



## بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر بازده غیر عادی و بازده خاص سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

افسانه دلشاد

استادیار مدیریت مالی، گروه مدیریت، اقتصاد و حسابداری، دانشکده علوم انسانی و اجتماعی، دانشگاه گلستان، گرگان، ایران؛  
(نویسنده مسئول).  
a.delshad@gu.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۴/۳۰ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۱/۰۳

### چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر بازده سهام بوده است. لذا پس از استخراج اطلاعات مالی ۱۶۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۹، برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون چندگانه و روش‌های داده‌کاوی استفاده شده است. در این پژوهش کوتاه‌بینی مدیریت، خوش‌بینی مدیریت، محافظه‌کاری مدیریت، دقت پیش‌بینی مدیریت، ساختار مدیریت و توانایی مدیریت به ترتیب با استفاده از روش‌های (آندرسون و هسیو، ۱۹۸۲)، (شراند و زچمن، ۲۰۱۲)، باسو (۱۹۹۷)، چن، کروسلند و لیو (۲۰۱۵)، (سعید و سامر، ۲۰۱۷) و پیرس و پاتل، ۲۰۱۸) و (هوانگ و سان، ۲۰۱۷) سنجیده شده‌اند. همچنین بازده غیر عادی سهام و بازده خاص سهام به ترتیب با استفاده از روش‌های (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳) و (کیم، لئو و شی، ۲۰۱۶) برآورد شده است. یافته‌ها حاکی از آن است که کوتاه‌بینی و خوش‌بینی مدیریت به ترتیب تأثیر منفی و معنادار و نیز مثبت اما بی‌معنایی بر بازده غیر عادی و بازده خاص سهام داشته‌اند. همچنین با اعمال محافظه‌کاری بالاتر مدیران، بازده غیر عادی بیشتر و بازده خاص کمتری کسب شده است. علاوه بر این با استقلال اعضای هیأت مدیره، افزایش دقت پیش‌بینی و توانایی مدیریت؛ بر میزان بازدهی سهام افزوده شده است. در حالی که تنوع جنسیتی هیأت مدیره به ترتیب با افزایش و کاهش بی‌معنای بازده غیر عادی سهام و بازده خاص سهام همراه بوده است. ثبات مدیریت نیز کاهش بازده غیر عادی سهام و افزایش بازده خاص سهام را موجب شده است. نتایج به دست آمده از مدل شبکه‌های عصبی بیانگر آن است که متغیرهای دقت پیش‌بینی مدیریت، محافظه‌کاری و کوتاه‌بینی مدیریت تأثیری معنادار بر بازده غیر عادی سهام داشته‌اند و دو متغیر محافظه‌کاری و دقت پیش‌بینی مدیریت نیز تأثیری معنادار بر بازده خاص سهام داشته‌اند. همچنین یافته‌های به دست آمده از مدل درخت تصمیم نشان می‌دهند که صرفاً ویژگی کوتاه‌بینی و محافظه‌کاری مدیریت به ترتیب تأثیری معنادار بر بازده غیر عادی و بازده خاص سهام داشته‌اند. به عبارت دیگر تعداد اندکی از ویژگی‌های مدیریت تأثیری معنادار بر بازدهی سهام داشته‌اند و سایر ویژگی‌های مدیریت فاقد تأثیرگذاری معنادار بوده‌اند.

**واژه‌های کلیدی:** ویژگی‌های مدیریت، روش‌های داده‌کاوی، بازده غیر عادی سهام، بازده خاص سهام، سوگیری.

## ۱- مقدمه

سازمان‌ها متشکل از مجموعه‌ای از انسان‌ها هستند که این افراد هر یک دارای شخصیتی منحصر به فرد بوده که در تعاملات خود با سازمان و دیگران آن را بروز می‌دهند. شخصیت یکی از عوامل مهمی است که بر عمل و رفتار مدیران شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد و این تأثیرپذیری از شخصیت در نهایت در تصمیمات مدیریتی و رفتار سازمانی آنان مؤثر خواهد بود. یکی از سازمان‌هایی که شخصیت و تصمیمات مدیریتی در آن از اهمیت بالایی برخوردار است، بورس اوراق بهادار می‌باشد که به عنوان رکن اصلی بازار سرمایه در گردآوری نقدینگی راكد و هدایت منابع پس‌اندازی سرگردان به سوی مصارف سرمایه‌گذاری، فعالیت‌های اقتصادی مولد و پیشرفت کشور دارای اهمیت حیاتی است. مدیریت و سازماندهی این شرکت‌های بورسی بر عهده مدیرانی است که نسبت به سایر ذینفعان از اطلاعات محرمانه‌تری برخوردارند و وظیفه اجرای سیاست‌های اصلی، حاکمیت بر شرکت، نظارت، کنترل و مسئولیت پاسخگویی در قبال راهبردهای اتخاذ شده را بر عهده دارند.

مدیریت یکی از مؤثرترین عوامل توسعه کشورهاست و توسعه جامعه به مدیریت کارآمد نهادها، شرکت‌ها و سازمان‌های آن وابسته است. به عبارت دیگر توسعه و پیشرفت هر کشوری به عوامل مختلفی، از جمله اقتصادی، اجتماعی و جمعیتی بستگی دارد و بدون آن، امکان توسعه مشکل به نظر می‌رسد. در شرایط برخورداری از اطلاعات کامل، انتظار می‌رود مدیران به نفع مالکان تصمیم‌گیری کنند، اما در واقعیت، در بازارهای ناقص و پر از ابهام و عدم‌تقارن اطلاعاتی، مدیران اغلب آگاه‌تر از مالکان و صاحبان سرمایه هستند و ساختارهای تشویقی مدیران، انطباق کاملی با اهداف مالکان ندارد. مدیران شرکت‌های بورسی باید با هدف تخصیص بهینه منابع مالی کمیاب و جذب سرمایه در سودآورترین پروژه‌های با بازدهی و سودآوری بیشتر، در بهبود عملکرد آتی سازمان‌ها نقش مؤثری را ایفا می‌کنند (فرا و همکاران، ۲۰۲۱). با مطرح شدن مباحثی در زمینه ویژگی‌های شخصیتی مدیران و تأثیر آن بر نحوه اداره شرکت در سال‌های اخیر، بازار سرمایه ایران تحت‌الشعاع این حرکت جهانی در خصوص جلب حرکت به سمت تحقیقات رفتاری و ایجاد بستری مناسب برای تصمیم‌گیری قرار دارد. بدین منظور در پژوهش حاضر، برای نخستین بار تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر بازده غیر عادی و بازده خاص سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش‌های داده‌کاوی مطالعه شده است. از جمله ویژگی‌های مدیریت که عملکرد و تصمیم‌گیری‌های مدیران را تحت تأثیر قرار می‌دهد می‌توان به خوش‌بینی مدیریت<sup>۱</sup>، محافظه‌کاری مدیریت<sup>۲</sup>، کوتاه‌بینی مدیران<sup>۳</sup>، دقت پیش‌بینی‌های مدیران<sup>۴</sup>، ساختار مدیریت<sup>۵</sup> و توانایی مدیریت<sup>۶</sup> اشاره نمود. در این پژوهش پس از ارائه مقدمه اصلی، پیشینه و فرضیه‌های پژوهش مطرح شده است. سپس روش‌شناسی و یافته‌های پژوهش مورد مطالعه قرار گرفته است. در پایان نیز نتیجه‌گیری و پیشنهادات ارائه شده است تا به طرح اقدامات و پژوهش‌های عملی آینده در راستای اهداف این پژوهش پرداخته شود.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

بورس اوراق بهادار در فرآیند رشد و توسعه اقتصاد ملی از اهمیت قابل توجهی برخوردار است. مدیران برای آنکه بتوانند در سمت خود کارا و موفق باشند، باید از نظر ویژگی‌های شخصیتی با شغل خود انطباق داشته باشند.

ویژگی‌های شخصیتی مدیران؛ رفتار سازمانی، تصمیمات مدیریتی، سرمایه‌گذاری، کارایی و عملکرد مالی آتی و ... را تحت تأثیر قرار خواهند داد. وضعیت سیاست‌گذاری و استراتژی‌های مدیریت تأثیری قابل توجه و اساسی بر وضعیت فعلی و آتی شرکت دارد. استراتژی شرکت به خصوص در بحث سرمایه‌گذاری، فعالیت‌های تحقیق و توسعه و گسترش بازارهای هدف به شکل عمده‌ای بر آینده شرکت و وضعیت آتی آن از لحاظ مالی، رقابت در بازار و سودآوری تأثیرگذار خواهد بود. ویژگی‌های شخصیتی مدیران؛ رفتار سازمانی، تصمیمات مدیریتی، سرمایه‌گذاری، کارایی و عملکرد مالی آتی و ... را تحت تأثیر قرار خواهد داد و به اتخاذ استراتژی‌های مختلف توسط مدیران منجر می‌گردد که این امر به نوبه خود، متفاوت شدن میزان جریان‌های نقد آتی و بازدهی سهام شرکت‌ها را موجب خواهد شد. اگر مدیران دارای مهارت‌ها، توانایی‌ها، شایستگی و نگرش‌ها ویژه نباشند، قادر به انجام وظایف خویش به نحو مطلوب نخواهند بود. از طرفی یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم‌گیری در بورس اوراق بهادار، بازده سهام است. بازده سهام خود به تنهایی محتوای اطلاعاتی دارد و بیشتر سرمایه‌گذاران در تجزیه و تحلیل مالی و پیش‌بینی‌ها از آن استفاده می‌کنند (ندگوا، ۲۰۲۱). لذا بررسی ویژگی‌های مدیران بازار سرمایه به عنوان یکی از حوزه‌های مالی رفتاری تأثیرگذار بر تصمیمات و رفتارهای سازمانی ضروری به نظر می‌رسد.

**کوتاه‌بینی مدیریت:** مدیران اقدام به فعالیت‌های کوتاه‌بینانه همچون کاهش هزینه‌های اختیاری تحقیق و توسعه، بازاریابی و مدیریت سود می‌نمایند تا بازارهای مالی را تا حدودی فریب می‌دهند. در این بین؛ ممکن است که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر سودهای موقتی این شرکت‌ها قرارگیرند و اقدام به سرمایه‌گذاری در سهام آن‌ها بنمایند. اما اگر بازارها کارا باشند، مدیران از رفتار کوتاه‌بینانه منصرف می‌شوند؛ چرا که سرمایه‌گذاران درک می‌کنند که رفتار کوتاه‌بینانه توانایی شرکت‌ها در ایجاد سود بلندمدت را کاهش می‌دهد. در این راستا؛ بو و کیم (۲۰۲۱) در پژوهشی رابطه بین قیمت‌گذاری کوتاه‌بینانه بازار و کوتاه‌بینی مدیریت را مورد مطالعه قرار داده‌اند. یافته‌ها نشان می‌دهند هنگامی که مدیر از رویکرد قیمت‌گذاری بر اساس هزینه‌ها استفاده می‌کند، اقدام به کاهش مخارج سرمایه‌ای و هزینه‌های بازاریابی می‌نمایند تا بتوانند با استفاده از راهبرد قیمت‌گذاری بالا به بازدهی غیر عادی در کوتاه‌مدت دست پیدا می‌کند. شو و ژو (۲۰۲۱) با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های تولیدی ایالات متحده معتقدند که مدیر عامل با دوره تصدی بلندمدت از انگیزه‌ی کارایی نوآوری، سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های تحقیق و توسعه و بازاریابی بالاتری برخوردارند. خانی فرنگ، حسن زاده و شیخی گرجان (۱۳۹۹) نتایج تحقیق نشان داد که کوتاه‌بینی مدیر بر بازده سهام و جریان نقد عملیاتی شرکت تأثیر منفی و معنی‌داری دارد. در جهت کاهش سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت و ترجیح سرمایه‌گذاری بلندمدت توسط سرمایه‌گذاران بایستی کوتاه‌بینی مدیران به‌طور چشم‌گیری کاهش پیدا نماید.

**خوش‌بینی و محافظه‌کاری مدیریت:** هو، منگ و چان (۲۰۲۱) دریافتند که مدیران خوش‌بین؛ تمایلی بیشتر به راه‌اندازی آزمایشی پروژه‌ها، قبل از شروع آن دارند و از انتشار اخبار بد خودداری کرده و منجر به انباشت اخبار منفی می‌گردند، در حالی که محافظه‌کاری مدیریت باعث شناسایی و انتشار اخبار بد و زیان‌ها می‌شود. بنابراین، شرکت‌هایی که در ساختار مدیریت خود از مدیرانی با هر دو ویژگی خوش‌بینی و محافظه‌کاری بهره‌مندند، سهام آن‌ها با بازدهی بالاتری معامله خواهد شد و از ثبات سودآوری، عملکرد بهتر جریان‌های نقدی و عملکرد مالی

بالتری برخوردار خواهند بود. بر طبق یافته‌های خان و سلیمان (۲۰۲۱)، مدیران خوش‌بینی که سطح ضعیف‌تری از استانداردهای گزارشگری بین‌المللی را در گزارشگری مالی به کار می‌برند و اقدام به مدیریت سود واقعی بیشتری می‌نمودند، در آینده بازدهی و عملکرد پایین‌تر شرکت را موجب می‌شدند.

بن محمد (۲۰۲۱) نیز در مطالعات خود نشان دادند که مدیران خوش‌بین انگیزه بیشتری برای نگهداشت وجه نقد دارند و تمایلی به تأمین مالی خارجی ندارند. این مدیران، وجه نقد را برای فرصت‌های رشد به منظور هزینه کرد در فعالیت‌های تحقیق و توسعه، تملیک و تصاحب، مخارج سرمایه‌ای و شرایط نامساعد ذخیره می‌کنند. در این پژوهش بین محافظه‌کاری حسابداری و میزان نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری یافت نشد. یافته‌های این‌ونگ، ناتالی و فرید (۲۰۲۱) حاکی از آن است که رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران، ریسک داد و ستد شرکت‌ها، خوش‌بینی و محافظه‌کاری مدیریت منجر به کاهش دقت پیش‌بینی مدیریت خواهد شد. در داخل کشور، رشیدی (۱۳۹۹) نشان می‌دهد که بین محافظه‌کاری حسابداری و خوش‌بینی مدیریت رابطه منفی وجود دارد. همچنین ارتباط مثبت بین خوش‌بینی مدیران و هزینه سرمایه برای شرکت‌هایی که سهام آن‌ها در محیط‌های با محافظه‌کاری حسابداری محدود معامله می‌شود، اثبات گردیده است.

**دقت پیش‌بینی مدیریت و توانایی مدیریت:** دقت پیش‌بینی مدیریت را می‌توان میزان نزدیکی سود پیش‌بینی شده با سود واقعی هر سهم تعریف نمود (شریفی، اعتمادی و سپاسی، ۱۳۹۵). توانایی مدیریت نیز به معنای استفاده اثر بخش منابع توسط مدیران است؛ به این مفهوم که در سطح ثابتی از منابع، بتوان به خروجی بیشتری رسید یا منابع کمتری برای رسیدن به خروجی مورد انتظار استفاده کرد (هوانگ و سان، ۲۰۱۷). رشیدی و ابراهیمی (۱۳۹۹) نشان دادند که مدیران بسیار توانا، به هموارسازی عمدی سودهای تقسیمی تمایل بیشتری دارند و این هموارسازی با سودآوری و بازدهی آتی شرکت در ارتباط است. مدیران توانمند با توجه به مهارتی که در پیش‌بینی و برآورد عملکرد آتی شرکت دارند، اطلاعات مربوط به سودهای آتی را در قالب هموارسازی سودهای تقسیمی جاری ارائه می‌دهند.

**ساختار مدیریت:** ساختار هیأت مدیره بدنه اصلی شرکت را تشکیل می‌دهد که اعضای آن وظیفه اداره شرکت و عملیات آن را عهده‌دار می‌باشند، لذا شرکت‌ها برای دستیابی به موفقیت لازم است تا از ساختار مدیریتی قوی و اثرگذار برخوردار باشند. الجائیدی، باگایی و ادو (۲۰۲۱) به بررسی تأثیر ساختار هیأت مدیره بر عملکرد شرکت‌های بورس اوراق بهادار مالزی پرداخته‌اند. نتایج آزمون حاکی از تأثیرات متفاوت در بین ویژگی‌های هیأت مدیره و عملکرد شرکت می‌باشد. به عنوان مثال، جلسات هیأت مدیره تأثیر ضعیف و منفی بر عملکرد شرکت داشته در حالی که مدیران مستقل تأثیر ضعیف و مثبت فقط بر بازده دارایی‌ها داشته‌اند. همچنین اجرای الزامات قانونی در ارتباط با نظریه نمایندگی و حاکمیت شرکتی منجر به افزایش در عملکرد آتی شرکت می‌گردد. نتایج پژوهش شهریاری و فدایی (۱۳۹۹) نشان می‌دهد که توانایی مدیران تأثیر معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد. همچنین با در نظر گرفتن نقش تعدیل‌کنندگی دوره تصدی مدیر عامل و رقابت در بازار محصول، توانایی مدیران تأثیر معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد. کاظمی علوم، ایمانی برندق و عبدی (۱۳۹۸) معتقدند که حضور زنان در ارکان نظام راهبری روش مناسبی برای بهبود فرایند نظارت بر مدیریت و کیفیت گزارشگری مالی تلقی

می‌شود. حضور نمایندگان زن موجب افزایش استقلال اعضای هیأت مدیره و کمیته‌های حسابرسی شده و در نتیجه کیفیت سود را بهبود می‌بخشد.

با توجه به اینکه مدیریت شرکت در مواجهه با رشد، سودآوری و افزایش ارزش آتی و شهرت شرکت تحت فشار قرار دارد؛ لذا اقدام به فعالیت‌های کوتاه‌بینانه می‌نمایند تا بازارهای مالی را تا حدودی فریب می‌دهند. جواد، احسان و یوانله (۲۰۲۱) با استفاده نمونه‌ای از ۲۵۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پاکستان برای دوره ۲۰۰۹-۲۰۱۸؛ نشان دادند که مدیران برای ارائه نتایج کوتاه‌مدت بهتر با فشارهای زیادی مواجه هستند که بدین منظور نیروهای بازار سهام و انتظارات عملکرد مالی بهتر در دوره‌های سه ماهه، مدیران را به تصمیمات کوتاه‌بینانه وادار می‌کنند. کوتاه‌بینی مدیریت نیز بر سودآوری، کارایی و عملکرد مالی شرکت‌ها تأثیرگذار می‌باشد. حسینیان و همکاران (۲۰۲۱) معتقدند که سودآوری شرکت توانایی هر کسب و کار برای کسب منافع مالی است. آن‌ها بیان می‌دارند که مکانیسم حاکمیت شرکتی یعنی اندازه هیأت مدیره، تعداد مدیران مستقل و تنوع جنسیتی ارتباط قابل توجهی با سودآوری شرکت دارد. علاوه بر این، از ویژگی‌های شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی مانند اهرم، اندازه شرکت، شدت سرمایه استفاده می‌کنند. یافته‌های حاصل از پژوهش اسدی مشیزی، حاجیها و جعفری (۱۳۹۹) بیانگر آن است که معیارهای جریان‌های نقدی آزاد، اهرم مالی، مدیریت سود، هزینه سرمایه، استقلال هیأت مدیره، بیش‌اطمینانی مدیریت، پاداش هیأت مدیره، اندازه شرکت و کیفیت افشا به ترتیب اولویت از عوامل تأثیرگذار بر معیار محافظه‌کاری حسابداری هستند. به عبارتی ویژگی‌های شرکتی و تفکرات مدیریتی حاکم بر رویه‌های اتخاذ شده در شرکت از تأثیرگذاری بیشتری نسبت به سایر عوامل برخوردار هستند. همچنین نتایج حاصله تأییدی بر مرتبط بودن محافظه‌کاری با تئوری قراردادهای است. فدایی نژاد و دلشاد (۱۳۹۷) نیز بیان می‌دارند که بازده سالیانه آتی سهام در شرکت‌های با کوتاه‌بینی مدیران کاهش یافته است و این نتیجه از نظر آماری معنادار نبوده است. همچنین تأثیر مثبت و معنادار کوتاه‌بینی مدیران بر عملکرد مالی آتی ۱۱۷ شرکت بورس اوراق بهادار تهران در طول دوره زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۳، گزارش شده است (تهرانی و دلشاد، ۱۳۹۷).

در دنیای واقعی مسائل مربوط به تصمیم‌گیری‌های مدیریت به دلیل فاکتورهای انسانی و پیچیده اجتماعی، روانی، اقتصادی، سیاسی و ... از عدم اطمینان بالایی برخوردار است و افراد دارای ویژگی‌های شخصیتی (تجربه، استعداد، سبک، برون‌گرایی و ...) منحصر به فرد خود هستند، لذا ویژگی دقت پیش‌بینی‌های مدیران از ویژگی‌های شخصیتی آن‌ها تأثیر خواهد پذیرفت. خوش‌بینی مدیریت به عنوان یک عامل رفتاری در نظر گرفته می‌شود که به برآورد بیش از حد بازده آتی حاصل از پروژه‌ها، بیش‌نمایی سود، بیش سرمایه‌گذاری و تخمین اطلاعات ضعیف منجر خواهد شد. در ویژگی محافظه‌کاری مدیریت نیز هدف آن است که درآمدها و دارایی‌ها بیشتر از واقع و بدهی‌ها و هزینه‌ها کمتر از واقع شناسایی نگردد. در این راستا؛ جای و زیبارت (۲۰۲۰) نشان دادند که بین اعتماد به نفس مدیریتی و محافظه‌کاری مشروط رابطه منفی وجود دارد. علاوه بر این، یافته‌ها حاکی از آن است که اطمینان بیش از حد مدیریتی با مدیریت درآمد واقعی ارتباط منفی دارد. این بدان معناست که وقتی مدیران مشکلات مالی زیادی دارند، درگیر مدیریت سود واقعی نمی‌شوند، زیرا مدیریت سود واقعی باعث افزایش ارزش شرکت‌ها در بلندمدت نمی‌شود. حسین پور و همکاران (۱۳۹۹) نیز معتقدند که به لحاظ تأثیر ویژگی‌های اخلاقی

و رفتاری مدیران، ویژگی‌های رفتاری خوش‌بینانه، کوتاه‌بینانه، رفتار نمایندگی و مدیریت سود با کاهش شفافیت در محیط تصمیم‌گیری شرکت، سبب تشدید گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران شده و اثر مثبت و معناداری بر آن دارد. افزون بر این، قدرت مدیریت که نشان‌دهنده رفتار مقتدرانه مدیر است، اثر معناداری بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران ندارد.

ساتونا، مورو و آلوارادو (۲۰۲۱) نشان می‌دهند که هیأت مدیره مستقل و بزرگتر، افزایش سهامداران نهادی، حضور بیشتر زنان در هیأت مدیره و وجود کمیته حسابرسی، باعث نظارت بیشتری بر مدیریت شرکت شده و مدیریت سود را محدود می‌کند. بر عکس دوگانگی هیأت مدیره احتمال دستکاری فرصت‌طلبانه در گزارشگری مالی را افزایش می‌دهد. یافته‌ها ضرورت تقویت قوانین و مقررات در جهت افشای شفاف‌تر صورت‌های مالی را اثبات می‌کند.

یوان و همکاران (۲۰۲۰) این مطالعه اثرات مدیریت سود واقعی بر محافظه‌کاری حسابداری را بر اساس ۲۱۲۱ شرکت بورسی واقع در بورس اوراق بهادار شانگهای و شنژن از سال ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۷ را مورد بررسی قرار می‌دهد. یافته‌ها حاکی از آن است که مدیریت سود واقعی تأثیر منفی زیادی بر محافظه‌کاری حسابداری و بازدهی آتی سهام شرکت‌های نمونه دارد. علاوه بر این انگیزه هموارسازی سود، محافظه‌کاری حسابداری را بهبود می‌بخشد. همچنین مدیریت سود در شرکت‌هایی که حاکمیت شرکتی ضعیفی دارند تأثیر قابل توجهی در محافظه‌کاری نسبت به شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی خوب هستند را نشان می‌دهد.

واتی، تاجارکا و سوداریاتی (۲۰۲۰) این پژوهش در طی دوره ۲۰۱۳ تا ۲۰۱۷ در بورس اوراق بهادار اندونزی انجام شده است. بدین منظور برای اندازه‌گیری توانایی مدیریت از تحلیل پوششی داده‌ها و برای سنجش ریسک-پذیری مدیریت از بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و هزینه‌های تحقیق و توسعه به کل دارایی‌ها استفاده شده است. نتایج حاکی از آن است که مدیران با توانایی بالا در به حداقل رساندن ریسک شرکت‌ها و افزایش بازدهی سهام نقش دارند.

لین، هو و لی (۲۰۱۹) تأثیر توانایی مدیریت بر ساختار سرمایه شرکت‌های بورسی ایالت متحده آمریکا را در دوره زمانی ۱۹۸۰-۲۰۱۵ مورد مطالعه قرار دادند. آن‌ها نشان دادند؛ توانایی‌های مدیریتی بر سیاست‌های تأمین مالی شرکت‌های آمریکایی تأثیرگذار است و شرکت‌هایی که توسط مدیران با توانایی بالا اداره می‌شدند از اهرم کمتری در ساختار سرمایه خود استفاده می‌کردند. علاوه بر این؛ یافته‌ها از رابطه منفی بین توانایی مدیریت با ریسک شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی حکایت داشت. تجزیه و تحلیل‌های بیشتر حاکی از آن است که مدیران توانمندتر از طریق کاهش سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های تحقیق و توسعه و افزایش تنوع‌سازی، ریسک شرکت را کاهش می‌دهند و این کاهش ریسک به نوبه خود افزایش بازدهی سهام را در پی خواهد داشت.

حسین پور و همکاران (۱۳۹۹) نتایج به دست آمده نشان داد که به لحاظ تأثیر ویژگی‌های اخلاقی و رفتاری مدیران، ویژگی‌های رفتاری خوش‌بینانه، کوتاه‌بینانه، رفتار نمایندگی، و مدیریت سود با کاهش شفافیت در محیط تصمیم‌گیری شرکت، سبب تشدید گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران شده و اثر مثبت و معناداری بر آن دارد. علاوه بر این، شاخص قدرت مدیریت که نشان‌دهنده رفتار مقتدرانه مدیر است، اثر معناداری بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران ندارد.

مصلی، پیرایش و جوزی (۱۳۹۹) یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که بین تنوع جنسیتی و سودآوری شرکت‌ها (عملکرد مالی) رابطه معناداری وجود ندارد. یعنی وجود یک رابطه معنی دار بین حضور زنان در هیأت مدیره با عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأیید نشد.

مسکنی و عبدلی (۱۳۹۹) انگیزه رقابتی تأثیر منفی بیش‌اطمینانی مدیرعامل بر نقاط ضعف کنترل داخلی را تعدیل و به سمت مثبت تقویت می‌نماید. کوتاه‌بینی نیز تأثیر مثبتی بر نقاط ضعف کنترل داخلی دارد چرا که نوعی ادراک سوگیرانه است که مدیر را در انتخاب بهترین تصمیم آینده‌نگرانه دچار محدودیت می‌کند. همچنین انگیزه رقابتی می‌تواند تأثیر مثبت کوتاه‌بینی مدیریتی بر نقاط ضعف کنترل داخلی را تعدیل کند. به عبارت دیگر انگیزه‌های رقابتی مدیرعامل تأثیر مثبت سوگیری‌های رفتاری و ادراکی مدیرعامل بر ضعف سیستم کنترل داخلی را تعدیل می‌کند و به ارتقای سطح کیفیت مکانیزم‌های کنترل داخلی شرکت‌ها می‌افزاید.

توانگر و کیان‌فر (۱۳۹۸) معتقدند که محافظه‌کاری حسابداری در شرایط نبود اطمینان، سبب رویکرد محتاطانه در سنجش درآمدها و دارایی‌ها می‌گردد. آن‌ها دریافته‌اند که افراد بیش‌اطمینان در مورد صحت قضاوتشان خوش-بینی داشته و به سختی ممکن است امکان اشتباه در قضاوتشان را در نظر بگیرند. علاوه بر این؛ ارتباط معکوس و معناداری بین محافظه‌کاری حسابداری و نگرش کوتاه‌مدت مدیران بیش‌اطمینان وجود دارد.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مطالب فوق و نیز بر اساس مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح جدول ۱ تدوین شده‌اند.

**فرضیه اصلی ۱:** ویژگی‌های مدیریت تأثیری معنادار بر بازده غیر عادی سهام دارند.

فرضیه فرعی ۱-۱: کوتاه‌بینی مدیران تأثیری منفی و معنادار بر بازده غیر عادی سهام دارد.

فرضیه فرعی ۱-۲: خوش‌بینی مدیریت تأثیری مثبت معنادار بر بازده غیر عادی سهام دارد.

فرضیه فرعی ۱-۳: محافظه‌کاری تأثیری منفی و معنادار بر بازده غیر عادی سهام دارد.

فرضیه فرعی ۱-۴: دقت پیش‌بینی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر بازده غیر عادی سهام دارد.

فرضیه فرعی ۱-۵: ساختار مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر بازده غیر عادی سهام دارد.

فرضیه فرعی ۱-۶: توانایی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر بازده غیر عادی سهام دارد.

**فرضیه اصلی ۲:** ویژگی‌های مدیریت تأثیری معنادار بر بازده خاص سهام دارد.

فرضیه فرعی ۲-۱: کوتاه‌بینی مدیران تأثیری منفی و معنادار بر بازده خاص سهام طی سال دارد.

فرضیه فرعی ۲-۲: خوش‌بینی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر بازده خاص سهام دارد.

فرضیه فرعی ۲-۳: محافظه‌کاری تأثیری منفی و معنادار بر بازده خاص سهام دارد.

فرضیه فرعی ۲-۴: دقت پیش‌بینی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر بازده خاص سهام دارد.

فرضیه فرعی ۲-۵: ساختار مدیریت تأثیری معنادار بر بازده خاص سهام دارد.

فرضیه فرعی ۲-۶: توانایی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر بازده خاص سهام دارد.

#### ۴- روش‌شناسی پژوهش

##### ۴-۱- گردآوری داده‌ها

به منظور تدوین مبانی نظری، روش کتابخانه‌ای و به منظور جمع‌آوری داده‌های مالی روش میدانی مورد استفاده قرار گرفته است و از منابع مختلفی از جمله لوح‌های فشرده سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزارهای تدبیر پرداز، ره آورد نوین، سایت اطلاع‌رسانی شرکت بورس و سازمان بورس استفاده شده است. پژوهش حاضر از نظر دسته‌بندی تحقیقات، بر مبنای هدف بوده و پژوهش کاربردی به شمار می‌رود. همچنین روش‌شناسی پژوهش از نوع پس رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) می‌باشد. برای دسته‌بندی، تلخیص و ایجاد پایگاه داده‌ها از نرم‌افزار Excel و به منظور برآورد مدل‌های رگرسیونی از نرم‌افزار Eviews نسخه ۱۰ استفاده شده و روش‌های داده‌کاوی با استفاده از نرم‌افزار SPSS Modeler نسخه ۱۸ سنجیده شده است.

##### ۴-۲- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری در این پژوهش، شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. دسترسی آسان به اطلاعات، همچنین استاندارد بودن و همگن بودن اطلاعات آن‌ها دلیل انتخاب این شرکت‌ها به عنوان جامعه آماری پژوهش است. نمونه انتخابی این پژوهش شامل شرکت‌هایی می‌شود که دارای شرایط زیر باشند و در حقیقت شرکت‌های مورد بررسی در این پژوهش به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده‌اند.

(۱) اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی پژوهش یعنی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۹ موجود باشد.

(۲) سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.

(۳) در دوره مورد بررسی تغییر دوره مالی نداده باشند.

(۴) شرکت‌هایی که حداکثر تا تاریخ ۱۳۸۹/۰۱/۰۱ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند و نام شرکت در

دوره مورد بررسی از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده باشد.

(۵) عدم شمول مؤسسات مالی، بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... به دلیل ماهیت خاص فعالیت و ویژگی خاص درآمد و چرخه فعالیت آن‌ها.

(۶) عدم وجود وقفه معاملاتی بالاتر از ۶ ماه.

پس از اعمال محدودیت‌ها تعداد ۱۶۵ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۹ شرایط فوق را دارا بوده و با توجه به این امر نمونه‌گیری انجام نگردیده و تمامی شرکت‌ها جهت بررسی انتخاب شده‌اند.

لازم به ذکر است که با توجه به نحوه محاسبه برخی از متغیرهای پژوهش، از اطلاعات سال ۱۳۸۸ نیز استفاده شده است.

##### ۴-۳- مدل پژوهش

در این پژوهش تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر بازده غیر عادی و بازده خاص سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر روش‌های داده‌کاوی، مورد مطالعه قرار گرفته است. در مرحله نخست بررسی‌ها با



استفاده از مدل‌های رگرسیونی ۱ و ۲ به بررسی تأثیرگذاری هر یک از ویژگی‌های مدیریت (کوتاه‌بینی مدیریت، خوش‌بینی مدیریت، محافظه‌کاری مدیریت، دقت پیش‌بینی مدیریت، ساختار مدیریت و توانایی مدیریت) بر بازده سهام پرداخته شده است. در ادامه با استفاده از الگوریتم‌های مبتنی بر داده‌کاوی شامل الگو شبکه‌های عصبی و درخت تصمیم 5C، تأثیرگذارترین ویژگی‌های مدیریت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر بازده غیر عادی و بازده خاص سهام شناسایی و الویت‌بندی شده است. بدین منظور در شکل ۱، مدل مفهومی پژوهش نشان داده شده است.

مدل (۱)

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_i \sum_{i=1}^8 MANCH_{it} + \alpha_9 \Delta Mktg_{it} + \alpha_{10} SIZE_{it} + \alpha_{11} MB_{it} + \alpha_{12} Moment_{it} + \alpha_{13} Index_{it} + \alpha_{14} ROA_{it} + \alpha_{15} PE_{it} + \alpha_{16} HHI_{it} + \alpha_{17} Lev_{it} + \alpha_{18} Dturn_{it} + \alpha_{19} Sigma_{it-1}$$

مدل (۲)

$$W_{it} = \beta_0 + \beta_i \sum_{i=1}^8 MANCH_{it} + \beta_9 \Delta Mktg_{it} + \beta_{10} SIZE_{it} + \beta_{11} MB_{it} + \beta_{12} Moment_{it} + \beta_{13} Index_{it} + \beta_{14} ROA_{it} + \beta_{15} PE_{it} + \beta_{16} HHI_{it} + \beta_{17} Lev_{it} + \beta_{18} Dturn_{it} + \beta_{19} Sigma_{it-1}$$

$MANCH_{it}$ : ویژگی‌های مدیریت است که بر اساس هر یک از معیارهای گفته شده در قسمت متغیرهای مستقل به ترتیب مورد سنجش قرار خواهند گرفت.

$\Delta Mktg_{it}$ : تغییرات هزینه‌های توزیع و فروش است که با استفاده از نسبت تغییرات در هزینه‌های توزیع و فروش نسبت به مقادیر سال گذشته آن محاسبه می‌شود.

$SIZE_{it}$ : اندازه شرکت می‌باشد که با استفاده از لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت سنجیده می‌شود.

$MB_{it}$ : نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت است.

$Moment_{it}$ : تکانه بازده سهام است و با استفاده از بازده اصلاح شده بر اساس بازده بازار، در شش ماه گذشته به دست می‌آید.

$Index_{it}$ : شاخص بازار سرمایه می‌باشد و با استفاده از درصد تغییرات در شاخص بازار سرمایه نسبت به دوره ما قبل آن سنجیده می‌شود.

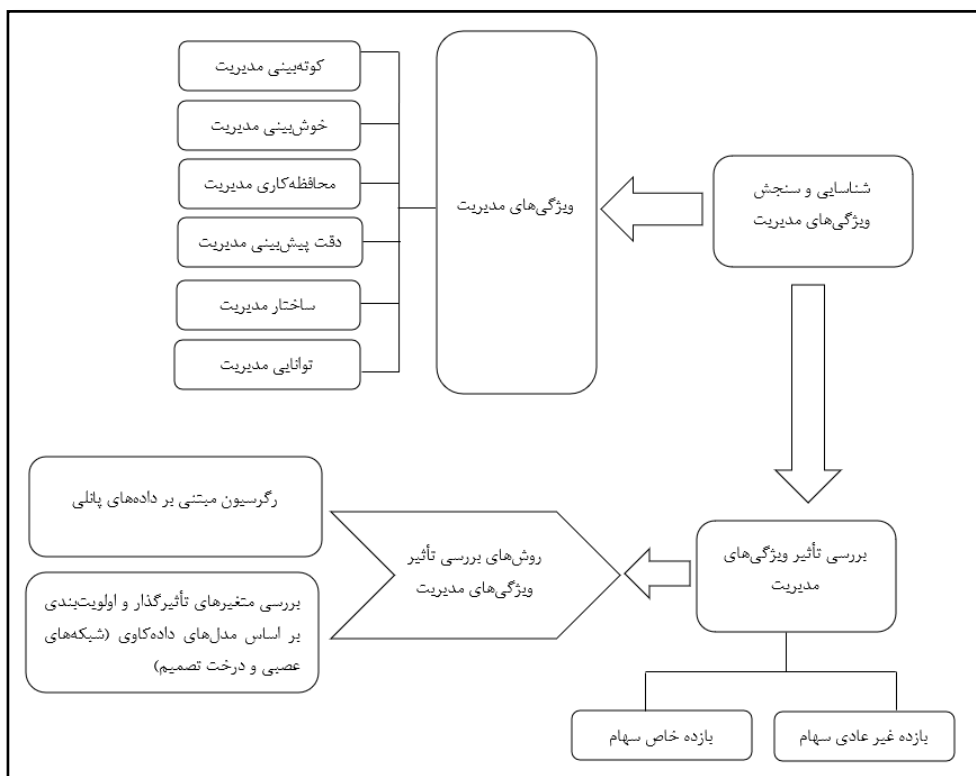
$ROA_{it}$ : نرخ بازده دارایی‌هاست و با نسبت سود خالص به جمع دارایی‌ها به دست می‌آید.

$PE_{it}$ : نسبت قیمت به سود هر سهم در پایان سال است.  $HHI_{it}$ : میزان رقابت در بازار محصولات شرکت است.

$lev_{it}$ : اهرم مالی می‌باشد که با استفاده از نسبت جمع بدهی به جمع دارایی‌ها سنجیده می‌شود.

$DTURN_{it-1}$ : ناهمگنی گردش سهام که از تفاضل میانگین حجم معاملات ماهانه سهام در سال جاری و میانگین حجم معاملات ماهانه در سال به دست می‌آید.

$Sigma_{it-1}$ : میزان ریسک بازده ماهانه شرکت که با استفاده از انحراف معیار سالیانه بازده ماهانه مورد سنجش قرار خواهد گرفت.



شکل (۱): مدل مفهومی پژوهش

#### ۴-۴- متغیرهای پژوهش

##### ۴-۴-۱- متغیرهای وابسته

۴-۴-۱-۱- **بازده غیر عادی سهام:** بازده غیر عادی اصلاح شده بر اساس کسر بازده تجمعی بازار از بازده سالیانه سهام شرکت محاسبه می‌گردد. بازده سرمایه‌گذاری سهام عادی، در یک دوره معین با توجه به قیمت‌های اول و آخر دوره و منافع حاصل از مالکیت و افزایش سرمایه شرکت و با استفاده از رابطه ۱ محاسبه گردیده است (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳).

رابطه (۱)

$$R_{it} = \frac{(1+\alpha_{it}) \times P_{it} - P_{i(t-1)} + D_{it} - M}{P_{i(t-1)}}$$

$R_{it}$ : بازده سهام  $i$  در دوره  $t$ ؛

$P_{it}$ : قیمت سهام  $i$  در دوره  $t$ ؛

$D_{it}$ : سود تقسیمی سهام  $i$  در دوره  $t$ ؛

M: آورده نقدی صاحبان سهام؛

$\alpha_{it}$ : نسبت افزایش سرمایه شرکت  $i$  در دوره  $t$ .

۲-۴-۱-۴- بازده خاص سهام شرکت: مجموعه بازده شرکت است که تحت تأثیر بازده بازار و بازده صنعت قرار نداشته و تحت تأثیر اطلاعات خاص شرکت ایجاد شده است (کیم، لئو و شی، ۲۰۱۶). با استفاده از رابطه رگرسیونی ۲ بازده ماهیانه خاص هر شرکت در هر سال تعیین می‌گردد.

رابطه (۲)

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 r_{m,t-2} + \beta_2 r_{m,t-1} + \beta_3 r_{m,t} + \beta_4 r_{m,t+1} + \beta_5 r_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t}$$

$r_{i,t}$ : بازده ماهیانه سهام شرکت  $i$  در ماه مربوط به سال  $t$ ؛

$r_{m,t}$ : بازده ماهیانه بازار سرمایه در ماه مربوطه.

مقادیر باقیمانده از رابطه ۲ ( $\varepsilon_{i,t}$ ) بیانگر بازده خاص شرکت ( $W_{i,t}$ ) است.

#### ۲-۴-۲- متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل عبارتند از ویژگی‌های شخصیتی مدیریت که به شرح زیر قابل تعریف و اندازه‌گیری می‌باشند.

۱-۴-۲-۱- کوتاه‌بینی مدیریت: شرکت‌هایی که به طور همزمان هزینه‌های تحقیق و توسعه‌ای و بازاریابی کمتر از حد مورد انتظار و بازدهی بیش از حد معمول را گزارش می‌کنند، به احتمال زیاد مشمول ویژگی مدیریت کوتاه‌بینانه خواهند بود. برای شناسایی شرکت‌های کوتاه‌بین، ابتدا لازم است سطح مورد انتظار بازده دارایی، هزینه بازاریابی و هزینه تحقیق و توسعه را برای هر شرکت در دوره زمانی پژوهش با استفاده از روابط ۳، ۴ و ۵ برآورد گردد (آندرسون و هسیو، ۱۹۸۲).

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

$$Mktg_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Mktg_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۴)}$$

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

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

$Mktg_{i,t}$ : نسبت هزینه‌های بازاریابی و فروش به جمع دارایی‌ها؛

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

پس از محاسبه مقادیر مورد انتظار بازده دارایی‌ها، هزینه بازاریابی و هزینه‌های تحقیق و توسعه، مقادیر واقعی با مقادیر پیش‌بینی شده توسط روابط ۳، ۴ و ۵ مقایسه شده و با توجه به میزان تفاوت موجود ( $\varepsilon_{i,t}$ )، شرکت‌ها در چهار گروه اصلی به شرح جدول ۲ تقسیم‌بندی می‌شوند. در این گروه‌ها، شرکت‌های حاضر در گروه ۱ به عنوان

شرکت‌های دارای مدیریت کوتاه‌بین در نظر گرفته می‌شود، چرا که با داشتن عملکرد مثبت مالی و افزایش بازده دارایی‌ها، هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه شرکت کاهش یافته است.

جدول (۲): تفاوت موجود بین  $(\varepsilon_{i,t})$  بین  $ROA_{i,t}$ ،  $Mkt_{i,t}$  و  $R\&D_{i,t}$

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

۲-۴-۲-۴- خوش‌بینی مدیریت: برای سنجش خوش‌بینی مدیریت از روش‌های مینی بر میزان سرمایه‌گذاری انجام شده استفاده می‌شود. یکی از روش‌های رایج؛ انجام سرمایه‌گذاری بیشتر از رشد فروش است که به شرح رابطه ۶ مورد سنجش قرار خواهد گرفت (شراند و زچمن، ۲۰۱۲).

رابطه (۶)

$$Investment_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Sale\_Growth_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

$Investment_{i,t}$ : مخارج سرمایه‌ای (وجوه نقد پرداختی) جهت تحصیل یا ساخت دارایی‌های ثابت، نامشهود و سایر دارایی‌هاست.

$Sale\_Growth_{i,t-1}$ : رشد فروش دوره گذشته شرکت نسبت به سال ما قبل آن.

اگر سرمایه‌گذاری آتی بیشتر از رشد فروش باشد (مقدار باقیمانده‌های  $(\varepsilon_{i,t})$  رابطه ۶، مثبت باشد)، بدان معناست که سرمایه‌گذاری بیش از حد انجام شده و اگر منفی باشد بیانگر سرمایه‌گذاری کمتر از حد است. بنابراین اگر سرمایه‌گذاری بیش از حد رخ داده باشد، نشان دهنده وجود خوش‌بینی مدیریت است و به این متغیر مقدار ۱ اختصاص داده می‌شود و در غیر این صورت مقدار ۰ می‌گیرد.

۳-۴-۲-۴- محافظه‌کاری مدیریت: جهت سنجش محافظه‌کاری مدیریت از روش باسو (۱۹۹۷) به شرح رابطه ۷ استفاده خواهد شد.

رابطه (۷)

$$NI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{it} + \beta_2 DR_{it} + \beta_3 DR_{it} \times R_{it} + \varepsilon_{it}$$

$NI_{i,t}$ : نسبت سود هر سهم به قیمت سهام در ابتدای دوره؛

$R_{it}$ : بازده سهام  $i$  در دوره  $t$ ؛

$DR_{it}$ : متغیر مجازی است و در صورتی که بازده سهام شرکت منفی باشد، مقدار ۱ و در غیر این صورت مقدار ۰ می‌گیرد.

در رابطه ۷،  $\beta_1$  نشان دهنده سرعت تأثیرگذاری اخبار خوب بر بازده سهام می‌باشد و  $\beta_3$  بیانگر سرعت نهایی فزاینده شناسایی و تأثیرگذاری اخبار بد بر بازده سهام نسبت به اخبار خوب می‌باشد. اگر مقدار این ضریب به شکل مثبت و معنادار مشاهده شود نشان دهنده آن است که سرعت تأثیرگذاری اخبار بد بر قیمت سهام بیشتر از اخبار خوب می‌باشد و به عبارتی وجود محافظه‌کاری در اطلاعات مالی را نشان می‌دهد. شاخص محافظه‌کاری به شرح رابطه ۸ اندازه‌گیری می‌شود.

رابطه (۸)

$$CONSER_{it} = \frac{-(\beta_1 + \beta_3)}{\beta_1}$$

۴-۴-۲-۴ - دقت پیش‌بینی مدیریت: برای اندازه‌گیری این متغیر ابتدا خطای پیش‌بینی سود به پیروی از چن، کروسلند و لیو (۲۰۱۵) به شرح رابطه ۹ به دست می‌آید.

رابطه (۹)

$$MFE_{it} = \frac{|AE_{it} - FE_{it}|}{SP_{it-1}}$$

$MFE_{it}$ : خطای پیش‌بینی سود شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

$AE_{it}$ : سود واقعی شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

$FE_{it}$ : سود پیش‌بینی شده شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

$SP_{it}$ : ارزش بازار سهام شرکت  $i$  در پایان سال  $t - 1$ .

سود پیش‌بینی شده شرکت در رابطه ۹، اولین سود پیش‌بینی شده حسابرسی شده شرکت است.

پس از محاسبه خطای پیش‌بینی سود با استفاده از رابطه ۹، دقت سود پیش‌بینی شده توسط مدیریت به شرح رابطه ۱۰ به دست می‌آید که در این رابطه  $MFE_{it}$  دقت پیش‌بینی سود شرکت  $i$  در سال  $t$  است (چن و همکاران، ۲۰۱۵).

رابطه (۱۰)

$$IMFA_{it} = (MFE_{it} - MFE_{it-1}) * -1$$

۴-۴-۲-۵ - ساختار مدیریت:

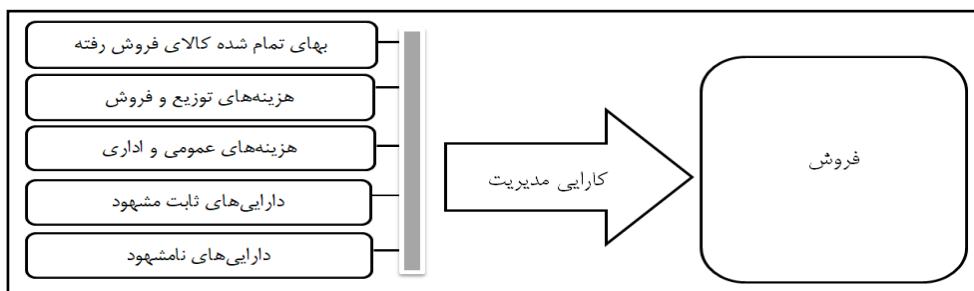
۴-۴-۲-۵-۱ - استقلال هیأت مدیره: میزان استقلال هیأت مدیره از طریق نسبت تعداد اعضای غیر موظف هیأت مدیره به جمع تعداد اعضای هیأت مدیره، مورد سنجش قرار خواهد گرفت.

۴-۴-۲-۵-۲ - تنوع جنسیت هیأت مدیره: نظریه‌های مربوط به مسائل نمایندگی عنوان می‌کنند که تنوع جنسیتی در هیأت مدیره، به واسطه ایجاد دیدگاه‌های مختلف، کنترل بهتر مدیریت و تصمیم‌سازی‌هایی که منافع

سهامداران را تأمین می‌کند. لذا اگر در سال مورد رسیدگی در هیأت مدیره شرکت هم زنان و هم مردان حضور داشته باشند، هیأت مدیره دارای تنوع جنسیت تشخیص داده می‌شود (سعید و سامر، ۲۰۱۷).

**۳-۵-۲-۴-۴- ثبات و استحکام مدیریت:** تجربه کاری صرفاً نوعی شایستگی است و زمانی ارزشمند است که منشأ شکل‌گیری پدیده‌ای به نام ظرفیت در افراد شود که چنین ظرفیتی خود منشأ عملکرد کاری خواهد بود. تجربه کاری جوهره خطا-آزمایشی تصمیم‌های مدیران را کاهش می‌دهد و یکی از معیارهای بسیار کلیدی جهت شناسایی شایستگی‌های لازم برای احراز پست‌های مدیریتی عالی سازمانی و ملی در بخش دولتی محسوب می‌شود. در ابتدای دوره تصدی مدیریت، کسب تجارب و مهارت‌های لازم برای پست جدید احساس می‌شود و ثبات مدیریت با گذشت زمان ایجاد می‌گردد. لذا با توجه به مطالعات پیرس و پاتل (۲۰۱۸)، پس از طی دوره گذار که مطابق پژوهش‌های گذشته حداقل ۳ سال می‌باشد مدیریت به اقتدار و ثبات می‌رسد. در پژوهش حاضر اگر دوره تصدی مدیر عامل در سال مورد نظر حداقل سه سال باشد، مدیریت با ثبات تلقی می‌گردد و بدان مقدار ۱ اختصاص داده می‌شود و در غیر این صورت مقدار ۰ اختصاص داده خواهد شد.

**۴-۵-۲-۴-۴- توانایی مدیریت:** کارایی مدیریت با استفاده از الگوی تحلیل پوششی داده‌ها<sup>۱۱</sup> به شرح شکل ۲، مورد سنجش قرار می‌گیرد (هوانگ و سان، ۲۰۱۷).



شکل (۲): توانایی مدیریت با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها

کارایی مدیریت با استفاده از تابع تولید سنجیده می‌شود که این تابع نشان دهنده حداکثر مقدار خروجی‌هاست که با ترکیبی از مقادیر ورودی به دست می‌آید. الگوی تحلیل پوششی داده‌ها به تفکیک هر صنعت سال مورد بررسی قرار می‌گیرد. مقادیر به دست آمده از الگوی یاد شده بین ۰ تا ۱ خواهد بود که عدد یک بیانگر بالاترین کارایی مدیریت است. سپس مقادیر حاصله از تحلیل پوششی داده‌ها به عنوان متغیر وابسته در رابطه رگرسیونی وارد می‌شود که مقادیر باقیمانده ( $\varepsilon_{i,t}$ ) به دست آمده از بیانگر توانایی مدیریت است.

رابطه (۱۱)

$$\text{FrimEff} = \beta_0 + \beta_1 \text{Assets}_{i,t} + \beta_2 \text{MShare}_{i,t} + \beta_3 \text{PosFCF}_{i,t} + \beta_4 \text{Age}_{i,t} + \text{Year} + \varepsilon_{i,t}$$

$Assets_{i,t}$ : لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت؛  
 $MShare_{i,t}$ : میزان سهم بازار شرکت که با استفاده از نسبت فروش شرکت به فروش صنعت مورد سنجش قرار می‌گیرد.  
 $PosFCF_{i,t}$ : اگر جریان نقدی آزاد مثبت باشد مقدار ۱ و در غیر این صورت مقدار ۰ اختصاص داده خواهد شد.  
 $Age_{i,t}$ : لگاریتم طبیعی سن شرکت از زمان تأسیس؛

### ۳-۴-۴- متغیرهای کنترلی

در این پژوهش اثر متغیرهای زیر، به شرح جدول ۳ کنترل خواهد شد.

جدول (۳): متغیرهای کنترلی پژوهش

عنوان متغیر	نماد	نحوه سنجش
تغییرات هزینه‌های توزیع و فروش	$\Delta Mktg$	نسبت تغییرات در هزینه‌های توزیع و فروش نسبت به مقادیر سال گذشته آن.
اندازه شرکت	SIZE	لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت.
ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	نسبت ارزش بازار (ارزش بازار سهام به علاوه ارزش دفتری بدهی) به ارزش دفتری شرکت (جمع دارایی‌ها).
تکانه بازده	Moment	بازده اصلاح شده بر اساس بازده بازار در شش ماه گذشته.
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	نسبت سود خالص به جمع دارایی‌ها.
شاخص بازار	Index	میزان تغییرات در شاخص بازار سرمایه نسبت به دوره ما قبل آن
نسبت قیمت به سود هر سهم	PE	نسبت قیمت به سود هر سهم در پایان سال.
اهرم مالی	Lev	اهرم مالی که با استفاده از نسبت جمع بدهی به جمع دارایی‌ها سنجیده می‌شود.
رقابت در بازار محصولات	HHI	میزان رقابت در بازار محصولات شرکت می‌باشد، برای اندازه‌گیری این متغیر از شاخص اصلاح شده (HHI) به شرح رابطه ۱۲ استفاده می‌شود. $HHI = \frac{\sum_{i=1}^{N_j} (Sales_{i,j})^2}{\sum_{i=1}^{N_j} Sales_{i,j}}$ رابطه (۱۲) $Sales_{i,j}$ : نشان دهنده مقدار فروش شرکت $i$ در صنعت $j$ می‌باشد
ناهمگنی گردش سهام	DTURN	برای اندازه‌گیری این متغیر از تفاضل میانگین حجم معاملات ماهانه سهام در سال جاری و میانگین حجم معاملات ماهانه در سال قبل استفاده می‌گردد. (حجم معاملات ماهانه سهام از تقسیم سهام داد و ستد شده در هر ماه بر تعداد سهام در جریان شرکت در آن ماه به دست می‌آید).
ریسک بازده خاص	Sigma	میزان نوسان (ریسک) بازده ماهانه شرکت است و با استفاده از انحراف معیار سالیانه بازده ماهانه مورد سنجش قرار گرفته است.

## ۵- تحلیل داده‌ها

## ۵-۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین، میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار، چولگی و کشیدگی انجام پذیرفته است. در مرحله نخست در برخی از متغیرهای پژوهش داده‌های پرت وجود داشته که با استفاده از تکنیک پیراستن، اقدام به حذف داده‌های پرت شده است. همچنین بررسی‌های به عمل آمده در خصوص نرمال بودن توزیع متغیر وابسته پژوهش نشان دهنده برخوردار بودن متغیر بازده غیر عادی و بازده خاص سهام از توزیعی نزدیک به نرمال است.

جدول (۴): فراوانی متغیرهای مجازی پژوهش

درصد فراوانی		فراوانی		تعداد نمونه	متغیرهای پژوهش	
۱	۰	۱	۰		نماد	عنوان
۰/۳۱۲	۰/۶۸۷	۵۶۸	۱۲۴۷	۱۸۱۵	Myopia	کوتاه‌بینی مدیریت
۰/۳۲۰	۰/۶۸۰	۵۸۲	۱۲۳۳	۱۸۱۵	Optimism	خوش‌بینی مدیریت
۰/۰۷۹	۰/۹۲۱	۱۴۳	۱۶۷۲	۱۸۱۵	Gender	تنوع جنسیتی هیأت مدیره
۰/۵۱۱	۰/۴۸۹	۹۲۸	۸۸۷	۱۸۱۵	Entrench	ثبات و استحکام مدیریت

جدول (۵): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

بیشینه	کمینه	ضریب کشیدگی	ضریب چولگی	انحراف معیار	میانه	میانگین	تعداد نمونه	متغیرهای پژوهش	
								نماد	عنوان
۲/۴۸۰	-۰/۹۱۶	۳/۰۱۴	۱/۵۰۶	۰/۶۷۳	-۰/۰۳۴	۰/۰۸۷	۱۸۱۵	RET	بازده غیر عادی سهام
-۰/۰۱۷	-۰/۹۸۵	۷/۶۳۶	-۲/۸۴۷	۰/۲۴۲	-۰/۰۴۸	-۰/۱۳۲	۱۸۱۵	W	بازده خاص سهام
۲۰/۳۸۲	-۲۰/۶۰۳	۲/۱۸۹	-۰/۰۵۹	۷/۹۸۶	۰/۰۸۶	۰/۴۵۹	۱۸۱۵	Conser	محافظه‌کاری
۰/۴۶۳	-۰/۴۳۵	۲/۷۲۷	۰/۲۴۳	۰/۱۶۵	-۰/۰۰۵	۰/۰۰۷	۱۸۱۵	Correct	دقت پیش‌بینی مدیریت
۱/۰۲۷	۰/۰۰۸	-۰/۰۴۵	-۰/۴۲۳	۰/۱۹۲	۰/۶۰۳	۰/۶۴۸	۱۸۱۵	Indep	استقلال هیأت مدیره
۰/۳۷۱	-۰/۳۷۶	-۰/۴۱۷	۰/۴۶۵	۰/۱۵۳	-۰/۰۲۴	۰/۰۱۳	۱۸۱۵	Ability	توانایی مدیریت
۰/۰۶۵	-۰/۰۴۲	۱/۳۲۰	-۰/۰۳۵	۰/۰۲۱	۰/۰۰۸	۰/۱۲۳	۱۸۱۵	ΔMktg	تغییرات هزینه توزیع و فروش
۸/۴۲۱	۴/۲۹۴	۰/۹۱۸	۰/۷۰۲	۰/۶۷۴	۵/۹۶۶	۶/۰۳۴	۱۸۱۵	Size	اندازه شرکت
۳/۵۰۴	۰/۷۱۰	۲/۱۰۴	۱/۵۰۰	۰/۶۳۲	۱/۳۴۷	۱/۵۲۵	۱۸۱۵	MB	ارزش بازار به ارزش دفتری
۱/۷۳۲	-۰/۶۲۳	۳/۱۴۳	۱/۵۱۳	۰/۴۴۵	۰/۰۳۵	۰/۲۱۹	۱۸۱۵	Moment	تکانه بازده سهام
۰/۴۴۳	-۰/۱۷۱	۰/۵۲۶	۰/۴۹۷	۰/۱۳۴	۰/۰۹۸	۰/۱۳۷	۱۸۱۵	ROA	نرخ بازده دارایی‌ها
۱/۰۶۱	-۰/۲۵	-۰/۷۴۳	۰/۵۶۱	۰/۴۱۲	۰/۲۳۶	۰/۳۱۸	۱۸۱۵	Index	شاخص بازار سرمایه
۶۹/۵۶۲	-۹/۹۸۲	۵/۹۴۶	۲/۴۳۷	۱۶/۵۰۳	۶/۱۵۴	۱۰/۶۴۱	۱۸۱۵	PE	نسبت قیمت به سود
-۰/۰۷۳	-۰/۷۰۲	۲/۷۲۰	-۱/۴۶۵	۰/۱۳۱	-۰/۱۷۶	-۰/۲۲۳	۱۸۱۵	HHI	رقابت در بازار محصولات



بیشینه	کمینه	ضریب کشیدگی	ضریب چولگی	انحراف معیار	میانه	میانگین	تعداد نمونه	متغیرهای پژوهش	
								نماد	عنوان
۱/۰۶۶	۰/۱۱۶	-۰/۲۶۳	-۰/۱۷۶	۰/۲۱۲	۰/۶۱۵	۰/۵۶۴	۱۸۱۵	Lev	اهرم مالی
۰/۰۵۸	-۰/۰۷۰	۴/۲۳۴	۰/۶۳۸	۰/۰۳۷	۰/۰۲۲	۰/۰۲۶	۱۸۱۵	DTURN	ناهمگنی گردش سهام
۰/۶۶۰	۰/۰۱۵	۴/۷۰۵	۲/۱۸۷	۰/۱۵۱	۰/۱۰۸	۰/۱۷۳	۱۸۱۵	Sigma	ریسک بازده سهام

نتایج به دست آمده در خصوص جدول فراوانی متغیرهای مجازی پژوهش (متغیرهای دارای مقادیر ۰ و ۱) در جدول ۴ نشان می‌دهد که درصد فراوانی شرکت‌های دارای کوتاه‌بینی مدیریت (Myopia) و شرکت‌های دارای خوش‌بینی مدیریت (Optimism) به ترتیب برابر با ۰/۳۱۲ و ۰/۳۲۰ بوده است و این بدان معناست که به ترتیب ۳۰ درصد و ۳۲ درصد از شرکت‌های نمونه دارای مدیران کوتاه‌بین و مدیران خوش‌بین بوده‌اند. سایر یافته‌ها حاکی از آن هستند که درصد فراوانی متغیر مجازی تنوع جنسیتی هیأت مدیره (GenDiv) در شرکت‌های نمونه برابر با ۰/۰۷۹ بوده و بیانگر آن است که در میان شرکت‌های بررسی شده فقط در ۷/۹ درصد این شرکت‌ها، زنان در هیأت مدیره شرکت حضور داشته‌اند. سایر نتایج نشان می‌دهند که درصد فراوانی متغیر ثبات مدیریت (Entrench) در شرکت‌های نمونه برابر با ۰/۵۱۱ است و بدان معناست که مدیر عامل شرکت طی حداقل سه سال، دوره تصدی مدیریت شرکت را بر عهده داشته است.

در جدول ۵ نتایج آمار توصیفی متغیرهای کمی نشان داده شده است که در ادامه نتایج آن مورد بررسی قرار گرفته است. میانگین بازده غیر عادی سهام (RET) که بر اساس تفاوت بازده سهام و بازده تجمعی بازار مورد سنجش قرار گرفته، در شرکت‌های نمونه برابر با ۰/۰۸۷ است که این نتیجه نشان می‌دهد شرکت‌های نمونه در طول دوره پژوهش به طور متوسط بازدهی نزدیک به ۹ درصد بیشتر از بازدهی بازار کسب کرده‌اند. مقادیر ضریب چولگی (۱/۵۰۶) و ضریب کشیدگی (۳/۰۱۴) این متغیر بیانگر نرمال نبودن احتمالی توزیع این متغیر می‌باشد. میانگین بازده خاص سهام شرکت (W)، که بیانگر بخشی از بازده سهام است که تحت تأثیر بازده بازار و صنعت قرار نگرفته و خاص شرکت می‌باشد، برابر با ۰/۱۳۲- است. هر چه این مقدار بیشتر باشد نشان دهنده آن است که بخش بیشتری از بازده مربوط به ویژگی‌های خاص شرکت بوده و تحت تأثیر بازار قرار نگرفته است.

سایر یافته‌ها حاکی از آن است که میانگین متغیر محافظه‌کاری (Conser) در شرکت‌های نمونه برابر با ۰/۴۵۹ می‌باشد که هر چه این مقدار بزرگتر باشد، نشان دهنده محافظه‌کاری اعمال شده بالاتر مدیریت است. میانگین متغیر دقت پیش‌بینی مدیریت (Correct) که با استفاده از تفاوت دقت پیش‌بینی سود طی سال جاری و سال گذشته حاصل می‌شود، برابر با ۰/۰۰۷ است که بیانگر بهبود اندک در دقت مدیریت در پیش‌بینی سود می‌باشد. میانگین میزان استقلال اعضای هیأت مدیره (Indep) در شرکت‌های بررسی شده برابر ۰/۶۴۸ می‌باشد و بدان معناست که نزدیک به ۶۵ درصد اعضای هیأت مدیره شرکت‌ها از اعضای غیرموظف تشکیل شده است. میانگین توانایی مدیریت (Ability) نیز برابر با ۰/۰۱۳ به دست آمده و بیانگر این است که در ۱/۳ درصد از شرکت‌های نمونه از مدیران توانمند استفاده شده است.

بر اساس نتایج به دست آمده، میانگین تغییرات در هزینه‌های توزیع و فروش ( $\Delta Mktg$ ) در شرکت‌های نمونه برابر با ۰/۱۲۳ است و این نشان می‌دهد که هزینه‌های توزیع و فروش روند افزایشی اندکی در شرکت‌های نمونه داشته است. میانگین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MB) نیز برابر با ۱/۵۲۵ می‌باشد و لذا در شرکت‌های نمونه ارزش بازار ۵۲ درصد بیشتر از ارزش دفتری بوده است. همچنین میانگین تکانه بازده سهام (Moment) که بیانگر بازدهی مزاد بر بازده در شش ماه گذشته است، برابر با ۰/۲۱۹ بوده است. علاوه بر این نرخ بازده دارایی‌ها (ROA) در شرکت‌های نمونه برابر با ۰/۱۳۷ می‌باشد و بیانگر آن است که بازدهی کسب شده در شرکت‌های بررسی شده نزدیک به ۱۳ درصد جمع دارایی این شرکت‌ها بوده است.

سایر یافته‌ها نشان می‌دهند که میانگین نسبت قیمت به سود هر سهم (PE) در شرکت‌های نمونه برابر با ۱۰/۶۴۱ است. این نتیجه نشان دهنده آن است که قیمت سهام در شرکت‌های نمونه بیش از ۱۰ برابر سود هر سهم آن‌ها بوده که نتیجه قابل توجهی است. میانگین تغییرات شاخص بازار (Index) برابر با ۰/۳۱۸ است و بیانگر آن می‌باشد که بازدهی بازار نزدیک به ۳۲ درصد است. از دیگر نتایج می‌توان به میانگین میزان رقابت در بازار محصولات (HHI) اشاره نمود که برابر با ۰/۲۲۳- بوده و رقابتی قابل توجه در صنایعی که شرکت‌های مورد بررسی از میان آن‌ها انتخاب گردیده است، را نشان می‌دهد. میانگین اهرم مالی شرکت (Lev) نیز برابر با ۰/۵۶۴ است و این بدان معناست که ۵۶ درصد منابع مالی شرکت‌ها از محل بدهی و استقراض تأمین شده است. همچنین میانگین ناهمگنی‌گردش سهام شرکت (DTURN) که بیانگر تفاوت میانگین گردش سهام ماهیانه نسبت به سال گذشته است، برابر با ۰/۰۲۶ است که عدم تغییرات گسترده در میزان معاملات ماهیانه سهام را نشان می‌دهد. علاوه بر این متوسط ریسک بازده ماهیانه خاص شرکت (Sigma) برابر با ۰/۱۷۳ است که نشان دهنده مقدار اندک ریسک بازده خاص شرکت است.

## ۲-۵- نتایج مدل‌های پژوهش

### ۲-۵-۱- نتایج فرضیه‌های مدل‌های پژوهش

قبل از تخمین مدل پژوهش ابتدا بررسی‌های لازم در خصوص پیش‌فرض‌های رگرسیون صورت گرفته و نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که متغیر وابسته پژوهش و مقادیر باقیمانده مدل (خطاها) از توزیع نرمال برخوردار بوده است. بررسی‌های لازم در خصوص وضعیت همسانی واریانس‌های مدل پژوهش با استفاده از آزمون بروش-پاگان انجام گرفت و با توجه به عدم همسانی واریانس‌ها از روش حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده گردیده است. در ادامه جهت کسب اطمینان از عدم وجود رگرسیون کاذب و روابط غیر عادی بین متغیرها، با استفاده از آزمون ریشه واحد دیکی و فولر تعمیم یافته و آزمون همگرایی انجل-گرانجر و آماره تاو به بررسی مانایی و همگرایی متغیرهای پژوهش پرداخته شد. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که متغیرهای پژوهش دارای مانایی (ایستایی) هستند و رابطه بین متغیرها به صورت منطقی (غیر کاذب) وجود داشته و روابط غیر عادی و رگرسیون کاذب وجود نداشته است.

برای آزمون تأثیر متغیرهای مستقل بر بازده غیر عادی سهام و نیز بازده خاص سهام شرکت‌ها با استفاده از مدل رگرسیون مبتنی بر داده‌های ترکیبی، قبل از هر چیز ابتدا آزمون F لیمر و سپس آزمون هاسمن جهت تعیین الگوی مناسب جهت برازش مدل انجام شده که نتایج این آزمون‌ها به شرح بخش پایانی جدول ۶ می‌باشد.

- نتایج آزمون F لیمر بر بازده غیر عادی سهام نشان می‌دهد که مقدار آماره این آزمون برابر با ۲/۰۰۹ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰ می‌باشد. همچنین مقدار آماره این آزمون بر بازده خاص سهام برابر با ۲/۳۱۳ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰ نشان داده شده است. بنابراین یافته‌های حاکی از آن هستند که اثرات ثابت در مدل‌های پژوهش در سطح معناداری وجود داشته و تأثیر نوع فعالیت شرکت (به عنوان یک مقطع) بر بازده غیر عادی سهام و نیز بازده خاص سهام معنادار بوده است. همچنین جهت بررسی تصادفی بودن اثرات ثابت از آزمون هاسمن استفاده شده است که اثرات ثابت در هر دو مدل از نوع اثرات غیر تصادفی بوده است (با توجه به آنکه سطح معناداری به دست آمده کوچکتر از ۰/۰۵ بوده است).

- مقدار آماره F به دست آمده از مدل‌های پژوهش حاکی از آن است که بین متغیرهای پژوهش رابطه معناداری وجود دارد و هر دو مدل معنادار می‌باشند. مطابق نتایج به دست آمده، ضریب تعیین مدل در بازدهی غیر عادی سهام و بازدهی خاص سهام به ترتیب نزدیک به ۳۳ درصد و ۴۰ درصد بوده که مقدار نسبتاً مناسبی را نشان می‌دهد. همچنین آماره دوربین واتسون در هر دو مدل؛ عدم خود همبستگی باقیمانده‌ها را نشان می‌دهد و لذا یکی دیگر از فروض رگرسیون مورد تأیید واقع شده است. آزمون تورم واریانس نیز که جهت بررسی وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل انجام گرفته است، از عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش حکایت دارد.

جدول (۶): نتایج تأثیر متغیرهای پژوهش بر بازده غیر عادی سهام و بازده خاص سهام

عامل تورم واریانس VIF	بازده خاص سهام			عامل تورم واریانس VIF	بازده غیر عادی سهام			نماد	متغیرهای پژوهش
	سطح معناداری	آماره t	ضریب		سطح معناداری	آماره t	ضریب		
-	۰/۰۵۲	۱/۹۴۲	۰/۲۰۴	-	۰/۰۳۵	-۲/۱۰۷	-۰/۷۹۸	C	عرض از مبدأ
۱/۲۶۹	۰/۰۳۶	-۲/۹۴۶	-۰/۰۲۱	۱/۰۸۹	۰/۰۰۰	-۷/۸۲۱	-۰/۲۲۶	Myopia	کوتاه‌بینی مدیریت
۱/۰۷۹	۰/۳۱۵	۰/۹۸۳	۰/۰۰۷	۱/۰۳۴	۰/۱۹۱	۱/۲۸۷	۰/۰۳۷	Optimism	خوش‌بینی مدیریت
۱/۰۰۸	۰/۰۰۰	-۳/۵۴۳	-۰/۰۰۱	۱/۰۰۸	۰/۰۱۷	۳/۱۰۷	۰/۰۰۲	Conser	محافظه‌کاری مدیریت
۱/۰۱۱	۰/۰۰۰	۷/۶۹۴	۰/۱۸۰	۱/۰۹۸	۰/۰۰۰	۴/۲۰۲	۰/۳۶۲	Correct	دقت پیش‌بینی مدیریت
۱/۰۶۵	۰/۰۲۵	۲/۲۴۳	۰/۰۵۰	۱/۰۴۹	۰/۰۰۴	۲/۸۷۵	۰/۲۹۲	Indep	استقلال هیأت مدیره
۱/۰۱۵	۰/۶۲۲	-۰/۴۹۴	-۰/۰۰۷	۱/۰۱۵	۰/۸۴۶	۰/۱۹۵	۰/۰۱۲	GenDiv	تنوع جنسیتی هیأت مدیره
۱/۰۳۱	۰/۱۲۲	۱/۵۴۸	۰/۰۰۹	۱/۰۱۹	۰/۹۰۶	-۰/۱۱۸	-۰/۰۰۳	Entrench	ثبات و استحکام مدیریت
۱/۰۴۷	۰/۰۹۴	۱/۶۶۸	۰/۶۱۴	۱/۰۰۸	۰/۱۶۴	۱/۴۳۱	۱/۸۰۷	Ability	توانایی مدیریت
۱/۰۲۲	۰/۰۰۰	-۱۵/۲۷۹	-۲/۲۰۳	۱/۰۴۹	۰/۰۲۷	۲/۲۱۵	۱/۵۲۸	ΔMktg	تغییرات هزینه‌های توزیع و فروش
۱/۰۸۸	۰/۷۰۹	-۰/۳۷۳	-۰/۰۲۷	۱/۰۴۹	۰/۸۸۱	۰/۱۵۰	۰/۰۰۹	Size	اندازه شرکت
۲/۳۰۳	۰/۰۰۰	-۳/۸۰۰	-۰/۱۸۴	۱/۱۲۶	۰/۰۰۰	۲۲/۴۳۴	۰/۶۳۶	MB	ارزش بازار به ارزش دفتری

متغیرهای پژوهش	نماد	بازده غیر عادی سهام			عامل تورم واریانس VIF	بازده خاص سهام			عامل تورم واریانس VIF
		ضریب	آماره t	سطح معناداری		ضریب	آماره t	سطح معناداری	
تکانه بازده سهام	Moment	-۰/۲۳۶	-۷/۶۴۱	۰/۰۰۰	۱/۱۱۴	-۰/۱۱۳	-۱۵/۲۴۵	۰/۰۰۰	۱/۳۴۱
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	-۰/۱۷۱	-۳/۷۶۳	۰/۰۰۰	۲/۳۲۶	-۰/۱۸۴	-۳/۸۰۰	۰/۰۰۰	۲/۳۰۳
شاخص بازار سرمایه	Index	۰/۰۱۳	۲/۳۷۷	۰/۰۱۸	۱/۰۵۰	۰/۰۴۲	۱/۹۰۷	۰/۰۵۷	۱/۰۸۳
نسبت قیمت به سود	PE	۰/۰۰۱	۰/۲۷۱	۰/۷۸۶	۱/۱۰۰	۰/۰۰۱	۰/۱۱۳	۰/۹۱۰	۱/۱۲۷
رقابت در بازار محصولات	HHI	-۰/۰۳۹	-۰/۳۶۴	۰/۷۲۷	۱/۰۹۲	-۰/۰۲۷	-۰/۳۷۳	۰/۷۰۹	۱/۰۸۸
اهرم مالی	Lev	-۰/۰۷۷	-۱/۹۲۳	۰/۰۵۵	۱/۶۹۶	-۰/۷۷۳	-۶/۲۰۲	۰/۰۰۰	۱/۷۱۵
ناهمگنی گردش سهام	DTURN	-۲/۴۰۱	-۱۴/۲۶۶	۰/۰۰۰	۱/۰۱۰	-۲/۲۰۳	-۱۵/۲۷۹	۰/۰۰۰	۱/۰۲۲
ریسک بازده سهام	Sigma	-۰/۰۲۲	-۰/۳۳۳	۰/۷۳۹	۱/۱۸۶	-۰/۵۲۸	-۰/۳۹۸	۰/۶۹۰	۱/۱۹۱
آزمون F/ سطح معناداری			۴/۶۶۴	۰/۰۰۰			۶/۰۳۹	۰/۰۰۰	
ضریب تعیین/آماره دوربین-واتسون			۲/۰۹۲	۰/۳۳۴			۰/۳۹۷	۲/۱۸۰	
آزمون F لیمر/ سطح معناداری			۲/۰۰۹	۰/۰۰۰			۲/۳۱۳	۰/۰۰۰	
آزمون هاسمن/ سطح معناداری			۱۹/۳۴۲	۰/۰۰۰			۱۵۱/۸۳۴	۰/۰۰۰	

- متغیر کوتاه‌بینی مدیریت (Myopia) تأثیری منفی و معنادار بر بازده غیر عادی سهام داشته است (با توجه به اینکه مقدار آماره t و سطح معناداری به دست آمده به ترتیب برابر با  $-۷/۸۲۱$  و  $۰/۰۰۰$  بوده است). این نتیجه نشان می‌دهد که با افزایش کوتاه‌بینی مدیریت از میزان بازده غیر عادی سهام شرکت‌های بررسی شده کاسته شده و این کاهش از لحاظ آماری معنادار بوده است. دیگر نتایج حاکی از آن است که کوتاه‌بینی مدیریت تأثیری منفی و معنادار بر بازده خاص سهام داشته و با افزایش کوتاه‌بینی مدیریت از میزان بازده خاص سهام شرکت‌های بررسی شده کاسته شده است. همچنین در شرکت‌های با مدیران کوتاه‌بین، کاهش معنادار بازده خاص سهام مشاهده شده است (با توجه به اینکه مقدار آماره t  $-۲/۹۴۶$  و سطح معناداری  $۰/۰۳۶$  به دست آمده است).

فرضیه فرعی ۱-۱ پژوهش مبنی بر اینکه کوتاه‌بینی تأثیری منفی و معنادار بر بازده غیر عادی سهام داشته است، در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود.

فرضیه فرعی ۱-۲ پژوهش مبنی بر اینکه کوتاه‌بینی مدیریت تأثیری منفی و معنادار بر بازده خاص سهام داشته است، در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود.

- متغیر خوش‌بینی مدیریت (Optimism) تأثیر مثبت اما بی‌معنایی بر بازده غیر عادی سهام داشته است (با توجه به اینکه مقدار آماره t و سطح معناداری به دست آمده به ترتیب برابر با  $۱/۲۸۷$  و  $۰/۱۹۱$  بوده است). لذا بازده غیر عادی سهام با افزایش خوش‌بینی مدیریت افزایش یافته هر چند که این نتیجه از لحاظ آماری معنادار نیست. سایر نتایج نشان دهنده آن است که خوش‌بینی مدیریت تأثیر مثبت اما بی‌معنایی بر بازده خاص سهام داشته است و با افزایش خوش‌بینی مدیریت بر میزان بازده خاص سهام افزوده شده که این افزایش از لحاظ آماری معنادار نیست. (با توجه به اینکه مقدار آماره t  $۰/۹۸۳$  و سطح معناداری  $۰/۳۱۵$  به دست آمده است).

**فرضیه فرعی ۱-۲** پژوهش مبنی بر اینکه با خوش‌بینی مدیریت تأثیری معنادار بر بازده غیر عادی سهام داشته است، در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

**فرضیه فرعی ۲-۲** پژوهش مبنی بر اینکه خوش‌بینی مدیریت تأثیری معنادار بر بازده خاص سهام داشته است، در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

- متغیر محافظه‌کاری (Conser) تأثیری مثبت و معنادار بر بازده غیر عادی سهام داشته است (با توجه به اینکه مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری به دست آمده به ترتیب برابر با ۳/۱۰۷ و ۰/۰۱۷ به دست آمده است). بنابراین با افزایش اعمال محافظه‌کاری بر میزان بازده غیر عادی سهام شرکت‌های بررسی شده به شکل معناداری افزوده شده است و در شرکت‌های با محافظه‌کاری بالاتر، بازده غیر عادی بیشتری کسب شده است. دیگر نتایج به دست آمده بیانگر تأثیر منفی و معنادار متغیر محافظه‌کاری بر بازده خاص بوده است (با توجه به اینکه مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری به دست آمده به ترتیب برابر با ۳/۵۴۳- و ۰/۰۰۰ بوده است). لذا بازار سرمایه از طریق بازده خاص سهام واکنشی معنادار نسبت به میزان محافظه‌کاری مدیریت داشته و در شرکت‌های با محافظه‌کاری بالاتر، بازده خاص کمتری کسب شده است.

**فرضیه فرعی ۱-۳** پژوهش مبنی بر اینکه محافظه‌کاری تأثیری معنادار بر بازده غیر عادی سهام داشته است، در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود.

**فرضیه فرعی ۲-۳** پژوهش مبنی بر اینکه محافظه‌کاری تأثیری معنادار بر بازده خاص سهام داشته است، در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود.

- متغیر دقت پیش‌بینی مدیریت (Correct) نشان دهنده آن است که این متغیر تأثیر مثبت و معناداری بر بازده غیر عادی سهام داشته است. لذا بازده غیر عادی سهام با افزایش دقت پیش‌بینی مدیریت افزایش یافته و شرکت‌های با دقت پیش‌بینی سود بالاتر، بازدهی بیشتری را کسب نموده‌اند. (با توجه به مقدار آماره  $t$  ۴/۲۰۲ و سطح معناداری ۰/۰۰۰ به دست آمده است). سایر نتایج بیانگر آن هستند که متغیر دقت پیش‌بینی مدیریت تأثیر مثبت و معناداری بر بازده خاص سهام داشته است. به بیان دیگر، بازده خاص سهام با افزایش دقت پیش‌بینی مدیریت افزایش یافته و شرکت‌های با دقت پیش‌بینی سود بالاتر، بازدهی خاصی بیشتری را کسب نموده‌اند. بنابراین در صورت افزایش دقت پیش‌بینی مدیریت، بازدهی شرکت وابستگی کمتری به بازدهی بازار داشته و توسط اطلاعات خاص شرکت تعیین می‌گردد (مقدار آماره  $t$  ۷/۶۹۴ و سطح معناداری ۰/۰۰۰ به دست آمده است).

**فرضیه فرعی ۱-۴** پژوهش مبنی بر اینکه دقت پیش‌بینی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر بازده غیر عادی سهام داشته است، در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود.

**فرضیه فرعی ۲-۴** پژوهش مبنی بر اینکه دقت پیش‌بینی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر بازده خاص سهام داشته است، در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود.

- نتایج به دست آمده در خصوص تأثیرگذاری مجموعه متغیرهای ساختار مدیریت شامل استقلال هیأت مدیره (Indep)، تنوع جنسیتی هیأت مدیره (GenDiv) و متغیر ثبات و استحکام مدیریت (Entrench) بر بازده غیر عادی سهام نشان می‌دهد که تأثیر این متغیرها به ترتیب به صورت مثبت، مثبت و منفی بوده و بر بازده خاص سهام به

ترتیب به صورت مثبت، منفی و مثبت می‌باشد. همچنین به جز استقلال هیأت مدیره، تأثیر دو متغیر دیگر بر بازده غیر عادی و بازده خاص سهام معنادار نمی‌باشد.

**فرضیه فرعی ۱-۵** پژوهش مبنی بر اینکه ساختار مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر بازده غیر عادی سهام دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود.

**فرضیه فرعی ۲-۵** پژوهش مبنی بر اینکه ساختار مدیریت تأثیری معنادار بر بازده خاص سهام دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار می‌گیرد.

- متغیر توانایی مدیریت (Ability)، تأثیری مثبت اما بی‌معنا بر بازده غیر عادی سهام داشته است (با توجه به اینکه مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری به دست آمده به ترتیب برابر با ۱/۴۳۱ و ۰/۱۶۴ بوده است). با افزایش توانایی مدیریت بر میزان بازده غیر عادی سهام در شرکت‌های بررسی شده افزوده شده هر چند که این افزایش از لحاظ آماری معنادار نیست. سایر یافته‌ها حاکی از آن است که متغیر توانایی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر بازده خاص سهام داشته است (با توجه به اینکه مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری به دست آمده به ترتیب برابر با ۱/۶۶۸ و ۰/۰۹۴ بوده است). لذا با افزایش توانایی مدیریت بر میزان بازده خاص سهام در شرکت‌های بررسی شده افزوده شده و بازار سرمایه از طریق بازده خاص سهام واکنشی نسبتاً معنادار نسبت به توانایی مدیریت نشان داده است.

**فرضیه فرعی ۱-۶** پژوهش مبنی بر اینکه توانایی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر بازده غیر عادی سهام دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

**فرضیه فرعی ۲-۶** پژوهش مبنی بر اینکه توانایی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر بازده خاص سهام دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

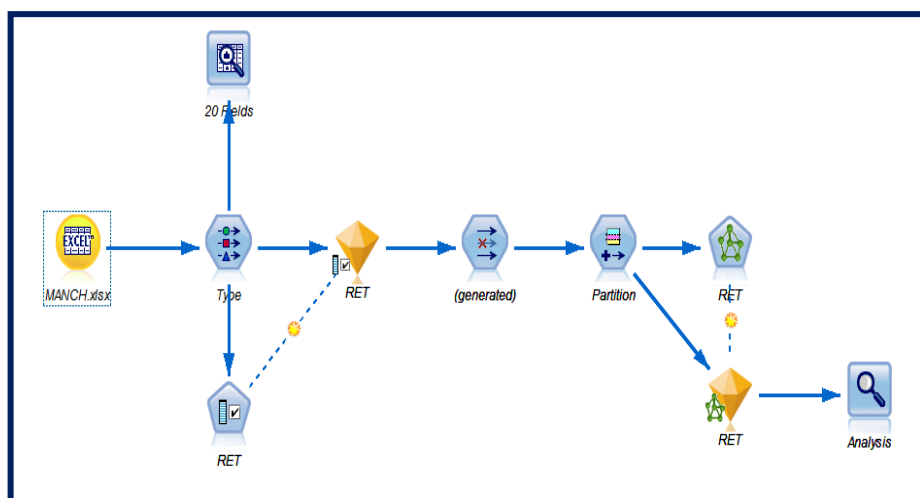
## ۲-۵-۲- نتایج به دست آمده از روش‌های داده‌کاوی (آزمون‌های تکمیلی)

در این بخش با استفاده از مدل‌های داده‌کاوی شامل مدل شبکه‌های عصبی و درخت تصمیم مجدداً به بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیریت و متغیرهای کنترلی بر متغیرهای وابسته پژوهش شامل بازده غیر عادی سهام و بازده خاص سهام پرداخته شده است که نتایج به دست آمده به شرح بخش‌های زیر می‌باشد.

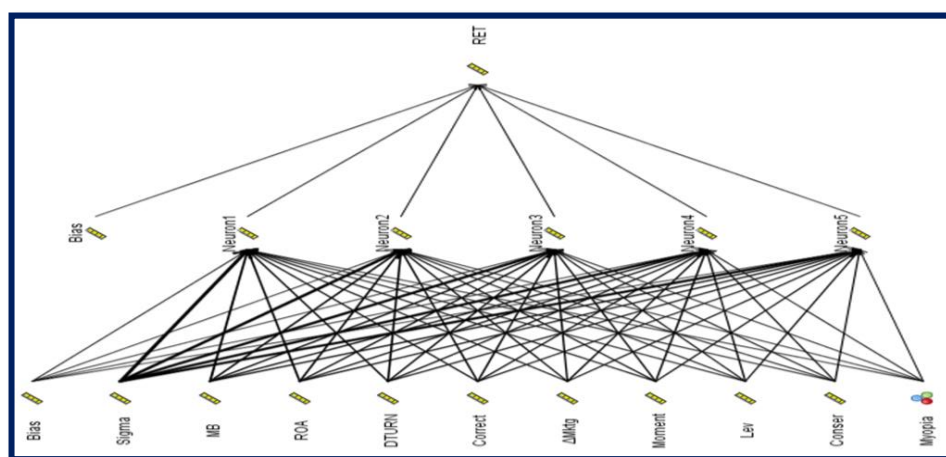
## ۲-۵-۲-۱- بررسی تأثیر بازده غیر عادی سهام نسبت به ویژگی‌های مدیریت با استفاده از مدل شبکه‌های عصبی

در شکل ۳ مراحل ایجاد مدل شبکه‌های عصبی بر اساس بازده غیر عادی سهام در نرم‌افزار داده‌کاوی بیان شده است. در این شکل کلیه مراحل لازم شامل بارگذاری داده‌ها (تعیین متغیرهای مستقل و وابسته، مقیاس‌سنجی داده‌ها و نوع آن)، تعیین گروه‌های آموزشی و آزمونی تا مراحل نهایی استخراج نتایج ارائه شده است. بدین منظور ابتدا متغیرهای پژوهش از فایل اکسل فراخوانی و پس از تعیین نوع و ویژگی‌های متغیرها اقدام به تعیین نقش متغیرهای پژوهش (در قالب متغیر مستقل و وابسته) شده است. در ادامه متغیرها به دو گروه متغیرهای با اهمیت و متغیرهای بی‌اهمیت گزینش و تفکیک شده و نسبت به کنارگذاری متغیرهایی که به عنوان بی‌اهمیت شناسایی

شده، اقدام گردیده است. سپس مجموعه داده‌های پژوهش به دو گروه آموزشی و آزمون تقسیم‌بندی شده تا با استفاده از آن میزان دقت پیش‌بینی مدل، متغیرهای پژوهش و اولویت‌بندی آن‌ها مشخص گردد و بدین ترتیب نسبت به اعتبارسنجی مدل پژوهش اقدام شده است. علاوه بر این؛ روابط شبکه‌های مختلف متغیرهای اثرگذار بر بازده غیر عادی سهام نیز به شرح نمودار ۱ مورد شناسایی قرار گرفته است.

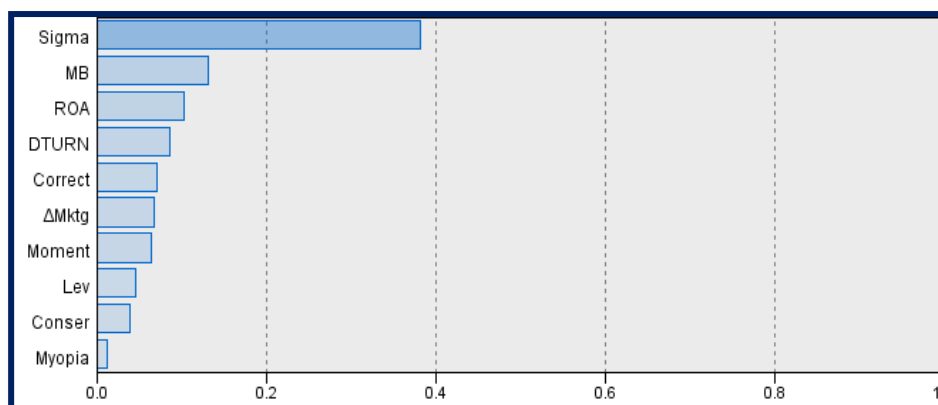


شکل (۳): مراحل ایجاد مدل شبکه‌های عصبی بر اساس بازده غیر عادی سهام



نمودار (۱): روابط شبکه‌های مختلف متغیرهای اثرگذار بر بازده غیر عادی سهام

مجموع نتایج به دست آمده در خصوص متغیرهای تأثیرگذار بر بازده غیر عادی سهام بر اساس الگوریتم شبکه‌های عصبی مورد شناسایی قرار گرفته است به شرح نمودار ۲ نشان داده شده است. نتایج حاکی از آن است که از بین ویژگی‌های مدیریت بررسی شده در پژوهش حاضر، متغیرهای دقت پیش‌بینی مدیریت (Correct)، محافظه‌کاری مدیریت (Conser) و کوتاه‌بینی مدیریت (Myopia) تأثیری معنادار بر بازده غیر عادی سهام داشته و تأثیر سایر ویژگی‌های مدیریت به صورت معنادار نبوده است. همچنین یافته‌های به دست آمده از متغیرهای کنترلی پژوهش نشان می‌دهند که بیشترین تأثیرگذاری بر بازده غیر عادی سهام به ترتیب مربوط به متغیرهای ریسک بازده سهام (Sigma)، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MB)، نرخ بازده دارایی‌ها (ROA)، ناهمگنی گردش سهام (DTURN)، تغییرات هزینه‌های توزیع و فروش ( $\Delta$ Mktg)، تکانه بازده سهام (Moment) و اهرم مالی (Lev) می‌باشد.

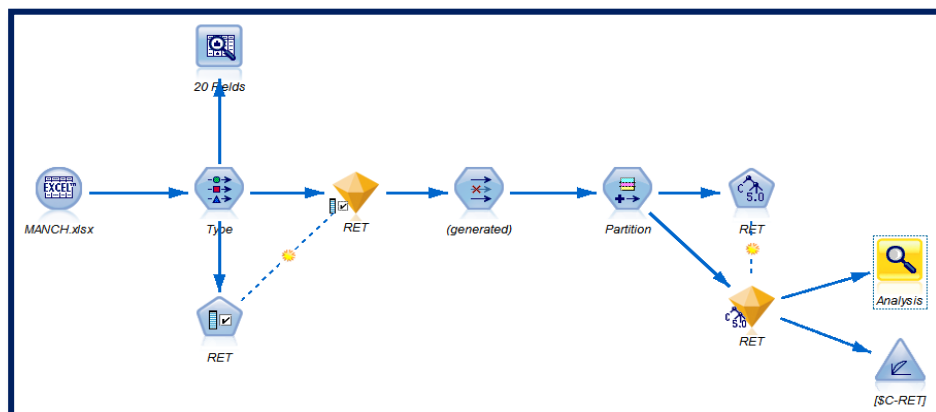


نمودار (۲): متغیرهای دارای تأثیر معنادار بر بازده غیر عادی سهام

## ۲-۲-۵-۲- بررسی تأثیر بازده غیر عادی سهام نسبت به ویژگی‌های مدیریت با استفاده از مدل درخت تصمیم C5

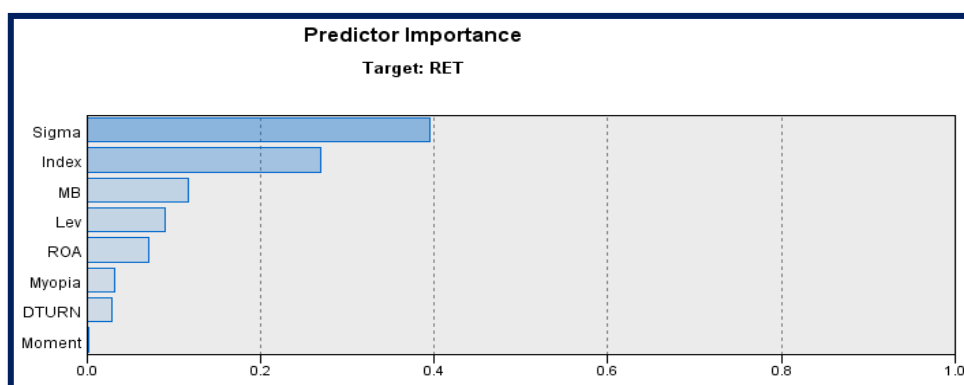
در مدل درخت تصمیم C5 ماهیت متغیر وابسته باید از نوع متغیر دوتایی (۰ و ۱) باشد، بدین منظور متغیر بازده غیر عادی سهام را بر اساس مقدار میانه هر یک از معیارهای سنجش آن به دو گروه شرکت‌های با بازده غیر عادی سهام پایین (گروه ۰) و شرکت‌های با بازده غیر عادی سهام بالا (گروه ۱) تقسیم‌بندی نموده و سپس به بررسی میزان تأثیرگذاری متغیرهای پژوهش بر هر یک از گروه‌ها پرداخته شده است. مراحل ایجاد مدل درخت تصمیم C5 بر اساس بازده غیر عادی سهام در نرم‌افزار داده‌کاوی SPSS Modeler به شرح شکل ۴ می‌باشد. در این شکل کلیه مراحل لازم شامل بارگذاری داده‌ها (تعیین متغیرهای مستقل و وابسته، مقیاس سنجش داده‌ها و نوع آن)، تعیین گروه‌های آموزشی و آزمون تا مراحل نهایی استخراج نتایج ارائه شده است.





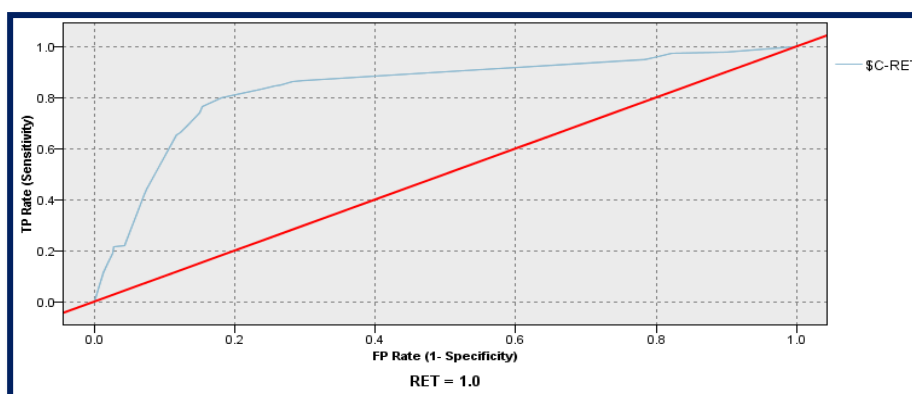
شکل (۴): مراحل ایجاد مدل درخت تصمیم C5 بر اساس بازده غیر عادی سهام

نتایج به دست آمده در خصوص متغیرهای تأثیرگذار بر بازده غیر عادی سهام که بر اساس الگوریتم درخت تصمیم C5 مورد شناسایی قرار گرفته به شرح نمودار ۳ بیان شده است. یافته‌های حاکی از آن هستند که از بین ویژگی‌های مدیریت بررسی شده در این پژوهش، صرفاً ویژگی کوتاه‌بینی مدیریت (Myopia) تأثیری معنادار بر بازده غیر عادی سهام داشته و سایر ویژگی‌های مدیریت جزو متغیرهای تأثیرگذار بر بازده غیر عادی سهام، نبوده‌اند. همچنین نتایج به دست آمده از متغیرهای کنترلی پژوهش نشان می‌دهند که متغیرهای ریسک بازده سهام (Sigma)، شاخص بازار سرمایه (Index)، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MB)، اهرم مالی (Lev)، نرخ بازده دارایی‌ها (ROA)، ناهمگنی گردش سهام (DTURN) و تکانه بازده سهام (Moment) به ترتیب بیشترین تأثیرگذاری را بر بازده غیر عادی سهام داشته‌اند.



نمودار (۳): متغیرهای تأثیرگذار بر بازده غیر عادی سهام بر اساس الگوریتم درخت تصمیم C5

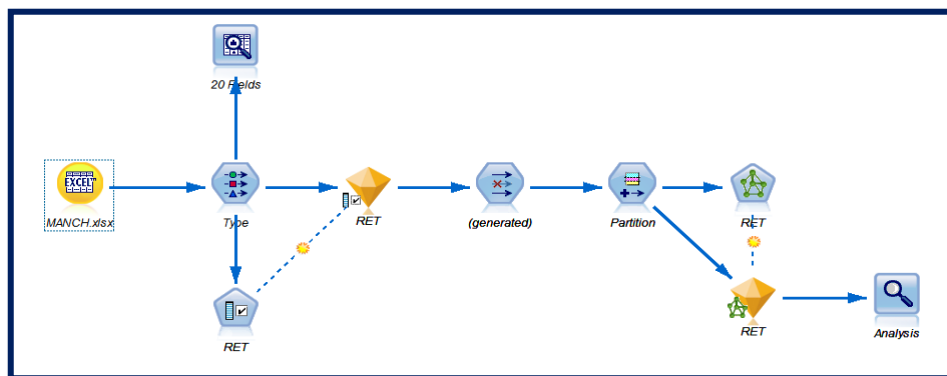
در پژوهش‌های مربوط به مدل‌سازی و داده‌کاوی، جهت سنجش میزان دقت مدل و پیش‌بینی صورت گرفته از منحنی مشخصه سیستم عملکرد<sup>۱۲</sup> استفاده می‌شود. هر چقدر سطح زیر منحنی به سمت شمال غربی و عدد یک تمایل پیدا کند بیانگر دقت خوب مدل است و هر چقدر به سمت جنوب غربی و عدد ۰/۵ متمایل گردد بیانگر دقت کمتر و پیش‌بینی نامناسب مدل است. بدین منظور منحنی مشخصه سیستم عملکرد به دست آمده در خصوص شناسایی متغیرهای تأثیرگذار بر بازده غیر عادی سهام در نمودار ۴ نشان داده شده است که این منحنی نزدیک به ۰/۷ بوده و به سمت شمال غربی و عدد یک متمایل می‌باشد و لذا مدل از اعتبار مناسبی برخوردار بوده است.



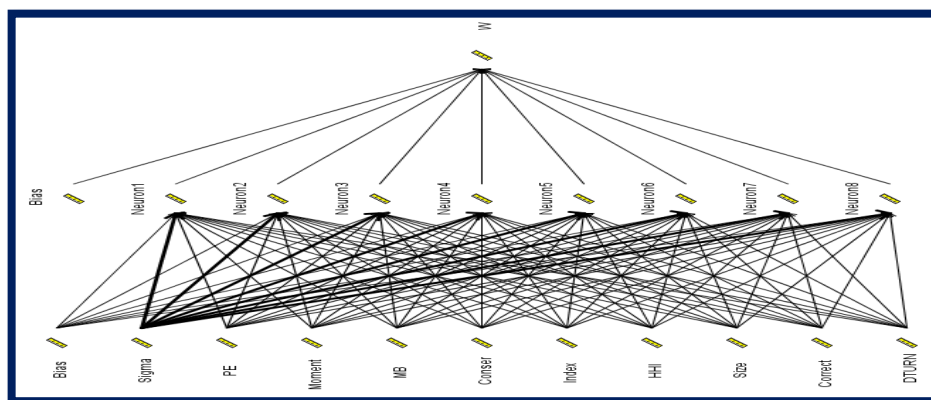
نمودار (۴): منحنی مشخصه سیستم عملکرد جهت شناسایی متغیرهای تأثیرگذار بر بازده غیر عادی سهام

## ۲-۵-۳- بررسی تأثیر بازده خاص سهام نسبت به ویژگی‌های مدیریت با استفاده از مدل شبکه‌های عصبی

در شکل ۵ مراحل ایجاد مدل شبکه‌های عصبی بر اساس بازده خاص سهام در نرم‌افزار داده‌کاوی بیان شده است. در این شکل کلیه مراحل لازم شامل بارگذاری داده‌ها (تعیین متغیرهای مستقل و وابسته، مقیاس سنجش داده‌ها و نوع آن)، تعیین گروه‌های آموزشی و آزمونی تا مراحل نهایی استخراج نتایج ارائه شده است. بدین منظور ابتدا متغیرهای پژوهش از فایل اکسل فراخوانی و پس از تعیین نوع و ویژگی‌های متغیرها اقدام به تعیین نقش متغیرهای پژوهش (در قالب متغیر مستقل و وابسته) شده است. در ادامه متغیرها به دو گروه متغیرهای با اهمیت و متغیرهای بی‌اهمیت گزینش و تفکیک شده و نسبت به کنارگذاری متغیرهایی که به عنوان بی‌اهمیت شناسایی شده، اقدام گردیده است. سپس مجموعه داده‌های پژوهش به دو گروه آموزشی و آزمون تقسیم‌بندی شده تا با استفاده از آن میزان دقت پیش‌بینی مدل، متغیرهای پژوهش و اولویت‌بندی آن‌ها مشخص گردد و بدین ترتیب نسبت به اعتبارسنجی مدل پژوهش اقدام شده است. علاوه بر این؛ روابط شبکه‌های مختلف متغیرهای اثرگذار بر بازده خاص سهام نیز به شرح نمودار ۵ مورد شناسایی قرار گرفته است.

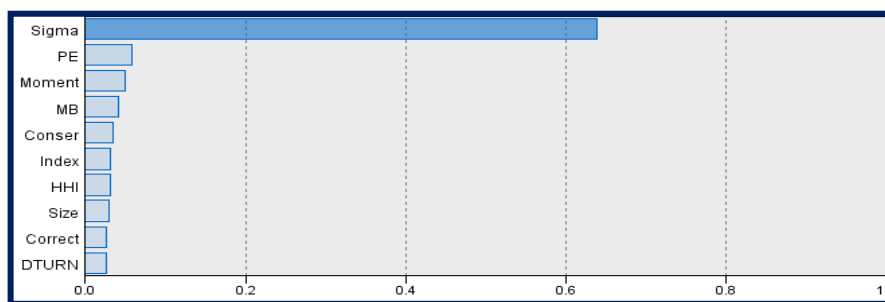


شکل (۵): مراحل ایجاد مدل شبکه‌های عصبی بر اساس بازده خاص سهام



نمودار (۵): روابط شبکه‌های مختلف متغیرهای اثرگذار بر بازده خاص سهام

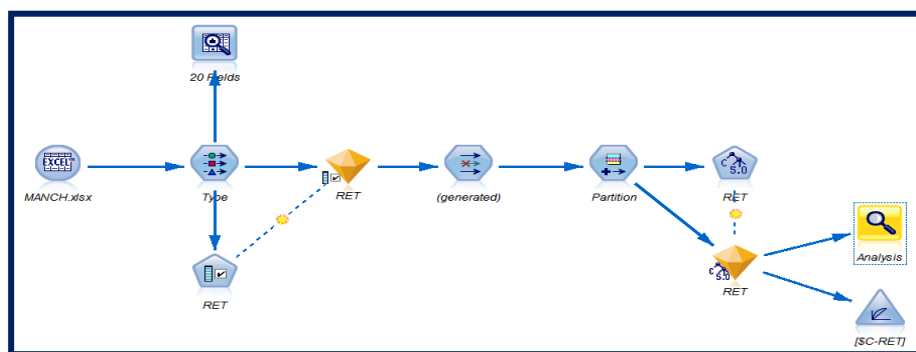
مجموع نتایج به دست آمده در خصوص متغیرهای تأثیرگذار بر بازده خاص سهام بر اساس الگوریتم شبکه‌های عصبی مورد شناسایی قرار گرفته و به شرح نمودار ۶ نشان داده شده است. نتایج حاکی از آن است که از بین ویژگی‌های مدیریت بررسی شده در پژوهش حاضر، دو متغیر محافظه‌کاری مدیریت (Conser) و دقت پیش‌بینی مدیریت (Correct) تأثیری معنادار بر بازده خاص سهام داشته و تأثیر سایر ویژگی‌های مدیریت به صورت معنادار نبوده است. همچنین یافته‌های به دست آمده از متغیرهای کنترلی پژوهش نشان می‌دهند که بیشترین تأثیرگذاری بر بازده خاص سهام به ترتیب مربوط به متغیرهای ریسک بازده سهام (Sigma)، نسبت قیمت به سود هر سهم (PE)، تکانه بازده سهام (Moment)، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MB)، شاخص بازار سرمایه (Index)، رقابت در بازار محصولات (HHI)، اندازه شرکت (Size) و ناهمگنی گردش سهام (DTURN) می‌باشد.



نمودار (۶): متغیرهای دارای تأثیر معنادار بر بازده خاص سهام

## ۲-۵-۴- بررسی تأثیر بازده خاص سهام نسبت به ویژگی‌های مدیریت با استفاده از مدل درخت تصمیم C5

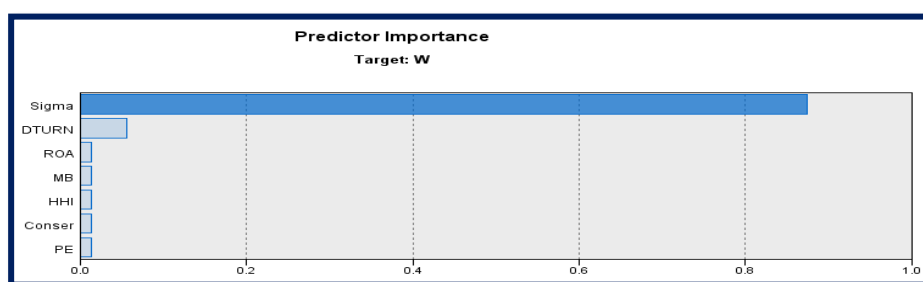
در مدل درخت تصمیم C5 ماهیت متغیر وابسته باید از نوع متغیر دوتایی (۰ و ۱) باشد، بدین منظور متغیر بازده خاص سهام را بر اساس مقدار میانه هر یک از معیارهای سنجش آن به دو گروه شرکت‌های با بازده خاص سهام پایین (گروه ۰) و شرکت‌های با بازده خاص سهام بالا (گروه ۱) تقسیم‌بندی نموده و سپس به بررسی میزان تأثیرگذاری متغیرهای پژوهش بر هر یک از گروه‌ها پرداخته شده است. مراحل ایجاد مدل درخت تصمیم C5 بر اساس بازده خاص سهام در نرم‌افزار داده‌کاوی SPSS Modeler به شرح شکل ۶ می‌باشد. در این شکل کلیه مراحل لازم شامل بارگذاری داده‌ها (تعیین متغیرهای مستقل و وابسته، مقیاس سنجش داده‌ها و نوع آن)، تعیین گروه‌های آموزشی و آزمون تا مراحل نهایی استخراج نتایج ارائه شده است.



شکل (۶): مراحل ایجاد مدل درخت تصمیم C5 بر اساس بازده خاص سهام

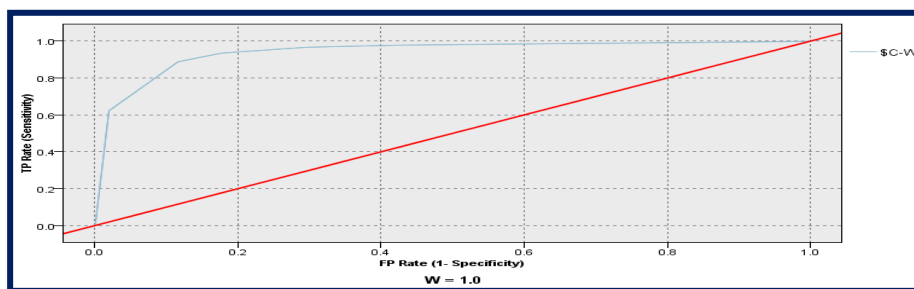
نتایج به دست آمده در خصوص متغیرهای تأثیرگذار بر بازده خاص سهام که بر اساس الگوریتم درخت تصمیم C5 مورد شناسایی قرار گرفته به شرح نمودار ۷ بیان شده است. یافته‌های حاکی از آن هستند که از بین ویژگی‌های

مدیریت بررسی شده در این پژوهش، فقط ویژگی محافظه‌کاری مدیریت (Conser) تأثیری معنادار بر بازده خاص سهام داشته و سایر ویژگی‌های مدیریت جزو متغیرهای تأثیرگذار بر بازده خاص سهام، نبوده‌اند. همچنین نتایج به دست آمده از متغیرهای کنترلی پژوهش نشان می‌دهند که متغیرهای ریسک بازده سهام (Sigma)، ناهمگنی گردش سهام (DTURN)، نرخ بازده دارایی‌ها (ROA)، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MB)، رقابت در بازار محصولات (HHI) و نسبت قیمت به سود (PE) به ترتیب بیشترین تأثیرگذاری را بر بازده خاص سهام داشته‌اند.



نمودار (۷): متغیرهای تأثیرگذار بر بازده خاص سهام بر اساس الگوریتم درخت تصمیم C5

در پژوهش‌های مربوط به مدل‌سازی و داده‌کاوی، جهت سنجش میزان دقت مدل و پیش‌بینی صورت گرفته از منحنی مشخصه سیستم عملکرد استفاده می‌شود. هر چقدر سطح زیر منحنی به سمت شمال غربی و عدد یک تمایل پیدا کند بیانگر دقت خوب مدل است و هر چقدر به سمت جنوب غربی و عدد ۰/۵ متمایل گردد بیانگر دقت کمتر و پیش‌بینی نامناسب مدل است. بدین منظور منحنی مشخصه سیستم عملکرد به دست آمده در خصوص شناسایی متغیرهای تأثیرگذار بر بازده غیر عادی سهام در نمودار ۸ نشان داده شده است که این منحنی نزدیک به ۰/۸ بوده و به سمت شمال غربی و عدد یک متمایل می‌باشد و لذا مدل از اعتبار مناسبی برخوردار بوده است.



نمودار (۸): منحنی مشخصه سیستم عملکرد جهت شناسایی متغیرهای تأثیرگذار بر بازده خاص سهام

در ادامه پژوهش در جدول ۷ تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر بازده غیر عادی و بازده خاص سهام با استفاده از مدل‌های داده‌کاوی؛ نشان داده شده است. یافته‌ها حاکی از آن است که تعداد اندکی از ویژگی‌های مدیریت تأثیری معنادار بر بازده غیر عادی سهام و بازده خاص سهام داشته و دیگر ویژگی‌های مدیریت فاقد تأثیرگذاری معنادار بوده‌اند.

جدول (۷): خلاصه نتایج تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر بازده غیر عادی و بازده خاص سهام با استفاده از مدل‌های داده‌کاوی

بازده خاص سهام		بازده غیر عادی سهام		نماد	متغیرهای پژوهش
درخت تصمیم	شبکه‌های عصبی	درخت تصمیم	شبکه‌های عصبی		
-	-	*	*	Myopia	کوتاه بینی مدیریت
-	-	-	-	Optimism	خوش بینی مدیریت
*	*	-	*	Conser	محافظه کاری
-	*	-	*	Correct	دقت پیش بینی مدیریت
-	-	-	-	Indep	استقلال هیأت مدیره
-	-	-	-	Gendiv	تنوع جنسیت هیأت مدیره
-	-	-	-	Entrench	ثبات و استحکام مدیریت
-	-	-	-	Ability	توانایی مدیریت
*	*	*	*	MB	ارزش بازار به ارزش دفتری
-	*	-	-	Size	اندازه شرکت
*	-	*	*	ROA	نرخ بازده دارایی‌ها
-	-	*	*	Lev	اهرم مالی
*	*	-	-	PE	نسبت قیمت به سود
-	-	-	*	$\Delta$ Mktg	تغییرات هزینه‌های توزیع و فروش
-	*	*	*	Moment	تکانه بازده سهام
*	*	*	*	DTURN	ناهمگنی گردش سهام
*	*	-	-	HHI	رقابت در بازار محصولات
-	*	*	-	Index	شاخص بازار
*	*	*	*	Sigma	ریسک بازده سهام
- فاقد تأثیرگذاری معنادار				* دارای تأثیرگذاری معنادار	

## ۶- نتیجه‌گیری و بحث

پژوهش حاضر با هدف بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر بازده غیر عادی و بازده خاص سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. بدین منظور اطلاعات مالی ۱۶۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۹، استخراج شده است. در مرحله نخست بررسی‌ها، با استفاده از مدل‌های رگرسیونی به بررسی تأثیرگذاری هر یک از ویژگی‌های مدیریت بر بازده سهام پرداخته شده است. در ادامه با استفاده از الگوریتم‌های مبتنی بر داده‌کاوی شامل الگو شبکه‌های عصبی و درخت تصمیم SC، تأثیرگذارترین

ویژگی‌های مدیریت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر بازده غیر عادی و بازده خاص سهام شناسایی و الویت‌بندی شده است. از جمله ویژگی‌های مدیریت که عملکرد و تصمیم‌گیری را تحت تأثیر قرار می‌دهند می‌توان به کوتاه‌بینی مدیریت، خوش‌بینی مدیریت، محافظه‌کاری مدیریت، دقت پیش‌بینی مدیریت، ساختار مدیریت و توانایی مدیریت اشاره نمود.

در این مقاله شرکت‌هایی که با داشتن عملکرد مثبت مالی و افزایش بازده دارایی‌ها، هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه آن‌ها کاهش یافته است، کوتاه‌بینی مدیریت را نشان می‌دهند. برای سنجش خوش‌بینی مدیریت نیز از روش‌های مینی بر میزان سرمایه‌گذاری انجام شده استفاده شده است که اگر سرمایه‌گذاری آتی بیشتر از رشد فروش باشد، بدان معناست که سرمایه‌گذاری بیش از حد انجام شده و خوش‌بینی مدیریت وجود دارد. همچنین چنانچه سرعت تأثیرگذاری اخبار بد بر قیمت سهام بیشتر از اخبار خوب باشد، نشان دهنده وجود محافظه‌کاری مدیریت است. ساختار مدیریت نیز با استفاده از سه متغیر استقلال هیأت مدیره (نسبت تعداد اعضای غیر موظف هیأت مدیره به جمع تعداد اعضای هیأت مدیره)، تنوع جنسیت هیأت مدیره (حضور هم زنان و هم مردان در سال مورد رسیدگی در هیأت مدیره شرکت) و ثبات و استحکام مدیریت (دوره تصدی مدیر عامل در سال مورد نظر حداقل سه سال باشد) سنجیده شده است. علاوه بر این به منظور محاسبه دقت پیش‌بینی مدیریت ابتدا خطای پیش‌بینی سود و سپس دقت سود پیش‌بینی شده توسط مدیریت محاسبه شده است. در نهایت جهت برآورد ویژگی توانایی مدیریت از الگوی تحلیل پوششی داده‌ها استفاده شده است.

یافته‌های به دست آمده از مدل‌های رگرسیونی پژوهش بیانگر آن است که ویژگی کوتاه‌بینی مدیریت؛ تأثیری منفی و معنادار بر بازده غیر عادی و بازده خاص سهام داشته است. به عبارت دیگر با افزایش کوتاه‌بینی مدیریت از میزان بازده سهام شرکت‌های بررسی شده به شکل معناداری کاسته شده است. نتایج به دست آمده با پژوهش‌های بو و کیم (۲۰۲۱)، جواد، احسان و یوالله (۲۰۲۱)، خانی فرنگ، حسن‌زاده و شیخی گرجان (۱۳۹۹) و فدایی‌نژاد و دلشاد (۱۳۹۷) مطابقت دارد و در تضاد با پژوهش دلشاد و صادقی‌شریف (۱۳۹۷) بوده است. در خصوص متغیر خوش‌بینی مدیریت؛ نتایج تأثیر مثبت اما بی‌معنایی را بر بازده غیر عادی و بازده خاص سهام نشان می‌دهند. این یافته بیانگر آن است که با افزایش خوش‌بینی مدیریت بر میزان بازده غیر عادی و بازده خاص سهام افزوده شده اما این افزایش از لحاظ آماری معنادار نبوده است. نتایج به دست آمده با مطالعات هو، منگ و چان (۲۰۲۱) و بن محمد (۲۰۲۱) سازگار بوده و با یافته‌های خان و سلیمان (۲۰۲۱) و رشیدی (۱۳۹۹) ناسازگار است.

سایر نتایج حاکی از آن هستند که ویژگی محافظه‌کاری مدیریت؛ تأثیری مثبت و معنادار بر بازده غیر عادی سهام و تأثیر منفی و معنادار بر بازده خاص سهام داشته است. این یافته نشان می‌دهد که با افزایش اعمال محافظه‌کاری بر میزان بازده غیر عادی سهام شرکت‌های بررسی شده به شکل معناداری افزوده شده و از میزان بازده خاص سهام شرکت‌های بررسی شده به شکل معناداری کاسته شده است. همچنین؛ بازار سرمایه از طریق بازده غیر عادی و بازده خاص سهام واکنشی معنادار نسبت به محافظه‌کاری مدیریت داشته و در شرکت‌های با محافظه‌کاری بالاتر، بازده غیر عادی بیشتر و بازده خاص کمتری کسب شده است. یافته‌های به دست آمده با پژوهش چای و زیبارت (۲۰۲۰) مطابقت دارد و در تضاد با پژوهش رشیدی (۱۳۹۹) بوده است. همچنین متغیر

دقت پیش‌بینی مدیریت؛ تأثیر مثبت و معناداری بر بازده غیر عادی و بازده خاص سهام داشته است. به بیان دیگر بازده غیر عادی و بازده خاص سهام با افزایش دقت پیش‌بینی مدیریت افزایش یافته و شرکت‌های با دقت پیش‌بینی سود بالاتر، بازدهی بیشتری را کسب نموده‌اند.

ویژگی ساختار مدیریت؛ تأثیر مثبت و معنادار استقلال هیأت مدیره بر بازده غیر عادی و بر بازده خاص سهام را بیان می‌کند. همچنین متغیر تنوع جنسیتی هیأت مدیره، تأثیری مثبت اما بی‌معنا بر بازده غیر عادی و تأثیری منفی و بی‌معنا بر بازده خاص داشته است. در خصوص متغیر ثبات و استحکام مدیریت نیز نتایج تأثیر منفی و بی‌معنا بر بازده غیر عادی و بازده خاص سهام را نشان می‌دهند. بنابراین در خصوص تأثیرگذاری مجموعه متغیرهای ساختار مدیریت بر بازده غیر عادی سهام، نتایج بیانگر آن هستند که تأثیر این متغیرها به ترتیب به صورت مثبت، مثبت و منفی بوده و بر بازده خاص سهام به ترتیب به صورت مثبت، منفی و مثبت می‌باشد. همچنین به جز استقلال هیأت مدیره، تأثیر دو متغیر دیگر بر بازده غیر عادی و بازده خاص سهام معنادار نمی‌باشد. یافته‌های به دست آمده با مطالعات باگایی و ادو (۲۰۲۱)، سائونا، مورو و آوارادو (۲۰۲۱)، مصلی، پیرایش و جوزی (۱۳۹۹) و کاظمی علوم، ایمانی برندق و عبدی (۱۳۹۸) سازگار بوده و مطابقت دارد.

در پژوهش حاضر در صورت افزایش دقت پیش‌بینی مدیریت، بازدهی شرکت وابستگی کمتری به بازدهی بازار داشته و توسط اطلاعات خاص شرکت تعیین می‌گردد. یافته‌های به دست آمده با مطالعه حسینیان و همکاران (۲۰۲۱) تطابق دارد و با پژوهش یوان و همکاران (۲۰۲۰) در تضاد است. علاوه بر این متغیر توانایی مدیریت؛ تأثیری مثبت اما بی‌معنا بر بازده غیر عادی و تأثیری مثبت و معنادار بر بازده خاص سهام را نشان می‌دهد و با افزایش توانایی مدیریت بر میزان بازده غیر عادی سهام در شرکت‌های بررسی شده افزوده شده است. نتایج به دست آمده در تطابق با پژوهش‌های واتس، تاجارکا و سوداریاتی (۲۰۲۰) و لین، هو و لی (۲۰۱۹) بوده است و با پژوهش رشیدی و ابراهیمی (۱۳۹۹) مطابقت ندارد.

نتایج به دست آمده از مدل شبکه‌های عصبی بیانگر آن است که متغیرهای دقت پیش‌بینی مدیریت، محافظه‌کاری مدیریت و کوتاه‌بینی مدیریت تأثیری معنادار بر بازده غیر عادی سهام داشته و تأثیر سایر ویژگی‌های مدیریت به صورت معنادار نبوده است. همچنین متغیرهای کنترلی ریسک بازده سهام، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، نرخ بازده دارایی‌ها، ناهمگنی گردش سهام، تغییرات هزینه‌های توزیع و فروش، تکانه بازده سهام و اهرم مالی به ترتیب بیشترین تأثیرگذاری بر بازده غیر عادی سهام را داشته‌اند. همچنین متغیرهای محافظه‌کاری مدیریت و دقت پیش‌بینی مدیریت تأثیری معنادار بر بازده خاص سهام داشته و تأثیر سایر ویژگی‌های مدیریت به صورت معنادار نبوده است. علاوه بر این در خصوص متغیرهای کنترلی پژوهش، بیشترین تأثیرگذاری بر بازده خاص سهام به ترتیب مربوط به متغیرهای ریسک بازده سهام، نسبت قیمت به سود هر سهم، تکانه بازده سهام، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، شاخص بازار سرمایه، رقابت در بازار محصولات، اندازه شرکت و ناهمگنی گردش سهام می‌باشد.

یافته‌های به دست آمده از مدل درخت تصمیم 5C بیانگر آن است که صرفاً ویژگی کوتاه‌بینی مدیریت و محافظه‌کاری مدیریت به ترتیب تأثیری معنادار بر بازده غیر عادی سهام داشته‌اند و تأثیر سایر ویژگی‌های مدیریت



به صورت معنادار نبوده است. همچنین متغیرهای کنترلی ریسک بازده سهام، شاخص بازار سرمایه، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، اهرم مالی، نرخ بازده دارایی‌ها، ناهمگنی گردش سهام و تکانه بازده سهام؛ به ترتیب بیشترین تأثیرگذاری را بر بازده غیر عادی سهام داشته‌اند. همچنین فقط ویژگی محافظه‌کاری مدیریت تأثیری معنادار بر بازده خاص سهام داشته و سایر ویژگی‌های مدیریت جزو متغیرهای تأثیرگذار بر بازده خاص سهام، نبوده‌اند. علاوه بر این متغیرهای کنترلی ریسک بازده سهام، ناهمگنی گردش سهام، نرخ بازده دارایی‌ها، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، رقابت در بازار محصولات و نسبت قیمت به سود؛ به ترتیب بیشترین تأثیرگذاری را بر بازده خاص سهام داشته‌اند.

در این راستا به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که به هنگام انتخاب پرتفوی‌های بهینه؛ تأثیرگذاری ویژگی‌های شخصیتی مدیران را در نظر بگیرند. علاوه بر این به مراجع اداره‌کننده بورس اوراق بهادار و مجامع عمومی شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد که حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران را مدنظر قرار دهند و با ارائه و تصویب قوانین و مقررات مناسب و کاربردی، زمینه انتصاب شایسته مدیران شرکت‌های بورسی را فراهم نمایند، چرا که با به کارگیری مدیران توانمند، محافظه‌کار، مستقل و با دقت پیش‌بینی بالا می‌توان شاهد واکنش مثبت بازده سهام بود. علاوه بر این؛ تجزیه و تحلیلگران مالی می‌توانند با در نظر گرفتن ویژگی‌های مدیریت، باعث بهبود رهنمودهای ارائه شده به سایر سرمایه‌گذاران و ذینفعان شوند. بدین منظور به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود تا در پژوهش‌های آتی، تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر سایر متغیرهای مالی از جمله حجم معاملات سهام، ارزش معاملات سهام، ریسک ریزش قیمت سهام و ... را مورد مطالعه قرار دهند و تأثیر وارد نمودن چرخه عمر شرکت، ساز و کارهای حاکمیت شرکتی، تمرکز مالکیت و ... را نیز مورد بررسی قرار دهند که این پژوهش‌ها می‌توانند بر اساس روش‌های رگرسیون مبتنی بر داده‌های ترکیبی و نیز با استفاده از الگوریتم‌های مختلف داده‌کاوی شامل شبکه عصبی و درخت تصمیم، انجام گردند.

در هر پژوهشی که انجام می‌شود محدودیت‌هایی وجود دارد که موانع مربوط به تعمیم‌دهی نتایج حاصل از تحقیق است. این پژوهش نیز محدودیت‌هایی دارد که عبارتند از: اثرات ناشی از تفاوت در روش‌های حسابداری، اندازه‌گیری و گزارش رویدادهای مالی ممکن است بر نتایج اثر گذارد و تعدیلی از این بابت صورت نگرفته است؛ محدودیت حاکم بر مدل‌سازی داده‌ها، روش رگرسیون و تجزیه و تحلیل آماری مربوطه بر نتایج آماری پژوهش اثر می‌گذارد که تلاش محقق بر حداقل نمودن این گونه خطا بوده است؛ حذف بانک‌ها، بیمه‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های بعد از سال ۱۳۸۹ از نمونه پژوهش می‌تواند باعث کوچک شدن نمونه شود؛ در نهایت از آنجا که کل شرکت‌های بورسی در این پژوهش قرار نداشتند، لذا در تعمیم نتایج به کل جامعه باید با وسواس عمل نمود.

## فهرست منابع

- \* تهرانی، رضا و دلشاد، افسانه. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر عملکرد مالی آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری، دوره ۸، شماره ۲، ۲۳-۴۶.
- \* توانگر، افسانه و کیوان‌فر، مختار. (۱۳۹۸). تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر کوتاه‌بینی مدیران بیش اطمینان: شواهد تجربی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مدیریت، دوره ۱۲، شماره ۴۰، ۲۷-۱۵.
- \* حسین پور، آرش، رنجبر، محمدحسین، اسدنی، جهانبخش و احمدی، فائق. (۱۳۹۹). تأثیر ویژگی‌های اخلاقی و رفتاری مدیران بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، فصلنامه مطالعات میان رشته‌ای در علوم انسانی، دوره ۱۲، شماره ۴، ۱۲۹-۱۵۸.
- \* راعی، رضا و تلنگی، احمد. (۱۳۸۳). مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته. انتشارات سمت.
- \* رشیدی، محسن. (۱۳۹۹). بررسی خوش‌بینی مدیران بر مبنای عدم اطمینان محیطی و محافظه‌کاری حسابداری، مجله ایرانی مطالعات مدیریت، دوره ۱۴، شماره ۱، ۶۱-۸۶.
- \* رشیدی، محسن و ابراهیمی، ابراهیم. (۱۳۹۹). نقش توانایی مدیران و هموارسازی سودهای تقسیمی در تغییر محتوای اطلاعاتی سودهای جاری، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۷، شماره ۴، ۵۸۱-۶۰۳.
- \* شریفی، سوگند؛ اعتمادی، حسین و سپاسی، سحر. (۱۳۹۵). رابطه بین ویژگی کیفی پیش‌بینی سود هر سهم و ریسک ورشکستگی، پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۵، شماره ۴، ۱-۲۱.
- \* شهریاری، امیر حسین و فدایی، مهدی. (۱۳۹۹). تأثیر توانایی مدیران بر ریسک سقوط قیمت سهام با در نظر گرفتن نقش دوره تصدی مدیرعامل و رقابت در بازار محصول، فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، دوره ۴، شماره ۴۶، ۱۶-۳۶.
- \* فدایی‌نژاد، محمداسماعیل و دلشاد، افسانه. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر بازده آتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چشم‌انداز مدیریت مالی، دوره ۸، شماره ۲۱، ۵۱-۶۹.
- \* کاظمی علوم، مهدی، ایمانی برندق، محمد، عبدی، مصطفی. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر تنوع جنسیتی در هیئت مدیره و کمیته حسابرسی بر کیفیت سود دانش حسابداری، دوره ۱۰، شماره ۱، ۱۳۷-۱۶۸.
- \* مسکنی، مصطفی و عبدلی، محمدرضا. (۱۳۹۹). بررسی تاثیر انگیزه رقابتی مدیرعامل بر ارتباط سوگیری‌های رفتاری مدیران با ضعف سیستم کنترل داخلی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی، دوره ۸، شماره ۲، ۱۳۵-۱۵۵.
- \* مصلی، مهسا، پیرایش، رضا و جوزی، مسعود. (۱۳۹۹). تأثیر تنوع جنسیتی در هیأت مدیره بر سود آوری شرکت‌های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، دوره ۴، شماره ۲۹، ۵۹-۴۳.
- \* Aljaaidi, K. S., Bagais, O. A., & Adow, A. H. E. (2021). The Relationship between Firm-Specific Characteristics and Board of Directors' Diligence in Saudi Arabia. The Journal of Asian Finance, Economics, and Business, 8(1), 733-739.

- \* Anderson, T.W. & Hsiao, C. (1982). Formulation and Estimation of Dynamic Models Using Panel Data, *Journal of Econometrics*, 18(1): 47-82.
- \* Basu, S. (1997). The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings, *Journal of Accounting and Economics*, 24(1): 3-37.
- \* Ben Mohamed, E. (2021). Managerial optimism, investment cash flow sensitivity and agency costs: Evidence from NYSE panel data firms. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 30, 100481.
- \* Boo, C., & Kim, C. (2021). What drives acquirers' myopic marketing management? *Applied Economics Letters*, 1-4.
- \* Chen, G., Crossland, C., & Luo, S. (2015). Making the same mistake all over again: CEO overconfidence and corporate resistance to corrective feedback, *Strategic Management Journal*, 36(10):1513-1535.
- \* Chi, Y. H., & Ziebart, D. A. (2020). The Effect of Monitoring Mechanisms on Optimism in IPO Management Earning Forecasting, *Journal of Theoretical Accounting Research*, 16(1).
- \* Fadaei Nejad, M & Delshad, A. (2018). Investigate the effect of managerial myopia on future stock returns in companies listed on Tehran Stock Exchange, *Financial Management Perspective*, 8(20): 51-69. (In Persian).
- \* Fera, P., Moscariello, N., Pizzo, M., & Ricciardi, G. (2021). Institutional Investors' Representativeness and Earnings Management: Evidence from a High Ownership Concentration Context. In *Comparative Research on Earnings Management, Corporate Governance and Economic Value*, 27-45. IGI Global
- \* Hosseinpour, A., Ranjbar, M., Asadnia, J., Ahmadi, F. (2020). The effect of managers' ethical and behavioral characteristics on investors Sentiment, *Interdisciplinary Studies in the Humanities*, 12(4), 129-158. (In Persian).
- \* Hou, D., Meng, Q., & Chan, K. C. (2021). Does short selling reduce analysts' optimism bias in earnings forecasts? *Research in International Business and Finance*, 56, 101356.
- \* Huang, X. S., & Sun, L. (2017). Managerial ability and real earnings management, *Advances in accounting*, 39(14): 91-104.
- \* Husnain, M., Anwar, M. M., Hameed, F., & Khan, M. T. (2021). Corporate governance characteristics and firm profitability: empirical evidence from emerging equity market. *International Journal of Management (IJM)*, 12(3).
- \* Inung, W., Natali, Y., & Farid, A. Determinant Analysis in Accounting Conservatism, *Journal of Security and Sustainability Issues* 10(1):189-201.
- \* Javed, T., Ihsan, A., & Ullah, H. (2021). Implication of Myopic Behavior on Firm Financial Performance: Evidence from PSX Listed Companies. *Journal of Managerial Sciences*, 15(2), 139-156.
- \* Kazemi Olum, M., Imani Barandagh, M., Abdi, M. (2019). Impacts of Gender Diversity in Board of Directors and Audit Committee on Earnings Quality. *Journal of Knowledge Accounting*, 10(1), 137-168. (In Persian).
- \* Khan, M., & Sulaiman, R. B. (2021). On the linkage between CEOs' statements and CSR reporting: an analysis of visuals and verbal texts, *Corporate Governance, The International Journal of Business in Society*.
- \* Kim, J.B., Luo, L. & Xei, H. (2016). Dividend Payments and Stock Price Crash Risk, *American Accounting Association Annual Meeting*, Atlanta, United States, DOI: 10.2139/ssrn.2745395.
- \* Lin, C-T., Hu, M & Li, T. (2019). Managerial Ability and Corporate Capital Structure, 9 Th Conference on Financial Markets and Corporate Governance, Available at: <https://ssrn.com/abstract=3105056>.

- \* Mahsa Mosalla, M., Pirayesh, Reza & Jozie, Masoud. (2020). The effect of gender diversity on the board of directors on the profitability of pharmaceutical companies listed on the Tehran Stock Exchange, *Journal of New Research Approaches in Management and Accounting*, 4(29): 43-39.
- \* Maskani, M., Abdoli, M. (2020). Investigating the Effectiveness of Tournament incentive on Relationship Between CEO Behavioral Bias with Internal Control Weakness in Companies listed in the Tehran Stock Exchange. *Financial Management Strategy*, 8(2): 135-155. (In Persian).
- \* Ndegwa, J. (2021). The Mediating Effect of Firm Revenue on the Relationship Between Board Characteristics on Financial Distress of Deposit Taking Saccos in Nairobi County, Kenya, *International Journal of Finance & Banking Studies*, 10(1), 34-47.
- \* Pearce, J.A & Patel, P.C. (2018). Board of director efficacy and firm performance, *Variability Long Range Planning*, 51(6): 911-926.
- \* Raei, R., & Talangi, A. (2008). Advanced investment management, *Samt public Tehran, Iran*, 1-600. (In Persian).
- \* Rashidi, M. (2021). Manager Optimism Based on Environmental Uncertainty and Accounting Conservatism, *Iranian Journal of Management Studies*, 14(1): 61-86. (In Persian).
- \* Rashidi, M., Ebrahimi, E. (2021). The Role of Managers' Ability and Smoothing Dividends in Changing the Information Content of Current Earnings. *Accounting and Auditing Review*, 27(4), 581-603. (In Persian).
- \* Saeed, A., & Sameer, M. (2017). Impact of board gender diversity on dividend payments: Evidence from some emerging economies. *International Business Review*, 26(6), 1100- 1113.
- \* Saona, P., Muro, L., & Alvarado, M. (2020). How do the ownership structure and board of directors' features impact earnings management? The Spanish case. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 31(1), 98-133.
- \* Scherand, C.M, & Zechman, S.L. (2012). Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Financial Misreporting, *Journal of Accounting and Economics*, 53(1-2): 311-329.
- \* Shahriari, AM & Fadaee, M. (2020). The Impact of Managerial Ability on the Stock Price Crash Risk Considering the Role of CEO Tenure and Product Market Competition, *Journal of New Research Approaches in Management and Accounting*, 4(46): 16-36. (In Persian).
- \* Sharifi, S., Etemadi, H & Sepasi, S. (2016). The Relationship between Qualitative Characteristics of Earning Per Share Forecasts and Bankruptcy Risk, *Journal of Empirical Research in Accounting*, 5(4): 1-21. (In Persian).
- \* Tavangar, A., Keivanfar, M. (2019). The Effect of Accounting Conservatism on the Short-Term Attitude of Executives: Empirical evidence of companies admitted to Tehran Stock Exchange. *Management Accounting*, 12(40), 15-27. (In Persian).
- \* Tehrani, R & Delshad, A. (2018). Investigation of Managerial Myopia on Future Financial Performance in Companies Listed on Tehran Stock Exchange, *Accounting Research*, 8(2): 23-46. (In Persian).
- \* Wati, E. R., Tjaraka, H., & Sudaryati, E. (2020). Do Managerial Ability Impact Indonesian Firm Risk-Taking Behavior? *AKRUAL: Jurnal Akuntansi*, 12(1), 18-33.
- \* Xue, M., & Zhu, G. (2021). Partial myopia vs. forward-looking behaviors in a dynamic pricing and replenishment model for perishable items, *Journal of Industrial & Management Optimization*, 17(2), 633.

## **Investigating the Effect of Management Characteristics on Abnormal Returns and Specific Stock Returns of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange**

**Afsaneh Delshad**

Assistant Professor of Financial Management, Department of Management, Economics and Accounting, Faculty of Humanities and Social Sciences, Golestan University, Gorgan, Iran; (Corresponding Author).  
a.delshad@gu.ac.ir

### **Abstract**

The purpose of this study is investigating the impact of management characteristics on stock returns. Therefore after extracting the financial information of 165 companies listed on Tehran stock exchange for the period 2010 to 2020, to test the hypotheses multiple regression models and data mining methods have been used. In this research management myopia, management optimism, management conservatism, management forecast accuracy, management structure and management ability respectively using methods (Anderson & Hsiao, 1982), (Scherand & Zechman, 2012), (Basu, 1997), (Chen, Crossland & Luo 2015), (Saeed & Sameer, 2017 and Pearce & Patel, 2018), (Huang & Sun, 2017) have been measured. Also abnormal stock returns and specific stock returns respectively using methods (Raei and Telangi, 2008) and (Kim, Luo and Xei, 2016) have been estimated. Findings indicate that myopia and optimism of management have had a negative and significant effect as well as a positive but insignificant effect on abnormal returns and specific stock returns, respectively. Also with the higher conservatism of managers, higher abnormal returns and lower specific returns are achieved. In addition, the rate of return on stocks with the independence of board members, increased forecasting accuracy and management ability has been increased. Management stability has also reduced abnormal stock returns and increased specific stock returns. The results obtained from the neural network model indicate that the variables of management forecasting accuracy, conservatism and management myopia have a significant effect on abnormal stock returns and the two variables of conservatism and management forecasting accuracy also had a significant effect on specific stock returns. Also, the findings of the decision tree model show that only the myopia and conservatism of management have had a significant effect on abnormal returns and specific stock returns, respectively. In other words, a small number of management characteristics have a significant effect on stock returns and other management characteristics did not have a significant effect.

**Keywords:** Management Characteristic, Data Mining Methods, Abnormal Stock Returns, Specific Stock Returns, Bias.

