

Investigating the Effect of Management Characteristics on the Value and Volume of Stock Transactions; with an Emphasis on Data Mining Methods

Afsaneh Delshad*

PhD. Candidate of Financial Management, International Campus-kish Island, Tehran University,
Kish, Iran. afsaneh.delshad@yahoo.com

Reza Tehrani

Professor of Financial Management, Faculty of Management and Accounting, Tehran University,
Tehran, Iran rtehrani@ut.ac.ir

Abstract

Objective: The purpose of this study is investigating the impact of management characteristics on value and volume of stock transactions; with an emphasis on data mining methods.

Methods: after extracting the financial information of 165 firms listed in TSE for the period of 2007 to 2017, the method to test the hypothesis was a multiple regression model and using a combined data model and data mining methods has been used as complementary statistical methods.

Results: management characteristics had a significant effect on value of the stock trades of the companies under study, but the effect of them on the volume of trading in most of the cases was not significant. Only the management forecast accuracy has a significant effect on value of trades and the optimism and myopia management had a significant effect on the volume of stock trading. The greatest effect on stock transaction value is also related to size of the company and the ratio of market value to book value and the greatest effect on volume of trading is related to ratio of price to profit and return on assets of the company.

Conclusion: Small number of management attributes had a significant effect on the value and volume of trades and the capital market through the value of stock trades had a significant reaction to different management characteristics. Also only the myopia management had a significant effect on value of trades and myopia, optimism and independence of board had significant effects on volume of trades and other management features were not significant variables on value and volume of transactions.

Contribution: for the first time by using of data mining methods the most influential management characteristics on value and volume of stock trading are investigated and identified. It is suggested that in future researches, the impact of management characteristics on other financial variables such as specific stock returns on company, abnormal stock returns, stock price crash risk and... to be studied.

Keywords: Stock Transaction Value, Stock Trade Volumes, Data Mining Methods, Bias, Management Characteristic

بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر ارزش و حجم معاملات سهام؛ با تأکید بر روش‌های داده‌کاوی

افسانه دلشاد*

دانشجوی دکتری مدیریت مالی، پردیس بین الملل کیش، دانشگاه تهران، کیش، ایران. delshad@yahoo.com

رضا تهرانی

استاد گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران. rehrani@ut.ac.ir

چکیده

هدف: هدف این پژوهش بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر ارزش و حجم معاملات سهام؛ با تأکید بر روش‌های داده‌کاوی می‌باشد.

روش: پس از استخراج اطلاعات مالی ۱۶۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۶، از مدل رگرسیون چندگانه با استفاده از الگوی داده‌های ترکیبی و از روش‌های داده‌کاوی به عنوان روش آماری تکمیلی استفاده شده است.

یافته‌ها: ویژگی‌های مدیریت تأثیری معنادار بر ارزش معاملات سهام شرکت‌های بررسی شده داشته اما تأثیر این ویژگی‌ها بر حجم معاملات در اکثر موارد به صورت بی‌معنا مشاهده شده است. صرفاً دقت پیش‌بینی مدیریت دارای تأثیر معنادار بر ارزش معاملات بوده و خوش‌بینی و کوتاه‌بینی مدیریت تأثیری معنادار بر حجم معاملات سهام خواهند گذاشت. بیشترین تأثیرگذاری بر ارزش معاملات مربوط به متغیرهای اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بوده و بیشترین تأثیرگذاری بر حجم معاملات مربوط به متغیرهای نسبت قیمت به سود و نرخ بازده دارایی‌های شرکت می‌باشد.

نتیجه‌گیری: تعداد اندکی از ویژگی‌های مدیریت تأثیری معنادار بر ارزش و حجم معاملات سهام داشته است و بازار سرمایه از طریق ارزش معاملات سهام انجام شده نسبت به ویژگی‌های مختلف مدیریت واکنش معنادار نشان داده است. همچنین صرفاً کوتاه‌بینی مدیریت تأثیری معنادار بر ارزش معاملات داشته و کوتاه‌بینی، خوش‌بینی و استقلال هیأت مدیره دارای تأثیری معنادار بر حجم معاملات بوده و سایر ویژگی‌های مدیریت جزء متغیرهای تأثیرگذار بر ارزش و حجم معاملات نبوده‌اند.

دانش‌افزایی: برای نخستین بار با استفاده از روش‌های داده‌کاوی به بررسی و شناسایی تأثیرگذارترین ویژگی‌های مدیریت بر ارزش و حجم معاملات سهام پرداخته شده است. در ادامه پیشنهاد می‌شود تا در پژوهش‌های آتی، تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر سایر متغیرهای مالی از جمله بازده خاص سهام، بازده غیرعادی سهام، ریسک ریزش قیمت سهام و... مورد مطالعه قرار گیرد.

واژگان کلیدی: ارزش معاملات سهام، حجم معاملات سهام، روش‌های داده‌کاوی، سوگیری، ویژگی‌های مدیریت.

۱- مقدمه

سازمان‌ها متشکل از مجموعه‌ای از انسان‌ها هستند که این افراد هر یک دارای شخصیتی منحصر به فرد بوده که در تعاملات خود با سازمان و دیگران آن را بروز می‌دهند. سرمایه‌های انسانی بخشی از ثروت ملل هستند و گردش امور در آینده در گرو استعداد و قریحه انسانی است. بنابراین توسعه اجتماعی و اقتصادی در آینده نصیب سازمان‌هایی خواهد شد که بتوانند مدیرانی مشتمل بر بهترین و درخشان‌ترین استعداد‌های انسانی را جذب کنند. ویژگی‌های شخصیتی یکی از عوامل مهمی است که بر عمل و رفتار مدیران شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد و این تأثیرپذیری از شخصیت در نهایت در تصمیمات مدیریتی و رفتار سازمانی آنان مؤثر خواهد بود. ویژگی‌های شخصیتی مدیران؛ رفتار سازمانی، تصمیمات مدیریتی، سرمایه‌گذاری، کارایی و عملکرد مالی آتی و ... را تحت تأثیر قرار خواهد داد. لذا مدیران برای آن که بتوانند در سمت خود کارا و موفق باشند باید از نظر ویژگی‌های شخصیتی با شغل خود انطباق داشته باشند (سلمانیور ممقانی، شهام و درگاهی، ۱۳۹۴: ۲).

حجم و ارزش معاملات سهام شرکت‌ها به عنوان یک عامل مهم اقتصادی تلقی می‌شود؛ چرا که اطلاعات سیاسی، اجتماعی، اقتصادی و ... را منعکس خواهد کرد و حاوی اطلاعاتی در خصوص؛ حجم تقدینگی بازار و اقتصاد، میزان ریسک بازار، نرخ‌های بهره است. به عبارت دیگر؛ حجم معاملات در برگیرنده اطلاعاتی در خصوص ویژگی‌های مختلف دارایی و وضعیت مالی سهام مورد نظر بوده و نقشی حیاتی در بازارهای مالی و فعالیت‌های معاملاتی سرمایه‌گذاران دارد (دهقان و عیسی نژاد بهم‌شیری، ۱۳۹۶: ۳). در همین راستا؛ بورس اوراق بهادار اقدام به انتشار روزانه داده‌های حجم معاملات سهام در پایگاه داده‌های بازار می‌نماید. با توجه به اینکه مدیران شرکت‌ها نسبت به سایر ذینفعان از اطلاعات محرمانه‌تری برخوردارند و حق نظارت، کنترل، سیاست‌گذاری‌های کلان و حاکمیت بر شرکت را بر عهده دارند، این سؤال مطرح می‌شود که آیا ویژگی‌های شخصیتی مدیریت شرکت می‌تواند بر حجم و ارزش معاملات سهام تأثیرگذار باشد یا خیر؟ لذا در پژوهش حاضر، سعی بر آن است که به شناسایی و بررسی نقش ویژگی‌های مدیریت بر ارزش و حجم معاملات سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شود.

با مطرح شدن مباحثی در زمینه ویژگی‌های شخصیتی مدیران و تأثیر آن بر نحوه اداره شرکت در سال‌های اخیر، بازار سرمایه ایران نیز تحت الشعاع این حرکت جهانی در خصوص جلب حرکت به سمت تحقیقات رفتاری و همچنین ایجاد بستری مناسب برای تصمیم‌گیری قرار دارد. لذا با توجه به اهمیت ویژگی‌های شخصی و کاری مدیران، به عنوان گردانندگان شرکت و سکانداران سرمایه‌گذاران، در این پژوهش سعی بر آن است که برای نخستین بار با استفاده از روش‌های داده‌کاوی به بررسی و شناسایی تأثیرگذارترین ویژگی‌های مدیریت بر ارزش و حجم

معاملات سهام پرداخته شود. از جمله ویژگی‌های مدیریت که عملکرد و تصمیم‌گیری‌های مدیریت را تحت تأثیر قرار می‌دهد می‌توان به خوش‌بینی مدیریت^۱، محافظه‌کاری مدیریت^۲، کوتاه‌بینی مدیران^۳، دقت‌پیش‌بینی‌های مدیران^۴، ساختار مدیریت^۵ و توانایی مدیریت^۶ اشاره نمود. در ادامه مقاله مبانی نظری، ادبیات و فرضیه پژوهش بیان می‌شود. سپس روش پژوهش، مدل و متغیرهای پژوهش، جامعه و نمونه آماری و یافته‌های پژوهش ارائه شده و در نهایت با توجه به بحث و نتیجه‌گیری یافته‌ها، پیشنهادها، پژوهش‌های آینده می‌گردد.

۲- مبانی نظری، ادبیات و فرضیه‌ها

کوتاه‌بینی مدیریت: تصمیمات استراتژیک و اقدامات مدیریتی تحت تأثیر کوتاه‌بینی مدیران قرار خواهند داشت که این به نوبه خود بر پیامدهای سازمان مؤثر خواهد بود. به این منظور در کوتاه‌بینی مدیران، سودآوری بلندمدت شرکت از طریق کاهش فعالیت‌های تحقیق و توسعه، بازاریابی و فعالیت‌هایی که در سال‌های ابتدایی صرفاً دارای هزینه بوده و در بلندمدت آثار آن مشخص می‌شود، فدای سودآوری کوتاه‌مدت و افزایش قیمت‌های جاری سهام می‌شود (تانگ و ژانگ، ۲۰۱۵: ۴). در این بین؛ ممکن است که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر سودهای موقتی این شرکت‌ها قرار گیرند و اقدام به سرمایه‌گذاری در سهام آن‌ها بنمایند. اما اگر بازارها کارا باشند، مدیران از رفتار کوتاه‌بینانه منصرف می‌شوند؛ چرا که سرمایه‌گذاران درک می‌کنند که رفتار کوتاه‌بینانه توانایی شرکت‌ها در ایجاد سود بلندمدت را کاهش می‌دهد.

بانسل و گارل (۲۰۱۷: ۵۳) در پژوهشی رابطه بین قیمت‌گذاری کوتاه‌بینانه بازار و کوتاه‌بینی مدیریت را مورد مطالعه قرار دادند. آن‌ها نشان دادند؛ هنگامی که مدیر از رویکرد قیمت‌گذاری بر اساس هزینه‌ها استفاده می‌کند، اقدام به کاهش مخارج سرمایه‌ای و هزینه‌های بازاریابی می‌نمایند تا بتوانند با استفاده از راهبرد قیمت‌گذاری بالا به بازدهی غیرعادی در کوتاه‌مدت دست پیدا می‌کنند. پنگ (۲۰۱۷: ۷۵۱) با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های تولیدی ایالات متحده در طول دوره ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۲ نشان داد که مدیران عامل با دوره تصدی بلندمدت از انگیزه‌ی نوآوری^۷، سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های تحقیق و توسعه و بازاریابی بالاتری برخوردارند.

خوش‌بینی و محافظه‌کاری مدیریت: مدیران خوش‌بین با سرعت بخشیدن به شناسایی درآمدها و تأخیر در شناسایی زیان‌ها، اقدام به برآورد بیش از حد بازده و جریانات نقد آتی حاصل از پروژه‌های شرکت می‌نمایند و بالطبع محافظه‌کاری کمتری را برای شرکت به ارمغان می‌آورند. هسو، نووسلو و وانگ (۲۰۱۷: ۸۹) دریافتند که مدیران خوش‌بین؛ تمایلی بیشتر به راه‌اندازی آزمایشی پروژه‌ها، قبل از شروع آن دارند و از انتشار اخبار بد خودداری کرده و منجر به انباشت اخبار منفی می‌گردند، در حالی که محافظه‌کاری مدیریت باعث شناسایی و انتشار اخبار بد و

بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر ارزش و حجم معاملات سهام؛ با تأکید بر روش‌های داده‌کاوی/۳۳

زیان‌ها می‌شود. بنابراین، شرکت‌هایی که در ساختار مدیریت خود از مدیرانی با هر دو ویژگی خوش‌بینی و محافظه‌کاری بهره‌مندند، سهام آن‌ها با حجم و ارزش معاملاتی بالاتری معامله خواهد شد و از ثبات سودآوری، عملکرد بهتر جریان‌ات نقدی و عملکرد مالی بالاتری برخوردار خواهند بود.

کویب و جربویی (۲۰۱۷: ۳۴۵) دریافتند، مدیران خوش‌بینی که سطح ضعیف‌تری از استانداردهای گزارشگری بین‌المللی را در گزارشگری مالی به کار می‌برند و اقدام به مدیریت سود واقعی بیشتری می‌نمودند در آینده کاهش حجم سهام معامله شده و عملکرد پایین‌تر شرکت را موجب می‌شدند. شیما و ناکامورا (۲۰۱۸: ۱۸) نیز معتقدند که مدیران بورسی شرکت‌های ژاپنی تمایل بیشتری به بیش سرمایه‌گذاری از خود نشان می‌دهند و با سرمایه‌گذاری‌های ناکارآمد منجر به اتخاذ تصمیمات نادرست در آینده خواهند گردید. همچنین خوش‌بینی و محافظه‌کاری مدیریت به ترتیب افزایش و کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی^۸ را در پی خواهند داشت و سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط مثبت با حجم معاملات، رشد فروش و ارزش معاملات و ارتباط منفی با نوسانات فروش دارند.

دقت پیش‌بینی مدیریت و توانایی مدیریت: دقت پیش‌بینی مدیریت را می‌توان میزان نزدیکی سود پیش‌بینی شده با سود واقعی هر سهم تعریف نمود (شریفی، اعتمادی و سیاسی، ۱۳۹۵: ۸). توانایی مدیریت نیز به معنای استفاده اثر بخش منابع توسط مدیران است؛ به این مفهوم که در سطح ثابتی از منابع، بتوان به خروجی بیشتری رسید یا منابع کمتری برای رسیدن به خروجی مورد انتظار استفاده کرد (هوانگ و سان، ۲۰۱۷: ۹۸). در همین راستا؛ چانگ، ایسهدا و کوچیاما (۲۰۱۸: ۲۳) معتقدند که افزایش تجربه و دانش تخصصی مدیران؛ منجر به افزایش طول دوره تصدی و توانایی مدیریت می‌شود و با افزایش عملکرد مالی آتی همراه خواهد بود.

نتایج مطالعات تاناکا و همکاران (۲۰۱۸: ۵۳) بر ۲۵۰۰ شرکت ژاپنی در طول سال‌های ۱۹۸۹ تا ۲۰۱۵ حاکی از آن است که هر دو حالت پیش‌بینی خوشبینانه و بدبینانه مدیریت، کاهش سودآوری شرکت‌های نمونه را به همراه خواهد داشت. همچنین در شرکت‌های بزرگتر و با کسب و کار پیچیده‌تر، پیش‌بینی مدیریت از اهمیت بالاتری برخوردار است. علاوه بر این؛ بانک‌های بزرگ، شرکت‌های مولدتر و با بهره‌وری بیشتر؛ شرکت‌های تولیدی و شرکت‌های با سابقه و قدمت طولانی‌تر از حضور مدیران توانمندتر و با دقت پیش‌بینی بیشتر، بهره می‌برند و سهام آن‌ها با ارزش و حجم معاملات بالاتری معامله می‌شد و ریسک ریزش قیمت کمتری را تجربه می‌نمودند. ساختار مدیریت: هیأت مدیره شرکت، نهاد هدایت‌کننده‌ای است که نقش نظارت بر کار مدیران را به منظور حفظ منافع مالکیتی سهامداران بر عهده دارد. ثبات و استحکام مدیریت^۹ را می‌توان به عنوان پدیده‌ای دو وجهی تعریف کرد که پیامدهای مثبت و منفی بر آن مترتب است. از پیامدهای مثبت ثبات مدیریت می‌توان به کاهش هزینه‌های جابه‌جایی مدیران، فعالیت به دور از دغدغه‌های

سیاسی افراد و افزایش تجربه و دانش مدیران اشاره کرد که این عوامل منجر به توسعه پایدار، اتخاذ تصمیم‌های آگاهانه و برنامه‌ریزی بلندمدت می‌شود. همچنین بی‌ثباتی و تغییر مداوم مدیران در بازار پول، سرمایه و بنگاه‌های اقتصادی آینده شرکت را با ابهام رو به رو می‌کند و منجر به تزلزل در برنامه‌ریزی، تصمیم‌گیری‌های کوتاه‌مدت و کاهش سودآوری بلندمدت شده و سازمان را از رشد و توسعه باز می‌دارد (دانایی فرد، فیضی و احمدی، ۱۳۹۵: ۶).

یافته‌های پژوهش هالدار و همکاران (۲۰۱۹: ۱۹۴) در بورس اوراق بهادار هند از رابطه منفی بین هیأت مدیره مستقر و عملکرد مالی حکایت دارد. قابل ذکر است که؛ بین استقلال هیأت مدیره^{۱۰} و ارزش معاملات رابطه‌ی معناداری مشاهده نشد. پنگ (۲۰۱۸: ۷۵۷) نیز در پژوهشی نشان می‌دهد که مدیر عامل با تصدی بلندمدت منجر به کاهش سرمایه‌گذاری در هزینه‌های تحقیق و توسعه می‌شود. علاوه بر این؛ مدیران در اوایل دوره تصدی با احتمال بیشتری اقدام به کاهش سرمایه‌گذاری در هزینه‌های تحقیق و توسعه می‌کردند تا از گزارش سود غیر منتظره منفی جلوگیری به عمل آورند که هدف از این کار، افزایش حجم معاملات سهام و حفظ و ارتقا امنیت شغلی آن‌ها بود.

این موضوع قابل توجه است که پذیرش نقش‌های مدیریتی توسط زنان و عضویت آن‌ها در هیأت مدیره شرکت‌های بورسی می‌تواند در کمک به رشد، توسعه، افزایش سودآوری و عملکرد سازمان‌ها مؤثر واقع شود (توسلی و جلالوند، ۱۳۹۴: ۱۳). به طوری که در سال‌های اخیر، تعدادی از کشورها (به عنوان مثال انگلستان، آلمان، استرالیا و...) قوانین و یا قوانین اجباری را برای افزایش حضور زنان در هیأت مدیره سازمان‌ها اعمال کرده‌اند. در مقابل، کشورهای دیگر (مانند نروژ، اسپانیا، فرانسه، هلند و ایتالیا و...) قوانینی را ملزم کرده‌اند که ۴۰ درصد از مدیران شرکت‌ها را زنان تشکیل دهند (برنایل، باگوات و یانکر، ۲۰۱۸: ۶۲۹). رگورا آوارادو، دی-فونتس و لافارگا (۲۰۱۷: ۳۴۴) نیز رابطه بین تنوع جنسیتی هیأت مدیره^{۱۱} و نتایج اقتصادی در اسپانیا را مورد مطالعه قرار دادند. بر اساس نمونه‌ای از ۱۲۵ شرکت غیر مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مادرید در سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۰۹، یافته‌ها نشان می‌دهند که در این دوره، تعداد زنان در هیأت مدیره به بیش از ۹۸ درصد افزایش یافته است که این افزایش به بهبود عملکرد، سودآوری و نتایج اقتصادی بالاتر منجر شده است.

نیکلاو (۲۰۱۹: ۲۷۲) در پژوهشی بر روی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایالات متحده آمریکا با استفاده از رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری^{۱۲} نشان داد که هیأت مدیره شرکت با استفاده از ساز و کار حاکمیت شرکتی قوی، باعث افزایش دوره تصدی مدیریت شده و کاهش انگیزه‌ها و رفتارهای کوتاه‌بینانه را در پی خواهد داشت و به بازگرداندن ارزش بلندمدت سرمایه‌گذاری‌های شرکت کمک خواهد کرد. همچنین؛ منجر به ایجاد سود بلندمدت

بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر ارزش و حجم معاملات سهام؛ با تأکید بر روش‌های داده‌کاوی/۳۵

برای سرمایه‌گذاران و سایر ذینفعان و بهبود حجم سهام خرید و فروش شده و ارزش سهام معامله شده شرکت را افزایش خواهد داد. علاوه بر این؛ یافته‌ها حاکی از آن است که کوتاه‌بینی مدیریت بر اتخاذ استراتژی شرکت مؤثر است و کاهش سوگیری کوتاه‌بینی منجر به یک استراتژی پایدار در طول زمان می‌شود و شناخت بهتر رقبای استراتژیک صنعت را در پی خواهد داشت.

رشید (۲۰۱۸: ۴۳) تأثیر استقلال هیأت مدیره را بر عملکرد اقتصادی ۱۳۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بنگلادش مورد مطالعه قرار داده است. با استفاده از معیارهای حسابداری و عملکرد بازار و با استفاده از رویکرد سیستم معادلات همزمان^{۱۳} این مطالعه نشان می‌دهد که استقلال هیأت مدیره و عملکرد اقتصادی شرکت به طور مثبت بر یکدیگر تأثیر نمی‌گذارند. علاوه بر این؛ اندازه هیأت‌مدیره تأثیر قابل توجهی بر هر دوی استقلال هیأت مدیره و عملکرد شرکت دارد. همچنین اجرای الزامات قانونی و وجود مدیران غیرموظف در هیأت مدیره منجر به استقلال بیشتر در هیأت مدیره، افزایش حساب‌دهی و شفافیت، کاهش اختلافات اساسی در تصمیم‌گیری و در نهایت منجر به افزایش حجم معاملات و ارزش بازار شرکت از طریق کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شد.

خورانا، موزر و رامان (۲۰۱۸: ۵۶۷) با استفاده از یک نمونه شامل ۲۱۴۰۳۰ مشاهده (شرکت - سال) از داده‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار آمریکا به مطالعه تأثیر توانمندی مدیریت بر رابطه بین اجتناب مالیاتی^{۱۴} و کارایی سرمایه‌گذاری^{۱۵} پرداخته‌اند. یافته‌ها حاکی از آن است که با افزایش اجتناب مالیاتی در شرکت‌های با توانایی مدیریت بالا (پایین)؛ افزایش (کاهش) کارایی سرمایه‌گذاری گزارش شده است. همچنین با افزایش اجتناب مالیاتی در سازمان - هایی که از حاکمیت شرکتی قوی‌تری (ضعیف‌تری) برخوردار بوده‌اند، رشد ارزش معاملات و بازده سرمایه‌گذاری بیشتری (کمتری) مشاهده شده است.

موتالا، موتالا و سائر والد (۲۰۱۷: ۱۹۲) با مطالعه ۱۰۸۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار آمریکا در طی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۳ و با استفاده از روش حداقل مربعات دو مرحله - ای^{۱۶} به بررسی تأثیر حضور مدیران عامل خارج از هیأت مدیره بر افزایش توانایی مدیریت پرداخته‌اند. نتایج حاکی از آن بود که و توانایی مدیریت از دو تئوری وابستگی به منابع و تئوری نمایندگی تأثیر می‌پذیرفت. به این صورت که، افزایش توانایی مدیریت به کیفیت هیأت مدیره و نحوه اجرای ساز و کارهای نظارت و هماهنگ‌سازی اعضای هیأت مدیره شرکت مورد نظر بستگی داشت.

کریستیانا، سپتیانا و مامداج (۲۰۱۶: ۵۱) با استفاده از مدل مارکف سوئیچینگ باضرایب اتورگرسیو^{۱۷} و مدل خود توضیح بردار^{۱۸}، رابطه تجربی بین بازده و حجم معاملات سهام ۱۲۲۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اندونزی را مورد مطالعه قرار داده‌اند. آن‌ها به رابطه مثبت بین حجم معاملات و بازدهی سهام در هنگامی که بازار رو به رشد است و قیمت

سهام روند صعودی دارد و در زمان رکود و روند نزولی قیمت‌ها دست یافتند که این رابطه فقط در بازار رو به رشد معنادار بود. همچنین علیت یک طرفه مثبت از بازدهی سهام به حجم معاملات وجود دارد و بازدهی سهام قادر به پیش‌بینی حجم معاملات است.

دلشاد و صادقی شریف (۱۳۹۷: ۹۸) نتایج پژوهش بر روی ۱۷۰ شرکت پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۵ حاکی از آن است که وجود یا عدم وجود سهامداران نهادی در میان سهامداران، تأثیر معنی‌داری بر رابطه بین بازده غیرعادی و کوتاه‌بینی مدیران نداشته و نتوانسته تأثیری معناداری بر واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران داشته باشد. علاوه بر این، کوتاه‌بینی مدیران، تأثیری معنادار و منفی بر بازدهی غیر عادی نداشته است. روحی ملکی و پاک مرام (۱۳۹۶: ۱۱۲) در این پژوهش برای سنجش محافظه‌کاری کاری شرطی از مدل بال و شیوا کومار و برای سنجش محافظه‌کاری غیرشرطی از مدل گیولی و هاین استفاده شده است. این پژوهش از نوع همبستگی بوده و جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ بوده است که با روش حذفی، ۶۸ شرکت در نمونه آماری این پژوهش قرار گرفته‌اند. آن‌ها معتقدند که محافظه‌کاری حسابداری با واکنش بازار و ارزش شرکت رابطه معنی‌داری دارد و از بین متغیرهای کنترلی وارد شده در مدل، نرخ بازده دارایی با واکنش بازار رابطه مثبت داشته و نرخ بازده دارایی و نسبت ارزش بازار به دفتری و نسبت تقدینگی با ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی‌دار دارد.

اکبری، قلبزاده و فرخنده (۱۳۹۶: ۹۷) با مطالعه اطلاعات مالی ۸۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ نشان دادند که درصد مدیران غیرموظف در رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد مالی نقش تعدیلگری ایفا می‌کند. همچنین، مدیران غیرموظف با نظارت بیشتر، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی را کاهش داده و از این طریق تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر عملکرد مالی را در شرکت‌های مورد مطالعه افزایش خواهند داد.

فرضیه‌های پژوهش

بنابراین با توجه به مطالب فوق و نیز مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین شده‌اند:

شماره فرضیه	شرح فرضیه
فرضیه اصلی ۱	ویژگی‌های مدیریت تأثیری معنادار بر حجم معاملات سهام دارد.
فرضیه فرعی ۱-۱	کوتاه‌بینی مدیران تأثیری منفی و معنادار بر حجم معاملات سهام دارد.
فرضیه فرعی ۱-۲	خوش‌بینی مدیریت تأثیری مثبت معنادار بر حجم معاملات سهام دارد.
فرضیه فرعی ۱-۳	محافظه‌کاری تأثیری منفی و معنادار بر حجم معاملات سهام دارد.
فرضیه فرعی ۱-۴	دقت پیش‌بینی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر حجم معاملات سهام دارد.
فرضیه فرعی ۱-۵	ساختار مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر حجم معاملات سهام دارد.
فرضیه فرعی ۱-۶	توانایی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر حجم معاملات سهام دارد.
فرضیه اصلی ۲	ویژگی‌های مدیریت تأثیری معنادار بر ارزش معاملات سهام دارد.
فرضیه فرعی ۲-۱	کوتاه‌بینی مدیران تأثیری منفی و معنادار بر ارزش معاملات سهام طی سال دارد.
فرضیه فرعی ۲-۲	خوش‌بینی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر ارزش معاملات سهام دارد.
فرضیه فرعی ۲-۳	محافظه‌کاری تأثیری منفی و معنادار بر ارزش معاملات سهام دارد.
فرضیه فرعی ۲-۴	دقت پیش‌بینی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر ارزش معاملات سهام دارد.
فرضیه فرعی ۲-۵	ساختار مدیریت تأثیری معنادار بر ارزش معاملات سهام دارد.
فرضیه فرعی ۲-۶	توانایی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر ارزش معاملات سهام دارد.

۳- روش‌شناسی پژوهش

گردآوری داده‌ها

به منظور تدوین مبانی نظری، روش کتابخانه‌ای و به منظور جمع‌آوری داده‌های مالی روش میدانی مورد استفاده قرار گرفته است و از منابع مختلفی از جمله لوح‌های فشرده سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نرم‌افزارهای تدبیر پرداز، ره‌آورد نوین، سایت اطلاع‌رسانی شرکت بورس و سازمان بورس استفاده شده است. برای دسته‌بندی، تلخیص و ایجاد پایگاه داده‌ها از نرم‌افزار Excel و به منظور برآورد مدل‌های رگرسیونی از نرم‌افزار Eviews نسخه ۱۰ استفاده شده و روش‌های داده‌کاوی با استفاده از نرم‌افزار SPSS Modeler نسخه ۱۸ استفاده شده است.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که اطلاعاتشان برای دوره ۱۳۸۶-۱۳۹۶ مورد بررسی قرار گرفت. نمونه انتخابی این پژوهش شامل شرکت‌هایی می‌شود که دارای شرایط زیر باشند و در حقیقت شرکت‌های مورد بررسی در این پژوهش به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده‌اند:

نام شرکت از ابتدای سال ۱۳۸۶ تا پایان سال ۱۳۹۶ در فهرست بورس درج شده باشد.

پایان سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفندماه باشد و در طی دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداده باشد. شرکت از جمله شرکت‌های فعال در بخش واسطه‌گری مالی (از قبیل بانک‌ها و شرکت‌های بیمه)، نباشد.

وقفه معاملاتی بالاتر از ۶ ماه در شرکت‌های مورد مطالعه وجود نداشته باشد.

پس از اعمال محدودیت‌ها تعداد ۱۶۵ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۶ شرایط فوق را دارا بوده و با توجه به این امر نمونه‌گیری انجام نگردیده و تمامی شرکت‌ها جهت بررسی انتخاب شده‌اند.

لازم به ذکر است که با توجه به نحوه محاسبه برخی از متغیرهای پژوهش، از اطلاعات سال ۱۳۸۵ نیز استفاده شده است.

مدل پژوهش

این پژوهش به بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر حجم و ارزش معاملات سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. به این منظور، در مرحله نخست با استفاده از مدل‌های رگرسیونی ۱ و ۲ به بررسی تأثیرگذاری هر یک از ویژگی‌های مدیریت بر متغیرهای یاد شده پرداخته شده و بر همین اساس در خصوص تأیید یا رد فرضیات اظهار نظر شده است. ویژگی‌های مدیریت مورد بررسی عبارتند از کوتاه‌بینی مدیریت، خوش‌بینی مدیریت، محافظه‌کاری مدیریت، دقت پیش‌بینی‌های مدیریت، ویژگی‌های مختلف ساختار مدیریت شرکت و در نهایت توانایی مدیریت می‌باشد. در ادامه به منظور انجام روش‌های آماری تکمیلی، با استفاده از روش‌های داده‌کاوی شامل الگوریتم شبکه‌های عصبی و درخت تصمیم C5، متغیرهای تأثیرگذار بر حجم و ارزش معاملات سهام شناسایی و الویت‌بندی گردیده است.

$$\text{VolumeH}_{it} = \alpha_0 + \alpha_i \sum_{i=i}^8 \text{MANCH}_{it} + \alpha_9 \text{Index}_t + \alpha_{10} \text{MB}_{it} + \alpha_{11} \text{SIZE}_{it} + \alpha_{12} \text{ROA}_{it} + \alpha_{13} \text{PE}_{it} + \alpha_{14} \text{lev}_{it} + \sum \text{Fixed Effects} + \varepsilon_{it} \quad (1) \text{ مدل}$$

$$\text{VolumeA}_{it} = \beta_0 + \beta_i \sum_{i=i}^8 \text{MANCH}_{it} + \beta_9 \text{Index}_t + \beta_{10} \text{MB}_{it} + \beta_{11} \text{SIZE}_{it} + \beta_{12} \text{ROA}_{it} + \beta_{13} \text{PE}_{it} + \beta_{14} \text{lev}_{it} + \sum \text{Fixed Effects} + \varepsilon_{it} \quad (2) \text{ مدل}$$

Volume H_{it}: حجم معاملات سهام؛ Volume A_{it}: ارزش معاملات سهام؛

MANCH_{it}: ویژگی‌های مورد بررسی مدیریت که شامل کوتاه‌بینی مدیریت، خوش‌بینی مدیریت، محافظه‌کاری مدیریت، دقت پیش‌بینی‌های مدیریت، ویژگی‌های مختلف ساختار مدیریت شرکت و در نهایت توانایی مدیریت می‌باشد که در ادامه نحوه سنجش آنها ذکر شده است.

MB_{it}: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت؛ SIZE_{it}: لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت؛

ROA_{it}: نسبت سود خالص به جمع دارایی‌ها؛ PE_{it}: نسبت قیمت به سود هر سهم در پایان سال.

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

متغیرهای پژوهش

متغیرهای وابسته

- ارزش معاملات سهام: بر اساس لگاریتم طبیعی مجموع ارزش معاملات سهام طی سال مالی محاسبه خواهد شد.

- حجم معاملات سهام: این متغیر نشان دهنده تعداد سهام معامله شده شرکت طی سال مالی است که برای هم مقیاس نمودن آن بر تعداد کل سهام شرکت تقسیم می‌گردد. در نهایت حجم معاملات سهام بر اساس نسبت تعداد کل سهام معامله شده در سال مالی به تعداد کل سهام شرکت مورد سنجش قرار می‌گیرد.

متغیرهای مستقل

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

- کوتاه‌بینی مدیریت: شرکت‌هایی که به طور همزمان بازدهی بیش از حد معمول و هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه‌ای کمتر از حد مورد انتظار را گزارش می‌کنند، به احتمال زیاد مشمول ویژگی مدیریت کوتاه‌بینانه خواهند بود. برای شناسایی شرکت‌های کوتاه‌بین، ابتدا لازم است سطح مورد انتظار بازده دارایی، هزینه بازاریابی و هزینه تحقیق و توسعه را برای هر شرکت در دوره زمانی پژوهش با استفاده از روابط ۱، ۲ و ۳ برآورد می‌نماییم (آندرسون و هسیو، ۱۹۸۲: ۶۳).

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

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

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

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

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

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

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

در این گروه‌ها، شرکت‌های حاضر در گروه ۱ را به عنوان شرکت‌ها دارای مدیریت کوتاه‌بین در نظر می‌گیریم چرا که با داشتن عملکرد مثبت مالی و افزایش بازده دارایی‌ها، هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه شرکت کاهش یافته است.

نگاره (۱) تفاوت موجود $(\varepsilon_{i,t})$ بین $ROA_{i,t}$ ، $Mktg_{i,t}$ و $R\&D_{i,t}$

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

خوش‌بینی مدیریت: برای سنجش خوش‌بینی مدیریت از روش‌های مبنی بر میزان سرمایه‌گذاری انجام شده استفاده می‌شود. یکی از روش‌های رایج در این خصوص انجام سرمایه‌گذاری بیشتر از رشد فروش است که به شرح رابطه ۴ مورد سنجش قرار خواهد گرفت (شراند و زچمن، ۲۰۱۲: ۳۱۹).

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

$\text{Investment}_{i,t}$: مخارج سرمایه‌ای (وجوه نقد پرداختی) جهت تحصیل یا ساخت دارایی‌های ثابت، نامشهود و سایر دارایی‌هاست؛ $\text{Sale_Growth}_{i,t-1}$: رشد فروش دوره گذشته شرکت نسبت به سال ماقبل آن.

اگر سرمایه‌گذاری آتی بیشتر از رشد فروش باشد (مقدار باقیمانده‌های $(\varepsilon_{i,t})$ رابطه ۴، مثبت باشد)، بدان معناست که سرمایه‌گذاری بیش از حد انجام شده و اگر منفی باشد بیانگر سرمایه‌گذاری کمتر از حد است. بنابراین اگر سرمایه‌گذاری بیش از حد رخ داده باشد، نشان دهنده وجود خوش‌بینی مدیریت می‌باشد و به این متغیر مقدار یک اختصاص داده خواهد شد و در غیر این صورت مقدار صفر می‌گیرد.

- **محافظه‌کاری مدیریت:** جهت سنجش محافظه‌کاری مدیریت از روش باسو (۱۹۹۷: ۲۹) به شرح رابطه‌های ۵ و ۶ استفاده خواهد شد.

$$NI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{i,t} + \beta_2 DR_{i,t} + \beta_3 DR_{i,t} \times R_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۵)}$$

$$R_{i,t} = \frac{(1+\alpha_{i,t}) \times P_{i,t} - P_{i,t-1} + D_{i,t} - M}{P_{i,t-1}} \quad \text{رابطه (۶)}$$

$NI_{i,t}$: نسبت سود هر سهم به قیمت سهام در ابتدای دوره؛ $R_{i,t}$: بازده سهام i در دوره t ؛ $P_{i,t}$: قیمت سهام i در دوره t ؛ $D_{i,t}$: سود تقسیمی سهام i در دوره t ؛ M : آورده نقدی صاحبان سهام و $\alpha_{i,t}$: نسبت افزایش سرمایه شرکت i در دوره t است.

بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر ارزش و حجم معاملات سهام؛ با تأکید بر روش‌های داده‌کاوی/۴۱

DR_{it} : متغیر مجازی است و در صورتی که بازده سهام شرکت منفی باشد، مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر می‌گیرد. در رابطه ۵ β_1 نشان دهنده سرعت تأثیرگذاری اخبار خوب بر بازده سهام می‌باشد و β_3 بیانگر سرعت نهایی فزاینده شناسایی و تأثیرگذاری اخبار بد بر بازده سهام نسبت به اخبار خوب می‌باشد. اگر مقدار این ضریب به شکل مثبت و معنادار مشاهده شود نشان دهنده آن است که سرعت تأثیرگذاری اخبار بد بر قیمت سهام بیشتر از اخبار خوب می‌باشد و به عبارتی وجود محافظه‌کاری در اطلاعات مالی را نشان می‌دهد. شاخص محافظه‌کاری به شرح رابطه ۷ اندازه‌گیری می‌شود:

$$CONSER_{i,t} = \frac{-(\beta_1 + \beta_3)}{\beta_1} \quad \text{رابطه (۷)}$$

دقت پیش‌بینی مدیریت: برای اندازه‌گیری این متغیر ابتدا خطای پیش‌بینی سود به پیروی از چن، کروسلند و لیو (۲۰۱۵: ۱۵۲۳) و فنگ، لی و مک‌وی (۲۰۰۹: ۱۹۹) به شرح رابطه ۸ به دست می‌آید:

$$MFE_{it} = \frac{|AE_{it} - FE_{it}|}{SP_{it-1}} \quad \text{رابطه (۸)}$$

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

AE_{it} : سود واقعی شرکت i در سال t ؛

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

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

سود پیش‌بینی شده در رابطه ۸، اولین سود پیش‌بینی شده حسابرسی شده شرکت است. پس از محاسبه خطای پیش‌بینی سود، دقت سود پیش‌بینی شده توسط مدیریت به شرح رابطه ۹ به پیروی از چن، کروسلند و لیو (۲۰۱۵: ۱۵۲۳) به دست می‌آید که در این رابطه MFE_{it} : دقت پیش‌بینی سود شرکت i در سال t است.

$$IMFA_{it} = (MFE_{it} - MFE_{it-1}) * -1 \quad \text{رابطه (۹)}$$

ساختار مدیریت

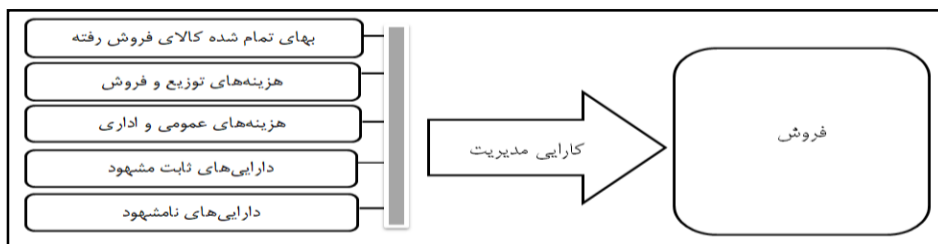
- **استقلال هیأت مدیره:** میزان استقلال هیأت مدیره از طریق نسبت تعداد اعضای غیر موظف هیأت مدیره به جمع تعداد اعضای هیأت مدیره، تعریف عملیاتی می‌شود.

- **تنوع جنسیت هیأت مدیره:** نظریه‌های مربوط به مسائل نمایندگی عنوان می‌کنند که تنوع جنسیتی در هیأت مدیره، به واسطه ایجاد دیدگاه‌های مختلف، کنترل بهتر مدیریت و تصمیم‌سازی‌هایی که منافع سهامداران را تأمین می‌کند، در پی دارد (آدامز، گری و نولند، ۲۰۱۰: ۳۳). چنانچه در سال

مورد رسیدگی در هیأت مدیره شرکت هم زنان و هم مردان حضور داشته باشند، هیأت مدیره دارای تنوع جنسیت تشخیص داده می‌شود (سعید و سامر، ۲۰۱۷: ۱۱۰۶).

- **ثبات و استحکام مدیریت:** در ابتدای دوره تصدی مدیریت، کسب تجارب و مهارت‌های لازم برای پست جدید احساس می‌شود و ثبات مدیریت با گذشت زمان ایجاد می‌گردد. لذا با توجه به مطالعات پیرس و پاتل (۲۰۱۸: ۹۱۷)، پس از طی دوره گذار که مطابق پژوهش‌های گذشته حداقل ۳ سال می‌باشد مدیریت به اقتدار و ثبات می‌رسد. در پژوهش حاضر چنانچه دوره تصدی مدیر عامل در سال مورد نظر حداقل سه سال باشد، مدیریت با ثبات تلقی می‌گردد و بدان مقدار ۱ اختصاص داده می‌شود و در غیر این صورت مقدار صفر اختصاص داده خواهد شد.

- **توانایی مدیریت:** کارایی مدیریت با استفاده از الگوی تحلیل پوششی داده‌ها^{۱۹} به شرح الگوی مفهومی و متغیرهای زیر مورد سنجش قرار می‌گیرد (دمریجان، لیو و مک‌وی، ۲۰۱۲: ۱۲۳۸).



شکل (۱): توانایی مدیریت با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها

کارایی مدیریت با استفاده از تابع تولید سنجیده می‌شود. این تابع نشان دهنده حداکثر مقدار خروجی‌هاست که با ترکیبی از مقادیر ورودی به دست می‌آید. الگوی تحلیل پوششی داده‌ها به تفکیک هر صنعت سال مورد بررسی قرار می‌گیرد. مقادیر به دست آمده از الگوی یاد شده بین ۰ تا ۱ خواهد بود که عدد یک بیانگر بالاترین کارایی مدیریت است. سپس مقادیر به دست آمده از تحلیل پوششی داده‌ها به عنوان متغیر وابسته در مدل رگرسیونی ۳ وارد می‌شود که مقادیر باقیمانده ($\varepsilon_{i,t}$) به دست آمده از مدل ۳ بیانگر توانایی مدیریت است.

$$\text{FrimEff} = \beta_0 + \beta_1 \text{Assets}_{i,t} + \beta_2 \text{MShare}_{i,t} + \beta_3 \text{PosFCF}_{i,t} + \beta_4 \text{Age}_{i,t} + \text{Year} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۳)}$$

$\text{Assets}_{i,t}$: لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت؛

$\text{MShare}_{i,t}$: سهم بازار شرکت که با استفاده از نسبت فروش شرکت به فروش صنعت مورد سنجش قرار می‌گیرد.

$\text{PosFCF}_{i,t}$: اگر جریان‌های عملیاتی مثبت باشد مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر اختصاص داده می‌شود.

بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر ارزش و حجم معاملات سهام؛ با تأکید بر روش‌های داده‌کاوی/۴۳

Age_{i,t}: لگاریتم طبیعی سن شرکت از زمان تأسیس

متغیرهای کنترلی

در این پژوهش، اثرمتغیرهای زیر را به شرح نگاره ۲ کنترل خواهیم نمود.

نگاره (۲) متغیرهای کنترلی پژوهش

عنوان متغیر	نماد	نحوه سنجش
اندازه شرکت	SIZE	لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت
ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	نسبت ارزش بازار (ارزش بازار سهام به علاوه ارزش دفتری بدهی) به ارزش دفتری شرکت (جمع دارایی‌ها).
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	نسبت سود خالص به جمع دارایی‌ها
شاخص بازار	Index	درصد تغییرات در شاخص بازار سرمایه نسبت به دوره ما قبل آن
نسبت قیمت به سود هر سهم	PE	نسبت قیمت به سود هر سهم در پایان سال
اهرم مالی	Lev	اهرم مالی که با استفاده از نسبت جمع بدهی به جمع دارایی‌ها سنجیده می‌شود.

۴- یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

در این بخش، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار، چولگی و کشیدگی انجام پذیرفته است. در مرحله نخست در برخی از متغیرهای پژوهش داده‌های پرت وجود داشته که با استفاده از تکنیک پیراسته، اقدام به حذف داده‌های پرت گردید. همچنین بررسی‌های به عمل آمده در خصوص نرمال بودن توزیع متغیر وابسته پژوهش نشان دهنده برخورداری متغیرهای حجم و ارزش معاملات سهام از توزیعی نزدیک به نرمال می‌باشد (جهت حفظ اختصار جداول آماری ارائه نگردیده است).

نگاره (۳) فراوانی متغیرهای مجازی پژوهش

متغیرهای پژوهش		فراوانی		درصد فراوانی	
عنوان	نماد	تعداد نمونه	فراوانی	درصد فراوانی	درصد فراوانی
کوتاه‌بینی مدیریت	Myopia	۱۸۱۵	۱۲۷۹	۵۳۶	۰/۷۰۵
خوش‌بینی مدیریت	Optimism	۱۸۱۵	۱۲۳۲	۵۸۳	۰/۶۷۹
تنوع جنسیتی هیأت-	Gender	۱۸۱۵	۱۷۰۸	۱۰۷	۰/۹۴۱
ثبات و استحکام	Entrench	۱۸۱۵	۹۰۵	۹۱۰	۰/۴۹۹

نگاره (۴) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

بیشینه	کمینه	ضریب کشیدگی	ضریب چولگی	انحراف معیار	میان	میانگین	تعداد نمونه	متغیرهای پژوهش	
								نماد	عنوان
۷/۴۴۴	۰/۰۴۲	۰/۳۵۶	-۰/۵۰۸	۱/۱۱۲	۴/۹۶۱	۴/۸۵۰	۱۸۱۵	Volume A	ارزش معاملات
۱/۸۷۰	۰/۰۰۱	۴/۸۵۳	۲/۲۵۳	۰/۴۱۱	۰/۱۰۵	۰/۲۸۳	۱۸۱۵	Volume H	حجم معاملات
۲۰/۳۹۸	۲۰/۶۰۷	۲/۱۹۷	-۰/۰۵۹	۷/۹۹۴	۰/۰۷۴	۰/۴۵۶	۱۸۱۵	Conser	محافظه‌کاری
۰/۴۹۱	-۰/۴۳۹	۲/۷۰۵	۰/۲۶۱	۰/۱۵۳	۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	۱۸۱۵	Correct	دقت پیش‌بینی مدیریت
۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۰/۰۲۲	-۰/۴۴۱	۰/۱۸۸	۰/۶۰۰	۰/۶۷۳	۱۸۱۵	Indep	استقلال هیأت مدیره
۰/۳۷۷	-۰/۳۷۱	-۰/۴۰۴	۰/۴۴۳	۰/۱۴۹	۰/۰۲۱	۰/۰۰۱	۱۸۱۵	Ability	توانایی مدیریت
۸/۴۰۴	۴/۲۹۱	۰/۹۲۵	۰/۶۹۹	۰/۶۶۲	۵/۹۶۳	۶/۰۲۸	۱۸۱۵	Size	اندازه شرکت
۳/۵۹۷	۰/۷۰۸	۲/۱۲۲	۱/۴۸۷	۰/۶۲۰	۱/۳۳۵	۱/۵۰۹	۱۸۱۵	MB	ارزش بازار به ارزش
۰/۴۴۰	-۰/۱۶۸	۰/۵۱۳	۰/۴۹۴	۰/۱۲۲	۰/۰۹۵	۰/۱۱۲	۱۸۱۵	ROA	نرخ بازده دارایی‌ها
۱/۰۷۷	-۰/۲۱	-۰/۷۴۵	۰/۵۵۵	۰/۴۰۰	۰/۲۴۷	۰/۲۹۰	۱۸۱۵	Index	شاخص بازار
۶۹/۵۶۷	-۹/۹۸۸	۵/۹۲۸	۲/۴۲۹	۱۶/۴۹۸	۶/۱۴۲	۱۰/۶۶۰	۱۸۱۵	PE	نسبت قیمت به سود
۱/۰۶۲	۰/۱۱۸	-۰/۲۶۶	-۰/۱۸۳	۰/۲۰۹	۰/۶۰۳	۰/۵۸۱	۱۸۱۵	lev	اهرم مالی

نتایج به دست آمده در خصوص نگاره ۳ مربوط به فراوانی متغیرهای مجازی پژوهش (متغیرهای دارای مقادیر ۰ و ۱) نشان می‌دهد که به ترتیب نزدیک به ۳۰ درصد و ۳۲ درصد از شرکت‌های نمونه دارای مدیران کوتاه‌بین و مدیران خوش‌بین بوده‌اند. همچنین درصد فراوانی متغیرهای مجازی تنوع جنسیتی هیأت مدیره و ثبات مدیریت به ترتیب برابر با ۰/۰۵۹ و ۰/۵۰۱ بوده و بیانگر آن است که در میان شرکت‌های بررسی شده، فقط در ۶ درصد این شرکت‌ها، زنان در هیأت مدیره شرکت حضور داشته‌اند و مدیر عامل شرکت طی حداقل سه سال دوره تصدی مدیریت شرکت را بر عهده داشته است.

همانطور که در نگاره ۴ مربوط به آمار توصیفی متغیرهای کمی می‌توان مشاهده نمود، میانگین متغیر ارزش و حجم معاملات سهام به ترتیب برابر با ۴/۸۵۰ و ۰/۲۸۳ است که گردش سهام نسبتاً پایینی را نشان می‌دهد. میانگین متغیر محافظه‌کاری برابر با ۰/۴۵۶ می‌باشد که هرچه این مقدار بزرگتر باشد، نشان دهنده محافظه‌کاری اعمال شده بالاتر مدیریت است. میانگین متغیر دقت پیش‌بینی مدیریت برابر با ۰/۰۰۱ است که بهبود اندک در دقت مدیریت در پیش‌بینی سود را بیان می‌کند.

دیگر نتایج حاکی از آن است که حدود ۶۷ درصد اعضای هیأت مدیره شرکت‌ها از اعضای غیر موظف و مستقل تشکیل شده است. بر اساس نتایج به دست آمده میانگین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری در میان شرکت‌های بررسی شده برابر با ۱/۵۰۹ است و در شرکت‌های نمونه ارزش بازار نزدیک به ۵۰ درصد بیشتر از ارزش دفتری بوده است.

سایر یافته‌ها نشان می‌دهند که نرخ بازده دارایی‌ها در شرکت‌های نمونه برابر با ۰/۱۱۲ بوده و بیانگر آن است که بازدهی کسب شده در شرکت‌های بررسی شده نزدیک به ۱۱ درصد جمع

بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر ارزش و حجم معاملات سهام؛ با تأکید بر روش‌های داده‌کاوی/۴۵

دارایی این شرکت‌ها بوده است. همچنین میانگین نسبت قیمت به سود هر سهم در شرکت‌های نمونه برابر با ۱۰/۶۶۰ است. این نتیجه نشان دهنده آن است که قیمت سهام در شرکت‌های نمونه بیش از ۱۰ برابر سود هر سهم آن‌ها بوده که نتیجه قابل توجهی است. میانگین درصد تغییرات شاخص بازار برابر با ۲۹۰/۰ است و بیانگر بازدهی بازار ۲۹ درصدی است. دیگر یافته‌ها نشان می‌دهد که میانگین اهرم مالی شرکت برابر با ۵۸۱/۰ است و این بدان معناست که حدود ۵۸ درصد منابع مالی شرکت‌ها از محل بدهی و استقراض تأمین شده است.

یافته‌های پژوهش

قبل از تخمین مدل پژوهش ابتدا بررسی‌های لازم در خصوص پیش‌فرض‌های رگرسیون صورت گرفته و نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که متغیر وابسته پژوهش و مقادیر باقیمانده مدل (خطاها) از توزیع نرمال برخوردار بوده است. بررسی‌های لازم در خصوص وضعیت همسانی واریانس‌های مدل پژوهش با استفاده از آزمون بروش - پاگان انجام گرفت و با توجه به عدم همسانی واریانس - ها از روش حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده گردیده است. در ادامه جهت کسب اطمینان از عدم وجود رگرسیون کاذب و روابط غیرعادی بین متغیرها، با استفاده از آزمون ریشه واحد دیکی و فولر تعمیم یافته^{۲۰} و آزمون همگرایی انجل-گرانجر^{۲۱} و آماره تاو به بررسی مانایی و همگرایی متغیرهای پژوهش پرداخته شد و نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که متغیرهای پژوهش دارای مانایی (ایستایی) هستند و رابطه بین متغیرها به صورت منطقی (غیرکاذب) وجود داشته و روابط غیرعادی و رگرسیون کاذب وجود نداشته است.

در این پژوهش سعی شده تا با استفاده از رویکرد داده‌های ترکیبی (پانل) به بررسی وجود رابطه و تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر حجم و ارزش معاملات سهام در شرکت‌های نمونه پرداخته شود. برای آزمون تأثیر متغیرهای مستقل بر حجم و ارزش معاملات سهام شرکت‌ها با استفاده از مدل رگرسیون مبتنی بر داده‌های ترکیبی، قبل از هر چیز ابتدا آزمون‌های F (لیمر) و سپس آزمون هاسمن جهت تعیین الگوی مناسب جهت برازش مدل انجام شده که نتایج این آزمون‌ها به شرح بخش پایانی جدول ۵ می‌باشد. نتایج آزمون لیمر نشان می‌دهد که مقدار آماره این آزمون در بخش نخست برابر با ۱۲/۵۰۵ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰ می‌باشد و این بدان معناست که مدل پژوهش دارای اثرات ثابت است. نتایج آزمون هاسمن که جهت بررسی نوع اثرات ثابت انجام گرفته نشان دهنده غیرتصادفی بودن این اثرات ثابت است و نتیجه به دست آمده بیانگر وجود اثرات ثابت غیر تصادفی در این مدل پژوهش است. یافته‌های به دست آمده در بخش دوم ننگاره ۵ حاکی از آن است که الگوی مدل دارای اثرات ثابت بوده و نتایج بررسی تصادفی بودن اثرات ثابت بیانگر وجود اثرات ثابت غیرتصادفی می‌باشد. بنابراین هر دو مدل پژوهش با استفاده از الگوی اثرات ثابت غیرتصادفی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته که نتایج به دست آمده به شرح بخش‌های زیر می‌باشد.

نگاره (۵) نتایج تأثیر متغیرهای پژوهش بر حجم و ارزش معاملات سهام

عامل تورم واریانس	ارزش معاملات سهام			حجم معاملات سهام			نماد	متغیرهای پژوهش
	سطح معناداری	آماره t	ضریب	سطح معناداری	آماره t	ضریب		
-	۰/۰۰۰	-۱۰/۷۷۹	-۵/۱۵۵	۰/۰۰۰	-۳/۷۴۵	-۰/۵۱۰	C	عرض از مبدأ
۱/۲۶۶	۰/۰۰۰	-۳/۷۵۷	-۰/۰۹۲	۰/۲۸۶	-۱/۰۶۸	-۰/۰۰۶	Myopia	کوته‌بینی مدیریت
۱/۰۸۱	۰/۰۲۰	۲/۳۲۹	۰/۰۶۴	۰/۴۳۵	۰/۷۸۱	۰/۰۰۶	Optimism	خوش‌بینی مدیریت
۱/۰۱۱	۰/۰۴۱	-۲/۰۴۳	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۹	-۲/۶۰۰	-۰/۰۰۱	Conser	محافظه‌کاری مدیریت
۱/۰۴۲	۰/۱۷۱	۱/۳۶۸	۰/۰۸۰	۰/۰۰۱	۳/۴۷۶	۰/۰۶۳	Correct	دقت پیش‌بینی مدیریت
۱/۰۶۱	۰/۴۱۷	۰/۸۱۲	۰/۰۸۸	۰/۲۸۴	-۱/۰۷۲	-۰/۰۲۸	Indep	استقلال هیأت‌مدیره
۱/۰۱۵	۰/۹۹۳	-۰/۰۰۹	-۰/۰۰۱	۰/۲۰۵	۱/۲۶۹	۰/۰۲۲	GenDiv	تنوع جنسیتی هیأت‌مدیره
۱/۰۳۰	۰/۱۹۰	-۱/۳۱۲	-۰/۰۳۰	۰/۷۹۸	-۰/۲۵۶	-۰/۰۰۲	Entrench	ثبات و استحکام مدیریت
۱/۰۴۷	۰/۰۳۰	۲/۱۶۸	۲/۶۵۸	۰/۳۰۹	۱/۰۱۹	۰/۳۰۷	Ability	توانایی مدیریت
۱/۰۵۰	۰/۰۵۷	۱/۹۰۷	۰/۰۴۲	۰/۰۱۸	۲/۳۷۷	۰/۰۱۳	Index	شاخص بازار
۱/۳۸۱	۰/۰۰۰	۱۷/۲۱۷	۰/۴۸۸	۰/۰۰۰	۷/۱۱۳	۰/۰۶۰	MB	ارزش بازار به ارزش دفتری
۱/۰۶۸	۰/۰۰۰	۲۰/۷۴۷	۱/۶۰۶	۰/۰۰۰	۵/۷۰۹	۰/۱۳۱	Size	اندازه شرکت
۲/۳۱۰	۰/۳۱۸	۰/۹۹۹	۰/۱۷۹	۰/۰۶۲	۱/۸۶۹	۰/۱۱۰	ROA	نرخ بازده دارایی‌ها
۱/۱۰۰	۰/۹۱۰	۰/۱۱۳	۰/۰۰۱	۰/۷۸۶	۰/۲۷۱	۰/۰۰۱	PE	نسبت قیمت به سود
۱/۶۹۶	۰/۰۰۰	-۶/۲۰۲	-۰/۷۷۳	۰/۰۵۵	-۱/۹۲۳	-۰/۰۷۷	Lev	اهرم مالی
			۰/۰۰۰	۴۵/۱۶۹	۰/۰۰۰	۱۳/۹۱۱		آزمون F / سطح معناداری
			۲/۰۳۰	۰/۸۶۱	۲/۱۲۰	۰/۶۵۶		ضریب تعیین / آماره دوربین - واتسون
			۰/۰۰۰	۱۲/۵۰۵	۰/۰۰۰	۹/۵۳۳		آزمون F لیمر / سطح معناداری
			۰/۰۰۰	۱۴۶/۰۷۷	۰/۰۰۰	۱۹۵/۴۵۲		آزمون هاسمن / سطح معناداری

مقدار آماره F مدل در هر دو بخش نگاره ۵ نشان دهنده معناداری مدل است و این بیانگر آن است که بین متغیرهای پژوهش رابطه معناداری وجود دارد و مدل پژوهش معنادار است. علاوه بر این؛ ضریب تعیین مدل در بخش‌های مختلف به ترتیب نزدیک به ۶۶ و ۸۶ درصد بوده است. علاوه بر این؛ نتایج به دست آمده در خصوص آماره دوربین واتسون بیانگر عدم همبستگی باقیمانده‌ها و تأیید یکی دیگر از فرض‌های رگرسیون است. همچنین آزمون تورم واریانس، جهت بررسی وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل انجام گرفته که حاکی از عدم وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش است.

- متغیر کوته‌بینی مدیریت تأثیری منفی اما بی‌معنا بر حجم معاملات سهام داشته است (با توجه به اینکه مقدار آماره t و سطح معناداری به دست آمده به ترتیب برابر با ۱/۰۶۸- و ۰/۲۸۶ بوده است). این نتیجه نشان می‌دهد که با افزایش کوته‌بینی مدیریت از میزان حجم معاملات سهام شرکت‌های بررسی شده کاسته شده هرچند که این کاهش از لحاظ آماری معنادار نیست. دیگر نتایج حاکی از آن است که کوته‌بینی مدیریت تأثیری منفی و معنادار بر ارزش معاملات سهام

بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر ارزش و حجم معاملات سهام؛ با تأکید بر روش‌های داده‌کاوی/۴۷

داشته است (با توجه به اینکه مقدار آماره t و سطح معناداری به دست آمده به ترتیب برابر با $۳/۷۵۷$ - و $۰/۰۰۰$ بوده است). نتایج به دست آمده بیانگر آن است که بازار سرمایه با کاهش حجم و ارزش معاملات سهام شرکت نسبت به کوتاه‌بینی مدیریت واکنش منفی نشان داده اما این واکنش صرفاً در خصوص ارزش سهام از معناداری لازم برخوردار بوده است. یافته‌ها نشان می‌دهند که:

✓ فرضیه فرعی ۱-۱ مبنی بر اینکه کوتاه‌بینی مدیریت تأثیری منفی و معنادار بر حجم معاملات سهام داشته است، در سطح اطمینان ۹۵% رد می‌شود.

✓ فرضیه فرعی ۱-۲ مبنی بر اینکه کوتاه‌بینی مدیریت تأثیری منفی و معنادار بر ارزش معاملات سهام داشته است، در سطح اطمینان ۹۵% تأیید می‌شود.

- نتایج به دست آمده در خصوص متغیر خوش‌بینی مدیریت نشان می‌دهد که این متغیر تأثیری مثبت و بی‌معنا بر حجم معاملات سهام داشته است (با توجه به اینکه مقدار آماره t و سطح معناداری به دست آمده به ترتیب برابر با $۰/۷۸۱$ و $۰/۴۳۵$ بوده است). یافته‌ها حاکی از آن است که با افزایش خوش‌بینی مدیریت بر میزان حجم معاملات سهام افزوده شده اما این افزایش از لحاظ آماری فاقد معناداری است. سایر نتایج نشان دهنده‌ی آن است که خوش‌بینی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر ارزش معاملات سهام داشته و ارزش معاملات سهام در شرکت‌های دارای مدیریت خوش‌بین افزایش یافته و بدین ترتیب بازار سرمایه با افزایش ارزش معاملات سهام به وجود خوش‌بینی مدیریت واکنش نشان داده است. یافته‌های به دست آمده بیانگر آن است که:

✓ فرضیه فرعی ۱-۲ پژوهش مبنی بر اینکه خوش‌بینی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر حجم معاملات سهام داشته است، در سطح اطمینان ۹۵% رد می‌شود.

✓ فرضیه فرعی ۲-۲ پژوهش مبنی بر اینکه خوش‌بینی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر ارزش معاملات سهام داشته است، در سطح اطمینان ۹۵% مورد تأیید قرار می‌گیرد.

- متغیر محافظه‌کاری تأثیری منفی و معنادار بر حجم معاملات سهام داشته است (با توجه به اینکه مقدار آماره t و سطح معناداری به دست آمده به ترتیب برابر با $۲/۶۰۰$ - و $۰/۰۰۹$ بوده است). این نتیجه بیانگر آن است که با افزایش اعمال محافظه‌کاری از میزان حجم معاملات سهام طی سال مالی مورد نظر در شرکت‌های بررسی شده کاسته شده است. علاوه بر این؛ نتایج به دست آمده بیانگر تأثیرگذاری منفی و معنادار متغیر محافظه‌کاری بر ارزش معاملات سهام بوده است. این نتیجه حاکی از آن است که بازار سرمایه از طریق کاهش حجم و ارزش معاملات سهام واکنشی معنادار نسبت به میزان محافظه‌کاری مدیریت داشته و در شرکت‌های با محافظه‌کاری بالاتر، حجم و ارزش معاملات سهام کاهش یافته است. نتایج بیان می‌دارند که:

✓ فرضیه فرعی ۱-۳ پژوهش مبنی بر اینکه محافظه‌کاری تأثیری منفی و معنادار بر حجم معاملات سهام داشته است، در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود.

✓ فرضیه فرعی ۲-۳ پژوهش مبنی بر اینکه محافظه‌کاری تأثیری منفی و معنادار بر ارزش معاملات سهام داشته است، در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود.

- مقدار آماره t و سطح معناداری به دست آمده در خصوص متغیر دقت پیش‌بینی مدیریت نشان می‌دهد که این متغیر تأثیر مثبت و معناداری بر حجم معاملات سهام داشته است و با افزایش دقت پیش‌بینی مدیریت بر میزان حجم معاملات به شکل معناداری افزوده شده است. این نتیجه بیان می‌دارد که حجم معاملات سهام با افزایش دقت پیش‌بینی مدیریت افزایش یافته و شرکت‌های با دقت پیش‌بینی بالاتر، حجم معاملات سهام بالاتری داشته‌اند. همچنین؛ دقت پیش‌بینی مدیریت تأثیری مثبت اما بی‌معنا بر ارزش معاملات سهام داشته است (با توجه به اینکه مقدار آماره t و سطح معناداری به دست آمده به ترتیب برابر با $۱/۳۶۸$ و $۰/۱۷۱$ بوده است). به عبارت دیگر، بازار سرمایه با افزایش ارزش معاملات سهام نسبت به افزایش دقت پیش‌بینی مدیریت واکنش نشان داده هر چند که این واکنش از معناداری لازم برخوردار نیست. یافته‌ها حاکی از آن است که:

✓ فرضیه فرعی ۱-۴ پژوهش مبنی بر اینکه دقت پیش‌بینی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر حجم معاملات سهام داشته است، در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار می‌گیرد.

✓ فرضیه فرعی ۲-۴ پژوهش مبنی بر اینکه دقت پیش‌بینی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر ارزش معاملات سهام داشته است، در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

- نتایج به دست آمده در خصوص تأثیرگذاری مجموعه متغیرهای ساختار مدیریت شامل استقلال هیأت مدیره، تنوع جنسیتی هیأت مدیره و متغیر ثبات و استحکام مدیریت بر حجم معاملات سهام نشان می‌دهد که تأثیر این متغیرها به ترتیب به صورت منفی، مثبت و منفی بوده هر چند که تأثیر هیچ یک از این متغیرها بر حجم معاملات سهام معنادار نیست. دیگر نتایج به دست آمده در خصوص تأثیرگذاری متغیرهای ساختار مدیریت بر ارزش معاملات سهام بیانگر عدم تأثیرگذاری معنادار این متغیرها بر ارزش معاملات سهام می‌باشد. مجموعه یافته‌های به دست آمده نشان می‌دهد که بازار سرمایه از طریق حجم و ارزش معاملات سهام واکنش معناداری نسبت به ساختار مدیریت شرکت نشان نداده است. نتایج بیانگر آن هستند که:

✓ فرضیه فرعی ۱-۵ پژوهش مبنی بر اینکه ساختار مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر حجم معاملات سهام دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

✓ فرضیه فرعی ۲-۵ پژوهش مبنی بر اینکه ساختار مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر ارزش معاملات سهام دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر ارزش و حجم معاملات سهام؛ با تأکید بر روش‌های داده‌کاوی/۴۹

- متغیر توانایی مدیریت، تأثیری مثبت اما بی‌معنا بر حجم معاملات سهام داشته است (با توجه به اینکه مقدار آماره t و سطح معناداری به دست آمده به ترتیب برابر با $۱/۰۱۹$ و $۰/۳۰۹$ بوده است). این نتیجه بیان می‌دارد که با افزایش توانایی مدیریت بر میزان حجم معاملات سهام در شرکت‌های بررسی شده افزوده شده هر چند که این افزایش از لحاظ آماری معنادار نیست. سایر یافته‌ها حاکی از آن است که توانایی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر ارزش معاملات سهام داشته و این بدان معناست که بازار سرمایه از طریق افزایش معنادار ارزش معاملات سهام واکنش مثبت و معناداری نسبت به توانایی مدیریت نشان داده است. یافته‌های به دست آمده نشان می‌دهند که :

✓ فرضیه فرعی ۱-۶ پژوهش مبنی بر اینکه توانایی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر حجم معاملات سهام دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

✓ فرضیه فرعی ۲-۶ پژوهش مبنی بر اینکه توانایی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر ارزش معاملات سهام دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار می‌گیرد.

نتایج به دست آمده از متغیرهای کنترلی بررسی شده نشان می‌دهد که شاخص بازار سرمایه تأثیری مثبت و معنادار بر حجم و ارزش معاملات سهام شرکت‌های بررسی شده داشته و با افزایش شاخص بازار سرمایه که به معنای افزایش بازدهی بازار می‌باشد، بر میزان حجم و ارزش معاملات سهام شرکت‌های نمونه افزوده شده است. دیگر نتایج حاکی از آن است که نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت که بیانگر فرصت‌های رشد شرکت می‌باشد، تأثیری مثبت و معنادار بر حجم و ارزش معاملات سهام داشته و بیانگر آن است که حجم و ارزش معاملات سهام در شرکت‌های دارای ارزش بازار بالاتر، به شکل قابل توجهی بیشتر بوده است. نتایج به دست آمده همچنین نشان می‌دهد که اندازه شرکت تأثیری مثبت و معنادار بر حجم و ارزش معاملات سهام داشته و در شرکت‌های بزرگتر، حجم سهام بیشتری معامله شده و ارزش معاملاتی سهام بالاتری ثبت شده است. علاوه بر این؛ یافته‌های به دست آمده بیانگر تأثیرگذاری منفی و معنادار اهرم مالی بر حجم و ارزش معاملات سهام بوده است و نشان می‌دهد که با افزایش اهرم مالی از میزان حجم و ارزش معاملات سهام کاسته شده است.

در نگاره ۶ نتایج به دست آمده از فرضیات پژوهش ارائه شده است. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که از شش فرضیه فرعی زیر مجموعه فرضیه اصلی نخست پژوهش، دو فرضیه فرعی تأیید و چهار فرضیه فرعی رد شده و این نتیجه نشان می‌دهد که فرضیه اصلی نخست مبنی بر اینکه ویژگی‌های مدیریت تأثیری معنادار بر حجم معاملات دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود. سایر نتایج به دست آمده بیانگر آن هستند که از مجموع شش فرضیه فرعی زیر مجموعه فرضیه اصلی دوم پژوهش، چهار فرضیه فرعی تأیید و دو فرضیه فرعی رد شده و این بدان

معناست که فرضیه اصلی دوم پژوهش مبنی بر اینکه ویژگی‌های مدیریت تأثیری معنادار بر حجم معاملات دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود.

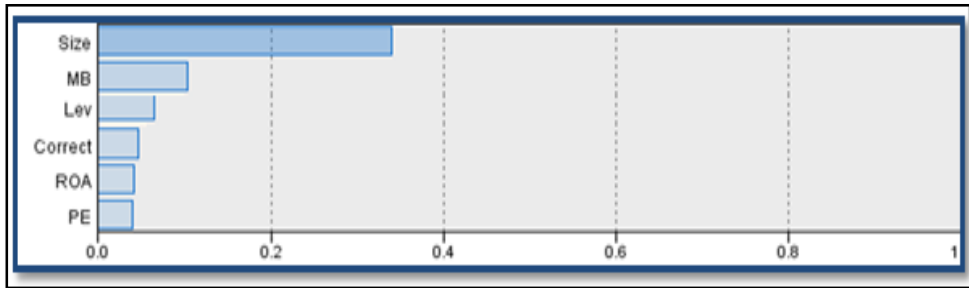
نگاره (۶) نتایج به دست آمده از فرضیه‌های پژوهش

شماره فرضیه	شرح فرضیه	نتیجه فرضیه
فرضیه اصلی ۱	ویژگی‌های مدیریت تأثیری معنادار بر حجم معاملات سهام دارد.	تأیید فرضیه
فرضیه فرعی ۱-۱	کوته‌بینی مدیران تأثیری منفی و معنادار بر حجم معاملات سهام دارد.	رد فرضیه
فرضیه فرعی ۱-۲	خوش‌بینی مدیریت تأثیری مثبت معنادار بر حجم معاملات سهام دارد.	رد فرضیه
فرضیه فرعی ۱-۳	محافظه‌کاری تأثیری منفی و معنادار بر حجم معاملات سهام دارد.	تأیید فرضیه
فرضیه فرعی ۱-۴	دقت پیش‌بینی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر حجم معاملات سهام دارد.	تأیید فرضیه
فرضیه فرعی ۱-۵	ساختار مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر حجم معاملات سهام دارد.	رد فرضیه
فرضیه فرعی ۱-۶	توانایی مدیریت تأثیر مثبت و معنادار بر حجم معاملات سهام دارد.	رد فرضیه
فرضیه اصلی ۲	ویژگی‌های مدیریت تأثیری معنادار بر ارزش معاملات سهام دارد.	تأیید فرضیه
فرضیه فرعی ۲-۱	کوته‌بینی مدیران تأثیری منفی و معنادار بر ارزش معاملات سهام طی سال دارد.	تأیید فرضیه
فرضیه فرعی ۲-۲	خوش‌بینی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر ارزش معاملات سهام دارد.	تأیید فرضیه
فرضیه فرعی ۲-۳	محافظه‌کاری تأثیری منفی و معنادار بر ارزش معاملات سهام دارد.	تأیید فرضیه
فرضیه فرعی ۲-۴	دقت پیش‌بینی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر ارزش معاملات سهام دارد.	رد فرضیه
فرضیه فرعی ۲-۵	ساختار مدیریت تأثیری معنادار بر ارزش معاملات سهام دارد.	رد فرضیه
فرضیه فرعی ۲-۶	توانایی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر ارزش معاملات سهام دارد.	تأیید فرضیه

نتایج به دست آمده از روش‌های داده‌کاوی (آزمون‌های تکمیلی)

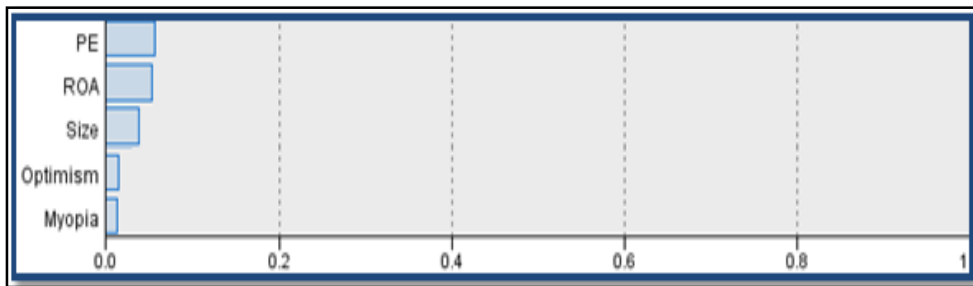
در این بخش با استفاده از مدل‌های داده‌کاوی شامل مدل شبکه‌های عصبی و درخت تصمیم مجدداً به بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیریت و متغیرهای کنترلی بر متغیرهای وابسته پژوهش شامل حجم و ارزش معاملات سهام پرداخته شده است که نتایج به دست آمده به شرح بخش‌های زیر می‌باشد. در مدل‌های داده‌کاوی با توجه به سطح اهمیت تعیین شده (در این پژوهش ۹۵٪) متغیرهای پژوهش به متغیرهای با اهمیت و متغیرهای بی‌اهمیت شده تفکیک شده و سپس نسبت به کنارگذاری متغیرهایی که به عنوان بی‌اهمیت شناسایی شده، اقدام گردیده است. در ادامه مجموعه داده‌های پژوهش به دو گروه آموزشی و آزمون تقسیم‌بندی شده تا با استفاده از آن میزان تأثیرگذاری بر متغیرهای وابسته پژوهش، اولویت‌بندی تأثیرگذاری آن‌ها مشخص گردد. در نمودارهای زیر متغیرهای تأثیرگذار (شامل متغیرهای مستقل و کنترلی) بر ارزش و حجم معاملات سهام که بر اساس الگوریتم شبکه‌های عصبی مورد شناسایی قرار گرفته ارائه شده است.

بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر ارزش و حجم معاملات سهام؛ با تأکید بر روش‌های داده‌کاوی/۵۱



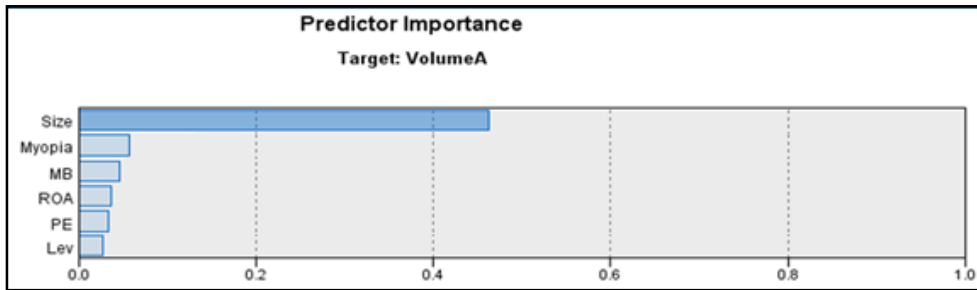
نمودار (۱): متغیرهای دارای تأثیر معنادار بر ارزش معاملات سهام

نمودار ۱، نشان‌دهنده متغیرهای دارای تأثیر معنادار بر ارزش معاملات سهام بوده است (متغیرهای فاقد تأثیرگذاری معنادار نمایش داده نمی‌شود). نتایج به دست آمده از مدل شبکه‌های عصبی نشان می‌دهد که از میان ویژگی‌های مدیریت، صرفاً متغیر دقت پیش‌بینی مدیریت دارای تأثیر معنادار بر ارزش معاملات سهام بوده و تأثیر سایر ویژگی‌های مدیریت به صورت معنادار نبوده است. یافته‌ها حاکی از آن است که بیشترین تأثیرگذاری بر ارزش معاملات سهام به ترتیب مربوط به متغیرهای اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و اهرم مالی شرکت می‌باشد.

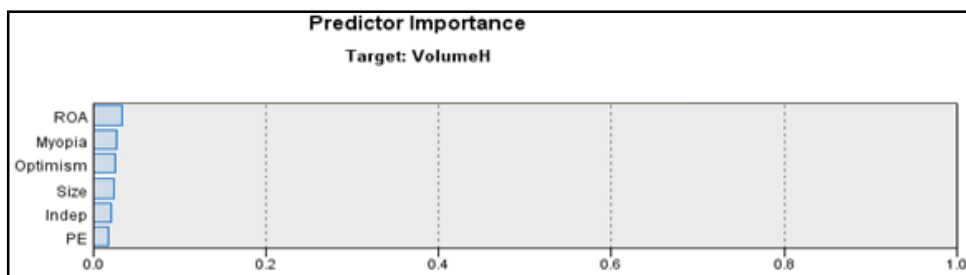


نمودار (۲): متغیرهای دارای تأثیر معنادار بر معیار حجم معاملات سهام

نتایج به دست آمده از نمودار ۲ نشان می‌دهد که از میان ویژگی‌های مدیریت، ویژگی‌های خوش-بینی مدیریت و کوتاه‌بینی تأثیری معنادار بر حجم معاملات سهام داشته و تأثیر دیگر ویژگی‌های مدیریت به صورت معنادار مشاهده نشده است. سایر یافته‌ها حاکی از آن است که بیشترین تأثیرگذاری بر حجم معاملات سهام به ترتیب مربوط به نسبت قیمت به سود هر سهم و نرخ بازده دارایی‌ها می‌باشد.



نمودار (۳): متغیرهای تأثیرگذار بر معیار ارزش معاملات سهام بر اساس الگوریتم درخت تصمیم C5 یافته‌های نمودار ۳ حاکی از آن است که بر اساس الگوریتم درخت تصمیم و از میان ویژگی‌های مدیریت، صرفاً ویژگی کوتاه‌بینی مدیریت تأثیری معنادار بر ارزش معاملات سهام داشته و سایر ویژگی‌های مدیریت جزء متغیرهای تأثیرگذار بر متغیر یاد شده نبوده است. نتایج به دست آمده از مدل درخت تصمیم در خصوص متغیرهای دارای بالاترین تأثیرگذاری بر ارزش معاملات سهام نشان می‌دهد که اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری به ترتیب بیشترین تأثیرگذاری را بر ارزش معاملات سهام داشته‌اند.

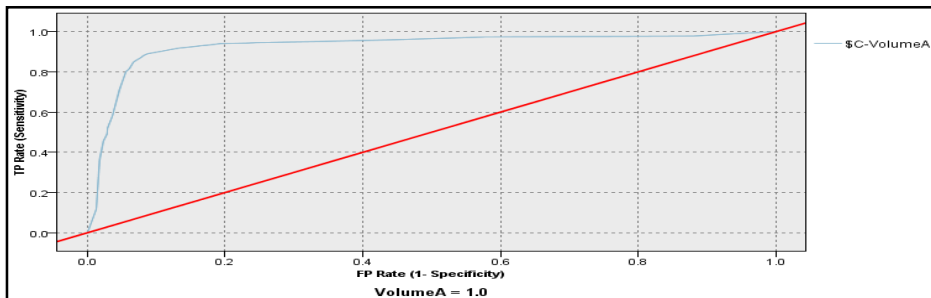


نمودار (۴): متغیرهای تأثیرگذار بر متغیر معیار حجم معاملات سهام بر اساس الگوریتم درخت تصمیم C5 یافته‌های نمودار ۴ حاکی از آن است که بر اساس الگوریتم درخت تصمیم و از میان ویژگی‌های مدیریت، ویژگی‌های کوتاه‌بینی مدیریت، خوش‌بینی مدیریت و استقلال هیأت مدیره تأثیری معنادار بر حجم معاملات سهام داشته و سایر ویژگی‌های مدیریت جزء متغیرهای تأثیرگذار بر حجم معاملات سهام، نبوده‌اند. نتایج به دست آمده از مدل درخت تصمیم در خصوص متغیرهای دارای بالاترین تأثیرگذاری بر حجم معاملات سهام نشان می‌دهد که متغیر نرخ بازده دارایی‌ها بیشترین تأثیرگذاری را بر حجم معاملات سهام داشته است.

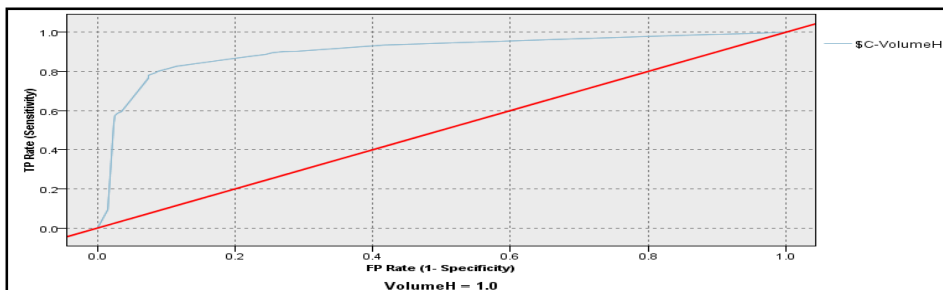
در پژوهش‌های مربوط به مدل‌سازی و داده‌کاوی مبتنی بر الگوریتم درخت تصمیم، جهت سنجش میزان دقت مدل و پیش‌بینی صورت گرفته از منحنی مشخصه سیستم عملکرد^{۲۲} استفاده می‌شود که هر چقدر سطح زیر منحنی به سمت شمال غربی و عدد یک تمایل پیدا کند، بیانگر دقت خوب مدل است و هر چقدر به سمت جنوب غربی و عدد $0/5$ متمایل گردد بیانگر دقت کمتر و

بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر ارزش و حجم معاملات سهام؛ با تأکید بر روش‌های داده‌کاوی/۵۳

پیش‌بینی نامناسب مدل است. لذا منحنی مشخصه سیستم عملکرد جهت شناسایی متغیرهای تأثیرگذار بر معیار ارزش و حجم معاملات سهام به شرح نمودارهای ۵ و ۶ نشان داده شده است.



نمودار (۵): منحنی مشخصه سیستم عملکرد جهت شناسایی متغیرهای تأثیرگذار بر معیار ارزش معاملات سهام منحنی مشخصه سیستم عملکرد به دست آمده در خصوص شناسایی متغیرهای تأثیرگذار بر ارزش معاملات سهام نشان می‌دهد که این منحنی‌ها به سمت شمال غربی و عدد یک متمایل بوده (نزدیک به ۰/۸۵) و بیانگر آن است که مدل از اعتبار مناسبی برخوردار بوده است.



نمودار ۶. منحنی مشخصه سیستم عملکرد جهت شناسایی متغیرهای تأثیرگذار بر متغیر معیار حجم معاملات سهام منحنی مشخصه سیستم عملکرد به دست آمده در خصوص شناسایی متغیرهای تأثیرگذار بر حجم معاملات سهام نشان می‌دهد که این منحنی‌ها به سمت شمال غربی و عدد یک متمایل بوده (نزدیک به ۰/۸۰) و بیانگر آن است که مدل از اعتبار مناسبی برخوردار بوده است. مجموع نتایج به دست آمده از هر دو روش داده‌کاوی به کارگیری شده مطابق جدول ۷ نشان دهنده آن است که تعداد اندکی از ویژگی‌های مدیریت، تأثیری معنادار بر ارزش و حجم معاملات سهام داشته و دیگر ویژگی‌های کنترلی پژوهش، متغیرهای اندازه شرکت، نسبت قیمت به سود و نرخ بازده دارایی‌ها بیشترین تأثیرگذاری را بر ارزش و حجم معاملات سهام داشته است.

نگاره (۶) تأثیر متغیرهای پژوهش بر ارزش و حجم معاملات سهام با استفاده از مدل‌های داده‌کاوی

عوامل تأثیرگذاری بر حجم معاملات سهام		عوامل تأثیرگذاری بر ارزش معاملات سهام		نماد	متغیرهای پژوهش
درخت تصمیم	شبکه‌های عصبی	درخت تصمیم	شبکه‌های عصبی		
*	*	*	-	Myopia	کوتاه‌بینی مدیریت
*	*	-	-	Optimism	خوش‌بینی مدیریت
-	-	-	-	Conser	محافظه‌کاری مدیریت
-	-	-	*	Correct	دقت پیش‌بینی مدیریت
*	-	-	-	Indep	استقلال هیأت‌مدیره
-	-	-	-	GenDiv	تنوع جنسیتی هیأت‌مدیره
-	-	-	-	Entrench	ثبات و استحکام مدیریت
-	-	-	-	Ability	توانایی مدیریت
-	-	*	*	MB	ارزش بازار به ارزش دفتری
*	*	*	*	Size	اندازه شرکت
*	*	*	*	ROA	نرخ بازده دارایی‌ها
-	-	*	*	Lev	اهرم مالی
*	*	*	*	PE	نسبت قیمت به سود
-	-	-	-	Index	شاخص بازار

* دارای تأثیرگذاری معنادار - فاقد تأثیرگذاری معنادار

۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

این پژوهش در پی بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر ارزش و حجم معاملات سهام؛ با استفاده از روش‌های مختلف آماری همچون مدل‌های رگرسیونی چندمتغیره و روش‌های داده‌کاوی شامل مدل شبکه‌های عصبی و درخت تصمیم بوده است. برای دستیابی به هدف پژوهش، تعداد ۱۶۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۶ انتخاب شده و روش آزمون فرضیه‌ها، مدل رگرسیون چندمتغیره در مجموعه داده‌های ترکیبی می‌باشد. یافته‌های به دست آمده از مدل‌های رگرسیونی پژوهش بیانگر آن است که ویژگی‌های مدیریت تأثیری معنادار بر ارزش معاملات سهام شرکت‌های بررسی شده داشته است اما تأثیر این ویژگی‌ها بر حجم معاملات سهام در اکثر موارد به صورت بی‌معنا مشاهده شده است. این نتیجه بیان می‌دارد که بازار سرمایه از طریق ارزش معاملات سهام انجام شده نسبت به ویژگی‌های مختلف مدیریت واکنش معنادار نشان داده است. نتایج به دست آمده حاکی از آن است که ویژگی محافظه‌کاری مدیریت و دقت پیش‌بینی مدیریت تأثیری معنادار بر حجم معاملات سهام داشته اما سایر ویژگی‌ها از تأثیرگذاری قابل توجه برخوردار نبوده‌اند. علاوه بر این؛ ویژگی‌های کوتاه‌بینی، خوش‌بینی،

بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر ارزش و حجم معاملات سهام؛ با تأکید بر روش‌های داده‌کاوی/۵۵

محافظه‌کاری و توانایی مدیریت ارزش معاملات سهام را به شکلی معنادار تحت تأثیر قرار داده است.

نتایج به دست آمده از مدل شبکه‌های عصبی بیانگر آن است که از میان ویژگی‌های مدیریت، صرفاً ویژگی دقت پیش‌بینی مدیریت دارای تأثیر معنادار بر ارزش معاملات سهام بوده و متغیرهای خوش‌بینی و کوتاه‌بینی مدیریت تأثیری معنادار بر حجم معاملات سهام داشته است و تأثیر سایر ویژگی‌های مدیریت به صورت معنادار نبوده است. یافته‌ها حاکی از آن است که بیشترین تأثیرگذاری بر ارزش معاملات سهام به ترتیب مربوط به متغیرهای اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت بوده و بیشترین تأثیرگذاری بر حجم معاملات سهام به ترتیب مربوط به متغیرهای نسبت قیمت به سود و نرخ بازده دارایی‌های شرکت می‌باشد. همچنین بر اساس الگوریتم درخت تصمیم، صرفاً ویژگی کوتاه‌بینی مدیریت دارای تأثیری معنادار بر ارزش معاملات سهام بوده و ویژگی‌های کوتاه‌بینی مدیریت، خوش‌بینی مدیریت و استقلال هیأت مدیره تأثیری معنادار بر حجم معاملات سهام داشته است و سایر ویژگی‌های مدیریت جزء متغیرهای تأثیرگذار بر ارزش و حجم معاملات نبوده‌اند. یافته‌های به دست آمده از مدل درخت تصمیم حاکی از آن است که اندازه شرکت دارای بیشترین میزان تأثیرگذاری بر ارزش معاملات سهام بوده‌اند و نرخ بازده دارایی‌ها بیشترین تأثیرگذاری را بر حجم معاملات سهام داشته است. مجموع نتایج به دست از هر دو روش داده‌کاوی به کارگیری نشان دهنده آن است که تعداد اندکی از ویژگی‌های مدیریت تأثیری معنادار بر ارزش و حجم معاملات سهام داشته و دیگر ویژگی‌های مدیریت فاقد تأثیرگذاری معنادار بر ارزش و حجم معاملات سهام بوده‌اند.

لذا پیشنهاد می‌شود تا در پژوهش‌های آتی، تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر سایر متغیرهای مالی از جمله بازده خاص سهام شرکت، بازده غیر عادی سهام، ریسک ریزش قیمت سهام و... مورد مطالعه قرار گیرد که این پژوهش‌ها می‌توانند بر اساس روش‌های رگرسیون مبتنی بر داده‌های ترکیبی و نیز با استفاده از الگوریتم‌های مختلف داده‌کاوی شامل شبکه عصبی و درخت تصمیم، انجام گردند.

یادداشت‌ها

1. Management Optimism
2. Management Conservatism
3. Management Myopia
4. Management Forecast Accuracy
5. Management Structure
6. Managerial Ability
7. Innovation Efficiency
8. Investment-Cash Flow Sensitivity
9. Stability & Strength Management
10. Board Independence
11. Gender diverse boards
12. Structural Equation Modeling Approach
13. Simultaneous Equation System Approach
14. Tax Avoidance
15. Investment Efficiency
16. Two-Stage Least Squares (2 SLS)
17. Markov switching autoregressive model
18. Vector Auto-regression model
19. Data Envelopment Analysis
20. Augmented Dickey Fuller test
21. Engel-Granger Cointegration test
22. Receiver Operating Characteristics (ROC)

کتابنامه

۱. اکبری، محسن؛ قلی‌زاده، محمدحسین و فرخنده، مهسا. (۱۳۹۶). بررسی نقش تعدیلگر درصد مدیران غیرموظف بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد مالی، پژوهش‌های حسابداری، (۲): ۸۸-۱۰۳.
۲. توسلی، افسانه و جلالوند، انیسه. (۱۳۹۴). تفاوت سبک مدیریت زنان و مردان، ضرورت حضور زنان در عرصه‌های مدیریتی، *فرا بورس ایران*، دومین همایش ملی حاکمیت شرکتی در راستای سیاست‌های اقتصاد مقاومتی.
۳. دانایی فرد، فیضی و احمدی، هانیه. (۱۳۹۵). پیامدهای ثبات مدیریتی در سازمان‌های دولتی ایران، *فصلنامه مدیریت نظامی*، ۱۶(۶۲): ۱-۲۲.
۴. دلشاد، افسانه و صادقی شریف، سیدجلال. (۱۳۹۷). بررسی واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه تحقیقات مالی*، ۲۰(۱): ۹۱-۱۰۶.
۵. دهقان، عبدالمجید و عیسی نژاد بهمنشیری، خالد. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات بر حجم و ارزش سهام معامله شده در بورس اوراق بهادار، *فصلنامه بورس اوراق بهادار تهران*، ۱۰(۴۰): ۵۰-۹۰.
۶. راعی، رضا. و تلنگی، احمد. (۱۳۸۳). مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته. تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی (سمت).
۷. روحی‌ملکی، سحر و پاک مرام، عسگر. (۱۳۹۶). بررسی رابطه محافظه‌کاری حسابداری با واکنش بازار و ارزش شرکت‌ها، پژوهش‌های حسابداری، ۷(۴): ۹۹-۱۲۶.
۸. سلمانپور ممقانی، لیدا؛ شهام، گلستا و درگاهی، حسین. (۱۳۹۴). بررسی سازگاری ویژگی‌های شخصیتی مدیران ارشد با شغل مدیریت در دانشکده‌های دانشگاه علوم پزشکی تهران، *مجله پی‌اورد سلامت*، ۹(۱): ۸۱-۹۶.
۹. شریفی، سوگند؛ اعتمادی، حسین و سپاسی، سحر. (۱۳۹۵). رابطه بین ویژگی کیفی پیش‌بینی سود هر سهم و ریسک‌ورزشکستگی، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۵(۴): ۱-۲۱.

References

1. Adams, R., S. Gray & J. Nowland. (2010). is there a business case for female directors? Evidence from the market reaction to all new director appointments, *working paper*, City University of Hong Kong.
2. Ahmadi, A., Nakaa, N & Bouri, A. (2018). Chief Executive Officer attributes, board structures, gender diversity and firm performance among French CAC 40 listed firm. *Research in International Business and Finance*, 44(5): 218-226.

3. Adams, R., S. Gray & J. Nowland. (2010). is there a business case for female directors? Evidence from the market reaction to all new director appointments, *working paper*, City University of Hong Kong.
4. Akbari, M., Gholizdeh, M-H & Farkondeh, M. (2017). The Moderating Role of Non-executive Director Board Presence on the Relation between Investment Opportunity and Financial Performance, *Accounting Research*, 7(2):88-103. (In Persian).
5. Anderson, T.W. & Hsiao, C. (1982). Formulation and Estimation of Dynamic Models Using Panel Data, *Journal of Econometrics*, 18 (1): 47-82.
6. Bancel, F. & Garel, G. (2017). Managerial Myopia: Do Managers Privilege Short-term Decisions or Value Creation. *Bankers Markets*, 135(2): 50-58.
7. Basu, S. (1997). The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings, *Journal of Accounting and Economics*, 24 (1): 3-37.
8. Bernile, G., Bhagwat, V & Yonker, Y. (2018). Board diversity, firm risk, and corporate policies, *Journal of Financial Economics*, 127(3): 588–612.
9. Chang, H., Ishida, S., & Kochiyama, T. (2018). Evaluation of managerial ability in Japanese setting. *The Japanese accounting review*, forthcoming, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3185621>.
10. Chen, G., Crossland, C., & Luo, S. (2015). Making the same mistake all over again: CEO overconfidence and corporate resistance to corrective feedback, *Strategic Management Journal*, 36(10): 1513-1535.
11. Christiana, A. M., Setiana, E., & Mamdudh, M. (2016). The empirical relationship between stock return and trading volume based on stock market cycles, *Indonesian Capital Market Review*, 46-57.
12. Danaee Fard, H., Feizi, A & Ahmadi, H. (2016). Consequences of Managerial Stability in Iranian Public Organizations, *a Research Quarterly In Military Management*, 16(62):1-22. (In Persian).
13. Delshad, A & Sadeqi Sharif, S-J. (2018). Investigating the Reaction of Capital Market on Managerial Myopia in Companies Listed on Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 20(2):91-106. (In Persian).
14. Demerjian, P., B. Lev, & S. MacVay. (2012). quantifying managerial ability: Anew measure and validity test, *Management Science*, 58(7): 1229-1248.
15. Elmagrhi, M. H., Ntim, C. G., Malagila, J., Fosu, S., & Tunyi, A. A. (2018). Trustee board diversity, governance mechanisms, capital structure and performance in UK charities. Corporate Governance. *The International Journal of Business in Society*, 18(3): 478-508.
16. Esaynejad Bahmaneshiri, K., Dehghan, A-M. (2017). Investigating the Impact of the Quality of Information on the Value and Volume of Transaction in Tehran Stock Exchange, *Journal of Securities Exchange*, 10(40): 50-90. (In Persian).
17. Feng, M., Li, C., & McVay, S. (2009). Internal control and management guidance, *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3): 190-209.
18. Haldar, A., Shah, R., Nageswara Rao, S. V. D., Stokes, P., Demirbas, D., & Dardour, A. (2019). Corporate performance: does board independence matter?

- Indian evidence, *International Journal of Organizational Analysis*, 26(1): 185-200.
- 19.Hsu, C., Novoselov, K. E., & Wang, R. (2017). Does Accounting Conservatism Mitigate the Shortcomings of CEO Overconfidence, *the Accounting Review*, and 92(6): 77-101?
- 20.Huang, X. S., & Sun, L. (2017). Managerial ability and real earnings management, *Advances in accounting*, 39: 91-104.
- 21.Khurana, I. K., Moser, W. J., & Raman, K. K. (2018). Tax Avoidance, Managerial Ability, and Investment Efficiency, *Abacus* 4(4): 547-575. <https://doi.org/10.1111/abac.12142>.
- 22.Kim, J.B., Luo, L. & Xei, H. (2016). Dividend Payments and Stock Price Crash Risk, Available in: www.ssrn.com.
- 23.Kouaib, A., & Jarboui, A. (2017). The mediating effect of REM on the relationship between CEO overconfidence and subsequent firm performance moderated by IFRS adoption: A moderated-mediation analysis. *Research in International Business and Finance*, 42: 338-352.
- 24.Mandala, N., Kaijage, E., Aduda, J & Iraya, C. (2018). An Empirical Investigation of the Relationship between Board Structure and Performance of Financial Institutions in Kenya, *Journal of Finance and Investment Analysis*, 7(1): 37-57.
- 25.Mutlu, C., Mutlu, S & Sauerwald, S. (2017). CEO Outside Board Service and Managerial Ability, Academy of Management Proceedings, *Academy of Management*, 22(4): 184-202.
- 26.Nikolov, A. N. (2019). Managerial Short-Termism: An Integrative Perspective. *Journal of Marketing Theory and Practice*, 26(3): 260-279.
- 27.Peng, C. W. (2017). CEO Tenure, Managerial Myopia, and Innovation Efficiency, *International Research Journal of Applied Finance*, 8(12): 742-761.
- 28.Pearce, J.A & Patel, P.C. (2018). Board of director efficacy and firm performance, *Variability Long Range Planning*, 51(6): 911-926.
- 29.Raei, R., & Talangi, A. (2008). Advanced investment management. Tehran: organization for Researching and Composing University Textbooks in Humanities (Samt). (In Persian).
- 30.Rashid, A. (2017). Board independence and firm performance: Evidence from Bangladesh. *Future Business Journal*, 4(2): 34-49.
- 31.Reguera-Alvarado, N., de Fuentes, P., & Laffarga, J. (2017). Does board gender diversity influence financial performance? Evidence from Spain, *Journal of Business Ethics*, 141(2): 337-350.
- 32.Ruhi, S & Pakmaram, A. (2017). The Relationship of Accounting Conservatism with Market Response's and Firms Value, *Journal of Accounting Research*, 7(4): 99-126. (In Persian).
- 33.Saeed, A., & Sameer, M. (2017). Impact of board gender diversity on dividend payments: Evidence from some emerging economies, *International Business Review*, 26(6): 1100-1113.

34. Salmanpour Mamaghani L, Shaham G, Dargahi H. (2015). Job Personality Compatibility among Tehran University of Medical Sciences Schools' Directors, *Journal of Payavard salamat*, 9(1):81-96. (In Persian).
35. Scherand, C.M, & Zechman, S.L. (2012). Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Financial Misreporting, *Journal of Accounting and Economics*, 53(1-2): 311–329.
36. Shima, K., & Nakamura, J. I. (2018). Managerial Overconfidence, Conservative Accounting and Corporate Investment, Elsevier, DOI: 10.2139/ssrn.3203187.
37. Sharifi, S., Etemadi, .H & Sepasi, S. (2016). The Relationship between Qualitative Characteristics of Earning Per Share Forecasts and Bankruptcy Risk, *Journal of Empirical Research in Accounting*, 5(4): 1-21. (In Persian).
38. Tanaka, M., Bloom, N., David, J. M., & Koga, M. (2018). Firm Performance and Macro Forecast Accuracy, *National Bureau of Economic Research*, (No. w24776).
39. Tavasoli ., A & Jalalvand, A. (2015). Difference in the management style of women and men, the necessity of women's presence in management, *Iran Fara Bourse*, the 2nd National Corporate Governance Conference on Iran's Economy of Resistance Policy. (In Persian).
40. Tong. J-Y., Zhang. F- F. (2015). Does Capital Markets Punish Managerial Myopia, *FIRN Research Paper*, University of Western Australia.