

## بررسی پیامدهای کوتاه‌بینی مدیران از دیدگاه تئوری نمایندگی و فرضیه جریان‌های نقد آزاد

جواد مرادی<sup>۱</sup>، فاطمه کشاورز<sup>۲</sup>

**چکیده:** هدف پژوهش حاضر بررسی ارتباط بین جریان نقد آزاد و بازده سهام با در نظر گرفتن کوتاه‌بینی مدیران است؛ بدین منظور، دو فرضیه اصلی طراحی شد و این فرضیه‌ها با انتخاب ۹۶ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی شش‌ساله (۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹) و با استفاده از اطلاعات بازده سه سال آتی (تا سال ۱۳۹۲) آزمون شدند. نتایج نشان می‌دهد جریان‌های نقدی آزاد با بازده سهام در کوتاه‌مدت و بلندمدت رابطه منفی و معناداری برقرار می‌کند. همچنین حساسیت بازدهی نسبت به جریان‌های نقدی آزاد در شرکت‌های کوتاه‌بین بیشتر است و با افزایش جریان نقد آزاد، کاهش بیشتری در بازدهی این شرکت‌ها مشاهده می‌شود. بنابراین کوتاه‌بینی مدیران و جریان‌های نقدی آزاد، رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران را افزایش می‌دهد و این رفتارهای فرصت‌طلبانه بر عملکرد شرکت تأثیر منفی می‌گذارد.

**واژه‌های کلیدی:** بازده سهام، جریان‌های نقدی آزاد، کوتاه‌بینی مدیران، مخارج بازاریابی و تحقیق و توسعه.

۱. استادیار گروه حسابداری، دانشگاه شیراز، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اجتماعی، شیراز، ایران

۲. کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت، مرودشت، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۳/۰۸/۰۳

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۵/۰۷/۰۹

نویسنده مسئول مقاله: جواد مرادی

E-mail: Jmoradi2005@yahoo.com

**مقدمه**

طبق فرضیه جریان‌های نقدی آزاد، هنگامی که شرکتی جریان‌های نقدی آزاد بیش از حدی را ایجاد می‌کند و فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآوری در دسترس ندارد، مدیر تمایل به سوءاستفاده از جریان‌های نقدی آزاد دارد (جنسن، ۱۹۸۶). به‌طور کلی افزایش جریان‌های نقدی آزاد و به‌دنبال آن تمایل مدیران برای مصارف غیربهرینه و جوه مزبور، می‌تواند مشکلات نمایندگی را افزایش دهد (طالب‌نیا، ولی‌پور و عسکری، ۲۰۱۲). بنابراین انتظار می‌رود افزایش جریان‌های نقدی آزاد (مبالغی که پس از سرمایه‌گذاری در فرصت‌های مساعد، در شرکت باقی می‌ماند) موجب تضعیف عملکرد شرکت شود (وانگ، ۲۰۱۰).

کوتاه‌بینی مدیریت عبارت است از تمایل مدیران برای سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و تغییر مسیر منابع از پروژه‌های با ارزش‌آفرینی در بلندمدت به پروژه‌های کوتاه‌مدتِ افزایش‌دهنده قیمت سهام که معمولاً این افزایش ارزش، موقتی است (چودهری، ۲۰۱۲). کوتاه‌بینی مدیران نیز تصمیم‌های راهبردی مدیریت را تحت تأثیر قرار می‌دهد و دارای اثرهای مخرب بر عملکرد و ارزش شرکت در بلندمدت است؛ بدین ترتیب که مدیر با اتخاذ رویکردهای کوتاه‌بینانه، منافع زودگذر و اندک فعلی را به منافع بلندمدت شرکت ترجیح می‌دهد و به کاهش ارزش شرکت منجر می‌شود (مرادی و باقری، ۱۳۹۳). اتخاذ چنین رویکردی از سوی مدیران، با منافع سهامداران در تضاد است؛ از این رو، زمینه مطرح‌ساختن مفاهیم تئوری نمایندگی فراهم می‌شود و انتظار می‌رود بتوان با بررسی مضامین تئوری نمایندگی به سازوکارهایی برای کنترل این رفتارهای مخرب ارزش شرکت دست یافت. پژوهش حاضر به بررسی این سؤال می‌پردازد که جریان نقد آزاد با در نظر گرفتن کوتاه‌بینی مدیریت، از جمله کاهش مخارج بازاریابی و تحقیق و توسعه، چه تأثیری بر عملکرد شرکت دارد؟

ادبیات موجود در زمینه کوتاه‌بینی مدیران و راهکارهای کنترل آن در داخل و خارج از کشور بسیار محدود است. مطالعه حاضر به بررسی مفاهیم کوتاه‌بینی مدیران و اتکا به فرضیه جریان نقد آزاد و مضامین تئوری نمایندگی برای کنترل این رفتارها می‌پردازد.

**پیشینه پژوهش****پیشینه نظری**

بر اساس فرضیه جریان نقد آزاد جنسن (۱۹۸۶)، زمانی که شرکت جریان نقد آزاد بیش از حد در اختیار دارد، اما فرصت سرمایه‌گذاری سودآوری ندارد، مدیریت به سوءاستفاده از جریان نقد آزاد تمایل پیدا می‌کند (وانگ، ۲۰۱۰). طبق فرضیه جریان‌های نقدی آزاد، دشواری نظارت

سهامداران بر رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت، این انگیزه را در مدیران ایجاد می‌کند که از وجوه نقد اضافه، در راستای منافع شخصی خود استفاده کنند (هیونگ‌ها، ۲۰۱۱) و ائتلاف منابع در دسترس با هدف تأمین منافع شخصی مدیران، موجب کاهش سود و ارزش شرکت می‌شود (دی‌ملو و میراندا، ۲۰۱۰).

اصطلاح کوتاه‌بینی، نخستین بار در سال ۱۹۶۰ توسط تئودور لویت با عنوان «کوتاه‌بینی بازاریابی» مطرح شد. در حوزه مالی، کوتاه‌بینی به معنای فعالیت مالی کوتاه‌مدت و به بیان دیگر کوتاه‌نگر تعریف می‌شود (مرچانت، ۱۹۹۰؛ لاورتی، ۱۹۹۶). از دیدگاه لوینتال و مارچ (۱۹۹۳) در تصمیم‌گیری‌های راهبردی مدیریتی سه نوع کوتاه‌بینی (کوتاه‌بینی فاصله‌ای، کوتاه‌بینی زمانی، اعتمادبه‌نفس کاذب) بر عملکرد و رفتار مؤثر است که به ترتیب عبارت‌اند از: تمایل به نادیده‌گرفتن، بی‌توجهی به اهداف بلندمدت و بی‌توجهی به شکست و نقص‌ها. کوتاه‌بینی مدیریتی منعکس‌کننده اقدامات فرصت‌طلبانه مدیران است که در جهت منافع سهامداران نیست و با لابلردن سودهای حسابداری جاری به وسیله کاهش هزینه‌های دارای منافع بلندمدت (مانند مخارج تحقیق و توسعه و بازاریابی) نشان داده می‌شود (ماوروک، ۲۰۱۱). مدیرانی که به فعالیت‌های کوتاه‌بینانه، نظیر کاستن از سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه و بازاریابی اقدام می‌کنند، بازارهای مالی را تا حدی فریب می‌دهند و ممکن است سرمایه‌گذاران تحت تأثیر سودهای موقتی این شرکت‌ها قرار گیرند و به سرمایه‌گذاری در سهام آنها اقدام نمایند (مرادی و باقری، ۱۳۹۳). اگر جهت‌گیری و گرایش بازار غیرمنطقی باشد، بعضی از مدیران سود جاری را بیشتر نشان می‌دهند؛ زیرا شغل و پاداش آنها در گرو سود جاری است (هانگ، شاتینگ و منگ، ۲۰۱۲). ویستر (۱۹۸۸) اعتقاد دارد که اگر مدیران بر اساس فروش و سودآوری کوتاه‌مدت ارزیابی شوند، به احتمال زیاد بر این معیارها تمرکز کرده و از عواملی مانند رضایت مشتری که تأمین‌کننده سلامت بلندمدت سازمان است، چشم‌پوشی می‌کنند. آبرنتی، بونز و ون‌لنت (۲۰۱۳) نیز معتقدند که مدیریت ارشد می‌تواند معیار جایگزینی را انتخاب کند که توجه مدیران اجرایی را به سمت بلندمدت سوق دهد.

مجموع این مطالب حاکی از اهمیت مطالعه درخصوص رفتارهای کوتاه‌بینانه مدیران و تلاش برای شناسایی ریشه‌های رفتاری و جست‌وجو برای اقدام‌ها و سازوکارهای کنترلی آن است. مدیران کوتاه‌بین با در نظر گرفتن منافع شخصی خود، سعی می‌کنند تصویر مطلوبی از عملکرد شرکت در کوتاه‌مدت به سهامداران ارائه دهند. اتخاذ چنین دیدگاهی به بی‌توجهی به اهداف بلندمدت شرکت که حافظ منافع بلندمدت سهامداران است، منجر می‌شود و تخریب ارزش شرکت را به دنبال خواهد داشت.

شرکت‌هایی که وجوه نقد آزاد زیادی دارند، به فرصت‌هایی برای جذب توسط شرکت‌های بزرگ تبدیل می‌شوند. به همین دلیل، مدیران اجرایی این شرکت‌ها، به سمت رفتار کوتاه‌بینانه گرایش یافته، از طریق سرمایه‌گذاری بیش از حد، سود بلندمدت را فدای سود کوتاه‌مدت می‌کنند و با این کار ارزش شرکت را در آینده کاهش می‌دهند (جنسن، ۱۹۸۶). از سوی دیگر براساس تئوری نمایندگی، زمانی که مدیران از فرصت‌های سرمایه‌گذاری پرمفعت اطلاعات خوبی داشته باشند، امکان دارد که آن را به دلیل مشکلات مرتبط با مخاطره اخلاقی ناشی از تملک وجوه نقد شرکت توسط مدیریت (جریان نقد آزاد)، کوتاه‌بینی و گزینش طرح نامناسب، و نیز کمبود وجوه در دسترس که مستلزم تأمین مالی خارجی پرهزینه است، دنبال نکنند (گارسیا لارا، گارسیا اسما و پنالوا، ۲۰۱۰) و سرمایه‌گذاری کمتر از حد انجام دهند. در مجموع جریان نقد آزاد و مشکلات کوتاه‌بینی به عملکرد شرکت صدمه می‌زنند (چیرینکو، گرتسن و استرکن، ۲۰۰۳). بنابراین انتظار می‌رود وجوه نقد آزاد (بر اساس فرضیه جریان نقد آزاد) و کوتاه‌بینی (بر اساس تئوری نمایندگی) هر دو موجب سرمایه‌گذاری غیربهبینه و تضاد منافع شوند و بر عملکرد شرکت تأثیر منفی گذاشته و در نهایت به کاهش ارزش شرکت در بلندمدت منجر شوند.

### پیشینه تجربی

اگرچه در زمینه جریان نقد آزاد و کوتاه‌بینی مدیران، پژوهش‌های جداگانه زیادی وجود دارد، تاکنون پژوهشی به بررسی اثر همزمان پدیده مدیریت کوتاه‌بین و جریان نقد آزاد بر عملکرد شرکت، نپرداخته است. در ادامه به برخی از پژوهش‌هایی که به صورت مستقیم یا غیرمستقیم با موضوع تحقیق حاضر ارتباط دارند، اشاره شده است.

محمودآبادی، مهدوی و فریدونی (۱۳۹۲)، به بررسی نحوه اثرگذاری جریان‌های نقد آزاد و هزینه‌های نمایندگی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و رابطه مثبت و معناداری میان جریان‌های نقد آزاد با معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت گزارش کردند؛ به بیان دیگر آنها به شواهدی در زمینه نقض فرضیه جریان نقدی آزاد دست یافتند.

مرادی و باقری (۱۳۹۳)، به بررسی مقایسه‌ای تأثیر کوتاه‌بینی مدیریت و مدیریت سود بر بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پرداختند. آنها با تمرکز بر اقدام‌های کوتاه‌بینانه (کاهش هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه) و تأثیر آن بر بازده سهام، نشان دادند در بورس اوراق بهادار تهران، کوتاه‌بینی دارای تأثیر منفی بلندمدت بر ارزش شرکت است و همچنین، فعالیت‌های واقعی (مدیریت کوتاه‌بین) در قیاس با مدیریت سود، تأثیر منفی بیشتری بر عملکرد مالی بلندمدت شرکت می‌گذارد.

گرگوری (۲۰۰۵)، آزمون فرضیه جریان نقد آزاد را از طریق عملکرد غیرعادی بلندمدت کارفرمایان انگلیسی بررسی کرد و به شواهد متضادی با فرضیه جریان نقد آزاد جنسن (۱۹۸۶) دست یافت. ریچاردسون (۲۰۰۶)، به بررسی رابطه بین جریان نقد آزاد و سرمایه‌گذاری بیش از حد پرداخت و نشان داد که رابطه مثبتی بین سرمایه‌گذاری غیربهبینه و جریان نقد آزاد وجود دارد. میزیک و جاکوبسون (۲۰۰۷)، توجه خود را به کاهش هزینه‌های بازاریابی توسط شرکت‌ها معطوف کردند و دریافتند که شرکت‌های درگیر کوتاه‌بینی مدیریت، در زمان رکود اقتصادی عملکرد مالی بسیار پایین‌تری نسبت به سایر شرکت‌ها خواهند داشت.

آسکر، جانگ‌ویست و فرمنسا (۲۰۱۰) به بررسی تأثیر فشار بازار سرمایه بر رفتار کوتاه‌بینانه مدیران پرداختند. نتایج حاکی از آن بود که اغلب مدیران در واکنش به فشار بازار، پروژه‌هایی را انتخاب می‌کنند که ممکن است سودهای کوتاه‌مدت را به حداکثر برساند.

وانگ (۲۰۱۰) شواهدی برای حمایت از تئوری نمایندگی یافت، به این معنا که هزینه‌های نمایندگی تأثیر منفی شایان توجهی بر عملکرد شرکت و بازده سهام می‌گذارد. در مقابل، ارتباط مثبت و معناداری بین جریان نقد آزاد و معیارهای عملکرد شرکت مشاهده کرد که این یافته از فرضیه جریان نقد آزاد حمایت نمی‌کند.

حبیب (۲۰۱۱) دریافت که شرکت‌های با جریان نقدی آزاد مثبت و فرصت‌های رشد شایان توجه، افزایش در ارزش را تجربه می‌کنند. به بیانی دیگر، در صورت وجود فرصت‌های رشد شایان توجه، در ارتباط با متغیر جریان نقدی آزاد یک ارزش مثبت و معنادار وجود دارد.

پاول، مولچانسکی و ناگم (۲۰۱۲)، طی مطالعه‌ای روی شرکت‌های استرالیایی در سال‌های ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۶ مشاهده کردند که سرمایه‌گذاری‌های خلاق و نوآور همچون هزینه‌های تحقیق و توسعه و فناوری اطلاعات، به ایجاد بازده غیرعادی بالا منجر می‌شود.

علی، سیفتسی و کریدی (۲۰۱۲)، بین هزینه تحقیق و توسعه و بازده سهام در بلندمدت ارتباط مثبت و معناداری گزارش کردند. هانگ و همکارانش (۲۰۱۲)، به بررسی ارتباط بین جریان نقد آزاد و عملکرد مالی شرکت‌ها پرداختند و نشان دادند که جریان‌های نقدی آزاد با عملکرد شرکت، ارتباط خطی منفی دارد؛ یعنی جریان نقد آزاد زیاد به کاهش عملکرد مالی شرکت منجر می‌شود.

آبرنتی و همکارانش (۲۰۱۳)، تأثیر معیارهای عملکرد را در تصمیم‌گیری‌های موقتی مدیران واحد تجاری در نمونه‌ای متشکل از ۱۰۵ مدیر بررسی کردند و دریافتند که معیارهای غیرمالی به جهت‌گیری و تمایل به سمت تصمیم‌گیری بلندمدت منجر می‌شوند.

ادمانس، فنگ و لولن (۲۰۱۳) معتقدند قریب الوقوع بودن واگذاری سهام با کاهش در مخاج تحقیق و توسعه، تبلیغات و مخارج سرمایه‌ای در ارتباط است. افزون بر این، اگر دوره واگذار کردن سهام طولانی شود، کوتاه‌بینی القا نخواهد شد.

لین، لین، ایزان و سیلواروسا (۲۰۱۳) به بررسی ارتباط فرضیه جریان نقد آزاد جنسن (۱۹۸۶) و احتمال تصاحب شرکت‌ها پرداختند. نتایج حاکی از آن بود که شرکت‌هایی که دارای سطح بالایی از جریان نقد هستند، مطابق با فرضیه جریان نقد آزاد جنسن با احتمال بیشتری در معرض خطر تصاحب قرار دارند.

لادیکا و ساتنر (۲۰۱۶) نشان دادند که مدیران اجرایی با انگیزش کوتاه‌مدت، سرمایه‌گذاری بلندمدت کمتری انجام می‌دهند که عملکرد بلندمدت شرکت را تحت تأثیر منفی قرار می‌دهد.

جیانگ و ژانگ (۲۰۱۶) به بررسی اثر انتخاب رویه‌های حسابداری دارایی‌های بلندمدت بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در این دارایی‌ها پرداختند و نشان دادند زمانی که سودآوری این قبیل دارایی‌ها بالا باشد، تمایل به بیش سرمایه‌گذاری مشاهده می‌شود و برعکس وقتی که سودآوری این دارایی‌ها کم است، تمایل به سرمایه‌گذاری کمتر از حد وجود دارد.

بر اساس نظریه جریان نقد آزاد، انتظار می‌رود وجود جریان‌های نقدی آزاد و نبود فرصت‌های سرمایه‌گذاری با بازده مثبت، مدیران را درگیر بیش سرمایه‌گذاری و جوه نقد کند که بر اساس منافع شخصی آنان و برخلاف منافع بلندمدت مالکان صورت می‌گیرد (جنسن، ۱۹۸۶). هنوز اجماع نظری در خصوص اثر وجود جریان‌های نقد آزاد بر عملکرد کوتاه‌مدت و بلندمدت شرکت وجود ندارد و برخی تحقیقات به نتایجی مغایر با پیش‌بینی‌های نظری موجود دست یافته‌اند که پیش‌تر به برخی از این مطالعات اشاره شد. برای مثال یحیی‌زاده‌فر، شمس و پاکدین امیری (۱۳۹۲) نشان دادند در شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد زیادی وجود دارد، رابطه جوه نقد آزاد و بازده سهام مثبت است. از سویی، کوتاه‌بینی مدیریت می‌تواند موجب تخریب عملکرد شرکت، به‌ویژه در بلندمدت شود و انتظار می‌رود چنین مدیرانی منافع بلندمدت شرکت را فدای منافع کوتاه‌مدت شخصی کنند (میزیک و جاکوسون، ۲۰۰۷؛ مرادی و باقری، ۱۳۹۳). تاکنون اثر این ویژگی رفتاری مدیران بر نحوه استفاده از جوه نقد آزاد بررسی نشده است. بنابراین، این موضوع که نقش ویژگی‌های رفتاری مدیران (کوتاه‌بینی مدیریت) بر بیش سرمایه‌گذاری و جوه نقد آزاد و تخریب ارزش مورد انتظار مالکان چگونه است، جای تأمل دارد و این که آیا می‌توان با اتخاذ راهکارهایی برای تعدیل کوتاه‌بینی مدیران، به تعدیل و کنترل آثار ناشی از جریان‌های نقد آزاد امیدوار بود، می‌تواند راهکاری برای کنترل هزینه‌های نمایندگی مرتبط با جریان‌های نقد آزاد باشد. بنابراین، مطالعه حاضر به بررسی تأثیر جریان‌های نقد آزاد بر عملکرد کوتاه‌مدت و بلندمدت

شرکت می‌پردازد و نقش تعدیل‌کننده یا تشدیدکننده کوتاه‌بینی مدیریت بر هزینه‌های نمایندگی مرتبط با وجود جریان‌های نقدی آزاد را بررسی می‌کند.

### فرضیه‌های تحقیق

برای دستیابی به اهداف تحقیق و بر اساس مبانی نظری مطرح‌شده، دو فرضیه به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: بین جریان نقد آزاد و بازدهی شرکت رابطه معناداری وجود دارد.  
فرضیه دوم: کوتاه‌بینی مدیریت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و بازدهی شرکت اثر دارد.  
مدل‌های رگرسیونی که به کمک آنها فرضیه‌های پژوهش آزمون شده‌اند، برگرفته از مطالعه میزیک (۲۰۱۰) است که با توجه به موضوع مطالعه و برای بررسی اثر تعدیلی کوتاه‌بینی مدیریت، با اضافه کردن متغیرهای مصنوعی در آن تعدیل ایجاد شده است.

### مدل و متغیرهای تحقیق

در مدل‌های استفاده‌شده برای آزمون فرضیه‌های تحقیق، بازده سهام به دو شیوه بازده کوتاه‌مدت (یک‌ساله) و بلندمدت (سه‌ساله) در نظر گرفته شده است. فرضیه اول تحقیق، به کمک مدل‌های ۱ و ۲ آزمون شدند.

$$RET_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 RET_{i,t-1} \quad (1 \text{ مدل})$$

$$ACCRET_{i,3} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 RET_{i,t-1} \quad (2 \text{ مدل})$$

فرضیه اول تحقیق بر اساس ضریب  $\beta_1$  بررسی و آزمون می‌شود. در این مدل انتظار می‌رود بر اساس نظریه جریان وجوه نقد آزاد، ضریب متغیر FCF منفی و افزایش جریان وجه نقد آزاد در تضاد با منافع مالکان باشد.

به‌منظور آزمون فرضیه ۲ نیز، از مدل‌های ۳ و ۴ به شرح زیر استفاده شده است:

$$RET_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{i,t} + \beta_2 DUMMYPPR_{i,t} . FCF_{i,t} + \beta_3 DUMMYPNR_{i,t} . FCF_{i,t} + \beta_4 DUMMYPOTHER1_{i,t} . FCF_{i,t} + \beta_5 DUMMYPOTHER2_{i,t} . FCF_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Lev_{i,t} + \beta_8 RET_{i,t-1} \quad (3 \text{ مدل})$$

$$\begin{aligned}
 ACCRET_{i,3} = & \beta_0 + \beta_1 FCF_{i,t} + \beta_2 DUMMYPPR_{i,t} . FCF_{i,t} \\
 & + \beta_3 DUMMYPNR_{i,t} . FCF_{i,t} \\
 & + \beta_4 DUMMYPOTHER1_{i,t} . FCF_{i,t} \\
 & + \beta_5 DUMMYPOTHER2_{i,t} . FCF_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} \\
 & + \beta_7 Lev_{i,t} + \beta_8 RET_{i,t-1}
 \end{aligned}
 \quad \text{مدل (۴)}$$

فرضیه دوم تحقیق از طریق مقایسه ضرایب  $\beta_2$ ،  $\beta_3$ ،  $\beta_4$  و  $\beta_5$  به کمک آزمون والد بررسی می‌شود. نحوه اندازه‌گیری متغیرها در جدول ۲ خلاصه شده است. کوته‌بینی مدیریت نیز مطابق با مطالعه مرادی و باقری (۱۳۹۳) بر اساس روش اندرسون و سیائو (۱۹۸۲) اندازه‌گیری شده است. به‌منظور شناسایی و تعیین شرکت‌های کوته‌بین، ابتدا لازم است سطح مورد انتظار بازده دارایی، هزینه بازاریابی و هزینه تحقیق و توسعه برای هر شرکت در هر دوره زمانی تعیین شود. برای این کار به پیروی از اندرسون و سیائو (۱۹۸۲) از رابطه‌های زیر استفاده شده است.

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۱)}$$

$$MktA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Mkt_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۲)}$$

$$R \& D_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R \& D_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۳)}$$

که در این رابطه‌ها،  $ROA_{it}$ ،  $Mktg_{it}$  و  $R\&D_{it}$  به ترتیب بازده دارایی‌ها (سود خالص تقسیم بر جمع دارایی‌ها)، مخارج بازاریابی و مخارج تحقیق و توسعه برای شرکت  $i$  در دوره  $t$  است. گفتنی است، مخارج بازاریابی و مخارج تحقیق و توسعه از یادداشت‌های توضیحی شرکت‌هایی که افشا کرده‌اند، استخراج شده است. همچنین با توجه به این که تعداد داده‌های در دسترس برای اجرای مدل هزینه تحقیق و توسعه کافی نبود، اجرای این مدل در سطح صنعت میسر نشد، به‌منظور استخراج ضرایب مدل و برآورد باقی‌مانده‌ها، معادله‌های سودآوری و مخارج بازاریابی در سطح صنعت و معادله مخارج تحقیق و توسعه در سطح کل شرکت‌ها به اجرا درآمد. پس از محاسبه مقادیر برآوردی بازده دارایی‌ها، مخارج بازاریابی و مخارج تحقیق و توسعه با استفاده از مدل‌های یادشده، مقادیر پیش‌بینی شده حاصل از مدل با مقادیر واقعی مقایسه می‌شود، سپس با توجه به خطای پیش‌بینی این سه مدل، شرکت‌ها در چهار دسته اصلی به شرح مندرج در جدول ۱ قرار می‌گیرند و برای هر گروه یک متغیر مصنوعی (DUMMYYP) در نظر گرفته



می‌شود که در جدول ۲ تشریح شده است. در بین این گروه‌ها، گروه ۱ به‌منزله شرکت‌های با مدیریت کوتاه‌بین در نظر گرفته شده است. در این گروه، علی‌رغم مثبت‌بودن عملکرد شرکت و افزایش بازده دارایی‌ها، مخارج بازاریابی و تحقیق و توسعه کاهش یافته است (مرادی و باقری، ۱۳۹۳).

جدول ۱. گروه‌بندی شرکت‌ها

اختلاف مقادیر واقعی و مورد انتظار			گروه
مخارج تحقیق و توسعه	مخارج بازاریابی	بازده دارایی‌ها	
منفی	منفی	مثبت	گروه ۱ (شرکت‌های کوتاه‌بین با بازده مثبت)
منفی	منفی	منفی	گروه ۲ (شرکت‌های کوتاه‌بین با بازده منفی)
مثبت	مثبت	مثبت	گروه ۳ (شرکت‌های غیرکوتاه‌بین با بازده مثبت)
فقط تغییرات یکی از مخارج بازاریابی یا تحقیق و توسعه مثبت			
مثبت	مثبت	منفی	گروه ۴ (شرکت‌های غیرکوتاه‌بین با بازده منفی)
فقط تغییرات یکی از مخارج بازاریابی یا تحقیق و توسعه مثبت			

جریان نقد آزاد نشان‌دهنده میزان وجه نقدی است که مدیران به‌وسیله آن می‌توانند به ارزش شرکت خود بیفزایند تا از این طریق برای سهامداران خود ارزش آفرین باشند. مدل‌های مختلفی برای محاسبه جریان نقد آزاد مطرح شده است که از آن جمله می‌توان به مدل لن و پولسن (۱۹۸۹) اشاره کرد. لن و پولسن معتقدند که جریان نقد آزاد را می‌توان از سود عملیاتی قبل از استهلاک پس از کسر مالیات و بهره و سود پرداختی به سهامداران به‌دست آورد. در این پژوهش برای محاسبه جریان نقد آزاد از تعریف لن و پولسن (۱۹۸۹) به شرح زیر استفاده شده است.

$$FCF = (INC - TAX - INTEXP - DIVP) / TA \quad \text{رابطه ۴}$$

که در آن،  $FCF$  معرف جریان‌های نقد آزاد؛  $INC$ : سود عملیاتی قبل از استهلاک؛  $TAX$ : مالیات بر درآمد پرداختی؛  $INTEXP$ : بهره پرداختی؛  $DIVP$ : سود پرداختی به سهامداران و  $TA$ : معرف کل دارایی‌هاست.

جدول ۲. متغیرهای به کار رفته در تحقیق و علائم اختصاری آنها

نماد	نام متغیر	نحوه اندازه گیری
MYP	کوتاه بینی مدیریت	روش اندرسون و سیانو (۱۹۸۲)
FCF	جریان نقد آزاد	جریان نقد آزاد = (سود عملیاتی قبل از استهلاک - مالیات بر درآمد پرداختی - بهره پرداختی - سود پرداختی به سهامداران) // جمع دارایی ها
RET <sub>it</sub>	بازدهی دوره t (یک ساله)	اختلاف قیمت سهام ابتدا و پایان دوره، به علاوه سود نقدی، مزایای حق تقدم و سهام جایزه، تقسیم بر قیمت ابتدای دوره
ACCRET <sub>T</sub>	بازدهی انباشته بلندمدت (سه ساله)	$ACCRET_3 = R_{it} + R_{it+1} + R_{it+2}$
SIZE	اندازه شرکت	لگاریتم طبیعی فروش
LEVREG	اهرم مالی	جمع بدهی ها تقسیم بر جمع دارایی ها
DUMMYPPR	شرکت های کوتاه بین با بازده مثبت	برای شرکت های گروه ۱ برابر با یک و در غیر این صورت صفر
DUMMYPNR	شرکت های کوتاه بین با بازده منفی	برای شرکت های گروه ۲ برابر با یک و در غیر این صورت صفر
DUMMYPOTHER1	شرکت های غیر کوتاه بین با بازده مثبت	برای شرکت های گروه ۳ برابر با یک و در غیر این صورت صفر
DUMMYPOTHER2	شرکت های غیر کوتاه بین با بازده منفی	برای شرکت های گروه ۴ برابر با یک و در غیر این صورت صفر

### روش شناسی پژوهش

داده ها و اطلاعات لازم تحقیق، از بانک های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزار تدبیر پرداز گردآوری شده اند. تحلیل مدل ها و متغیرها نیز در نرم افزار Eviews-7 و با استفاده از رگرسیون چندمتغیره و آزمون مقایسه ضرایب (والد) انجام شده است. جامعه آماری این پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که بر اساس شرایط زیر برای بررسی انتخاب شدند:

۱. شرکت ها از نوع سرمایه گذاری، واسطه گری مالی یا بانک ها و غیره نباشند؛
۲. پایان سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند باشد؛
۳. در طول دوره اجرای تحقیق وقفه عملیات و تغییر سال مالی نداشته باشند؛
۴. یک سال قبل از آغاز تحقیق در بورس پذیرفته شده باشند.

با توجه به محدودیت‌های بیان شده، ۹۶ شرکت طی بازه زمانی شش‌ساله از ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ انتخاب شدند. در اندازه‌گیری عملکرد بلندمدت شرکت از بازه انباشته سه ساله آتی استفاده شده است، بنابراین بازه سهام سال‌های ۱۳۹۰ و ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲ نیز در تحلیل به کار برده شدند.

### یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش، در جدول ۳ ارائه شده است. تعداد مشاهدات ۵۷۶ مورد است و همان‌گونه که مشاهده می‌شود، جریان‌های نقد آزاد به‌طور متوسط کمتر از ۷ درصد دارایی شرکت‌ها را تشکیل می‌دهند.

جدول ۳. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق برای ۹۶ شرکت طی دوره ۸۹-۱۳۸۴

شرح	میانگین	میان	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
بازده انباشته ۳ ساله	۰/۶۳۲۴	۰/۵۷۵۰	۰/۷۱۸۷۲	-۰/۹۰	۲/۶۵
بازده یک سال بعد	۰/۲۲۷۰	۰/۱۴۷۰	۰/۴۵۶۴۸	-۰/۷۳	۱/۷۷
جریان نقد آزاد	۰/۰۶۶۷	۰/۰۵۴۸	۰/۱۳۶۹	-۰/۵۹۰۱	۱/۳۹۱۷
اندازه شرکت	۱۲/۹۴۲۱	۱۲/۷۹۵۳	۱/۳۸۲۱۷	۹/۴۴	۱۷/۸۸
اهرم مالی	۰/۶۰۱۱	۰/۶۲۲۱	۰/۱۵۴۱۵	-۰/۲۸	۰/۸۸
بازده سال قبل	۰/۱۷۳۲	۰/۰۶۹۳	۰/۴۶۸۷۴	-۰/۷۳	۱/۶۸

فراوانی مشاهده‌های هر چهار گروه (جدول ۴) نشان می‌دهد از کل مشاهده‌ها، گروه دوم (شرکت‌های کوتاه‌بین با بازده دارایی منفی) بیشترین فراوانی و گروه سوم (شرکت‌های غیرکوتاه‌بین با بازده دارایی مثبت) کمترین فراوانی را به خود اختصاص داده‌اند.

جدول ۴. فراوانی مشاهده‌ها در زیرگروه‌های نمونه

گروه	شرح	فراوانی	درصد
گروه ۱	شرکت‌های کوتاه‌بین با بازده دارایی مثبت	۱۴۳	۲۴/۸
گروه ۲	شرکت‌های کوتاه‌بین با بازده دارایی منفی	۱۸۵	۳۲/۲
گروه ۳	شرکت‌های غیرکوتاه‌بین با بازده دارایی مثبت	۱۱۳	۱۹/۶
گروه ۴	شرکت‌های غیرکوتاه‌بین با بازده دارایی منفی	۱۳۵	۲۳/۴
جمع مشاهده‌ها		۵۷۶	۱۰۰

خلاصه خروجی‌های آماری مدل‌های ۱ و ۲ به‌منظور آزمون فرضیه اول در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵. خروجی آماری مدل‌های ۱ و ۲ مربوط به فرضیه اول

نتایج مدل ۱ (متغیر وابسته: بازده سال آتی)				
متغیر	ضرایب بتا	سطح معناداری	آماره t	همخطی (VIF)
ضریب ثابت	-۰/۴۶۷۳۹۱	۰/۰۰۲۴	-۳/۰۵۴۶۱۶	----
جریان نقد آزاد	-۰/۵۸۹۱۵۶	۰/۰۰۰۰	-۶/۲۷۳۳۷۴	۱/۲۵۴۸۷۴
اندازه شرکت	۰/۰۷۷۱۷۹	۰/۰۰۰۰	۷/۵۵۹۶۵۴	۱/۳۷۵۰۹۱
اهرم مالی	-۰/۵۱۲۱۹۷	۰/۰۰۰۰	-۵/۰۱۱۰۴۲	۱/۰۸۳۷۸۰
بازده سال قبل	-۰/۰۵۹۶۶۳	۰/۰۸۱۷	-۱/۷۴۳۹۲۹	۱/۰۰۸۲۴۵
ضریب تعیین (R <sup>۲</sup> )		۰/۲۷۸۱۰	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۷۳۷۵۸
آماره F		۰/۰۰۰۰	آماره دوربین واتسون	۱/۹۴۹۸۴۹
آزمون جاکو - برا (سطح معناداری)		۰/۱۰۰۷۷۲		
نتایج مدل ۲ (متغیر وابسته: بازده انباشته سه سال آتی)				
متغیر	ضرایب بتا	سطح معناداری	آماره t	همخطی (VIF)
ضریب ثابت	۰/۹۰۸۱۴۱	۰/۰۰۰۷	۳/۴۱۵۳۳۰	----
جریان نقد آزاد	-۱/۲۴۲۲۰۴	۰/۰۰۰۰	-۸/۰۱۳۵۳۱	۱/۲۵۴۷۸۰
اندازه شرکت	۰/۰۲۶۷۹۶	۰/۱۷۶۹	۱/۳۵۲۱۵۷	۱/۰۱۷۳۵۳
اهرم مالی	-۰/۹۵۹۶۸۷	۰/۰۰۰۰	-۵/۵۰۷۳۴۴	۱/۰۵۴۶۹۸
بازده سال قبل	-۰/۰۱۰۶۲۳	۰/۸۵۵۴	-۰/۱۸۲۳۶۸	۱/۰۰۷۸۶۵
ضریب تعیین (R <sup>۲</sup> )		۰/۲۰۸۴۳۷	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۹۸۶۵۶
آماره F		۰/۰۰۰۰	آماره دوربین واتسون	۱/۸۷۶۷۱۹
آزمون جاکو - برا (سطح معناداری)		۰/۰۸۵۵۷۵		

همان‌گونه که مشاهده می‌شود، سطح معناداری آماره F برای هر دو مدل از ۵ درصد کمتر است، بنابراین مدل‌ها معنادار هستند. همچنین با توجه به این که آماره VIF برای متغیرها نزدیک به ۱ است، همخطی بین متغیرهای مستقل وجود ندارد. آماره دوربین - واتسون نیز حاکی از استقلال باقی‌مانده‌های مدل است. نتیجه آزمون جاکو - برا سطح معناداری را بیش از ۵ درصد نشان می‌دهد، بنابراین توزیع باقی‌مانده‌های مدل رگرسیونی نرمال است. مقدار ضرایب تعیین تعدیل شده مدل اول (حدود ۲۷ درصد) و مدل دوم (حدود ۲۰ درصد) گویای توان تبیین متغیرهای مستقل است. در هر دو مدل، جریان‌های نقد آزاد ارتباط منفی و معناداری با بازده آتی

دارند و بر هر دو بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت، تأثیر منفی می‌گذارند. بنابراین فرضیه اول تحقیق تأیید می‌شود. خلاصه خروجی آماری مدل‌های ۳ و ۴ در جدول ۶ ارائه شده است.

جدول ۶. خروجی آماری مدل‌های ۳ و ۴ مربوط به فرضیه دوم

نتایج مدل ۳ (متغیر وابسته: بازده سال آتی)				
متغیر	ضرایب بتا	سطح معناداری	آماره t	همخطی (VIF)
ضریب ثابت	-۰/۱۶۷۵۰۱	۰/۲۷۲۰	-۱/۰۹۹۴۵۸	---
جریان نقد آزاد	-۰/۳۲۳۹۷۶	۰/۰۰۱۴	-۳/۲۰۹۵۷۹	۱/۳۹۵۴۲۲
اندازه شرکت	۰/۰۴۶۸۵۹	۰/۰۰۰۰	۴/۴۱۲۹۵۷	۱/۳۸۹۵۴۶
اهرم مالی	-۰/۴۰۱۹۱۴	۰/۰۰۰۱	-۴/۰۵۳۲۵۱	۱/۱۱۱۳۳۱
بازده سال قبل	-۰/۰۵۱۲۰۴	۰/۱۲۴۶	-۱/۱۵۳۷۹۷۵	۱/۰۴۶۵۱۹
جریان نقد آزاد شرکت‌های گروه ۱	-۰/۶۱۹۵۸۸	۰/۰۰۰۶	-۳/۴۴۶۸۵۸	۱/۵۷۹۰۷۹
جریان نقد آزاد شرکت‌های گروه ۲	-۰/۵۰۳۹۳۵	۰/۰۱۰۹	-۲/۶۹۳۵۵۰	۱/۵۲۷۰۲۶
جریان نقد آزاد شرکت‌های گروه ۳	-۰/۴۱۷۹۹۲	۰/۰۳۰۳	-۲/۳۰۹۸۹۰	۱/۱۵۰۹۱۳
جریان نقد آزاد شرکت‌های گروه ۴	-۰/۳۵۱۳۳۷	۰/۰۴۱۲	-۲/۱۳۰۵۶۷	۱/۰۷۹۷۹۳
ضریب تعیین (R <sup>۲</sup> )	۰/۳۱۲۵۴۸	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۰۲۵۷۵	
آماره F	۰/۰۰۰۰	آماره دوربین واتسون	۱/۹۳۴۷۳۲	
آزمون جاکو - برا (سطح معناداری) ۰/۰۹۶۸۳۸				
نتایج مدل ۴ (متغیر وابسته: بازده انباشته سه سال آتی)				
متغیر	ضرایب بتا	سطح معناداری	آماره t	همخطی (VIF)
ضریب ثابت	۰/۸۱۵۲۶۷	۰/۰۰۱۲	۳/۲۵۵۸۴۱	---
جریان نقد آزاد	-۰/۵۶۰۳۴۹	۰/۰۰۰۹	-۳/۳۴۷۴۸۴	۱/۸۵۲۱۴۸
اندازه شرکت	۰/۰۱۶۷۷۶	۰/۳۷۱۸	۰/۸۹۳۸۸۶	۱/۰۳۵۱۵۵
اهرم مالی	-۰/۷۲۴۷۲۹	۰/۰۰۰۰	-۴/۳۵۶۶۸۴	۱/۱۴۱۷۶۴
بازده سال قبل	۰/۰۱۱۷۵۹	۰/۸۳۰۳	۰/۲۱۴۴۷۶	۱/۰۱۸۴۵۵
جریان نقد آزاد شرکت‌های گروه ۱	-۱/۲۴۱۹۱۶	۰/۰۰۰۰	-۴/۷۶۷۵۱۰	۱/۶۰۵۰۶۵
جریان نقد آزاد شرکت‌های گروه ۲	-۰/۸۱۲۵۰۲	۰/۰۰۰۷	-۳/۴۱۱۰۶۹	۱/۴۶۴۴۴۸
جریان نقد آزاد شرکت‌های گروه ۳	-۰/۶۶۰۷۴۳	۰/۰۱۲۵	-۲/۵۴۷۷۳۷	۱/۵۱۳۶۹۱
جریان نقد آزاد شرکت‌های گروه ۴	-۰/۴۷۲۳۳۲	۰/۰۴۰۳	-۲/۰۷۶۲۲۱	۱/۵۷۶۶۰۰
ضریب تعیین (R <sup>۲</sup> )	۰/۲۹۶۲۱۳	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۸۶۱۴۲	
آماره F	۰/۰۰۰۰	آماره دوربین واتسون	۱/۹۰۶۰۴۹	
آزمون جاکو - برا (سطح معناداری) ۰/۰۹۷۹۵۶				

با توجه به اطلاعات مندرج در جدول ۶، هر دو مدل معنادار است، همخطی بین متغیرهای مستقل وجود ندارد و باقی مانده‌ها نیز مستقل هستند. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برای مدل سوم حدود ۳۰ درصد و برای مدل دوم حدود ۲۸ درصد به دست آمد که گویای توان تبیین متغیرهای مستقل است. بر اساس نتایج، بین جریان‌های نقدی آزاد در دسترس و بازدهی آتی (اعم از کوتاه مدت یا بلندمدت) در همه زیرگروه‌های انتخابی و با در نظر گرفتن کوتاه‌بینی مدیریت در هر دو مدل، ارتباط منفی و معناداری برقرار است؛ به بیان دیگر، جریان‌های نقد آزاد، هم بر بازده کوتاه مدت و هم بر بازده بلندمدت، در همه زیرگروه‌ها اثر منفی می‌گذارد.

نکته جالب توجه در جدول ۶ آن است که بیشترین ضریب منفی در هر دو مدل به گروه ۱ (شرکت‌های کوتاه‌بین با بازده دارایی مثبت) اختصاص یافته است، گروه‌های ۲ (شرکت‌های کوتاه‌بین با بازده دارایی منفی) و ۳ (شرکت‌های غیرکوتاه‌بین با بازده دارایی مثبت) در رتبه‌های بعدی و کمترین ضریب منفی به گروه ۴ (شرکت‌های غیرکوتاه‌بین با بازده دارایی منفی) تعلق دارد. همچنین ضرایب یادشده در بلندمدت منفی‌ترند. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که کوتاه‌بینی مدیریت بر رابطه بین جریان نقد آزاد با بازده کوتاه مدت (بازده یکسال بعد) و بازده بلندمدت (بازده انباشته سه سال آتی) اثر دارد. بنابراین فرضیه دوم تحقیق تأیید می‌شود.

در ادامه، به منظور تبیین نحوه اثرگذاری کوتاه‌بینی مدیریت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و بازدهی، آزمون مقایسه ضرایب (آزمون والد) به اجرا درآمد؛ بدین ترتیب که ضریب بتا برای هر یک از متغیرهای مصنوعی با ضریب مذکور برای جریان نقد آزاد، مقایسه شد. نتایج آزمون مقایسه معناداری اختلاف ضرایب (آزمون والد) در جدول ۷ ارائه شده است.

جدول ۷. آزمون مقایسه ضرایب (آزمون والد)

مقایسه ضرایب برای مدل ۳ (متغیر وابسته: بازده سه سال آتی)			
اختلاف ضرایب	سطح معناداری	آماره والد	ضرایب مقایسه شده
-۰/۱۱۵۶۵۳	۰/۰۰۰۰	۱۶/۲۳۳۵۵	$\beta_2 - \beta_3$ (گروه ۱ و ۲)
-۰/۰۷۵۹۴۳	۰/۰۱۹۱	۷/۰۱۴۲۳۱	$\beta_3 - \beta_4$ (گروه ۲ و ۳)
-۰۵/۰۶۶۶۸۵	۰/۹۱۶۱	۱۰/۱۱۰۹۶	$\beta_4 - \beta_5$ (گروه ۳ و ۴)
مقایسه ضرایب برای مدل شماره ۴-متغیر وابسته: بازده انباشته سه سال آتی			
-۰/۴۲۹۴۱۴	۰/۰۰۲۶	۹/۲۷۶۸۰۸	$\beta_2 - \beta_3$ (گروه ۱ و ۲)
-۰/۱۵۱۷۵۹	۰/۱۹۲۷	۱/۷۰۰۶۱۳	$\beta_3 - \beta_4$ (گروه ۲ و ۳)
-۰/۱۸۱۴۱۱	۰/۰۳۸۵	۵/۷۵۴۳۱۱	$\beta_4 - \beta_5$ (گروه ۳ و ۴)

همان‌گونه که ملاحظه می‌شود با توجه به مدل ۳ (بازده یک سال آتی)، حساسیت بازدهی سال آتی به جریان‌های نقد آزاد در شرکت‌های کوتاه‌بین، سطح معناداری بیشتری (منفی‌تری) از شرکت‌های با مدیریت غیرکوتاه‌بین دارد و در این رابطه، تأثیر سودآوری و بازده دارایی‌های مثبت و فراتر از انتظار نیز، مشهود است؛ به این معنا که در شرکت‌های کوتاه‌بین با سودآوری فراتر از انتظار، جریان‌های نقد آزاد بیشتر، اثر منفی‌تری بر بازده سال آتی سهام شرکت می‌گذارد. برای مدل ۴ نیز نتایج مشابهی به دست آمد که حاکی از اثر فزاینده و توأمان کوتاه‌بینی و سودآوری فراتر از حد انتظار بر آثار مخرب جریان نقد آزاد در بلندمدت (کاهش بازده انباشته سهام طی سه سال آتی) است. همچنین همان‌گونه که مشهود است، اختلاف ضرایب جریان نقد آزاد بین زیرگروه‌های ۳ و ۴ در مدل سوم و بین زیرگروه‌های ۲ و ۳ در مدل چهارم، معنادار نیست؛ اما بین زیرگروه‌های ۳ و ۴ در مدل چهارم معنادار است.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

گاهی مدیران در اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، بر اساس منافع شخصی خود اقدام می‌کنند و از عدم تقارن اطلاعاتی موجود، در راستای منافع شخصی خود که لزوماً با منافع مالکان همسو نیست، بهره می‌برند (یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸). در این حالت، اگر مدیران به جریان‌های نقدی آزاد دسترسی داشته باشند و فرصت‌های سرمایه‌گذاری با بازده مثبت در اختیار نداشته باشند، بر اساس نظریه جریان نقد آزاد، انتظار می‌رود درگیر بیش سرمایه‌گذاری وجوه نقد شوند و با هدف کنترل جریان‌های نقدی، بر اساس منافع شخصی خویش و بر خلاف منافع بلندمدت مالکان اقدام کنند (جنسن، ۱۹۸۶). از سوی دیگر، مدیرانی که بر اهداف کوتاه‌مدت متمرکزند، در فاصله زمانی کوتاه به نتایج و بازده سریع و البته موقت دست می‌یابند و به بیان دیگر درگیر مدیریت کوتاه‌بین می‌شوند (جروایس، ۲۰۱۰). بنابراین وجوه نقد آزاد و کوتاه‌بینی، هر دو به سرمایه‌گذاری غیربهبینه منجر می‌شود که با منافع سهامداران در تضاد است. با هدف تبیین آثار توأم کوتاه‌بینی و بیش سرمایه‌گذاری وجوه نقد آزاد توسط مدیران، در این تحقیق تأثیر کوتاه‌بینی مدیریت بر رابطه جریان‌های نقد آزاد و بازده سهام در بلندمدت و کوتاه‌مدت بررسی شد.

بر اساس نتایج تحقیق، فرضیه اول به تأیید رسید؛ به این معنا که مطابق با فرضیه جریان نقد آزاد جنسن (۱۹۸۶)، بین جریان نقدی آزاد و بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه منفی و معناداری وجود دارد. این نتیجه با نتایج مطالعه هارفورد (۱۹۹۹)، شوتزler و ریمانند (۲۰۰۴)، اوتامی و اینانگا (۲۰۱۱) و هانگ و همکاران (۲۰۱۲) که وجود رابطه منفی بین جریان نقد آزاد و عملکرد شرکت (بازده سهام) را تأیید کردند، مطابقت دارد. با

این حال نتیجه این فرضیه با یافته‌های میکلسون و پارچ (۲۰۰۳)، گرگوری (۲۰۰۵)، ریچاردسون (۲۰۰۶)، وانگ (۲۰۱۰)، حبیب (۲۰۱۱) و محمودآبادی و همکاران (۱۳۹۲) که به شواهدی مبنی بر نقض فرضیه جریان‌های نقدی دست یافتند و رابطه مثبتی بین جریان‌های نقدی آزاد و عملکرد شرکت گزارش کردند، مغایر است.

فرضیه دوم تحقیق به بررسی اثر کوتاه‌بینی بر رابطه جریان نقد آزاد و عملکرد شرکت پرداخته است. نتایج نشان داد حساسیت بازدهی سال آتی به جریان‌های نقد آزاد در شرکت‌های کوتاه‌بین، به میزان معناداری بیشتر (منفی‌تر) از شرکت‌های با مدیریت غیرکوتاه‌بین است و در این رابطه، تأثیر سودآوری و بازده دارایی‌های مثبت و فراتر از انتظار نیز، مشهود است؛ به این معنا که در شرکت‌های کوتاه‌بین با سودآوری فراتر از انتظار، وجود جریان‌های نقد آزاد بیشتر، اثر منفی تری بر بازده سال آتی سهام شرکت دارد. در مدل ۴ نیز نتایج مشابهی به دست آمد و حاکی از اثر فزاینده و توأمان کوتاه‌بینی و سودآوری فراتر از حد انتظار بر آثار مخرب جریان نقد آزاد در بلندمدت (کاهش بازده انباشته سهام طی سه سال آتی) است. به نظر می‌رسد مدیرانی که به دلیل سودآوری فراتر از انتظار، دچار فراطمینان می‌شوند و در عین حال، نگاه کوتاه‌بینانه‌ای در تصمیم‌های خود دارند و مخارج بازاریابی و تحقیق و توسعه خود را کاهش می‌دهند، در استفاده از جریان‌های نقد آزاد شرکت، آثار مخرب بیشتری برای شرکت به بار می‌آورند. بنابراین کوتاه‌بینی مدیریت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و بازده کوتاه‌مدت شرکت مؤثر است و در مجموع حساسیت بازده سهام به جریان‌های نقد آزاد در شرکت‌های با مدیریت کوتاه‌بین بیشتر از سایر شرکت‌هاست و کوتاه‌بینی مدیریت، به تشدید رابطه منفی بین جریان نقد آزاد و بازده سهام منجر شده است. به بیان دیگر، اگر افزایشی در جریان نقد آزاد شرکت‌های کوتاه‌بین رخ دهد، این افزایش در مقایسه با افزایش جریان نقد آزاد شرکت‌های غیرکوتاه‌بین، موجب کاهش بیشتر در بازده سهام شرکت خواهد شد. به نظر می‌رسد از یک سو وجود جریان‌های نقدی آزاد، به اتلاف منابع توسط مدیران منجر شده و از سوی دیگر کوتاه‌بینی مدیران نیز این سوءاستفاده و اتلاف منابع را، در جهت تأمین منافع مدیران تشدید می‌کند. نتیجه این فرضیه با یافته‌های روی‌چودری (۲۰۰۶)، میزیک و جاکوبسون (۲۰۰۷)، علی و همکاران (۲۰۱۲)، پاول و همکاران (۲۰۱۲) و مرادی و باقری (۱۳۹۳) مطابقت دارد و مغایر با نتایج پژوهش آسکر و همکاران (۲۰۱۰) است که نشان دادند فعالیت‌های کوتاه‌بینانه همچون کاهش هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه، نتایج کوتاه‌مدت مطلوبی دارند.

برای انجام تحقیق‌های آتی پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌شود:



- با توجه به فرضیه جریان نقد آزاد، تضاد منافع در شرکت‌های با جریان نقد آزاد زیاد و فرصت‌های رشد پایین بیشتر است، از این رو می‌توان پژوهش حاضر را با در نظر گرفتن فرصت‌های رشد اجرا کرد و به بررسی تأثیر فرصت‌های رشد بر این روابط پرداخت؛
  - به‌جای استفاده از هزینه تحقیق و توسعه، از افق سرمایه‌گذاری در دارایی‌های فیزیکی به‌عنوان متغیر جایگزین کوتاه‌بینی استفاده کرد؛
  - پژوهش در خصوص انواع مختلف کوتاه‌بینی و ارائه مدل برای آنها، به‌خصوص کوتاه‌بینی ناشی از اعتماد به نفس بیش از حد (فراطمینان) و اثر آن بر قیمت و بازده سهام؛
  - بررسی تأثیر روش‌های مختلف انگیزش و اعطای پاداش بر تصمیم‌های کوتاه‌بینانه مدیران.
- در انجام این مطالعه، محدودیت‌هایی در زمینه دسترسی به برخی اطلاعات شرکت‌ها، از جمله تحقیق و توسعه وجود داشته است و شرکت‌های معدودی این هزینه‌ها را جداگانه افشا نموده بودند که باید در تعمیم نتایج بدان توجه داشت.

## فهرست منابع

- محمودآبادی، ح.؛ مهدوی، غ. و فریدونی، م. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و هزینه‌های نمایندگی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، *دانش حسابداری*، ۴ (۱۲)، ۱۳۰-۱۱۱.
- مرادی، ج. و باقری، ه. (۱۳۹۳). بررسی مقایسه‌ای تأثیر کوتاه‌بینی مدیریت و مدیریت سود بر بازده سهام، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۱ (۲)، ۲۵۰-۲۲۹.
- یحیی‌زاده‌فر، م.؛ شمس، ش. و پاکدین امیری، م. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر فرصت‌های رشد در ارزش‌گذاری جریان نقدی آزاد، نام نشریه، ۲۰ (۱)، ۱۳۲-۱۱۳.
- Abernethy, M. A., Bouwens, J. & Lent, L. (2013). The role of performance measures in the intertemporal decisions of business unit managers. *Contemporary Accounting Research*, 30(3), 925-961.
- Ali, A., Ciftci, M., & Cready, W. M. (2012). Market underestimation of the implications of R&D increases for future earnings: the US evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(3-4), 289-314.
- Anderson, T. W. & Hsiao, C. (1982). Formulation and estimation of dynamic models using panel data. *Journal of econometrics*, 18(1), 47-82.

- Asker, J., Farre-Mensa, J., & Ljungqvist, A. (2010). *Does the stock market harm investment incentives? Working paper, Stern School of Business, New York University, US.*
- Chirinko, R., Garretsen, H., & Sterken, E. (2003). *Corporate control mechanisms, voting and cash flow rights, and the performance of Dutch firms* (No. 200309). University of Groningen, CCSO Centre for Economic Research.
- Chowdhury, J. (2012). Managerial Myopia: A New Look. *Available at SSRN 1991429.*
- D'Mello, R. & Miranda, M. (2010). Long-term debt and overinvestment agency problem. *Journal of Banking & Finance, 34*(2): 324-335.
- Edmans, A., Fang, V. W., & Lewellen, K. A. (2013). *Equity vesting and managerial myopia* (No. w19407). National Bureau of Economic Research.
- García Lara, J.M., García Osma, B. & Penalva, F. (2010). *Accounting conservatism and firm investment efficiency.* Working paper, IESE Business School, University of Navarra.
- Gervais, S. (2010). Capital budgeting and other investment decisions. *Behavioral Finance*, Published Online: 29 NOV 2011, DOI: 10.1002/9781118258415.ch22.
- Gregory, A. (2005). The long run abnormal performance of UK acquirers and the free cash flow hypothesis. *Journal of Business Finance & Accounting, 32*(5-6), 777-814.
- Ha, J. H. (2011). *Agency Costs of Free Cash Flow and Conditional Conservatism*, Oklahoma State University.
- Habib, A. (2012). Growth opportunities, earnings permanence and the valuation of free cash flow. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal, 5*(4), 101-122.
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *Journal of Finance, 54*, 1969-1997.
- Hong, Z., Shuting, Y., & Meng, Z. (2012). Relationship between free cash flow and financial performance evidence from the listed real estate companies in China. *IPCSIT, 36*: 331-335.
- Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review, 76*(2).
- Jiang, X., & Zhang, G. (2016). *Managerial Myopia, Measurement Rules and Investment Efficiency.* Available at: SSRN 2797488.

- Ladika, T., & Sautner, Z. (2016). *Managerial short-termism and investment: Evidence from accelerated option vesting*. Available at SSRN 2286789.
- Laverty, 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.
- Lehn, K., & Poulsen, A. (1989). Free cash flow and stockholder gains in going private transactions. *The Journal of Finance*, 44(3), 771-787.
- Levinthal, D.A. & March, J.G. (1993). The myopia of learning. *Strategic management journal*, 14(S2), 95-112.
- Lin, L., Lin, D., Izan, H. Y., & da Silva Rosa, R. (2013). Agency Costs of Free Cash Flow and Takeover Attempts, *Global Economy and Finance Journal*, 6, 16 – 28.
- Mahmoodabadi, H., Mahdavi, Gh. & Fereidooni, M. (2013), Investigating the Effect of Free Cash Flows and Agency Costs on Performance of the Firms Accepted in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Knowledge*, 4(12), 111-131. (in Persian)
- Mavruk, T. (2011). *Do ownership concentration and executive compensation exacerbate managerial myopia? Evidence from Sweden*. Evidence from Sweden (April 17, 2011).
- Merchant, K. A. (1990). The effects of financial controls on data manipulation and management myopia. *Accounting, organizations and society*, 15(4), 297-313.
- Mikkelsen, W. H., & Partch, M. M. (2003). Do persistent large cash reserves hinder performance? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(02), 275-294.
- Mizik, N. & Jacobson, R. (2007). Myopic marketing management: Evidence of the phenomenon and its long-term performance consequences in the SEO context. *Marketing Science*, 26(3), 361-379.
- Mizik, N. (2010). The theory and practice of myopic management. *Journal of Marketing Research*, 47(4), 594-611.
- Moradi, J. & Bagheri, H. (2014), A Comparative Investigation into the Effects of Management Myopia and Earnings Management on Stock Return, *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 21(2): 229-250. (in Persian)
- Powell, R., Moltchanski, K., & Nagm, F. (2012). Are Managers’ Perceptions that Investors are Myopic Justified?-A Comparison of the Market’s Assessment of the Returns to Expenditures on R&D, IT and CAPEX. *A Comparison of*

*the Market's Assessment of the Returns to Expenditures on R&D, IT and CAPEX (March 12, 2012).*

Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of accounting studies*, 11(2-3), 159-189.

Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of accounting and economics*, 42(3), 335-370.

Schwetzler, B., & Reimund, C. (2003). *Valuation effects of corporate cash holdings: Evidence from Germany*, Working paper, Leipzig Graduate School of Management.

Talebnia, G. A., Valipour, H. & Askari, Z. (2012). Effect of Free Cash Flow Agency Problem on the Value Relevance of Earning per Share and Book Value per Share with Stock Price in the Chemical and Medical Industries: Evidence from Tehran Stock Exchange (TSE), *American Journal of Scientific Research*, 46, 118-127.

Utami, S. R. & Inanga, E. L. (2011). Agency costs of free cash flow, dividend policy, and leverage of firms in Indonesia. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 33(6), 7-24.

Wang, G. Y. (2010). The impacts of free cash flows and agency costs on firm performance. *Journal of service science and management*, 3(4), 408-418.

Webster, F. E. (1988). The rediscovery of the marketing concept. *Business horizons*, 31(3), 29-39.

Yahyazadefar, M., Shams, Sh. & Pakdin Amiri, M. (2013). Investigating the Effect of Growth Opportunity in Free Cash Flow Valuation. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 20(1), 113-132. (in Persian)

Yuan, J. & Jiang, Y. (2008). Accounting information quality, free cash flow and overinvestment: A Chinese study. *The Business Review*, 11(1), 159-166.