



## بررسی نقش توسعه بازار سهام بر ابعاد سیاسی و اخلاقی رفتارهای مدیریتی

جواد نیک کار \*

### چکیده

هدف این مقاله، بررسی نقش توسعه بازار سهام بر ابعاد سیاسی و اخلاقی رفتارهای مدیریتی (شامل؛ رفتارهای خوش بینانه، کوتاه بینانه، نمایندگی، مدیریت سود و هزینه سیاسی ناشی از رفتار مدیران) در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور پنج فرضیه برای بررسی این موضوع تدوین و داده‌های مربوط به ۱۴۰ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۴۰۰ (متشکل از دو دوره بازار سرمایه شامل سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۹۳ و ۱۳۹۴-۱۴۰۰) مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار گرفت. الگوی رگرسیون پژوهش با استفاده از روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت و روش رگرسیون لوجستیک، بررسی و آزمون شد. نتایج پژوهش نشان داد که در میان رفتارهای فرصت طلبانه مدیران، رفتارهای خوشبینانه، نمایندگی و مدیریت سود تحت تاثیر توسعه بازار سهام در دوره دوم بازار سرمایه نسبت به دوره اول کاهش بیشتری می‌یابند و تحت تاثیر، اثر افزایشی توسعه بازار سهام هستند. از سوی دیگر، نتایج موید آن است رفتار کوتاه بینانه مدیران تحت تاثیر توسعه بازار سهام در دوره دوم بازار سرمایه نسبت به دوره اول قرار نگرفت. افزون بر این، نتایج بیانگر آن است که هزینه سیاسی ناشی از رفتار مدیران تحت تاثیر توسعه بازار سهام در دوره دوم بازار سرمایه نسبت به دوره اول کاهش بیشتری می‌یابد و تحت تاثیر، اثر افزایشی توسعه بازار سهام بوده است.

**واژه‌های کلیدی:** توسعه بازار سهام، شفافیت در گزارشگری مالی، توسعه اقتصادی،

سازوکارهای نظارتی و رفتار فرصت طلبانه مدیران.

## مقدمه

یکی از موضوعاتی که به منظور دستیابی به رشد اقتصادی نقش محوری بازی می‌کند، توسعه مالی در هر جامعه است. جوامعی که از توسعه بازار سهام بالاتری برخوردارند اقتصاد آنها امکان رشدهای بیشتر اقتصادی را داشته و در مسیر رشد اقتصادی بالاتری قرار خواهند گرفت. رشد بیش از انتظار بازارهای سرمایه در سرتاسر جهان در دو دهه گذشته و انسجام روز افزون آنها این ضرورت را برای دولت‌ها بوجود آورده تا توسعه بازارهای مالی داخلی را در اولویت برنامه‌های خود قرار دهند (بن‌نور و چازونی، ۲۰۱۸؛ ۳۰۲).

توسعه مالی به معنی توسعه بازارهای مالی با روش‌های متفاوتی اندازه‌گیری می‌شود، بکارگیری شاخص مشخصی به منظور سنجش توسعه بازار و تقسیم‌بندی کشورها بر مبنای آن، نگاه یک جانبه و محدود بوجود می‌آورد. بنابراین، هدف نهایی آن است که کشورها با توجه به معیارهای متفاوت که شامل وجوه مختلفی از توسعه بازار خواهد بود، رتبه‌بندی شوند. میلر (۲۰۰۲) توسعه بازار سهام را می‌توان از طریق سه سنجه اصلی عمق، عرض و خیرگی تعریف کرد. سنجه عمق بیانگر اندازه و نقدشوندگی بازار سهام است. عرض هم به معنای تنوع بازار بر اساس مشارکت واحدهای تجاری بزرگ و کوچک، انواع واحدهای تجاری از بخش‌های متفاوت صنعت و خارجی‌ها خواهد بود. خیرگی هم بر مدیریت و نحوه اداره بازار توجه دارد (ابراهیم و همکاران، ۲۰۲۰؛ ۵). افزون بر این، نظام مالی کارآمد به تجمع و تخصیص بهینه منابع در اقتصاد منجر می‌شود. با توجه به نقش نظام مالی در کارکرد و رشد اقتصادی، مطالعات در حیطه توسعه مالی جایگاه و اهمیت ویژه‌ای در ادبیات اقتصادی و مالی یافته است. بخش زیادی از مطالعات به رابطه علت و معلولی و جهت اثرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی متمرکز شده‌اند و از سویی، مطالعات زیادی، در مورد عوامل مؤثر بر توسعه مالی بحث می‌کنند. هرچه در مراحل اولیه توسعه یافتگی قرار داشته باشیم، به دلیل نبود زیرساخت‌های مناسب برای فعالیت بازار، نظام مالی به سمت بانک محوری متمایل می‌شود. در ایران نیز به طور عمده بانک‌ها عهده‌دار تأمین مالی هستند و بازار مالی در این فرآیند نقش قابل ملاحظه‌ای نداشته است، اما باید به این نکته مهم توجه کرد که یکی از ارکان نظام مالی، بازار مالی است. هرچه بازار مالی عمیق‌تر و توسعه یافته‌تری داشته باشیم، بنگاه‌ها و سرمایه‌گذاران برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود امکان انتخاب نسبت بهینه‌ای از بدهی را

خواهند داشت و این خود، به گسترش فرصت‌های اقتصادی، توزیع درآمد و کاهش نابرابری‌های درآمدی و در نهایت، رشد اقتصادی در جامعه منجر می‌شود. بازار سهام یکی از بازارهای مالی است که در آن، سهام شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی مورد خرید و فروش قرار می‌گیرد و از اهمیت و نقش بالایی در اقتصاد کلان برخوردار است (مریدی و همکاران، ۱۳۹۹).

از سوی دیگر، با توجه به اهمیت مطرح شده در ارتباط با توسعه بازار مالی، در محیط اقتصادی کشور، رفتار بازار سهام را می‌توان به دو دوره هفت سال تقسیم کرد. هفت سال اول بین سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ که بورس اوراق بهادار تهران به عنوان یک بازار نوپا و گامی رو به جلو در جهت جذب سرمایه و رونق در بازار اوراق بهادار و تامین مالی از این طریق برداشته است. در این دوره بکارگیری از تکنولوژی، کامپیوتر و اینترنت رشد چشمگیری داشته است و بازار به یک چارچوب گزارشگری مشخص و ثبات نسبی از جهت قوانین و مقررات ناظر بر بازار رسیده بود. همچنین، در این دوره دسترسی به اطلاعات با قابلیت اتکای بالاتری نسبت به سال‌های قبل این دوره فراهم شد. از سوی دیگر، دوره هفت ساله دوم شامل سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ می‌باشد که در این دوره استانداردهای منسجم‌تری توسط نهاد استانداردگذار وضع شد. علاوه بر آن، سطح شفافیت با الزام بکارگیری کمیته حسابرسی (از سال ۱۳۹۲)، حسابرسی داخلی (از سال ۱۳۹۲)، عدم بکارگیری متوالی بیش از چهار سال حسابرس مستقل، و وضع قوانین و مقررات جدید در بازار سرمایه به منظور ارتقای شفافیت افزایش یافت. افزون بر این، در این دوره، مساله تحریم‌ها بیش از گذشته در محیط اقتصادی کشور به عنوان یک تهدید اساسی برای رشد و توسعه بازار سهام مطرح شد. همچنین، در این دوره استفاده از استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی (از سال ۱۳۹۵ مطرح شد) و ایجاد الزامات افشای بیشتر توسط بورس اوراق بهادار تهران، بیش از گذشته مورد توجه بازار قرار گرفت. از سوی دیگر، در دوره دوم تعداد شرکت‌های پذیرفته شده و حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران افزایش یافته و توسط دولت حمایت بیشتری از بازار سرمایه انجام شد و جامعه نیز، در دوره دوم نسبت به دوره اول توجه بیشتری به این بازار به عنوان گزینه سرمایه‌گذاری در کنار سایر بازارها، داشته است. همچنین، در دوره دوم نسبت به دوره اول تعداد شرکت‌های کارگزاری، سبدگردان، مشاور سرمایه‌گذاری و تامین سرمایه افزایش یافت. این پژوهش بر اساس این دیدگاه قرار دارد که با توجه به امکانات و تغییرات ایجاد

شده در دوره دوم نسبت به دوره اول، در دوره دوم توسعه بازار سهام بیشتری اتفاق افتاده است که می‌تواند بر ابعاد سیاسی و اخلاقی رفتارهای مدیران اثرگذار باشد. در نتیجه، با توجه به تغییرات بیان شده در حوزه نظارت و گزارشگری مالی، این انتظار وجود دارد که بخشی از این تغییرات لازمه بازار در جهت شفافیت بیشتر و تحت تاثیر توسعه بازار سرمایه قرار گرفته باشد. با بررسی ادبیات توسعه بازار سهام در پژوهش‌های داخلی و خارجی می‌توان ادعا کرد که اکثر پژوهش‌های داخلی و خارجی به بررسی تاثیر توسعه بازار سهام بر رشد اقتصادی پرداختند و در ارتباط با تاثیر توسعه بازار سهام بر سایر حوزه‌ها سکوت کرده‌اند. بنابراین، با توجه به مطالب طرح شده مساله اساسی این پژوهش، بررسی نقش توسعه بازار سهام بر ابعاد سیاسی و اخلاقی رفتارهای مدیران است، تا بتوان به این سوالات پاسخ داد که آیا رشد و توسعه بازار سهام می‌تواند سبب تغییر در ابعاد سیاسی و اخلاقی رفتارهای مدیران شود؟ و آیا در دوره دوم، توسعه بازار سهام با توجه به قوانین و مقررات وضع شده و با توجه به الزام‌های موجود در جهت بهبود شفافیت در کشور، توانسته تاثیر بیشتری نسبت به دوره اول، بر ابعاد سیاسی و اخلاقی رفتارهای مدیران داشته باشد؟ از سوی دیگر، این پژوهش تا حدودی می‌تواند به این پرسش پاسخ دهد که آیا تغییرات ایجاد شده در دوره دوم بازار سهام در راستای ایجاد سازوکارهای نظارتی قوی‌تر و تصویب دستورالعمل‌ها در جهت ارتقا شفافیت، توانسته مشکلات بازار سهام را کاهش دهد و این تغییرات که دارای هزینه برای بازار و شرکت‌ها بوده است، توانسته اثربخشی و کارایی بازار را بهبود دهد یا خیر؟

### پیشینه

#### پیشینه نظری و تدوین فرضیه‌ها

بازار سهام یک بازار مالی است که در این بازار نیازهای مالی بلندمدت بسیاری از بنگاه‌های اقتصادی تامین مالی می‌شود. با وجود اینکه بازار سهام و بازار پول در تامین و تخصیص بهینه منابع مالی مکمل یکدیگر هستند، اما به دلیل ماهیت زمانبر بودن فعالیت‌های تولیدی نقش بازار سهام در تجهیز منابع مالی این فعالیت‌ها بسیار چشمگیرتر از بازار پول است. تامین مالی که از طریق بازار سهام صورت می‌گیرد یک تامین مالی رقابتی و شفاف است و برای بنگاه‌هایی که از این طریق تامین مالی می‌کنند در نهایت نرخ هزینه تامین سرمایه را کاهش می‌دهد و کاهش این هزینه در مجموع منافعی را برای جامعه در

پی خواهد داشت، به طوری که بازار سهام با ایجاد یک بستر کارآمد برای نقل و انتقال وجوه، تسهیل ریسک بین سرمایه‌گذاران و سرمایه‌پذیران از طریق افزایش نقدشوندگی سهام موجب افزایش توان فعالیت‌های اقتصادی بنگاه‌ها، رشد و شکوفایی اقتصادی و در نهایت توزیع عادلانه درآمدها می‌شود (کومار و یاداو، ۲۰۱۹). با توجه به اهمیت این بازار و ایجاد توسعه در آن، این ادعا وجود دارد که توسعه بازار سرمایه می‌تواند بر رفتارهای فرصت طلبانه مدیران اثرگذار باشد. برای این ادعا با توجه به تغییرات بازار سرمایه در کشور، این استدلال وجود دارد که در دوره دوم بازار سهام نسبت به دوره اول، این انتظار وجود دارد که به دلیل ارتقا شفافیت و ایجاد مکانیزم‌های نظارتی مانند کمیته حسابرسی، توسعه حسابرسی داخلی، ایجاد محدودیت دوره تصدی حسابرس، ایجاد الزامات افشای بیشتر توسط بورس اوراق بهادار تهران، افزایش حمایت دولت و ارتقا سازوکارهای راهبری شرکتی سبب محدودیت بیشتر بر رفتارهای فرصت طلبانه مدیران شامل رفتارهای خوش بینانه، و کوتاه‌بینانه بوده است (چن و شن، ۲۰۲۰). با توجه به این استدلال‌ها فرضیه اول و دوم به شرح زیر تدوین شده است:

**فرضیه اول:** توسعه بازار سهام در دوره دوم بازار نسبت به دوره اول، نقش بیشتری در کاهش رفتار خوش‌بینانه مدیران داشته است.

**فرضیه دوم:** توسعه بازار سهام در دوره دوم بازار نسبت به دوره اول، نقش بیشتری در کاهش رفتار کوتاه‌بینانه مدیران داشته است.

از سوی دیگر، در چارچوب تئوری نمایندگی مدیران به عنوان نمایندگان سهامداران (مالکان) عمل می‌کنند. مدیران با این انتظار که در تصمیمات قابل درک مدیریت ارزش‌های مورد انتظار سهامداران را حداکثر کنند، تعیین می‌شوند. مبانی تئوریک بیان می‌دارند که نگرش مدیران رده بالا بر روی نحوه تصمیم‌گیری آنها تاثیرگذار است. همه مدیران به حکم آن که مدیرند به یک شیوه عمل نمی‌کنند و مانند سایر افراد جامعه تفاوت‌های فردی، استعدادها، انگیزه‌ها، رغبت‌ها و تمایلات مخصوص به خود دارند و از نگرش، دانش و نظام ارزشی متفاوتی برخوردارند. این تفاوت‌ها اگر چه به ظاهر ممکن است جزئی باشد، اما هنگامی که از فرآیندهای واسطه‌شناختی افراد عبور می‌کنند، به تفاوت‌های بسیار بزرگ و نتایج رفتاری کاملاً متفاوت می‌انجامد. چنین تفاوت‌هایی عمدتاً از تفاوت‌های ناشی از نگرش هر یک از افراد سرچشمه می‌گیرد (عمر، ۲۰۲۲). از

جمله این رفتارهای مدیریت، بحث مدیریت سود و رفتار نمایندگی مدیران است که می‌تواند تحت تاثیر شرایط بازار قرار گیرد. با توجه به مطالب مطرح شده و با توجه به تاثیری که توسعه بازار سهام می‌تواند بر کاهش ریسک، بهبود کسب و کار، افزایش نظارت و شفافیت و ایجاد رشد و بلوغ اقتصاد داشته باشد و همچنین با توجه به رشد بورس اوراق بهادار تهران و همچنین تدوین قوانین و مقررات کنترلی، توسعه استانداردهای ملی حسابداری و پیاده‌سازی استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی در یک دهه اخیر، این انتظار وجود دارد که تغییرات ایجاد شده در دوره دوم جهت ارتقا شفافیت و مکانیزم‌های نظارتی سبب کاهش رفتار فرصت طلبانه مدیر شامل رفتار نمایندگی و مدیریت سود نسبت به دوره اول بازار سرمایه شود (چن و شن، ۲۰۲۰). با توجه به این استدلال‌ها فرضیه سوم و چهارم به شرح زیر تدوین شده است:

**فرضیه سوم:** توسعه بازار سهام در دوره دوم بازار نسبت به دوره اول، نقش بیشتری در کاهش رفتار نمایندگی مدیران داشته است.

**فرضیه چهارم:** توسعه بازار سهام در دوره دوم بازار نسبت به دوره اول، نقش بیشتری در کاهش رفتار مدیریت سود داشته است.

افزون بر این، اقتصاددانان، متخصصان مالی و سیاست‌گذاران به واسطه منافع قابل ملاحظه‌ای که بازار سهام برای اقتصاد واقعی ایجاد می‌کند توجه خاصی به آن دارند و آن را تکیه‌گاه فعالیت‌های بازار سرمایه می‌دانند. این بازار به عنوان ابزار مهمی در تجهیز و تخصیص پس‌اندازها شناخته می‌شود که برای کارایی و رشد یک اقتصاد حیاتی است. به عبارت دیگر، بازار سهام انتقال وجوه را برای رشد اقتصادی آسان می‌سازد. بازار سهام دولت‌ها و صنعت را قادر می‌سازد تا برای تامین مالی در جهت توسعه و مدرنیزه نمودن واحدهای صنعتی موجود یا اجرای پروژه‌های جدید سرمایه بلندمدت خود را افزایش دهند. بنابراین، بازار سهام از طریق خدمات خاصی که انجام می‌دهد در رشد اقتصادی مشارکت دارد (ریچارد و پرینس، ۲۰۲۰). همچنین، تجهیز پس‌اندازها، کاهش ریسک نقدینگی، بهبود در کسب و توزیع اطلاعات، افزایش انگیزه برای کنترل شرکت سهامی و تنوع بخشی ریسک از جمله وظایف مهم بازار سهام می‌باشد. بهبود در کارایی و اثربخشی وظایف فوق از طریق ارائه فوری و مناسب این خدمات می‌تواند نرخ رشد اقتصادی را افزایش دهد و سبب شکوفایی اقتصاد کشور گردد (آگراوالا و تاتیجا، ۲۰۰۷).

از سوی دیگر، در ارتباط با اثر توسعه بازار سهام بر هزینه‌های سیاسی ناشی از رفتار مدیران دو دیدگاه رقیب وجود دارد در دیدگاه نخست این ادعا مطرح است که در دوره دوم به دلیل افزایش سطح نظارت، ارتقا شفافیت و افزایش حمایت دولت در جهت ایجاد شکوفایی در این بازار، سطح هزینه‌های سیاسی ناشی از رفتار مدیران کاهش یابد (کومار و یاداو، ۲۰۱۹). اما، دیدگاه دوم ادعا می‌کند که به دلیل وجود تنش‌های سیاسی بیشتر حاکم بر فضای اقتصادی کشور و همچنین با توجه به فشار بیشتر تحریم‌ها در دوره دوم بازار سرمایه و کسری بیشتر بودجه دولت در این دوره، عملاً تغییرات ایجاد شده برای توسعه بازار سهام در کشور خنثی شده و شرکت‌ها در معرض فشار اقتصادی شدیدتری قرار گرفته که سبب افزایش بیشتر هزینه‌های سیاسی ناشی از رفتار مدیران خواهد شد. با توجه به این استدلال‌ها فرضیه پنجم پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

**فرضیه پنجم:** توسعه بازار سهام در دوره دوم بازار نسبت به دوره اول، نقش بیشتری در کاهش هزینه‌های سیاسی ناشی از رفتارهای مدیریتی داشته است.

### پیشینه تجربی

عمر (۲۰۲۲) به بررسی نقش توسعه بازار سهام بر رشد اقتصادی پرداخت. دوره پژوهش وی از سال ۲۰۱۰ تا ۲۰۲۰ بوده است. روش پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نوع همبستگی و برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از روش رگرسیون استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان داد که بین شاخص‌های عملکرد بازار سرمایه و رشد اقتصادی اندازه‌گیری شده با تولید ناخالص داخلی واقعی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. که بیانگر آن است توسعه بازار سرمایه تاثیر مثبت و قابل توجهی بر رشد اقتصادی خواهد داشت. همچنین ابراهیم و همکاران (۲۰۲۰) به بررسی تاثیر توسعه بازار سهام بر رشد اقتصادی در کشور نیجریه پرداختند. دوره پژوهش آنان شامل سال‌های ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۸ بوده است. نتایج پژوهش آنان نشان داد که توسعه بازار سهام در نیجریه تاثیر مثبت معناداری بر رشد اقتصادی در دوره مورد مطالعه دارد. نتایج همچنین بیانگر آن است که متغیرهای کنترلی عملکرد سیستم بانکی نیز اثر مثبت معناداری بر رشد تولید ناخالص داخلی دارد. از سوی دیگر، چن و شن (۲۰۲۰) به بررسی مدل تشخیص مدیریت سود شرکتی با در نظر گرفتن توسعه بازار سهام در میان شرکت‌های تایوانی پرداختند. دوره پژوهش آنان بین سال‌های

۲۰۰۸ تا ۲۰۱۷ بوده است. نتایج پژوهش آنان نشان داد که مدل تشخیص مدیریت سود با در نظر گرفتن توسعه بازار سهام بر آورد و طبقه بندی بهتری را می‌تواند ارائه دهد. علاوه بر این، کومار و یاداو (۲۰۱۹) به بررسی توسعه مالی بر رشد اقتصادی در کشورهای برزیل، روسیه، هند، چین و کره جنوبی پرداختند. دوره پژوهش آنان بین سال‌های ۱۹۹۳ تا ۲۰۱۴ بوده است. نتایج پژوهش آنان نشان داد همه شاخص‌های توسعه بخش بانکی انتخاب شده و ارزش سهام معامله شده به طور مثبت با رشد اقتصادی ارتباط دارند. همچنین، نتایج موید آن است که توسعه بخش بانکی و شاخص‌های توسعه بازار سهام در تحریک رشد اقتصادی مکمل یکدیگر هستند. همچنین، گولینا (۲۰۱۹) معتقد است که سرمایه‌گذاری در بازار سهام که یکی دیگر از عوامل موثر بر توسعه بازار سهام است و نقش بااهمیتی در توزیع درآمد بر عهده دارد. در سیستم مالی مبتنی بر بازار وقتی که بازار سهام بزرگتر باشد افراد انتخاب‌های وسیع‌تر و گسترده‌تری دارند و تعداد مشارکت کنندگان در بازار یا به عبارتی انباشت و تجهیز پس‌اندازها و هدایت آنها به سمت بازار سهام خود موجب افزایش نابرابری درآمدها می‌شود چرا که، افزایش میزان سرمایه‌گذاری از سوی ثروتمندان موجب ایجاد فرصت‌های اقتصادی و تمرکز قدرت در دست ثروتمندان جامعه می‌شود. افزون بر این، پان و میسرا (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی رابطه توسعه بازار سهام و اقتصاد واقعی چین پرداختند. یافته‌های آنان نشان داد که بازار سهام شانگهای دارای یک رابطه منفی طولانی مدت با بخش واقعی اقتصاد است و تاثیر چندانی بر اقتصاد چین نداشته است. این یافته‌ها نشان می‌دهد که این رابطه منفی بین توسعه بازار سهام و حباب اقتصادی در بخش مالی چین وجود دارد. یافته‌ها هیچ مدرکی از رابطه بین بازار سهام و اقتصاد واقعی در کوتاه مدت نشان نمی‌دهند.

از سوی دیگر، ناگار و سن (۲۰۱۸) مدیریت سود طی مراحل مختلف نابسامانی مالی را مورد بررسی قرار دادند. نمونه پژوهش مشتمل بر ۵۹۰۹ شرکت پذیرفته شده در بورس ایالات متحده آمریکا طی سال‌های ۲۰۱۰-۱۹۹۳ بود. نتایج نشان داد، واحدهای تجاری در مرحله نابسامانی مالی، اقدام به مدیریت واقعی سود و در مرحله درماندگی مالی، اقدام به مدیریت افزایشی ارقام تعهدی می‌نمایند و هنگامی که شرکت در مرز ورشکستگی قرار می‌گیرد، در پی اخذ تصمیمات اقتصادی برای برون رفت از وضعیت موجود خواهند بود. همچنین، کانگ و همکاران (۲۰۱۷) با استفاده از یک مدل سرمایه‌گذاری سه دوره‌ای



نشان می‌دهند که مدیران بیش اطمینان و دارای اعتماد به نفس کاذب، می‌توانند ارزش شرکت (تا یک نقطه) را با افزایش سرمایه‌گذاری بالا ببرند و باعث جبران مشکل کمبود سرمایه‌گذاری به وجود آمده ناشی از کوتاه‌بینی مدیریتی شوند؛ بنابراین درحالی‌که سوگیری شناختی بیش اطمینانی مدیران، هنگامی که به‌طور جداگانه در نظر گرفته می‌شود، تأثیر منفی بر عملکرد شرکت دارد؛ اما هنگامیکه اعتماد به نفس کاذب و کوتاه‌بینی به‌طور مشترک در نظر گرفته می‌شوند؛ می‌توانند مفید واقع شوند. علاوه بر این، کراف و همکاران (۲۰۱۶) به مطالعه تکرار گزارشگری مالی (سالانه، شش‌ماهه و سه‌ماهه) و کوتاه‌بینی مدیران شرکت‌های ایالات متحده آمریکا در طی دوره ۱۹۵۰-۱۹۷۰ پرداختند. آنها شواهدی مبنی بر تأثیر افزایش تکرار گزارشگری مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ارائه می‌کنند که افزایش تکرار گزارشگری مالی منجر به کاهش سرمایه‌گذاری‌های بزرگ اقتصادی، کاهش بهره‌وری، کاهش رشد فروش و افزایش کوتاه‌بینی مدیریت می‌شود؛ درحالی‌که تحقیقات قبلی به مزایای افزایش تکرار گزارشگری مالی از جمله ثبت اطلاعات و کاهش هزینه سرمایه اشاره می‌کنند نتایج مقاله آنها برای کشورهای مختلف از جمله اروپا، سنگاپور و استرالیا که گزارش‌های سه‌ماهه اجباری هست، قابل بحث و استفاده است. در نتیجه، این مقاله از تصمیم اخیر اتحادیه اروپا انگلستان برای کنار گذاشتن نیاز به گزارش سه‌ماهه برای شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، به منظور جلوگیری از کوتاه‌مدت و ترویج سرمایه‌گذاری بلندمدت پشتیبانی می‌کند. افزون بر این، هوانگ (۲۰۱۵) به بررسی تأثیر توانایی‌های مدیریت بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت پرداخت. نمونه پژوهش آنان شامل ۹۵۰۰ سال شرکت چینی بین سالهای ۱۹۹۵-۲۰۱۰ بود. روش پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نوع همبستگی و برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از روش رگرسیون استفاده شده است. نتایج نشان داد که توانایی‌های مدیریت تأثیر رابطه منفی میان مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت را کاهش می‌دهد.

ملک‌خدایی و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی تأثیر نقش توسعه بازار سهام بر ارتقای مفاهیم حسابداری پرداختند. نمونه آنان شامل ۱۴۰ شرکت بین سالهای ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۷ بوده است. مدل‌های رگرسیونی پژوهش با بکارگیری روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت، بررسی و آزمون شد. یافته‌ها نشان داد که در دوره دوم بازار سهام نسبت به دوره اول، به دلیل

افزایش نظارت و سطح شفافیت، ایجاد مکانیزم‌های نظارتی نظیر کمیته حسابرسی، رشد الزامات افشا در بورس و حرکت به سمت بکارگیری بیشتر استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی، از میان شاخص‌های حسابداری، شاخص‌های هزینه سیاسی شرکت، در ماندگی مالی و هزینه نمایندگی تحت تاثیر توسعه بازار سهام در دوره دوم بازار سرمایه نسبت به دوره اول کاهش یافته و تحت تاثیر، اثر کاهشی توسعه بازار سهام هستند. از سوی دیگر، نتایج مویید آن است شاخص‌های اجتناب مالیاتی شرکت و محافظه‌کاری حسابداری تحت تاثیر توسعه بازار سهام در دوره دوم بازار سرمایه نسبت به دوره اول قرار نگرفتند.

در پژوهش‌های داخلی نیز، ملک‌خدایی و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی تاثیر نقش توسعه بازار سهام بر ارتقای مفاهیم گزارشگری مالی پرداختند. نمونه آنان شامل ۱۴۰ شرکت بین سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۷ بوده است. مدل‌های رگرسیونی پژوهش با بکارگیری روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت، بررسی و آزمون شد. نتایج پژوهش آنان نشان داد که در دوره دوم بازار سهام نسبت به دوره اول، به دلیل افزایش نظارت و سطح شفافیت، ایجاد مکانیزم‌های نظارتی نظیر کمیته حسابرسی، رشد الزامات افشا در بورس و حرکت به سمت بکارگیری بیشتر استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی، از میان شاخص‌های گزارشگری مالی، شاخص‌های کیفیت گزارشگری مالی، سطح افشای مسئولیت اجتماعی شرکت و کیفیت حسابرسی تحت تاثیر توسعه بازار سهام در دوره دوم بازار سرمایه نسبت به دوره اول ارتقا یافته و تحت تاثیر، اثر افزایشی توسعه بازار سهام هستند. از سوی دیگر، نتایج مویید آن است شاخص‌های راهبری شرکتی و خوانایی صورت‌های مالی تحت تاثیر توسعه بازار سهام در دوره دوم بازار سرمایه نسبت به دوره اول قرار نگرفتند. همچنین، امیری و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی اثر رفتارهای کوتاه‌بینی و خوش‌بینانه مدیریت بر شفافیت اطلاعات مالی پرداختند. نمونه پژوهش آنان شامل ۹۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۹۵ می‌باشد. برای تجزیه و تحلیل آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیونی چند متغیره استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که رفتار خوش‌بینی مدیران باعث کاهش شفافیت اطلاعات مالی شرکت‌ها می‌شود. این یافته نشان می‌دهد که مدیران بر اثر تعصبات، بیش از حد خوش‌بین هستند و به دلیل مغرضانه بودن، به شفافیت سازی اطلاعات مالی نمی‌پردازند. نتایج دیگر پژوهش نشان داد که رفتار کوتاه‌بینانه مدیران بر

شفافیت اطلاعات مالی شرکت‌ها اثر منفی می‌گذارد. این یافته نشان می‌دهد مدیران در پی انگیزه و دست‌یابی به اهداف خود بیشتر به عملکرد کوتاه مدت می‌نگرند و به شفافیت سازی اطلاعات مالی نمی‌پردازند. افزون بر این، قادری و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی تاثیر عامل رفتاری اطمینان بیش از حد مدیران بر اثر بخشی مدیریت ریسک پرداختند. نمونه آنان شامل ۱۱۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و روش پژوهش بر اساس روش داده‌های ترکیبی و مدل اثرات ثابت مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان داد، شیوه‌های مدیریت ریسک سازمانی متأثر از سوگیری‌های رفتاری و بیش اطمینانی مدیران بوده و اثربخشی خود را از دست خواهد داد، لذا اثر اطمینان بیش از حد مدیران بر مدیریت ریسک پذیرفته می‌شود.

### روش‌شناسی

در این پژوهش گردآوری اطلاعات در دو مرحله انجام شده است. در مرحله اول برای تدوین مبانی نظری پژوهش از روش کتابخانه‌ای و در مرحله دوم، برای گردآوری داده‌های موردنظر از بانک مرکزی و نرم افزارهای اطلاعات مالی شرکت‌ها استفاده شده است. سپس، برای آماده سازی اطلاعات از نرم افزار اکسل استفاده شده است، به این ترتیب که پس از استخراج اطلاعات مربوط به متغیرهای مورد بررسی از منابع ذکر شده، این اطلاعات در کاربرگ‌های ایجاد شده در محیط این نرم افزار وارد شده و سپس، محاسبات لازم برای دستیابی به متغیرهای مورد بررسی انجام شده است و در نهایت نیز به منظور آزمون فرضیه‌ها از نرم افزار ایویز (*Eviews*) نسخه ۹ استفاده شده است.

افزون بر این، جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۴۰۰ بوده است. در این پژوهش، برای تعیین نمونه آماری از روش نمونه‌گیری به صورت حذف سیستماتیک استفاده شد؛ بدین صورت که در هر مرحله از بین کلیه شرکت‌های موجود در ابتدای سال ۱۳۸۷ تا انتهای ۱۴۰۰، شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر نبوده‌اند، حذف شده و شرکت‌های باقی مانده برای انجام آزمون انتخاب شدند:

- شرکت‌ها باید در طول دوره‌ی مورد بررسی تداوم فعالیت داشته باشند.
- نمونه‌ی آماری شامل شرکت‌های تولیدی و صنعتی باشد.
- شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به انتهای اسفند ماه ختم می‌شود.

در نهایت، مطابق با جدول زیر، تعداد ۱۴۰ شرکت در برگیرنده ۱۹۶۰ سال-شرکت برای بررسی این موضوع انتخاب شد.

جدول ۱ نحوه انتخاب نمونه

سال- شرکت	تعداد شرکت	
۵۳۷۶	۳۸۴	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده بورسی
۴۹۸۴	۳۵۶	تعداد شرکت‌هایی که داده‌های آنان در دسترس است و تداوم فعالیت داشته‌اند
۴۴۳۸	۳۱۷	تعداد شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن ۱۲/۲۹ است
(۱۰۰۸)	(۷۲)	تعداد شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، لیزینگ، بانک‌ها و ...
(۱۴۷۰)	(۱۰۵)	تعداد شرکت‌هایی که در دوره پژوهش دارای اطلاعات ناقص بودند (یا داده پرت داشته‌اند)
۱۹۶۰	۱۴۰	تعداد شرکت‌های باقی مانده به عنوان نمونه

لازم به توضیح است، در این پژوهش نمونه به ۲ زیر نمونه بین سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۹۳ به عنوان دوره اول بازار سهام (به عنوان دوره با توسعه بازار سهام کمتر) و سال‌های ۱۳۹۴-۱۴۰۰ به عنوان دوره دوم بازار سهام (به عنوان دوره با توسعه بازار سهام بیشتر) تقسیم شده و سپس از طریق انجام آزمون‌های مقایسه‌ای به تایید یا رد فرضیه‌ها پرداخته شده است. در ارتباط با تقسیم‌بندی دو دوره توسعه بازار سهام در محیط اقتصادی ایران، می‌توان استدلال کرد که رفتار بازار سهام را می‌توان به دو دوره هفت سال تقسیم کرد. هفت سال اول بین سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ که بورس اوراق بهادار تهران به عنوان یک بازار نوپا و گامی رو به جلو در جهت جذب سرمایه و رونق در بازار اوراق بهادار و تامین مالی از این طریق برداشته است. در این دوره بکارگیری از تکنولوژی، کامپیوتر و اینترنت رشد چشمگیری داشته است و بازار به یک چارچوب گزارشگری مشخص و ثبات نسبی از جهت قوانین و مقررات ناظر بر بازار رسیده بود. همچنین، در این دوره دسترسی به اطلاعات با قابلیت اتکای بالاتری نسبت به سال‌های قبل این دوره فراهم شد. از سوی دیگر، دوره هفت ساله دوم شامل سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ می‌باشد که در این دوره استانداردهای منسجم‌تری توسط نهاد استاندارد گذار وضع شد. علاوه بر آن، سطح شفافیت با الزام بکارگیری کمیته حسابرسی (از سال ۱۳۹۲)، حسابرسی داخلی (از سال

۱۳۹۲)، عدم بکارگیری متوالی بیش از چهار سال حسابرس مستقل، و وضع قوانین و مقررات جدید در بازار سرمایه به منظور ارتقای شفافیت افزایش یافت. افزون بر این، در این دوره، مساله تحریم‌ها بیش از گذشته در محیط اقتصادی کشور به عنوان یک تهدید اساسی برای رشد و توسعه بازار سهام مطرح شد. همچنین، در این دوره استفاده از استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی (از سال ۱۳۹۵ مطرح شد) و ایجاد الزامات افشای بیشتر توسط بورس اوراق بهادار تهران، بیش از گذشته مورد توجه بازار قرار گرفت. از سوی دیگر، در دوره دوم تعداد شرکت‌های پذیرفته شده و حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران افزایش یافته و توسط دولت حمایت بیشتری از بازار سرمایه انجام شد و جامعه نیز، در دوره دوم نسبت به دوره اول توجه بیشتری به این بازار به عنوان گزینه سرمایه‌گذاری در کنار سایر بازارها، داشته است. همچنین، در دوره دوم نسبت به دوره اول تعداد شرکت‌های کارگزاری، سبدگردان، مشاور سرمایه‌گذاری و تامین سرمایه افزایش یافت. این پژوهش بر اساس این دیدگاه قرار دارد که با توجه به امکانات و تغییرات ایجاد شده در دوره دوم (۱۳۹۴-۱۴۰۰) نسبت به دوره اول (۱۳۸۷-۱۳۹۳)، می‌توان این تقسیم‌بندی را انجام داد و این انتظار وجود دارد با توجه به تغییرات ایجاد شده، در دوره دوم توسعه بازار سهام بیشتری اتفاق افتاده است که می‌تواند بر ابعاد سیاسی و اخلاقی رفتارهای مدیریتی اثرگذار باشد.

## الگوها و متغیرها

با توجه به مبانی نظری مطرح شده، هدف این پژوهش بررسی نقش توسعه بازار سهام بر بعد سیاسی و اخلاقی رفتارهای مدیریتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بنابراین، الگوهای زیر مطابق با مبانی تئوریک و پیشینه‌های بررسی شده برای انجام آزمون فرضیه‌های انتخاب شده است.

الگوی (۱) (به منظور بررسی فرضیه اول پژوهش)

$$\text{Optimism}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{SMD}_{i,t} + \beta_2 \text{size}_{i,t} + \beta_3 \text{Liquid}_{i,t} + \beta_4 \text{Loss}_{i,t} + \beta_5 \text{Age}_{i,t} + \beta_6 \text{MBV}_{i,t} + \beta_7 \text{CFO}_{i,t} + \beta_8 \text{INF}_{i,t} + \beta_9 \text{Exchange}_{i,t} + \beta_{10} \text{Lev}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

الگوی (۲) (به منظور بررسی فرضیه دوم پژوهش)

$$\text{Myopic}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{SMD}_{i,t} + \beta_2 \text{size}_{i,t} + \beta_3 \text{Liquid}_{i,t} + \beta_4 \text{Loss}_{i,t} + \beta_5 \text{Age}_{i,t} + \beta_6 \text{MBV}_{i,t} + \beta_7 \text{CFO}_{i,t} + \beta_8 \text{INF}_{i,t} + \beta_9 \text{Exchange}_{i,t} + \beta_{10} \text{Lev}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

الگوی (۳) (به منظور بررسی فرضیه سوم پژوهش)

$$Agency\ Cost_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SMD_{i,t} + \beta_2 size_{i,t} + \beta_3 Liquid_{i,t} + \beta_4 Loss_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 MBV_{i,t} + \beta_7 CFO_{i,t} + \beta_8 INF_{i,t} + \beta_9 Exchange_{i,t} + \beta_{10} Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

الگوی (۴) (به منظور بررسی فرضیه چهارم پژوهش)

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SMD_{i,t} + \beta_2 size_{i,t} + \beta_3 Liquid_{i,t} + \beta_4 Loss_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 MBV_{i,t} + \beta_7 CFO_{i,t} + \beta_8 INF_{i,t} + \beta_9 Exchange_{i,t} + \beta_{10} Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

الگوی (۵) (به منظور بررسی فرضیه پنجم پژوهش)

$$Political\ Cost_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SMD_{i,t} + \beta_2 size_{i,t} + \beta_3 Liquid_{i,t} + \beta_4 Loss_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 MBV_{i,t} + \beta_7 CFO_{i,t} + \beta_8 INF_{i,t} + \beta_9 Exchange_{i,t} + \beta_{10} Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در مدل‌های بالا؛ *Optimism* رفتار خوش‌بینانه مدیر، *Myopic* رفتار کوتاه‌بینانه مدیر، *Agency Cost* رفتار نمایندگی مدیر، *DA* رفتار مدیریت سود، *Political Cost* هزینه سیاسی ناشی از رفتار مدیر، *SMD* توسعه بازار سهام، *size* اندازه شرکت، *Liquid* نقدینگی شرکت، *Loss* زیان‌ده بودن شرکت، *Age* سن شرکت، *MBV* نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، *CFO* نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها، *INF* نرخ تورم، *Exchange* تغییرات نرخ ارز، *Lev* اهرم مالی شرکت است.

## متغیرها

### متغیرهای وابسته

رفتار خوش‌بینانه مدیریت (*Optimism*): برای اندازه‌گیری شاخص خوشبینی مدیریت از معیارهای زیر استفاده شده است.

- (الف) تفاوت فروش و فروش سال قبل: در صورتی که فروش واقعی سال کمتر از فروش سال قبل شده باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر را می‌پذیرد (صالحی و همکاران، ۱۳۹۶).
- (ب) تفاوت سود هر سهم و سود هر سهم سال قبل: در صورتی که سود هر سهم سال کمتر از سود هر سهم در سال قبل شده باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر را می‌پذیرد (لین و همکاران ۲۰۰۵).

ج) تفاوت سود تقسیمی هر سهم و سود تقسیمی هر سهم در سال قبل: در صورتی که سود تقسیمی هر سهم سال کمتر از سود تقسیمی هر سهم در سال قبل باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر را می پذیرد (لی و تانگ ۲۰۱۲).

د) مخارج سرمایه‌ای: این متغیر برابر تفاضل خالص دارایی‌های عملیاتی در سال  $t$  از خالص داراییهای عملیاتی سال قبل به علاوه استهلاک سال  $t$  محاسبه می شود. با توجه به اینکه اعتماد به نفس کاذب مدیریت مبتنی بر تصمیمات سرمایه گذاری مدیران است در شرکتهای با مدیران بیش اطمینان، مخارج سرمایه ای بزرگتر است. به طوری که اگر بیشتر از میانه باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر را می پذیرد (تینگا و همکاران ۲۰۱۶).

در نهایت پس از تعیین عدد برای هر سال شرکت، شاخص خوشبینی مدیریت به شرح زیر محاسبه می شود.

$$Optimism = \frac{\text{افلامی که امتیاز یک گرفته}}{\text{کلید افلامی که ارزش صفر و یک گرفته}}$$

رفتار کوتاه‌بینانه مدیریت (*Myopic*): انتظار میرود زمانی که شرکتهای به موفقیت مالی چشمگیری دست می یابند، فرصت و منابع لازم برای سرمایه گذاری در داراییهای بلندمدت آینده را به دست آورند. بنابراین شرکتهایی که به طور همزمان بازدهی بیش از حد مورد انتظار و هزینه بازاریابی و تحقیق و توسعه ای کمتر از حد طبیعی را گزارش میکنند، به احتمال زیاد مشمول ویژگی مدیریت کوتاه بینانه (دارای مدیران کوتاه بین) خواهند بود. برای شناسایی و تعیین شرکتهای کوتاه بین، ابتدا لازم است سطح مورد انتظار بازده دارایی، هزینه بازاریابی و هزینه تحقیق و توسعه را برای هر شرکت در هر دوره زمانی برآورد کرد. در این راستا، به پیروی از اندرسون و سیانو (۱۹۸۲) از روابط ۱ تا ۳ استفاده شده است:

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

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

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

در این روابط؛  $ROA$ ،  $Mktg$  و  $R\&D$  به ترتیب بازده داراییها، هزینه بازاریابی به کل فروش و هزینه تحقیق و توسعه به کل فروش است. یادآوری می شود که هزینه بازاریابی و مخارج تحقیق و توسعه از یادداشتهای توضیحی افشاشده شرکت ها استخراج می شود. پس از محاسبه مقادیر برآوردی بازده داراییها، هزینه بازاریابی و هزینه تحقیق و توسعه با

استفاده از مدل‌های فوق، مقادیر پیشبینی شده حاصل از مدل با مقادیر واقعی مقایسه شدند، سپس با توجه به خطای پیشبینی این سه مدل، شرکتها در چهار گروه اصلی به شرح مندرج در جدول زیر قرار می‌گیرند.

جدول ۲ نحوه اندازه‌گیری متغیر کوتاه‌بینی مدیریت

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

در بین این گروهها، گروه یک شرکت‌های با مدیریت کوتاه بین در نظر گرفته شده است. در این گروه با وجود مثبت بودن عملکرد شرکت و افزایش بازده داراییها، هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه کاهش یافته است (مردای و باقری، ۱۳۹۳). شاخص هزینه نمایندگی (*Agency Cost*): برای اندازه‌گیری این شاخص از سه معیار به شرح زیر استفاده شده است:

الف) نسبت گردش دارایی‌ها: این نسبت از جمله نسبت‌های معروف است که بیانگر کارایی مدیریت و چگونگی بهره‌گیری وی از دارایی‌ها می‌باشد. هرآنچه نسبت مذکور بالاتر باشد، مبین کارایی بیشتر مدیر و در نتیجه هزینه‌های نمایندگی کمتر می‌باشد. نسبت مذکور از طریق تقسیم فروش شرکت بر مجموع دارایی‌های آن حاصل می‌شود (آنگک و همکاران، ۲۰۰۰). به طوری که اگر بیشتر از میانه باشد عدد صفر و در غیر این صورت یک را می‌پذیرد.

ب) نسبت هزینه‌های اختیاری: نسبت هزینه‌های اختیاری می‌تواند معیاری از افراط‌گرایی مدیریت در انجام هزینه‌های اختیاری باشد. نسبت هزینه‌های اختیاری (هزینه‌های عمومی و اداری و فروش)، چگونگی کنترل هزینه‌های عملیاتی توسط مدیران را اندازه‌گیری می‌کند و به عنوان معیار مستقیم هزینه‌های نمایندگی به کار می‌رود. یعنی هر چه این نسبت بالاتر



باشد، هزینه‌های نمایندگی نیز بیشتر است (آننگ و همکاران، ۲۰۰۰). به طوری که اگر بیشتر از میانه باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر را می‌پذیرد.

در نهایت پس از تعیین عدد برای هر سال شرکت، شاخص هزینه نمایندگی به شرح زیر محاسبه می‌شود.

$$Agency\ Cost = \frac{\text{اقلامی که امتیاز یک گرفته}}{\text{کلید اقلامی که ارزش صفر و یک گرفته}}$$

مدیریت سود (DA): در این پژوهش مدیریت سود شرکت‌ها متوجه اقلام تعهدی بوده است. در این پژوهش برای اندازه‌گیری مدیریت سود از مدل تعدیل شده جونز استفاده شده است (دیچو و همکاران، ۱۹۹۵). که در این مرحله ابتدا باید کل اقلام تعهدی به شرح زیر محاسبه شود:

$$TA_{i,t} = NI_{i,t} - CFO_{i,t}$$

در مدل فوق؛  $TA_{i,t}$  نشان دهنده کل اقلام تعهدی شرکت است،  $NI_{i,t}$  نشان دهنده سود خالص شرکت قبل از اقلام غیر مترقبه و  $CFO_{i,t}$  نشان دهنده جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت است. همچنین بخش غیر عملیاتی اقلام تعهدی به شرح زیر محاسبه می‌شود:

$$NDA_{i,t} = \beta_1 \left( \frac{1}{T.AST_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta R.A_{i,t}}{T.AST_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left( \frac{\Delta F.A_{i,t}}{T.AST_{i,t-1}} \right)$$

در مدل فوق؛  $NDA_{i,t}$  نشان دهنده اقلام تعهدی غیر اختیاری شرکت است،  $\Delta REV_{i,t}$  نشان دهنده تغییر در درآمد شرکت،  $\Delta R.A_{i,t}$  نشان دهنده تغییر در حساب‌ها و اسناد دریافتی شرکت،  $T.AST_{i,t-1}$  نشان دهنده کل دارایی‌های شرکت در سال قبل و  $\Delta F.A_{i,t}$  نشان دهنده تغسیر در دارایی‌های ثابت شرکت است. در این پژوهش ضرایب  $\beta_1$ ،  $\beta_2$  و  $\beta_3$  بر اساس مدل جونز تعدیل شده به شرح زیر محاسبه می‌شود:

$$TA_{i,t} = \beta_1 \left( \frac{1}{T.AST_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta R.A_{i,t}}{T.AST_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left( \frac{\Delta F.A_{i,t}}{T.AST_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t}$$

پس از محاسبه کل اقلام تعهدی و اقلام تعهدی غیر اختیاری، اقلام تهیدی اختیاری به شرح زیر محاسبه می‌شود:

$$DA_{i,t} = TA_{i,t} + NDA_{i,t}$$

- هزینه سیاسی ناشی از رفتارهای مدیریت (*Political Cost*): برای اندازه‌گیری شاخص هزینه‌های سیاسی از معیارهای زیر استفاده شده است.
- (الف) نسبت کل دارایی‌های ثابت به کل فروش: برابر نسبت کل دارایی‌های ثابت به کل فروش شرکت است. به طوری که اگر بیش‌تر از میانه باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر را می‌پذیرد (ناچری، ۲۰۱۲).
- (ب) ریسک سیستماتیک: برابر با ریسک سیستماتیک شرکت در پایان سال است که از اطلاعات ارائه شده بورس در دسترس است. به طوری که اگر بیش‌تر از میانه باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر را می‌پذیرد (ناچری، ۲۰۱۲).
- (ج) مالیات: نشان دهنده نسبت هزینه مالیات به سود قبل از کسر مالیات شرکت است. به طوری که اگر بیش‌تر از میانه باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر را می‌پذیرد (ناچری، ۲۰۱۲).
- (د) اندازه شرکت: نشان دهنده لگاریتم کل دارایی‌های شرکت است. به طوری که اگر بیش‌تر از میانه باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر را می‌پذیرد (ناچری، ۲۰۱۲).
- (ه) سودآوری شرکت: برابر لگاریتم مبلغ سود شرکت است. به طوری که اگر بیش‌تر از میانه باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر را می‌پذیرد (ناچری، ۲۰۱۲).
- در نهایت پس از تعیین عدد برای هر سال شرکت، شاخص هزینه سیاسی به شرح زیر محاسبه می‌شود.

$$Political\ Cost = \frac{\text{اقلامی که امتیاز یک گرفته}}{\text{کلیه اقلامی که ارزش صفر و یک گرفته}}$$

### متغیرهای مستقل

- توسعه بازار سهام (*SMD*): در این پژوهش از شاخص توسعه بازار سهام به عنوان متغیر مستقل استفاده شده می‌شود، که این شاخص از پنج متغیر بدست می‌آید. متغیرهای استفاده شده، از پژوهش‌های اتولیک و سالیا (۲۰۱۸)، اعظم و همکاران (۲۰۱۶)، بایار و همکاران (۲۰۱۴)، ابراهیم (۲۰۱۱) و آکینلو و همکاران (۲۰۰۹) استخراج شده است.
- (الف) میزان سرمایه‌ای بودن بازار (*MKT CAP*): که به صورت لگاریتم ارزش سهام شرکت‌های بورسی تعریف می‌شود. میزان سرمایه‌ای بودن بازار رابطه مثبتی با توانایی تحریک سرمایه و تنوع بخشی ریسک دارد. به طوری که اگر بیش‌تر از

میان‌ه باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر را می‌پذیرد.

ب) نسبت سرمایه‌ای شدن بازار ( $MKTCAPGDP$ ): شاخص دیگری برای توسعه بازار سهام است که با تقسیم ارزش سهام شرکت‌های بورسی بر تولید ناخالص داخلی به دست می‌آید. به طوری که اگر بیش‌تر از میان‌ه باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر را می‌پذیرد.

پ) تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس ( $LDCT$ ): که برابر با لگاریتم تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می‌باشد. به طوری که اگر بیش‌تر از میان‌ه باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر را می‌پذیرد.

ت) نسبت نقدینگی بازار ( $STR$ ): برابر با نسبت کل ارزش سهام مبادله شده به تولید ناخالص داخلی می‌باشد. به طوری که اگر بیش‌تر از میان‌ه باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر را می‌پذیرد.

ث) نسبت گردش مالی ( $Turnover$ ): که نشان دهنده فعالیت بازار سهام است و برابر با نسبت کل ارزش مبادله شده به ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس می‌باشد. به طوری که اگر بیش‌تر از میان‌ه باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر را می‌پذیرد.

در نهایت پس از تعیین عدد برای هر سال، شاخص توسعه بازار سرمایه به شرح زیر محاسبه می‌شود.

$$SMD = \frac{\text{اقلامی که امتیاز یک گرفته}}{\text{کلیه اقلامی که ارزش صفر و یک گرفته}}$$

### متغیرهای کنترل

اندازه شرکت ( $SIZE$ ): برابر با لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت است. در ارتباط با اثر اندازه شرکت بر رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت (شامل؛ رفتارهای خوش‌بینانه، کوتاه‌بینانه، نمایندگی، مدیریت سود و هزینه سیاسی ناشی از رفتار مدیران) دو استدلال رقیب وجود دارد، استدلال نخست بیان می‌کند شرکت‌ها با اندازه بزرگ‌تر مکانیزم‌های نظارتی قوی‌تری داشته و اثر منفی بر متغیرهای بیان شده دارند اما، استدلال دوم بیان می‌کند که شرکت‌های بزرگ به دلیل حجم منابع بزرگ‌تر، بیشتر در معرض سواستفاده‌های احتمالی قرار می‌گیرند (اندرو و همکاران، ۲۰۱۸).

نقدینگی شرکت (*Liquid*): برابر است با نسبت وجه نقد و معادل وجه نقد به مجموع دارایی‌های شرکت در ارتباط با اثر نقدینگی شرکت بر رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت (شامل؛ رفتارهای خوش‌بینانه، کوتاه‌بینانه، نمایندگی، مدیریت سود و هزینه سیاسی ناشی از رفتار مدیران) این ادعا وجود دارد که شرکت‌ها با مدیریت نقدینگی مناسب‌تر معمولاً راهبری قوی‌تری داشته و از مکانیزم‌های نظارتی مناسب‌تری برخوردار بوده، در نتیجه در معرض سواستفاده‌های احتمالی کمتری قرار می‌گیرند (اندرو و همکاران، ۲۰۱۸).

زیان‌دهی (*Loss*): متغیر موهومی است که اگر شرکت در سال جاری زیان داشته باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر است در ارتباط با اثر زیان‌ده بودن شرکت بر رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت (شامل؛ رفتارهای خوش‌بینانه، کوتاه‌بینانه، نمایندگی، مدیریت سود و هزینه سیاسی ناشی از رفتار مدیران) دو استدلال رقیب وجود دارد، استدلال نخست بیان می‌کند شرکت‌های زیان‌ده معمولاً مکانیزم‌های نظارتی ضعیف‌تری داشته که اثر مثبتی بر متغیرهای بیان شده دارد اما، استدلال دوم بیان می‌کند که شرکت‌های زیان‌ده به دلیل آنکه کمتر مورد توجه اشخاص خارج از شرکت قرار می‌گیرند، کمتر در معرض سواستفاده‌های احتمالی قرار می‌گیرند (اندرو و همکاران، ۲۰۱۸).

سن شرکت (*Age*): برابر با لگاریتم طبیعی سن شرکت از تاریخ تاسیس است در ارتباط با اثر سن شرکت بر رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت (شامل؛ رفتارهای خوش‌بینانه، کوتاه‌بینانه، نمایندگی، مدیریت سود و هزینه سیاسی ناشی از رفتار مدیران) این ادعا وجود دارد، که شرکت‌ها با سن بزرگتر معمولاً سهم بالاتری در صنعت مربوطه داشته و دارای ساختار سازمانی و نظارتی قوی‌تری بوده و اثر منفی بر متغیرهای بیان شده دارند (اندرو و همکاران، ۲۰۱۸).

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (*MBV*): برابر با نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت تعریف شده است در ارتباط با اثر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بر رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت (شامل؛ رفتارهای خوش‌بینانه، کوتاه‌بینانه، نمایندگی، مدیریت سود و هزینه سیاسی ناشی از رفتار مدیران) این ادعا وجود دارد که این شرکت‌ها به این دلیل توسط بازار بیشتر ارزش‌گذاری شده‌اند که دارای توان مالی، مدیریتی و مکانیزم‌های نظارتی قوی‌تری بوده که اثر منفی بر متغیرهای بیان شده دارند (اندرو و همکاران، ۲۰۱۸).

جریان نقد عملیاتی (*CFO*): برابر با نسبت جریان نقد عملیاتی شرکت به کل دارایی‌های

شرکت است در ارتباط با اثر جریان نقد عملیاتی شرکت بر رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت (شامل؛ رفتارهای خوش بینانه، کوتاه بینانه، نمایندگی، مدیریت سود و هزینه سیاسی ناشی از رفتار مدیران) دو استدلال رقیب وجود دارد، استدلال نخست بیان می کند شرکت های با جریان نقدی عملیاتی بیشتر معمولاً دارای ساختار مدیریتی و مکانیزم های نظارتی قوی تری داشته و اثر منفی بر متغیرهای بیان شده دارند اما، استدلال دوم بیان می کند که شرکت های با جریان نقدی عملیاتی بیشتر معمولاً از سودآوری بالاتری برخوردار بوده، که می تواند آنها را در معرض سواستفاده های احتمالی بیشتری قرار دهد (اندرو و همکاران، ۲۰۱۸).

تغییرات نرخ تورم ( $INF$ ): در این پژوهش از شاخص بهای کالاها و خدمات مصرفی به عنوان معیار تورم استفاده شده که از نماگرهای اقتصادی استخراج شده است. همچنین، تغییرات این شاخص نسبت به سال قبل محاسبه شده است (آواد و آواد، ۲۰۱۵). لازم به توضیح است با توجه به آنکه در دوره انجام پژوهش نوسانات اقتصادی شدیدی در کشور وجود داشته و نرخ تورم به صورت میانگین در حدود ۲۴ درصد بوده است. در نتیجه، این پژوهش اثرات تغییرات نرخ تورم بر نتایج پژوهش را کنترل کرده است.

تغییرات نرخ ارز ( $Exchange$ ): این متغیر شامل قیمت دلار در بازار آزاد می باشد که از نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی برای دوره مورد نظر استخراج شده است (آواد و آواد، ۲۰۱۵). لازم به توضیح است با توجه به آنکه در دوره انجام پژوهش نوسانات اقتصادی شدیدی در کشور وجود داشته و تغییرات نرخ ارز به صورت میانگین در حدود ۳۳ درصد بوده است. در نتیجه، این پژوهش اثرات تغییرات نرخ ارز بر نتایج پژوهش را کنترل کرده است.

اهرم مالی ( $LEV$ ): برابر با نسبت کل بدهی ها به کل دارایی های شرکت است در ارتباط با اثر اهرم مالی بر رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت (شامل؛ رفتارهای خوش بینانه، کوتاه بینانه، نمایندگی، مدیریت سود و هزینه سیاسی ناشی از رفتار مدیران) این ادعا وجود دارد، اهرم به عنوان یک مکانیزم نظارتی خارجی می تواند به عنوان محدودیتی در جهت کاهش رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت باشد و مکانیزم های نظارتی شرکت را ارتقا می دهد (اندرو و همکاران، ۲۰۱۸).

## یافته‌ها

### آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول (۳) نشان داده شده است:

جدول ۳ آماره‌های توصیفی متغیرها

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	بیشینه	کمینه
توسعه بازار سهام	۰/۵۰	۰/۵۰	۰/۴۲۶	۱	۰
رفتار خوشبینانه مدیران	۰/۴۱۰	۰/۵۰	۰/۳۰۳	۱	۰
رفتار نمایندگی مدیران	۰/۴۹۳	۰/۳۳۳	۰/۲۹۷	۱	۰
رفتار مدیریت سود	۰/۰۷۷	۰/۰۶۲	۰/۰۶۲	۰/۳۵۷	۰/۰۰۱
هزینه‌های سیاسی ناشی از رفتار مدیریت	۰/۵۰۱	۰/۵۰۰	۰/۲۵۷	۱	۰
اندازه شرکت	۱۳/۹۵۸	۱۳/۶۸۴	۱/۶۱۶	۲۰/۵۰۹	۹/۹۲۵
نقدینگی شرکت	۰/۰۶۵	۰/۰۳۸	۰/۰۸۱	۰/۴۷۵	۰/۰۰۸
سن شرکت	۳/۴۱۶	۳/۵۶۳	۰/۶۶۴	۴/۳۰۲	۰/۶۹۳
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۳/۶۹۳	۲/۷۵۱	۳/۴۶۷	۲۳/۸۰۹	-۳/۴۹۰
نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها	۰/۱۴۵	۰/۱۲۴	۰/۱۴۶	۰/۵۷۳	-۰/۳۳۹
تغییرات نرخ تورم	۲۳/۶۰	۲۳/۴۵	۱۱/۶۰۵	۴۱/۲۰	۹
تغییرات نرخ ارز	۰/۳۳۳	۰/۱۵۶	۰/۴۵۵	۱/۶۶۵	۰/۰۳۰
اهرم مالی	۰/۶۳۷	۰/۶۲۹	۰/۱۸۸	۱/۳۴۲	۰/۱۰۸
توسعه بازار سهام	۰/۵۰	۰/۵۰	۰/۴۲۶	۱	۰
آمار توصیفی متغیرهای دوجویی					
متغیر	تعداد فراوانی یک‌ها	درصد فراوانی یک‌ها			
رفتار کوتاه‌بینانه مدیران	۲۶۳	۰/۱۳۴			
زیان‌ده بودن شرکت	۲۷۲	۰/۱۳۸			

با توجه به نتایج بدست آمده از آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش و نزدیک به هم بودن میانگین و میانه در بیشتر متغیرهای تحقیق، می‌توان بیان کرد که کلیه متغیرها از توزیع مناسبی برخوردار هستند (کلر و وارا، ۲۰۰۳). از سوی دیگر، متغیر توسعه بازار سهام دارای میانگین ۵۰ درصدی است که با بررسی مقدار هر سال می‌توان ادعا کرد مطابق با انتظار دوره دوم بازار، توسعه بالاتری نسبت به دوره اول وجود داشت و در سال‌های مربوط به دوره دوم مقدار این شاخص نسبت به دوره اول بزرگتر است. علاوه بر این، میانگین متغیرهای مستقل رفتار خوشبینانه،

نماینده‌گی، مدیریت سود و سیاسی به ترتیب حدود ۴۱، ۴۹، ۷ و ۵۰ درصد است که بیانگر وجود سؤاستفاده‌های مشخص توسط مدیریت در قالب خوشبینی، رفتار نماینده‌گی، مدیریت سود و هزینه‌های سیاسی در شرکت‌های ایرانی است. همچنین، متغیر زیان‌ده بودن شرکت دارای فراوانی حدود ۹ درصد است که بیانگر آن است در حدود ۱۴ درصد سال-شرکت‌های نمونه در وضعیت زیان‌دهی قرار دارند. افزون بر این، متغیر متوسط نرخ تورم در دوره پژوهش حدود ۲۴ درصد و متوسط تغییرات نرخ ارز حدود ۳۳ درصد است که نشان دهنده آن است شرایط اقتصادی در دوره پژوهش دارای نوسانات اقتصادی است که می‌تواند ناشی از شرایط تحریمی باشد. علاوه بر این، متغیر نقدینگی شرکت دارای میانگین حدود ۶ درصد است که با توجه به وجود تورم بالا و نوسانات اقتصادی موجود نشان دهنده مشکل نقدینگی بالا در شرکت‌های ایرانی است. همچنین، متغیر نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها دارای میانگین حدود ۱۴ درصد است که با توجه به وجود تورم متوسط ۲۴ درصدی در دوره پژوهش، نشان دهنده ضعف عملکردی در شرکت‌های ایرانی بوده که می‌تواند ناشی از متغیرهای اقتصاد کلان و شرایط تحریمی باشد.

#### ماتریس همبستگی متغیرها

همانطور که در جدول ۴ مشاهده می‌شود، نتایج همبستگی بین متغیرهای پژوهش نشان داده شده است.

جدول ۴ همبستگی متغیرها

متغیر	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹	۱۰	۱۱	۱۲	۱۳
توسعه بازار سهام	۱												
رفتار خوشبینانه مدیران	۰/۰۷۲	۱											
رفتار نماینده‌گی مدیران	۰/۰۴۵	-۰/۰۲	۱										
رفتار مدیریت سود	-۰/۰۴	۰/۰۳۱	-۰/۰۵	۱									
هزینه‌های سیاسی	۰/۰۱۰	۰/۰۳۸	۰/۰۳۰	۰/۱۴۴	۱								
اندازه شرکت	۰/۰۲۳	۰/۰۱۴	۰/۰۰۵	۰/۰۵۱	-۰/۲۸	۱							
نقدینگی شرکت	-۰/۰۱	۰/۰۲۵	۰/۰۹۶	-۰/۰۵	-۰/۰۶	۱							
سن شرکت	۰/۰۱۷	۰/۰۱۱	۰/۰۰۷	۰/۲۲۲	-۰/۰۵	۰/۱۸۱	۱						
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	-۰/۰۸	۰/۰۴۴	۰/۰۸۱	۰/۰۰۵	۰/۱۰۳	-۰/۰۷	۰/۰۸۱	۱					
نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها	-۰/۰۲	۰/۰۹۱	۰/۰۵۶	۰/۰۰۱	-۰/۰۹	۰/۰۴۶	-۰/۰۸	۰/۱۸۲	۱				
تغییرات نرخ تورم	۰/۰۷۳	۰/۰۲۸	-۰/۰۶	-۰/۰۳	۰/۲۲۱	۰/۱۵۶	-۰/۰۱	۰/۱۱۸	-۰/۰۷	-۰/۱۰	۱		
تغییرات نرخ ارز	۰/۲۰۶	۰/۰۶۱	-۰/۰۲	۰/۰۶۰	۰/۱۶۹	۰/۱۲۰	-۰/۰۴	۰/۰۹۲	-۰/۰۳	-۰/۰۳	۰/۴۵۹	۱	
اهرم مالی	۰/۰۳۵	-۰/۲۵	-۰/۰۲	۰/۰۱۵	-۰/۰۰	۰/۰۴۱	-۰/۱۹	۰/۰۴۳	۰/۱۲۷	-۰/۳۰	۰/۰۰۳	-۰/۰۲	۱

با توجه به جدول ۴، همانگونه که مشاهده می‌شود ضریب همبستگی متغیرهای پژوهش منطقی است که نشان دهنده‌ی عدم همبستگی، در بین متغیرهای پژوهش است. در نتیجه، می‌توان ادعا کرد مشکل همخطی میان متغیرهای پژوهش وجود ندارد.

### آزمون هم خطی متغیرهای مستقل و بررسی همسانی واریانس

همخطی یعنی وجود رابطه شدید بین متغیرهای مستقل که توسط آماره  $VIF$  سنجیده می‌شود. مقادیر زیر ۱۰ برای این آماره نشان دهنده عدم وجود همخطی بین متغیرهای مستقل است. با توجه به نتایج بدست آمده برای کلیه مقادیر بدست آمده این مقدار برای متغیرهای پژوهش کمتر از حد مجاز است. در نتیجه، هیچ‌گونه هم خطی میان متغیرهای پژوهش مشاهده نشده است. در ضمن، برای بررسی همسانی واریانس میان باقیمانده‌های مدل، از آزمون والد تعدیل شده استفاده شده است. این آزمون در نرم افزار ایویوز قابل انجام نبوده و برای انجام آن از نرم افزار استاتا استفاده شده است. نتیجه این آزمون برای مدل‌های پژوهش موید وجود همسانی واریانس میان باقیمانده‌های مدل است. همچنین، نرمال بودن توزیع باقی مانده‌های رگرسیون نیز مورد بررسی قرار گرفته است که نتایج موید نرمال بودن این باقی مانده‌ها است.<sup>۱</sup>

### آزمون فرضیه‌ها

هدف این پژوهش، بررسی نقش توسعه بازار سهام بر ابعاد سیاسی و اخلاقی رفتارهای مدیریتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در همین راستا، با توجه به مبانی نظری مطرح شده پنج فرضیه تدوین و در ادامه به بررسی و آزمون آن‌ها پرداخته شده است. البته لازم است، قبل از برآزش الگوهای پژوهش، آزمون چاو و هاسمن به ترتیب به منظور بررسی استفاده از روش داده‌های ترکیبی در مقابل روش داده‌های تلفیقی و انتخاب از بین الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت یا داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی برای نمونه پژوهش انجام شود (افلاطونی، ۱۳۹۲). لازم به توضیح است با توجه به آنکه متغیر وابسته در مدل (۲) پژوهش متغیر دو وجهی است بنابراین نیاز به آزمون‌های تشخیصی نبوده و از طریق رگرسیون لجستیک برآورد شده است. نتایج حاصل از آزمون چاو و هاسمن برای مدل‌های پژوهش در جدول (۵) نشان داده شده است.



جدول ۵ نتایج آزمون چاو و هاسمن برای مدل‌های پژوهش

روش پذیرفته شده	آزمون هاسمن		آزمون چاو		الگوی مورد بررسی
	سطح خطا	آماره	سطح خطا	آماره	
<b>دوره اول بازار سرمایه (۱۳۸۷-۱۳۹۳)</b>					
روش اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۵۶/۹۲۳	۰/۰۰۰	۸/۱۶۰	مدل (۱)
روش اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۴۶/۱۹۳	۰/۰۰۰	۶/۸۵۹	مدل (۳)
روش اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۴۵/۰۲۷	۰/۰۰۰	۴/۹۶۷	مدل (۴)
روش اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۶۳/۹۸۲	۰/۰۰۰	۵/۹۴۴	مدل (۵)
<b>دوره دوم بازار سرمایه (۱۳۹۴-۱۴۰۰)</b>					
روش اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۶۰/۱۰۹	۰/۰۰۰	۹/۱۱۶	مدل (۱)
روش اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۵۰/۲۱۹	۰/۰۰۰	۷/۳۱۳	مدل (۳)
روش اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۴۹/۰۵۲	۰/۰۰۰	۲/۹۴۰	مدل (۴)
روش اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۷۸/۹۸۵	۰/۰۰۰	۶/۸۷۶	مدل (۵)

همانطور که در جدول ۵ قابل مشاهده است، نتایج حاکی از آن است که روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت برای مدل‌های پژوهش روش ارجح است. بنابراین، در ادامه به تخمین مدل اول پژوهش برای دوره اول بازار سرمایه (۱۳۸۷-۱۳۹۳) و دوره دوم بازار سرمایه (۱۳۹۴-۱۴۰۰) به منظور بررسی فرضیه اول با توجه به روش ارجح پرداخته شد. نتایج حاصل از بررسی این فرضیه در جدول ۶ ارائه شده است.

جدول ۶ نتایج تخمین مدل اول پژوهش

$Optimism_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SMD_{i,t} + \beta_2 size_{i,t} + \beta_3 Liquid_{i,t} + \beta_4 Loss_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 MBV_{i,t} + \beta_7 CFO_{i,t} + \beta_8 INF_{i,t} + \beta_9 Exchange_{i,t} + \beta_{10} Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$						
دوره دوم بازار سرمایه (۱۳۹۴-۱۴۰۰)			دوره اول بازار سرمایه (۱۳۸۷-۱۳۹۳)			
متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا
عرض از مبدا	-۱/۸۰۸	-۵/۶۲۱	۰/۰۰۰	-۱/۶۲۰	-۳/۰۱۳	۰/۰۰۲
توسعه بازار سهام	-۰/۲۶۶	-۳/۷۰۹	۰/۰۰۰	-۰/۵۳۹	-۳/۵۵۸	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۱۴۷	۵/۸۳۶	۰/۰۰۰	۰/۲۱۵	۶/۹۸۴	۰/۰۰۰
نقدینگی شرکت	-۰/۰۴۰	-۰/۳۷۳	۰/۷۰۹	۰/۰۶۴	۰/۳۹۹	۰/۶۸۹
زیان‌ده بودن شرکت	-۰/۱۷۵	-۵/۷۷۷	۰/۰۰۰	-۰/۱۱۰	-۴/۴۹۷	۰/۰۰۰
سن شرکت	۰/۰۸۹	۱/۶۸۹	۰/۰۹۱	-۰/۲۱۶	-۱/۵۹۴	۰/۱۱۱
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت	۰/۰۰۵	۱/۷۹۵	۰/۰۷۲	-۰/۰۱۳	-۵/۹۷۷	۰/۰۰۰
نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها	۰/۰۷۷	۱/۲۲۹	۰/۲۱۹	۰/۱۱۹	۱/۶۵۳	۰/۰۹۸
نرخ تورم	-۰/۰۰۰۳	-۰/۳۹۴	۰/۶۹۳	-۰/۰۰۱	-۱/۱۹۹	۰/۲۳۰
تغییرات نرخ ارز	۰/۰۷۰	۲/۸۶۵	۰/۰۰۴	۰/۱۱۶	۶/۹۹۱	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-۰/۱۳۵	-۱/۹۹۸	۰/۰۴۵	۰/۲۷۸	۳/۹۳۶	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۴۹۴			۰/۵۴۴		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۰۴			۰/۴۲۶		
آماره‌ی دوربین-واتسون	۲/۰۰۰۵			۲/۰۲۰		
آماره‌ی F	۵/۴۵۶			۲/۹۲۲		
احتمال آماره F	۰/۰۰۰			۰/۰۰۰		
آزمون مقایسه ضرایب با استفاده آزمون پترنوستر						
نتایج آزمون مقایسه ضرایب t	۲/۵۵۱			۰/۰۱۰		

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول (۶) و با توجه آماره‌ی F بدست آمده و سطح خطای آن که کمتر پنج درصد است، می‌توان ادعا کرد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، در مجموع مدل‌های پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای دوره اول و دوره دوم، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش برای دوره اول و دوره دوم بازار سرمایه به ترتیب تقریباً بیش از ۴۰ و ۴۲ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر

این، با توجه به مقدار آماره‌ی دوربین واتسون که برای دوره اول و دوره دوم بازار سرمایه به ترتیب تقریباً برابر  $۲/۰۰۰۵$  و  $۲/۰۲۰$  است، می‌توان ادعا کرد که خودهمبستگی مرتبه اول میان باقی‌مانده‌های مدل وجود ندارد. مطابق مبانی تئوریک برای فرضیه اول، انتظار بر این است که ضریب منفی متغیر توسعه بازار سرمایه برای دوره دوم با توجه به ضریب بزرگتر، اثر بیشتری نسبت به دوره اول بر سطح رفتار خوش‌بینانه مدیران داشته باشد. زیرا، در دوره دوم بازار سهام نسبت به دوره اول، این انتظار وجود دارد که به دلیل ارتقا شفافیت و ایجاد مکانیزم‌های نظارتی مانند کمیته حسابرسی، توسعه حسابرسی داخلی، ایجاد محدودیت دوره تصدی حسابرس، ایجاد الزامات افشای بیشتر توسط بورس اوراق بهادار تهران، افزایش حمایت دولت و ارتقا سازوکارهای راهبری شرکتی سبب کاهش بیشتر رفتارهای فرصت طلبانه مدیران شود. مطابق این استدلال‌ها و با توجه به نتایج بدست آمده در جدول (۶) از تخمین مدل اول برای دوره اول بازار سرمایه (۱۳۸۷-۱۳۹۳) و دوره دوم بازار سرمایه (۱۳۹۴-۱۴۰۰) و ضرایب منفی متغیر توسعه بازار سهام که به ترتیب برای نمونه دوره اول و دوره دوم به ترتیب برابر  $(-۰/۲۶۶)$  و  $(-۰/۵۳۹)$  و سطح خطا آن که برای هر دو نمونه کمتر از سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد است. می‌توان ادعا کرد که در دوره دوم (۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰) نسبت به دوره اول (۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳) توسعه بازار سهام اثر منفی بیشتری (به دلیل ضریب منفی بزرگتر) بر رفتار خوش‌بینانه مدیران شرکت‌ها دارد. نتایج آزمون مقایسه‌ای ضرایب نیز موید آن است که سطح خطا زیر ۵ درصد بوده است بنابراین، اختلاف ضرایب در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. در نتیجه، با توجه به نتایج کسب شده فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود. نتیجه آزمون این فرضیه، منطبق با مبانی نظری پژوهش و پژوهش انجام شده توسط چن و شن (۲۰۲۰) است. از سوی دیگر، برای بررسی اثر توسعه بازار سهام بر رفتار کوتاه‌بینانه مدیران از مدل دوم استفاده شده است. نتایج تخمین این مدل برای دوره اول بازار سرمایه (۱۳۸۷-۱۳۹۳) و دوره دوم بازار سرمایه (۱۳۹۴-۱۴۰۰) به منظور بررسی فرضیه دوم با توجه به روش رگرسیون لجستیک، در جدول ۷ ارائه شده است.

## جدول ۷ نتایج تخمین مدل دوم پژوهش

$Myopic_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SMD_{i,t} + \beta_2 size_{i,t} + \beta_3 Liquid_{i,t} + \beta_4 Loss_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 MBV_{i,t} + \beta_7 CFO_{i,t} + \beta_8 INF_{i,t} + \beta_9 Exchange_{i,t} + \beta_{10} Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$						
دوره دوم بازار سرمایه (۱۳۹۴-۱۴۰۰)			دوره اول بازار سرمایه (۱۳۸۷-۱۳۹۳)			
متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا
عرض از مبدا	-۳/۳۲۸	-۱/۷۸۳	۰/۰۷۴	-۵/۹۲۸	-۱/۷۷۳	۰/۰۷۶
توسعه بازار سهام	-۱/۴۱۹	-۰/۷۶۷	۰/۴۴۲	-۲/۶۶۷	۰/۹۶۵	۰/۳۳۴
اندازه شرکت	-۰/۵۰۱	-۴/۱۱۳	۰/۰۰۰	-۰/۶۹۳	-۴/۶۵۸	۰/۰۰۰
نقدینگی شرکت	۰/۴۷۷	۰/۲۳۹	۰/۸۱۰	-۶/۰۸۴	-۱/۱۹۷	۰/۲۳۰
زیان‌ده بودن شرکت	-۱/۱۶۴	-۱/۰۸۹	۰/۲۷۵	-۲/۰۹۴	-۱/۹۲۴	۰/۰۵۴
سن شرکت	-۰/۹۲۶	-۳/۹۳۵	۰/۰۰۰	-۲/۱۵۶	-۵/۰۹۹	۰/۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت	-۰/۰۴۹	-۰/۷۹۷	۰/۴۲۴	۰/۰۳۲	۰/۶۳۴	۰/۵۲۵
نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها	-۰/۰۰۱	-۰/۰۰۱	۰/۹۹۸	۱/۸۰۳	۰/۹۶۵	۰/۳۳۴
نرخ تورم	۰/۰۰۹	۰/۴۰۳	۰/۶۸۶	-۰/۰۱۵	-۰/۷۱۸	۰/۴۷۲
تغییرات نرخ ارز	-۰/۱۰۰	-۰/۱۵۰	۰/۸۸۰	۰/۱۶۳	۰/۳۰۶	۰/۷۵۹
اهرم مالی	۲/۵۵۴	۲/۳۹۶	۰/۰۱۶	۳/۱۸۹	۲/۵۲۸	۰/۰۱۱
ضریب تعیین مک فادن		۰/۴۲۳			۰/۴۷۲	
آماره‌ی LR		۵۱/۱۴۲			۵۶/۳۵۱	
احتمال آماره‌ی LR		۰/۰۰۰			۰/۰۰۰	
<b>آزمون مقایسه ضرایب با استفاده آزمون پترنوستر</b>						
نتایج آزمون مقایسه ضرایب t		۰/۲۰۱			۰/۸۴۰	

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول ۷ و با توجه آماره‌ی LR بدست آمده و سطح خطای آن که کمتر پنج درصد است، می‌توان ادعا کرد که در سطح اطمینان ۹۹ درصد، در مجموع مدل‌های پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین مک‌فادن بدست آمده برای دوره اول و دوره دوم، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش برای دوره اول و دوره دوم بازار سرمایه به ترتیب تقریباً بیش از ۴۲ و ۴۷ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. مطابق مبانی تئوریک برای فرضیه دوم، انتظار بر این است که ضریب متغیر توسعه بازار سرمایه برای دوره دوم با توجه به

ضریب منفی بزرگتر، اثر کاهشی بیشتری نسبت به دوره اول بر رفتار کوتاه‌بینانه مدیران داشته باشد. زیرا، در دوره دوم بازار سهام نسبت به دوره اول، این انتظار وجود دارد که به دلیل ارتقا شفافیت و ایجاد مکانیزم‌های نظارتی مانند کمیته حسابرسی، توسعه حسابرسی داخلی، ایجاد محدودیت دوره تصدی حسابرس، ایجاد الزامات افشای بیشتر توسط بورس اوراق بهادار تهران، افزایش حمایت دولت و ارتقا سازوکارهای راهبری شرکتی سبب کاهش بیشتر رفتارهای فرصت طلبانه مدیران شود. از سوی دیگر، با توجه به نتایج بدست آمده در جدول (۷) از تخمین مدل دوم برای دوره اول بازار سرمایه (۱۳۸۷-۱۳۹۳) و دوره دوم بازار سرمایه (۱۳۹۴-۱۴۰۰) و ضرایب منفی متغیر توسعه بازار سهام که به ترتیب برای نمونه دوره اول و دوره دوم به ترتیب برابر (۱/۴۱۹-) و (۲/۶۶۷-) و سطح خطا آن که برای هر دو نمونه بیشتر از سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد است. می‌توان ادعا کرد که در دوره دوم (۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰) نسبت به دوره اول (۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳) توسعه بازار سهام اثر منفی بیشتر (به دلیل ضریب منفی بزرگتر) و غیرمعناداری بر رفتار کوتاه‌بینانه مدیران شرکت‌ها دارد. نتایج آزمون مقایسه‌ای ضرایب نیز موید آن است که سطح خطا بالای ۵ درصد بوده است بنابراین، اختلاف ضرایب در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار نیست. در نتیجه، با توجه به نتایج کسب شده فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود.

از سوی دیگر، برای بررسی اثر توسعه بازار سهام بر رفتار نمایندگی مدیران از مدل سوم استفاده شده است. نتایج تخمین این مدل برای دوره اول بازار سرمایه (۱۳۸۷-۱۳۹۳) و دوره دوم بازار سرمایه (۱۳۹۴-۱۴۰۰) به منظور بررسی فرضیه سوم با توجه به روش اثرات ثابت، در جدول ۸ ارائه شده است.

جدول ۸ نتایج تخمین مدل سوم پژوهش

$$Agency\ Cost_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SMD_{i,t} + \beta_2 size_{i,t} + \beta_3 Liquid_{i,t} + \beta_4 Loss_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 MBV_{i,t} + \beta_7 CFO_{i,t} + \beta_8 INF_{i,t} + \beta_9 Exchange_{i,t} + \beta_{10} Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

دوره دوم بازار سرمایه (۱۳۹۴-۱۴۰۰)			دوره اول بازار سرمایه (۱۳۸۷-۱۳۹۳)			
متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا
عرض از مبدا	۰/۰۵۸	۵/۵۰۰	۰/۰۰۰	۰/۷۶۸	۴/۴۱۲	۰/۰۰۰
توسعه بازار سهام	-۰/۰۵۸	-۲/۶۲۲	۰/۰۰۸	-۰/۱۷۸	-۵/۰۴۱	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۰۰۱	۰/۱۱۴	۰/۹۰۸	۰/۰۱۱	۱/۳۴۱	۰/۱۸۰
نقدینگی شرکت	-۰/۰۴۳	-۱/۱۶۳	۰/۲۴۵	-۰/۳۶۹	-۶/۰۳۹	۰/۰۰۰
زیان‌ده بودن شرکت	-۰/۰۷۰	-۳/۷۴۴	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۱	-۰/۱۰۶	۰/۹۱۵
سن شرکت	-۰/۰۳۵	-۱/۷۴۱	۰/۰۸۲	-۰/۱۰۵	-۲/۲۳۲	۰/۰۲۵
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت	۰/۰۰۱	۱/۳۶۵	۰/۱۷۲	-۰/۰۰۳	-۲/۹۵۵	۰/۰۰۳
نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها	-۰/۰۱۴	-۰/۴۵۴	۰/۶۴۹	۰/۰۵۷	۱/۹۳۱	۰/۰۵۳
نرخ تورم	-۰/۰۰۰۰۴	-۰/۱۶۰	۰/۸۷۲	۰/۰۰۰۰۲	۰/۷۴۴	۰/۴۵۷
تغییرات نرخ ارز	۰/۰۰۱	۰/۲۶۴	۰/۷۹۱	۰/۰۱۵	۲/۶۱۸	۰/۰۰۹
اهرم مالی	-۰/۰۰۱	-۰/۰۶۱	۰/۹۵۱	۰/۰۴۵	۱/۶۲۴	۰/۱۰۴
ضریب تعیین	۰/۸۱۷			۰/۸۵۷		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۸۰۳			۰/۸۳۱		
آماره‌ی دوربین-واتسون	۱/۸۰۷			۱/۹۶۴		
آماره‌ی F	۵۲/۳۵۱			۵۳/۴۳۹		
احتمال آماره‌ی F	۰/۰۰۰			۰/۰۰۰		
آزمون مقایسه ضرایب با استفاده آزمون پترنوستر						
نتایج آزمون مقایسه ضرایب t	۳/۳۳۱			۰/۰۰۰		

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول ۸ و با توجه آماره‌ی F بدست آمده و سطح خطای آن که کمتر پنج درصد است، می‌توان ادعا کرد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، در مجموع مدل‌های پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای دوره اول و دوره دوم، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش برای دوره اول و دوره دوم بازار سرمایه به

ترتیب تقریباً بیش از ۸۰ و ۸۳ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره‌ی دورین و اتسون که برای دوره اول و دوره دوم بازار سرمایه به ترتیب تقریباً برابر  $1/807$  و  $1/964$  است، می‌توان ادعا کرد که خودهمبستگی مرتبه اول میان باقی مانده‌های مدل وجود ندارد. مطابق مبانی تئوریک برای فرضیه سوم، انتظار بر این است که ضریب منفی متغیر توسعه بازار سرمایه برای دوره دوم با توجه به ضریب بزرگتر، اثر بیشتری نسبت به دوره اول بر سطح رفتار نمایندگی مدیران داشته باشد. زیرا، در دوره دوم بازار سهام نسبت به دوره اول، این انتظار وجود دارد که به دلیل ارتقا شفافیت و ایجاد مکانیزم‌های نظارتی مانند کمیته حسابرسی، توسعه حسابرسی داخلی، ایجاد محدودیت دوره تصدی حسابرس، ایجاد الزامات افشای بیشتر توسط بورس اوراق بهادار تهران، افزایش حمایت دولت و ارتقا سازوکارهای راهبری شرکتی سبب کاهش بیشتر رفتارهای فرصت طلبانه مدیران شود. مطابق این استدلال‌ها و با توجه به نتایج بدست آمده در جدول ۸ از تخمین مدل اول برای دوره اول بازار سرمایه (۱۳۸۷-۱۳۹۳) و دوره دوم بازار سرمایه (۱۳۹۴-۱۴۰۰) و ضرایب منفی متغیر توسعه بازار سهام که به ترتیب برای نمونه دوره اول و دوره دوم به ترتیب برابر  $(-0/058)$  و  $(-0/178)$  و سطح خطا آن که برای هر دو نمونه کمتر از سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد است. می‌توان ادعا کرد که در دوره دوم (۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰) نسبت به دوره اول (۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳) توسعه بازار سهام اثر منفی بیشتری (به دلیل ضریب منفی بزرگتر) بر رفتار نمایندگی مدیران شرکت‌ها دارد. نتایج آزمون مقایسه‌ای ضرایب نیز موید آن است که سطح خطا زیر ۵ درصد بوده است بنابراین، اختلاف ضرایب در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. در نتیجه، با توجه به نتایج کسب شده فرضیه سوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود. نتیجه آزمون این فرضیه، منطبق با مبانی نظری پژوهش و پژوهش انجام شده توسط چن و شن (۲۰۲۰) است.

از سوی دیگر، برای بررسی اثر توسعه بازار سهام بر رفتار مدیریت سود مدیران از مدل چهارم استفاده شده است. نتایج تخمین این مدل برای دوره اول بازار سرمایه (۱۳۸۷-۱۳۹۳) و دوره دوم بازار سرمایه (۱۳۹۴-۱۴۰۰) به منظور بررسی فرضیه چهارم با توجه به روش اثرات ثابت، در جدول ۹ ارائه شده است.

جدول ۹ نتایج تخمین مدل چهارم پژوهش

$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SMD_{i,t} + \beta_2 size_{i,t} + \beta_3 Liquid_{i,t} + \beta_4 Loss_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 MBV_{i,t} + \beta_7 CFO_{i,t} + \beta_8 INF_{i,t} + \beta_9 Exchange_{i,t} + \beta_{10} Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$						
دوره دوم بازار سرمایه (۱۳۹۴-۱۴۰۰)			دوره اول بازار سرمایه (۱۳۸۷-۱۳۹۳)			
متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا
عرض از مبدا	۰/۰۲۷	۰/۶۲۴	۰/۵۳۲	-۰/۱۴۳	-۱/۸۰۸	۰/۰۷۰
توسعه بازار سهام	-۰/۰۲۰	-۲/۴۲۴	۰/۰۱۵	-۰/۱۰۱	-۴/۰۹۰	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۰۰۷	۱/۹۸۱	۰/۰۴۷	۰/۰۱۷	۳/۵۵۴	۰/۰۰۰
نقدینگی شرکت	-۰/۰۱۴	-۱/۱۰۱	۰/۲۷۱	-۰/۰۱۲	-۰/۴۳۶	۰/۶۶۲
زیان‌ده بودن شرکت	۰/۰۰۱	۰/۳۵۸	۰/۷۱۹	۰/۰۰۰۴	۰/۱۱۸	۰/۹۰۵
سن شرکت	-۰/۰۱۴	-۲/۰۱۶	۰/۰۴۴	-۰/۰۰۶	-۰/۲۸۵	۰/۷۷۵
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت	-۰/۰۰۰۰۵	-۰/۱۵۳	۰/۸۷۷	۰/۰۰۱	۲/۶۵۵	۰/۰۰۸
نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها	۰/۰۰۷	۱/۱۳۸	۰/۲۵۵	-۰/۰۰۲	-۰/۱۵۳	۰/۸۷۸
نرخ تورم	-۰/۰۰۰۱	-۱/۵۱۰	۰/۱۳۱	-۰/۰۰۰۶	-۴/۹۲۹	۰/۰۰۰
تغییرات نرخ ارز	۰/۰۰۳	۱/۳۴۷	۰/۱۷۸	۰/۰۰۱	۰/۷۵۹	۰/۴۴۷
اهرم مالی	۰/۰۰۱	۰/۱۹۳	۰/۸۴۶	۰/۰۲۴	۲/۲۰۱	۰/۰۲۷
ضریب تعیین	۰/۶۱۷		۰/۶۴۰			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۴۸		۰/۵۵۹			
آماره‌ی دوربین-واتسون	۲/۳۷۰		۲/۳۰۱			
آماره‌ی F	۸/۹۸۳		۹/۳۷۹			
احتمال آماره‌ی F	۰/۰۰۰		۰/۰۰۰			
<b>آزمون مقایسه ضرایب با استفاده آزمون پترنوستر</b>						
نتایج آزمون مقایسه ضرایب t	۳/۲۶۱		۰/۰۰۱			

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول (۹) و با توجه آماره‌ی F بدست آمده و سطح خطای آن که کمتر پنج درصد است، می‌توان ادعا کرد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، در مجموع مدل‌های پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای دوره اول و دوره دوم، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش برای دوره اول و دوره دوم بازار سرمایه به



ترتیب تقریباً بیش از ۵۴ و ۵۵ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره‌ی دوربین واتسون که برای دوره اول و دوره دوم بازار سرمایه به ترتیب تقریباً برابر ۲/۳۰۷ و ۲/۳۰۱ است، می‌توان ادعا کرد که خودهمبستگی مرتبه اول میان باقی‌مانده‌های مدل وجود ندارد. مطابق مبانی تئوریک برای فرضیه چهارم، انتظار بر این است که ضریب منفی متغیر توسعه بازار سرمایه برای دوره دوم با توجه به ضریب بزرگتر، اثر بیشتری نسبت به دوره اول بر سطح رفتار مدیریت سود مدیران داشته باشد. زیرا، در دوره دوم بازار سهام نسبت به دوره اول، این انتظار وجود دارد که به دلیل ارتقا شفافیت و ایجاد مکانیزم‌های نظارتی مانند کمیته حسابرسی، توسعه حسابرسی داخلی، ایجاد محدودیت دوره تصدی حسابرس، ایجاد الزامات افشای بیشتر توسط بورس اوراق بهادار تهران، افزایش حمایت دولت و ارتقا سازوکارهای راهبری شرکتی سبب کاهش بیشتر رفتارهای فرصت طلبانه مدیران شود. مطابق این استدلال‌ها و با توجه به نتایج بدست آمده در جدول ۹ از تخمین مدل اول برای دوره اول بازار سرمایه (۱۳۸۷-۱۳۹۳) و دوره دوم بازار سرمایه (۱۳۹۴-۱۴۰۰) و ضرایب منفی متغیر توسعه بازار سهام که به ترتیب برای نمونه دوره اول و دوره دوم به ترتیب برابر (۰/۲۰-) و (۰/۱۰۱-) و سطح خطا آن که برای هر دو نمونه کمتر از سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد است. می‌توان ادعا کرد که در دوره دوم (۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰) نسبت به دوره اول (۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳) توسعه بازار سهام اثر منفی بیشتری (به دلیل ضریب منفی بزرگتر) بر رفتار مدیریت سود مدیران شرکت‌ها دارد. نتایج آزمون مقایسه‌ای ضرایب نیز موید آن است که سطح خطا زیر ۵ درصد بوده است بنابراین، اختلاف ضرایب در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. در نتیجه، با توجه به نتایج کسب شده فرضیه چهارم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود. نتیجه آزمون این فرضیه، منطبق با مبانی نظری پژوهش و پژوهش انجام شده توسط چن و شن (۲۰۲۰) است.

از سوی دیگر، برای بررسی اثر توسعه بازار سهام بر هزینه سیاسی ناشی از رفتار مدیران از مدل پنجم استفاده شده است. نتایج تخمین این مدل برای دوره اول بازار سرمایه (۱۳۸۷-۱۳۹۳) و دوره دوم بازار سرمایه (۱۳۹۴-۱۴۰۰) به منظور بررسی فرضیه پنجم با توجه به روش اثرات ثابت، در جدول ۱۰ ارائه شده است.

جدول ۱۰ نتایج تخمین مدل پنجم پژوهش

$Political\ Cost_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SMD_{i,t} + \beta_2 size_{i,t} + \beta_3 Liquid_{i,t} + \beta_4 Loss_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 MBV_{i,t} + \beta_7 CFO_{i,t} + \beta_8 INF_{i,t} + \beta_9 Exchange_{i,t} + \beta_{10} Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$						
دوره دوم بازار سرمایه (۱۳۹۴-۱۴۰۰)			دوره اول بازار سرمایه (۱۳۸۷-۱۳۹۳)			
متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا
عرض از مبدا	-۰/۸۹۸	-۴/۱۳۸	۰/۰۰۰	۳/۹۱۱	۱۱/۲۹۰	۰/۰۰۰
توسعه بازار سهام	-۰/۱۸۲	-۳/۵۳۵	۰/۰۰۰	-۰/۳۶۹	۵/۵۰۳	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۰۶۹	۴/۰۶۳	۰/۰۰۰	-۰/۱۸۱	-۹/۴۷۸	۰/۰۰۰
نقدینگی شرکت	۰/۰۰۷	۰/۱۱۴	۰/۹۰۹	-۰/۲۲۵	-۲/۴۷۳	۰/۰۱۳
زیان‌ده بودن شرکت	۰/۰۶۸	۲/۵۴۳	۰/۰۱۱	۰/۰۰۰۷	۰/۰۴۳	۰/۹۶۵
سن شرکت	۰/۱۳۲	۴/۰۹۲	۰/۰۰۰	-۰/۳۳۲	-۳/۳۷۸	۰/۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت	۰/۰۰۰۲	۰/۱۳۲	۰/۸۹۴	-۰/۰۰۲	-۱/۳۴۰	۰/۱۸۰
نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها	-۰/۰۷۹	-۱/۷۴۳	۰/۰۸۱	۰/۰۰۹	۰/۱۷۹	۰/۸۵۷
نرخ تورم	۰/۰۰۰۸	۱/۴۲۶	۰/۱۵۴	-۰/۰۰۰۲	-۰/۳۸۹	۰/۶۹۷
تغییرات نرخ ارز	-۰/۰۹۸	-۵/۶۶۲	۰/۰۰۰	۰/۰۷۷	۷/۰۰۱	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۰/۰۵۳	۱/۱۲۶	۰/۲۶۰	۰/۰۴۸	۱/۰۷۲	۰/۲۸۳
ضریب تعیین	۰/۵۲۶			۰/۶۰۲		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۷۷			۰/۵۳۱		
آماره‌ی دوربین-واتسون	۱/۸۵۸			۱/۹۳۵		
آماره‌ی $F$	۷/۸۹۳			۸/۴۴۸		
احتمال آماره‌ی $F$	۰/۰۰۰			۰/۰۰۰		
آزمون مقایسه ضرایب با استفاده آزمون پترنوستر						
نتایج آزمون مقایسه ضرایب $t$	۲/۶۷۴			۰/۰۰۷		

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول ۱۰ و با توجه آماره‌ی  $F$  بدست آمده و سطح خطای آن که کمتر پنج درصد است، می‌توان ادعا کرد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، در مجموع مدل‌های پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای دوره اول و دوره دوم، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش برای دوره اول و دوره دوم بازار سرمایه به ترتیب تقریباً

بیش از ۴۷ و ۵۳ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره‌ی دورین و اتسون که برای دوره اول و دوره دوم بازار سرمایه به ترتیب تقریباً برابر ۱/۸۵۸ و ۱/۹۳۵ است، می‌توان ادعا کرد که خودهمبستگی مرتبه اول میان باقی‌مانده‌های مدل وجود ندارد. مطابق مبانی تئوریک برای فرضیه پنجم، در ارتباط با اثر توسعه بازار سهام بر هزینه‌های سیاسی ناشی از رفتار مدیران دو دیدگاه رقیب وجود دارد در دیدگاه نخست این ادعا مطرح است که در دوره دوم به دلیل افزایش سطح نظارت، ارتقا شفافیت و افزایش حمایت دولت در جهت ایجاد شکوفایی در این بازار، سطح هزینه‌های سیاسی ناشی از رفتار مدیران کاهش یابد. اما، دیدگاه دوم ادعا می‌کند که به دلیل وجود تنش‌های سیاسی بیشتر حاکم بر فضای اقتصادی کشور و همچنین با توجه به فشار بیشتر تحریم‌ها در دوره دوم بازار سرمایه و کسری بیشتر بودجه دولت در این دوره، عملاً تغییرات ایجاد شده برای توسعه بازار سهام در کشور خنثی شده و شرکت‌ها در معرض فشار اقتصادی شدیدتری قرار گرفته که سبب افزایش بیشتر هزینه‌های سیاسی ناشی از رفتار مدیران خواهد شد. مطابق این استدلال‌ها و با توجه به نتایج بدست آمده در جدول (۱۰) از تخمین مدل اول برای دوره اول بازار سرمایه (۱۳۸۷-۱۳۹۳) و دوره دوم بازار سرمایه (۱۳۹۴-۱۴۰۰) و ضرایب منفی متغیر توسعه بازار سهام که به ترتیب برای نمونه دوره اول و دوره دوم به ترتیب برابر  $(-۰/۱۸۲)$  و  $(-۰/۳۶۹)$  و سطح خطا آن که برای هر دو نمونه کمتر از سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد است. می‌توان ادعا کرد که در دوره دوم (۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰) نسبت به دوره اول (۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳) توسعه بازار سهام اثر منفی بیشتری (به دلیل ضریب منفی بزرگتر) بر هزینه سیاسی ناشی از رفتار مدیران شرکت‌ها دارد. نتایج آزمون مقایسه‌ای ضرایب نیز موید آن است که سطح خطا زیر ۵ درصد بوده است بنابراین، اختلاف ضرایب در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. در نتیجه، با توجه به نتایج کسب شده برای فرضیه پنجم پژوهش دیدگاه نخست در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود. نتیجه آزمون این فرضیه، منطبق با مبانی نظری پژوهش و پژوهش انجام شده توسط کومار و یاداو (۲۰۱۹) است.

## بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش به بررسی تاثیر توسعه بازار سهام بر ابعاد سیاسی و اخلاقی رفتارهای مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. بدین منظور فرضیه‌هایی برای

بررسی این موضوع تدوین و با استفاده از اطلاعات در دسترس به تجزیه و تحلیل آن پرداخته شد. با توجه به اهمیت این بازار و ایجاد توسعه در آن، این ادعا وجود دارد که توسعه بازار سرمایه می‌تواند بر رفتارهای فرصت طلبانه مدیران اثرگذار باشد. برای این ادعا با توجه به تغییرات بازار سرمایه در کشور این استدلال وجود دارد که در دوره دوم بازار سهام نسبت به دوره اول، این انتظار وجود دارد که به دلیل ارتقا شفافیت و ایجاد مکانیزم‌های نظارتی مانند کمیته حسابرسی، توسعه حسابرسی داخلی، ایجاد محدودیت دوره تصدی حسابرس، ایجاد الزامات افشای بیشتر توسط بورس اوراق بهادار تهران، افزایش حمایت دولت و ارتقا سازوکارهای راهبری شرکتهای سبب کاهش رفتارهای فرصت طلبانه مدیران شامل رفتارهای خوشبینانه، کوتاه‌بینانه، مدیریت سود و رفتار نمایندگی در شرکت‌ها شود. مطابق با این استدلال‌ها، نتایج نشان داد که در میان رفتارهای فرصت طلبانه مدیران، رفتارهای خوشبینانه، نمایندگی و مدیریت سود تحت تاثیر توسعه بازار سهام در دوره دوم بازار سرمایه نسبت به دوره اول کاهش بیشتری می‌یابند و تحت تاثیر، اثر افزایشی توسعه بازار سهام هستند. نتایج بدست آمده منطبق با مبانی نظری پژوهش و پژوهش انجام شده توسط چن و شن (۲۰۲۰) است. از سوی دیگر، نتایج مویده آن است رفتار کوتاه‌بینانه مدیران تحت تاثیر توسعه بازار سهام در دوره دوم بازار سرمایه نسبت به دوره اول قرار نگرفت.

از سوی دیگر، در ارتباط با اثر توسعه بازار سهام بر هزینه‌های سیاسی ناشی از رفتار مدیران دو دیدگاه رقیب وجود دارد در دیدگاه نخست این ادعا مطرح است که در دوره دوم به دلیل افزایش سطح نظارت، ارتقا شفافیت و افزایش حمایت دولت در جهت ایجاد شکوفایی در این بازار، سطح هزینه‌های سیاسی ناشی از رفتار مدیران کاهش یابد. اما، دیدگاه دوم ادعا می‌کند که به دلیل وجود تنش‌های سیاسی بیشتر حاکم بر فضای اقتصادی کشور و همچنین با توجه به فشار بیشتر تحریم‌ها در دوره دوم بازار سرمایه و کسری بیشتر بودجه دولت در این دوره، عملاً تغییرات ایجاد شده برای توسعه بازار سهام در کشور خنثی شده و شرکت‌ها در معرض فشار اقتصادی شدیدتری قرار گرفته که سبب افزایش بیشتر هزینه‌های سیاسی ناشی از رفتار مدیران خواهد شد. مطابق با این استدلال‌ها نتایج بیانگر تایید دیدگاه نخست است و نشان دهنده آن است که هزینه سیاسی ناشی از رفتار مدیران تحت تاثیر توسعه بازار سهام در دوره دوم بازار سرمایه نسبت به دوره اول کاهش بیشتری می‌یابد و تحت تاثیر، اثر افزایشی توسعه بازار سهام بوده است. نتایج بدست آمده منطبق با مبانی نظری پژوهش و پژوهش انجام شده توسط کومار و یاداو (۲۰۱۹) است.

## پیشنهادها و محدودیت‌ها

با توجه به نتایج پژوهش، که نشان دهنده اثر مثبت توسعه بازار سهام بر کاهش رفتارهای فرصت طلبانه مدیران است به سیاست‌گذاران اقتصادی کشور توصیه می‌شود تا به توسعه بازار سهام توجه جدی داشته باشند و با کنترل متغیرهای اقتصاد کلان و کاهش اثر سیاست‌زدگی اقتصاد کشور، زمینه‌های توسعه بیشتر بازار سهام را بوجود آورند و از دستکاری دستوری بازار که اثر منفی بر توسعه بازار سهام و آسیب جدی به اعتماد فعالان بازار است، اجتناب کنند. همچنین، به مالکان و مدیران که نقش مهمی در تصمیم‌گیری‌های انجام شده در شرکت‌های بورسی دارند، توصیه می‌شود در برابر قوانین و مقرراتی که سبب افزایش و ارتقا شفافیت شده و در نهایت موجب توسعه بازار سهام می‌گردد، مقاومت کمتری از خود نشان داده و تنها به دوره تصدی کوتاه‌مدت خود توجه نکنند، چرا که با توسعه بازار سهام در بلندمدت کل جامعه ذینفع این توسعه خواهند بود. افزون بر این، به قانون‌گذاران و تدوین‌کنندگان سیاست‌های مالی توصیه می‌شود تا با حمایت بازارهای مالی و همچنین بازار سرمایه از بروز اختلال و عدم ثبات در آن جلوگیری نمایند و قوانین را در جهت افزایش توسعه بازار سهام در جهت به موقع بودن و ارتقا شفافیت وضع کنند و سبب ایجاد انگیزه برای شرکت‌ها به منظور اتخاذ تصمیمات و استراتژی‌های بلندمدت شوند تا با توسعه بازار سهام امکان جذب سرمایه‌گذاری خارجی بالاتر در جهت رشد و توسعه اقتصاد کشور فراهم شود. از سوی دیگر، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در تصمیم‌گیری در جهت ورود به بازارهای سرمایه در کشورهای مختلف و انجام سرمایه‌گذاری خارجی، به میزان توسعه یافتگی بازار سهام توجه کنند چرا که این توسعه یافتگی بازار با ارتقا شفافیت سبب کاهش هزینه‌های سرمایه‌گذاران شده و از منافع سرمایه‌گذاران در برابر سؤاستفاده‌های احتمالی صیانت می‌کند. همچنین، محدودیتی در انجام این پژوهش وجود داشت که شامل اندازه‌گیری متغیر رفتار کوتاه‌بینانه مدیران است این متغیر مستلزم بررسی دقیق متن صورت‌های مالی و گزارش هیات مدیره برای هزینه‌های تحقیق و توسعه در دوره ۱۴ ساله پژوهش بوده است، که محدودیتی برای انتخاب نمونه بزرگتر بوده است.

## یادداشت‌ها

پژوهش حاضر با حمایت مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شرق به انجام رسیده و کلیه حقوق آن مربوط به این دانشگاه است.

## منابع

- افلاطونی، عباس. (۱۳۹۲). تجزیه و تحلیل آماری با *Eviews* در پژوهش‌های حسابداری و مدیریت مالی، چاپ اول، تهران، انتشارات ترمه.
- امیری، اسماعیل؛ خدای پور، احمد و کامیابی، یحیی. (۱۳۹۷). اثر رفتارهای کوتاه‌بینی و خوش‌بینانه مدیریت بر شفافیت اطلاعات مالی، پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، ۷(۱۳)، صص ۱۴۱-۱۷۷.
- صالحی، اله کرم؛ موسوی، روح‌الله و مرادی، محمد. (۱۳۹۶). تاثیر خوشبینی مدیریتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۰(۳۳)، صص ۶۵-۷۶.
- قادری، کاوه؛ قادری، صلاح‌الدین؛ قادری، سامان. (۱۳۹۷). تاثیر عامل رفتاری اطمینان بیش از حد مدیران بر اثربخشی مدیریت ریسک، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۰(۳۷)، صص ۲۴۳-۲۷۲.
- مرادی، جواد و باقری، هادی. (۱۳۹۳). بررسی مقایسه‌ای تاثیر کوتاه‌بینی مدیریت و مدیریت سود بر بازده سهام، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۱(۲)، صص ۲۲۹-۲۵۰.
- مریدی، زینب؛ فتاحی، شهرام؛ و سهیلی، کیومرث. (۱۳۹۹). تاثیر توسعه بازار سهام بر دهک‌های بالا و پایین درآمدی. راهبرد مدیریت مالی، ۸(۲۸)، ۱۱۷-۱۴۲.
- ملک‌خدایی حسونند، الهه؛ تارپوردی، یدالله و پورزمانی، زهرا. (۱۴۰۰). ررسی نقش توسعه بازار سهام بر ارتقای مفاهیم حسابداری، دانش حسابداری مالی، ۸(۳۰)، ۱۴۳-۱۷۴.
- ملک‌خدایی حسونند، الهه؛ تارپوردی، یدالله؛ پورزمانی، زهرا و جهانشاد، آریتا. (۱۴۰۰). ررسی نقش توسعه بازار سهام بر ارتقای شاخص‌های گزارشگری مالی، پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، ۱۰(۱۸)، ۲۲۷-۲۷۰.

Aflatoni, A. (2014). *Statistical Analysis with Eviews in Accounting and Financial Management Research*, First Edition, Tehran, Termeh Publications.

- Agrawalla, R. K. & Tuteja, S. K. (2007), Causality between stock markets development and economic growth: A Case Study of India, *Journal of Management Research*, 7(3), 68-158.
- Akinlo, A. E., & Akinlo, O. O. (2009). Stock market development and economic growth: Evidence from seven sub-Sahara African countries, *Journal of Economics and Business*, 61, 162–171.
- Amiri, I., Khodamipour, A., and Kamyabi, Y. (2017). The effect of management's short-sighted and optimistic behavior on the transparency of financial information, *Applied research in financial reporting*, 7(13), pp. 177-141. [In Persian].
- Andrew, C. C., Shuping, C., Adam, E., and Bin ,M. (2018). Does long-term earnings guidance mitigate managerial myopia? [www.ssrn.com/abstract=2570037](http://www.ssrn.com/abstract=2570037).
- Ang, J., Cole, R., & Lin, J. (2000). Agency costs and ownership structure, *The Journal of Finance*, 55: 81-106.
- Atuilik, W, A., & Salia, H. (2018). The Importance of financial reporting to capital market development in Ghana, *Journal of Economics and International Finance*, Vol. 10(8), 89-94.
- Awad, E. & Awad, I. (2015). Economic growth and cost stickiness: evidence from Egypt. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 13(1): 119-140.
- Azam, M., Haseeb, M., Samsi, A. (2016). Stock market development and economic growth: Evidences from Asia-4 countries, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2016, 6(3), 1200-1208.
- Ben Naceur, S., & Ghazouani (2018). The relationship among financial market development and economic growth. *Research in International Business and Finance*, 21(2), 297-315.
- Chen, S. & Shen, Z. (2020). An Effective Enterprise earnings management detection model for capital market development, *Journal of Economics, Management and Trade*, 26(4): 77-91, 2020; Article no.JEMT.58568.
- Dechow, P. A., R. G. Sloan A. P. Sweeney. (1995). Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 13(1), pp.1-36.
- Golina, N. J. (2019). An examination of the stock market's effect on economic inequality. *Undergraduate Economic Review*, (1), 7-28.
- Huang, W., Jiang F., Liu, Z., and Zhang, M. (2015). Agency cost, top executives' overconfidence, and investment-cash flow sensitivity — Evidence from listed companies in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19, 261-277.

- Ibrahim, M. H. (2011). Stock market development and macroeconomic performance in Thailand, *Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics*, 2011, 22(3), 230-240.
- Ibrahim, U, A. & Mohammed, Z. (2020). Assessing the impact of capital market development on economic growth: Evidence from Nigeria, *IOSR Journal of Economics and Finance*, 11(2), 1-15.
- Kang, j and Kang, j, et al. (2017). Curbing managerial myopia: The role of managerial overconfidence in owner managed firms and professionally managed firms". Available at: <https://ssrn.com/abstract=214411۳>
- Keller, G., & Warrack, B. (2003). *Statistics for management and economics*. Pacific Grove, CA: Duxbury Press.
- Kraft. A, Rahul. V, Mohan. V. (2018). Frequent Financial Reporting and Managerial Myopia. *The Accounting Review*, 2018, 93 (2), 249-275.
- Kumar, B, G. & Yadav, I, S. (2019). Financial development and economic growth: panel evidence from BRICS, *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*. 24(47), 113-126.
- Li, J., and W. Tong. (2012). Managerial overconfidence, CEO selection and corporate investment: An empirical analysis. working paper, available at: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Lin, Y.-H., S.-Y. Hu, and M.-S. Chen. (2005). Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13 (5): 523-546.
- Malek Khodaei, E., Tarivardi, Y., and Pourzmani, Z. (2021). A review of the role of stock market development on improving accounting concepts, *Financial Accounting Knowledge*, 8(30), 143-174. [In Persian].
- Malek Khodaei, E., Tarivardi, Y., Pourzmani, Z., and Jahanshad, A. (2021). A review of the role of stock market development on improving financial reporting indicators, *applied research in financial reporting*, 10(18), 227-270. [In Persian].
- Moradi, J., and Bagheri, H. (2013). A comparative study of the impact of management short-sightedness and profit management on stock returns, *Accounting and Auditing Reviews*, 21(2), pp. 229-250. [In Persian].
- Muridi, Z., Fattahi, Sh., and Soheili, K. (2021). The impact of stock market development on the upper and lower income deciles. *Financial Management Strategy*, 8(28), 117-142. [In Persian].
- Nagar, N., & Sen, K. (2018). Earnings management strategies during financial distress". *Indian Institute of Management*, 1-42.
- Nuchjaree, P. (2012). The Determinants of sticky cost behavior on



- political costs, agency costs and corporate governance perspectives, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Pan, L., & Mishra, V. (2018). Stock market development and economic growth: Empirical evidence from China. *Economic Modelling*, 68, 661-673.
- Qadri, K., Qadri, S., Qadri, S. (2017). The effect of the behavioral factor of managers' overconfidence on the effectiveness of risk management, *Financial Accounting and Audit Research*, 10(37), pp. 272-243.
- Richard, K, A., & Prince, D, F. (2020). Dynamic relation between macroeconomic variable, stock market returns and stock market development in Ghana. *Int J Fin Econ*. 2020;1-10, [wileyonlinelibrary.com/journal/ijfe](http://wileyonlinelibrary.com/journal/ijfe). DOI: 10.1002/ijfe.1925.
- Salehi, A., Mousavi, R., and Moradi, M. (2016). The effect of managerial optimism on the sensitivity of investment to cash flow, *financial knowledge of securities analysis*, 10(33), pp. 65-76. [In Persian].
- Tinga, I. W. K., H. H. Leanb, Q. L. Kwehc, and N. A. Azizand. (2016). Impact of managerial overconfidence and government intervention on firm leverage decision: A MARS model approach. *Institutions and Economies* 8(3): 85-104.
- Umar, B. (2022). Impact of capital market performance on economic growth: An assessment from Nigeria, *Journal of Global Social Sciences*, 3(11), DOI:<https://doi.org/10.31039/jgss.v3i11.88>.