



بررسی تأثیر کوتاه بینی مدیران بر ساختار سرمایه بهینه

محبوبه رکن آبادی^a و سکینه شمس الدینی^b

^a دانشجوی کارشناسی ارشد غیر انتفاعی مهر کرمان

^b دکتری و عضو هیئت علمی غیرانتفاعی مهر کرمان

چکیده: کوتاه بینی شرحی از یک شکل سوگیری یا گرایش است که محدودیتی جدی و مهم برای توجه به گزینه‌ها و پیشنهادهای در انتخاب و تصمیم‌گیری ایجاد می‌کند. تعریف عمومی اصطلاح کوتاه بینی، عدم پیش بینی یا درک، دید محدود در مورد مسائل و دیدگاه سطحی در اندیشه و برنامه‌ریزی است. پژوهش حاضر به بررسی تأثیر کوتاه بینی مدیران بر ساختار سرمایه بهینه می‌پردازد. این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی بوده و از بعد روش شناسی همبستگی از نوع علی (پس رویدادی) می‌باشد. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۵۹ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده در دوره‌ی زمانی ۱۰ ساله بین سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰ مورد بررسی قرار گرفتند. روش مورد استفاده جهت جمع‌آوری اطلاعات، کتابخانه‌ای بوده و داده‌های مربوط برای اندازه‌گیری متغیرها از سایت کدال و صورت‌های مالی شرکت‌ها جمع‌آوری شده و در اکسل محاسبات اولیه صورت گرفته سپس برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از نرم افزار ایویوز نسخه ۱۲ استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که کوتاه بینی مدیران بر ساختار سرمایه بهینه تأثیر منفی و معناداری دارد.

کلمات کلیدی: کوتاه بینی مدیران، ساختار سرمایه بهینه، اهرم مالی

۱- مقدمه

ساختار سرمایه شرکت‌ها نقش تعیین‌کننده‌ای را در تصمیمات سرمایه‌گذاری و بالطبع عملکرد شرکت‌ها ایفا می‌کند. اهمیت بحث ساختار سرمایه از مطالعات مودیلیانی و میلر مورد توجه قرار گرفت. آنها بر این عقیده بودند بین تامین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام و بدهی با توجه به ارزش شرکت هیچ تفاوتی نیست. از این‌رو روش‌های مختلف تامین مالی برای شرکت، ارزش اضافی در بر ندارد و بنابراین محدودیتی برای مدیر نیست، اما شواهد تجربی بعدی نشان داد که این موضوع در عمل وجود ندارد و تحقیقات مودیلیانی و میلر در سال ۱۹۶۳ نیز به نتایج جدیدی دست یافت و اهمیت ساختار سرمایه شرکت‌ها، بیش از پیش مشخص گشت. نظریه نمایندگی نشان می‌دهد که ساختار سرمایه مطلوب می‌تواند هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهد و از طرف دیگر بر عملکرد شرکت اثر گذار باشد.

ساختار سرمایه نامناسب برای هر شرکتی یا به طور خاص در مورد شرکت‌های کوچک، همه زمینه‌های فعالیت شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد و می‌تواند منجر به بروز مسائلی نظیر عدم کداری در بازاربایی محصولات، عدم کارآمدی و ناتوانی در به کارگیری مناسب نیروی انسانی و موارد مشابه می‌شود. به بیان دیگر، فاینلی (۱۹۸۴) می‌گوید، به رغم وجود دلایل متعدد در مورد بحران‌های مرتبط با شرکت‌های کوچک و کارآفرین، عمده‌ترین دلایل این ناکامی‌ها، فقدان ساختار سرمایه مناسب و به دنبال آن مسائل نقدینگی این شرکت‌ها است. وی می‌گوید منابع مالی در دوره‌های رشد شرکت‌ها مورد نیاز است و فقدان منابع و تامین منابع کافی منجر به وقوع مسائل و مشکلات عمده‌ای در دوره رشد شرکت‌ها می‌شود. از سوی دیگر، رشد شرکت‌ها لازمه بقای آنها است و همین رشد منجر به ایجاد تقاضا در مورد منابع و سرمایه می‌شود.

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 گاهی به جای تمرکز به اهداف بلند مدت 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 گفته‌ای درگیر مدیریت کوتاه بین می‌شوند (لوینتال و مارچ^۱، ۱۹۹۳).

¹ Levinthal, March



فعالیت‌های کوتاه‌بینانه دارای نتایج موقت مطلوبی هستند و پیامدهای منفی آن در بلندمدت نمایان می‌شود؛ زیرا بازارهای سرمایه قادر به درک صحیح پیامدهای کوتاه‌بینی در زمان وقوع نیستند. مدیران با نگرش کوتاه‌بین، زمانی که با سود کمتر از سود مورد انتظار مواجه می‌شوند ممکن است با قطع مخارج تحقیق و توسعه و بازاریابی این نقص را به طور موقت مرتفع سازند ولی در بلندمدت این نوع دستکاری‌ها مؤثر نخواهد بود (لهمن^۲، ۲۰۱۴). تاثیر رفتارهای کوتاه‌بینی مدیریتی مانند کاهش هزینه‌های تحقیق، توسعه و بازاریابی در یک دوره بلندمدت باعث کاهش ارزش شرکت می‌شود. با توجه به مطالب بیان شده در این تحقیق سعی شده است تا این مساله مورد بررسی قرار گیرد که آیا کوتاه‌بینی مدیران بر ساختار سرمایه بهینه تاثیر دارد؟

۲- مبانی نظری و فرضیه‌های تحقیق

تکیه‌ی بیش از حد شرکت‌ها به افزایش سرمایه و استفاده نامناسب از آن و عدم بهره‌گیری از ابزارهای دیگر مالی در جهت تأمین منابع مالی و مشکلات فراوانی در جهت ساختار مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس را فراهم می‌آورد و به دنبال آن قدرت سودآوری شرکت‌ها کاهش یافته و سرمایه موجود بورس به طرف فعالیت‌های اقتصادی دیگر سوق پیدا می‌کند.

آگاهی از منابع مختلف تأمین مالی در مدیریت مالی از چنان اهمیتی برخوردار شده است که بدون توجه به آن، سیاست‌ها و برنامه‌های تأمین مالی کارآمد و اثربخش نخواهد بود. بنابراین ضرورت دارد تا مدیران مالی نسبت به این موضوع آگاهی یابند و براساس آن برنامه‌ریزی مالی مناسبی را طرح ریزی کنند. با توجه به لزوم رشد اقتصادی، افزایش تولید ناخالص داخلی و نیز افزایش با توجه به لزوم رشد اقتصادی، افزایش تولید ناخالص داخلی و نیز افزایش نرخ رشد اقتصادی، کشور نیازمند بهره‌گیری از بنگاه‌های اقتصادی با حداکثر بهره‌وری و تولید ثروت می‌باشد. در راستای تحقق این امر آشنایی مدیران بنگاه‌ها با عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت باعث اتخاذ تصمیمات مناسب در جهت تأمین مالی بهینه و دستیابی به حداکثر ارزش شرکت خواهد شد. و از طرف دیگر گسترش روز افزون تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و رقابتی‌تر شدن جذب سرمایه‌های خرد در این بازار نوپا، اهمیت دستیابی شرکت‌ها به ساختار سرمایه بهینه را برای حداکثر سازی ثروت سهامداران دو چندان کرده است.

در حوزه حسابداری، کوتاه‌بینی را فعالیت مالی کوتاه‌مدت و به بیان دیگر، کوتاه‌نگر معرفی کرده‌اند (لاورتی، ۱۹۹۶). انتظار می‌رود مدیرانی که بر اهداف کوتاه‌مدت متمرکز هستند، در یک فاصله زمانی کوتاه به نتایج و بازده سریع و البته موقت دست یابند، اما در بلندمدت عملکرد آنان مطلوب و رضایت بخش نخواهد بود و به گفته‌ای، درگیر مدیریت کوتاه‌بینانه می‌شوند (لوینتال و مارچ، ۱۹۹۳). به عبارت دیگر، مدیران کوتاه‌نگر از طریق افزایش نامتقارنی اطلاعات، ارزش ذاتی شرکت را به خوبی به سرمایه‌گذاران منتقل نمی‌کنند. بنابراین، چنین شرکتی در هنگام تأمین مالی از افزایش سرمایه خود کاسته و به اهرم مالی روی خواهد آورد. در چنین حالتی، فرضیه ارزش فرانشیز مطرح می‌شود؛ به این معنی که شرکت‌های با مدیران کوتاه‌نگر از کارایی بالاتری برخوردار نبوده و حاضرند با افزایش بدهی‌ها، سودها و ارزش فرانشیز آینده خود را با خطر مربوط به هزینه‌های ورشکستگی و بحران مالی مواجه سازند. در این پژوهش بر اساس مبانی نظری و پیشینه تجربی مطرح شده در رابطه با بررسی تاثیر کوتاه‌بینی مدیران بر ساختار سرمایه بهینه فرضیه زیر مطرح گردیده است:

➤ **فرضیه تحقیق** کوتاه‌بینی مدیران بر ساختار سرمایه بهینه تاثیر منفی و معناداری دارد.

۳- پیشینه تجربی پژوهش

سیدولیلو و باقرزاده (۱۳۹۷) در تحقیقی به بررسی تاثیر رقابت بازار محصول و حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که رقابت در بازار محصول و ساختار سرمایه صنایع مختلف متفاوت از هم است. افزون بر این شاخص هرفیندال-هیرشمن به عنوان شاخص اندازه‌گیری رقابت در بازار محصول، رابطه‌ی منفی و معناداری با ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها دارد و بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد.

آقای و همکاران (۱۳۹۹) در تحقیق خود به بررسی تأثیر سهامداران نهادی بر ارتباط بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه در شرکت‌ها پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که بین قدرت مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش دفتری، اهرم مبتنی بر ارزش بازار و اهرم کوتاه‌مدت رابطه مثبت و معنادار و بین قدرت

² Lehman

ISC
۰۱۲۲۰-۵۹۴۰۴

نخستین کنفرانس ملی

چالش‌ها و راهکارهای نوین در مدیریت، حسابداری و صنعت بیمه

زمان برگزاری: ۱۴۰۲/۰۷/۲۰
MCI-conf.ir

مدیرعامل و اهرم بلندمدت رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین، سهامداران نهادی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش بازار اثر تعدیل‌کننده دارند.

نعیمی (۱۴۰۱) در تحقیق خود به بررسی رابطه بین حضور مدیران زن و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. آنچه در جمع بندی و نتیجه‌گیری کلی آزمون فرضیه‌های تحقیق می‌توان عنوان کرد، این است که بین حضور مدیران زن و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد.

چن و همکاران (۲۰۱۶) به مطالعه کوتاه‌بینی مدیران و کاهش سرمایه‌گذاری در طرح‌های تحقیق و توسعه در بازار در حال ظهور تایوان و اینکه آیا سرمایه‌گذاران نهادی رفتار کوتاه‌بینانه مدیران را تشدید می‌کنند، می‌پردازند. نتایج نشان می‌دهد که مدیران شرکت‌های تایوانی، به‌منظور رسیدن به اهداف کوتاه‌مدت عادات، هزینه‌های تحقیق و توسعه را قطع می‌کنند؛ همچنین سرمایه‌گذاران نهادی داخل سازمانی کوتاه‌مدت‌گرا، کوتاه‌بینی مدیریتی را تشدید می‌کنند. در مقابل، سرمایه‌گذاران نهادی خارج سازمانی به‌عنوان یک سپر از کوتاه‌بینی مدیریتی و کاهش هزینه‌های تحقیق و توسعه جلوگیری می‌کنند. ریچ و وایت (۲۰۱۸) به بررسی تأثیر کوتاه‌بینی زمانی و کوتاه‌بینی فاصله‌ای بر روی استراتژی شرکت پرداخته‌اند. نتایج نشان می‌دهند که کوتاه‌بینی زمانی و فاصله‌ای بر اتخاذ استراتژی مناسب تأثیرگذار است، اما اثرات کوتاه‌بینی زمانی و کوتاه‌بینی فاصله‌ای بر استراتژی شرکت متفاوت خواهد بود.

لین^۳ و همکاران (۲۰۱۸) در تحقیق خود به بررسی توانایی مدیریت بر روی ساختار سرمایه شرکت پرداخته‌اند. نتایج تحقیق آنها رابطه منفی توانایی مدیریت و ریسک را نشان داد. علاوه بر این، شرکت‌هایی که در آنها مدیران توانایی بالایی دارند هزینه‌های صدور را کاهش می‌دهند، بنابراین سرمایه بیشتری برای نفوذ پایین‌تر صادر می‌کنند. به طور کلی، نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که توانایی مدیریتی یک عامل تعیین‌کننده مهم سیاست مالی شرکت است.

گارسیا و هررو (۲۰۲۱) در تحقیق خود به بررسی رابطه بین حضور مدیران زن و ساختار سرمایه پرداختند. نتایج تحقیق آنان نشان داده است که میزان حضور مدیران زن، تأثیرگذارترین ویژگی هیئت مدیره از نظر تصمیمات ساختار سرمایه است. این ویژگی با اهرم، هزینه بدهی و سررسید بدهی رابطه منفی دارد.

۴- روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق، از جهت همبستگی و روش‌شناسی تحقیق، از نوع شبه تجربی و پس‌رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) و در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است و مبتنی بر اطلاعات واقعی است. ما به دنبال کشف و بررسی روابط بین عوامل و شرایط خاص یا نوع رویدادی که قبلاً وجود داشته یا رخ داده، از طریق مطالعه نتایج حاصل از آن‌ها هستیم. به عبارت دیگر، در این نوع تحقیق، تحقیق‌گر در پی بررسی امکان وجود روابط علت و معلولی از طریق مشاهده نتایج موجود و زمینه قبلی آن‌ها به امید یافتن علت وقوع پدیده می‌باشد و چون می‌تواند در فرآیند استفاده از اطلاعات کاربرد داشته باشد، لذا، نوعی تحقیق کاربردی است. این تحقیق از لحاظ ماهیت و اهداف از نوع کاربردی است. همچنین این تحقیق مبتنی بر اطلاعات واقعی بازار سهام، صورت‌های مالی، یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی و گزارش‌های مجامع شرکت‌هاست. در این تحقیق با برداشت مستقیم اطلاعات مورد نیاز از صورت‌های مالی و سایت سازمان بورس، مجموع داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها جمع‌آوری می‌شود. پس از انتخاب شرکت‌های نمونه، جهت انجام برخی محاسبات از نرم افزار صفحه گسترده اکسل استفاده می‌شود. سپس در تجزیه و تحلیل اطلاعات با توجه به نیاز، از مدل‌های رگرسیون خطی چند متغیره استفاده می‌شود و برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از نرم افزارهای ایویوز نسخه ۱۰ استفاده می‌شود.

جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال ۱۳۹۱ تا سال ۱۴۰۰ است. لازم به یادآوری است که انتخاب شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان جامعه آماری بدین لحاظ است که تقریباً در دسترس‌ترین اطلاعات در خصوص شرکت‌های ایرانی، در این نهاد قرار دارد.

روش نمونه‌گیری در این تحقیق، این است که جامعه را غریبال می‌کنیم. لذا شرکت‌های عضو جامعه آماری که دارای شرایط زیر باشند در نمونه آماری لحاظ می‌شوند:

³ Lin, C. & Hu, M. & Li, T

۱. شرکت‌های عضو نمونه باید قبل از سال ۱۳۹۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و به منظور ایجاد قابلیت مقایسه، دوره مالی شرکت‌ها باید منتهی به پایان اسفندماه باشد و طی سال‌های موردبررسی تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.
۲. صورت‌های مالی حسابرسی شده آن‌ها و اطلاعات مربوط در سال‌های موردبررسی در دسترس باشد.
۳. جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی و سرمایه‌گذاری نباشند.

۵- مدل و متغیرهای پژوهش

مدل رگرسیونی پژوهش به شرح زیر است:

$$LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Myopia_{it} + \beta_2 Firm\ age_{it} + \beta_3 LnTA_{it} + \beta_4 TAX_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر وابسته

ساختار سرمایه بهینه (LEV_{it})

اهرم بهینه به کمک مدل زیر تخمین زده می‌شود (هاشمی و کشاورز مهر، ۱۳۹۴):

$$L_{i,t} = \beta X_{i,t} + u_{i,t}$$

$L_{i,t}$ اهرم بهینه، $X_{i,t}$ برداری از ویژگی‌های شرکت i در زمان t است که با مزایا و هزینه‌های فعالیت تحت نسبت‌های اهرمی متفاوت مرتبط است، β' هم ضریب تخمینی این بردار و $u_{i,t}$ جزء خطای مدل است (دانگ و همکاران، ۲۰۱۴).

برای انتخاب ویژگی‌های شرکت از متغیرهای پرکاربرد در پژوهش‌های ساختار سرمایه شرکت استفاده می‌گردد (مایرز و مامجلوف، ۱۹۸۴؛ دروبتز و همکاران، ۲۰۰۶؛ اریوتیس و همکاران، ۲۰۰۷؛ آنتونیو و همکاران، ۲۰۰۸؛ دانگ و همکاران، ۲۰۱۴).

(۱) کسری مالی: سود سهام پرداختی به‌علاوه خالص وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به‌علاوه تغییرهای سرمایه در گردش منهای وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، تقسیم بر ارزش بازار شرکت (هاشمی و کشاورز مهر، ۱۳۹۴).

(۲) فرصت‌های رشد: از تقسیم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بر ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت بدست می‌آید (هاشمی و کشاورز مهر، ۱۳۹۴).

(۳) نوسان‌های درآمد: قدر مطلق تفاوت درآمد هر دوره از میانگین درآمد ۱۱ ساله شرکت تقسیم بر میانگین درآمد ۱۱ ساله (هاشمی و کشاورز مهر، ۱۳۹۴).

(۴) سودآوری: نسبت سود قبل از بهره و مالیات سالانه به کل دارایی‌های آن در پایان سال (هاشمی و کشاورز مهر، ۱۳۹۴).

(۵) دارایی‌های ثابت مشهود: تقسیم دارایی‌های ثابت به مجموع دارایی‌ها (فلانری و رنگان، ۲۰۰۶؛ آنتونیو و همکاران، ۲۰۰۸ و دانگ و همکاران، ۲۰۱۲).

(۶) اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی دارایی‌ها (هاشمی و کشاورز مهر، ۱۳۹۴).

(۷) سن شرکت: لگاریتم طبیعی سال‌هایی که از تأسیس شرکت تا سال افق زمانی تحقیق (هاشمی و کشاورز مهر، ۱۳۹۴).

با جایگزینی ویژگی‌های شرکت، در مدل بالا، اهرم بهینه به‌وسیله مدل زیر به دست خواهد آمد:

$$L_{i,t} = \beta_1 SIZE_{i,t} + \beta_2 EBIT_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t} + \beta_4 EV_{i,t} + \beta_5 AGE_{i,t} + \beta_6 FA_{i,t} + \beta_7 FIMB_{i,t} + u_{i,t}$$

$L_{i,t}$ اهرم بهینه، $SIZE$ اندازه شرکت، $EBIT$ سودآوری، $GROW$ فرصت‌های رشد، EV نوسان‌های درآمد، AGE سن شرکت، FA دارایی‌های ثابت مشهود، $FIMB$ کسری مالی و $u_{i,t}$ جزء خطا است.

متغیر مستقل

کوته‌بینی مدیریت ($Myopia_{i,t}$)



یک متغیر مجازی است و در صورتی که شرکت نمونه بر اساس مدل شناسایی این متغیر، به عنوان شرکت دارای مدیریت کوتاه‌بین شناسایی شود به این متغیر مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر اختصاص داده خواهد شد. برای شناسایی و تعیین شرکت‌های کوتاه‌بین، ابتدا لازم است سطح مورد انتظار بازده دارایی، هزینه بازاریابی و هزینه تحقیق و توسعه را برای هر شرکت در دوره زمانی تحقیق با استفاده از روابط زیر برآورد کرد:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

$$MKT_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MKT_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

$$R\&D_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R\&D_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

$ROA_{i,t}$ = نرخ بازده دارایی‌ها که بر اساس نسبت سود خالص به جمع دارایی‌ها سنجیده می‌شود.

$MKT_{i,t}$ = نسبت هزینه‌های بازاریابی و فروش به جمع دارایی‌ها.

$R\&D_{i,t}$ = نسبت هزینه‌های تحقیق و توسعه به جمع دارایی‌ها.

پس از محاسبه مقادیر موردانتظار (برآوردی) بازده دارایی‌ها، هزینه بازاریابی و هزینه‌های تحقیق و توسعه با استفاده از مدل‌های فوق، مقادیر واقعی با مقادیر پیش‌بینی‌شده توسط مدل‌های فوق مقایسه شده و با توجه به میزان تفاوت موجود ($\varepsilon_{i,t}$) شرکت‌ها در چهار گروه اصلی تقسیم‌بندی می‌شوند.

گروه ۱	گروه ۲	گروه ۳	گروه ۴
۵. اختلاف مثبت بین بازده دارایی پیش-بینی‌شده و واقعی	۷. اختلاف مثبت بین بازده دارایی پیش‌بینی‌شده و واقعی	۸. اختلاف مثبت بین بازده دارایی پیش‌بینی‌شده و واقعی	۱۱. اختلاف منفی بین بازده دارایی پیش‌بینی‌شده و واقعی
۱۲. اختلاف منفی هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه پیش‌بینی‌شده و واقعی	۱۳. فقط اختلاف یکی از هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه منفی	۱۴. اختلاف مثبت هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه پیش‌بینی‌شده و واقعی	۱۶.

در این گروه‌ها، شرکت‌های حاضر در گروه ۱ به عنوان شرکت‌های دارای مدیریت کوتاه‌بین در نظر گرفته می‌شوند؛ چراکه با داشتن عملکرد مثبت مالی و افزایش بازده دارایی‌ها، هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه شرک کاهش یافته است.

متغیرهای کنترلی

$Firm\ age_{i,t}$ = عبارت است از تعداد سال‌های تأسیس شرکت.

$LnTA_{i,t}$ = لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها

$TAX_{i,t}$ = نسبت درآمد مالیاتی بر کل دارایی‌ها

CFO = از تقسیم وجه نقد عملیاتی به جمع دارایی‌ها محاسبه می‌گردد.

۶- یافته‌های پژوهش

۶-۱- آمار توصیفی



جدول (۱) شامل آمار توصیفی برای همه متغیرهای به کار رفته در تحقیق است که ارقام این جدول توسط نرم‌افزار *Eviews12* محاسبه شده‌اند. تعداد مشاهدات معتبر و درست برای هر متغیر ۱۰ سال می‌باشد. داده‌های موردنظر ۱۵۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه‌ی زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰ را در بر گرفته است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	علامت اختصاری	میانگین	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	تعداد مشاهدات
ساختار سرمایه بهینه	<i>LEV</i>	-۰/۰۰۴	۰/۰۴۴	-۰/۱۶۹	۰/۲۲۱	۱۵۹۰
کوته بینی مدیران	<i>Myopia</i>	۰/۲۲۰	۰/۴۱۴	۰	۱	۱۵۹۰
عمر شرکت	<i>Firm_Age</i>	۱/۵۷۶	۰/۱۶۰	۱	۱/۸۴۵	۱۵۹۰
اندازه شرکت	<i>LnTA</i>	۱۴/۷۴۰	۱/۶۶۳	۱۰/۴۹۲	۲۱/۳۲۷	۱۵۹۰
مالیات	<i>TAX</i>	۰/۰۱۵	۰/۰۱۷	۰	۰/۱۱۰	۱۵۹۰
وجه نقد عملیاتی	<i>CFO</i>	۰/۱۱۱	۰/۱۳۹	-۰/۳۹۹	۰/۶۸۷	۱۵۹۰

۲-۶- نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق

۲-۶-۱- بررسی پایایی متغیرهای پژوهش

نتایج حاصل از این آزمون، که در جدول (۲) آمده است، نشان‌دهنده مقادیر *P-Value* کمتر از ۵٪ برای تمامی متغیرها می‌باشد. به این ترتیب، متغیرهای مورد بررسی در دوره مطالعه در سطح پایداری قرار دارند.

جدول ۲. نتایج آزمون پایایی متغیرهای تحقیق

متغیرهای پژوهش	علامت اختصاری	<i>t-Statistic</i>	<i>P-Value</i>	نتیجه
ساختار سرمایه بهینه	<i>LEV</i>	-۳۸/۹۱۱	۰۰۰.۰	تایید مانایی
کوته بینی مدیران	<i>Myopia</i>	-۱۲/۸۷۴	۰۰۰.۰	تایید مانایی
عمر شرکت	<i>Firm_Age</i>	-۷۴/۴۵۸	۰۰۰.۰	تایید مانایی
اندازه شرکت	<i>LnTA</i>	-۱۵/۶۵۴	۰۰۰.۰	تایید مانایی
مالیات	<i>TAX</i>	-۱۱۷/۹۳۵	۰۰۰.۰	تایید مانایی
وجه نقد عملیاتی	<i>CFO</i>	-۲۶/۷۳۷	۰۰۰.۰	تایید مانایی

جدول (۳)، نتایج آزمون هم‌خطی را برای سه مدل رگرسیونی نمایش می‌دهد. با توجه به نتایج، مقادیر *VIF* همه متغیرها کمتر از ۵ بوده‌اند، که نشان‌دهنده وجود هم‌خطی میان متغیرهای تحقیق است، اما این ارتباط بسیار ضعیف است.

جدول ۳. آزمون هم‌خطی

متغیرهای پژوهش	علامت اختصاری	آماره VIF
کوته بینی مدیران	<i>Myopia</i>	۱/۰۰۸
عمر شرکت	<i>Firm_Age</i>	۱/۰۲۰
اندازه شرکت	<i>LnTA</i>	۱/۰۲۱
مالیات	<i>TAX</i>	۱/۲۰۲
وجه نقد عملیاتی	<i>CFO</i>	۱/۲۱۴

۶-۲-۲- آزمون‌های تشخیصی و برآورد مدل‌ها

نتایج مربوط به آزمون جاو برای مدل‌های رگرسیونی تحقیق در جدول (۴) نشان داده شده است. با توجه به نتایج، چون مقدار P -Value برای همه مدل‌های تحقیق کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، در نتیجه فرض H_0 (روش داده‌های تلفیقی) رد می‌شود و فرض H_1 (روش اثرات ثابت) برای شرکت‌های مورد بررسی پذیرفته می‌شود.

جدول ۴. نتایج آزمون جاو

مدل رگرسیونی	F - Statisti	$d.f.$	P -Value	نتیجه آزمون
مدل (۱)	۲/۵۱۵	۱۵۸.۱۳۲	۰/۰۰۰	اثرات ثابت

نتایج مربوط به آزمون بروش و پاگان برای مدل‌های رگرسیونی در جدول (۵) نشان داده شده است. با توجه به نتایج، چون مقدار P -Value برای مدل همه مدل‌های تحقیق کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، در نتیجه فرض H_0 (روش داده‌های تلفیقی) رد می‌شود و فرض H_1 (روش اثرات تصادفی) برای شرکت‌های مورد بررسی پذیرفته می‌شود.

جدول ۵. نتایج آزمون بروش پاگان (LM)

مدل رگرسیونی	chi -bar Statistic	P -value	نتیجه آزمون
مدل (۱)	۴۰۸/۶۹۵	۰/۰۰۰	اثرات تصادفی

با توجه به اینکه در همه مدل‌های تحقیق آزمون جاو وجود اثرات ثابت و آزمون بروش پاگان نیز وجود اثرات تصادفی را تأیید کردند، به منظور انتخاب از بین روش اثرات ثابت و تصادفی، آزمون هاسمن اجرا شده است و نتایج حاصل از آزمون هاسمن در جدول (۶) ارائه شده است.

با توجه به نتایج چون مقدار P -Value یا سطح معناداری برای مدل اول و دوم تحقیق کمتر از ۰/۰۵ شده است، بنابراین فرضیه H_0 (مدل اثرات تصادفی) رد می‌شود و روش انتخابی مدل اثرات ثابت می‌باشد. و چون مقدار P -Value یا سطح معناداری برای مدل سوم تحقیق بیشتر از ۰/۰۵ شده است، بنابراین فرضیه H_0 (مدل اثرات تصادفی) پذیرفته می‌شود و روش انتخابی مدل اثرات تصادفی می‌باشد.

جدول ۶. نتایج آزمون هاسمن



۰۱۲۲۰-۵۹۴۰۴

نخستین کنفرانس ملی

چالش ها و راهکارهای نوین در مدیریت، حسابداری و صنعت بیمه

زمان برگزاری: ۱۴۰۲/۰۷/۲۰
MCIH-conf.ir



مدل رگرسیونی	Chi-Sq. Statistic	P-value	نتیجه آزمون
مدل (۱)	۶۱/۴۵۹	۰/۰۰۰	اثرات ثابت

۳-۲-۶- آزمون ناهمسانی واریانسها

بررسی نتایج حاصل از آزمون نشان می‌دهد که در مدل پژوهش سطح معنی‌داری آزمون ناهمسانی واریانس کمتر از ۵٪ می‌باشد و حاکی از آن است که فرضیات تحقیق ناهمسانی واریانس دارند و با توجه به اینکه مشکل ناهمسانی واریانس برای مدل تحقیق وجود دارد، به منظور رفع ناهمسانی واریانس از روش رگرسیون معمولی تعمیم یافته^۴ استفاده شده است. در نتیجه، نتایج حاصل از آزمون فرضیات بعد از برطرف کردن ناهمسانی واریانس مورد بررسی قرار گرفته است.

جدول ۷. آزمون ناهمسانی واریانس

مدل رگرسیونی	آماره وایت	P-value	نتیجه آزمون
مدل (۱)	۳۰۶۵/۱۳۰	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس دارد

۵-۲-۶- نتایج آزمون فرضیات پژوهش

جدول (۴-۸)، نتایج حاصل از بررسی متغیر وابسته (ساختار سرمایه بهینه) را نشان می‌دهد. در مدل پژوهش، رابطه بین ساختار سرمایه بهینه به عنوان متغیر وابسته با کوتاه‌بینی مدیران به عنوان متغیر مستقل و عمر شرکت، اندازه شرکت، مالیات و وجه نقد عملیاتی به عنوان متغیرهای کنترلی مورد بررسی قرار گرفته است. با توجه به نتایج جدول (۸)، آماره آزمون (Chi^2) و مقدار احتمال آماره آزمون در سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ قرار دارد و نشان‌دهنده معناداری کل رگرسیون برازش شده در سطح اطمینان بیش از ۹۹ درصد می‌باشد. علاوه بر آزمون معنی‌دار بودن پارامترهای تخمینی خاص، می‌توان قدرت توضیح کلی تمام رگرسیون را از طریق محاسبه ضریب تعیین تعدیل شده به دست آورد که معمولاً با ($Adj R-squared$) نشان داده می‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده درصد تغییرات متغیر وابسته را که به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است، می‌سنجد. مطابق جدول (۸)، ضریب تعیین برای مدل پژوهش معادل ۰/۲۶۸ درصد می‌باشد و نشان‌دهنده این است که ۲۷ درصد از تغییرات ساختار سرمایه بهینه توسط شاخص‌های کوتاه‌بینی مدیران و متغیرهای کنترلی معنی‌دار قابل توضیح است.

➤ فرضیه پژوهش: کوتاه‌بینی مدیران بر ساختار سرمایه بهینه تاثیر معناداری دارد.

همان‌طور که در جدول (۸) مشاهده می‌شود، ضریب متغیر مستقل کوتاه‌بینی مدیران در مدل پژوهش برابر ۰/۰۵۴- و خطا استاندارد مربوط به آن معادل ۰/۰۲۶ است که با توجه به سطح معناداری (۰/۰۳۵)، در سطح اطمینان ۰/۹۵، کوتاه‌بینی مدیران بر ساختار سرمایه بهینه تاثیر منفی و معناداری دارد و در نتیجه فرضیه اول پژوهش تایید می‌شود. به عبارتی، کوتاه‌بینی مدیران ممکن است باعث کاهش انعطاف‌پذیری و توانایی سازگاری با محیط تجاری متغیر و پویا شود. ساختار سرمایه بهینه نیازمند توجه به نیازها و شرایط مختلف بازار و تغییرات محیطی است و از طرفی تصمیم‌گیری‌های کوتاه‌مدت ممکن است باعث کاهش اعتبار و اعتماد سهامداران، بازار سرمایه و اقتصادی شرکت شود. این موضوع می‌تواند باعث کاهش قابلیت تأمین منابع مالی اضافی و کاهش دسترسی به منابع مهم برای رشد و توسعه شرکت شود.

در کل، برای داشتن یک ساختار سرمایه بهینه و پایدار، مدیران باید بهبود کارایی، رشد بلندمدت و ارزش‌آفرینی برای تمامی سهامداران (از جمله سهامداران حاضر و آینده) را در نظر بگیرند و تصمیم‌گیری‌هایی بر اساس راهبردهای بلندمدت انجام دهند.

⁴ - GLS



۰۱۲۲۰-۵۹۴۰۴

نخستین کنفرانس ملی

پژوهش‌های نوین در مدیریت، حسابداری و صنعت بیمه

زمان برگزاری: ۱۴۰۲/۰۷/۲۰
MCIH-conf.ir



جدول ۴-۸. آزمون رگرسیون خطی چندمتغیره

مدل			علامت اختصاری	متغیرهای پژوهش
P-Value	Std. Err	ضرایب		
۰/۳۴۵	۰/۰۳۹	-۰/۰۳۹	C	ضریب ثابت
۰/۰۳۵	۰/۰۲۶	-۰/۰۵۴	Myopia	کوتاه بینی مدیران
۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۰۰۳	Firm_Age	عمر شرکت
۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۰۱۲	LnTA	اندازه شرکت
۰/۸۰۸	۰/۰۷۳	-۰/۰۱۸	TAX	مالیات
۰/۰۰۰	۸/۷۸۴	۰/۰۵۹	CFO	وجه نقد عملیاتی
		۰/۳۶۰		R-squared (ضریب تعیین)
		۰/۲۶۸		Adj R-squared
		۲/۸۲۰		آماره آزمون (Chi2)
		۰/۰۰۰		سطح معنی داری

۷- نتیجه گیری و پیشنهادات

هدف اصلی این تحقیق بررسی تاثیر کوتاه بینی مدیران بر ساختار سرمایه بهینه بود. نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه تحقیق نشان داد که کوتاه بینی مدیران بر ساختار سرمایه بهینه تاثیر معناداری دارد. مدیران کوتاه نگر از طریق افزایش نامتقارنی اطلاعات، ارزش ذاتی شرکت را به خوبی به سرمایه گذاران منتقل نمی کنند. بنابراین، چنین شرکتی در هنگام تامین مالی از افزایش سرمایه خود کاسته و به اهرم مالی روی خواهد آورد. در چنین حالتی، فرضیه ارزش فرانشیز مطرح می شود؛ به این معنی که شرکت های با مدیران کوتاه نگر از کارایی بالاتری برخوردار نبوده و حاضرند با افزایش بدهی ها، سودها و ارزش فرانشیز آینده خود را با خطر مربوط به هزینه های ورشکستگی و بحران مالی مواجه سازند.

هرچند فعالیت کوتاه بینانه ممکن است دارای منافع موقت باشد ولی بخاطر اینکه بازار سرمایه قادر به شناسایی یا درک صحیح پیامدهای کوتاه بین در زمان وقوع نیست و پیامدهای آن در زمان های آینده و با تاخیر ارزیابی می شود بهتر است تمامی اشکال آن مورد توجه قرار بگیرد. پیشنهاد می شود در آینده تاثیر کوتاه بینی مدیران بر ساختار سرمایه بهینه با در نظر گرفتن نقش کنترل های داخلی مورد بررسی قرار گیرد.

منابع

- آقای، محمدعلی؛ فاطری، علی و ویسی حصار، ثریا. (۱۳۹۹). تأثیر سهامداران نهادی بر ارتباط بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه در شرکت ها. چشم انداز مدیریت مالی، ۱۰(۳۰)، ۸۰-۵۷.
- سیدولولو، محمد و باقرزاده هوشمند، کمال (۱۳۹۷). بررسی تاثیر رقابت بازار محصول و حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. دومین کنفرانس بین المللی تحولات نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری.

ISC
۰۱۲۲۰-۵۹۴۰۴

نخستین کنفرانس ملی

چالش‌ها و راهکارهای نوین در مدیریت، حسابداری و صنعت بیمه

زمان برگزاری: ۱۴۰۲/۰۷/۲۰
MCI-conf.ir

کتابخانه مرکزی دانشگاه تهران

MCI CONF 18

- نعیمی، محمدحسین (۱۴۰۱). بررسی رابطه بین حضور مدیران زن و ساختار سرمایه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، دوره ۶ شماره ۲۱، صفحه ۱۳۸۷-۱۳۹۹.
- هاشمی، سید عباس و کشاورز مهر، داود. (۱۳۹۴). بررسی عدم تقارن سرعت تعدیل ساختار سرمایه: مدل آستانه‌ای پویا. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۶(۲۳)، ۷۸-۵۹.

- Antoniou, A., Guney, Y. & Paudyal, K. (2008). The Determinants of Capital Structure: Capital Market Oriented Versus Bank Oriented Institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), 59-92.
- Arellano, M. & Bond, S. R. (1991). Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *Review of Economic Studies*, 58,(2).227-297.
- Chen, Y., and Lin, F, et al (2016). Does institutional short-termism matter with managerial myopia? *Journal of Business Research*, 93 : 319-341.
- Dang, V. A., Garrett, I. & Nguyen, C. (2011). Asymmetric Partial Adjustment toward Target Leverage: International Evidence. Unpublished Manuscript, University of Manchester.
- Dang, V. A., Kim, M. & Shin, Y. (2012). Asymmetric Capital Structure Adjustments: New Evidence from Dynamic Panel Threshold Models. *Journal of Empirical Finance*, 19(4), 465-482.
- Drobetz, W. & Wanzenried, G. (2006). What Determines the Speed of Adjustment to the Target Capital Structure? *Applied Financial Economics*, 16(13), 941-958.
- Drobetz, W., Pensa, P. & Wanzenried, G. (2006). Firm Characteristics and Dynamic Capital Structure Adjustment. Unpublished Manuscript, University of Hamburg.
- Flannery, M. J. & Hankins, K. W. (2007). A Theory of Capital Structure Adjustment Speed. Unpublished Manuscript, University of Florida.
- Flannery, M. J. & Rangan, K. P. (2006). Partial Adjustment toward Target Capital Structures. *Journal of Financial Economics*, 79(3), 469-506.
- Herrero, B., Garcia, C. (2021). Female directors, capital structure, and financial distress, *Journal of Business Research*, 136, 592-601.
- Lavery, K.J. (1996). Economic Short-Termism. The Debate, the Unresolved Issues ,and the Implications for Management Practice and Research *Academy of Management Review*, 21(3): 825-860.
- Lavery, K.J. (1996). Economic Short-Termism. The Debate, the Unresolved Issues ,and the Implications for Management Practice and Research *Academy of Management Review*, 21(3): 825-860.
- Lehman, D.R. (2014). Matrice for making marketing matter. *Journal of Marketing*, 64(4), 73-75.
- Levinthal, D.A., March, J.G. (1993). The myopia of learning. *Strategic Management Journal*, 14(winter), 92-112.
- Lin, C. & Hu, M. & Li, T. (2018). Managerial Ability and Corporate Capital Structure. Some evidence from international data, *Journal of Finance*, Vol. 50, pp. 1421-60.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Ridge, J., and White, M. (2018). "The influence of managerial myopia on firm strategy." *Management Decision*, Vol. 52, pp. 602-623.