




The Effect of Investors' Destructive Behaviors on the Managers' Myopia

Ali Tamoradi 

Lecture, Department of Accounting, Faculty of Accounting, Payame Noor University, Ramhormoz, Iran. E-mail: tamoradi001@pnu.ac.ir

Reza Rostaminia * 

*Corresponding Author, Assistant Prof., Department of Accounting, Faculty of Accounting, Shoushtar Branch, Islamic Azad University, Shoushtar, Iran. E-mail: r.rostaminia@iau-shoushtar.ac.ir

Zainab Rezaee 

Assistant Prof., Department of Accounting, Faculty of Accounting, Shoushtar Branch, Islamic Azad University, Shoushtar, Iran. E-mail: z.rezaee@iau-shoushtar.ac.ir

Amin Noshadi 

Assistant Prof., Department of Accounting, Faculty of Accounting, Ahvaz Branch, Islamic Azad University, Ahvaz, Iran. E-mail: noshadi@iau-ahvaz.ac.ir

Abstract

Objective: Investors' behavioral patterns are among the important and new concepts focused on by many academic researchers and analysts of behavioral finance in recent years. It emphasizes that the investors' decisions and their destructive behavior could be affected by other investors' attitudes, feelings, emotions, and decisions. The investors' destructive behavior affects managers' decision-making because they would change the financial policies of the companies to meet the investors' expectations. Therefore, the current study is aimed at investigating the impact of investors' destructive behavior on managers' myopia in companies listed on the Tehran Stock Exchange. For this purpose, the effects of three destructive behaviors of investors, including myopic, emotional, and herd behaviors on the managers' myopia were investigated.

Methods: The required data were collected from the financial information of 140 companies admitted to the Tehran Stock Exchange in 10 years (i.e., their financial statement information from the Iranian calendar year of 1390 to 1399). To test the hypotheses of the research, logistic regression models were used by applying the pooled data method.

Results: The findings from testing research hypotheses indicate that in Tehran Stock Exchange, investors' myopic, emotional, and collective behaviors have a positive and significant impact on the managers' myopia. It can be implied that with the increase in the investors' destructive behavior (investors' myopic, emotional, and herd behaviors), the managers' myopia is also intensified.

Conclusion: The results of the research demonstrate that the investors' short-sightedness and their looking for short-term profits, put pressure on managers and consequently the managers' myopia increases. Also, the investors' emotional and herd behavior put pressure on managers to reduce costs that have long-term benefits and profitability to increase the short-term ones. Therefore, the behavioral tendencies of the company managers would be influenced by those of the investors and in response to their destructive behaviors. It means that, instead of focusing on long-term goals and plans for the company, managers focus on short-term goals and make short-term decisions to earn short-term profit. Managers who make myopic decisions to increase the current earnings in a short period to meet their investors' expectations, do not pay attention to the future interests and it would have negative effects on the financial structure and the performance of the company. It is because reducing the marketing, research, and development costs in the current competitive market can lead to a decrease in the competitiveness of the companies in the long term.

Keywords: Investors' myopic behavior, Investors' emotional behavior, Investors' herding behavior, Managers' myopia.

Citation: Tamoradi, Ali; Rostaminia, Reza; Rezaee, Zainab & Noshadi, Amin (2023). The Effect of Investors' Destructive Behaviors on the Managers' Myopia. *Financial Research Journal*, 25(1), 127-151. <https://doi.org/10.22059/FRJ.2022.342181.1007326> (in Persian)

Financial Research Journal, 2023, Vol. 25, No.1, pp. 127-151
Published by University of Tehran, Faculty of Management
<https://doi.org/10.22059/FRJ.2022.342181.1007326>
Article Type: Research Paper
© Authors

Received: May 07, 2022
Received in revised form: November 20, 2022
Accepted: November 20, 2022
Published online: April 19, 2023



تأثیر رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران بر کوتاه‌بینی مدیران

علی تامرادی

مربی، گروه حسابداری، دانشکده حسابداری، دانشگاه پیام نور، مرکز رامهرمز، ایران. رایانامه: tamoradi001@pnu.ac.ir

رضا رستمی‌نیا*

* نویسنده مسئول، استادیار، گروه حسابداری، دانشکده حسابداری، واحد شوشتر، دانشگاه آزاد اسلامی، شوشتر، ایران. رایانامه: r.rostaminia@iau-shoushtar.ac.ir

زینب رضائی

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده حسابداری، واحد شوشتر، دانشگاه آزاد اسلامی، شوشتر، ایران. رایانامه: z.rezaee@iau-shoushtar.ac.ir

امین نوشادی

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده حسابداری، واحد اهواز، دانشگاه آزاد اسلامی، اهواز، ایران. رایانامه: noshadi@iau-ahvaz.ac.ir

چکیده

هدف: الگوهای رفتاری سرمایه‌گذاران از مباحث مهم و جدیدی است که در سال‌های اخیر، در حوزه مالی رفتاری در کانون توجه بسیاری از پژوهشگران قرار گرفته است. تأکید مالی رفتاری بر آن است که تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران، از رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران نشئت گرفته است که ریشه آن، نگرش، احساسات، هیجان‌ها و پیروی از تصمیم‌های سایر سرمایه‌گذاران است. از سوی دیگر، رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران، ممکن است تصمیم‌گیری مدیران را تحت تأثیر قرار دهد. از این رو، پژوهش حاضر با هدف بررسی تأثیر رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران بر کوتاه‌بینی مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته است. به این منظور، تأثیر سه رفتار مخرب سرمایه‌گذاران، یعنی رفتار کوتاه‌بینانه، رفتار احساسی و رفتار توده‌واری آن‌ها بر کوتاه‌بینی مدیران بررسی شده است.

روش: اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیه پژوهش، از صورت‌های مالی ۱۴۰ شرکت، طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ جمع‌آوری شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از مدل‌های رگرسیون لجستیک به‌روش داده‌های تلفیقی استفاده شده است.

یافته‌ها: یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش بیانگر آن است که رفتار کوتاه‌بینانه سرمایه‌گذاران، رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و رفتار توده‌واری سرمایه‌گذاران، بر کوتاه‌بینی مدیران تأثیر مثبت و معناداری دارد.

نتیجه‌گیری: نتایج پژوهش بیانگر آن است که گرایش‌های رفتاری مدیران شرکت‌ها، تحت تأثیر گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران قرار خواهد گرفت و مدیران در واکنش به رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران، به‌جای آنکه بر اهداف و برنامه‌ریزی‌های بلندمدت برای شرکت تمرکز کنند، بر اهداف کوتاه‌مدت متمرکز می‌شوند و تصمیم‌گیری‌های کوتاه‌بینانه اتخاذ خواهند کرد.

کلیدواژه‌ها: رفتار کوتاه‌بینانه سرمایه‌گذاران، رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، رفتار توده‌واری سرمایه‌گذاران، کوتاه‌بینی مدیران.

استناد: تامرادی، علی؛ رستمی‌نیا، رضا؛ رضائی، زینب و نوشادی، امین (۱۴۰۲). تأثیر رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران بر کوتاه‌بینی مدیران. *تحقیقات مالی*، ۲۵(۱)، ۱۲۷-۱۵۱.

مقدمه

رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه از موضوعات بسیار مهمی است که در سال‌های اخیر، پژوهشگران سراسر دنیا مطالعات زیادی در زمینه درک رفتار سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری پرداختند (ژاویر و ماچادو^۱، ۲۰۱۷؛ بساریر و یلماز^۲، ۲۰۱۹). بر اساس نظریه‌های مالی کلاسیک، سرمایه‌گذاران (نظریه‌های سنتی) در بازار سرمایه، هنگام تصمیم‌گیری کلیه جوانب را در نظر می‌گیرند و به‌صورت کاملاً عقلایی به دنبال حداکثر کردن منافع خویش هستند (کائو، لی، کودیک و گائو^۳، ۲۰۲۲). در واقع نظریه‌های مالی کلاسیک، بر پایه فرض رفتار کاملاً عقلایی و منفعت‌طلبی کامل سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری بنا شده است (ورور^۴، ۲۰۲۰)؛ اما به‌دلیل ناتوانایی نظریه‌های مالی کلاسیک در تبیین برخی ناهنجاری‌های مشاهده شده در بازار سرمایه، به‌دلیل بی‌توجهی به گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران، نظریه‌های مالی نئوکلاسیک (نظریه‌های رفتاری) حاکمیت یافت (داسگوپتا و چاتوپادهای^۵، ۲۰۲۰). نظریه‌های مالی نئوکلاسیک بر خلاف نظریه‌های مالی کلاسیک، بر پایه فرض رفتار غیرعقلایی و منفعت‌طلبی محدود سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری بنا شده است (چیاته^۶، ۲۰۲۰).

نظریه‌های مالی نئوکلاسیک با تمرکز بر گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران، نشان می‌دهد که همه سرمایه‌گذاران کاملاً عقلایی و منطقی نیستند و ممکن است با درگیر کردن احساسات و تصورات ذهنی در فرایند تصمیم‌گیری، بازارهای مالی و تصمیم‌گیری مدیران را تحت تأثیر قرار دهند (لئو^۷، ۲۰۲۲). گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران، نشئت‌گرفته از رفتارهای مخربی هستند که ممکن است کارایی بازار سرمایه را با چالش مواجه کنند (چنگ و لیو^۸، ۲۰۲۱). به اعتقاد دکروتیا و هورست^۹ (۲۰۱۸) در گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران، سه رفتار مخرب بسیار مهم و شایان توجه است که عبارت‌اند از: رفتار کوتاه‌بینانه سرمایه‌گذاران، رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و رفتار توده‌واری سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری که ممکن است موجب تصمیم‌گیری کوتاه‌بینانه مدیران شود. به اعتقاد لی^{۱۰} (۲۰۱۹) کوتاه‌بینی مدیران را می‌توان تمایل به افزایش قیمت سهام شرکت، با افزایش و متورم نمودن سودآوری شرکت یا کاهش هزینه‌های جاری تعریف کرد. به بیان دیگر کوتاه‌بینی مدیران، به‌معنای اقدامات عمدی مدیران جهت افزایش سودآوری شرکت و همچنین، کاهش فعالیت‌های تحقیق و توسعه و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت است (چن، لین و یانگ^{۱۱}، ۲۰۱۵؛ آنجوس و کانگب^{۱۲}، ۲۰۱۷). کوتاه‌بینی مدیران، موجب تحت تأثیر قرار گرفتن تصمیم‌های راهبردی شرکت‌ها می‌شود و می‌تواند تأثیرهای مخربی بر

1. Xavier & Machado
2. Başarir & Yilmaz
3. Cao, Li, Koedijk & Gao
4. Vurur
5. Dasgupta and Chattopadhyay
6. Chaiyuth
7. Luo et al
8. Cheng & Liu
9. Docherty & Hurst
10. Li
11. Chen, Lin & Yang
12. Anjos & Kangb

عملکرد بلندمدت شرکت‌ها بگذارد؛ چرا که مدیران کوتاه‌بین با اتخاذ تصمیم‌های کوتاه‌بینانه، منافع اندک و کوتاه‌مدت را فدای عملکرد بلندمدت کرده و در بلندمدت استمرار فعالیت شرکت را با چالش مواجه کنند (لیوسکوئی، فن، رایمار و ویزمن^۱، ۲۰۱۴؛ ریج، کرن و وایت^۲، ۲۰۱۴؛ هولدر، پتکوویچ و مور^۳، ۲۰۱۶).

پژوهش‌های زیادی در حیطه گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران از جمله، پژوهش‌های جمشیدی و قالیباف اصل (۱۳۹۷)، وارث، آرین، آریانایکتا و بناءزاده (۱۳۹۹) و نایب‌محسنی، خلیفه سلطانی و حجازی (۱۴۰۰) صورت گرفته است. همچنین پژوهش‌های پیشین، تأثیر عوامل مختلف از جمله کیفیت گزارشگری مالی (کرافت، راهول و موهان^۴، ۲۰۱۹)، کیفیت کنترل‌های داخلی (جی^۵، ۲۰۲۰)، حاکمیت شرکتی (پاتاناپورن، اونگساکول و جیراپورن^۶، ۲۰۲۲)، شاخص‌های کیفیت حسابرسی، محیط رقابتی و راهبری شرکتی (هاشمی تپله نوئی و نیک‌کار، ۱۴۰۰) را به‌عنوان عوامل تعیین‌کننده کوتاه‌بینی مدیران بررسی کرده‌اند؛ اما به تأثیر رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران بر کوتاه‌بینی مدیران در ادبیات پژوهشی کمتر توجه شده است. از این رو با توجه به شکاف پژوهشی در این حوزه، پژوهش حاضر به دنبال پاسخ به این پرسش است که آیا گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بر کوتاه‌بینی مدیران شرکت‌ها تأثیر دارد؟ اگر چنین است، این تأثیر مثبت است یا منفی؟ به این منظور تأثیر سه گرایش رفتاری سرمایه‌گذاران (کوتاه‌بینانه، احساسی و توده‌واری) بر کوتاه‌بینی مدیران شرکت‌ها بررسی می‌شود. بررسی این موضوع می‌تواند اطلاعات سودمندتری در مقایسه با پژوهش‌های پیشین در اختیار سرمایه‌گذاران و تحلیلگران جهت تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری قرار دهد؛ چراکه بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های اخیر با نوسان‌های زیادی همراه بوده است و می‌توان یکی از دلایل آن را تصمیم‌های ناشی از کوتاه‌بینی سرمایه‌گذاران و کوتاه‌بینی مدیران دانست. گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران به دلیل تأثیری که بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌گذارد، ممکن است رفتار مدیریت شرکت‌ها در اتخاذ سیاست‌های مالی شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد و اینکه این موضوع، تاکنون در بورس اوراق بهادار تهران مورد توجه قرار نگرفته است. از سوی دیگر نتایج این پژوهش می‌تواند موجب بسط مبانی نظری متون مرتبط با کوتاه‌بینی سرمایه‌گذاران و مدیران شود. همچنین نتایج پژوهش حاضر می‌تواند ایده‌های جدیدی برای انجام پژوهش‌های دیگر در حوزه مالی و حسابداری پیشنهاد کند.

در ادامه پژوهش، مبانی نظری از دیدگاه پژوهشگران مختلف برای پشتوانه فرضیه‌های پژوهش ارائه خواهد شد. در بخش بعد، پیشینه‌های خارجی و داخلی پیرامون موضوع پژوهش مرور می‌شود. سپس فرضیه‌های پژوهش، روش‌شناسی پژوهش، مدل آزمون فرضیه‌ها و تعریف عملیاتی متغیرهای مورد استفاده در مدل پژوهش، آمار توصیفی و آزمون فرضیه آماری ارائه می‌شود. در انتها نیز نتیجه‌گیری و پیشنهادهای پژوهش بیان خواهد شد.

1. Levesque, Phan, Raymar & Waisman
2. Ridge, Kern & White
3. Holder, Petkevich & Moore
4. Kraft, Rahul & Mohan
5. Ji
6. Pattanaporn, Ongsakul & Jiraporn

مبانی نظری پژوهش

رفتار کوتاه‌بینانه سرمایه‌گذاران و کوتاه‌بینی مدیران

بر اساس تئوری مالی رفتاری سرمایه‌گذاران به دو گروه سرمایه‌گذاران دوربین و سرمایه‌گذاران کوتاه‌بین تقسیم می‌شوند (ویلسون^۱، ۲۰۰۸؛ ارنستبرگر، لینک، استیچ و ووگلر^۲، ۲۰۱۷). سرمایه‌گذاران دوربین افق دید بلندمدتی دارند و به ارزش ذاتی سهام توجه می‌کنند. در نقطه مقابل، سرمایه‌گذاران کوتاه‌بین افق دید کوتاه‌مدتی دارند و بر عایدات جاری در مقابل ارزش ذاتی سهام تمرکز می‌کنند (دیرین، کیسکس و تسمار^۳، ۲۰۱۳؛ دیوان^۴، ۲۰۱۹). سرمایه‌گذاران کوتاه‌بین در بازار سهام، عایدات کوتاه‌مدت مورد انتظار را با ارزش بیش‌ازحد و عایدات بلندمدت را با ارزش کمتر از حد، برآورد می‌کنند؛ از این رو چنین سرمایه‌گذارانی بر مبنای عملکرد کوتاه‌مدت شرکت تصمیم‌گیری می‌کنند (منصور، چه احمد، زالاکیب و عثمان^۵، ۲۰۱۳). ادبیات پژوهشی در حوزه مالی رفتاری نشان می‌دهد که افق دید سرمایه‌گذاران، سیاست‌های مالی شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

از آنجایی که ارزش بازار شرکت‌های قیمت‌گذاری شده به‌شیوه کوتاه‌بینانه، بیشتر به عایدات کوتاه‌مدت مورد انتظار بستگی دارد، ممکن است کوتاه‌بینی سرمایه‌گذاران روی تصمیم‌ها و سیاست‌های مالی مدیران شرکت‌ها تأثیر داشته باشد؛ زیرا سرمایه‌گذاران دارای افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، در صورتی که در کوتاه‌مدت به عایدات مورد انتظار خود نرسند، با فروش سهام خود موجب کاهش ارزش موقت در قیمت سهام شرکت شوند (جیسپر، فردریک و دنیز^۶، ۲۰۱۸)؛ به همین دلیل، مدیران عایدات کوتاه‌مدت مورد انتظار را از طریق روش‌هایی مانند مدیریت سود افزایش می‌دهند و عایدات بلندمدت مورد انتظار در بلندمدت کاهش پیدا می‌کند (دکروتیا و هورست، ۲۰۱۶). گراهام، هاروی و راجگوپال^۷ (۲۰۰۵) اعتقاد دارند که مدیران شرکت‌ها در پاسخ به انتظارات سرمایه‌گذاران دارای افق دید کوتاه‌مدت، برای افزایش سودآوری در فشارند؛ به همین دلیل مدیران برای برآورده کردن انتظارات این سرمایه‌گذاران، صرفاً در کوتاه‌مدت از طریق کاهش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری‌های آتی و فعالیت‌هایی که در سال‌های ابتدایی صرفاً دارای هزینه بوده و در بلندمدت آثار آن مشخص می‌شود، بدون توجه به سودآوری بلندمدت، به‌صورت مقطعی و کوتاه‌مدت سودآوری را افزایش می‌دهند. کریمرز، پاریک، سانتر^۸ (۲۰۲۰) نیز اعتقاد دارند که مدیران شرکت‌ها، به افق دید سرمایه‌گذاران توجه دارند و با افزایش سرمایه‌گذاران دارای افق دید کوتاه‌مدت، مدیران شرکت‌ها سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت را برای گزارش درآمدهای بیشتر در کوتاه‌مدت، کاهش می‌دهند. جاسون، مارگرت و وایت^۹ (۲۰۱۴) نیز اعتقاد دارند که مدیران برای افزایش سودآوری کوتاه‌مدت، با کاهش هزینه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت موجب افزایش قیمت سهام شرکت در کوتاه‌مدت می‌شود و

1. Wilson
2. Ernstberger, Link, Stich & Vogler
3. Derrien, Kecskés & Thesmar
4. Dewan
5. Mansor, Che-Ahmad, Zalukiab & Osman
6. Jesper, Fredrik & Dennis
7. Graham, Harvey & Rajgopal
8. Cremers, Pareek & Sautner
9. Jason, Margaret & White

مدیران از این طریق در راستای انتظارات سرمایه‌گذاران کوتاه‌بین گام برمی‌دارند. گاریل^۱ (۲۰۱۸) نیز معتقد است که مدیران در پاسخ به کوتاه‌بینی سرمایه‌گذاران با افزایش مدیریت سود و کاهش مخارج سرمایه‌گذاری آتی، در سیاست‌های مالی خود رویکرد کوتاه‌بینانه اتخاذ می‌کنند.

رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و کوتاه‌بینی مدیران

یکی از گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران که در قالب تئوری مالی رفتاری قابل بررسی است، رفتار احساسی سرمایه‌گذاران است (جینا، دیوید و سانتوس^۲، ۲۰۱۹). رفتار احساسی سرمایه‌گذاران که نتیجه رفتار غیرمنطقی سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری است (جیانگ، لیو و سان^۳، ۲۰۲۰). رفتار احساسی سرمایه‌گذاران برای نخستین بار در پژوهش‌های کینز^۴ (۱۹۳۶) به‌طور گسترده بررسی شده است. او استدلال کرد که سرمایه‌گذاران بازار سرمایه، به‌جای توجه به ارزش بنیادی شرکت بر اساس ادراک خویش به تبعیت از دیگر سرمایه‌گذاران، به‌صورت غیرمنطقی که از آن به رفتار احساسی تعبیر می‌شود، تصمیم‌گیری می‌کنند (کیم، ها و لوپاتا^۵، ۲۰۱۶). در واقع همه تصمیم‌های سرمایه‌گذاران بر تحلیل و منطق مبتنی نیست؛ زیرا برخی تصمیم‌های سرمایه‌گذاران، در بروز ادراک و احساسات سرمایه‌گذاران ریشه دارد (منصور و همکاران، ۲۰۱۳؛ ایدمنس، هاینله و هوانگ^۶، ۲۰۱۷) و هنگامی که سرمایه‌گذاران در فرایند تصمیم‌گیری دچار احساسات می‌شوند، در طیف تصمیم‌گیری از عقلانیت فاصله گرفته و به‌سمت احساسات متمایل شده که نتیجه آن اتخاذ تصمیمات مبتنی بر احساسات است (کارسلو، نیل و شیپمن^۷، ۲۰۱۴). نتایج پژوهش‌های مالی رفتاری، نشان داده است که احساسات فردی و ساختار یافته سرمایه‌گذاران در سطح وسیع تأثیر بااهمیتی بر سیاست‌های مالی و تصمیم‌گیری‌های مدیران شرکت‌ها دارد (لیستون^۸، ۲۰۱۶). در دوره‌هایی که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بیشتر است، مدیران برای افزایش جذابیت شرکت، تصمیم‌های کوتاه‌بینانه اتخاذ می‌کنند تا از این طریق قیمت سهام را به‌صورت موقت بالا ببرند (سن، لو و یانگ^۹، ۲۰۱۲؛ سیمپسون^{۱۰}، ۲۰۱۳؛ پارک^{۱۱}، ۲۰۱۸). در همین راستا سوک^{۱۲} (۲۰۱۳) معتقد است که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران محرکی برای دستکاری سود توسط مدیران شرکت‌هاست و مدیران می‌توانند با شناسایی سریع‌تر درآمدها از طریق فروش تعهدی یا منظور نمودن هزینه‌های یک دوره به‌عنوان دارایی‌ها، موجب کاهش هزینه‌های در طی دوره مالی و گزارش بیشتر سود در صورت‌های مالی می‌شوند. میراندا، ماچادو و ماسدو^{۱۳} (۲۰۱۸) معتقدند که مدیران برای ارائه

1. Garel
2. Jenna, David & Santhosh
3. Jiang, Liu & Sun
4. Keynes
5. Kim, Ha & Lopatta
6. Edmans, Heinle & Huang
7. Carcello, Neal & Shipman
8. Liston
9. Cen, Lu & Yang
10. Simpson
11. Park
12. Suk
13. Miranda, Machado & Macedo

تصویر بهتر از عملکرد واحد تجاری در دوره جاری برای برآورده کردن انتظارات سرمایه‌گذاران احساسی، تصمیم‌گیری‌های کوتاه‌بینانه اتخاذ می‌کنند (میراندا و همکاران، ۲۰۱۸).

رفتار توده‌واری سرمایه‌گذاران و کوتاه‌بینی مدیران

رفتار توده‌وار عبارت است از پذیرش ریسک فراوان بدون اطلاعات کافی و به عبارتی می‌توان آن را قصد و نیت آشکار سرمایه‌گذاران جهت تکرار کردن رفتار سایر سرمایه‌گذاران تعریف کرد (اوسنی و اولانروجو^۱، ۲۰۱۷). به بیان دیگر رفتار توده‌وار به رفتار مجموعه‌ای از افراد گفته می‌شود که بدون هماهنگی با یکدیگر، رفتاری شبیه به هم از خود نشان می‌دهند (یائو، ما و هی^۲، ۲۰۱۴). رفتار توده‌وار زمانی در بازار سرمایه رخ می‌دهد که سرمایه‌گذاران اقدام‌های خود را از سرمایه‌گذاران دیگر تقلید کنند (ژو و اندرسون^۳، ۲۰۱۳؛ کیم و لاپورتا^۴، ۲۰۱۶). چانگ و شین^۵ (۲۰۱۵) معتقدند که رفتار جمعی، به‌عنوان یکی از موضوعات مهم مورد بحث در پارادایم مالی رفتاری، وضعیتی را تبیین می‌کند که سرمایه‌گذاران در یک دوره زمانی مشخص، معاملات یکنواخت و هم‌جهتی را انجام می‌دهند؛ یعنی گروه وسیعی از سرمایه‌گذاران در زمان مشابه، در جهت مشابه معامله می‌کنند و همین امر باعث می‌شود که همه سرمایه‌گذاران در آن برهه زمانی به‌دنبال سود متناسب با انتظارات خود باشند (چانگ و شین، ۲۰۱۵).

رفتار توده‌وار زمانی در بازار سرمایه رخ می‌دهد که سرمایه‌گذاران به گونه‌ای عمل کنند که اقدام‌های خود را از دیگر سرمایه‌گذاران تقلید کنند تا سودی مشابه دیگر سرمایه‌گذاران به‌دست آورند (ویرا و پیرا^۶، ۲۰۱۵؛ ژانگ، لی و لیو^۷، ۲۰۲۰). نوامی^۸ (۲۰۱۸) معتقد است که رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران، موجب کاهش سرمایه‌گذاری بلندمدت شرکت‌ها می‌شود. همچنین قسیم^۹ (۲۰۱۹) اعتقاد دارد که رفتار توده‌واری سرمایه‌گذاران سیاست‌های سرمایه‌گذاری اتخاذ شده توسط مدیران شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد و مدیران شرکت‌ها، برای برآورده کردن انتظارات سرمایه‌گذارانی که به رفتاری توده‌وار گرایش دارند، مدیریت سود را افزایش می‌دهند و سرمایه‌گذاری‌های متناسب با اهداف بلندمدت انجام نمی‌دهند؛ به همین دلیل فعالیت شرکت‌ها در بلندمدت با شکست مواجه خواهد شد. ادم و ساری اوغلو^{۱۰} (۲۰۲۰) نیز معتقدند که مدیران در پاسخ به رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران، تصمیم‌گیری‌های کوتاه‌بینانه اتخاذ می‌کنند و با افزایش مدیریت سود و کاهش مخارج سرمایه‌گذاری‌های آتی، به گرایش رفتاری توده‌وار سرمایه‌گذاران پاسخ خواهند داد. به اعتقاد راهویا و همکاران^{۱۱} (۲۰۲۱)، مدیران در کوتاه‌مدت توقعات سرمایه‌گذاران توده‌وار را به‌خوبی برآورده می‌کنند؛ ولی

1. Oseni & Olanrewaju
2. Yao, Ma & He
3. Zhou & Anderson
4. Kim & Lopatta
5. Chang & Shih
6. Vieira & Pereira
7. Zhang, Lee & Liu
8. Naomi
9. Qasim
10. Adem & Sarıoğlu
11. Rahayu et al

چنین شرکت‌هایی در بلندمدت، به دلیل توجه بیش از اندازه به عملکرد کوتاه‌مدت، در فعالیت‌های خود موفق نخواهند بود و استمرار فعالیت شرکت را با مخاطره مواجه خواهد نمود.

پیشینه پژوهش

سانتانا، سانتوس و جونیر^۱ (۲۰۲۰) در مطالعه‌ای تأثیر تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران بر مدیریت سود شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. به این منظور از اطلاعات صورت‌های مالی ۲۹۰ شرکت بازار سرمایه کشور برزیل طی دوره مالی سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۶ استفاده شد. یافته‌های حاصل از آزمون مدل‌های پژوهش نشان می‌دهد که تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران، به‌عنوان یکی از گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران، تأثیر معنادار و مثبت بر مدیریت سود شرکت‌ها دارد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت و اهرم مالی تأثیر معنادار و مثبت و بازده دارایی‌ها نیز تأثیر معنادار و منفی بر مدیریت سود دارند.

گاریل (۲۰۱۸) در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر کوتاه‌بینی سرمایه‌گذاران بر کوتاه‌بینی مدیران را با استفاده از اطلاعات ۲۰۲۸ سال - شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ۲۰ کشور جهان، طی سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۴ پرداخت. یافته‌های حاصل از آزمون مدل‌های پژوهش نشان می‌دهد که کوتاه‌بینی سرمایه‌گذاران بر کوتاه‌بینی مدیران تأثیر مثبت معناداری دارد.

بانسل و گاریل^۲ (۲۰۱۷) در مطالعه‌ای تأثیر قیمت‌گذاری کوتاه‌بینانه توسط سرمایه‌گذاران بر کوتاه‌بینی مدیران را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش از اطلاعات ۵۴۰ شرکت بین‌المللی طی سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۴ استفاده شد. یافته‌های حاصل از آزمون مدل‌های پژوهش نشان می‌دهد که قیمت‌گذاری کوتاه‌بینانه توسط سرمایه‌گذاران بر بازده غیرعادی سهام در کوتاه‌مدت تأثیر مثبت معناداری دارد و کوتاه‌بینی سرمایه‌گذاران موجب تشویق مدیران به کوتاه‌بینی می‌شود.

دل‌ریو و سانتاماریا^۳ (۲۰۱۶) در مطالعه‌ای، پدیده کوتاه‌بینی در بازار سرمایه به توجه به نوع مالکیت سرمایه‌گذاران را با استفاده از اطلاعات ۳۶۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار کشورهای انگلستان و اسپانیا طی سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۷ تحلیل کردند. یافته‌های حاصل از آزمون مدل‌های پژوهش نشان می‌دهد که مالکیت نهادی موجب کاهش نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران می‌شود.

چن و همکاران (۲۰۱۶) در مطالعه‌ای، تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را با تأکید بر نقش مالکیت نهادی بررسی کردند. در این پژوهش از اطلاعات ۹۳۲ شرکت تایوانی طی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۲ استفاده شد. یافته‌های حاصل از آزمون مدل‌های پژوهش نشان می‌دهد که کوتاه‌بینی مدیران، سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در تحقیق و توسعه را کاهش می‌دهد. همچنین مالکیت نهادی موجب تشدید کوتاه‌بینی مدیران می‌شود.

1. Santana, Santos & Júnior
2. Bancel & Garel
3. Del Rio & Santamaria

هولدن و لئونارد^۱ (۲۰۰۹) تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر سرمایه‌گذاری بلندمدت شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش از اطلاعات ۳۷۸ شرکت آمریکایی طی سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۲ استفاده شد. یافته‌های حاصل از آزمون مدل‌های پژوهش نشان می‌دهد که کوتاه‌بینی مدیران بر سرمایه‌گذاری بلندمدت شرکت‌ها تأثیر منفی معناداری دارد.

بشری‌منش و آوردی (۱۳۹۸) در مطالعه‌ای رابطه رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و مدیریت سود حسابداری را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش از اطلاعات ۹۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ استفاده شد. یافته‌های حاصل از آزمون مدل‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین متغیرهای اثر مومنتوم و صرف ارزش، از دیدگاه نسبت قیمت به سود هر سهم با مدیریت سود حسابداری رابطه مثبت معناداری است. این بدان معناست که نگرش‌های کوتاه‌مدت سهام‌داران بر مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی اختیاری تأثیر دارد. همچنین یافته‌های آزمون مدل‌های پژوهش نشان می‌دهد که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، بر مدیریت سود واقعی تأثیر نداشته است.

شمس‌الدینی، دانشی و سیدی (۱۳۹۷) در مطالعه‌ای، تأثیر رفتار سرمایه‌گذاران و مدیریت شرکت‌ها را بر بازدهی سهام، با استفاده از اطلاعات صورت‌های مالی ۷۵ شرکت از شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره مالی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که اطمینان بیش از حد مدیران، رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران و همچنین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر معنادار و منفی بر بازده سهام شرکت‌ها دارند.

دلشاد و صادقی شریف (۱۳۹۷) در مطالعه‌ای واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران را با استفاده از اطلاعات ۱۷۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ بررسی کردند. یافته‌های حاصل از آزمون مدل‌های پژوهش نشان می‌دهد که بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران واکنش معناداری نشان نداده است و کوتاه‌بینی مدیران بر بازدهی غیرعادی تأثیری معناداری ندارد.

مرادی و کشاورز (۱۳۹۵) با به‌کارگیری مدلی مبتنی بر حسابداری مازاد تمیز و با استفاده از اطلاعات ۲۵۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۱، پدیده نزدیک‌بینی در بازار سرمایه ایران را بررسی کردند. یافته‌های حاصل از آزمون مدل‌های پژوهش نشان می‌دهد که پدیده نزدیک‌بینی در بازار سرمایه ایران خودنمایی می‌کند. این عامل نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران ایرانی، برای گذشته شرکت و عایدات آتی کوتاه‌مدت آن اهمیت بیشتری قائل‌اند و کسب عایدات آتی بلندمدت را چندان مهم نمی‌دانند.

شعری آناقیز، حساس یگانه، سدیدی و نره‌ئی (۱۳۹۵) در مطالعه‌ای، رابطه تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران، حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش از اطلاعات ۱۳۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ استفاده شد. یافته‌های حاصل از آزمون مدل‌های پژوهش نشان می‌دهد که تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر معنادار و منفی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. همچنین نتایج نشان داد که حاکمیت شرکتی، با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت معناداری دارد و می‌تواند موجب تعدیل آثار منفی رابطه بین تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران و کارایی سرمایه‌گذاری شود.

حسینی‌چگنی، حقگو و رحمانی نژاد (۱۳۹۳) در مطالعه‌ای تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران را بر مبنای مدل معادلات ساختاری بررسی کردند. در این پژوهش از نظرهای ۳۸۴ سرمایه‌گذار در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۱ استفاده شد. یافته‌های حاصل از آزمون مدل‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین خوداسنادی، بهینه‌بینی، تورش‌های توان‌بنداری، کوتاه‌نگری و دیرپذیری، با تصمیم‌های اتخاذ شده سرمایه‌گذاری سهام‌داران در بورس تهران رابطه معناداری وجود دارد. همچنین یافته‌های پژوهش نشان‌دهنده از آن است که تورش رفتاری ابهام‌گریزی رابطه معناداری با تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران ندارد.

فرضیه‌های پژوهش

- فرضیه اصلی:** رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران بر کوتاه‌بینی مدیران شرکت‌ها تأثیر دارد.
- فرضیه فرعی یک:** رفتار کوتاه‌بینانه سرمایه‌گذاران بر کوتاه‌بینی مدیران شرکت‌ها تأثیر دارد.
- فرضیه فرعی دو:** رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر کوتاه‌بینی مدیران شرکت‌ها تأثیر دارد.
- فرضیه فرعی سه:** رفتار توده‌واری سرمایه‌گذاران بر کوتاه‌بینی مدیران شرکت‌ها تأثیر دارد.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر زمانی، پس‌رویدادی است؛ به این معنا که اطلاعات صورت‌های مالی سال‌های قبل (۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹) تجزیه و تحلیل شده است. در پژوهش حاضر، به منظور جمع‌آوری اطلاعات مربوط به پیشینه پژوهش و همچنین مبانی نظری و تئوری پشتیبان برای روابط متغیرهای مورد استفاده در مدل‌ها، از روش کتابخانه‌ای و اسنادکاوی استفاده شده است. سپس اطلاعات مربوط به متغیرهای مورد استفاده در مدل‌های پژوهش با جمع‌آوری از صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی شرکت‌ها نمونه و با مراجعه به پایگاه‌های اطلاع‌رسانی سازمان بورس اوراق بهادار، همچنین تارنمای رسمی شرکت‌ها و نرم‌افزار اطلاعاتی ره‌آوردنوبین جمع‌آوری اطلاعات صورت گرفته است. آماده‌سازی داده‌های پژوهش با استفاده از نرم‌افزار اکسل و تجزیه و تحلیل آماری مربوط به آزمون فرضیه‌های پژوهش، در نرم‌افزار ایویوز نسخه ۹ انجام شد.

جامعه آماری پژوهش حاضر، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، در طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ است. به دلیل حجم آماری متنوع و زیاد جامعه و همچنین، برخی ناهماهنگی‌ها بین اطلاعات و گزارشگری مالی اعضای جامعه آماری پژوهش، شرایط و محدودیت‌های زیر برای انتخاب نمونه پژوهش مدنظر قرار گرفت:

۱. شرکت‌ها جزء هلدینگ، سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بانک، بیمه و لیزینگ نباشند.
۲. اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها به‌منظور استخراج داده‌ها در دسترس باشد.
۳. شرکت‌ها باید از ابتدای سال ۱۳۹۰ تا پایان سال ۱۳۹۹ در بورس حضور داشته باشند.
۴. شرکت‌ها در طول دوره زمانی پژوهش، وقفه عملیاتی قابل ملاحظه‌ای نداشته باشند.

۵. شرکت‌ها در طول دوره زمانی مورد بررسی، یعنی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ تغییر سال مالی نداده و دوره مالی آن‌ها در هر سال به اسفند ماه (پایان برج ۱۲) باشد. در نهایت، پس از اعمال ۵ محدودیت اشاره شده در بالا، از بین جامعه آماری ۱۴۰ شرکت به صورت حذف سیستماتیک، به عنوان نمونه پژوهش انتخاب و اطلاعات آن‌ها مورد بررسی قرار گرفته است.

مدل آزمون فرضیه‌های پژوهش

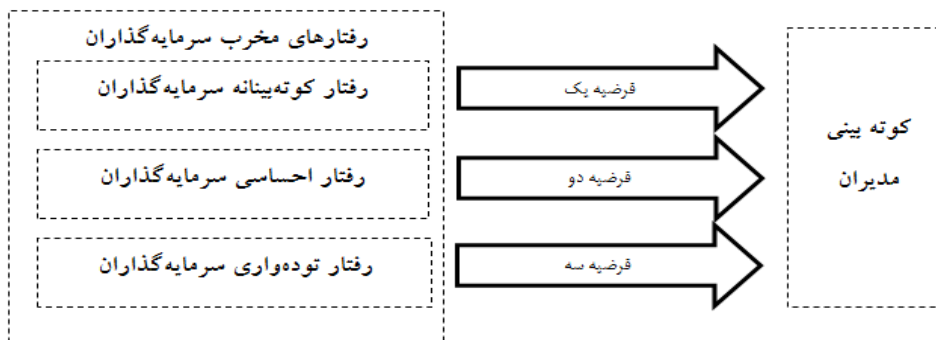
برای آزمون فرضیه‌های یک تا سه پژوهش از مدل‌های رگرسیون لجستیک ۱ تا ۳ استفاده می‌شود.

$$MM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IM_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۱)}$$

$$MM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IED_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۲)}$$

$$MM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IHB_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۳)}$$

که در مدل فوق، $MM_{i,t}$ کوتاه‌بینی مدیران شرکت i در سال t ؛ $IM_{i,t}$ رفتار کوتاه‌بینانه سرمایه‌گذاران شرکت i در سال t ؛ $IED_{i,t}$ رفتار احساسی سرمایه‌گذاران شرکت i در سال t ؛ $IHB_{i,t}$ رفتار توده‌واری سرمایه‌گذاران شرکت i در سال t ؛ $SIZE_{i,t}$ اندازه شرکت i در سال t ؛ $LEV_{i,t}$ اهرم مالی شرکت i در سال t ؛ $ROE_{i,t}$ بازده حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t است.



شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش

اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

کوتاه‌بینی مدیران (MM): برای تعیین کوتاه‌بینی مدیران، نخست باید سطح مورد انتظار سه معیار بازده دارایی‌های شرکت‌ها، هزینه بازاریابی و مخارج تحقیق و توسعه را برای هر شرکت در هر دوره زمانی برآورد نمود. به این منظور، همانند پژوهش آدرسون و هسایو^۱ (۱۹۸۲) از مدل‌های ۴ تا ۶ استفاده شد.

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

$$Mktg_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Mktg_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۵)}$$

$$R\&D_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R\&D_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۶)}$$

در این مدل‌ها ROA، Mktg و R&D به ترتیب بازده دارایی‌ها، هزینه بازاریابی، هزینه تحقیق و توسعه هستند که این متغیرها را می‌توان از یادداشت‌های توضیحی افشاشده صورت‌های مالی استخراج کرد. پس از استخراج ضرایب متغیرهای هر مدل و برآورد باقی‌مانده‌ها، مقادیر پیش‌بینی شده هر مدل با مقادیر واقعی مقایسه شده و با توجه به خطای پیش‌بینی این سه مدل، کوتاه‌بینی مدیران تعیین می‌شود؛ به این صورت که اگر در بین شرکت‌ها، شرکتی که هم‌زمان با افزایش بازده دارایی‌ها، کاهش هزینه بازاریابی و کاهش هزینه تحقیق و توسعه داشته باشد، شرکتی با مدیریت کوتاه‌بین در نظر گرفته می‌شود. در نهایت به منظور اندازه‌گیری کوتاه‌بینی مدیریت، از متغیر مجازی دو وجهی استفاده می‌شود، بدین صورت که اگر شرکت، به صورت هم‌زمان افزایش بازده دارایی‌ها، کاهش هزینه بازاریابی و کاهش هزینه تحقیق و توسعه داشته باشد، این متغیر برابر یک و در غیر این صورت، صفر خواهد بود. این متغیر مشابه پژوهش‌های داخلی مرادی و کشاورز (۱۳۹۵)، نقیبی اصفهانی و عبدلی (۱۳۹۶)، امیری، خدای‌پور و کامیابی (۱۳۹۷)، فدایی‌نژاد و دلشاد (۱۳۹۸) و حیدری فراهانی، غبور و منصورفر (۱۳۹۸) استفاده شده است.

متغیرهای مستقل

کوتاه‌بینی سرمایه‌گذاران (IM): برای اندازه‌گیری کوتاه‌بینی سرمایه‌گذاران، مشابه پژوهش دل‌ریو و سانتاماریا (۲۰۱۶) از مدل درآمد‌های باقی‌مانده اولسون (۱۹۹۵) استفاده می‌شود. بر این اساس، ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت را می‌توان براساس مدل عایدات باقی‌مانده اولسون (۱۹۹۵)، به صورت مجموع سود سهام تنزیلی مورد انتظار آن بیان کرد که با عنوان ارزش دفتری شرکت، به علاوه عایدات غیرعادی تنزیلی مورد انتظار آن بر اساس مدل ۷ بازنویسی می‌شود.

$$P_t = b_t + \sum_{s=1}^{\infty} (1+r)^{-s} E_t(x_{t+s} - r \cdot b_{t+s-1}) \quad \text{مدل (۷)}$$

در توضیح رابطه فوق، P_t ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در زمان t ؛ b_t ارزش دفتری آن در زمان t ؛ $\sum_{s=1}^{\infty} (1+r)^{-s}$ نرخ تنزیل مورد استفاده برای عایدات غیرعادی مورد انتظار در زمان $t+s$ (همان هزینه حقوق صاحبان سهام است که بر اساس مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای به دست می‌آید)؛ $E_t(x_{t+s} - r \cdot b_{t+s-1})$ ارزش مورد انتظار در زمان t از عایدات غیرعادی در زمان $t+s$ ؛ x_{t+s} نشان‌دهنده عایدی مورد انتظار (از سود خالص پس از کسر مالیات به دست می‌آید) است. مازاد مورد انتظار قیمت بر ارزش دفتری برای سال بعد (T) شرکت را با عایدات تنزیل شده شرکت پس از سال T ، بر اساس مدل ۸ می‌توان بازنویسی کرد.

$$E_t(P_{t+T} - b_{t+T}) = \sum_{s=T+1}^{\infty} (1+r)^{-s} E_t(x_{t+s} - r \cdot b_{t+s-1}) \quad \text{مدل ۸}$$

با قرار دادن مدل ۸ در مدل ۷، مدل زیر را می‌توان به صورت زیر بازنویسی کرد.

$$P_t = b_t + [(1+r)^{-1} E_t(x_{t+1} - r \cdot b_{t+s-1})] + \sum_{s=2}^T (1+r)^{-s} E_t(x_{t+s} - r \cdot b_{t+s-1}) E_t(P_{t+T} - b_{t+T}) \quad \text{مدل ۹}$$

در توضیح رابطه فوق $[(1+r)^{-1} E_t(x_{t+1} - r \cdot b_{t+s-1})]$ را می‌توان به عنوان مؤلفه افق پیش‌بینی نزدیک به یک سال برای عایدات غیرعادی تنزیل شده و $\sum_{s=2}^T (1+r)^{-s} E_t(x_{t+s} - r \cdot b_{t+s-1}) E_t(P_{t+T} - b_{t+T})$ را مؤلفه افق پیش‌بینی بیش از یکسال (بلندمدت) برای عایدات غیرعادی تنزیل شده به کار برد. با توضیح مطالب فوق از مدل ۱۰ برای اندازه‌گیری کوتاه‌بینی سرمایه‌گذاران استفاده می‌شود.

$$P_{i,t} = \alpha_0 b_t + \alpha_1 b_{i,t} + \alpha_2 [(1+r)^{-1} E_t(x_{i,t+1} - r \cdot b_{i,t})] + \alpha_3 \sum_{s=2}^T (1+r_i)^{-s} E_t(x_{i,t+s} - r \cdot b_{i,t+s-1}) + (1+r_i)^{-T} E_t(P_{i,t+T} - b_{i,t+T}) + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل ۱۰}$$

اگر سرمایه‌گذاران در بازار به صورت منطقی ارزش‌گذاری کنند، انتظار داریم ضریب عایدات غیرعادی بلندمدت مورد انتظار تنزیلی (α_3) با ضریب عایدات غیرعادی کوتاه‌مدت مورد انتظار تنزیلی (α_2) یکسان باشد؛ اگر سرمایه‌گذاران در بازار، ارزش‌گذاری شرکت را به صورت کوتاه‌بینانه برآورد نمایند، انتظار داریم سرمایه‌گذاران عایدات غیرعادی بلندمدت مورد انتظار تنزیلی را با وزنی کمتر از عایدات کوتاه‌مدت مورد انتظار تنزیلی برآورد کنند. بنابراین پژوهش دل‌ریو و سانتاماریا (۲۰۱۶) برای اندازه‌گیری کوتاه‌بینی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه، از یک متغیر مجازی دو وجهی استفاده می‌شود، که اگر α_2 بزرگ‌تر از α_3 باشد (به این معنا که وزن عایدات کوتاه‌مدت مورد انتظار تنزیلی برآوردی، بیشتر از عایدات غیرعادی بلندمدت مورد انتظار تنزیلی است) این متغیر برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.

تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران (IED): در پژوهش حاضر برای سنجش تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران از معیار گرایش احساسی بازار سهام استفاده شده است. این شاخص را برای اولین بار جونز و همکارانش^۱ در سال ۲۰۰۵ ارائه کردند؛ بنابراین در پژوهش حاضر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران با استفاده از مدل ۱۱ استفاده محاسبه می‌شود.

$$SENT_{P,t} = \frac{\sum (R_{i,t} - \tilde{R}_r) (R_{i,v} - \tilde{R}_v)}{[\sum (R_{i,t} - \tilde{R}_r)^2 (R_{i,v} - \tilde{R}_v)^2]^{\frac{1}{2}}} \times 100, -100 \leq EMSI \leq +100 \quad \text{مدل ۱۱}$$

در این رابطه، $SENT_{P,t}$ احساسات سرمایه‌گذار؛ $R_{i,v}$ رتبه نوسان‌پذیری تاریخی شرکت (نوسان‌پذیری تاریخی با استفاده از انحراف معیار بازده سهام پنج ماه قبل به دست می‌آید)؛ $R_{i,t}$ رتبه بازده ماهانه سهام شرکت؛ \bar{R}_v میانگین رتبه نوسان‌پذیری تاریخی سهام شرکت‌های پرتفوی و \bar{R}_r میانگین رتبه بازده ماهانه سهام شرکت‌های پرتفوی است. این متغیر در پژوهش زارعی و دارابی (۱۳۹۷) و حیدر پورو همکاران (۱۳۹۱) با همین عنوان به کار رفته است.

رفتار توده‌واری سرمایه‌گذاران (IHB): برای سنجش رفتار توده‌واری سرمایه‌گذاران از مدل لاکونیشوک (۱۹۹۲) استفاده می‌شود (مدل ۱۲).

$$HM_{it} = |P_{it} - E(P_{it})| - E|P_{it} - E(P_{it})| \quad (\text{مدل ۱۲})$$

$$P_{it} = \frac{B_{it}}{B_{it} + S_{it}}$$

که در آن، B_{it} تعداد شرکت‌های سرمایه‌گذاری که سهام i را در ماه t خریداری کردند؛ S_{it} تعداد شرکت‌های سرمایه‌گذاری که سهام i را در ماه t فروختند؛ P_{it} نسبت تعداد خریداران به مجموع خریداران و فروشندگان i را در ماه t است.

$$E(P_{it}) = \frac{\sum_{i=1}^n B_{it}}{\sum_{i=1}^n (B_{it} + S_{it})} \quad (\text{رابطه ۱})$$

با محاسبه معیار توده‌واری لاکونیشوت، به دو دسته داده از رفتار توده‌وار می‌توان دست یافت که بر اساس شرط بزرگ‌تری (کوچک‌تری) نسبت خریداران به مجموع معامله‌گران (خریداران به علاوه فروشندگان) در تک سهم i از میانگین کل این نسبت در همه سهام تعیین می‌شود. یعنی:

$$SHM = HM_{it} | P_{it} < E(P_{it})| \quad (\text{رابطه ۲})$$

$$BHM = HM_{it} | P_{it} > E(P_{it})|$$

در صورتی که معادله اول برقرار باشد، یعنی توده‌واری خرید وجود دارد و در صورتی که معادله دوم برقرار باشد، یعنی توده‌واری فروش شکل گرفته است. اگر شرکتی دچار رفتار توده‌واری در فروش سهام باشد مقدار سهام فروخته شده توسط آن از مقدار خریداری شده‌اش بیشتر خواهد شد در این صورت $SHM > BHM$ خواهد شد.

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (SIZE): مجموع ارزش دفتری دارایی‌های شرکت در سال مالی مورد بررسی، به‌عنوان معیار اندازه شرکت انتخاب شده است. در نهایت جهت کاهش آثار و مشکلات هم‌خطی، از مقادیر لگاریتم گرفته شده است.

اهرم مالی (LEV): از حاصل نسبت مجموع بدهی‌های شرکت به مجموع دارایی‌های شرکت در سال مورد بررسی به دست می‌آید.

بازده حقوق صاحبان سهام (ROE): این متغیر از نسبت سود خالص به مجموع حقوق صاحبان سهام شرکت در سال موردنظر به دست می‌آید.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مورد بررسی پژوهش در جدول ۱ نشان داده شده است. در این جدول برای تحلیل توصیفی متغیرها، شاخص‌های آماری پراکندگی، شامل انحراف معیار، حداکثر و حداقل و شاخص‌های مرکزی، شامل میانگین و میانه، ارائه شده است. ارائه این جدول برای نشان دادن دیدگاهی کلی نسبت به مقادیر مربوط به متغیرهای پژوهش و همچنین شناخت بیشتر آن‌ها صورت گرفته است. با توجه به جدول ۱، میانگین متغیر رفتار توده‌واری سرمایه‌گذاران ۰/۱۴۳ است؛ به این معنا که بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر در این نقطه متمرکز شده است. از سوی دیگر با توجه به اینکه رفتار کوتاه‌بینانه سرمایه‌گذاران و کوتاه‌بینی مدیران متغیرهای کیفی بودند، آمار توصیفی این متغیرها به صورت جداگانه ارائه شده است. همان طور که مشاهده می‌شود، در بین شرکت‌های مورد بررسی طی سال‌های مورد آزمون، ۵۸۱ مورد کوتاه‌بینی سرمایه‌گذاران و ۴۵۵ مورد کوتاه‌بینی مدیران مشاهده شد. همچنین از بین شاخص‌های آماری پراکندگی، انحراف معیار نشان می‌دهد که میزان تغییرات مجذور داده‌های متغیر وابسته حول میانگین به چه میزان بوده است. هر چه مقدار انحراف معیار به دست آمده برای هر یک از متغیرهای پژوهش کمتر باشد، حکایت از توزیع نرمال آن متغیر دارد. همان طور که مشاهده می‌شود، اهرم مالی و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران به ترتیب کمترین (۰/۱۸۰) و بیشترین (۱/۵۴۳) انحراف معیار را در بین متغیرهای پژوهش دارند.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

شرح	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
متغیرهای کمی					
رفتار توده‌واری سرمایه‌گذاران	۰/۱۴۳	۰/۱۱۷	۰/۴۲۱	-۰/۶۸۴	۰/۷۹۲
رفتار احساسی سرمایه‌گذاران	۲۸/۷۳۶	۲۷/۰۰۰	۱/۵۴۳	-۶۵/۰۰۰	۸۹/۰۰۰
اندازه شرکت	۱۳/۰۷۱	۱۳/۱۰۵	۰/۸۷۸	۱۰/۲۱۲	۱۹/۳۲۶
اهرم مالی	۰/۵۹۳	۰/۵۸۴	۰/۱۸۰	۰/۱۱۸	۰/۹۱۵
بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۱۰۸	۰/۱۰۴	۰/۱۹۵	-۰/۳۴۲	۰/۵۵۷
متغیرهای کیفی					
	تعداد صفر	تعداد یک		درصد صفر	درصد یک
کوتاه‌بینی مدیران	۹۴۵	۴۵۵		۶۷/۵	۳۲/۵
رفتار کوتاه‌بینانه سرمایه‌گذاران	۸۱۹	۵۸۱		۵۸/۵	۴۱/۵

آمار استنباطی

یکی از پیش فرض‌های استفاده از مدل رگرسیون نبود مشکل هم‌خطی بین متغیرهای مستقل و کنترلی است. زمانی که در داده‌های مورد مطالعه در بین متغیرهای مستقل مشکل هم‌خطی وجود داشته باشد، نتایج رگرسیون قابل اتکا نیست و نمی‌توان از رگرسیون خطی چند متغیره استفاده کرد. برای بررسی مشکل هم‌خطی بین متغیرهای مستقل و کنترلی مورد استفاده در مدل‌های یک تا سه پژوهش از عامل تورم واریانس استفاده شد. وقتی که مقدار عامل تورم واریانس از عدد

۱۰ کمتر باشد، نشان‌دهنده عدم هم‌خطی در داده‌های مربوط به متغیرهای پژوهش است. همان طور که جدول ۲ نشان داده است، برای متغیرهای مستقل و کنترلی مدل‌های یک تا سه پژوهش، میزان عامل تورم واریانس کمتر از ۱۰ است؛ بنابراین مشکل هم‌خطی میان متغیرهای مستقل و کنترلی سه مدل پژوهش وجود ندارد.

جدول ۲. بررسی مشکل هم‌خطی

تورم واریانس			مدل
مدل ۳	مدل ۲	مدل ۱	
-	-	۱/۰۰۸	رفتار کوتاه‌بینانه سرمایه‌گذاران
-	۱/۰۰۵	-	رفتار توده‌واری سرمایه‌گذاران
۱/۰۰۱	-	-	رفتار احساسی سرمایه‌گذاران
۱/۰۱۵	۱/۰۲۰	۱/۰۱۶	اندازه شرکت
۱/۰۱۵	۱/۰۱۵	۱/۰۱۵	اهرم مالی
۱/۰۰۱	۱/۰۰۱	۱/۰۰۸	بازده حقوق صاحبان سهام

از دیگر پیش‌فرض‌های رگرسیون، پایایی متغیرهای پژوهش است. بنابراین قبل از تجزیه و تحلیل مدل می‌بایست پایایی هر یک از متغیرهای مورد استفاده در مدل پژوهش آزمون گردد. پایایی به این معناست که میانگین و واریانس هر یک از متغیرهای مورد استفاده در مدل پژوهش بین دوره‌های مالی مختلف، شاهد رگرسیون کاذب نخواهیم بود. آزمون پایایی متغیرهای پژوهش با استفاده از آزمون لوین، لین و چو انجام شده است. یافته‌های آزمون پایایی متغیرهای پژوهش در جدول ۳ نشان می‌دهد که سطح معناداری تمامی متغیرها کمتر از پنج درصد است و متغیرهای پژوهش پایا هستند.

جدول ۳. پایایی متغیرهای پژوهش

متغیرها	لوین، لین و چو	
	سطح معنادار	آماره
رفتار توده‌واری سرمایه‌گذاران	۰/۰۰۰	-۱۴/۹۴۱
رفتار احساسی سرمایه‌گذاران	۰/۰۰۰	-۹/۷۵۲
اندازه شرکت	۰/۰۰۰	-۲۵/۰۴۹
اهرم مالی	۰/۰۰۰	-۲۹/۶۰۷
بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۰۰۰	-۱۵/۹۴۵

برای انتخاب روش مناسب جهت تخمین مدل‌های پژوهش در مقاطع و دوره‌های زمانی مختلف داده‌های ترکیبی، از آزمون چاو یا همان F مقید استفاده شد. در صورتی که سطح خطای به‌دست‌آمده از آزمون چاو کمتر از ۵ درصد باشد، مدل داده‌های تابلویی پذیرفته می‌شود و در غیر این صورت، از روش داده‌های تلفیقی استفاده می‌شود. همان‌گونه که در جدول ۴ مشاهده می‌شود، چون سطح خطای به‌دست‌آمده از آزمون چاو برای مدل‌های یک تا سه پژوهش، از ۵ درصد

بیشتر است، از «داده‌های تلفیقی» استفاده می‌شود. همچنین قبل از آزمون مدل‌های یک تا سه، باید نکویی هر یک از مدل‌ها مورد بررسی قرار گیرد. در مدل‌های رگرسیون با معیارهای مختلفی می‌توان نکویی مدل را بررسی نمود که مهم‌ترین آن‌ها شاخص LR است. این شاخص، همانند آماره F رگرسیون معمولی عمل می‌کند. با توجه به جدول ۴، از آنجایی که سطح خطای آماره LR برای هر سه مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد است، فرض عدم معناداری مدل‌ها رد می‌شود و نتایج مدل‌ها معنادار و قابل اتکا است. نسبت راست‌نمایی، از دیگر معیارهای مهم به‌کاررفته برای ارزیابی مدل‌های یک تا سه پژوهش است. مقدار نسبت راست‌نمایی منفی است و هر چه قدر مطلق آن بالاتر باشد، نشان‌دهنده مناسب‌تر بودن مدل‌های پژوهش برای ارزیابی روابط متغیرهای پژوهش است. مقدار نسبت راست‌نمایی برای مدل‌های یک تا سه پژوهش، به ترتیب ۳۲۴/۷۲۸-، ۳۳۶/۴۱۹- و ۳۴۹/۵۹۹- است که این سه عدد از ۵- بزرگ‌ترند و مناسب بودن هر سه مدل را برای آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد.

از سوی دیگر ضریب تعیین مک‌فادن در آنالیز رگرسیون لجیستیک، همانند ضریب تعیین تعدیل شده در مدل‌های رگرسیون خطی چندگانه نقش آفرینی می‌کند. همان‌طور که در جدول ۴ مشاهده می‌شود، ضریب تعیین مک‌فادن برای مدل‌های یک تا سه پژوهش، به ترتیب ۵۱، ۴۸ و ۴۷ درصد است؛ به همین دلیل می‌توان گفت به مقدار درصدهای به‌دست‌آمده برای مدل‌های یک تا سه، تغییرات متغیر کوتاه‌بینی مدیران را می‌توان تبیین کرد.

سطح معناداری برای متغیر رفتار کوتاه‌بینانه سرمایه‌گذاران در مدل یک ۰/۰۰۶ است، از آنجا که سطح معناداری کمتر از سطح خطای ۵ درصد و قدر مطلق آماره والد بالاتر از ۲ است، می‌توان پذیرفت رفتار کوتاه‌بینانه سرمایه‌گذاران بر کوتاه‌بینی مدیران تأثیر معناداری داشته و فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود. از آنجا که ضریب متغیر رفتار کوتاه‌بینانه سرمایه‌گذاران (۰/۳۶۰) در مدل یک مثبت است، می‌توان پذیرفت رفتار کوتاه‌بینانه سرمایه‌گذاران بر کوتاه‌بینی مدیران تأثیر مثبت معناداری دارد.

سطح معناداری برای متغیر رفتار توده‌واری سرمایه‌گذاران در مدل دو ۰/۰۰۸ است. از آنجا که سطح معناداری کمتر از سطح خطای ۵ درصد و قدر مطلق آماره والد بالاتر از ۲ است، می‌توان پذیرفت رفتار توده‌واری سرمایه‌گذاران بر کوتاه‌بینی مدیران تأثیر معناداری داشته و فرضیه دو پژوهش پذیرفته می‌شود. از آنجا که ضریب متغیر رفتار توده‌واری سرمایه‌گذاران (۰/۷۳۴) در مدل دو مثبت است، می‌توان پذیرفت رفتار توده‌واری سرمایه‌گذاران بر کوتاه‌بینی مدیران تأثیر مثبت معناداری دارد.

همچنین سطح معناداری برای متغیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران در مدل سه ۰/۰۱۱ است. از آنجا که سطح معناداری کمتر از سطح خطای ۵ درصد و قدر مطلق آماره والد بالاتر از ۲ است، می‌توان پذیرفت رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر کوتاه‌بینی مدیران تأثیر معناداری داشته و فرضیه سه پژوهش پذیرفته می‌شود.

از آنجا که ضریب متغیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران (۱/۹۱۵) در مدل سه مثبت است، می‌توان پذیرفت رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر کوتاه‌بینی مدیران تأثیر مثبت معناداری دارد.

جدول ۴. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه پژوهش

متغیر	شرح	مدل ۱	مدل ۲	مدل ۳
عرض از مبدأ	ضریب	-۳/۲۶۳	-۳/۲۷۷	-۳/۱۵۳
	آماره والد	-۳/۲۴۹	-۳/۲۷۵	-۳/۱۶۱
	سطح معنادار	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱
رفتار کوتاه‌بینانه سرمایه‌گذاران	ضریب	۰/۳۶۰	-	-
	آماره والد	۲/۷۲۵	-	-
	سطح معنادار	۰/۰۰۶	-	-
رفتار توده‌واری سرمایه‌گذاران	ضریب	-	۰/۷۳۴	-
	آماره والد	-	۲/۶۴۳	-
	سطح معنادار	-	۰/۰۰۸	-
رفتار احساسی سرمایه‌گذاران	ضریب	-	-	۱/۹۱۵
	آماره والد	-	-	۲/۵۲۷
	سطح معنادار	-	-	۰/۰۱۱
اندازه شرکت	ضریب	۰/۲۱۲	۰/۲۱۹	۰/۲۰۶
	آماره والد	۲/۷۷۱	۲/۸۶۶	۲/۶۹۹
	سطح معنادار	۰/۰۰۵	۰/۰۰۴	۰/۰۰۶
اهرم مالی	ضریب	-۰/۹۴۳	-۰/۹۵۱	-۰/۹۵۰
	آماره والد	-۲/۶۱۰	-۲/۶۳۲	-۲/۶۳۲
	سطح معنادار	۰/۰۰۹	۰/۰۰۸	۰/۰۰۸
بازده حقوق صاحبان سهام	ضریب	۱/۷۳۷	۱/۶۰۹	۱/۶۳۹
	آماره والد	۳/۴۷۸	۳/۲۴۴	۳/۳۱۱
	سطح معنادار	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰
ضریب مک فادن		۰/۵۱۰	۰/۴۸۹	۰/۴۷۲
نسبت راست‌نمایی		-۳۲۴/۷۲۸	-۳۳۶/۴۱۹	-۳۴۹/۵۹۹
LR		۶۹۱/۷۱۳	۶۸۳/۲۱۱	۶۷۱/۴۹۲
سطح معنادار LR		۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
سطح معناداری آزمون چاو		۰/۰۸۱	۰/۰۸۶	۰/۰۸۴

نتیجه‌گیری و بحث

این پژوهش با هدف کلی بررسی تأثیر رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران بر کوتاه‌بینی مدیران صورت گرفته است. به این منظور با استفاده از اطلاعات صورت‌های مالی ۱۴۰ شرکت، در دوره زمانی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹، تأثیر سه رفتار مخرب سرمایه‌گذاران، شامل رفتارهای کوتاه‌بینانه، احساسی و توده‌وار بر کوتاه‌بینی مدیران مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش، بیانگر آن است که رفتار کوتاه‌بینانه سرمایه‌گذاران بر کوتاه‌بینی مدیران

تأثیر مثبت معناداری دارند. در این راستا گاریل (۲۰۱۸) اعتقاد دارد که افزایش گرایش رفتاری کوتاه‌بینانه در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، باعث می‌شود که مدیران در پاسخ به این گرایش رفتاری، با افزایش دستکاری سود و کاهش مخارج بازاریابی و سرمایه‌گذاری آتی، تصمیم‌گیری‌های کوتاه‌بینانه در راهبردهای مالی خود اتخاذ کنند.

همچنین یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر کوتاه‌بینی مدیران تأثیر مثبت معناداری دارد. این بدان معناست که هر چه گرایش احساسی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری افزایش پیدا کند، مدیران تصمیم‌گیری کوتاه‌بینانه بیشتری اتخاذ می‌کنند. در این راستا میراندا و همکاران (۲۰۱۸) اعتقاد دارند که احساسات در تصمیم‌گیری فردی سرمایه‌گذاران نقش بسیار مهمی دارد و می‌تواند رفتار مدیران، استراتژی شرکت‌ها و کارایی بازارهای مالی را تحت تأثیر قرار دهد. به اعتقاد آنان، در دوره‌های زمانی که رفتاری احساسی سرمایه‌گذاران زیاد است، به دلیل فشار آن‌ها جهت برآورده کردن توقعاتشان در کوتاه‌مدت، مدیران انگیزه بیشتری برای بیش‌نمایی سود و کاهش هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه دارند. سوک (۲۰۱۳) نیز معتقد است که یکی از انگیزه‌های مدیران برای بیش‌نمایی سود و کاهش مخارج دارای منافع آتی، رفتار احساسی سرمایه‌گذاران است. به اعتقاد او، گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، محرکی برای تصمیم‌گیری کوتاه‌بینانه مدیران است.

همچنین یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که رفتار توده‌واری سرمایه‌گذاران بر کوتاه‌بینی مدیران تأثیر مثبت معناداری دارد؛ یعنی با افزایش رفتار توده‌واری در سرمایه‌گذاران، تصمیم‌گیری مدیران نیز تحت تأثیر قرار می‌گیرد و در آن‌ها رفتار توده‌واری افزایش پیدا می‌کند. به اعتقاد ادم و ساری اوغلو (۲۰۲۰) در صورتی که بازار کارا باشد، رفتار توده‌وار کمتر اتفاق می‌افتد و سرمایه‌گذاران کمتر معاملات هم‌زمان و مشابه دیگر سرمایه‌گذاران در یک جهت و بدون توجه به اطلاعات و تحلیل‌های شخصی خود انجام می‌دهند. اما در بازارهایی که کارایی کمتر است، سرمایه‌گذاران بدون در نظر گرفتن اطلاعات شخصی، با انجام معاملات یکنواخت و هم‌زمان، موجب تغییرات ناگهانی قیمت سهام شرکت‌ها می‌شوند. چنین رخدادی موجب فشار به مدیران شرکت‌ها خواهد شد، مدیران نیز برای برآورده نمودن انتظارات سرمایه‌گذاران، تصمیم‌های کوتاه‌بینانه اتخاذ می‌کنند.

به‌طور کلی نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش بیانگر آن است که رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران، بر کوتاه‌بینی مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت معناداری دارد. با توجه به نتایج پژوهش، پیشنهادهای کاربردی زیر ارائه می‌شود:

۱. با توجه به تأثیر مثبت رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران بر کوتاه‌بینی مدیران، به سرمایه‌گذاران دارای گرایش‌های رفتاری مخرب (رفتار کوتاه‌بینانه، رفتار احساسی و رفتار توده‌وار) که بر عملکرد کوتاه‌مدت شرکت تمرکز دارند، پیشنهاد می‌شود که به عملکرد بلندمدت شرکت توجه کنند؛ زیرا رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران، باعث می‌شود کسب بازدهی‌های روزانه جایگزین اهداف بلندمدت سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها شود و نتیجه آن، افزایش کوتاه‌بینی در تصمیم‌گیری مدیران است و این موضوع باعث می‌شود که تداوم فعالیت شرکت‌ها در بلندمدت با خطر مواجه شود.

۲. با توجه به اینکه رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران در معاملات خرید فروش سهام، موجب افزایش کوتاه‌بینی مدیران می‌شود، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که در زمان سرمایه‌گذاری، به نحوه معاملات سایر سرمایه‌گذاران کمتر توجه کنند و به دور از احساسات و تمایلات کوتاه‌بینانه و به صورت کورکورانه و بدون تجزیه و تحلیل دقیق اوراق بهادار، اقدام به خرید و فروش سهام نکنند و سعی نمایند با آموزش و اتکا به دانش و تحلیل بنیادی سهام در بازار سرمایه، سرمایه‌گذاری کنند تا کمتر شاهد بروز رفتارهای مخربی از این دست، در بازار سرمایه باشیم.

۳. با توجه به اینکه رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران نظیر کوتاه‌بینانه، احساسی و توده‌وار، موجب کاهش کارایی بازار سرمایه و کاهش اعتماد سرمایه‌گذارانی می‌شود که قصد دارند برای اولین بار در بازار بورس اوراق بهادار سرمایه‌گذاری کنند، به قانون‌گذاران و ناظران بازار سرمایه و همچنین دولت پیشنهاد می‌شود که با گسترش زمینه‌های آموزشی سرمایه‌گذاران، از طریق رسانه‌های عمومی (تلویزیون، رادیو و غیره) در مسیر آشنایی و افزایش دانش سرمایه‌گذاران برای کاهش رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران و کاهش ریسک بازار و افزایش کارایی بازار سرمایه گام بردارد.

محدودیت‌های پژوهش

در این پژوهش، آثار مرتبط با نوع صنعت و همچنین، آثار ناشی از تورم یا تفاوت در روش‌های حسابداری برای اندازه‌گیری متغیرهای مورد استفاده در مدل‌های یک تا سه پژوهش، ممکن است بر نتایج پژوهش تأثیر داشته باشد؛ اما تعدیلی بابت تفاوت‌ها و محدودیت‌های اشاره شده صورت نگرفته است. با وجود محدودیت‌های اشاره شده، اعتقاد بر این است که این محدودیت‌ها به خدشه‌دار شدن نتایج پژوهش منجر نمی‌شود و پژوهش از اعتبار مناسب برخوردار است.

منابع

- امیری، اسماعیل؛ خدای پور، احمد؛ کامیابی، یحیی (۱۳۹۷). اثر رفتارهای کوتاه‌بینانه و خوش‌بینانه مدیریت بر شفافیت اطلاعات مالی. *پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی*، ۷(۲)، ۱۴۱-۱۷۷.
- بشیری منش، نازنین؛ اورادی، جواد (۱۳۹۸). رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و مدیریت سود حسابداری. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۹(۳)، ۷۷-۹۹.
- جمشیدی، ناصر؛ قالیباف اصل، حسن (۱۳۹۷). بررسی تأثیر شخصیت سرمایه‌گذاران بر رفتار معاملاتی و عملکرد سرمایه‌گذاری آنان؛ شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۰(۱)، ۷۵-۹۰.
- حسینی چگنی، الهام؛ حقگو، بهناز؛ رحمانی نژاد، لیلا (۱۳۹۳). بررسی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل معادلات ساختاری. *راهبرد مدیریت مالی*، ۲(۴)، ۱۱۳-۱۳۳.
- حیدری فراهانی، مهدیه؛ غیور، فرزاد؛ منصورفر، غلامرضا (۱۳۹۸). تأثیر سوبه‌های رفتاری مدیریت بر درماندگی مالی. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۱(۳)، ۱۱۷-۱۳۴.

- دلشاد، افسانه؛ صادقی شریف، جلال (۱۳۹۷). بررسی واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *تحقیقات مالی*، ۲۰ (۱)، ۹۱-۱۰۶.
- شعری آناقیز، صابر؛ حساس یگانه، یحیی؛ سدیدی، مهدی؛ نرهئی، بنیامین (۱۳۹۵). تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران، حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری. *فصلنامه حسابداری مالی*، ۸ (۳۲)، ۱-۳۷.
- شمس‌الدینی، کاظم؛ دانشی، وحید؛ سیدی، فاطمه (۱۳۹۷). بررسی تأثیر رفتار سرمایه‌گذاران و مدیریت بر بازدهی سهام. *دانش حسابداری*، ۹ (۲)، ۱۶۳-۱۸۹.
- فدایی نژاد، محمد اسماعیل؛ دلشاد، افسانه (۱۳۹۷). بررسی تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر بازده آتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *چشم‌انداز مدیریت مالی*، ۸ (۲۱)، ۵۱-۶۹.
- مرادی، جواد؛ کشاورز، فاطمه (۱۳۹۵). بررسی پیامدهای کوتاه‌بینی مدیران از دیدگاه تئوری نمایندگی و فرضیه جریان‌های نقد آزاد. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۳ (۴)، ۵۲۷-۵۴۶.
- مرادی، مهدی؛ باقرپور، محمدعلی؛ احمدی، احمد (۱۳۹۵). تحلیل پدیده نزدیک‌بینی در بازار سرمایه ایران با به‌کارگیری مدلی مبتنی بر حسابداری مازاد تمیز، *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۵ (۱۸)، ۵۵-۶۲.
- نایب محسنی، شیدا؛ خلیفه سلطانی، سید احمد؛ حجازی، رضوان (۱۴۰۰). تدوین مدل رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی در بازار سرمایه ایران. *تحقیقات مالی*، ۲۳ (۴)، ۶۲۵-۶۵۲.
- نقیبی اصفهانی، سید حامد؛ عبدلی، محمدرضا (۱۳۹۶). تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر عملکرد سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه. *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۸ (۳۳)، ۲۴۷-۲۶۴.
- وارث، حامد؛ آرین، حمیدرضا؛ آریانایکتا، بنیامین؛ بناءزاده، محمدجواد (۱۳۹۹). بررسی رفتار توده‌ای در بورس اوراق بهادار تهران با مدل چپانگ و ژنگ. *تحقیقات مالی*، ۲۲ (۳)، ۳۸۸-۴۰۷.
- هاشمی تیله نوئی، مصطفی؛ نیک‌کار، جواد (۱۴۰۰). تأثیر شاخص‌های کیفیت حسابرسی، محیط رقابتی و راهبری شرکتی بر رفتارهای غیراخلاقی مدیران: با تأکید بر دو بعد افق تصمیم‌گیری و نوع پیش‌بینی در رفتار مدیران. *مجله دانش حسابداری*، ۱۲ (۳)، ۱۴۷-۱۶۸.

References

- Adem, A. M. & Sarioğlu, S. E. (2020). Analysis of Investors Herding Behaviour: An Empirical Study from Istanbul Stock Exchange. *European Journal of Business and Management Research*, 5(2), <https://doi.org/10.24018/ejbmr.2020.5.2.250>
- Amiri, E., Khodamipour, A. & Kamyabi, Y. (2019). The Impact of Myopic and Optimistic Management Behaviors on the Transparency of Financial Information. *Applied Research in Financial Reporting*, 7(2), 141-177. (in Persian)
- Anjos, F. & Kangb, M. (2017). Managerial myopia, financial expertise, and executive-firm matching. *Journal of Corporate Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.02.010>.

- Bancel, F. & Garel, G. (2017). Managerial Myopia: Do Managers Privilege Short-term Decisions or Value Creation. *Bankers Markets*, 135 (2), 50-58.
- Başarir, C. & Yilmaz, Q. (2019). Herd Behavior and its Effects on the Purchasing Behavior of Investors, *Emerald Publishing Limited, Bingley*, 24 (1), 215-226. <https://doi.org/10.1108/S1569-375920190000101015>
- Bashirmanesh, N. & Oradi, J. (2019). Investor Sentiment and Accounting Earnings Management. *Empirical Research in Accounting*, 9(3), 77-99. (in Persian)
- Cao, S., Li, Z., Koedijk, K.G. & Gao, X. (2022). The emotional cost-of-carry: Chinese investor sentiment and equity index futures basis. *China Finance Review International*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/CFRI-07-2021-0144>
- Carcello, V.J., Neal, T.L. & Shipman, J.E. (Oct. 2014). Do non-audit fees impair auditor independence? Using goodwill accounting to help reconcile the debate. *New York: Social Science Electronic Publishing*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2511340>
- Cen, L., Lu, H. & Yang, L. (2012). Investor Sentiment, Disagreement, and Breadth- Return Relationship, *Management Science*, 59 (1), 1076-1091.
- Chaiyuth, P. (2020). On the dynamic relationship between gold investor sentiment index and stock market: A sectoral analysis, *International Journal of Managerial Finance*, 16 (3), 372-392. <https://doi.org/10.1108/IJMF-11-2018-0334>.
- Chang, S. & Shih, J. (2015). The effects of national culture and behavioral pitfalls on investors' decision-making: Herding behavior in international stock markets herding behavior in international stock markets, *International Review of Economics and Finance*, 37(1), 380–392.
- Chen, F., Lin, L. & Yang, S. (2015). Does institutional short-termism matter with managerial myopia?. *Journal of Business Research*. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.11.039>.
- Chen, Y., Lin, F. & Yang, Y. (2016). Does institutional short-termism matter with managerial myopia? *Journal of Business Research*, 93 (1), 845-850.
- Cheng, L. & Liu, M. (2021). Impact of Investors Destructive Behaviors on Investment Efficiency, *Journal of Business Research*, www.elsevier.com/locate/jbusres1.
- Cremers, M., Pareek, A. & Sautner, Z. (2020). Short-Term Investors, Long-Term Investments, and Firm Value: Evidence from Russell 2000 Index Inclusions. *Econometric Modeling: Corporate Finance & Governance eJournal*, DOI: 10.1287/mnsc.2019.3361.
- Dasgupta, R. & Chattopadhyay, S. (2020). Stock market drivers of retail investors' sentiment – facets and new evidences from India. *Rajagiri Management Journal*, 14 (2), 133-154. <https://doi.org/10.1108/RAMJ-05-2020-0015>.
- Del Rio, C. & Santamaria, R. (2016). Stock characteristics, investor type and market myopia. *Journal of Behavioral Finance*, 17 (2), 183–199.
- Delshad, A. & Sadeqi Sharif, J. (2018). Investigating the Reaction of Capital Market on Managerial Myopia in Companies Listed on Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 20 (1), 91-106. (in Persian)

- Derrien, F., Kecskés, A. & Thesmar, D. (2013). Investor horizons and corporate policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48 (6), 1755-1780.
- Dewan, P. (2019). Herding Behaviour in Investment Decision Making: A Review. DOI <https://doi.org/10.9734/jemt/2019/v24i230160>.
- Docherty, P. & Hurst, G.C. (2016). Myopic loss aversion and the momentum premium. Error! Hyperlink reference not valid..
- Docherty, P. & Hurst, G.C. (2018). Investor Myopia and the Momentum Premium across International Equity Markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53 (6), 2465-2490.
- Edmans, A., Heinle, M. & Huang, C. (2017). The real costs of financial efficiency when some information is soft. *Review of Finance* 20(1), 2151 – 2182.
- Ernstberger, J., Link, B., Stich, M. & Vogler, O. (2017). The real effects of mandatory quarterly reporting. *The Accounting Review forthcoming*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2604030>
- Fadaei Nejad, M. E. & Delshad, A. (2018). Investigate the effect of ROA in companies listed on Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Management Perspective*, 8(21), 51-69. (in Persian)
- Garel, A. (2018). Myopic Market Pricing and Managerial Myopia. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44 (9), 1194-1213.
- Graham, J.R., Harvey, C.R. & Rajgopal, S. (2005). The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40 (1), 3-73.
- Hashemi Tilehnoei, M., Nik Kar, J. (2021). The Impact of Audit Quality, Competitive Environment and Corporate Governance on Managers 'Unethical Behaviors: with Emphasis on Two Dimensions of Decision-making Horizon and Type of Forecast in Managers' Behavior. *Journal of Accounting Knowledge*, 12(3), 147-168. (in Persian)
- Heydary Farahany, M., Ghayour, F. & Mansourfar, G. (2019). The effect of management behavioral strains on financial distress. *Journal of Financial Accounting Research*, 11(3), 117-134. (in Persian)
- Holden, G. & Leonard, L. (2009). Costly Trading, Managerial Myopia, and Long-Term Investment. *Journal of Empirical Finance*, 16 (2), 126-135.
- Holder, A.D., Petkevich, A. & Moore, G. (2016). Does managerial myopia explain Bowman's Paradox?, *American Journal of Business*, 31 (3), 102-122. <https://doi.org/10.1108/AJB-04-2015-0008>
- Hosseini Chegeni, E., Haghgoo, B. & Rahmaninejad, L. (2014). Studying the Relationship between Behavioral Biases of Investors and Their Investment Decisions in Tehran Stock Exchange. *Financial Management Strategy*, 2(4), 113-133. (in Persian)
- Jamshidi, N. & Ghalibaf Asl, H. (2018). Studying the Effect of Investors' Personality on their Business Behavior and Investment Performance: Evidences of Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 20(1), 75-90. (in Persian)

- Jason, W., Margaret A. & White, A. (2014). The Influence of Managerial Myopia on Firm Strategy. *Management Decision*, 52 (3), 602 – 623.
- Jenna, A., David, K., Santhosh, R. (2019). Financial reporting frequency and investor myopia. <https://doi.org/11.9752/jemt/2019/v24i5520>.
- Jesper, H., Fredrik, H. & Dennis, S. (2018). *Myopia and earnings management strategies*, <http://hdl.handle.net/10125/51942>.
- Ji, A. (2020). Internal Control Weakness and Managerial Myopia: Evidence from SOX Section 404 Disclosures. *ACRN Journal of Finance and Risk Perspectives*, 8(1), 71-83.
- Jiang, J., Liu, Q. & Sun, B. (2020). Investor Sentiment and the (Discretionary) Accrual-return Relation, International Finance Discussion Papers 1300. *Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System*, <https://doi.org/10.17016/IFDP.2020.1300>.
- Kim, T., Ha, A. & Lopatta, K. (2016). Investor Sentiment and Market Anomalies. *23rd Australasian Finance and Banking conference 2010paper*, Available at www.ssrn.com.
- Kraft, A., Rahul, V. & Mohan, V. (2019). Frequent Financial Reporting and Managerial Myopia, *The Accounting Review*, 93 (2), 249–275.
- Levesque, M., Phan, P., Raymar, S. & Waisman, M. (2014), Are CEOs Myopic? A Dynamic Model of the Ongoing Debate, Corporate Governance in the US and Global Settings (Advances in Financial Economics, *Emerald Group Publishing Limited, Bingley*, 17(1), 125-151.
- Li, C. (2019). Informational benefits of managerial myopia. *Economics Letters*. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2019.108705>.
- Luo, Y., Wu, H., Ying, X. & Peng, Q. (2022). Do company visits by institutional investors mitigate managerial myopia in R&D investment? Evidence from China. *Global Finance Journal*. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2021.100694>.
- Mansor, N., Che-Ahmad, A., Zalukiab, N. & Osman, H. (2013). Corporate Governance and Earnings Management: A Study on the Malaysian Family and Non-family Owned PLCs, *Procedia Economics and Finance*, 7 (1), 221–229.
- Miranda, K. F., Machado, M. A. V. & Macedo, L. A. F. (2018). Investor sentiment and earnings management: Does analysts' monitoring matter? *Revista de Administração Mackenzie*, 19(4). doi:10.1590/1678-6971/eRAMF180104
- Moradi, J. & Keshavarz, F. (2017). Investigation of the Outcomes Resulting from Managers' Myopia Based on Agency Theory and Free Cash Flow Hypothesis. *Accounting and Auditing Review*, 23(4), 546-527. (in Persian)
- Moradi, M., Bagherpour, M. & Ahmadi, A. (2016). Analysis of Myopia Phenomenon in Iran Stock Market By Using A Clean Surplus Accounting Based Model, *Knowledge of Accounting and Management Audit*, 5 (18), 55-62. (in Persian)
- Naghbi esfahani, S. H. & Abdoli, M. (2017). The Effect of Managers Myopia on Investors Behavior in the Capital Market. *Financial Engineering and Portfolio Management*, 8(33), 247-264. (in Persian)

- Naomi, G. (2018). Influence of Herding Behavior on Investment Decision of SMEs in Bomet County, Kenya, *East African Scholars Journal of Economics, Business and Management*, 1(2), 44-57.
- Nayebmohseni, S., Khalifehsultani, S. & Hejazi, R. (2022). Developing a Behavioral Model of Individual Investors' Decision-making in the Iranian Capital Market. *Financial Research Journal*, 23(4), 625-652. (in Persian)
- Oseni, E. & Olanrewaju, R.O. (2017). A capital asset pricing model's (CAPM's) beta estimation in the presence of normality and non-normality assumptions. *International Journal of Finance and Banking Research*, 3(3), 44 – 52.
- Park, S. (2018). The effect of investor sentiment on the means of earnings management. *Publishing Company Business Perspectives*, 5 (1), 10-17.
- Pattanaporn, C., Ongsakul, V., Jiraporn, P. (2022). Corporate complexity, managerial myopia, and hostile takeover exposure: Evidence from textual analysis. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2021.100601>
- Qasim, M. (2019). Impact of herding behavior and overconfidence bias on investors' decision-making in Pakistan, *Contents lists available at Growing Science Accounting*. Doi: 10.5267/j.ac.2018.07.001
- Rahayu, A., Putra, A., Oktaverina, C. & Ningtyas, R. (2021). Herding Behavior In The Stock Market: A Literature Review. *International Journal of Social Sciences Review*, 1(2), 8-24.
- Ridge, J., Kern, D. & A. White, M. (2014). The influence of managerial myopia on firm strategy, *Management Decision*, 52(3), 602-623. <https://doi.org/10.1108/MD-01-2013-0037>
- Santana, S., Santos, L. & Júnior, C. (2020). Investor sentiment and earnings management in Brazil, <https://doi.org/10.1590/1808-057x201909130>
- Shamsadini, K., Daneshi, V., Seyedi, F. (2018). Investigating the Effect of Investors' Behavior and Management on Stock Returns. *Journal of Accounting Knowledge*, 9(2), 163-189. (in Persian)
- Sher Anaghiz, S., Hasas Yeganeh, Y., Sadidi, M., Narrei, B. (2017). Sentimental decision-making of investors, Corporate governance and Investment efficiency. *Quarterly financial accounting journal*, 8 (32), 1-37. (in Persian)
- Simpson, A. (2013). Does Investor Sentiment Affect Earnings Management? *Journal of Business Finance & Accounting*, 40 (7-8), 869–900.
- Suk, I. (2013). Earnings Management and Myopic Marketing Management: Differential Metrics and Emphases, *Journal of Accounting & Marketing*, 2 (3), 1-5.
- Vares, H., Arian, H., Aryanayekta, B., Bannazadeh, M. (2020). Herd Behavior Analysis in Tehran Stock Exchange with Chiang and Zheng Model. *Financial Research Journal*, 22(3), 388-407. (in Persian)
- Vieiraa, E. & Pereira, M. (2020). Herding behaviour and sentiment: Evidence in a small European market, *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 18(1), 74-86.

- Vurur, N.S. (2020). Relationship between Interest Rates, Exchange Rate and Investor Sentiment in Turkey", Özen, E. and Grima, S. (Ed.) *Uncertainty and Challenges in Contemporary Economic Behaviour (Emerald Studies in Finance, Insurance, and Risk Management)*, Emerald Publishing Limited, Bingley, pp. 127-138. <https://doi.org/10.1108/978-1-80043-095-220201010>.
- Wilson, G. (2008). *Real Estate Investing Yields Greater Profits*. www.Successfulrehabbing.com.
- Xavier, G. C. & Machado, M. A. V. (2017). Anomalies and investor sentiment: Empirical evidences in the Brazilian market. *Brazilian Administration Review*, 14(3), 1-25.
- Yao, J., Ma, C. & He, W.P. (2014). Investor herding behavior of Chinese stock market', *International Review of Economics and Finance*, 29(1), 12–29.
- Zhang, L., Lee, J. & Liu, S. (2020). Investors Emotional Decisions and Earnings Management. *Journal of Banking & Finance*, <http://dx.doi.org/10.12016/j.jbankfin.2020.02.001>.
- Zhou, J. & Anderson, R.I. (2013). An empirical investigation of herding behavior in the U.S. REIT market. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 47 (1), 83–108.