‌ها صفر در نظر گرفته می‌شود (ادرسون و هسیاو، ۱۹۸۲).

متغیر مستقل

متغیر مستقل پژوهش حاضر، افق سرمایه‌گذاران نهادی (*INST*) است که به پیروی از پژوهش گامپرس و متریک^۱ (۲۰۰۱) و یان و ژانگ^۲ (۲۰۰۹) از طریق دو افق کوتاه‌مدت و بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی اندازه‌گیری می‌شود. ابتدا مجموع مالکیت نهادی به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{رابطه (۶)} = \frac{\text{تعداد سهام نزد سهامداران نهادی}}{\text{کل سهام منتشر شده}} = \text{مالکیت نهادی}$$

از طرفی مالکیت سرمایه‌گذاران در دو طبقه کوتاه‌مدت و بلندمدت طبقه بندی شده اند که این دسته‌بندی به علت نگرش سهامداران در موقعیت‌های مختلف تصمیم‌گیری صورت می‌پذیرد. بنابراین مجموع خرید و فروش هر سرمایه‌گذار به صورت روابط زیر تعریف می‌شود:

$$\text{رابطه (۷)} \quad CR_{buy_{j,t}} = \sum_{i \in Q, N_{j,i,t} > N_{j,i,t-1}} |N_{j,i,t} P_{i,t} - N_{j,i,t-1} P_{t-1} - N_{j,i,t} \Delta P_{i,t}|$$

$$\text{رابطه (۸)} \quad CR_{sell_{j,t}} = \sum_{i \in Q, N_{j,i,t} < N_{j,i,t-1}} |N_{j,i,t} P_{i,t} - N_{j,i,t-1} P_{t-1} - N_{j,i,t} \Delta P_{i,t}|$$

$CR_{buy_{j,t}}$: مجموع خرید سرمایه‌گذار j ام در سه ماهه t ام (فصل t ام)

$CR_{sell_{j,t}}$: مجموع خرید تعداد سهام موجودی دسته i که توسط سرمایه‌گذار j ام در سه ماهه t ام منتشر شده یا به عبارتی مجموع فروش‌های سرمایه‌گذاری j ام برای فصل t ام است.

$P_{i,t}$: قیمت سهام شرکت i در زمان t و

$N_{i,t}$: تعداد سهام شرکت i در زمان t است.

اگر تعداد سهام فصل جاری بیش تر از فصل قبل باشد، خرید سرمایه‌گذار و اگر تعداد سهام فصل جاری کمتر از فصل قبل باشد فروش سرمایه‌گذار محاسبه می‌شود. حال برای سنجش افق سرمایه‌گذاران نهادی لازم است نرخ ریزش هر سرمایه‌گذار محاسبه شود که بر اساس پژوهش یان و ژانگ (۲۰۰۹) از طریق رابطه زیر عمل می‌شود:

$$\text{رابطه (۹)} \quad CR_{j,t} = \frac{\min(CR_{buy_{j,t}}, CR_{sell_{j,t}})}{\sum_{i \in Q} \frac{N_{j,i,t} P_{i,t} + N_{j,i,t-1} P_{t-1}}{2}}$$

1. Gompers & Metrick
2. Yan & Zhang

در محاسبه نرخ ریزش برای کاهش اثر جریان‌های نقدی سرمایه‌گذار در کل پورتنفوی باید کمترین مقدار (خرید یا فروش) در نظر گرفته شود. بنابراین نرخ ریزش عبارت است از نسبت کمترین مقدار مجموع سهام خریداری شده یا فروخته شده بر میانگین حاصل ضرب تعداد سهام در قیمت سهام دو فصل اخیر سرمایه‌گذار (لازم به ذکر است که در هر سال برای هر سرمایه‌گذار در طی چهار فصل نرخ ریزش به همین ترتیب محاسبه می‌شود). حال برای تعیین افق سرمایه‌گذاران نهادی به دو گروه کوتاه‌مدت و بلندمدت، میانگین نرخ ریزش بر اساس رابطه زیر محاسبه می‌شود.

$$AVG_CR_{j,t} = \frac{1}{4} \sum_{r=1}^4 CR_{j,t-r+1} \quad \text{رابطه (۱۰)}$$

بعد از محاسبه میانگین نرخ ریزش ($AVG_CR_{j,t}$) سرمایه‌گذاران بر اساس مقدار گفته شده در سه پرتفوی طبقه‌بندی می‌شوند. در صورتی که در پرتفوی بالایی قرار بگیرند یعنی بالاترین میانگین نرخ ریزش را دارا باشند (بیشتر از ۸۰٪) سهامداران نهادی به عنوان شاخص افق سهامداران نهادی کوتاه‌مدت ($SHINST - INV_{i,t}$) در نظر گرفته می‌شود و برای سرمایه‌گذارانی که در پرتفوی پائینی قرار می‌گیرند، یعنی پایین‌ترین میانگین نرخ ریزش را داشته باشند (کمتر از ۲۰٪) سهامداران نهادی به عنوان شاخص افق بلندمدت سهامداران نهادی ($LHINST - INV_{i,t}$) قرار می‌گیرد.

متغیرهای کنترلی

فرصت‌های سرمایه‌گذاری (MKTBEQ): برای سنجش این متغیر با توجه به پژوهش‌های ابر و گود فر (۲۰۱۰) و لویز و ویسنه (۲۰۱۰) از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام استفاده می‌شود. در واقع شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر ممکن است بازده مورد انتظار این سرمایه‌گذاری در ارزش سهام توسط بازار بازتاب داده شود اما در ارزش‌های دفتری انعکاس داده نمی‌شود.

اندازه هیئت مدیره (BSIZE): این متغیر، تعداد اعضای هیئت مدیره شرکت‌ها تعریف شده است (گومپرز^۱ و همکاران، ۲۰۰۳؛ دی میو^۲ و همکاران، ۲۰۱۷).

1. Gompers

2. Di Meo

استقلال هیئت مدیره (BIND): در این پژوهش همانند پژوهش خدادادی و همکاران (۱۳۹۵) و بیچاک^۱ و همکاران (۲۰۰۹) برای سنجش این متغیر از نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره استفاده می‌شود.

اندازه شرکت (SIZE): برای سنجش اندازه شرکت، همانند پژوهش هایگینز^۲ و همکاران (۲۰۱۵) از لگاریتم خالص فروش سالیانه شرکت استفاده شده است.

سهم بازار (Market Share): به منظور سنجش این متغیر بر اساس پژوهش لوتیس و همکاران (۲۰۱۱) از نسبت فروش هر شرکت به کل فروش صنعتی که شرکت مزبور در آن فعالیت دارد، استفاده می‌شود. بنابراین بالا بودن این نسبت نشان دهنده سهم بیشتر شرکت در بازار است.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، همچنین برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آنها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول ۲، آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی است را برای نمونه‌ای متشکل از ۳۱۵ شرکت - سال مشاهده در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۷ نشان می‌دهد.

همانگونه که در جدول ۲ مشاهده می‌شود، حدود ۴۸ درصد از شرکت‌های مورد بررسی دارای مدیران کوتاه‌بین هستند، به عبارتی ۴۸ درصد شرکت‌های مورد بررسی گرچه اختلاف بازده دارایی پیش‌بینی شده با مقادیر واقعی مثبت دارند، اما اختلاف هزینه‌های بازاریابی و پژوهش و توسعه پیش‌بینی شده با مقادیر واقعی منفی است. همچنین مقدار میانگین افق زمانی سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت برابر با ۰/۳۰۳ است که نشان دهنده این موضوع می‌باشد که حدود ۳۰ درصد شرکت‌ها دارای سرمایه‌گذاران نهادی با افق زمانی کوتاه‌مدت هستند. همچنین میانگین آمار توصیفی استقلال هیئت مدیره نشان داد ۶۱/۶ درصد اعضای کل هیئت مدیره شرکت‌های نمونه را مدیران غیرموظف تشکیل داده‌اند. همچنین آمار توصیفی سهم بازار نشان می‌دهد، کل فروش صنعت تنها ۸/۳ درصد از فروش هر شرکت را در بازار سرمایه تشکیل

1. Bebchuk
2. Higgins

می‌دهد و این موضوع با توجه به رکود حاکم بر ساختار بازار کشور و افت شدید تولید تا حدی قابل پیش‌بینی بود.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
افق سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت	SHINST-INV	۰/۳۰۳	۰/۲۸۷	۰/۰۰۱	۳/۱۶	۰/۷۲۶
افق سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت	LHINST-INV	۶/۵۵۴	۶/۱۶۶	۰/۰۱۸	۴۱/۰۸	۹/۰۲۲
اندازه هیات مدیره	BSize	۵/۱۶	۵	۳	۷	۰/۳۴۸
اندازه شرکت	Size	۱۲/۱۴۱	۱۲/۰۶۲	۱۰/۶۶۴	۱۴/۴۱۱	۰/۶۰۳
سهم بازار	Market Share	۰/۰۸۳	۰/۰۶۴	۰/۰۰۰۱۳	۰/۷۹۷	۰/۱۲۱
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	MKTBEQ	۲/۷۴۲	۲/۳۵۵	۰/۴۹۷	۱۵/۱۳۱	۱/۷۰۹
استقلال هیات مدیره	BIND	۰/۶۱۶	۰/۶	۰	۱	۰/۱۳۹
متغیر	نماد متغیر	درصد فراوانی ۱	درصد فراوانی ۰	درصد فراوانی ۰	درصد فراوانی ۰	مد
کوتاه‌بینی مدیریت	MYO	%۴۸/۲	%۵۱/۸	۰	۰	۰

نتایج آزمون فرضیه‌ها

با توجه به اینکه در این پژوهش متغیر وابسته، پیوسته نبوده و فقط یکی از دو ارزش صفر و یک را دارا است، بنابراین برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون لجستیک چند متغیره استفاده شده است. مهم‌ترین ویژگی مدل رگرسیون لجستیک این است که نیازی به برقراری فرض‌های نرمال بودن و همسانی ماتریس‌های کوواریانس ندارد. در مدل رگرسیون لجستیک برای بررسی معناداری کلی مدل رگرسیون از آماره احتمال نسبت راستنمایی (LR) استفاده می‌شود. نیکویی برازش مدل رگرسیون لجستیک نیز با استفاده از آزمون هاسمر و لمشو بررسی می‌شود (پنگ^۱ و همکاران، ۲۰۰۲). علاوه بر این، به منظور اطمینان از عدم وجود مشکل همخطی بین متغیرهای توضیحی، آزمون همخطی با استفاده از عامل تورم واریانس (VIF) مورد بررسی قرار گرفت که با توجه آنکه مقادیر این آماره برای متغیرهای توضیحی کمتر از ۱۰ است،

1. Peng

پس هم خطی بین آن‌ها وجود ندارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش در جدول ۳ ارائه شده است:

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره Z
C	۰/۱۷۹ *	۰/۰۸۵	۲/۱۱۳
LHINST-INV	-۰/۴۱۹ **	۰/۰۹۵	-۴/۴۱۶
MKTBEQ	-۰/۳۸۸ *	۰/۱۶۱	-۲/۴۰۴
BSIZE	-۰/۵۹۳	۰/۳۴۶	-۱/۷۱۱
BIND	-۰/۵۴۴ **	۰/۱۵۳	-۳/۵۴۵
SIZE	-۰/۴۵۸ *	۰/۱۹۹	-۲/۳۱۱
Market Share	۰/۱۰۵	۰/۱۴۹	۰/۷۰۱
LR آماره	۴۸/۱۰۵ **	آماره هاسمر-لمشو	۷/۳۱۵
ضریب تعیین مک‌فادن	۰/۳۱۶	احتمال آماره هاسمر-لمشو	۰/۶۰۱

* و ** به ترتیب بیانگر معناداری آماری در سطح خطای ۵٪ و ۱٪ می باشد.

در مدل رگرسیون لجستیک فوق، ملاحظه مقادیر آماره LR که مشابه آماره F در مدل رگرسیون خطی است، بیانگر معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح خطای ۵ درصد است. همچنین با توجه به اینکه احتمال آماره آزمون هاسمر-لمشو بزرگ‌تر از ۰/۰۵ محاسبه شده است، بنابراین مدل برآورد شده از برازش مناسبی برخوردار است و متغیرهای توضیحی مدل، توانایی توضیح کوتاه‌بینی مدیریتی شرکت‌ها را دارا هستند. همان‌طور که در جدول فوق نیز ملاحظه می‌شود، ضرایب برآوردی و آماره Z مربوط به متغیر افق بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی (LHINST-INV) منفی و در سطح خطای ۵ درصد معنادار بوده که حاکی از وجود رابطه منفی معنادار بین افق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت سهامداران نهادی با کوتاه‌بینی مدیریت شرکت‌ها است. بر این اساس، فرضیه اول پژوهش در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می‌شود. جدول ۴ نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش را نشان می‌دهد:

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره Z
C	۰/۱۰۳*	۰/۰۴۷	۲/۲۰۶
SHINST-INV	۰/۲۳۸*	۰/۱۰۱	۲/۳۴۴
MKTBEQ	-۰/۲۶۱**	۰/۰۸۶	-۳/۰۲۲
BSIZE	-۰/۱۴۹	۰/۰۸۲	-۱/۸۰۷
BIND	-۰/۳۹۲**	۰/۱۲۴	-۳/۱۷۵
SIZE	-۰/۲۰۲*	۰/۰۸۵	-۲/۳۵۹
Market Share	۰/۰۹۲	۰/۱۳۷	۰/۶۷۴
آماره LR	۴۱/۶۰۲**	آماره هاسمر-لمشو	۷/۵۳۳
ضریب تعیین مک‌فادن	۰/۳۰۴	احتمال آماره هاسمر-لمشو	۰/۵۸۴

* و ** به ترتیب بیانگر معناداری آماری در سطح خطای ۵٪ و ۱٪ می باشد.

با نگاهی به مقدار آماره LR و سطح معناداری آن می‌توان دریافت که مدل لجستیک برازش شده در سطح خطای ۵ درصد به‌طور کلی معنادار است. مقدار ضریب تعیین مک‌فادن مدل نیز نشان می‌دهد که متغیرهای توضیحی مدل، حدود ۳۰ درصد از تغییرات کوتاه‌بینی مدیریتی شرکت‌ها را توضیح می‌دهند. علاوه بر این، همان‌گونه که در این جدول مشهود است، ضریب برآوردی و آماره Z مربوط به متغیر افق‌های کوتاه مدت سرمایه‌گذاران نهادی (SHINST-INV) مثبت و در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. بدین ترتیب، فرضیه دوم پژوهش نیز در سطح خطای ۵ درصد تایید می‌شود. یعنی می‌توان گفت که افق‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت سهامداران نهادی موجب افزایش کوتاه‌بینی مدیریت شرکت‌ها می‌شود.

آزمون تحلیل حساسیت

به‌منظور سنجش تفاوت شرکت‌های دارای کوتاه‌بینی مدیریتی و شرکت‌های دارای آینده‌نگری از آزمون زیر استفاده می‌شود:

جدول ۵. آزمون تحلیل حساسیت

مشاهدات مثبتی بر کوتاه‌بینی مدیریتی	مشاهدات مثبتی بر کوتاه‌بینی مدیریتی	متغیر
$ROA \geq 0, MKTG \& R\&D \geq 0$	$ROA \geq 0, MKTG \& R\&D \leq 0$	
۱/۴۴۳ ^{***}	۱/۳۲۷ ^{**}	عرض از مبدأ
(۵/۱۷۲)	(۴/۱۱۸)	
۰/۳۷۹ [°]	-۰/۴۵۳ [°]	افق بلندمدت سهامداران
(۱/۹۸۹)	(-۲/۰۹۲)	نهادی
-۰/۰۹۵ [°]	۰/۱۵۷ [°]	افق کوتاه‌مدت سهامداران نهادی
(-۱/۹۸۲)	(۲/۰۲۱)	
۰/۱۲۴ [°]	-۰/۲۹۹ [°]	اندازه شرکت
(۲/۱۴۶)	(-۲/۰۸۳)	
-۰/۰۲۷	۰/۴۳۲	سهم بازار
(-۰/۱۸۹)	(۱/۱۴۲)	
-۰/۱۸۸	-۰/۱۹۲ ^{***}	فرصت‌های سرمایه‌گذاری
(-۱/۶۰۴)	(-۲/۷۶۱)	
۰/۰۱۵	-۰/۲۱۹ [°]	استقلال هیات مدیره
(۰/۱۳۹)	(-۲/۱۹۲)	
۰/۰۲۳	-۰/۳۰۲	اندازه هیات مدیره
(۰/۰۹۳)	(-۱/۵۵۶)	
۰/۵۱۱	۰/۵۷۹	ضریب تعیین تعدیل شده
۱۴/۱۹۸ [°]	۱۵/۰۱۲ [°]	F آماره

نکته: [°] بیانگر معناداری آماری در سطح خطای ۵٪ می‌باشد. ^{**} بیانگر معناداری آماری در سطح خطای ۱٪ می‌باشد.

همان‌طور که بر اساس تفکیک شرکت‌ها از نظر کوتاه‌بینی مدیریتی و عدم کوتاه‌بینی مدیریتی مشاهده می‌شود با وجود افق‌های بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی (LHINST - INV)، می‌توان انتظار داشت کوتاه‌بینی مدیریتی کاهش یابد و آینده‌نگری بلندمدت شرکت‌ها (Not Myopic) افزایش یابد و برعکس با وجود افق‌های کوتاه‌مدت سهامداران نهادی، کوتاه‌بینی مدیریتی افزایش یابد و آینده‌نگری مدیریتی شرکت‌ها (Not Myopic) کاهش یابد. بر این مبنا می‌توان استنباط کرد تفاوت دیدگاه سهامداران نهادی از نظر افق‌های زمانی سرمایه‌گذاری می‌تواند نقش مهم و متفاوتی در داشتن کوتاه‌بینی مدیریتی و عدم کوتاه‌بینی شرکت‌ها داشته باشد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

مدیران در اجرای برنامه‌های تجاری از توان انتخاب راهبردهای مختلف مدیریتی برخوردارند، که هر یک از این‌ها منجر به ایجاد جریان مختلفی خواهد شد و در نهایت کارایی مدیریت، مستلزم انتخاب بهترین راهبرد است که به بالاترین ارزش مورد انتظار بیانجامد. اما در عمل گامی به جای تمرکز به اهداف بلندمدت و خلق بیشترین ارزش مورد انتظار از طریق انتخاب بهترین راهکار، به راهکارهایی روی می‌آورند که عملکرد کوتاه‌مدت آن‌ها را بهبود می‌بخشد و در بلندمدت عملکرد آنان مطلوب نخواهد بود و به بیان دیگر درگیر مدیریت کوتاه بین می‌شوند. پس در این پژوهش تاثیر افق سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی بر کوتاه‌بینی مدیریتی شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش حاکی از آن است که افق زمانی بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی، با کوتاه‌بینی مدیریتی ارتباط منفی معناداری دارد، چرا که سرمایه‌گذاران نهادی با رویکرد بلندمدت تلاش می‌کنند، مدیران شرکت‌ها را به سمت آینده‌نگری بیشتری برای کسب عایدات مورد انتظارشان تشویق کنند. در واقع رویکرد بلندمدت سهامداران نهادی سبب می‌شود که شرکت‌ها از ایجاد هیجانات کوتاه‌مدت فاصله بگیرند و با اتکا به ابزارهای مدیریتی و شناخت بازار بهتر عایدات آتی مطمئن‌تری را برای آن‌ها مهیا سازند. به بیان دیگر، سرمایه‌گذاران نهادی با افق‌های بلندمدت دارای دیدگاه‌های حرفه‌ای هستند و حضور آنها و نظارت بر عملکردهای مدیران باعث می‌شود، به جای تمرکز بر اهداف کوتاه‌مدت، به دنبال تداوم بلندمدت ارزش سهام خود در شرکت‌ها باشند. این امر موجب ایجاد اطمینان در مدیران برای انتخاب سطحی از سرمایه‌گذاری می‌شود که نتیجه آن حداکثر کردن ارزش بلندمدت شرکت به جای اهداف کوتاه‌مدت سودآوری می‌شود و بر این اساس هزینه پژوهش و توسعه شرکت‌ها یعنی میزان هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها افزایش می‌یابد که این به نوبه خود موجب کاهش رفتار کوتاه‌بینانه مدیریت می‌شود. نتیجه بدست آمده در این پژوهش با یافته‌های پژوهش چن و همکاران (۲۰۱۴) مبنی بر وجود رابطه منفی معنادار بین افق بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی با کوتاه‌بینی مدیریتی، مطابقت دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش نیز نشان می‌دهد که افق زمانی کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران نهادی با کوتاه‌بینی مدیریتی رابطه مثبت معناداری دارد. در واقع سهامداران نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به دنبال کسب بازده‌های کوتاه‌مدت و مقطعی هستند و بدلیل این دیدگاه تلاش می‌کنند در بازار سرمایه زودتر به سودهای کوتاه‌مدت و حتی ناچیز، اما متوالی

دست یابند. چرا که انگیزه‌های سفته بازی در آنها بسیار محرک است. این گونه سهامداران نهادی بیشتر در تعیین قیمت سهام به سود جاری و نه سودهای بلندمدت توجه دارند و این امر باعث می‌شود کارایی نظارت‌های کارآمد بر مدیران کاهش یابد و سهامداران نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت مدیران را در جهت افزایش عایدات کوتاه‌مدت و رویکرد مد نظر خودشان تحریک کنند. به عبارت دیگر با توجه به افق‌های زمانی کوتاه‌مدت سهامداران نهادی، آن‌ها همواره دغدغه‌شان کسب بیشترین بازده از سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت است و به دلیل وجود زمان کوتاه، در عمل نمی‌توانند نظارت کارآمدی بر عملکرد مدیران داشته باشند. از این رو مدیران تحت نظارت اینگونه سهامداران برای حفظ جایگاه و ثبات مدیریت خود تلاش می‌کنند آگاهانه و یا حتی ناآگاهانه بازده‌های ناشی از عملکردهای کوتاه‌مدت را برای کسب سود خالص بیشتر افزایش داده و در نتیجه دیگر زمان و انگیزه‌ای برای سرمایه‌گذاری در عملکردهای بلندمدت نظیر فعالیت‌های پژوهش و توسعه برای انتخاب پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت برای کسب بازده‌های احتمالی آتی وجود نخواهد داشت. به طور خلاصه می‌توان گفت سهامداران نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت مدیران شرکت‌ها را برای رسیدن به اهداف کوتاه‌مدت سودآوری تحت فشار قرار می‌دهند. هر چند که این کار ممکن است ارزش سهام شرکت را در بازار به خطر اندازد. اگر هم مدیران برخلاف دیدگاه سهامداران نهادی با افق‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت عمل کند و دیدگاه‌های آینده‌نگرانه داشته باشد، باعث می‌شود همواره این نگرانی که ممکن است سهامداران نهادی از طریق فروش سهام خود، موجبات کاهش قیمت سهام را در بازار رقم بزنند و این موضوع شرکت را دچار بحران کند، وجود داشته و عملکردهای مدیران را تحت تاثیر قرار دهد. چن و همکاران (۲۰۱۴) نیز در پژوهش خود به نتایج مشابهی با این پژوهش دست یافته و بیان کردند که افق زمانی کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران نهادی، کوتاه‌بینی مدیریتی را افزایش می‌دهد.

بر اساس یافته‌های پژوهش حاضر به هیئت مدیره شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که به منظور حفظ ارزش بازار سهام خود سعی نمایند تا سرمایه‌گذاران نهادی را جلب کنند که دارای افق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت باشند تا ارزش سهام شرکت در بازار حفظ شود و بدین طریق مدیران شرکت‌ها از طریق عملکردهای آینده‌نگرانه بازده‌های بیشتری را برای سهامداران نهادی خود به وجود آورند. در واقع شرکت‌ها با اعلام استراتژی‌های خود لازم است این ادراک را در سهامداران نهادی خود به وجود آورند که کسب اهداف بلندمدت در بازار رقابتی برای آنها در

اولویت قرار دارد تا تحت فشار کمتری از سوی سهامداران نهادی قرار بگیرند و با همراستا کردن دیدگاه سهامداران با اهداف شرکت، پروژه‌هایی را برای سرمایه‌گذاری و توسعه عملکردهای خود مد نظر قرار دهند که موفقیت بیشتری را در آینده برای آنها به همراه داشته باشد. علاوه بر این، به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که از طریق مکانیزم‌های مشاوره‌ای و آموزشی، سهامداران و سرمایه‌گذاران حرفه‌ای برای جذب سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه به وجود آورند تا دیدگاه‌های نه‌چندان مطلوب سفته‌بازی که به ساختارهای اقتصادی کشور لطمه وارد می‌کند را تا حد زیادی کنترل نماید و افق‌های زمانی بلندمدت در سرمایه‌گذاری را برای آن‌ها جذاب‌تر کند. همچنین به شرکت‌ها کمک کنند تا با شناخت بازارها از طریق پژوهش و توسعه ضمن حفظ جذابیت‌های بازار سرمایه، اعتماد و اطمینان بیشتری برای سرمایه‌گذاران ایجاد کنند تا از این طریق سیاست‌های اقتصادی دولت‌ها بیشتر حفظ شود.

در فرآیند انجام پژوهش علمی، مجموعه شرایطی وجود دارد که خارج از کنترل درست است، ولی به طور بالقوه می‌تواند نتایج پژوهش را تحت تاثیر قرار دهد. یکی از مهم‌ترین محدودیت پژوهش حاضر آن است که در این پژوهش مطابق با پژوهش‌های پیشین، متغیرهای کنترلی متعددی که بر کوتاه‌بینی مدیران شرکت‌ها مؤثر بودند را در نظر گرفته و در برآورد مدل لحاظ شدند. اما همانند سایر پژوهش‌های تجربی در حسابداری، همچنان احتمال وجود متغیرهای مرتبط حذف شده، وجود دارد که می‌تواند بر تعمیم نتایج تأثیر گذارد. در ادامه این پژوهش، به پژوهشگران آینده توصیه می‌شود که تاثیر افق سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی بر سایر ویژگی‌های شخصیتی مدیران نظیر بیش اطمینانی مدیریت شرکت‌ها نیز بررسی شود.

منابع

- خدادادی، ولی؛ نیک کار، جواد؛ ویسی، سجاد. (۱۳۹۵). "تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر به موقع بودن افشای گزارشگری مالی"، *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۳(۵۲)، ۵۳-۷۴.
- دلشاد، افسانه؛ صادقی شریف، سیدجلال. (۱۳۹۷). "بررسی واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *تحقیقات مالی*، ۲۰(۱)، ۹۱-۱۰۶.
- دیدار، حمزه؛ حیدری، مهدی؛ پور اسد، سعید. (۱۳۹۷). "تأثیر کوتاه بینی مدیریتی بر کارایی شرکت‌ها با نقش تعدیل کننده کیفیت حاکمیت شرکتی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران"، *دانش حسابداری*، ۹(۱)، ۱۴۷-۱۶۹.
- دیانتی دلیلی، زهرا و ملک محمدی، هادی. (۱۳۹۲). "بررسی تاثیر ویژگی‌های نظام راهبری شرکت بر کیفیت اطلاعات مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *دانش حسابداری*، ۱۳، ۱۵۱-۱۷۰.
- عبدلی، محمدرضا؛ طالع زاری، سمیه. (۱۳۹۶). "بررسی رابطه بین کوتاه‌بینی مدیریت با کیفیت سود و میزان سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *حسابداری مدیریت*، ۱۰(۳۴)، ۵۷-۶۹.
- مرادی، جواد؛ باقری، هادی. (۱۳۹۳). "بررسی مقایسه ای تأثیر کوتاه بینی مدیریت و مدیریت سود بر بازده سهام"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۱(۳)، ۲۳۹-۲۵۰.
- مرادی، مهدی؛ پرنده، الهام؛ مرندی، زکیه. (۱۳۹۶). "بررسی ارتباط افق سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی و محتوای اطلاعاتی سودهای تقسیمی غیر منتظره"، *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۳۳(۳)، ۲۰۷-۲۴۰.
- Aderson, T. W., Hsiao. C. (1982). "Formulation and estimation of dynamic modes using panel data". *Journal of Econometrics*, 18(1), 47-82.
- Aghion, P., Van Reenen, J., & Zingales, L. (2013). "Innovation and institutional ownership". *American Economic Review*, 103(1), 277-304.
- Alessandri, T. M., & Pattit, J. M. (2014). "Drivers of R&D investment: The interaction of behavioral theory and managerial incentives". *Journal of Business Research*, 67, 151-158.
- Almazon, A., Hartzell, J. C., Starks, L. T. (2005). "Active institutional shareholders and costs of monitoring: evidence from executive compensation". *Financial Management*, 34(4), 5-34.
- Anjos, F., Mo Kang, Ch. (2017). "Managerial myopia, financial expertise, and executive-firm matching", *Journal of Corporate Finance*, 43, 464-479.
- Barker, V. L., Mueller, G. C. (2002). "CEO characteristic and firm R&D spending". *Management Science*, 48 (1), 782-801.

- Battaglia, D., Neirotti, P., Paolucci, E. (2018) "The role of R&D investments and export on SMEs' growth: a domain ambidexterity perspective", *Management Decision*, 56 (9), 1883-1903.
- Baysinger, B. D., Kosink, R. D. and Turk, T. A. (1991). "Effects of Board and Ownership Structure on Corporate R&D Strategy", *Academy of Management Journal*, 34, 205-214.
- Bebchuk, L., Cohen, A., Ferrell, A., (2009). "What matters in corporate governance?" *Rev. Finan. Stud.* 22 (2), 783–827.
- Bushee, B. J. (1998). "The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior", *Accounting Review*, 73(3), 305–333.
- Cadman, B., Sunder, J. (2018). "Investor Myopia and CEO Horizon Incentives", Northwestern University, The University of Chicago, and the Winter Accounting Conference at the University of Utah especially Xue Wang (the discussant), *the Conference on Financial Economics and Accounting*.
- Cao, L., Du, Y., & Ørding Hansen, J. (2016). "Foreign institutional investors and dividend policy": Evidence from China, *International Business Review*, 26(5), 816-827.
- Chen, Y, F., Lin, F, L., Yang, Sh, Y. (2014). "Does institutional short-termism matter with managerial myopia?" *Journal of Business Research*, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.11.039>.
- Cheng, S. (2004). "R&D expenditures and CEO compensation", *Accounting Review*, 79(2), 305–328.
- Darrough, M. and S Rangan, (2015). "Do insiders manipulate earnings when they sell their shares in an initial public offering?" *Journal of Accounting Research*, 43, 1-33.
- David, P., Yoshikawa, T., Chari, M. D. R., & Rasheed, A. A. (2006). "Strategic investments in Japanese corporations: Do foreign portfolio owners foster underinvestment or appropriate investment?" *Strategic Management Journal*, 27, 591–600.
- David, P., Hitt, M. A., & Gimeno, J. (2001). "The influence of activism by institutional investors on R&D". *Academy of Management Journal*, 44(1), 144–157.
- 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.
- Di Meo, F., García Lara, J, M., Surroca, J, A. (2017). "Managerial entrenchment and earnings management", *Journal of Accounting and Public Policy*, 36, 399–414.
- Dikoli, S. S., S. L. Kulp, and K. L. Sedatole, (2006). "The use of short-term contracting to lengthen the CEO horizon: Do shareholder influences and board effectiveness matter?" Working Paper. Harvard University.
- Gompers, P. A., & Metrick, A. (2001). "Institutional investors and equity prices", *The Quarterly Journal of Economics*, 116 (1), 229–259.
- Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A., (2003). "Corporate governance and equity prices". *Q. J. Econ.* 118 (1), 107–156.
- Higgins, D., Omer, T.C., Phillips, J.D., (2015). "The influence of a firm's business strategy on its tax aggressiveness". *Contemporary Accounting Research*. 32 (2), 674–702.

- Jason, W., Ridge, D., K., White, A. (2014). "The influence of managerial myopia on firm strategy", *Management Decision*, 52(3), 602 – 623.
- Jia-Chi, Ch., Fang-Chi, L., Tsai-Hui, T. (2018). "The Effect of Institutional Ownership Stability on Cash Dividend Policy: Evidence from Taiwan, in Cheng Few Lee, Min-Teh Yu (ed.)" *Advances in Pacific Basin Business, Economics and Finance (Advances in Pacific Basin Business, Economics and Finance, Volume 6)* Emerald Publishing Limited, pp.207 – 222.
- Jiang, L., Waller, D.S., & Cai, S. (2013). "Does ownership type matter for innovation? Evidence from China". *Journal of Business Research*, 66, 2473–2478.
- Jory, R., Ngo, T., & Sakaki, H. (2017). "Institutional Ownership Stability and Dividend Payout Policy", *Managerial Finance*, 1-11.
- Kern, D.A. (2006). "A matter of strategic mis-fit: Management myopia and value", Ph.D dissertation. Oklahoma State University.
- Kochhar, R., & David, P. (1996). "Institutional investors and firm innovation: A test of competing hypotheses". *Strategic Management Journal*, 17, 73–84.
- Ladika, T., Zacharias, S. (2013). "The effect of managerial short-termism on corporate investment." Working paper, University of Amsterdam.
- Le, S. A., Walters, B., & Kroll, M. (2006). "Themoderating effects of externalmonitors on the relationship between R&D spending and firm performance". *Journal of Business Research*, 59, 178–287.
- Levinthal, D.A., March, J.G. (1993). "The myopia of learning". *Strategic Management Journal*, 14(winter), 92-112.
- 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.
- Murphy, K., (1985). "Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis". *Journal of Accounting and Economics* 7, 11-42.
- Peng C. Y. J., Lee, K. L., & Ingersoll, G. M. (2002). "An introduction to logistic regression analysis and reporting", *The Journal of Educational Research*, 96(1), 3-14.
- Shin, J., (2006). "The composition of institutional ownership and the structure of CEO compensation". Working Paper. The University of Illinois at Urbana-Champaign.
- Shleifer, A. Vishny, R. W. (1990). "Equilibrium short-horizons of investors and firms". *AEA Papers and Proceedings*, 80, 148–153.
- Sias, Richard, Laura Starks, and Sheridan Titman, (2006). "Changes in institutional ownership and stock returns: Assessment and methodology", *Journal of Business* 79, 2869-2910.
- Song, J., Wang, R., & Cavusgil, S. T. (2015). "State ownership and market orientation in China's public firms: An agency theory perspective". *International Business Review*, 24(4), 690–699
- Stein, J. (1989). "Efficient capital markets, inefficient firms: a model of myopic corporate behavior." *Quarterly Journal of Economics*, 104, 655–669.

- Thakor, A., (1990). "Investment myopia and the internal organization of capital allocation decisions". *Journal of Law, Economics and Organization*, 6, 129–154.
- Wahal, S., and J. J. McConnell, (2000). "Do institutional investors exacerbate managerial myopia?" *Journal of Corporate Finance*, 6, 307-29.
- Yan, X., & Zhang, Z. (2009). "Institutional investors and equity returns: are short-term institutions better informed?" *The Review of Financial Studies*. 22(2), 893–924.

COPYRIGHTS



© 2022 Securities and Exchange Organization, Tehran, Iran. This license lets others remix, tweak, and build upon your work non-commercially, and although their new works must also acknowledge you and be non-commercial, they don't have to license their derivative works on the same terms.

