



Research Article

## The effect of Institutional Investors' Distraction on the stickiness of the board of directors' compensation with an emphasis on management's overconfidence

**Rahim bonabi ghadim:** Asistance Professor in Accounting, Hashtroud Branch, Islamic Azad University, Hashtroud, Iran.

[r\\_bonabi@iau-maragheh.ac.ir](mailto:r_bonabi@iau-maragheh.ac.ir)

**Seyed Ali vaez** \*: Associate Professor Shahid Chamran University of Ahvaz, Ahvaz, Iran.

[sa.vaez@scu.ac.ir](mailto:sa.vaez@scu.ac.ir)

### Abstract

The institutional shareholders inattention or lack of attention as the weakness of the supervisory mechanism and management overconfidence as the management's behavioral factor can reduce the effectiveness of the incentive programs to maximize the company value and contracts efficiency. Based on this, the aim of this research is to investigate the effect of Institutional Investors' Distraction on the stickiness of the board of directors' compensation with an emphasis on the management overconfidence of the companies admitted to the Tehran Stock Exchange. The test of the research hypotheses with the data of 123 companies in the period of 2012-2021 using multiple regression models, showed that while there is the effect of compensation stickiness, the Institutional Investors' Distraction increases the intensity of compensation stickiness and by increasing the management overconfidence, the positive effect of Institutional Investors' Distraction on the stickiness of the compensation stickiness increases. That is, the institutional shareholders inattention and management overconfidence causes a decrease in the proportionality of the paid compensation with the performance and an increase in the opportunistic behavior of the management.

**Key words:** Institutional Investors' Distraction, Management Overconfidence, Opportunistic Stickiness, Agency Theory.

### Introduction

Inattention or lack of attention of institutional shareholders as a weakness of the supervisory mechanism and management overconfidence as a behavioral factor of management can reduce the effectiveness of incentive programs to maximize the value of the company and the efficiency of contracts. Based on the influence mechanism, institutional investors' distraction affects board compensation stickiness through three pathways: external governance, stock price information content, and management professional anxiety. So that the positive effect of deviating the attention of institutional investors by labeling the remuneration of the board of directors is more obvious in non-governmental companies.

Compared to previous studies, the innovation of this article is that it primarily strengthens the research perspective of institutional investors, which is different from the current institutional investor's supervisory role. Secondly, it expands the influencing factors of compensation stickiness and introduces attention based on corporate governance inside and outside the company, which is checked to complement the interests of the stakeholders. In the third degree, agency theory, information asymmetry theory and behavioral finance theory are combined to confirm the influence path of institutional investors' distraction and the stickiness of managers' compensation in conditions of management overconfidence, which leads to the integration of different theoretical branches in the research. In addition, it provides new thinking for the financial

<sup>^</sup> Corresponding author



supervision of listed companies and shareholders, improving the quality of listed companies and improving the operational mechanism of the capital market. Although the attention deviation of institutional investors has adverse effects, however, in the shadow of the lack of attention of institutional owners, the managers of listed companies may be overconfident, maintain optimistic expectations and believe that the benefits of Maintaining the business scale and continuous operations through their own leadership will be more than the risk caused by institutions, so the motivation for opportunistic behavior increases. Both the exploitation hypothesis and the strong motivation hypothesis imply that boards of directors with overconfidence receive more compensation (compensation stickiness effect), there are two key differences between these two hypotheses: The first is that the compensation contract will be incentive weak for overconfident boards under the exploitation hypothesis. The second difference is related to the effect of increasing the bargaining position of the board of directors. The exploitation hypothesis predicts an increase in the intensity of service compensation options. By increasing the bargaining power of the board of directors, compensation bonuses are demanded, which increases the stickiness of the compensation. Based on this, the aim of this research is to investigate the effect of the institutional shareholder's attention deviation on the stickiness of directors' compensation with an emphasis on the overconfidence of the management of the companies admitted to the Tehran Stock Exchange.

### Methods & Material

To test the hypotheses of the research, multiple regression models were used with the data of 123 companies in the time interval of 2012-2021.

### Finding

The results of the hypothesis test showed that while there is the effect of compensation stickiness, the Institutional Investors' Distraction increases the intensity of compensation stickiness and by increasing the management overconfidence, the positive

effect of Institutional Investors' Distraction on the stickiness of the compensation stickiness increases. That is, the institutional shareholders inattention and management overconfidence causes a decrease in the proportionality of the paid compensation with the performance and an increase in the opportunistic behavior of the management.

### Conclusion & Results

By diverting the attention of institutional shareholders from the performance of some companies and the unequal distribution of attention, in addition to themselves, they cause a decrease in the supervision of other supervisory mechanisms on the company. Institutional shareholders have the role of guide and reference for many shareholders and stakeholders of the company. Considering management's risk aversion and the tendency to show the company's performance too positively, these factors cause increases the manager's motivation to store and accumulate negative news and reduce voluntary disclosure of information. Finally reduce transparency, management's resistance to reducing rewards, and the opportunity for management's self-interested behavior and so rewarding disproportionate to actual performance increases reward stickiness. Also, despite the deviation of institutional shareholders attention as observers of management performance, management overconfidence prevents the board of directors compensation from reducing when the accounting performance decreases, and as a result, it increases the stickiness effect of the compensation. Its reasons can be explained as follows: maintaining optimistic expectations, expecting negative results to be temporary, the perception of performance above the industry average, taking advantage of the behavioral effect of assigning good results to oneself in terms of the psychological effect of overconfidence, the tendency to invest too much in high-risk projects and the expectation of getting more rewards, the involvement of bargaining power in the approval of the bonus plan based on the exploitation hypothesis.

**Key words:** Institutional Investors' Distraction, management overconfidence, opportunistic stickiness, agency theory.


## مقاله پژوهشی

# تاثیر انحراف توجه سهامدار نهادی بر چسبندگی پاداش هیات مدیره با تاکید بر اطمینان بیش از

## حد مدیریت

رحیم بنایی قدیم: استادیار حسابداری، واحد هشتگرد، دانشگاه آزاد اسلامی، هشتگرد، ایران.

[r\\_bonabi@iau-maragheh.ac.ir](mailto:r_bonabi@iau-maragheh.ac.ir)

سید علی واعظ<sup>1</sup> : دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه شهید چمران اهواز، اهواز، ایران.

[sa.vaez@scu.ac.ir](mailto:sa.vaez@scu.ac.ir)

## چکیده

بی‌توجهی یا کم‌توجهی سهامداران نهادی به عنوان ضعف سازوکار نظارتی و اطمینان بیش از حد مدیریت به عنوان عامل رفتاری مدیریت، می‌تواند اثربخشی برنامه‌های انگیزشی برای بیشینه‌سازی ارزش شرکت و کارایی قراردادهای پاداش را کاهش دهد. بر این اساس هدف این پژوهش بررسی تاثیر انحراف توجه سهامدار نهادی بر چسبندگی پاداش هیات مدیره با تاکید بر اطمینان بیش از حد مدیریت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. آزمون فرضیه‌های پژوهش، با داده‌های ۱۲۳ شرکت در فاصله زمانی ۱۳۹۱-۱۴۰۰ با استفاده از مدل‌های رگرسیونی چندگانه، نشان داد ضمن وجود اثر چسبندگی پاداش، انحراف توجه سهامداران نهادی شدت چسبندگی پاداش را افزایش می‌دهد و با افزایش اطمینان بیش از حد مدیریت تاثیر مثبت انحراف توجه سهامدار نهادی بر چسبندگی پاداش هیات‌مدیره افزایش می‌یابد. یعنی انحراف توجه سهامداران نهادی و اطمینان بیش از حد مدیریت، می‌تواند کارایی قراردادهای پاداش را کاهش دهد.

**واژه‌های کلیدی:** انحراف توجه سهامدار نهادی، اطمینان بیش از حد مدیریت، چسبندگی پاداش، نظریه نمایندگی.

## مقدمه

از منظر نمایندگی، طراحی مکانیسم پاداش‌دهی با هدف پیوند منافع مدیریت با ثروت سهامداران به منظور تشویق مدیران به انجام اقداماتی است که ثروت سهامداران و در نتیجه ارزش شرکت را به حداکثر می‌رساند با این حال هرگونه ضعف نظارتی و عدم توجه به راهبرد اتخاذی مدیران در گزارشگری معیار پاداش‌دهی، می‌تواند اثربخشی قراردادهای پاداش را کاهش دهد (An et al., 2018). بطور معمول سهام نگهداری شده توسط سرمایه‌گذاران نهادی تعداد قابل توجهی است بنابراین، آنها انگیزه قوی برای صرف زمان و سرمایه گذاری منابع خود برای کمک به توسعه شرکت‌ها و راهبری آنها دارند (Amin et al., 2015). سرمایه‌گذار نهادی در کنار راهبری شرکتی قوی، با نظارت بر فعالیت‌های شرکت، از سوء استفاده مدیریت از قدرت جلوگیری می‌کند، فرصت طلبی مدیران را به طور موثر کاهش می‌دهد و از منافع کارکنان و سهامداران محافظت می‌کند (El-habashy, 2019). با این حال، ممکن است توجه سرمایه‌گذاران نهادی محدود به شرکت‌های خاصی باشد و بر این اساس فقط می‌توانند از منابع شناختی کمیاب خود برای به حداکثر رساندن بازده ناشی از تخصیص دارایی‌هایشان استفاده کنند (Ni et al., 2020)، که یک سری پیامدهای اقتصادی مرتبط با توجه محدود به سهام ایجاد می‌کند. در حال حاضر، بیشتر ادبیات بر نقش سهامدار نهادی در حاکمیت شرکتی و تصمیم‌گیری متمرکز است (Kim et al., 2019)، اما پژوهش‌های کمی در مورد رابطه بین انحراف توجه سهامدار نهادی، حاکمیت شرکتی و پیامدهای نمایندگی وجود دارد. به دلیل تضاد منافع بین مالکیت و مدیریت، رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت می‌تواند منافع اصلی دیگر ذینفعان شرکت را به مخاطره اندازد. با توجه به اینکه یک شرکت مجموعه‌ای از ارزش‌های مورد انتظار برای روابط بین هر ذینفع و شرکت است بنابراین، مهم

نیست که تمرکز نهایی شرکت بر سهامداران یا کل ذینفعان باشد، بلکه باید از طریق مکانیسم خاصی بین تضاد منافع بین حاکمیت، مدیریت و سهامداران تعادل ایجاد کرد (Gao et al., 2021). در این میان، انگیزه جبران خدمات مدیران به شکل پاداش موضوعی بسیار بحث برانگیز است که می‌تواند حساسیت نامتقارنی نسبت به عملکرد شرکت داشته باشد و با افزایش انحراف توجه ارکان راهبری شرکتی و اطمینان بیش‌ازحد مدیریت، این حساسیت می‌تواند عدم تقارن بیشتری داشته باشد (Li et al., 2014, 2015a, 2015b; Lu et al., 2014). زیرا با کاهش توجه سهامداران نهادی به برخی شرکت‌ها و توجه بیشتر به شرکت‌های با بازدهی خاص (بازدهی منفی یا مثبت بالا)، فرصت اتخاذ تصمیمات برخلاف منافع ذینفعان شرکت برای مدیران فراهم می‌شود (Kempf et al., 2017) و چون مدیران با اطمینان بیش از حد، سبب افزایش رفتار نامتقارن هزینه‌ها می‌شود، این دو عامل در کنار یکدیگر سبب افزایش رفتارهای فرصت‌طلبانه به شکل پاداش‌های غیر متناسب با عملکرد واقعی شرکت و چسبندگی پاداش خواهد شد (He et al., 2019).

مطالعات قبلی نشان می‌دهد که میزان انحراف توجه سرمایه‌گذاران نهادی به طور قابل توجهی چسبندگی پاداش هیات مدیره را افزایش می‌دهد و حاکمیت شرکتی نقش نظارتی منفی بین این دو ایفا می‌کند (Hong & Cao, 2023). علاوه بر این، همبستگی مثبت معنادار بین این دو در گروه سرمایه‌گذاران نهادی پایدار<sup>۱</sup> در برابر فشارهای بیرونی، آشکارتر است. بر اساس مکانیسم نفوذ<sup>۲</sup>، انحراف توجه سرمایه‌گذاران نهادی<sup>۳</sup> از طریق سه مسیر بر چسبندگی پاداش<sup>۴</sup> هیات مدیره تأثیر می‌گذارد: حاکمیت خارجی، محتوای اطلاعاتی قیمت سهام و اضطراب حرفه‌ای مدیریت<sup>۵</sup>. بطوری که اثر مثبت انحراف توجه سرمایه‌گذاران نهادی بر چسبندگی پاداش هیات مدیره در شرکت‌های غیردولتی آشکارتر است. در مقایسه با پژوهش‌های قبلی، نوآوری این مقاله، این است که در

پیردازند (Hong & Cao, 2023). بر اساس تئوری انگیزش<sup>6</sup>، پاداش مدیران باید با عملکردی که ایجاد می کنند، ارتباط مثبت بالایی داشته باشد. یعنی وقتی عملکردی که ایجاد می کنند افزایش می یابد، پاداشی که دریافت می کنند نیز باید به طور نسبی افزایش یابد (Abudy et al., 2020). اگر پاداش بر اساس درصدی از سود و عملکرد واقعی شرکت باشد تغییرات پاداش باید متناظر با تغییرات سود ولی پایداری موقت ارقام تعهدی غیرعادی منفی در مقایسه با ارقام تعهدی غیرعادی مثبت (Bergstresser & Philippon, 2006)، گزارش سریعتر و یکجا برای اخبار منفی و گزارش دیرتر و در طول زمان اخبار مثبت با بکارگیری محافظه کاری (Verrecchia & Guay, 2006) و همچنین پایداری کمتر اخبار مثبت به شکل ارقام تعهدی غیرعادی، میزان کاهش پاداش در مقابل کاهش سود، کمتر خواهد بود که به چسبندگی پاداش منجر می شود (Dechow, 2006). با کاهش شدت نظارت بر اقدامات مدیریت، فرصت طلبی مدیریت برای بیشینه کردن منافع شخصی با بکارگیری فرصت طلبانه محافظه کاری، اثر چسبندگی پاداش بیشتر خواهد شد (واعظ و همکاران، ۱۳۹۶). با این حال، با توجه به نظریه نمایندگی و نظریه فرصت طلبی مدیر، در واقع مدیریت، مسئولیت عملیات، توسعه و اداره واقعی شرکت را بر عهده دارد و تضاد منافع بین مدیریت و سهامداران وجود دارد. انگیزه پیگیری منافع کوتاه مدت منجر به شکست اجرای موثر قرارداد پاداش خواهد شد (He et al., 2019). تصمیمات گذشته در مورد ساختار هزینه، میزان هزینه های قابل کنترل را در کوتاه مدت تعیین می کند و باعث عدم ثبات در کسب فروش، هزینه های عمومی و اداری می شود. بنابراین، تصمیمات ساختار هزینه بلندمدت بر توانایی تشخیص تصمیمات مدیریت هزینه کوتاه مدت تأثیر می گذارد (Banker & Byzalov, 2014 ; Jackson et al., 2014 ; Shust & Dan, 2008). اثر چسبندگی را می توان

درجه اول دیدگاه تحقیقاتی سرمایه گذاران نهادی را تقویت می کند، که با نقش نظارتی سرمایه گذار نهادی فعلی متفاوت است (Gao et al., 2020 ; Dong & Ozkan, 2008). در درجه دوم، عوامل تأثیرگذار چسبندگی پاداش را گسترش می دهد و توجه را بر اساس حاکمیت شرکتی در داخل و خارج از شرکت معرفی می کند (Bebchuk & Jesse, 2003 ; Jackson et al., 2008)، که در جهت تکمیل منافع ذینفعان بررسی می شود. در درجه سوم، نظریه نمایندگی، نظریه عدم تقارن اطلاعاتی و نظریه مالی رفتاری برای تأیید مسیر تأثیر انحراف توجه سرمایه گذاران نهادی و چسبندگی پاداش هات مدیره در شرایط اطمینان بیش از حد مدیریت، ترکیب می شوند که منجر به ادغام شاخه های تئوریک مختلف در پژوهش می شود. علاوه بر این، تفکر جدیدی را برای بخش نظارت مالی بر شرکت های بورسی و سهامداران، بهبود کیفیت شرکت های بورسی و بهبود مکانیسم عملیاتی بازار سرمایه فراهم می کند. بنابراین درحالی که انحراف توجه سهامدار نهادی و چگونگی تأثیر آن بر رفتار نامتقارن پاداش بررسی نشده است بر این اساس، میزان انحراف توجه سرمایه گذاران نهادی از دیدگاه تأکید بر بازده غیرعادی صنعت و سپس تأثیر آن بر چسبندگی پاداش هیات مدیره شرکت ها در شرایط اطمینان بیش از حد مدیریت بررسی می شود.

## مبانی نظری و فرضیه های پژوهش

### -انحراف توجه سهامداران نهادی و چسبندگی پاداش هیئت مدیره

با توجه به نظریه قرارداد بهینه و تئوری انگیزش، بین سهامداران و مدیران ارشد یک رابطه قراردادی برای بیشینه کردن ارزش شرکت بر اساس تسهیم ریسک وجود دارد (Edmans & Gabaix, 2016 ; Gabaix & Landier, 2008). در عین حال، سهامداران باید مقادیر معینی پاداش را به عنوان عامل انگیزشی به مدیران ارشد



گذاران نهادی دچار انحراف توجه می‌شوند، مدیران محافظه‌کاری حسابداری را کاهش می‌دهند، که دلیلی بر انگیزه افزایش یافته برای ذخیره اخبار بد و گزارش زودتر اخبار مثبت و در نتیجه رفتار نامتقارن پاداش نسبت به اخبار مثبت و منفی در قالب چسبندگی پاداش می‌شود (Ni et al., 2020). همچنین تضعیف نظارت سرمایه‌گذاران نهادی نیز بر کیفیت کار حسابرسان خارجی تأثیر می‌گذارد و اثربخشی حسابرسی را کاهش می‌دهد. در این راستا، مدیران اختیار بیشتری دارند تا از منافع خود دفاع کنند، فضای ابهام اطلاعاتی، حدس و گمان را قوت ببخشند، با مدیریت فضای اطلاعاتی، افزایش عملکرد را به تلاش خود نسبت دهند و در عوض افت عملکرد را به شرایط کلان خارجی نسبت داده و هنگام گزارش عملکرد ضعیف، با استفاده از قاعده فرافکنی مانع از کاهش پاداش شوند (Chan et al., 2021). تأثیر انحراف توجه سرمایه‌گذار نهادی بر حق الزحمه حسابرسی و تأخیرها برای شرکت‌هایی که نظارت هیئت‌مدیره ضعیف‌تر و اقلام تعهدی اختیاری بالاتری دارند، بارزتر است. به عبارتی با تضعیف نظارت سهامداران نهادی، مدیریت اقلام تعهدی غیرعادی توسط مدیریت بصورت فرصت‌طلبانه با پایداری بیشتر اخبار مثبت و پایداری کمتر اخبار منفی همراه خواهد بود که رفتار نامتقارن و در نتیجه پاداش نامتقارن نسبت به عملکرد شرکت را با همراه خواهد داشت و اثر چسبندگی را شدت می‌بخشد. در مجموع، فعالیت‌های نظارتی سهامداران نهادی با کاهش ریسک حسابرسی به نفع حسابرسان است (Yang et al., 2021). در درجه دوم، بر اساس اثر اطلاعاتی نظریه عدم تقارن اطلاعاتی، انحراف توجه سرمایه‌گذاران نهادی باعث کاهش میزان اطلاعات جمع‌آوری شده از شرکت‌هایی با توجه ضعیف، تضعیف نظارت خارجی، کاهش درجه افشای اطلاعات شرکت‌ها و افزایش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود و در سایه افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران فرصت بیشتری برای پیشینه کردن

در هزینه‌های تعدیل، انتظارات مدیریتی و فرصت طلبی خلاصه کرد (He et al., 2019). هنگامی که عملکرد شرکت کاهش می‌یابد، اگر سهامداران تنبیه بیش از حد اعمال کنند، باعث خروج مدیران حرفه‌ای از شرکت شده و این امر باعث افزایش هزینه معاملاتی استخدام مجدد مدیران ارشد و هزینه بالقوه آن می‌شود. بنابراین، سهامداران عموماً دارای ذهنیت «تحمل شکست بیشتری-ریسک‌پذیری بیشتری» نسبت به مدیران ارشد هستند (Ni et al., 2020). بر اساس مفهوم قرارداد، کارایی و فرصت طلبی می‌توان گفت مدیران ارشد دارای منافع شخصی و ریسک‌گریز هستند و منافع خود را در مقابل نوسانات عملکرد از حقوق و منابعی که می‌توانند کنترل کنند، به حداکثر می‌رسانند. نظریه کنشگری نهادی اشاره می‌کند، سرمایه‌گذاران نهادی با تیم‌های مدیریتی سرمایه‌گذاری عالی و منابع غنی بازار، به توسعه همه جانبه عملیات و مدیریت شرکت کمک می‌کنند (Hong & Cao, 2023). با این حال، عامل توجه، یک منبع کمیاب است و سرمایه‌گذاران نهادی توجه ویژه‌ای به برخی شرکت‌های کلیدی متأثر از شوک‌های بیرونی خواهند داشت که منجر به توزیع نابرابر توجه می‌شود و بر عملیات شرکت تأثیر می‌گذارد (Alnaes et al., 2014). در درجه اول، بر اساس اثر حاکمیتی تئوری نمایندگی، انحراف توجه سرمایه‌گذاران نهادی، حاکمیت خارجی را تضعیف و در نتیجه نقش نظارتی بر شرکت را کاهش و شرایط را برای فرصت‌طلبی مدیریتی فراهم می‌کند. علاوه بر این، سرمایه‌گذاران نهادی، تأثیر هدایت‌کننده‌ای بردولت، سرمایه‌گذاران خرد، مصرف‌کنندگان شرکت‌ها و غیره دارند. وقتی سرمایه‌گذاران نهادی توجه کمتری به شرکت‌ها می‌کنند، میزان نظارت بر هیئت‌مدیره شرکت‌ها توسط برخی از ذینفعان کاهش می‌یابد و اثربخشی نظارت را تضعیف و چسبندگی پاداش را افزایش می‌دهد (Yang et al., 2021). زیرا هنگامی که سرمایه

پاداش خود حتی در شرایط عملکرد ضعیف و کاهش سود را دارند (Hong & Cao, 2023).

با توجه به اینکه منافع سرمایه‌گذاران نهادی و دیگر سهامداران در یک راستا است یک تیم سازمانی، دارای اطلاعات غنی است که می‌تواند زنجیره تامین را بهینه کند و عدم تقارن اطلاعات داخلی و خارجی شرکت را کاهش دهد. در خصوص عملکرد شرکت، نحوه مدیریت شرکت و شرایط بازار، سهامداران می‌توانند از طریق رای‌گیری در مجمع عمومی سهامداران، مذاکره خصوصی و سایر روش‌ها مطلع شوند تا بتوانند درک جامع‌تری از اطلاعات شرکت داشته باشند (Wang et al., 2009). در این میان مدیران شرکت به منظور صرفه‌جویی در هزینه‌های اطلاعاتی، انگیزه خواهند یافت تا شرایط گزارش افشای اطلاعات، به ویژه بخش افشای داوطلبانه را کاهش دهند (Abramova et al., 2021). این امر باعث کاهش محتوای اطلاعاتی قیمت سهام شرکت‌های فهرست شده و افزایش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود تا تلاش مدیریت را برای اقدام در راستای بهبود عملکرد و پیشینه کردن پاداش، تسهیل کند که پدیده چسبندگی پاداش را سبب خواهد شد. در نهایت، بر اساس تأثیر روان‌شناختی تئوری مالی رفتاری، انحراف توجه سرمایه‌گذاران نهادی بر عملکرد و توسعه شرکت تأثیر می‌گذارد (Hong and Cao, 2023). مدیران به سبب ضعف نظارتی، انتظارات توسعه شرکت را کاهش می‌دهند و بیشتر منافع کوتاه‌بینانه خود را ارتقا می‌دهند. هنگامی که توجه سرمایه‌گذاران نهادی کاهش می‌یابد، توجه آنها به بازار شرکت کاهش می‌یابد و کنترل دقیق شرکت بر عملیات خارجی کاهش می‌یابد و بر عملکرد شرکت تأثیر منفی می‌گذارد (Li et al., 2014). بر این اساس توجه خود مدیریت به عملکرد کلی شرکت به سبب اثر انتصاب به خود، کاهش می‌یابد، تماس آن با سهامداران کاهش و تضاد منافع بین مدیریت و سرمایه‌گذاران افزایش و هرگونه عملکرد مثبت به توانایی مدیر

نسبت داده شده و اطمینان بیش از حد مدیریت را سبب می‌شود. در نتیجه نظارت ارکان راهبری ضعیف شده و اصالت، اثربخشی و یکپارچگی افشای اطلاعات خارجی به ویژه افشای داوطلبانه شرکت کاهش می‌یابد، که اعتماد عمومی را کاهش می‌دهد (Chan et al., 2021). بر این اساس فرضیه اول پژوهش به شرح زیر ارائه گردید:  
 (۱) انحراف توجه سرمایه‌گذاران نهادی باعث افزایش چسبندگی پاداش هیات مدیره می‌شود.

**-تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر رابطه بین انحراف توجه سهامدار نهادی و چسبندگی پاداش**

سطح اعتماد بیش از حد مدیران یک رابطه غیر یکنواخت با ارزش شرکت دارد. از آنجایی که مدیران تصمیمات نهایی را در مورد انتخاب پروژه می‌گیرند و انتخاب‌های پروژه مستقیماً بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارند، دانستن سطح اعتماد بیش از حد مدیر اولین گام برای به حداکثر رساندن ارزش شرکت است (Bick, 2015). هیئت مدیره نقش اصلی را در حاکمیت شرکتی ایفا می‌کند که نه تنها به عنوان نماینده سهامداران، بلکه به عنوان امانتدار و ناظر مدیران نیز می‌باشد (Solomon, 2020). هیئت نظارت عمدتاً بر فعالیت‌های شرکت نظارت می‌کند، از سوء استفاده مدیریت از قدرت جلوگیری، فرصت طلبی مدیران را به طور موثر کاهش و از منافع کارکنان و سهامداران محافظت می‌کند (Dechow, 2006). در نهایت، مدیریت به عنوان متولی پیشینه کردن ثروت سهامداران، فردی اقتصادی است که حداکثر کردن منافع را دنبال می‌کند. اگر سهامداران یک مکانیسم تشویقی و بازدارنده خوب ایجاد کنند، به طور موثر تضاد نمایندگی را کاهش می‌دهد (He et al., 2019). بر اساس تئوری مالی رفتاری<sup>7</sup>، در شرایط ابهام اطلاعاتی ارزش‌های مدیریتی، ذهنیت شناختی<sup>8</sup>، اعتماد بیش از حد و سایر ویژگی‌ها باعث ایجاد انحرافات غیرمنطقی در تصمیم‌گیری اقتصادی مدیریت می‌شود که به طور کامل بر اساس منافع ذینفعان هدایت نمی‌شوند. در این شرایط

نتیجه، هیات مدیره با اعتماد به نفس بیش از حد اغلب با نتایج نوآورانه تر و تمایل به ریسک پذیری همراه هستند (Hirshleifer et al., 2012 ; Galasso & Simcoe, 2011). از طرف دیگر، آنها همچنین تمایل به سرمایه گذاری بیش از حد، اغلب در پروژه های بسیار پرخطر دارند (Kolasinski, 2005). انتظارات مدیریتی بر چسبندگی تأثیر می‌گذارد و مدیران خوش بین و بدبین هنگام مواجهه با نوسانات عملکرد حالت‌های مقابله‌ای متفاوتی را نشان می‌دهند. در مقابل، فرصت‌طلبی مدیریت برای توضیح چسبندگی پاداش مناسب‌تر است (Guenther et al., 2014). به عبارتی قراردادهای پاداش ممکن است برای هیات مدیره با اعتماد به نفس بیش از حد متفاوت باشد. از یک طرف، هیات مدیره با اعتماد به نفس بیش از حد ممکن است قرارداد پاداش با انگیزه‌های ضعیف در قالب اختیار معامله یا سهام محدود دریافت کنند. یعنی این هیات مدیره در مقایسه با مدیران منطقی تمایل دارند که درصد احتمال بیشتری را برای یک نتیجه موفق قائل شوند (Humphery-Jenner et al., 2016). با دیدگاه بیش از حد مثبت آنها از ارزش شرکت در آینده، مقدار کمتری از سهام، ممکن است برای ترغیب مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد برای انجام تلاش‌های لازم یا تصمیم‌گیری مناسب کافی باشد. همچنین ممکن است انگیزه‌های قوی نتیجه معکوس داشته باشند، زیرا چنین مشوق‌هایی می‌توانند ریسک‌پذیری توسط هیات مدیره که از قبل اعتماد به نفس بیش از حد دارد را تشدید کند، این رویکرد بیانگر فرضیه انگیزه ضعیف است که ارتباط منفی بین اعتماد بیش از حد و شدت انگیزه قراردادهای پاداش (چسبندگی پایین پاداش) را پیش‌بینی می‌کند (Keke, 2021). از سوی دیگر، حفظ قدرت نظارتی سهامداران و ارائه قراردادهای انگیزشی قوی‌تر به هیات مدیره با اعتماد به نفس بیش از حد می‌تواند سبب قرارداد بهینه باشد (He et al., 2019 ; Hong & Cao, 2023).

مدیران معتقدند که توانایی آنها به مراتب بهتر از سطح متوسط است و نسبت به عملیات شرکت بسیار خوش بین هستند، بنابراین ریسک را دست کم می‌گیرند (Graham et al., 2013). با اینکه انحراف توجه سرمایه گذاران نهادی اثرات نامطلوبی به همراه دارد، با این حال در سایه عدم توجه مالکان نهادی، مدیران شرکت‌های بورسی ممکن است بیش از حد اعتماد به نفس داشته باشند، انتظارات خوش بینانه را حفظ کنند و معتقد باشند که مزایای حفظ مقیاس کسب و کار و عملیات مستمر از طریق رهبری خودشان بیشتر از ریسک ناشی از موسسات خواهد بود، بنابراین انگیزه رفتار فرصت‌طلبانه افزایش می‌یابد (Hong & Cao, 2023). با توجه به هزینه های تعدیل، اعتماد بیش از حد مدیریت و مشکلات نمایندگی، اثر چسبندگی یک پدیده رایج در بسیاری از شرکت‌ها است. رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیران و چسبندگی هزینه را می‌توان از زوایای مختلفی تجزیه و تحلیل کرد. از یک سو، انتظارات خوش بینانه مدیران، عامل مهمی در ایجاد چسبندگی هزینه است. انتظارات خوش بینانه مدیران به این معناست که وقتی حجم کسب و کار یک شرکت کاهش می‌یابد، مدیران تحت تأثیر «اثر بهتر از متوسط»<sup>9</sup> و سوگیری نسبی، نسبت به فروش آتی شرکت خوش بین هستند (Hong & Cao, 2023). بنابراین، از نظر اثر روانشناختی اعتماد بیش از حد، مدیران تصمیم می‌گیرند منابع بیکار را نگه دارند. از سوی دیگر، مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد، که توسط مکانیسم تمایل، مکانیسم قدرت مالی و مکانیسم توانایی هدایت می‌شوند، نگرش خوش بینانه‌ای را نسبت به فروش شرکت حفظ می‌کنند و در نتیجه میزان چسبندگی هزینه را افزایش می‌دهند (Keke, 2021). بر اساس ادبیات قبلی به دلیل ضعف نظارتی بر اقدامات و تصمیمات هیات مدیره، هیات مدیره با اعتماد بیش از حد مستعد برآورد بیش از حد بازده سرمایه گذاری و دست کم گرفتن ریسک هستند (Dittrich et al., 2005). در



پیش بینی می کند، زیرا افزایش پاداش به دلیل عدم وجود هیچ گونه سستی انگیزشی، به شکل پرداخت نقدی بیشتر و چسبندگی آن بیشتر است (Humphery-Jenner et al., 2016). با توجه به تاثیر نامتقارن اطمینان بیش از حد مدیریت بر ارزش شرکت و پاداش دهی، هیات مدیره با سطح اطمینان کمی بیش از حد باید با ترکیب حقوق صاحبان سهام-نقد کمتری نسبت به هیات مدیره منطقی پاداش داده شوند، در حالی که هیات مدیره با سطح بالای اطمینان بیش از حد باید با ترکیب سهام-نقد بیشتری پاداش داده شوند (De la Rosa, 2007). زیرا مدیر با سطح اطمینان کمی بیش از حد می تواند ارزش شرکت را افزایش دهد در حالی که مدیر با سطح بالای اطمینان بیش از حد، ارزش شرکت را کاهش می دهد. یک مدیر منطقی و ریسک گریز سرمایه گذاری کمتری انجام می دهد زیرا از ادامه پروژه های فعلی با بازده شناخته شده سود بیشتری نسبت به سرمایه گذاری در پروژه های با ارزش خالص مثبت ولی با احتمال نتایج منفی دریافت می کند (Bick, 2015). براین اساس اگر سازوکارهای نظارتی ضعیف باشند و سهامداران نهادی به عنوان مالکان مطلع دچار انحراف توجه شوند، اطمینان بیش از حد مدیریت با نگرش خوشبینانه و بدون محافظه کاری به گزارش بیشتر حجم اخبار مثبت و گزارش عملکرد مثبت غیرپایدار منجر می شود و به دلیل پایداری کمتر ارقام غیرعادی به کاهش ارزش شرکت ولی به افزایش رفتارهای منفعت طلبانه در برنامه های پاداش و عدم کاهش پاداش در شرایط عملکرد ضعیف منجر خواهد شد (He et al., 2019 ; Hong & Cao, 2023). زیرا در سایه بی توجهی سهامداران ناظر و فعال، یک مدیر با اعتماد به نفس بیش از حد معتقد است که از مهارت های بالاتری برخوردار است یا می تواند بیش از واقعیت بر نتیجه پروژه ها تأثیر بگذارد. اعتقاد او به طور مثبت، ارزیابی ارزش خالص مثبت او را مغرضانه می کند و او را به پذیرش پروژه های بیشتری نسبت به مدیر منطقی سوق می دهد. برای همان سطح ریسک گریزی، مدیر با سطح

است که اگر هیات مدیره با اعتماد به نفس بیش از حد احتمال نتایج خوب را به اندازه کافی بالا در نظر گیرد، برای شرکت نسبتاً ارزان خواهد بود که یک بسته جبرانی با گزینه و شدت سهام بالا ارائه کند. از این رو، هدف از یک قرارداد پاداش با شدت حقوق صاحبان سهام بالا، بهره برداری از ارزش گذاری نادرست هیات مدیره به جای ارائه انگیزه است. این رویکرد بیانگر فرضیه بهره برداری<sup>10</sup> است که یک ارتباط مثبت بین اعتماد بیش از حد مدیریت و شدت انگیزه قراردادهای پاداش (چسبندگی پایین پاداش) را پیش بینی می کند (Gervais et al., 2011).

در حالی که هم فرضیه بهره برداری و هم فرضیه انگیزه قوی<sup>11</sup> دلالت بر این دارد که هیات مدیره با اعتماد به نفس بیش از حد با انگیزه های جبران خدمات بیشتر، پاداش بیشتری دریافت می کنند (اثر چسبندگی پاداش)، دو تفاوت کلیدی وجود دارد. اولین مورد این است که قرارداد پاداش برای هیات مدیره با اعتماد به نفس بیش از حد، تحت فرضیه بهره برداری، سستی انگیزه خواهد داشت. تصور این است که کاهش اندک در شدت حقوق صاحبان سهام نباید تأثیر با اهمیتی بر اقدامات هیات مدیره یا ارزش شرکت داشته باشد. در مقابل، فرضیه انگیزه قوی پیش بینی می کند که کاهش شدت حقوق صاحبان سهام منجر به کاهش ارزش شرکت می شود، زیرا حقوق صاحبان سهام مشوق هایی را فراهم می کند. تفاوت دوم به تأثیر افزایش موقعیت چانه زنی هیات مدیره مربوط می شود. فرضیه بهره برداری افزایش در شدت گزینه های جبران خدمات را پیش بینی می کند. با افزایش قدرت چانه زنی هیات مدیره، پاداش بیشتری مطالبه می شود که چسبندگی پاداش را بیشتر می کند (Keke, 2021). از آنجایی که هیات مدیره با اعتماد به نفس بیش از حد، ارزش حقوق صاحبان سهام را بیش از حد ارزش گذاری می کنند، افزایش پاداش بر اساس حقوق صاحبان سهام بیشتر می شود. در مقابل، فرضیه انگیزه قوی کاهش شدت گزینه جبران خدمات را

دوم پژوهش به شرح زیر ارائه گردید:

(۲) اطمینان بیش از حد مدیریت، تاثیر انحراف توجه سرمایه گذاران نهادی در افزایش چسبندگی پاداش هیات مدیره را تشدید می‌کند.

### پیشینه پژوهش

هوانگ و گائو (2023) با بررسی انحراف توجه سرمایه گذاران نهادی و چسبندگی پاداش مدیران بر اساس تحلیل رگرسیون چندگانه در شرکت‌های چینی در فاصله ۲۰۱۱-۲۰۲۰، نشان دادند بر اساس اثر حاکمیتی، اثر اطلاعاتی و اثر روانی، حاکمیت خارجی شرکتی، محتوای اطلاعاتی قیمت سهام و اضطراب مدیریت، نقش واسطه‌ای بین انحراف توجه سرمایه گذاران نهادی و چسبندگی پاداش دارند و سطح حاکمیت داخلی شرکتی و اعتماد بیش از حد مدیریتی، تأثیر انحراف توجه سرمایه گذاران نهادی را بر چسبندگی پاداش مدیران تضعیف می‌کند (Hong & Cao, 2023). آبراموا و همکاران (2021) با بررسی تاثیر توجه سهامداران نهادی بر افشای شرکت در ۱۰۰۳۷۸ سال-شرکت کامپوست در فاصله زمانی ۲۰۰۱-۲۰۱۶، نشان دادند مدیریت با افشای اطلاعاتی که تأثیر کمی بر کیفیت یا نقدینگی اطلاعات دارد، به توجه سرمایه گذاران نهادی موقت پاسخ می‌دهد و مدیران با افزایش تعداد پیش‌بینی‌ها به توجه پاسخ می‌دهند. توجه به جای تغییر تصمیم در مورد پیش‌بینی یا ارائه افشای اطلاعات بیشتر، باعث تعدیل‌های افشای جزئی می‌شود (Abramova et al., 2021). کیکو (2021) با بررسی رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیریت و چسبندگی هزینه در شرکت‌های شانگهای و شنزن چین در فاصله ۲۰۱۴-۲۰۱۸ نشان داد پدیده چسبندگی هزینه در شرکت‌های مورد مطالعه در چین وجود دارد و علاوه بر این، اعتماد بیش از حد مدیران مشکل چسبندگی هزینه شرکت‌ها را تشدید می‌کند (Keke, 2021). چن و همکاران (2021) با بررسی تاثیر توجه سهامداران نهادی بر کیفیت حسابرسی در شرکت‌های چینی در فاصله ۲۰۱۰-

اطمینان کمی بیش از حد به احتمال کمتری نسبت به مدیر منطقی از پروژه‌های با ارزش خالص مثبت به دلیل سطح ریسک پروژه اجتناب می‌کند. اقدامات مدیر با سطح اطمینان کمی بیش از حد، بیشتر با منافع سهامداران هماهنگ است که منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود (Bick, 2015). همچنین مدیریت به منظور اطمینان از عملکرد تجاری پایدار و حفظ شهرت خود، اغلب اضطراب حرفه‌ای را نشان می‌دهند، که پاسخی است که توسط اثر نظارتی ایجاد می‌شود. از آنجایی که حاکمیت نهادی به حاکمیت شخص ثالث تعلق دارد، مدیریت نمی‌تواند رفتار سرمایه‌گذاران نهادی را به موقع پیش‌بینی کند ولی هنگامی که سرمایه‌گذاران نهادی دچار انحراف توجه می‌شوند، این امر بیانگر انحراف از تایید انتظارات و تضعیف نظارت بر مدیریت است. این امر به ویژه برای مدیران بدبین صادق است، زیرا آنها انگیزه تصمیم‌گیری قویتری دارند، رفتارهای کوتاه بینانه اتخاذ می‌کنند، از قدرت خود برای بهبود پاداش جبران خدمات خود حتی در شرایط کاهش سود استفاده می‌کنند (He et al., 2019). گزارش‌های سهامداران نهادی معتبرتر و جامع‌تر هستند و وظیفه هدایت دیگر سرمایه‌گذاران را دارند. هنگامی که سرمایه‌گذاران نهادی دچار انحراف توجه می‌شوند، میزان گزارش‌های اطلاعاتی در مورد شرکت‌هایی با توجه ضعیف کاهش می‌یابد و عدم تقارن اطلاعاتی با سهامداران افزایش می‌یابد و دامنه اختیارات و بکارگیری اطمینان بیش از حد مدیریت در تصمیمات را فراهم می‌کند. در این شرایط مدیریت به منظور حفاظت از منافع خود، انگیزه دارند که با گزارش‌های خوش‌بینانه و فرصت طلبانه، به طور نادرست عملکرد تجاری شرکت را افزایش دهند، که بدون توجه به عملکرد ضعیف و انتظار کاهش پاداش مبتنی بر عملکرد واقعی، به حفظ دامنه پاداش و در نتیجه چسبندگی بیشتر پاداش منجر می‌شود، زیرا برای سهامداران، نظارت خارجی تضعیف شده است (Hong & Cao, 2023). بر این اساس فرضیه

۲۰۲۰، نشان دادند درجه بالاتر بی‌توجهی سرمایه‌گذار نهادی با تمایل کمتر حسابرسی به ارائه اظهارنظر تعدیلی در خصوص تداوم فعالیت، احتمال کمتر گزارش ضعف کنترل داخلی با اهمیت، و احتمال بیشتر تحریف صورت‌های مالی توسط مدیریت همراه است (Chan et al., 2021). گائو و همکاران (2021) با بررسی احساسات سرمایه‌گذاران نهادی و بازده کل سهام در شرکت‌های با فناوری پیشرفته چین در فاصله ۲۰۰۸-۲۰۱۷، نشان دادند سهامداران نهادی مطلع هستند و احساسات آنها به حرکت قیمت سهام به سمت ارزش ذاتی کمک می‌کند. زیرا احساسات سهامداران نهادی شامل اخبار مربوط به انتظارات در مورد جریان‌های نقدی آتی شرکت‌های مهم است که خود را در انتظارات قیمت آتی قرار می‌دهد (Gao et al., 2021). یانگ و همکاران (2021) با بررسی تاثیر انحراف توجه سهامداران نهادی بر ریسک حسابرسی در شرکت‌های چینی در فاصله ۲۰۱۰-۲۰۲۰، نشان دادند هزینه‌های حسابرسی و تأخیر گزارش حسابرسی در دوره‌هایی که سرمایه‌گذاران نهادی به طور موقت توجه خود را بر سایر بخش‌های پرتفوی خود متمرکز می‌کنند افزایش می‌یابد. این اثر زمانی قوی‌تر است که سرمایه‌گذاران نهادی متعهد دچار انحراف توجه شوند (Yang et al., 2021). نی و همکاران (2020) با بررسی تاثیر انحراف توجه سهامداران نهادی بر ریسک سقوط قیمت سهام در ۳۸۲۵۴ سال-شرکت‌های کامپوستات در فاصله ۱۹۸۰-۲۰۱۸، نشان دادند ما بین انحراف توجه سهامداران نهادی و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این اثر با نظارت ضعیف همراه است و زمانی که حاکمیت شرکتی جایگزین ضعیف‌تر باشد و انگیزه‌های مدیران برای ذخیره اطلاعات و اخبار منفی قوی‌تر شود، این رابطه قوی‌تر می‌شود. هنگامی که سرمایه‌گذاران نهادی دچار انحراف توجه می‌شوند، مدیران محافظه‌کاری حسابداری را کاهش می‌دهند، که دلیلی بر انگیزه افزایش یافته برای ذخیره اخبار بد است (Ni et al.,

2020). آن لی و همکاران (2018) با بررسی اعتماد بیش از حد مدیریتی، ریسک پذیری ناشی از پاداش و مدیریت سود در ۷۲۹ شرکت فرابورس تایوان در فاصله ۲۰۰۶-۲۰۱۵، نشان دادند مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد به احتمال زیاد از مدیریت سود واقعی استفاده می‌کنند تا مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی. ریسک‌پذیری دل‌تاشی از پاداش به مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی بی‌ربط است، اما می‌تواند تمایل به مدیریت سود واقعی را کاهش دهد، و ریسک‌پذیری و گشایش ناشی از پاداش می‌تواند بزرگی مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی را افزایش دهد اما بزرگی مدیریت سود واقعی را کاهش دهد (An Li et al., 2018). بیک (2015) با بررسی اینکه آیا اعتماد بیش از حد مدیر عامل بر ساختار پاداش او تأثیر می‌گذارد؟ در ۳۳۰۷ سال-شرکت آمریکایی در فاصله ۲۰۰۷-۱۹۹۲، نشان داد هیأت مدیره ساختار پاداش مدیرعامل را به‌طور بهینه تنظیم می‌کنند که شامل نسبت پایین‌تر ترکیبی از ارزش سهام به نقدینگی برای مدیران با اطمینان بیش از حد است (Bick, 2015). همفری و همکاران (2016) با بررسی تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریت و پاداش مدیران در ۱۲۸۱۰ سال-شرکت‌های کامپوست در فاصله ۱۹۹۲-۲۰۱۱، نشان دادند اطمینان بیش از حد به مدیران غیراز مدیرعامل مرتبط است که با انگیزه‌های متنوع، مستقل از اطمینان بیش از حد مدیرعامل، پاداش دریافت می‌کنند (Humphery-Jenne et al., 2016). شمس‌الدینی و نعمتی (۱۴۰۰) با بررسی رابطه پایداری مالکیت نهادی با مدیریت سود با لحاظ اهرم مالی در ۱۴۰ شرکت پذیرفته شده بورس تهران در فاصله ۱۳۹۳-۱۳۹۸، نشان دادند بین پایداری مالکیت نهادی با مدیریت سود رابطه منفی و معناداری وجود دارد، این در حالی است که متغیر اثرات همزمان پایداری مالکیت نهادی و اهرم مالی بر مدیریت سود معنادار نیست. صالحی (۱۳۹۹) با بررسی تاثیر مالکیت نهادی بر شاخص‌های ارزیابی عملکرد مبتنی بر اجزای سود باقیمانده و بازار در ۱۴۵ شرکت پذیرفته شده بورس

شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۳ لغایت ۱۳۹۲، نشان دادند هیچگونه رابطه معنی‌داری بین مالکیت نهادی مستقل با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت و محافظه‌کاری، مالکیت نهادی وابسته با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت و محافظه‌کاری و نیز مالکیت نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و محافظه‌کاری وجود ندارد.

با توجه به پژوهش‌های انجام شده در زمینه پیامدهای انحراف توجه سهامدار نهادی در قالب کیفیت افشا، کیفیت حسابرسی، جهش حرکتی قیمت سهام، ریسک حسابرسی و ریسک سقوط قیمت سهام از یک سو و نقش اطمینان بیش از حد مدیریت در شکل‌گیری رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت و عواملی همچون چسبندگی هزینه، ساختار پاداش، ریسک‌پذیری ناشی از پاداش و مدیریت سود، این سوال مطرح می‌شود که آیا اطمینان بیش از حد مدیریت اثر انحراف توجه سهامدار نهادی بر اثر چسبندگی پاداش را تحت تاثیر قرار می‌دهد؟

### روشناسی پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون چندگانه با استفاده از نرم افزار ایویوز استفاده شده است. جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ تا سال ۱۴۰۰ (دوره ۱۰ ساله) است. نمونه مورد مطالعه این پژوهش، متشکل از کلیه شرکت‌های موجود در جامعه آماری است که حائز معیارهای زیر باشند: ۱. پذیرش در بورس تا قبل از دوره پژوهش و عدم خروج تا پایان دوره پژوهش، ۲. پایان سال مالی منتهی به پایان اسفند. ۳. عدم تغییر دوره مالی در دوره (۸ ساله) مورد بررسی، ۴. در دسترس بودن اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده، ۵. جزو شرکت‌های واسطه‌گری مالی، لیزینگ، بانک‌ها، بیمه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها نباشند. ۶. عدم توقف معاملاتی بیش از ۶ ماه. در نتیجه اعمال شرایط فوق، ۱۲۳ شرکت و یا

تهران در فاصله ۱۳۹۵-۱۳۸۹، نشان داد رابطه مثبت و معنی‌داری بین مالکیت نهادی و شاخص‌های ارزیابی عملکرد مبتنی بر اجزای سود باقیمانده (سود قبل از بهره و مالیات و سود عملیاتی بعد از مالیات) و شاخص‌های بازار (ارزش افزوده بازار و نسبت کیوتوبین) در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد که این نتایج با فرضیه نظارت کارآمد و فرضیه همگرایی منافع مطابقت دارد. حاجیها و همکاران (۱۳۹۸) با بررسی تأثیر نگرش کوتاه‌مدت مدیران در چسبندگی هزینه ۹۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۴-۱۳۹۳، نشان دادند رابطه مدیریت سود بر مبنای ارقام واقعی با کاهش مخارج اختیاری و چسبندگی هزینه‌ها وجود دارد و نگرش کوتاه‌مدت مدیران، ارتباط منفی و معناداری با چسبندگی هزینه دارد. واعظ و همکاران (۱۳۹۶) با بررسی آزمون چسبندگی پاداش و بررسی تاثیر ابعاد دقت سود بر پاداش هیات‌مدیره ۱۲۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴، نشان دادند پاداش نسبت به سود گزارش شده دارای چسبندگی است، ارقام تعهدی غیر عادی فزاینده سود بر پاداش تاثیر معنی‌دار و مثبتی دارند که نشان از عدم توجه کافی نسبت به آنهاست و نیز دستکاری فعالیت‌های واقعی فزاینده سود و محافظه‌کاری شرطی، بر پاداش مدیران تاثیر معنی‌داری دارند. مهرانی و همکاران (۱۳۹۴) با بررسی مالکیت نهادی و انعطاف-پذیری مالی ۸۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۲ نشان دادند حضور مالکان نهادی در ساختار سرمایه شرکتها سبب انعطاف‌پذیری بیشتری آنها شده که با فرضیه نظارت فعال مطابق است و هرچه تمرکز مالکان نهادی در ساختار سرمایه شرکت بیشتر باشد انعطاف‌پذیری مالی شرکت کم می‌شود. سرلک و کلوانی (۱۳۹۴) با بررسی تاثیر مالکیت نهادی بر محافظه‌کاری ۳۹ شرکت پذیرفته

یا بسیار پایین سهام صنعت بخصوصی، توجه این سرمایه‌گذاران نهادی از سایر اوراق سهام سرمایه‌گذاری شده بطور موقت و در یک دوره زمانی کوتاه منحرف شود. برای ایجاد معیار انحراف توجه سرمایه‌گذاران نهادی در سطح شرکت، از مدل کمپف و همکاران (2017) استفاده شده است (Kempf et al., 2017). طبق این مدل بطور طبیعی فرض بر این است که توجه سرمایه‌گذاران نهادی به سمت شرکت‌ها و صنایعی جلب می‌شود که دارای عملکردی غیرعادی (بیش از حد قوی یا بیش از حد ضعیف) بوده و از بذل توجه کافی نسبت به شرکت‌هایی که دارای بازدهی نرمال بوده‌اند خودداری می‌کنند و سپس با جمع درصدهای سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی شرکت، در صنایعی که بیشترین یا کمترین بازدهی را داشته‌اند و ضرب آن در درصد سرمایه‌گذاران نهادی شرکت نمونه میزان انحراف توجه سرمایه‌گذاران نهادی در سطح شرکت نمونه محاسبه می‌شود (Kempf et al., 2017). فرایند محاسبه عملیاتی متغیر انحراف توجه سرمایه‌گذار نهادی بشرح زیر است: فرض کنید که شرکت f دارای دو سرمایه‌گذار نهادی i و j می‌باشد و این سرمایه‌گذاران نهادی علاوه بر سرمایه‌گذاری در شرکت f در شرکت‌های دیگری که در صنایع متفاوتی فعالیت می‌نمایند، سرمایه‌گذاری کرده‌اند (در این پژوهش شرکت‌های مورد پژوهش به ۱۲ صنعت فاما و فرنچ<sup>12</sup> تقسیم شده‌اند) در این حالت در یک بازه زمانی مشخص q (فصل) مقدار انحراف توجه سرمایه‌گذاران نهادی i در شرکت f به این ترتیب محاسبه می‌شود که ابتدا درصد سرمایه‌گذاری سهامدار نهادی i در شرکت‌های شاغل در صنایع دارای بازدهی غیرنرمال (چه مثبت و چه منفی) را جمع نموده و در درصد سرمایه‌گذاری سهامدار نهادی i در شرکت f ضرب می‌نماییم و در نتیجه مقدار انحراف توجه سهامدار نهادی i در شرکت f محاسبه شده و سپس با همین روش مقدار انحراف توجه سهامدار نهادی j در شرکت f نیز محاسبه گردیده و

۱۲۳۰ سال-شرکت از جامعه آماری جهت انجام آزمون ها انتخاب شدند.

### مدلها و متغیرهای پژوهش

بر اساس مبانی نظری پژوهش و مطابق پژوهش‌های قبلی (An Li et al., 2018 ; Hong & Cao, 2023; Humphery-Jenner et al., 2016)، برای آزمون فرضیه-های پژوهش از مدل شماره ۱ برای آزمون فرضیه اول و از مدل شماره ۲ برای آزمون فرضیه دوم استفاده شده است که در مدل اول ضریب  $\beta_3$  بیانگر تاثیر انحراف توجه سهامدار نهادی بر چسبندگی پاداش و در مدل دوم ضریب  $\beta_4$  و  $\beta_5$  بیانگر اثر تعاملی اطمینان بیش از حد مدیریت و انحراف توجه سهامدار نهادی بر چسبندگی پاداش است.

$$\Delta \text{LN BONUS}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{LN EPS}_{it} + \beta_2 (\text{Dec-Dummy}_{it} * \Delta \text{LN EPS}_{it}) + \beta_3 (\text{DINIST} * \text{Dec-Dummy}_{it} * \Delta \text{LN EPS}_{it}) + \beta_4 (\text{INIST} * \text{Dec-Dummy}_{it} * \Delta \text{LN EPS}_{it}) + \beta_5 (\text{RET} * \text{Dec-Dummy}_{it} * \Delta \text{LN EPS}_{it}) + \beta_6 (\Delta \text{ROA} * \text{Dec-Dummy}_{it} * \Delta \text{LN EPS}_{it}) + \beta_7 (\text{LEV} * \text{Dec-Dummy}_{it} * \Delta \text{LN EPS}_{it}) + \beta_8 (\text{CAP} * \text{Dec-Dummy}_{it} * \Delta \text{LN EPS}_{it}) + \varepsilon$$

$$\Delta \text{LN BONUS}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{LN EPS}_{it} + \beta_2 (\text{Dec-Dummy}_{it} * \Delta \text{LN EPS}_{it}) + \beta_3 (\text{DINIST} * \text{Dec-Dummy}_{it} * \Delta \text{LN EPS}_{it}) + \beta_4 (\text{PEE} * \text{DINIST} * \text{Dec-Dummy}_{it} * \Delta \text{LN EPS}_{it}) + \beta_5 (\text{INVESTCO} * \text{DINIST} * \text{Dec-Dummy}_{it} * \Delta \text{LN EPS}_{it}) + \beta_6 (\text{INIST} * \text{Dec-Dummy}_{it} * \Delta \text{LN EPS}_{it}) + \beta_7 (\text{RET} * \text{Dec-Dummy}_{it} * \Delta \text{LN EPS}_{it}) + \beta_8 (\Delta \text{ROA} * \text{Dec-Dummy}_{it} * \Delta \text{LN EPS}_{it}) + \beta_9 (\text{LEV} * \text{Dec-Dummy}_{it} * \Delta \text{LN EPS}_{it}) + \beta_{10} (\text{CAP} * \text{Dec-Dummy}_{it} * \Delta \text{LN EPS}_{it}) + \varepsilon$$

### متغیر مستقل پژوهش

- انحراف توجه سهامدار نهادی (DINIST). متغیر اصلی این پژوهش که استفاده از آن موجب نوآوری پژوهش نیز شده است انحراف توجه سرمایه‌گذاران نهادی است. انحراف توجه به این معناست که چنانچه یک سرمایه‌گذار نهادی که قبلا در مجموعه‌ای از اوراق سهام صنایع مختلف سرمایه‌گذاری کرده است، امکان دارد در اثر بروز یک واقعه غیرعادی مانند بازده بسیار بالا



متغیرهای مدل پژوهش به صورت سالانه می‌باشند برای هموارسازی داده‌ها میانگین چهارفصل انحراف توجه سرمایه‌گذاران نهادی هر شرکت استفاده شده است (Kempf et al., 2017).

### متغیر وابسته: چسبندگی پاداش (Bonstic)

با الگو گرفتن از رابطه ۵ که توسط آندرسون و همکاران (2003) برای آزمون چسبندگی هزینه‌ها استفاده شده است، می‌توان چگونگی رفتار پاداش نسبت به تغییرات سطح سود را در دوره‌های افزایش و کاهش سود به طور جداگانه ارزیابی کرد (Anderson et al., 2003) (رابطه شماره ۵):

$$\Delta \text{LN BONUS}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{LN EPS}_{it} + \beta_2 (\text{Dec-Dummy}_{it} * \Delta \text{LN EPS}_{it}) + \varepsilon \quad (\text{رابطه ۵})$$

که در آن  $\Delta \text{LN BONUS}$  عبارت است از لگاریتم تغییرات پاداش سال جاری نسبت به سال قبل مدیران،  $\Delta \text{LN EPS}$  لگاریتم تغییرات سود عملیاتی هر سهم نسبت به سال قبل،  $\text{Dec\_Dummy}$  متغیر موهومی مبنی بر اینکه اگر سود دوره جاری نسبت به سال قبل کاهش یافته باشد کد ۱ و در غیر این صورت کد صفر داده می‌شود. اگر پاداش چسبنده است، باید درصد افزایش در پاداش در دوره‌های افزایش سود بیشتر از درصد کاهش پاداش در دوره‌های کاهش سود باشد، یعنی ضریب  $\beta_2$  بیانگر مقدار چسبندگی پاداش است بطوری که  $(\beta_1 > \beta_1 + \beta_2)$  و به عبارت دیگر  $\beta_1 > 0$  و  $\beta_2 < 0$  باشد (واعظ و همکاران، ۱۳۹۶).

### متغیر تعدیلی: اطمینان بیش از حد مدیریت (Manag - Over)

برای محاسبه اطمینان بیش از حد مدیریت (Over) از دو شاخص به شرح زیر استفاده شده است: (۱) خطای تخمین سود (PEE). اگر سود هر سهم واقعی از سود هر سهم پیش‌بینی شده در شرکتی کمتر باشد کد یک را به خود گرفته و نشانگر اطمینان بیش از حد مدیران در آن شرکت خواهد بود و در غیر آن صورت کد صفر به معنی عدم اطمینان بیش از حد مدیریت است (Hribar & Yang, 2016). (۲) افزایش مخارج

باجمع دو مقدار انحراف توجه، کل انحراف توجه شرکت  $f$  محاسبه می‌شود. با استفاده از رابطه شماره ۳ میزان انحراف توجه سرمایه‌گذاران نهادی در سطح هر شرکت محاسبه می‌شود (Garel et al, 2021; Liu et al, 2020):

$$\text{Distractionfq} = \sum_{i \in F_{q-1}} \sum_{ind \neq indf} W_{ifq-1} \times W_{iq-1}^{IND} \times IS_q^{IND} \quad (3)$$

که  $\text{Distractionfq}$  بیانگر انحراف توجه سرمایه‌گذار نهادی،  $\sum_{i \in F_{q-1}}$  بیانگر سرمایه‌گذار نهادی شرکت  $f$  در پایان فصل قبل،  $INDf$  بیانگر صنعت شرکت  $f$ ،  $IND$  بیانگر ۱۲ صنعت فاما و فرنج،  $W_{iq-1}^{IND}$  بیانگر وزن صنعت در پرتفوی سرمایه‌گذار  $I$  در سه ماهه قبل،  $IS_q^{IND}$  بیانگر صنعتی که بالاترین و پایین‌ترین بازده را در فصل جاری دارد مقدار ۱ می‌گیرد. در این رابطه مجموع حاصلضرب  $W_{iq-1}^{IND} \times IS_q^{IND}$  نشان می‌دهد که به چه میزان توجه سرمایه‌گذار نهادی  $i$  به صنعتی که بالاترین بازده و کمترین بازده را داشته منحرف شده است. با توجه به اینکه میزان توجه به هر شرکت سرمایه‌پذیر در سبد سرمایه‌گذار نهادی، تابعی از درصد مالکیت سرمایه‌گذار نهادی و میزان ارزش بازار شرکت سرمایه‌پذیر می‌باشد در این پژوهش نیز به جهت محاسبه دقیق‌تر متغیر انحراف توجه سرمایه‌گذار نهادی در هر شرکت از معیار وزن نیز بهره گرفته شده است. بدین منظور با استفاده از  $W_{ifq-1}$  محاسبه می‌شود که وزن شرکت  $f$  در سبد سرمایه‌گذار نهادی  $i$  در  $q-1$  (فصل قبل) چه مقدار می‌باشد که برای این اندازه‌گیری از رابطه شماره ۴ استفاده شده است (Garel et al., 2021; Liu et al., 2020)؛ واعظ و همکاران، ۱۴۰۲):

$$W_{ifq-1} = \frac{\text{QPFweight}_{ifq-1} + \text{QpercOwn}_{ifq-1}}{\sum_{i \in F_{q-1}} (\text{QPFweight}_{ifq-1} + \text{QpercOwn}_{ifq-1})} \quad (4)$$

که  $W_{ifq-1}$  بیانگر وزن میزان سرمایه‌گذار نهادی  $i$  در شرکت  $f$  در فصل ۳ ماهه قبل،  $\text{QPFweight}_{ifq-1}$  بیانگر وزن ارزش بازار شرکت  $f$  در پرتفوی سرمایه‌گذار  $i$  و  $\text{QpercOwn}_{ifq-1}$  بیانگر درصدی از سهام شرکت  $f$  است که متعلق به سرمایه‌گذار  $i$  است. با توجه به اینکه

## یافته‌های پژوهش

## آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

بر اساس نتایج آمار توصیفی در نگاره ۱ و ۲، میانگین انحراف توجه سهامداران نهادی معادل ۱۰/۲۸۳ است، میانگین تغییرات پاداش هیات‌مدیره و سود هر سهم به ترتیب ۰/۱۷۹ و ۰/۱۹۵ مثبت است یعنی هر دو بطور میانگین، نسبت به سال قبل افزایش داشته‌اند، میانگین درصد سهامدار نهادی شرکت‌های مورد مطالعه ۰/۶۳۴ است که بیانگر ضریب نفوذ بالای سهامداران نهادی در شرکت‌های بورسی است، میانگین نرخ بازدهی دارایی‌های شرکت‌های مورد مطالعه با مقدار ۰/۱۰۷ بیانگر نقش کمتر دارایی‌های در فرایند سودآوری است، از بین متغیرهای پژوهش متغیر انحراف توجه سهامداران نهادی با مقدار ۱۵/۸۰۲ و درصد مالکیت سهامداران نهادی با مقدار ۰/۱۶۲ به ترتیب بیشترین و کمترین انحراف معیار را به خود اختصاص داده‌اند. ۵۹ درصد شرکت‌های مورد مطالعه دارای خطای تخمین سود هر سهم و ۵۵ درصد آنها دارای افزایش مخارج سرمایه‌گذاری به عنوان معیارهای اطمینان بیش از حد مدیریت هستند و بیانگر این است که بیش از نیمی از مدیران شرکت‌های مورد مطالعه دارای اطمینان بیش از حد بالایی هستند.

سرمایه‌گذاری (INVESTCO). بر اساس مدل احمد و دونلمان (2013)، ابتدا نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به جمع کل دارایی‌های شرکت محاسبه شده سپس میانه نتایج بدست آمده تمامی شرکت‌ها را گرفته و بر همین اساس، در بین تمامی شرکت‌ها نسبت مخارج سرمایه‌گذاری را با میانه بدست آمده مقایسه نموده و در صورتی که عدد بدست آمده بزرگ‌تر از میانه باشد، نشانگر اطمینان بیش از حد مدیران در آن شرکت می‌باشد و عدد یک را می‌گیرد و در صورت کمتر بودن از میانه، عدد صفر را گرفته و نشانگر عدم اطمینان بیش از حد مدیران در آن شرکت می‌باشد (Ahmed & Duellman, 2013).

متغیرهای کنترلی: سهامدار نهادی (INIST)؛ درصد مالکیت سهامداران نهادی در شرکت (تعداد سهام در اختیار مالکان نهادی تقسیم بر تعداد کل سهام عادی شرکت)، بازدهی سهام (RET) بازده سالانه سهام؛ نرخ بازدهی دارایی‌ها ( $\Delta ROA$ ) برابر است با تغییرات سالانه در نرخ بازده دارایی‌ها (نسبت سود عملیاتی بر خالص دارایی‌ها)؛ اهرم مالی (Lev) نسبت کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها؛ شدت سرمایه (CAP) نسبت کل دارایی‌ها به درآمد فروش (An Li et al., 2018 ; Hong & Cao, 2016; Humphery-Jenner et al., 2023).

نگاره (۱) آمار توصیفی متغیرهای کمی

Image (1). Descriptive statistics of quantitative variables

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
DINIST	۱۰/۲۸۳	۵/۰۴۷	۹۶/۳۸۱	۰/۰۰۰	۱۵/۸۰۲
$\Delta LN BONUS$	۰/۱۷۹	۰/۱۴۲	۲/۷۰۵	-۲/۶۰۴	۰/۶۱۸
$\Delta LN EPS$	۰/۱۹۵	۰/۱۱۳	۱/۹۷۲	-۱/۳۶۱	۰/۵۸۲
Dec-Dum * $\Delta LN EPS$	-۰/۱۱۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۰/۵۱۸	۰/۲۰۵
INIST	۰/۶۳۴	۰/۵۹۴	۹۲/۲۵۱	۰/۰۰۰	۰/۱۶۲
RET	۰/۴۹۱	۰/۱۴	۰/۷۹۲	-۰/۶۳۵	۰/۸۶۱
$\Delta ROA$	۰/۱۰۷	۰/۰۹۲	۰/۶۱۹	-۰/۵۳۴	۰/۴۹۹
LEV	۰/۵۷۴	۰/۵۳۳	۱/۸۶۱	۰/۰۳۲۸	۰/۴۱۵
CAP	۰/۲۴۱	۰/۱۴۷	۱/۱۰۵	۰/۰۸۶	۰/۳۷۳

## نگاره (۲) توزیع فراوانی متغیرهای کیفی

Image (۲). Frequency distribution of qualitative variables

خطای تخمین سود (PEE)	فراوانی	درصد	درصد تجمعی
۱	۷۳۲	۵۹/۵۲	۵۹/۵۲
۰	۴۹۸	۴۰/۴۸	۱۰۰/۰۰
کل	۱۲۳۰	۱۰۰/۰۰	
افزایش مخارج سرمایه‌گذاری (INVESTCO)	فراوانی	درصد	درصد تجمعی
۱	۶۸۸	۵۵/۹۳	۵۵/۹۳
۰	۵۴۲	۴۴/۰۷	۱۰۰/۰۰
کل	۱۲۳۰	۱۰۰/۰۰	

## آمار استنباطی

که بر اساس نتایج مندرج در نگاره ۳، سطح معنی‌داری آزمون والد تعدیل‌شده در مدل‌های پژوهش بیشتر از ۵ درصد می‌باشد و این موضوع بیانگر عدم وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلال بوده است.

برای کنترل انحراف معیار ضرایب شیب ناشی از ناهمسانی واریانس، از آزمون والد تعدیل‌شده برای بررسی ناهمسانی واریانس جملات اخلال استفاده شده

## نگاره ۳- نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

Figure ۳. The results of the heterogeneity of variance test

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
فرضیه اول	۰/۴۰۸۳	۰/۹۲۴۶	عدم وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلال
فرضیه دوم	۲۱/۲۳۷	۰/۱۷۲۴	عدم وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلال

درصد بوده و بیانگر وجود خود همبستگی سریالی در مدل می‌باشد که این مشکل در تخمین نهایی مدل با اجرای دستور **Auto Correlation** رفع شد.

برای بررسی مشکل خود همبستگی بین جملات پسماند از آزمون بریوش-گادفری استفاده شده که نتایج آزمون بریوش-گادفری در نگاره ۵ نشان می‌دهد سطح معناداری آزمون برای هر دو مدل پژوهش کمتر از ۵

## نگاره ۴- نتایج آزمون خود همبستگی

Picture ۴. Autocorrelation test results

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
فرضیه اول	۲۸۱/۳۲۵	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی در جملات اخلال
فرضیه دوم	۵۷۳/۲۳۴	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی در جملات اخلال

توضیحی وجود ندارد. برای تشخیص بین الگوهای اثرات معمولی (pool) و داده‌های تابلویی (panel) نتایج آزمون چاو در نگاره ۵ بیانگر این است که یکسان بودن

همچنین، نتایج آزمون هم خطی در جداول ۷ و ۸ هم نشان می‌دهد با توجه به اینکه ضریب **VIF** برای تمامی متغیرها کمتر از ۱۰ بوده است؛ همخطی بین متغیرهای



نگاره (۷) نتایج حاصل از برآورد الگوی (۱) پژوهش برای آزمون فرضیه اول

Figure (7). The results of the estimation of research model (1) for testing the first hypothesis

$$\Delta \text{LN} \text{BONUS}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{LN} \text{EPS}_{i,t} + \beta_2 (\text{Dec-Dummy}_{i,t} * \Delta \text{LN} \text{EPS}_{i,t}) + \beta_3 (\text{DINIST} * \text{Dec-Dummy}_{i,t} * \Delta \text{LN} \text{EPS}_{i,t}) + \beta_4 (\text{INIST} * \text{Dec-Dummy}_{i,t} * \Delta \text{LN} \text{EPS}_{i,t}) + \beta_5 (\text{Ret} * \text{Dec-Dummy}_{i,t} * \Delta \text{LN} \text{EPS}_{i,t}) + \beta_6 (\Delta \text{ROA} * \text{Dec-Dummy}_{i,t} * \Delta \text{LN} \text{EPS}_{i,t}) + \beta_7 (\text{Lev} * \text{Dec-Dummy}_{i,t} * \Delta \text{LN} \text{EPS}_{i,t}) + \beta_8 (\text{CAP} * \text{Dec-Dummy}_{i,t} * \Delta \text{LN} \text{EPS}_{i,t}) + \varepsilon$$

VIF	سطح معنی داری	آماره تی	سطح خطا	ضریب متغیر	متغیر
	۰/۰۰۰۳	۳/۲۷۴	۰/۰۲۲۶	۰/۰۷۴	$\alpha_0$
۱/۳۶۴	۰/۰۰۵	۳/۸۷۶	۰/۱۱۱۷	۰/۴۳۳	$\Delta \text{LN} \text{EPS}$
۱/۳۲۸	۰/۰۱۶	-۳/۸۹۱	۰/۰۳۷	-۰/۱۴۴	$\text{Dec} * \Delta \text{LN} \text{EPS}$
۱/۲۴۳	۰/۰۰۸	-۲/۰۶۰	۰/۱۴۹	-۰/۳۰۷	$\text{DINIST} * \text{Dec} * \Delta \text{LN} \text{EPS}_i$
۱/۱۶۶	۰/۰۳۵	-۲/۰۶۴	۰/۰۱۱	-۰/۰۲۳۶	$\text{INIST} * \text{Dec} * \Delta \text{LN} \text{EPS}$
۱/۲۰۹	۰/۰۶۴	-۱/۱۸۱	۰/۰۱۱	-۰/۰۱۳	$\text{Ret} * \text{Dec} * \Delta \text{LN} \text{EPS}$
۱/۲۱۷	۰/۰۸۱	-۱/۴۷۳	۰/۱۷۱	-۰/۲۵۲	$\Delta \text{ROA} * \text{Dec} * \Delta \text{LN} \text{EPS}$
۱/۲۱۰	۰/۱۴۱	۰/۱۷۴	۰/۰۸۶	۰/۰۱۵	$\text{LEV} * \text{Dec} * \Delta \text{LN} \text{EPS}$
۱/۲۲۰	۰/۱۰۹	۰/۵۴۵	۰/۰۱۱	۰/۰۰۶	$\text{CAP} * \text{Dec} * \Delta \text{LN} \text{EPS}$
۰/۳۹۱		ضریب تعیین (R2)		۵۵/۱۸۱	آماره F
۰/۳۷۶		ضریب تعیین تعدیل شده (R2 a)		۰/۰۰۰	سطح معنی داری (Prob.) F
۱/۹۳۴		آماره دوربین واتسون (D.W)			

\*منبع: یافته‌های پژوهش

انحراف توجه سهامداران نهادی، شدت چسبندگی پاداش افزایش یافته است. ضریب  $\beta_4$  (اثر تعاملی خطای پیش بینی سود، انحراف توجه سهامدار نهادی با متغیر دامی تغییرات سود هر سهم) و ضریب  $\beta_5$  (اثر تعاملی افزایش مخارج سرمایه‌گذاری، انحراف توجه سهامدار نهادی با متغیر دامی تغییرات سود هر سهم) به ترتیب با مقادیر ۰/۱۲۵- و ۰/۱۷۰- و سطح معنی داری ۰/۰۰۷ و ۰/۰۱۳ بیانگر تأثیر مثبت آنها بر پاداش هیات‌مدیره و اثر شدت بیشتر چسبندگی پاداش هیات‌مدیره است. یعنی با وجود اطمینان بیش از حد مدیریت اثر چسبندگی پاداش هیات-مدیره افزایش می‌یابد. از بین متغیرهای کنترلی، درصد مالکیت نهادی با ضریب ۰/۰۱۸ بیانگر تأثیر منفی بر پاداش هیات‌مدیره و افزایش اثر چسبندگی پاداش هیات-مدیره است ولی متغیرهای نرخ بازدهی سهام، نرخ بازدهی دارایی‌ها، اهرم مالی و شدت سرمایه، معنی‌دار نیستند.

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش: با توجه به نتایج حاصل از خروجی مدل رگرسیون کمترین مربعات تعمیم یافته (با اثرات تصادفی) در نگاره ۸ و با توجه به اینکه سطح معناداری آماره F کمتر از ۰/۰۵ است؛ مدل رگرسیون در کل معنی‌دار است و ضریب تعیین تعدیل شده، نشان می‌دهد ۳۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی در مدل قابل پیش‌بینی است، ضریب متغیر تغییرات سود هر سهم و متغیر دامی تغییرات هر سهم به ترتیب با مقادیر ۰/۵۲۷ و ۰/۱۰۸- و سطح معنی‌داری ۰/۰۱۲ و ۰/۰۱۰ بیانگر تأثیر به ترتیب مثبت و منفی بر پاداش هیات‌مدیره و نیز وجود اثر چسبندگی پاداش بوده و ضریب متغیر اثر تعاملی انحراف توجه سهامدار نهادی با متغیر دامی تغییرات سود هر سهم با ضریب ۰/۱۶۴- و سطح معنی‌داری ۰/۰۲۱ بیانگر تأثیر منفی آن بر پاداش هیات‌مدیره و اثر شدت بیشتر چسبندگی پاداش هیات‌مدیره است زیرا با دخالت





به مجامع عمومی شرکت‌های بورسی پیشنهاد می‌شود در تدوین برنامه‌های پاداش صرف سود گزارش شده را ملاک پاداش‌دهی قرار ندهند چرا که سود حسابداری تحت تاثیر رفتار و انتظارات و اختیار مدیریت در انتخاب روشها و رویه‌ها بوده و مدیریت در سایه نظارت ضعیف و تکیه بر انتظارات خود از طریق چانه زنی و غلبه اطلاعاتی، از کاهش پاداش خود پرهیز خواهد کرد و در نتیجه شناخت سود دقیق و مرتبط با عملکرد واقعی و تلاش مدیریت لازم است. به تدوین کنندگان استانداردها پیشنهاد می‌شود برای کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت در بهره‌گیری از چینی ترکیب سود حسابداری، در برنامه‌های پاداش، ارزش بازار سهام را بصورت ترکیبی (ترکیب ارزش بازار و نقد) مد نظر قرار دهند.

#### یادداشت‌ها

- 1-Stable institutional investors
- 2- Penetration mechanism
- 3- Institutional Investors' Distraction
- 4- Stickiness of compensation
- 5- Professional management anxiety
- 6- Motivation theory
- 7- Behavioral finance theory
- 8- Cognitive mentality
- 9- Better than average effect
- 10- Exploitation hypothesis
- 11- Strong motivation hypothesis
- 12- Fama & French

#### منابع

- حاجیه‌ها، زهره؛ قادری، کاوه و قادری، صلاح الدین. (۱۳۹۸). تأثیر نگرش کوتاه‌مدت مدیران در چسبندگی هزینه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه مدیریت دارایی و تامین مالی، ۷(۳)، ۲۷-۴۴.
- سرلک، نرگس و کلوانی، داود. (۱۳۹۴). رابطه بین انواع مالکیت نهادی و محافظه کاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۵(۱)، ۱۴۹-۱۶۴.

با نتایج پژوهش‌های قبلی مانند (Abramova et al., 2021; Chan et al., 2021; He et al., 2019; Ni et al., 2021; Yang et al., 2020) است. نتیجه آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان می‌دهد با افزایش خطای پیش بینی سود و مخارج سرمایه‌گذاری به عنوان شاخص‌های اطمینان بیش از حد مدیریت، تاثیر انحراف توجه سهامداران نهادی بر چسبندگی پاداش افزایش می‌یابد. یعنی با وجود انحراف توجه سهامداران نهادی به عنوان ناظر بر عملکرد مدیریت، اطمینان بیش از حد مدیریت با حفظ انتظارات خوش بینانه و انتظار مقطعی بودن نتایج منفی و عملکرد بیش از متوسط عملکرد صنعت (He et al., 2019)، بهره‌گیری از اثر رفتاری انتصاب نتایج خوب به خود از نظر اثر روانشناختی اعتماد بیش از حد (Keke, 2021)، تمایل به سرمایه‌گذاری بیش از حد در پروژه‌های با ریسک بالا و انتظار کسب پاداش بیشتر، دخالت قدرت چانه زنی در تصویب برنامه پاداش بر اساس فرضیه بهره‌برداری (Keke, 2021)، همراه است که از کاهش سطح پاداش هیات مدیره به تناسب کاهش در عملکرد حسابداری جلوگیری کرده و اثر چسبندگی پاداش را افزایش می‌دهد. این نتیجه هم راستا با نتایج پژوهش‌هایی مانند (Humphery-Jenner et al., 2016; Keke, 2021; He et al., 2019; Bick, 2015) و غیر هم‌راستا با نتایج (Galasso & Simcoe, 2011; Hirshleifer et al., 2012; Gervais et al., 2011) است. بر اساس نتایج پژوهش به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود صرف حضور مالکیت نهادی را ملاک تصمیم‌گیری‌های خود قرار ندهند و نسبت به نظارت فعال و توجه مالکان نهادی، بررسی بیشتری انجام دهند تا فریب نظارت شکلی و اسمی مالکان نهادی را نخورند، به تحلیل‌گران پیشنهاد می‌شود نسبت به بررسی و تحلیل درجه توجه یا انحراف توجه سهامداران نهادی و درجه اطمینان بیش از حد مدیریت، اقدام و نتایج را برای اتخاذ تصمیمات در راستای تشکیل پرتفوی بهینه در اختیار بازار قرار دهند،

- Amin, A. S., Shantanu, D., Samir, S., & Prema, P. V. (2015). Institutional shareholding and information content of dividend surprises: Re-examining the dynamics in dividend-reappearance era. *Journal of Corporate Finance*, 31(3), 152-70.
- An Li, C., Tse-Mao, L., & Huang, Y, W. (2018). "Managerial Overconfidence, Compensation Induced Risk Taking, And Earnings Management," *The International Journal of Business and Finance Research*, the Institute for Business and Finance Research, 12(2), 1-26.
- Anderson, M. A., Banker, R. D. & Janakiraman, S.)2003). Are Selling, General, and Administrative costs sticky? *Journal of Accounting Research*. 41(1), 63-47. 95.
- Balakrishnan, R., Eva, L., & Naomi, S. S. (2014). Cost structure and sticky costs. *Journal of Management Accounting Research*. 26(2), 91-116.
- Banker, R. D., & Byzalov, D. (2014). Asymmetric cost behavior. *Journal of Management Accounting Research*, 26(2), 43-79.
- Bebchuk, L. A., & Jesse, M. F. (2003). Executive compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17(3) 71-92.
- Bergstresser, D. & Philippon, T. (2006). CEO Incentives and Earnings Management, *Journal of Financial Economics*, 80(3), 511-529.
- Bick.P. (2015). Does the Overconfidence of the CEO Affect His Pay Structure?. *Journal of Finance and Economics*. 3(5), 86-96.
- Chan, D. K., Xu, L., & Qian, X. (2021). Institutional investor inattention and audit quality. *Journal of Accounting and Public Policy*, 40(3), 1-24.
- De la Rosa, L. E. (2007). Overconfidence and Moral Hazard, *University of Aarhus Economics*, Available at SSRN, No (8), 1-45.
- Dechow, P. M. (2006). Asymmetric sensitivity of CEO cash compensation to stock returns: A discussion. *Journal of Accounting and Economics* 42 (1-2), 193-202.
- Dittrich, D.A.V., Guth, W., & Maciejovsky, B. (2005). Overconfidence in investment decisions: An experimental approach. *European Journal of Finance*, 11(6), 471-491.
- Dong, M, & Ozkan, A. (2008). Institutional investors and director pay: An empirical study of UK companies. *Journal of Multinational Financial Management* 18(1), 16-29.
- Edmans, A., & Gabaix, X. (2016). Executive compensation: A modern primer. *Journal of Economic Literature* 54(4), 1232-87.
- El-habashy, H. A. (2019). The effect of corporate governance attributes on accounting
- رابطه پایداری مالکیت نهادی با مدیریت سود با لحاظ اهرم مالی شرکت. *مجله دانش حسابداری*، ۱۲(۴)، ۱۵۵-۱۷۷.
- صالحی، اله کرم. (۱۳۹۹). تاثیر مالکیت نهادی بر شاخص‌های ارزیابی عملکرد مبتنی بر اجزای سود باقیمانده و بازار. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۱۳(۴۶)، ۱-۱۴.
- مهرانی، ساسان؛ مرادی، محمد؛ اسکندر، هدی و هاشمی، میر محمد جواد. (۱۳۹۴). مالکیت نهادی و انعطاف پذیری مالی. *پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۷(۲۸)، ۴۳-۵۶.
- واعظ، سید علی؛ منتظر حجت، امیرحسین و بنابی قدیم، رحیم. (۱۳۹۶). آزمون چسبندگی پاداش و بررسی تاثیر ابعاد دقت سود بر پاداش هیات مدیره در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۹(۳۴)، ۱۷۸-۱۵۰.
- واعظ، سید علی؛ قلمبر، محمدحسین؛ انواری، ابراهیم و قناد، علی. (۱۴۰۲). بررسی ارتباط بین انحراف توجه سرمایه‌گذاران نهادی و مدیریت سود. *مجله دانش حسابداری*، ۳(۱۴)، ۱۲۱-۱۴۱.

## References

- Abramova, I., John, E. C., & Andrew, S.(2021). Institutional investor attention and firm disclosure. *Accounting Review*, 95: 1-21.
- Abudy, M. M., Dan, A., Oded, R., & Efrat, S. (2020). Do executive compensation contracts maximize firm value? Indications from a quasi-natural experiment. *Journal of Banking & Finance*, 114(6), 1-52.
- Ahmed, A. S. & Duellman, S, (2013), Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism, *Journal of Accounting Research*, 51 (1), 1-30.
- Alnaes, D., Markus, H. S., Thomas, E., Tor, E., Steven, Harry P., & Bruno, L. (2014). Pupil size signals mental effort deployed during multiple object tracking and predicts brain activity in the dorsal attention network and the locus coeruleus. *Journal of Vision*, 14(4), 56-72.

- Contemporary Accounting Research, 33 (1), 204-227.
- Humphery-Jenner, M., Lisic, L., Nanda, V., & Silveri, S. (2016). Executive overconfidence and compensation structure. *Journal of Financial Economics*, 119 (3), 533-558.
- Ibrahim, A. E. A., & Ezat, A.N. (2017). Sticky cost behavior: Evidence from Egypt. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 7(1), 16-34.
- Jackson, S. B., Thomas, J. L., & Austin, L. R. (2008). Accounting fundamentals and CEO bonus compensation. *Journal of Accounting & Public Policy*, 27(5), 374-93.
- Keke, P. (2021). Manager Overconfidence and Cost Stickiness. *E3S Web of Conferences*, 235(2), 1-4.
- Kempf, E., Alberto, M., & Oliver, S. (2017). Distracted shareholders and corporate actions. *Review of Financial Studies*, 30(5), 1660-95.
- Kim, H.-D, Taeyeon, K., Yura, K., & Kwangwoo, P. (2019). Do long-term institutional investors promote corporate social responsibility activities? *Social Science Electronic Publishing*, 101(4), 256-69.
- Kolasinski, A.C., & Li, X. (2005). Can Strong Boards and Trading Their Own Firm's Stock Help CEOs Make Better Decisions? Evidence from Acquisitions by Overconfident CEOs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(4), 1173 - 1206.
- Lei, Y., & Jianhua, G. (2017). Rule Fairness and Employee Efficiency: A Study Based on the Pay Stickiness Gap between Executives and Employees. *Management World*, 55(4), 99-111.
- Li, Z., Xibu, Z., Feng, C., & Xiaoxuan, L. (2014). Institutional investor heterogeneity and firm performance: Empirical evidence from Chinese listed companies. *Audit and Economic Research*, 29: 77-87.
- Liu, C., Low, A., Masulis, R. W., & Zhang, L. (2020). Monitoring the monitor: Distracted institutional investors and board governance. *The Review of Financial Studies*, 33(10), 4489-4531.
- Lu, Z., Sarath, A., & Hongyue, L. (2015). Executive compensation stickiness and peer group benchmarks: Evidence from Chinese firms. *The International Journal of Business and Finance Research*, 9(5), 25-36.
- Mehrani, S., Moradi, M., Iskandar, H., & Hashemi, M. M. J. (2016). Institutional ownership and financial flexibility. *Financial Accounting and Auditing Research*, 7(28), 43-56. [In Persian].
- conservatism in Egypt. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal* 23(3), 1-18.
- Gabaix, X., & Landier, A. (2008). Why has CEO pay increased so much? *The Quarterly Journal of Economics*, 123(1), 49-100.
- Galasso, A., & Simcoe, T.S. (2011). CEO overconfidence and innovation. *Management Science*, 57(8), 1469-1484.
- Gao, H., Zhuyi, S., Yichen, L., Xuxin, M., & Yukun, S. (2020). Institutional investors, real earnings management and cost of equity: Evidence from listed high-tech firms in China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(14), 3490-506.
- Gao, X., Chen, G., & Kees, K. (2021). Institutional investor sentiment and aggregate stock returns. *European Financial Management*, 27(5), 899-924.
- Garel, A., Martin-Flores, J., Petit-Romec, A., & Scott, A. (2021). Institutional investor distraction and earnings management. *Journal of Corporate Finance*, 66(3), 1-53.
- Gervais, S., Heaton, J.B., & Odean, T. (2011). Overconfidence, Compensation Contracts, and Capital Budgeting. *Journal of Finance*, 66(5), 1735-1777.
- Graham, John R., Campbell R. Harvey, & Manju Puri. (2013). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics* 109(1), 103-21.
- Guenther, T. W., Anja, R., & Richard, R. (2014). Cost stickiness: State of the art of research and implications. *Journal of Management Control* 24(4), 301-18.
- Hajiha, Z., Ghaderi, K., & Ghaderi, S. E. D. (2019). The Effect of Managerial Short-Termism on Cost Stickiness of Firms Listed on Tehran Stock Exchange. *Journal of Asset Management and Financing*, 7(3), 27-44. [In Persian].
- He, Y., Cindy, C., & Yue, H. (2019). Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: Evidence from China. *Research in International Business and Finance* 47(3), 501-10.
- Hirshleifer, D., Low, A., & Teoh, S.H. (2012). Are Overconfident CEOs Better Innovators? *Journal of Finance*, 67(4), 1457-1498.
- Hong, Y., & Cao, C. (2023). Institutional Investors' Distraction and Executive Compensation Stickiness Based on Multiple Regression Analysis. *Risk Financial Manag.* 16(2), 1-21.
- Hribar, P. & Yang, H. (2016). CEO Overconfidence and Management Forecasting,

- Solomon, J. (2020). *Corporate Governance and Accountability*. 5th Edition, Hoboken: Wiley, 88–97.
- Vaez, S. A., Ghalambor, M. H., Anvari, E., & Ghannad, A. (2023). The Relationship Between the Deviation of Institutional Investors' Attention and Earnings Management. *Journal of Accounting Knowledge*, 14(3), 121-141. [In Persian]
- Vaez, S. A., Montazer Hojat, A. H., & Bonabi Ghadim, R. (2017). Investigating the Effect of Earnings Accuracy and Stickiness on the Board of Directors Bonus in Tehran Stock Exchange Listed Companies. 9 (34):151-177. [In Persian]
- Verrecchia, R. & Guay, W. R. (2006). Discussion of an economic framework for conservative accounting and Bushman and Piotroski, *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2):149–65.
- Wang, Y., Liansheng, W., & Yunhong, Y. (2009). Does the stock market affect firm investment in China? A price informativeness perspective. *Journal of Banking & Finance*, 33(1), 53–62.
- Yang, J., Hai, W., & Yangxin, Y. (2021). Distracted institutional investors and audit risk. *Accounting and Finance*, 61(3), 3855–81.
- Ni, X., Qiyuan, P., Sirui, Y., & Ting, Z. (2020). Attention! Distracted institutional investors and stock price crash. *Journal of Corporate Finance*, 64(3), 1–19.
- Salehi, A. K. (2020). The effect of institutional ownership on performance measurement indicators based on residual income and market components. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 13(46), 1-14. [In Persian]
- Sarlak, N., & Kalavani, D. (2015). Relationship between different types of institutional ownership and conservatism in listed companies in Tehran stock Exchange. *Empirical Research in Accounting*, 5(1), 149-164 [In Persian].
- Shamsaddini, K., & Nemati, M. (2021). The Relationship between Institutional Ownership Stability and Earnings Management in terms of Corporate Financial Leverage. *Journal of Accounting Knowledge*, 12(4), 155-177. [In Persian].
- Shust, E., & Dan, W. (2014). Discussion of asymmetric cost behavior—Sticky costs: Expenses versus cash flows. *Journal of Management Accounting Research*, 26(2), 81–90.



