

## افق سرمایه گذاری سهامداران نهادی بر بیش اطمینانی مدیریت شرکت ها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

حکیمه تاک نژاد ۱ و عبدالغفور محمدزاده ۲

۱ دانشجوی ارشد، گروه حسابداری، واحد کهنوج، دانشگاه آزاد اسلامی، کهنوج، ایران. Hakimetak6@gmail.com

۲ استادیار، گروه حسابداری، واحد سراوان، دانشگاه آزاد اسلامی، سراوان، ایران. abdmoh1361@gmail.com

### چکیده

هدف این پژوهش بررسی و مطالعه و شناسایی مولفه های افق سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی بر بیش اطمینانی مدیریت شرکت ها می باشد. پژوهش حاضر از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت، همبستگی است. به منظور دستیابی به هدف پژوهش، تعداد ۷۰ شرکت از میان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار به روش نمونه گیری حذف سیستماتیک طی سالهای ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ انتخاب و جهت انجام تحلیل و آزمون فرضیات در مطالعه حاضر تحلیل رگرسیونی خطی چند متغیره به روش پانل دیتا مورد استفاده قرار گرفته است. یافته های پژوهش نشان می دهد که افق کوتاه مدت سرمایه گذاری سهامداران نهادی بر بیش اطمینانی مدیریت تاثیر مستقیم و معنادار می باشد ولی افق بلندمدت سرمایه گذاری سهامداران نهادی تاثیر معکوس و معنادار بر بیش اطمینانی مدیریت دارد.

واژگان کلیدی: سرمایه گذاران نهادی، افق سرمایه گذاری، بیش اطمینانی مدیریت

## مقدمه

بیش اطمینانی یا اعتماد به نفس بیش از حد، یکی از مهمترین مفاهیم مالی مدرن است که هم در تئوری های مالی و هم روانشناسی جایگاه ویژه ای دارد. بیش اطمینانی سبب می شود انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک ها را کمتر از حد تخمین زده، احساس کند روی مسائل و رویدادها کنترل دارد، در حالیکه ممکن است در واقع این گونه نباشد. (فلاح شمس لیاستانی، ۱۳۸۹) بیش اطمینانی یک از مهمترین یافته های علم روانشناسی در حوزه قضاوت و تصمیم گیری است. پژوهشگران دریافته اند که افراد قابلیت هایشان را در خوب انجام دادن وظایفشان، بیش از اندازه برآورد کرده و این تخمین بیش از اندازه، با اهمیتی که آن وظایف برای شخص دارد، افزایش می یابد. همچنین، روانشناسان به این نتیجه رسیدند که افراد در هنگام تصمیم گیری و قضاوت به اطلاعات برجسته وزن بیشتری می دهند. افراد در مورد اخباری که به نظرشان درست می آید، بدون توجه به موثق بودن، منبع، اطمینان کرده و بر اساس آن، به نتیجه گیری های با اطمینانی اقدام می کنند. آن ها به اطلاع آینده که با باورهای موجودشان سازگار است، وزن بیشتری می دهند و به اطلاع آینده می بالند که باورهایشان را حمایت می کند و اطلاع آینده ای را که با باورهایشان همخوانی ندارد، از بین می برند (جهانخانی و همکاران، ۱۳۸۸).

در ادبیات مالی مدیر بیش اطمینان مدیریت است که به صورت سیستم آینده که بازده های آینده ی پروژه های شرکت را بیش برآورد می کند. چنین مدیری به صورت سیستم آینده احتمال و اثر رویدادهای مطلوب روی جریان نقدی شرکت را بیش برآورد کرده و احتمال و اثر رویدادهای نا مطلوب را کم تخمین می زند. بررسی آثار بیش اطمینانی مدیران بر رویه های شرکت، شامل رویه های حسابداری مهم است. بیش اطمینانی می تواند منجر به اتخاذ تصمیم آینده ی نادرست شده و با تحریف از سیاست های مناسب سرمایه گذاری، تامین مالی یا حسابداری، هزینه های گزافی بر شرکت تحمیل کند. اما بیش اطمینانی مدیریت می تواند در برخی شرایط منافی داشته باشد. برای مثال، انگیزش مدیران بیش اطمینان برای پذیرش ریسک، کم هزینه تر از سایر مدیران است. مدیران بیش اطمینان بازده های آینده ی ناشی از پروژه های سرمایه گذاری شرکت را بیشتر برآورد می کنند. لذا ممکن است شناسایی زیان را به تاخیر انداخته و برآوردهای خوش بینانه در تعیین ارزش دارایی های جاری یا بلند مدت داشته باشند. افقهای زمانی مدیران و سهامداران در بازار سرمایه امروزه به عنوان یکی از مهمترین ابعاد نگرشی محسوب میشود که میتواند موفقیت یا عدم موفقیت شرکتها در یک بازار رقابتی و اثربخشی سرمایه گذاریهای سهامداران و سرمایه گذاران را در یک سرمایه گذاری منجر شود. در واقع شاید بتوان گفت افق زمانی سرمایه گذاران نهادی تعیین کننده تصمیمهای آنها در باب حضور و یا عدم حضور در یک شرکت محسوب شود (مرادی، ۱۳۹۶). به عبارت دیگر، سرمایه گذاران نهادی را میتوان بر حسب افقهای زمانی در سرمایه گذاریهایشان به کوتاه مدت و بلندمدت تفکیک کرد. بر این اساس، میتوان دریافت حضور سهامداران نهادی میتواند بسته به کوتاه بینی یا آینده نگری مدیران تغییر یابد (لادیکا، ۲۰۱۳). طبق پژوهشهای گذشته سرمایه گذاران نهادی به عنوان یک فیلتر و یا ناظر بر عملکرد مدیران تلاش میکنند افقهای سرمایه گذاری بلندمدت را به مدیران گوشزد کنند تا از این طریق بیش اطمینانی مدیریتی کاهش یابد.

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، سرمایه گذاران حرفه ای بوده که دارای تمرکز بلندمدت هستند. با توجه به حجم سرمایه گذاری مالکین نهادی، حضور آنان موجب نظارت بر مدیریت میشود. این موضوع میتواند به جای تمرکز بر اهداف کوتاه مدت سودآوری موجب توجه به حداکثرسازی ارزش بلندمدت شرکت شود (جوری، ۲۰۱۷).

سرمایه گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت ها، از نفوذ زیادی در شرکتهای سرمایه پذیر برخوردار بوده و میتوانند رویه های آنان را تحت تاثیر قرار دهند. سرمایه گذاران نهادی خود به دو گروه با افق دید کوتاه مدت و بلندمدت تقسیم میشوند. سهامداران نهادی کوتاه مدت، سرمایه گذاران موقتی هستند که بیشتر در تعیین قیمت سهام به سود جاری توجه دارند نه سودهای بلندمدت.

ارزیابی عملکرد و رتبه بندی عملکرد این سهامداران، انگیزه هایی را در آنان برای افق کوتاه مدت ایجاد میکند. این افق کوتاه مدت سهامداران نهادی را از انجام هزینه های نظارت باز میدارد زیرا بعید است که منافع این نظارت، در کوتاه مدت 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 شرکتهای و برای انجام مدیریت سود فزاینده درآمد به جهت بالابردن عایدات جاری شود. در مقابل سهامداران نهادی بلندمدت دارای افق بلندمدت سرمایه گذاری 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. پژوهشگران اعتقاد دارند مالکیت عمده سهامداران نهادی به آنها اجازه میدهد تا بر فعالیت مدیران شرکتهای نظارت کنند. این امر موجب ایجاد اطمینان در مدیران برای انتخاب سطحی از سرمایه گذاری میشود که نتیجه آن حداکثر کردن ارزش بلندمدت شرکت به جای اهداف کوتاه مدت سودآوری باشد (آلمازون، ۲۰۱۵).

با توجه به توضیحات داده شده، در این تحقیق به دنبال بررسی تاثیر افق سهامداران نهادی بر بیش اطمینانی مدیریت در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشیم.

### اهداف تحقیق

هدف اصلی

بررسی رابطه بین افق سرمایه گذاری سهامداران نهادی با بیش اطمینانی مدیریت شرکت ها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران  
هدف فرعی:

۱\_ افق بلندمدت سرمایه گذاری سهامداران نهادی برپیش اطمینانی مدیریت شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری وجود دارد.

۲\_ افق کوتاه مدت سرمایه گذاری سهامداران نهادی برپیش اطمینانی مدیریت شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری وجود دارد.

### فرضیه های تحقیق:

۱- بین افق بلندمدت سرمایه گذاری سهامداران نهادی با پیش اطمینانی مدیریت در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد .

۲- بین افق کوتاه مدت سرمایه گذاری سهامداران نهادی با پیش اطمینانی مدیریت در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

### محدوده پژوهش

قلمرو مکانی پژوهش شرکت های فعال بورس اوراق بهادار می باشد.

قلمرو زمانی پژوهش حاضر به بررسی رابطه بین افق سرمایه گذاری سهامداران نهادی و بیش اطمینانی مدیریت شرکت ها در سال های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ می پردازد.

### متغیرها، داده ها و روش جمع آوری آن ها

افق سرمایه گذاری سهامداران نهادی:

مالکیت سهامداران نهادی با دو بعد سرمایه گذاران با افق دید کوتاه مدت و بلند مدت به عنوان متغیر مستقل پژوهش حاضر در نظر گرفته شد. بدین منظور ابتدا مجموع مالکیت نهادی بر اساس پژوهش های گومپرز و متریک (۲۰۰۱) و مقاله یان و ژانگ (۲۰۰۹) به صورت نسبت تعداد سهام نزد سهامداران نهادی به کل سهام منتشر شده تعریف می گردد. از طرفی مالکیت سرمایه گذاران در دو طبقه کوتاه مدت و بلند مدت طبقه بندی شده اند که این دسته بندی به علت نگرش سهامداران در موقعیت های مختلف تصمیم گیری صورت میپذیرد..

بیش اطمینانی مدیریت:

شاخص بیش اطمینانی مدیریت (MO) است که برای محاسبه آن از معیار سرمایه گذاری بیش از حد در دارایی ها به پیروی از مالمندی پر و تاته (۲۰۰۵ و ۲۰۰۸) استفاده می شود: سرمایه گذاری بیش از حد در دارایی ها از باقیمانده های مدل رگرسیونی رشد دارایی ها بر رشد فروش بر مبنای سال - صنعت محاسبه می شود.

$$SG_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta G_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در مدل فوق داریم:

SG رشد فروش در پایان دوره مالی t برای شرکت

AG رشد دارایی ها در پایان دوره مالی t برای شرکت

و باقیمانده های رگرسیونی در پایان دوره مالی t برای شرکت A که مقدار مثبت این باقیمانده ها بیانگر سرمایه گذاری بیش از حد در داراییها (اطمینان بیش از حد مدیریتی) و مقدار منفی این باقیمانده ها بیانگر سرمایه گذاری کمتر از حد در داراییها (اطمینان کمتر از حد مدیریتی) است.

### بررسی فرضیه های پژوهش

آزمون فرض در علم آمار روشی برای بررسی ادعاها یا فرضها درباره پارامترهای توزیع در جوامع آماری است. در این روش فرض صفر یا فرض اولیه مورد بررسی ست که متناسب با موضوع مطالعه فرضی به عنوان فرض بدیل یا فرض مقابل انتخاب می شود تا درستی هر کدام نسبت به هم، مورد آزمون قرار گیرد. در این پژوهش شرکت های مورد مطالعه در سال های مورد مطالعه یکسان بوده و برای برازش مدل رگرسیونی از روش پانل استفاده خواهیم نمود. البته برای استفاده از مدل رگرسیونی به روش پانل دیتا، لازم است ابتدا آزمون F لیمر برای سنجش داده های پانل در مقابل داده های پولینگ مورد آزمون قرار گیرد. هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه بین افق سرمایه گذاری سهامداران نهادی با بیش اطمینانی مدیریت شرکت ها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد، لذا برای اجرای مدل رگرسیونی ابتدا با کمک آزمون F لیمر و سپس آزمون هاسمن (در صورت استفاده از داده های پانل) نوع مناسب اجرای مدل را تعیین می کنیم و سپس با آزمون های تعیین اعتبار مدل را ارزیابی می نماییم تا بتوانیم در فرضیه های تحقیق را مورد سنجش قرار دهیم. در گام نخست اجرای مدل رگرسیونی با استفاده از آزمون F لیمر می توان وجود ناهمگنی را در بین مقاطع مشخص کرد. فرضیه صفر آماره F مبتنی بر همگن بودن مقاطع (پولینگ دیتا بودن داده های آماری) است. چنانچه فرضیه صفر رد شود، فرضیه مقابل آن مبتنی بر وجود ناهمگنی بین مقاطع (پانل دیتا بودن داده های آماری) پذیرفته می شود. اگر F لیمر محاسبه شده از F لیمر جدول کوچکتر باشد از داده های تلفیقی و در غیر این صورت از داده های تابلویی استفاده می شود.

جدول (۱). آزمون F لیمر برای تعیین روش پانل یا پولینگ

آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
۲/۹۷۶	(۲۱، ۷۹)	۰/۰۰۱	پانل دیتا در اجرا مدل مناسب است

نتایج آزمون F لیمر در جدول مذکور بیانگر رد فرضیه صفر و وجود ناهمگنی بین مقاطع در سطح ۵ درصد می باشد. در واقع بیانگر مناسب بودن روش پانل دیتا برای برآورد مدل می باشد. بنابراین برای تعیین اثرات ثابت یا اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده نموده ایم که نتایج آن در جدول زیر ارائه شده است.

1. Null-hypothesis
2. Alternativr-hypothesis

جدول (۲). آزمون هاسمن برای تعیین اثرات ثابت یا تصادفی

آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
۱۶/۹۳۴۳۷۴	۵	۰/۰۰۵۹	پانل با اجرای اثرات ثابت

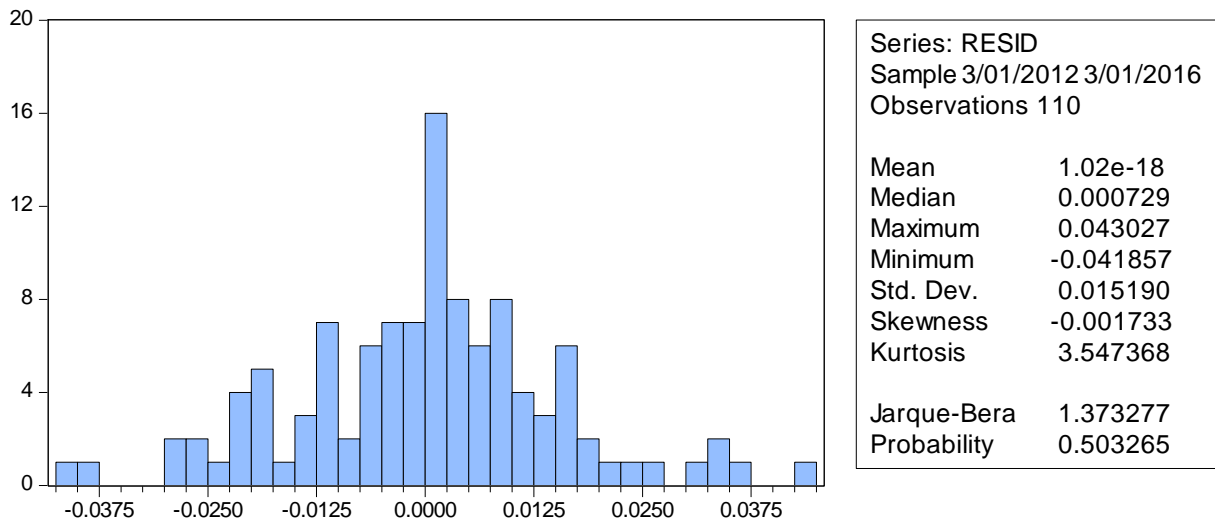
در آزمون هاسمن، فرضیه صفر آن مبتنی بر تصادفی بودن خطاهای برآوردی است که نتایج آن در جدول فوق انعکاس یافته است. نتایج بیانگر آن است که در این مورد فرضیه صفر رد نشده و اثرات ثابت برای برآورد مدل مناسب است ( $0/05 < p\text{-value} = 0/0059$ ). در جدول زیر برآورد ضرایب رگرسیونی برای هر یک از متغیرهای پیش بین مدل رگرسیونی ارائه شده است.

جدول (۳). خلاصه نتایج برازش مدل رگرسیونی و برآورد ضرایب

متغیرها	نماد ضریب	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	نتیجه
ضریب ثابت	$\alpha_0$	-۰/۱۲۸	۰/۰۲۴	-۵/۳۰۸	۰/۰۰۰۱	
افق سرمایه گذاری بلندمدت ( <i>ltio</i> )	$\alpha_1$	-۰/۰۷۸	۰/۰۰۷۶	۱۰/۲۳۸	۰/۰۰۰۱	معکوس و معنادار
افق سرمایه گذاری کوتاه مدت ( <i>stio</i> )	$\alpha_2$	۰/۰۰۰۸۹۵	۰/۰۰۶۵	-۰/۱۳۷	۰/۰۰۰۹	مستقیم و معنادار
بیش اطمینانی مدیریت ( <i>moc</i> )	$\alpha_3$	۰/۱۰۶	۰/۰۲۸۵	۳/۷۲۷	۰/۰۰۰۲	مستقیم و معنادار
نتایج کلی مدل		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۴۱۱	آماره F	۲۴/۵۲۸	
		آماره دوربین واتسون	۱/۵۵۳	سطح معناداری	۰/۰۰۰۱	

نتایج جدول فوق نشان می دهد که آماره فیشر ( $F_{df_1, df_2} = 24/528$ ) و بیشتر از آماره متناظر در جدول فیشر می باشد لذا مدل برازش داده شده معنادار بوده و از کارایی قابل قبول برخوردار می باشد. ( $0/05 < p\text{-value} = 0/0001$ ). ضریب تعیین تعدیل شده در مدل رگرسیونی نشان می دهد که ۵۴/۱۱٪ تغییرات بیش اطمینانی مدیریت بر اثر تغییرات متغیرهای مستقل می باشد. البته بر اساس مبانی ارائه شده در صورتی نتایج مذکور تأیید می شود که مدل دارای اعتبار باشد؛ در ادامه مفروضات اجرای مدل رگرسیونی را ارائه می کنیم. برای بررسی اعتبار مدل رگرسیونی پس از اجرای مدل، پیش فرض های زیر بنایی مدل رگرسیونی را مورد ارزیابی قرار می دهیم. در صورتی مدل رگرسیونی دارای اعتبار است که باقیمانده های (خطای مدل) نرمال بوده، شرط عدم خود همبستگی بین مقادیر خطا و عدم وجود ترکیب خطی بین متغیرهای توضیحی (مستقل و کنترل) برقرار باشد.

الف) نرمال بودن خطای مدل رگرسیونی: برای ارزیابی نرمال بودن خطای مدل رگرسیونی از آماره جارگ - برا به همراه نمودار هیستوگرام استفاده می نمائیم که برای مدل به صورت زیر می باشد.



نمودار هیستوگرام و آماره جارگ برای باقیمانده در مدل رگرسیونی

یافته های نمودار فوق نشان می دهد که سطح معناداری در آزمون جارگ - برا ۰/۵۰۳ و بیش از ۰/۰۵ می باشد لذا با اطمینان ۰/۹۵ نرمال بودن خطای مدل رگرسیونی تأیید می شود.

**ب) عدم خود همبستگی خطای مدل رگرسیونی:** یکی از شروط اعتبار مدل رگرسیونی عدم وجود همبستگی بین خطاهای مدل رگرسیونی می باشد که با آماره دور بین واتسون مورد ارزیابی قرار می گیرد. آماره دوربین واتسون عددی بین صفر تا ۴ می باشد در صورتی که این عدد بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد فرض عدم خود همبستگی خطای مدل رگرسیونی تأیید می شود. آماره دوربین واتسون در مدل رگرسیونی مذکور ۱/۵۵۳ می باشد بنابراین فرض عدم خود همبستگی برای خطا مدل رگرسیونی تأیید می گردد.

**ج) عدم همبسته بودن متغیرهای پیش بین یا همخطی (عدم ترکیب خطی متغیرهای پیش بین):** برای ارزیابی وجود ترکیب خطی متغیرهای پیش بین از آماره عامل تورم واریانس  $VIF^3$  استفاده می نمایم. عامل تورم واریانس شدت همخطی چندگانه را در تحلیل رگرسیون کمترین مربعات معمولی ارزیابی می کند.

جدول شماره (۴) نتایج بررسی هم خطی متغیرهای پیش بین

آماره آزمون	
۱/۵۸۹	افق سرمایه گذاری بلندمدت ( <i>ltio</i> )
۱/۳۰۸۹	افق سرمایه گذاری کوتاه مدت ( <i>stio</i> )
۱/۰۵۶۲	بیش اطمینانی مدیریت ( <i>moc</i> )

شدت همخطی چندگانه را با بررسی بزرگی مقدار  $VIF$  می توان تحلیل نمود. اگر آماره آزمون  $VIF$  به یک نزدیک بود نشان دهنده عدم وجود همخطی است. به عنوان یک قاعده تجربی مقدار  $VIF$  بزرگتر از ۵ باشد همخطی چندگانه بالا می باشد. یافته های جدول فوق نشان می دهد که متغیرهای پیش بین مشکل هم خطی را نداشته و مدل دارای اعتبار می باشد؛ لذا اعتبار مدل رگرسیونی تأیید می گردد. در ادامه فرضیه های تحقیق را با توجه به ضرایب رگرسیونی مورد ارزیابی قرار می دهیم.

**فرضیه اول پژوهش:**

افق بلند مدت سرمایه گذاری سهامداران نهادی بر بیش اطمینانی مدیریت تأثیر معناداری دارد. برای سنجش فرضیه مذکور، فرضیه آماری زیر را مورد آزمون قرار می دهیم.

$$\begin{cases} H_0 & \text{افق بلند مدت سرمایه گذاری بر بیش اطمینانی مدیریت رابطه معناداری ندارد} \\ H_1 & \text{افق بلند مدت سرمایه گذاری بر بیش اطمینانی مدیریت رابطه معناداری دارد} \end{cases}$$

با توجه به نتایج جدول شماره (۴)، ضریب رگرسیونی متناظر با شاخص افق بلند مدت سرمایه گذاری سهامداران نهادی ۰/۰۷۸ و سطح معناداری مربوط به آن ۰/۰۰۰۱ و کمتر از ۰/۰۵ می باشد؛ لذا با اطمینان ۰/۹۵ تأثیر افق بلند مدت سرمایه گذاری سهامداران نهادی بر بیش اطمینانی مدیریت معکوس و معنادار می باشد ( $p - value = ۰/۰۵ > ۰/۰۰۰۱$ ) و با افزایش شاخص افق سرمایه گذاری بلند مدت سهامداران نهادی، میزان بیش اطمینانی مدیریت کاهش می یابد. بنابراین با عنایت به اطلاعات جمع آوری شده و رد فرض صفر در آزمون فرضیه اول پژوهش مبنی بر اینکه "افق بلند مدت سرمایه گذاری سهامداران نهادی بر بیش اطمینانی مدیریت تأثیر معناداری دارد." با اطمینان ۰/۹۵ تایید می شود.

**فرضیه دوم:**

افق کوتاه مدت سرمایه گذاری سهامداران نهادی بر بیش اطمینانی مدیریت تأثیر معناداری دارد. برای سنجش فرضیه مذکور، فرضیه آماری زیر را مورد آزمون قرار می دهیم.

$$\begin{cases} H_0 & \text{افق کوتاه مدت سرمایه گذاری بر بیش اطمینانی مدیریت رابطه معناداری ندارد} \\ H_1 & \text{افق کوتاه مدت سرمایه گذاری بر بیش اطمینانی مدیریت رابطه معناداری دارد} \end{cases}$$

با توجه به نتایج جدول شماره (۴)، ضریب رگرسیونی متناظر با افق کوتاه مدت سرمایه گذاری ۰/۰۰۰۸۹۵ و سطح معناداری مربوط به آن ۰/۰۰۰۹ و کمتر از ۰/۰۵ می باشد ( $p - value = ۰/۰۰۱ < ۰/۰۵$ ) لذا افزایش افق کوتاه مدت سرمایه گذاری سهامداران نهادی باعث افزایش بیش اطمینانی مدیریت می گردد. بنابراین با عنایت به اطلاعات جمع آوری شده و رد فرض صفر در آزمون فرضیه دوم پژوهش مبنی بر اینکه "افق کوتاه مدت سرمایه گذاری سهامداران نهادی بر بیش اطمینانی مدیریت تأثیر معناداری دارد" با اطمینان ۰/۹۵ تایید می گردد.

#### یافته ها و تجزیه و تحلیل آنها

سرمایه گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت ها، از نفوذ زیادی در شرکت های سرمایه پذیر برخوردار بوده و میتوانند رویه های آنان را تحت تأثیر قرار دهند. مالکان نهادی، سرمایه گذاران حرفه ای بوده که دارای تمرکز بلند مدت هستند. با توجه به حجم سرمایه گذاری مالکین نهادی، حضور آنان موجب نظارت بر مدیریت میشود. این موضوع میتواند به جای تمرکز بر اهداف کوتاه مدت سودآوری موجب توجه به حداکثرسازی ارزش بلند مدت شرکت شود. سرمایه گذاران خود به دو گروه با افق دید کوتاه مدت و بلند مدت تقسیم میگردند. سهامداران نهادی کوتاه مدت، سرمایه گذاران موقتی هستند که بیشتر در تعیین قیمت سهام به سود جاری توجه دارند نه سودهای بلند مدت. در مقابل سهامداران بلند مدت دارای افق بلند مدت سرمایه گذاری هستند و به ارزش آتی سهام در مقابل عایدات جاری توجه دارند و به همین دلیل مانع اجرای مدیریت سود فزاینده میشوند (کاشانی پور و همکاران، ۱۳۸۹).

مدیران در اجرای برنامه های 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.

در این پژوهش تأثیر افق سرمایه گذاری سهامداران نهادی بر بیش اطمینانی مدیریت شرکتها مورد بررسی قرار گرفت. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش حاکی از آن است که افق زمانی بلند مدت سرمایه گذاران نهادی، با بیش اطمینانی مدیریتی ارتباط

منفی معناداری دارد، چرا که سرمایه گذاران نهادی با رویکرد بلندمدت تلاش میکنند، مدیران شرکتها را به سمت آینده نگری بیشتری برای کسب عایدات مورد انتظارشان تشویق کنند. در واقع رویکرد بلندمدت سهامداران نهادی سبب میشود که شرکتها از ایجاد هیجانات کوتاه مدت فاصله بگیرند و با اتکا به ابزارهای مدیریتی و شناخت بازار بهتر عایدات آتی مطمئنتری را برای آنها مهیا سازند. به بیان دیگر، سرمایه گذاران نهادی با افقهای بلندمدت دارای دیدگاههای حرفه ای هستند و حضور آنها و نظارت بر عملکردهای مدیران باعث میشود، به دنبال تداوم بلندمدت ارزش سهام خود در شرکتها باشند. این امر موجب ایجاد اطمینان در مدیران برای انتخاب سطحی از سرمایه گذاری میشود که نتیجه آن حداکثر کردن ارزش بلندمدت شرکت به جای اهداف کوتاه مدت سودآوری میشود. نتیجه بدست آمده مبنی بر وجود رابطه منفی معنادار در این پژوهش با یافته های پژوهش چن و همکاران (۲۰۱۵) مطابقت دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش نیز نشان میدهد که افق زمانی کوتاه مدت سرمایه گذاران نهادی با بیش اطمینانی مدیریتی رابطه مثبت معناداری دارد. در واقع سهامداران نهادی با افق سرمایه گذاری کوتاه مدت به دنبال کسب بازده های کوتاه مدت و مقطعی هستند و بدلیل این دیدگاه تلاش میکنند در بازار سرمایه زودتر به سودهای کوتاه مدت و حتی ناچیز، اما متوالی دست یابند. چرا که انگیزه های 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 نظارتی کارآمد بر مدیران کاهش یابد و در عمل نمیتوانند نظارت کارآمدی بر عملکرد مدیران داشته باشند. براساس نتیجه ی ارتباط سرمایه گذاران نهادی با بیش اطمینانی، باید بیان نمود، نقش سرمایه گذاران نهادی در شرکتها بیشتر نقش منطق را ایفا می کنند تا بیش اطمینانی، زیرا این مدیران فرصت های رشد را برای شرکتها ایجاد می کنند و در نتیجه شرایط لازم را برای موفقیت بیشتر شرکتها ایجاد می کنند. این مدیران همواره جریان های نقدی شرکتها را به درستی برآورد می نمایند و تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می دهند و اطلاعات با شفافیت بیشتری را در اختیار شرکتها قرار می دهند.

در طی انجام پژوهش با بررسی منابع اطلاعاتی در ارتباط با موضوع پژوهش و با توجه به نتایج و دستاوردهای پژوهش حاضر پیشنهاداتی مورد توجه محقق قرار گرفته است که به دو دسته تقسیم می گردد. دسته اول پیشنهاداتی در ارتباط با موضوع تحقیق و یافته های آن و دسته دوم پیشنهاداتی جهت تحقیقات آتی می باشد.

هر یک از موارد مطروحه ذیل می تواند در تحقیقات آتی به عنوان موضوعات پیشنهادی جهت پژوهش مدنظر قرار گیرد:

۱- مطالعه و بررسی جهت محاسبه دقیق تر معیاری برای اندازه گیری دیدگاه بلند مدت و کوتاه مدت سرمایه گذاران نهادی و تاثیر آن بر بیش اطمینانی مدیریت

۲- استفاده از متغیرهای تعدیل کننده دیگر و بررسی تأثیرات آن ها در عوامل مؤثر بر بیش اطمینانی مدیریت

۳- در این پژوهش نقش افق سرمایه گذاری سهامداران نهادی در صنایع مختلف به طور جداگانه مورد آزمون قرار نگرفته است پیشنهاد میشود ارتباط بین متغیرهای پژوهش و افق سرمایه گذاری سهامداران نهادی در صنایع مختلف مورد بررسی قرار گیرد.

## منابع

- ۱- آقا محمد سمسار، محمد رضا. (۱۳۹۱) تاثیر مالکیت نهادی بر نسبت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه علامه طباطبایی، دانشکده مدیریت و حسابداری.
- ۲- حسین پور، زهرا. (۱۳۸۳) بررسی عوامل مؤثر بر حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان، دانشکده مدیریت.
- ۳- چاوشی، کاظم، رستگار، محمد، میرزائی، محسن (۱۳۹۳) بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاستهای تأمین مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار سال هشتم، شماره بیست و پنجم.



- ۴-سمیرا، مشایخ، شهناز؛ بهزادپور(۱۳۹۳) بیش اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۲۱(۴)، ۴۸۵-۵۰۴.
- ۵-مردای، مهدی پرنده، الهام مرنندی، زکیه(۱۳۹۶) بررسی ارتباط افق سرمایه گذاری سهامداران نهادی و محتوای اطلاعاتی سودهای تقسیمی غیرمنتظره، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۳۳.
- ۶-مشکی، مهدی حسن قلیزاده، محمد(۱۳۹۲) رابطه افق سرمایهگذاران نهادی بر روی حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی، رساله کارشناسی ارشد، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، گروه مدیریت بازرگانی.
- ۷-نیکبخت، محمدرضا؛ شعبان زاده، مهدی؛ کلهر، کوروش (۱۳۹۵) بررسی تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر حق الزحمه حسابرسی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، ۲(۱)، ۱۷۱-۱۸۹
- ۸-هاشمی، سید عباس و کمالی، شهرام(۱۳۹۰) تأثیر سرمایه گذاران نهادی بر محتوای اطلاعاتی سودهای آتی در توضیح بازده جاری سهام، پژوهشهای تجربی حسابداری مالی، شماره ۲، ۹۳-۱۰۹.
- ۹-Chan, K.S., Dang, V.Q.T., & Yan, I.K.M. (2012). Chinese Firms' Political Connection, Ownership, and Financing Constraints, *Economics Letters*, 115 (2), 164-167
- 10-Chavoshi, K., Rastegar, M., & Mirzaee, M. (2015). Examination of the relation between Managerial Overconfidence and financing Policies in Tehran Stock Exchange. *Financial Knowledge of Security Analysis (Financial Studies)*, 8 (25), 29-41. (in Persian)
- 11-Drobetz, W., Gruninger, M., & Hirschvogel, S. (2010). Information Asymmetry and the Value of Cash. *Journal of Banking & Finance*, 34 (9), 2168-2184.
- 12-Li, Z.L., Zhao, H.P. and Song, Y.F. (2009). Empirical research on managerial overconfidence and corporate financing behavior of pecking-order. *IEEE 16th International Conference on Industrial Engineering and Engineering Management (IE&EM 2009)*, pp. 1496-1500.
- 13-Nasiri, M., Bani Mahd, B., Ahmadzade, H. (2016). Managerial Overconfidence and Earnings Overstatement. *Management Accounting*, 9 (30), 55-65. (in Persian)
- 14-Sheri, S., Rahmani, A., Bolu, C., Mohseni, B. (2015). Financial flexibility and the Financial leverage adjustment speed of companies listed in Tehran Stock Exchange (TSE). *A Quarterly Journal of Empirical Research of Financial Accounting*, 2 (2), 73-88. (in Persian)
- 15-Stapledon.G.P.(1996).*Institutional investors and Corporate Goernance*.Careledon press.New York.
- 16-Ting, I, Lean, H, Kweh, Q, Azizan, N. (2016). Managerial overconfidence, government intervention and corporate financing decision. *International Journal of Managerial Finance*, 12 (1), 4-24
- 17-Verdi,R.S. 2006."Financial Reporting Quality and Investment Efficiency" ,M.I.T. Working paper.