

## **The effect of management behavioral strains on financial distress**

**Mahdiye Heydary Farahany**

Master of Accounting, Accounting Department, Faculty of Economics and Management,  
Urmia University, Urmia, Iran

**Farzad Ghayour\***

Assistant Professor of Accounting, Accounting Department, Faculty of Economics and  
Management, Urmia University, Urmia, Iran

**Gholamreza Mansourfar**

Associate Professor of Finance, Accounting Department, Faculty of Economics and  
Management, Urmia University, Urmia, Iran

### **Abstract**

The purpose of this study is to investigate the effect of management behavioral strains on financial distress at companies listed in Tehran Stock Exchange. Research sample consists of 150 distressed year-companies and 150 healthy years-companies for overconfidence, 165 distressed year-companies and 165 healthy years-companies for myopic, 112 distressed year-company and 112 healthy years-companies for narcissism in the period of 2009 to 2017. To separate distressed and healthy companies, Asquith et al (1994) criteria is used and model is fitted using binary logistic regression. Research findings show that management behavioral strains including overconfidence and narcissism have a positive and significant effect on financial distress but myopic has not such an effect. So, Managers' overconfidence and narcissism increase the likelihood of financial distress.

**Keywords:** management behavioral strains, Overconfidence management, narcissism management, myopic management, financial distress.

---

\* f.ghayour@urmia.ac.ir

پژوهش‌های حسابداری مالی

سال یازدهم، شماره سوم، پیاپی (۴۱)، پاییز ۱۳۹۸

تاریخ وصول: ۱۳۹۸/۰۷/۱۸

تاریخ بازنگری: ۱۳۹۸/۰۹/۲۲

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۱۰/۱۸

صص: ۱۳۴-۱۱۷

## تأثیر سویه‌های رفتاری مدیریت بر درماندگی مالی

مهديه حیدری فراهانی\*، فرزاد غیور\*\*، غلامرضا منصورفر\*\*\*

\* کارشناسی ارشد حسابداری، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران

st\_m.heydari@urmia.ac.ir

\*\* استادیار حسابداری، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران

f.ghayour@urmia.ac.ir

\*\*\* دانشیار علوم مالی، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران

g.mansourfar@urmia.ac.ir

### چکیده

پژوهش حاضر باهدف بررسی تأثیر سویه‌های رفتاری مدیریت بر درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام گردیده است. بدین منظور از سه سویه رفتاری بیش اطمینانی، کوتاه‌بینی و خودشیفتگی مدیریت استفاده شده است. داده‌های پژوهش مشتمل بر ۱۵۰ سال-شرکت درمانده و ۱۵۰ سال-شرکت سالم برای بیش اطمینانی، ۱۶۵ سال-شرکت درمانده و ۱۶۵ سال-شرکت سالم برای کوتاه‌بینی، ۱۱۲ سال-شرکت درمانده و ۱۱۲ سال-شرکت سالم برای خودشیفتگی از مجموعه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در محدوده زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ می‌باشد. برای تفکیک شرکت‌های درمانده و سالم از معیار آسکویت و همکاران (۱۹۹۴) استفاده شده و مدل با استفاده از رگرسیون لجستیک باینری برازش شده است. یافته‌های حاصل از پژوهش نشان داد که بیش اطمینانی و خودشیفتگی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر درماندگی مالی دارد لیکن کوتاه‌بینی فاقد چنین تأثیری است. بنابراین، بیش اطمینانی و خودشیفتگی مدیران احتمال مواجهه با درماندگی مالی را افزایش می‌دهند.

**واژه‌های کلیدی:** سویه‌های رفتاری مدیریت، بیش اطمینانی مدیریت، خودشیفتگی مدیریت، کوتاه‌بینی مدیریت، درماندگی مالی.

**مقدمه**

در عصر حاضر، شرکت‌ها برای بقا در بازارهای رقابتی با چالش‌های فراوانی روبرو هستند. سلامت مالی و شناسایی عواملی که به بحران مالی منجر می‌شوند، اهمیت بسزایی دارد. در محیط رقابتی، آن دسته از شرکت‌هایی که نتوانند خود را با فرایند رشد و توسعه شرکت‌های پیشرو هماهنگ کنند، به‌تناوب از گردونه، خارج و درمانده می‌شوند و ممکن است به مرحله ورشکستگی برسند. درماندگی به وضعیتی اطلاق می‌شود که شرکت‌ها نتوانند به‌طور کامل به تعهدات خود در قبال تأمین‌کنندگان مالی، جامعه عمل‌پوشانند [۱۵].

هسته مرکزی هر شرکت، مدیریت و تصمیم‌های آن است و سویه‌های (ویژگی‌های) رفتاری دخیل در شخصیت مدیران موجب جهت‌دهی به تصمیم‌گیری آنان می‌شود [۶]. شاید به همین دلیل باشد که پژوهشگران بر این باورند که این احتمال وجود دارد تصمیم‌گیرندگان به‌طور کامل، تصمیم‌های عقلایی نگیرند [۲۰]. مبانی نوظهور در اقتصاد مالی بر ویژگی‌های شخصیتی مدیران تمرکز دارد [۲۸]. از مهم‌ترین سویه‌های رفتاری مدیران می‌توان خودشیفتگی، بیش‌اطمینانی و کوتاه‌بینی را نام برد. افراد خودشیفته، علائمی همچون نفوذ خواسته‌های شخصی از خود نشان می‌دهند [۲۴]. بیش‌اطمینانی، امیدواری فرد به آینده است [۲۱]. چودهری [۲۳]، کوتاه‌بینی را تمایل مدیران به سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت می‌داند. با توجه به تعاریف ذکرشده، بررسی احتمال از دست دادن منابع مالی شرکت و واردشدن آن به مرحله درماندگی به‌علت نمایان‌شدن این سویه‌های رفتاری بر تصمیم‌های مدیران و اخذ تصمیم‌های نادرست و به دور از واقعیت، موضوع بسیار مهمی

است؛ زیرا شناسایی عوامل مؤثر بر درماندگی، حائز اهمیت است و در صورتی که اقدامات مناسب و به‌موقع برای جلوگیری از وقوع آن نیز انجام نشود، ممکن است مرحله درماندگی به مرحله ورشکستگی برسد. پژوهش‌های پیشین به‌طور عمده براساس نسبت‌ها و شاخص‌های مالی، درماندگی مالی را بررسی کرده‌اند؛ ولی پژوهشی درباره ویژگی‌های رفتاری مدیریت انجام نشده است؛ از این‌رو، پژوهش حاضر درصدد پاسخ به این پرسش است که آیا سویه‌های رفتاری مذکور مدیران بر درماندگی مالی شرکت‌ها تأثیرگذار است یا خیر. پژوهشگران امیدوارند با انجام این پژوهش به غنای مبانی نظری مرتبط با حوزه درماندگی مالی افزوده شود و تصمیم‌گیری‌های مالی با دقت بیشتری انجام شوند.

**مبانی نظری و پیشینه پژوهش**

با گسترده‌شدن فعالیت‌ها در دنیای اقتصادی امروز، مدیران به‌عنوان هدایت‌کننده‌های اصلی شرکت‌ها، نقش کلیدی در شرکت دارند و از این‌رو، انتخاب مدیران شایسته، شرکت را به رشد و سودآوری می‌رساند. درمقابل، مدیران ناشایست، شرکت را به درماندگی مالی و درنهایت، ورشکستگی سوق می‌دهند. از دیدگاه رفتاری، شناخت ویژگی‌های رفتاری مدیران در انتخاب مدیران، نقش بسزایی دارد.

**درماندگی مالی**

مشکلات اقتصادی و مالی، در موارد خاص ممکن است شرکت‌ها را با شکست و ورشکستگی مواجه کند. چنین مشکلاتی به‌طور ناگهانی اتفاق نمی‌افتد. قبل از اینکه شرکتی ورشکسته شود، با مشکلات مالی جدی روبرو شده، دچار درماندگی مالی می‌شود

بیشتری برای اتخاذ تصمیم‌های بهینه دارند؛ به عبارتی، تفاوت در قابلیت مدیران به تفاوت در نوع نگرش آنان منجر می‌شود و این موضوع بر تصمیم‌گیری‌های آنها تأثیرگذار است [۱۷]؛ از این‌رو، شناخت سویه‌های رفتاری مدیران از اهمیت زیادی برخوردار است. از سویه‌های رفتاری مدیران می‌توان از سه ویژگی مهم بیش‌اطمینانی، کوتاه‌بینی و خودشیفتگی نام برد.

#### بیش‌اطمینانی

یکی از نظریه‌های مطرح‌شده در زمینه مالی رفتاری، اطمینان بیش از حد است که برای توضیح بخشی از رفتار مدیران به کار می‌رود که با نظریه‌های سنتی مالی، سازگاری ندارد. روان‌شناسان معتقدند بیش‌اطمینانی موجب می‌شود افراد از به دست آوردن دانش غافل شوند، خطرهای خود را کم‌ارزش و توانایی‌شان برای کنترل حوادث را بیش از حد ارزیابی کنند [۴۱] و گزینه‌های غیرمتعارف را برگزینند؛ در نتیجه، ارزش شرکت به‌علت تصمیم‌های ایشان کاهش یابد [۳۸].

مدیران بیش‌اطمینان اعتقاد دارند بازار، شرکت آنها را کمتر از واقع ارزش‌گذاری می‌کند و موجب می‌شود تأمین مالی خارجی پرهزینه شود؛ از این‌رو، در صورتی که شرکت، منابع داخلی داشته باشد، ممکن است مدیران بیش‌اطمینان، تمایل بیشتری به بیش‌سرمایه‌گذاری (پذیرش پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی)، ادغام و اکتساب کاهنده ارزش (بازده عملیاتی منفی) از خود نشان دهند؛ اما در صورتی که تأمین مالی پروژه‌ها مستلزم منابع خارجی باشد، ممکن است که سرمایه‌گذاری کم (رد پروژه‌ها با خالص ارزش فعلی مثبت)، ادغام و اکتسابات افزاینده ارزش (بازده عملیاتی مثبت) انجام شود [۵].

[۳۲]؛ از این‌رو، شناسایی عوامل مؤثر بر درماندگی مالی، اهمیت بسزایی دارد.

تعاریف متعدد و متنوعی از درماندگی مالی بیان شده است. گوردون [۲۷]، درماندگی مالی را کاهش قدرت سودآوری شرکت تعریف کرده است که احتمال ناتوانی در پرداخت اصل و بهره بدهی را افزایش می‌دهد. از دیدگاه ویتاگر، درماندگی، وضعیتی است که در آن، جریان‌های نقدی شرکت از مجموع هزینه‌های بهره مربوط به بدهی بلندمدت کمتر است [۱۱].

عموماً عوامل درماندگی مالی، شامل عوامل برون‌سازمانی و عوامل درون‌سازمانی است. از جمله عوامل بیرونی که شرکت‌ها نیز نمی‌توانند آنها را کنترل کنند، می‌توان به تغییر در ساختارهای اقتصادی، نوسان‌ها، مشکلات مرتبط با تأمین مالی، رویدادها و بلاهای طبیعی و شدت رقابت اشاره کرد. عوامل درونی نیز شامل مواردی است که مدیران دچار اشتباه شده و یا برای انجام اقدامات ضروری در تصمیم‌های مدیریتی گذشته ناتوان بوده‌اند که می‌توان به نمونه‌هایی چون فروش نسبی بیش از حد، مدیریت ناکار، ناتوانی در مدیریت اثربخش سرمایه، خیانت و تقلب اشاره کرد [۱۰]. به گفته حیدری و همکاران [۳]، مدیریت ناصحیح ریسک‌ها و وقوع شرایط دشواری مالی، شرکت‌ها را در محدودیت‌های مالی گسترده قرار می‌دهد. بر این اساس، مدیریت و تصمیم‌های آن، یکی از عوامل سوق‌دادن شرکت به سوی درماندگی مالی است.

#### سویه‌های رفتاری مدیریت و درماندگی مالی

حسابداری رفتاری یکی از گرایش‌های حسابداری است که به ارتباط رفتار انسان و سیستم حسابداری توجه دارد. مدیران با قابلیت‌های زیاد، توانایی

با توجه به دو مورد ذکر شده، اگر مدیر بیش اطمینان، تأمین مالی داخلی را بر خارجی ترجیح دهد، این تفکر، که جریان‌های نقدی آتی واحد تجاری به وقوع خواهد پیوست، به سرمایه‌گذاری‌های نامساعد سوق داده می‌شود؛ در حالی که این امکان وجود دارد که این تفکر به وقوع نپیوندد و شرکت، توانایی پرداخت بدهی‌های خود را نداشته باشد و به مرحله در ماندگی مالی و یا حتی ورشکستگی برسد.

#### کوتاه‌بینی

کوتاه‌بینی مدیریت عبارت است از تمایل مدیران به سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و تغییر مسیر منابع از پروژه‌های با ارزش‌آفرینی در بلندمدت به پروژه‌های کوتاه‌مدت افزاینده قیمت سهام که معمولاً این افزایش ارزش، موقتی است [۲۳]. سرینویسان و رامانی [۴۴]، به نقل از آرتور لویت، رئیس هیئت بورس اوراق بهادار ایالات متحده، بیان کردند که مدیران در مدیریت سود واقعی شرکت می‌کنند و شیوه‌های کسب‌وکار خود را تغییر می‌دهند تا با نتایج کوتاه‌مدت بر هزینه عملکرد بلندمدت تأکید کنند. از نشانه‌های کوتاه‌بینی می‌توان از کاهش هزینه‌های بازاریابی و اعطای نسیه کم به مشتریان برای بهبود نتایج کوتاه‌مدت نام برد [۴۴]. فعالیت‌های کوتاه‌بینانه، نتایج موقت مطلوبی دارند و پیامدهای منفی آن در بلندمدت نمایان می‌شود؛ زیرا بازارهای سرمایه، درک صحیحی از پیامدهای کوتاه‌بینی در زمان وقوع ندارند [۷].

به‌طور کلی، مدیران کوتاه‌بین با در نظر گرفتن منافع شخصی خود، می‌کوشند تصویر مطلوبی از عملکرد شرکت در کوتاه‌مدت به سهامداران ارائه دهند. اتخاذ چنین دیدگاهی به بی‌توجهی به اهداف بلندمدت شرکت به‌عنوان حافظ منافع بلندمدت سهامداران

منجر می‌شود و تخریب ارزش شرکت را به دنبال خواهد داشت [۱۳]. بدین ترتیب، در یکی از وظایف مدیر یعنی حفظ منافع سهامداران، کوتاهی می‌شود و در نتیجه، سهامداران از سرمایه‌گذاری در شرکت خودداری می‌کنند و شرکت با مشکلات مالی روبرو می‌شود.

#### خودشیفتگی

مدیران خودشیفته با ویژگی‌های شخصیتی مانند خودخواهی، بهره‌برداری از دیگران، سلطه‌جویی و خودبرتربینی، به گزارشگری نادرست، تمایل بیشتری نشان می‌دهند [۲]. افراد خودشیفته، احساسات بیش از اندازه خودخواهانه دارند که موجب تأثیر منفی در توانایی و دستاوردهای آنها می‌شود [۲۲].

چنین رهبرانی فقط به اطلاعات مدنظرشان گوش می‌دهند، به راحتی از دیگران یاد نمی‌گیرند و اغلب، سخنرانی کردن را ترجیح می‌دهند. به علت نداشتن همدلی، چنین رهبرانی به ندرت به دیگران اعتماد می‌کنند و ارزش و اعتباری برای برنامه‌های آموزشی و یا داشتن مشاور برای بهبود خود به‌عنوان رهبر قائل نیستند [۴۰]؛ از این‌رو، چنین مدیرانی از پذیرش سخنان دیگران مبنی بر بحرانی شدن وضعیت شرکت امتناع می‌کنند و اینگونه شرکت در سرمایه‌گذاری‌هایی با ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری می‌کند و علاوه بر اینکه سهامداران خود را از دست می‌دهد، اعتبار آن نیز کاهش می‌یابد و ناتوانی در پرداخت بدهی‌ها، آن را به در ماندگی مالی می‌کشاند. گنگ و همکاران [۲۶] دریافتند شاخص‌های مالی مانند حاشیه سود خالص دارایی‌های کل، بازده کل دارایی‌ها، سود هر سهم و جریان نقدی هر سهم، نقش مهمی در پیش‌بینی در ماندگی مالی دارد. جاکوبای و همکاران [۳۳] در ماندگی مالی، وابستگی

رفتارهای مدیریت کاهش می‌یابد. میزیک [۴۳] نظریه و عمل کوتاه‌بینی مدیریت مرتبط با بازاریابی را بررسی کرد و به این نتیجه رسید که کوتاه‌بینی، اثر منفی بلندمدت بر ارزش شرکت دارد. لادیکا و ساتنر [۳۷] رابطه کوتاه‌بینی مدیریت و سرمایه‌گذاری را بررسی کردند و نشان دادند مدیران هنگامی که انگیزه‌هایشان کمتر می‌شود، سرمایه‌گذاری بلندمدت را قطع می‌کنند و سود کوتاه‌مدت پس از اختیار خرید را گزارش می‌کنند. آنها متعاقباً فروش سهام را افزایش می‌دهند. در ابتدا، ارزش سهام شرکت‌ها افزایش؛ اما در نهایت، در بلندمدت کاهش می‌یابد.

قلی‌پور و همکاران [۹] آثار خودشیفتگی مدیران را در آشفستگی سازمان‌ها بررسی و بیان کردند تصمیم‌های مدیران سازمان و تفکرات آنها نقش مهمی در پیشبرد اهداف سازمانی دارد. نمازی و همکاران [۱۶] تأثیر خودشیفتگی مدیران را بر نگرش انتخاب استراتژی، بررسی تجربی کردند. نتایج حاکی از افزایش خودشیفتگی در بین مدیران بود و این انتظار را به وجود آورد که تمایل آنان به انتخاب استراتژی‌های تهاجمی و جسورانه افزایش یابد. بذرافشان و همکاران [۲] تأثیر خودشیفتگی مدیران را بر کیفیت گزارشگری مالی بررسی کردند. در این پژوهش از دو معیار اندازه امضای مدیران و نسبت پاداش مدیران بر کل حقوق و دستمزد سالیانه کارکنان استفاده شده است. قلمرو زمانی پژوهش از سال ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ بود و نتایج گویای آن است که در برخی شرایط، خودشیفتگی مدیران بر معیارهای کیفیت گزارشگری مالی اثر می‌گذارد. هم و همکاران [۲۹] از حجم امضای مدیرعامل به عنوان معیار جدیدی برای بررسی اثر خودشیفتگی بر سیاست سرمایه‌گذاری، عملکرد شرکت و پاداش استفاده کردند. تجزیه و تحلیل ایشان نشان داد شرکت‌هایی که

سیاسی و مدیریت سود را در شرکت‌های خصوصی چینی بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های درمانده برای گزارش سودهای کم خود نسبت به شرکت‌های سالم درگیر هستند.

چاوشی و همکاران [۴] رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاست‌های تأمین مالی را بررسی کردند. نتایج نشان داد بین اطمینان بیش از حد و تصمیم‌های مالی، رابطه‌ای وجود ندارد. احمدی و همکاران [۱] تأثیر معیارهای بیش اطمینانی مدیران را بر خطر سقوط آتی قیمت سهام بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که بیش اطمینانی مدیران، تأثیر مثبت و معناداری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد.

هو و چانگ [۳۰] بیش اطمینانی مدیرعامل و درماندگی مالی شرکت را بررسی کردند. نتایج نشان داد احتمالاً بیش اطمینانی مدیران به درماندگی مالی منجر می‌شود. لنگ و همکاران [۳۸] پژوهشی با هدف بررسی رابطه بیش اطمینانی مدیران و احتمال شکست شرکت را با استفاده از شواهدی از انگلستان انجام دادند و به این نتیجه رسیدند مدیران اجرایی بیش اطمینان، احتمال ورشکستگی شرکت را افزایش می‌دهند و با بزرگ‌تر شدن هیئت‌مدیره، تأثیر نامطلوب بیش اطمینانی کاهش می‌یابد. جئون [۳۴] رابطه بیش اطمینانی مدیرعامل و تمرکز جریان وجه نقد حاصل از عملیات را بررسی کرد. یافته‌ها نشان داد مدیران به صورت ناخودآگاه، انگیزه متورم کردن جریان‌های نقد عملیاتی برای پاسخگویی به نیاز سهامداران و جلب توجه سرمایه‌گذاران بازار را دارند. دیدار و همکاران [۷] با هدف بررسی تأثیر کوتاه‌بینی مدیریتی بر کارایی شرکت با نقش تعدیل‌کننده کیفیت حاکمیت شرکتی دریافتند مدیران کوتاه‌بین با کاهش هزینه‌هایی با هدف منافع بلندمدت، سبب کاهش ارزش شرکت می‌شوند و با افزایش نظارت، این

جمع‌آوری اطلاعات مرتبط با مبانی نظری، از روش کتابخانه‌ای استفاده شده‌است. داده‌ها از طریق نرم‌افزار ره‌آورد نوین، سایت رسمی سازمان بورس، بانک اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران (کدال)، سایت شرکت‌ها (برای دستیابی به‌عکس مدیران) جمع‌آوری شده است. تجزیه و تحلیل داده‌ها نیز با نرم‌افزار ایویوز نسخه ۹ انجام شده است.

### جامعه آماری و نمونه پژوهش

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی پژوهش یک دوره ده‌ساله از سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ است.

روش نمونه‌گیری در این مطالعه، روش حذف سیستماتیک است. شرکت‌هایی به‌عنوان نمونه انتخاب می‌شوند که شرایط عمومی زیر را داشته باشند:

- ۱- برای مقایسه پذیر بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد؛
- ۲- طی سال‌های مالی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند؛
- ۳- شرکت‌های در دست بررسی، جزء شرکت‌های بیمه، سرمایه‌گذاری، مؤسسات مالی و اعتباری، بانک‌ها و لیزینگ نباشد؛
- ۴- اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب‌شده در دوره زمانی پژوهش موجود باشد.

از این رو، براساس موارد مذکور، ۲۰۸۲ سال-شرکت مطالعه شد و درنهایت، برای فرضیه‌های پژوهش به‌ترتیب، ۳۰۰ سال-شرکت برای بیش‌اطمینانی، ۳۳۰ سال-شرکت برای کوتاه‌بینی و ۲۲۴ سال-شرکت برای خودشیفتگی به‌عنوان نمونه آماری در نظر گرفته شده است که خلاصه آن در نگاره زیر دیده می‌شود:

مدیران خودشیفته اداره می‌کنند، بیشتر در زمینه‌هایی مانند هزینه‌های تحقیق و توسعه سرمایه‌گذاری می‌کنند و از سرمایه‌های روزمره برای بهره‌وری کسب‌وکار روزمره بهره می‌برند.

### فرضیه‌های پژوهش

امروزه با تحول و پیشرفت‌های رخ داده در زمینه روش‌های پژوهش مالی-رفتاری، انجام بیشتر اینگونه پژوهش‌ها برای پژوهشگران امکان‌پذیر شده و با توجه به نتایج این پژوهش‌ها، اهمیت تأثیر سویه‌های رفتاری افراد بر جنبه‌های مختلف تصمیم‌گیری آنها روشن‌تر شده است [۱۶]؛ از این رو، با توجه به سویه‌های رفتاری مطرح‌شده در این پژوهش، مدیر بیش‌اطمینان با تصمیم به سرمایه‌گذاری‌های نامساعد، مدیر کوتاه‌بین با توجه بیشتر به عملکرد کوتاه‌مدت نسبت به عملکرد بلندمدت و مدیر خودشیفته با خودرایی و بی‌توجهی به اطلاعات تأییدکننده وضع نامطلوب شرکت، این احتمال را تقویت می‌کنند که در اثر سویه‌های رفتاری آنها اوضاع شرکت رو به بحران حرکت کند و به سمت درماندگی مالی سوق داده شود. با توجه به استدلال مذکور و پیشینه ذکرشده، فرضیه‌های پژوهش عبارتند از:

فرضیه اول: بیش‌اطمینانی مدیریت، تأثیر مثبت و معناداری بر احتمال مواجهه با درماندگی مالی دارد.  
فرضیه دوم: کوتاه‌بینی مدیریت، تأثیر مثبت و معناداری بر احتمال مواجهه با درماندگی مالی دارد.  
فرضیه سوم: خودشیفتگی مدیریت، تأثیر مثبت و معناداری بر احتمال مواجهه با درماندگی مالی دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نظر روش، علی-مقایسه‌ای (پس‌رویدادی) و بعد زمانی پژوهش، مقطعی است. در این پژوهش برای

## نگاره ۱. شرکت‌های نمونه هر فرضیه

تعداد شرکت‌های مدنظر	۲۰۸۲ سال - شرکت		
تعداد شرکت‌های درمانده براساس معیار ۸۰٪ نرخ بهره	۱۶۷ سال - شرکت		
تعداد شرکت‌های درمانده براساس بهره < سود خالص	۹۲ سال - شرکت		
تعداد شرکت‌های دارای حداقل یکی از معیارهای درماندگی	۱۷۶ سال - شرکت		
تعداد شرکت‌های سالم انتخاب‌شده	۱۷۶ سال - شرکت		
بیش اطمینانی کوتاه‌بینی خودشیفتگی			
کل شرکت‌های نمونه	۳۵۲	۳۵۲	۳۵۲
تعداد شرکت‌های بدون دسترسی به اطلاعات	درمانده	۲۶	۱۱
	سالم	۲۶	۱۱
	جمع کل	۵۲	۲۲
کل سال شرکت‌های موردبررسی	۳۰۰	۳۳۰	۲۲۴

## متغیرهای پژوهش

## درماندگی مالی

در این پژوهش، درماندگی مالی، متغیر وابسته در نظر گرفته می‌شود که متغیری دوبخشی است. در صورتی که شرکتی معیار بیان‌شده در بخش نمونه‌گیری را داشته باشد، عدد یک و در غیر این صورت، صفر به آن اختصاص داده می‌شود. برای تشخیص شرکت‌های سالم از درمانده از معیار آسکویت و همکاران [۱۹] استفاده شده است. مطابق این معیار، شرکتی درمانده شناخته می‌شود که در دو سال متوالی، سود قبل از بهره و مالیات و استهلاک دارای مشهود و نامشهود شرکت کمتر از هزینه بهره گزارش شده باشد و یا در هر سال، سود قبل از بهره، مالیات و استهلاک شرکت کمتر از ۸۰ درصد هزینه بهره باشد. این معیار براساس پژوهش علی اکبرلو [۸] بیشترین قدرت تفکیک شرکت‌های سالم و درمانده را دارد. برای تعیین شرکت‌های نمونه، براساس معیار مدنظر برای تشخیص درماندگی مالی، شرکتی که معیار مذکور را داشته باشد، به‌عنوان شرکت درمانده

در همان سال انتخاب شده است. به‌ازای هر شرکت درمانده منتخب، یک شرکت غیردرمانده (سالم)، (تقریباً هم‌اندازه)، که ویژگی درماندگی را نداشته باشد، از همان صنعت متناظر انتخاب شده است.

## بیش اطمینانی

ایشیکاوا و تاکاهاشی [۳۱] از معیار سود پیش‌بینی شده برای اندازه‌گیری بیش اطمینانی استفاده کردند. آنها معتقد بودند مدیران بیش اطمینان با توجه به اعتقادشان درباره عملکرد آتی سهام، که ناشی از تصمیم‌گیری به نگرداشتن اختیارات سهام غیرقابل فروش شرکت است، مشخص می‌شوند. مدیرانی که به اختیارات خرید سهام برای دوره‌های طولانی توجه می‌کنند، به عملکرد آینده بیش اطمینان هستند. با توجه به موارد مذکور برای بررسی بیش اطمینانی از پیش‌بینی جانب‌دارانه مدیران به‌صورت ذیل استفاده می‌شود.

(۱)

اولین سود هر سهم پیش‌بینی شده مدیریت - سود واقعی آخر دوره هر سهم/قیمت سهام در شش ماهه دوم



$$MKTA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MKT_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (۳)$$

$$R\&D_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R\&D_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (۴)$$

ROA: (سطح مورد انتظار بازده دارایی‌ها) برابر است با نسبت سود خالص به جمع دارایی‌ها.

MKTA: (سطح مورد انتظار هزینه بازاریابی) برابر است با نسبت هزینه‌های بازاریابی و فروش به جمع دارایی‌ها.

R&D: (سطح مورد انتظار هزینه پژوهش و توسعه) برابر است با نسبت هزینه‌های تحقیق و توسعه به جمع دارایی‌ها.

برای استفاده از این نسبت‌ها در الگو، اطلاعات بازده دارایی‌ها از صورت‌های مالی و هزینه بازاریابی و فروش و تحقیق و توسعه از یادداشت

توضیحی شرکت‌ها گردآوری شد. پس از محاسبه متغیرهای مذکور با استفاده از الگوهای ذکر شده، مقادیر پیش‌بینی شده با مقادیر واقعی مقایسه و خطای پیش‌بینی شده محاسبه می‌شود و شرکت‌ها به ۴ دسته اصلی تقسیم و مطابق نگاره ۲ طبقه‌بندی می‌شوند.

علامت مثبت و منفی پیش‌بینی جانب‌دارانه مدیران، نشان‌دهنده بیش‌اطمینانی آنهاست؛ به‌گونه‌ای که مثبت‌بودن، نشان‌دهنده وجود بیش‌اطمینانی و منفی‌بودن، نبود بیش‌اطمینانی را نشان می‌دهد. در پژوهش حاضر، به مدیران بیش‌اطمینان، عدد یک و مدیرانی که بیش‌اطمینانی در آنها مشاهده نشد، عدد صفر اختصاص داده شده است.

#### کوتاه‌بینی

برای اندازه‌گیری کوتاه‌بینی به تبعیت از مرادی و باقری [۱۲] از روش اندرسون و هسیانو [۱۸] استفاده شده است. اندرسون و هسیانو [۱۸] تحلیلی آماری از الگوهای رگرسیون استفاده کردند. مرادی و باقری [۱۲] بیان کردند برای شناسایی و تعیین شرکت‌های کوتاه‌بین باید سه متغیر سطح مورد انتظار بازده دارایی‌ها، هزینه بازاریابی و هزینه پژوهش و توسعه برای هر شرکت در هر دوره زمانی مشخص می‌شود؛ زیرا تمام توجه مدیران کوتاه‌بین، معطوف به بهبود عملکرد کوتاه‌مدت است؛ از این‌رو، الگوی ذیل برای سنجش کوتاه‌بینی مدیران استفاده می‌شود:

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

#### نگاره ۲. گروه‌بندی نمونه آماری

اختلاف مقادیر واقعی و مورد انتظار			گروه
بازده دارایی‌ها	مخارج بازاریابی	مخارج پژوهش و توسعه	
مثبت	منفی	منفی	گروه ۱: شرکت‌های کوتاه‌بین و بازده مثبت
منفی	منفی	منفی	گروه ۲: شرکت‌های کوتاه‌بین و بازده منفی
مثبت	مثبت	مثبت	گروه ۳: شرکت‌های غیرکوتاه‌بین با بازده مثبت
مثبت	مثبت	فقط تغییرات یکی مثبت	گروه ۴: شرکت‌های کوتاه‌بین با بازده منفی
منفی	مثبت	فقط تغییرات یکی مثبت	

#### منبع: پژوهش مرادی و باقری

می‌شود؛ زیرا با توجه به مثبت‌بودن عملکرد شرکت‌ها و بازده دارایی‌ها، مخارج بازاریابی و مخارج تحقیق

در بین گروه‌های ذکر شده در جدول مذکور، گروه ۱ به‌عنوان شرکت‌های کوتاه‌بین در نظر گرفته

## الگوهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌ها از الگوهای ذیل استفاده می‌شود.

فرضیه اول: بیش‌اطمینانی مدیریت، تأثیر مثبت و معناداری بر احتمال مواجهه با درماندگی مالی دارد. (۵)

$$P_{i,t}(Distress_{i,t}) = \{1 + \exp[-(\beta_0 + \beta_1 overcon_{i,t} + \beta_2 * Size_{i,t} + \beta_3 * OCFTL_{i,t} + \beta_4 * FCFTL_{i,t} + \beta_5 * ICFTL_{i,t} + \beta_6 * TLTA_{i,t} + \beta_7 * CR_{i,t} + \varepsilon_0)]\}$$

فرضیه دوم: کوتاه‌بینی مدیریت، تأثیر مثبت و معناداری بر احتمال مواجهه با درماندگی مالی دارد. (۶)

$$P_{i,t}(Distress_{i,t}) = \{1 + \exp[-(\beta_0 + \beta_1 MYP_{i,t} + \beta_2 * Size_{i,t} + \beta_3 * OCFTL_{i,t} + \beta_4 * FCFTL_{i,t} + \beta_5 * ICFTL_{i,t} + \beta_6 * TLTA_{i,t} + \beta_7 * CR_{i,t} + \varepsilon_0)]\}$$

فرضیه سوم: خودشیفتگی مدیریت، تأثیر مثبت و معناداری بر احتمال مواجهه با درماندگی مالی دارد. (۷)

$$P_{i,t}(Distress_{i,t}) = \{1 + \exp[-(\beta_0 + \beta_1 Narcissm_{i,t} + \beta_2 * Size_{i,t} + \beta_3 * OCFTL_{i,t} + \beta_4 * FCFTL_{i,t} + \beta_5 * ICFTL_{i,t} + \beta_6 * TLTA_{i,t} + \beta_7 * CR_{i,t} + \varepsilon_0)]\}$$

که:

$P(DISTRESS)$ : احتمال اینکه یک شرکت، درماندگی مالی را تجربه کند؛  $DISTRESS$ : یک متغیر دوبخشی است که اگر شرکت، درمانده مالی شده باشد، مساوی یک و در غیر این صورت، صفر است؛  $Exp$ : تابع‌نمایی؛  $MYP$ : کوتاه‌بینی مدیریت؛  $Overcon$ : بیش‌اطمینانی مدیریت؛  $Narcissm$ : خودشیفتگی مدیریت؛  $Size$ : اندازه شرکت؛  $OCFTL$ : خالص جریان نقد عملیاتی به کل بدهی‌ها؛  $FCFTL$ : نسبت خالص جریان نقدی تأمین مالی به کل بدهی‌ها؛  $ICFTL$ : نسبت خالص جریان نقدی

و توسعه کاهش یافته است. برای شرکت‌هایی که مدیران کوتاه‌بین دارند، عدد یک و شرکت‌هایی که کوتاه‌بینی مدیریت در آنها مشاهده نشد، عدد صفر اختصاص داده شده است.

## خودشیفتگی

در پژوهش حاضر، برای اندازه‌گیری این متغیر از روش جیا و همکاران [۳۵] استفاده شده است. لوئیس و همکاران [۴۰] نشان دادند نسبت عرض به ارتفاع چهره با ویژگی‌هایی مانند خشونت و تهاجم و رفتار غیراخلاقی سودجویی در کسب‌وکار و حاکمیت همراه است. ایشان چگونگی تمایل مدیرعامل به رفتارهای مردانه را با استفاده از یک ویژگی چهره و شکل صورت، از روی عکس مدیران و با استفاده از شاخص هورمون تستوسترون استفاده کردند. این شاخص از نسبت  $WHR$ <sup>۱</sup> نسبت عرض به ارتفاع چهره مدیرعامل به صورت فاصله دو گیجگاه نسبت به فاصله لب بالا و بالاترین نقطه پلک (ارتفاع چهره بالایی) اندازه‌گیری می‌شود. بدین منظور از نرم‌افزار Image J برای اندازه‌گیری نسبت مذکور استفاده شده است. در صورتی که این نسبت، بیشتر از میانگین نسبت نمونه‌ها باشد، مدیر، خودشیفته است و عدد یک به متغیر اختصاص می‌یابد. در غیر این صورت، عدد متغیر مربوط، صفر خواهد بود.

## متغیرهای کنترلی

این متغیرها شامل مقیاس‌های عملکرد مالی یعنی نسبت خالص جریان نقد عملیاتی به کل بدهی‌ها، نسبت خالص جریان نقدی تأمین مالی به کل بدهی‌ها، نسبت خالص جریان نقد سرمایه‌گذاری به کل بدهی‌ها، یک مقیاس اهرم مالی یعنی نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها و یک مقیاس نقدینگی یعنی نسبت جاری و همچنین اندازه شرکت به‌عنوان لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت است [۱۴].

<sup>۱</sup> Width-to-Height Ratio

داده‌ها به کار می‌رود. در این پژوهش با توجه به اینکه متغیرهای مستقل پژوهش شامل بیش اطمینانی، کوتاه‌بینی و خودشیفتگی به صورت متغیر اسمی دووجهی اندازه‌گیری شده‌اند، تفسیر نتایج میانگین و میانه مناسب نیست و بهترین روش برای تفسیر نتایج، استفاده از درصد و تعداد سال شرکت‌های متعلق به یک گروه خاص است. در نگاره ۳ خلاصه این نتایج آمده است:

سرمایه‌گذاری به کل بدهی‌ها TLTA: نسبت بدهی به کل دارایی‌ها؛ CR: نسبت جاری (دارایی‌های جاری تقسیم بر بدهی‌های جاری) است.

## یافته‌های پژوهش

### آمار توصیفی

آمار توصیفی شامل مجموعه روش‌هایی است که برای جمع‌آوری، تلخیص، طبقه‌بندی و توصیف

نگاره ۳. آمار توصیفی متغیرهای دو وجهی

تعداد شرکت دارای پارامتر		درصد وجود پارامتر ۱	نوع شرکت	عنوان شاخص
۱	۱			
۸۵	۸۵	۰/۵۷	سالم	بیش اطمینانی
۱۳۸	۱۳۸	۰/۹۲	درمانده	
۲۶	۲۶	۰/۱۶	سالم	کوتاه‌بینی
۱۴	۱۴	۰/۰۸	درمانده	
۵۱	۵۱	۰/۴۵	سالم	خودشیفتگی
۶۳	۶۳	۰/۵۶	درمانده	

منبع: یافته‌های پژوهش

این سویه رفتاری در هر دو نوع شرکت (سالم و درمانده) تقریباً نیمی از شرکت‌ها را شامل می‌شود و این مقدار در شرکت‌های درمانده، بیشتر از شرکت‌های سالم است؛ بنابراین، احتمالاً خودشیفتگی بر احتمال مواجهه با درماندگی مالی مؤثر باشد. آمار توصیفی متغیرهای کنترلی برای هر فرضیه به‌طور مجزا به صورت ذیل است.

نگاره ۴ آمار توصیفی متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد. با توجه به اینکه هر فرضیه، تعداد مشاهدات متفاوتی دارد، میانه و میانگین و... در هر فرضیه متفاوت است؛ اما داده‌های جدول نشان می‌دهد میانه و میانگین و... در هر سه فرضیه، نزدیک به هم است و تفاوت چندانی در هر فرضیه مشاهده نمی‌شود.

با توجه به جدول مذکور، متغیر بیش اطمینانی در شرکت‌های سالم، ۰/۵۷ و در شرکت‌های درمانده، ۰/۹۲ است و این نتایج نشان می‌دهد ۹۲ درصد شرکت‌های درمانده، مدیران بیش اطمینان دارند؛ بنابراین، احتمالاً بیش اطمینانی مدیریت با احتمال مواجهه با درماندگی مالی در ارتباط است. متغیر کوتاه‌بینی در شرکت‌های سالم، ۰/۱۶ و در شرکت‌های درمانده، ۰/۰۸ است. این شاخص در هر دو نوع شرکت (سالم و درمانده) مقدار اندکی دارد و در شرکت‌های درمانده، کمتر از شرکت‌های سالم است. گفتنی است احتمالاً این شاخص، تأثیر زیادی بر احتمال مواجهه با درماندگی مالی نداشته باشد. متغیر خودشیفتگی در شرکت‌های سالم، ۰/۴۵ و در شرکت‌های درمانده، ۰/۵۶ است.

## نگاره ۴. آمار توصیفی متغیرهای کنترلی

نام متغیر	میانگین	میان	بیشینه	کمینه
نسبت جاری	۱/۲۷	۱/۱۴۹	۲/۶۶	۰/۴۹
خ جریان نقدی تأمین مالی / کل بدهی‌ها	۰/۰۲۸	۰/۰۲	۰/۲۴	-۰/۱۷
خ جریان نقدی سرمایه‌گذاری / کل بدهی‌ها	-۰/۰۴	-۰/۰۲	۰/۰۹	-۰/۳۳
خ جریان نقدی عملیاتی / کل بدهی‌ها	۰/۱۴	۰/۱۰	۰/۶۹	-۰/۱۵
اندازه شرکت	۱۳/۷۵	۱۳/۵۷	۱۹/۰۷	۱۰/۳۵
اهرم مالی	۰/۶۹	۰/۶۸	۱/۲۴	۰/۲۶
نسبت جاری	۱/۲۲	۱/۱۰	۲/۶۳	۰/۴۶
خ جریان نقدی تأمین مالی / کل بدهی‌ها	۰/۰۲	۰/۰۲	۰/۲۳۰	-۰/۱۸
خ جریان نقدی سرمایه‌گذاری / کل بدهی‌ها	-۰/۰۳	-۰/۰۲	۰/۱۳	-۰/۲۸
خ جریان نقدی عملیاتی / کل بدهی‌ها	۰/۱۴	۰/۰۹	۰/۷۴	-۰/۱۴
اندازه شرکت	۱۳/۷۷	۱۳/۵۴	۱۹/۰۷	۱۰/۳۵
اهرم مالی	۰/۷۲	۰/۷۱	۱/۳۵	۰/۲۸
نسبت جاری	۱/۲۳	۱/۱۰	۲/۵۹	۰/۴۸
خ جریان نقدی تأمین مالی / کل بدهی‌ها	۰/۰۳	۰/۰۲	۰/۲۳	-۰/۱۶
خ جریان نقدی سرمایه‌گذاری / کل بدهی‌ها	-۰/۰۴	-۰/۰۲	۰/۱۲	-۰/۳۴
خ جریان نقدی عملیاتی / کل بدهی‌ها	۰/۱۴	۰/۰۹	۰/۷۴	-۰/۱۲
اندازه شرکت	۱۴/۰۹	۱۳/۸۰	۱۹/۰۷	۱۰/۵۰
اهرم مالی	۰/۷۱	۰/۷۲	۱/۲۶	۰/۲۷

بیش اطمینانی

کوتاه بین

کوتاه بین

منبع: یافته‌های پژوهش

## آمار استنباطی

پژوهش حاضر با استفاده از رگرسیون لجستیک برآورده شده است. مهم‌ترین ویژگی روش رگرسیون لجستیک این است که نیازی به برقراری فروض نرمال بودن و همسانی ماتریس‌های کوواریانس نیست. قبل از آزمون فرضیه‌ها، همبستگی متغیرهای پژوهش با استفاده از همبستگی اسپیرمن برای هر فرضیه

بررسی شد و نتایج نشان دادند همبستگی شدید بین

متغیرهای پژوهش در هر فرضیه وجود ندارد.

آزمون فرضیه اول:

فرضیه اول بیان می‌کند که بیش اطمینانی مدیریت، تأثیر مثبت و معناداری بر احتمال مواجهه با درماندگی مالی دارد. نتایج آزمون فرضیه اول در نگاره ۵ آمده است:

## نگاره ۵. نتایج آزمون فرضیه اول

متغیر	ضریب متغیر	آماره Z	احتمال آماره Z	VIF
عرض از مبدأ	۱/۰۰	۰/۵۲	۰/۶۰	-
بیش اطمینانی	۲/۲۴	۵/۱۷	۰/۰۰	۱/۱۰
خ جریان نقد تأمین مالی / کل بدهی	-۵/۳۵	-۲/۱۹	۰/۰۳	۱/۵۷
نسبت جاری	-۱/۶۰	-۳/۲۳	۰/۰۰	۱/۸۱
خ جریان نقد سرمایه‌گذاری / کل بدهی	۵/۲۱	۱/۶۱	۰/۱۱	۱/۶۴
خ جریان نقد عملیاتی / کل بدهی	-۷/۹۵	-۴/۱۸	۰/۰۰	۲/۲۴
اندازه شرکت	-۰/۱۳	-۱/۱۱	۰/۲۷	۱/۱۳
اهرم مالی	۲/۹۶	۲/۹۲	۰/۰۰	۲/۱۲
ضریب مک فادن	۰/۴۳	نسبت درست‌نمایی (LR)	۱۸۰/۹۰	سطح معنی‌داری نسبت درست‌نمایی
				۰/۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

تأثیر مثبت و معنی‌داری بر درماندگی مالی دارد. ضریب تعیین مک فادن، که برابر است با ۰/۴۳ است، نشان می‌دهد بیش اطمینانی مدیریت به همراه متغیرهای کنترلی، در مجموع می‌توانند ۰/۴۳ از احتمال درماندگی مالی را توجیه کنند.

آزمون فرضیه دوم:

فرضیه دوم بیان می‌کند که کوتاه‌بینی مدیریت، تأثیر مثبت و معناداری بر احتمال مواجهه با درماندگی مالی دارد.

نتایج آزمون فرضیه دوم در نگاره ۶ آمده است:

با توجه به آزمون هم‌خطی چندگانه‌ای، که برای متغیرهای پژوهش انجام شده است، هم‌خطی شدید بین هیچ یک از متغیرهای پژوهش وجود ندارد. مقدار آماره نسبت درست‌نمایی، ۱۸۰/۹۰ است و با توجه به اینکه سطح معنی‌داری کمتر از ۰/۰۵ دارد، الگوی کلی رگرسیونی، معنی‌دار است. با بررسی آماره متغیر بیش اطمینانی و مقدار احتمال آن مشخص می‌شود سطح احتمال آماره مذکور کمتر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین، در سطح اطمینان ۰/۹۵ نمی‌توان فرضیه پژوهش را رد کرد و بیش اطمینانی مدیریت،

## نگاره ۶. نتایج آزمون فرضیه دوم

متغیر	ضریب متغیر	آماره Z	احتمال آماره Z	VIF
عرض از مبدأ	۳/۴۲	۲/۰۸	۰/۰۳۷	-
کوتاه‌بینی	-۰/۸۴	-۱/۸۸	۰/۰۵۹	۱/۰۲
خ جریان نقد تأمین مالی / کل بدهی	-۲/۸۲	-۱/۳۸	۰/۱۷	۱/۷۱
نسبت جاری	-۱/۲۸	-۳/۰۲	۰/۰۰	۲/۰۷
خ جریان نقد سرمایه‌گذاری / کل بدهی	۲/۸۹	۱/۰۸	۰/۲۸	۱/۶۰
خ جریان نقد عملیاتی / کل بدهی	-۶/۲۵	-۴/۰۶	۰/۰۰	۲/۳۸
اندازه شرکت	-۰/۲۱	-۲/۱۸	۰/۰۳	۱/۱۳
اهرم مالی	۲/۵۱	۳/۱۴	۰/۰۰	۲/۰۹
ضریب تعیین مک فادن	۰/۳۲	نسبت درست‌نمایی (LR)	۱۴۷/۱۸	سطح معنی‌داری نسبت درست‌نمایی
				۰/۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

ضریب تعیین مک فادن، که برابر است با ۰/۳۲ است، نشان می‌دهد کوتاه‌بینی مدیریت به همراه متغیرهای کنترلی، در مجموع می‌تواند ۰/۳۲ از احتمال درماندگی مالی را توجیه کند.

#### آزمون فرضیه سوم:

فرضیه سوم بیان می‌کند که خودشیفتگی مدیریت بر احتمال مواجهه با درماندگی مالی، تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. نتایج آزمون فرضیه سوم در نگاره ۷ آمده است.

با توجه به آزمون هم‌خطی چندگانه انجام‌شده، هم‌خطی شدید بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد. مقدار آماره نسبت درست‌نمایی، ۱۴۷/۱۸ است و با توجه به اینکه سطح معنی‌داری کمتر از ۰/۰۵ دارد، الگوی کلی رگرسیونی، معنی‌دار است. با بررسی آماره متغیر کوتاه‌بینی و مقدار احتمال آن مشخص می‌شود سطح احتمال آماره مذکور، بیشتر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین، در سطح اطمینان ۰/۹۵ شواهدی کافی برای قبول فرضیه مدنظر به دست نیامد و فرضیه پژوهش رد می‌شود و کوتاه‌بینی مدیریت، تأثیر مثبت و معنی‌داری بر درماندگی مالی ندارد.

#### نگاره ۷. نتایج آزمون فرضیه سوم

متغیر	ضریب متغیر	آماره Z	احتمال آماره Z	VIF
عرض از مبدأ	-۱/۸۸	-۰/۸۵	۰/۴۰	-
خودشیفتگی	۰/۷۶	۲/۱۶	۰/۰۳	۱/۰۱
خ جریان نقد تأمین مالی /کل بدهی	-۰/۵۶	-۰/۲۳	۰/۸۲	۱/۶۵
نسبت جاری	-۰/۹۶	-۱/۷۶	۰/۰۷۷	۲/۲۳
خ جریان وجه نقد سرمایه‌گذاری /کل بدهی	۵/۵۵	۱/۹۰	۰/۰۵۷	۱/۶۱
خ جریان نقد عملیاتی /کل بدهی	-۵/۰۹	-۲/۹۰	۰/۰۰	۲/۳۶
اندازه شرکت	۰/۰۴	۰/۳۶	۰/۷۲	۱/۱۸
اهرم مالی	۳/۸۷	۳/۵۰	۰/۰۰	۲/۳۴
ضریب مک فادن	۰/۳۵	نسبت درست‌نمایی (LR)	۱۰۷/۴۰	سطح معنی‌داری نسبت درست‌نمایی
				۰/۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

ضریب تعیین مک فادن، که برابر است با ۰/۳۵ است، نشان می‌دهد خودشیفتگی مدیریت به همراه متغیرهای کنترلی، در مجموع می‌تواند ۰/۳۵ از احتمال درماندگی مالی را توجیه کند.

#### بحث و نتیجه‌گیری

شناسایی عوامل مؤثر بر درماندگی مالی، یکی از مباحث مهم در حیطه مالی است. این عوامل شامل عوامل درونی و بیرونی است. بیشتر پژوهش‌های انجام‌شده در زمینه درماندگی مالی، عوامل بیرونی

با توجه به آزمون هم‌خطی چندگانه انجام‌شده، هم‌خطی شدید بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد. مقدار آماره نسبت درست‌نمایی، ۱۰۷/۴۰ است و با توجه به اینکه سطح معنی‌داری کمتر از ۰/۰۵ دارد، الگوی کلی رگرسیونی، معنی‌دار است. با بررسی آماره متغیر خودشیفتگی و مقدار احتمال آن مشخص می‌شود سطح احتمال آماره مذکور، کمتر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین، در سطح اطمینان ۰/۹۵ نمی‌توان فرضیه پژوهش را رد کرد و خودشیفتگی مدیریت، تأثیر مثبت و معنی‌داری بر درماندگی مالی دارد.

سهامداران و محققان بازاریابی می‌توانند در محدود کردن شیوه‌های مدیریت کوتاه‌بین، نقش داشته باشند. یکی از دلایل تفاوت نتایج پژوهش با نتایج پیشین، توجه به این موضوع است که بازار سرمایه، توانایی شناسایی آثار کوتاه‌بینی در زمان وقوع را ندارد و پیامدهای آن در زمان آینده و با تأخیر ارزیابی می‌شود. بهتر است یا بازه زمانی مدنظر افزایش یابد یا اشکال مختلف آن شامل کوتاه‌بینی مدیریتی، کوتاه‌بینی فاصله‌ای، ناشی از بیش‌اطمینانی در نظر گرفته شود تا نتایج دقیق‌تری به دست آید.

فرضیه سوم، رابطه خودشیفتگی و درماندگی مالی را بررسی کرد. نتایج حاصل نشان دادند خودشیفتگی مدیریت، تأثیر مثبت و معناداری بر احتمال مواجهه با درماندگی مالی دارد. نتایج پژوهش با نتایج پژهش‌های مشابه قبلی همچون قلی‌پور و همکاران [۹] مطابقت دارد. آنها بیان کردند حدی از خودشیفتگی در مدیران مناسب است؛ ولی ممکن است دچار خشم و خودنمایی شوند و این زیاده‌روی به ویرانی شرکت منجر می‌شود. همچنین نتایج پژوهش با نتایج کشمیری و همکاران [۳۶]، که وجود رابطه مثبت بین خودشیفتگی و احتمال وقوع بحران آسیب محصول را بیان کردند، مطابقت دارد. علت وجود این رابطه متغیرها ممکن است این باشد که مدیران خودشیفته اعتقاد دارند افراد ویژه‌ای هستند و خود را با مدیران مشهور مقایسه می‌کنند. علاوه بر این، این اعتقاد در آنها وجود دارد که تصمیم‌های اشتباه نمی‌گیرند و توانایی همدلی و مشورت با دیگران را ندارند؛ به عبارت دیگر، وجود ویژگی خودرأیی در بین مدیران خودشیفته موجب می‌شود به نظرات دیگران مبنی بر بحرانی شدن اوضاع شرکت توجه نکنند و موجب افزایش بدهی‌ها و

ازجمله کیفیت و مدیریت سود را مطالعه کرده و پژوهش‌های کمتری، عوامل درونی را به‌عنوان عامل احتمالی مواجهه با درماندگی مالی بررسی کرده‌اند. پژوهش حاضر با هدف بررسی تأثیر سوبه‌های رفتاری مدیریت بر درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار انجام شده است و در آن، بیش‌اطمینانی، کوتاه‌بینی و خودشیفتگی به‌عنوان سوبه‌های رفتاری در نظر گرفته شده‌اند.

فرضیه اول، رابطه بیش‌اطمینانی و درماندگی مالی را بررسی کرد. نتایج حاصل نشان دادند بیش‌اطمینانی مدیریت، تأثیر مثبت و معناداری بر احتمال مواجهه با درماندگی مالی دارد. نتیجه این فرضیه، با نتایج پژوهش فاکسیو و منیب [۲۵] و هو و چانگ [۳۰] مطابقت دارد. بر این اساس، بیش‌اطمینانی، تأثیر منفی بر سرمایه‌گذاری دارد؛ به‌گونه‌ای که مدیران بیش‌اطمینان، سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی آینده را تحت شعاع قرار می‌دهند و با بی‌توجهی به نتایج تصمیم‌های خود موجب درماندگی مالی شرکت‌ها می‌شوند.

فرضیه دوم، رابطه کوتاه‌بینی و درماندگی مالی را بررسی کرد. نتایج حاصل نشان دادند در سطح خطای ۵ درصد، کوتاه‌بینی مدیران، تأثیر مثبت و معناداری بر احتمال مواجهه با درماندگی مالی ندارد و شاید بتوان ادعا کرد تأثیری بر ارزش شرکت ندارد. نتیجه این فرضیه، با نتایج دیدار و همکاران [۷] و میزیک [۴۳] که بیان کردند کوتاه‌بینی مدیریت سبب کاهش ارزش شرکت می‌شود، مطابقت ندارد. شرکت‌هایی با مدیریت کوتاه‌بین با کاهش هزینه‌های تحقیق و توسعه و بازاریابی و سایر هزینه‌های بلندمدت، عملکرد کوتاه‌مدت را بهتر می‌کنند؛ ولی در بلندمدت با مشکلات زیادی مواجه خواهند شد. با این حال،

حاضر به علت دسترسی نداشتن به عکس تمامی مدیران عامل شرکت‌ها، تعداد شرکت‌های نمونه خودشیفتگی به شرکت‌هایی محدود شده که عکس مدیرعامل در دسترس بوده است.

## منابع

۱. احمدی، محمدرمضان، قلمبر، محمدحسین و سیدصابر درسه. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر معیارهای اعتماد بیش از حد مدیران ارشد بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*. دوره یازدهم، شماره ۴۱، صص ۹۳-۱۲۴.
۲. بذرافشان، وجیهه، بذرافشان، آمنه و مهدی صالحی. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر خودشیفتگی مدیران بر کیفیت گزارشگری مالی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*. سال بیست و پنجم، شماره ۴، صص ۴۵۷-۴۷۸.
۳. حیدری، مهدی، منصورفر، غلامرضا و مرتضی قاسم‌زاده. (۱۳۹۷). عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه و نقش تعدیلگری درماندگی مالی؛ رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری. *پژوهش‌های حسابداری مالی*. سال دهم، شماره ۲، صص ۱۰-۲۳.
۴. چاوشی، کاظم، رستگار، محمد و حسن میرزایی. (۱۳۹۴). بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاست‌های تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*. سال هشتم، شماره ۲۵، صص ۲۹-۴۱.
۵. خرمی، داریوش و رضا غلامی جمکرانی. (۱۳۹۵). سازوکارهای نظام راهبری شرکتی و خوش‌بینی مدیریتی. *مجله علمی-پژوهشی دانش حسابداری*. سال هفتم، شماره ۲۷، صص ۱۵۹-۱۸۲.
۶. خواجه‌جوی، شکرالله، دهقانی سعدی، علی‌اصغر و فرزاد گرامی شیرازی. (۱۳۹۵). تأثیر خودشیفتگی

سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش منفی شوند و در نتیجه، شرکت به سمت درماندگی سوق داده شود. با توجه به نتایج پژوهش، به اعضای هیئت‌مدیره توصیه می‌شود برای انتخاب مدیران شایسته، بیش‌اطمینانی و خودشیفتگی مدیران را در نظر بگیرند. شناخت این سویه‌ها برای مدیرانی که مشغول به فعالیت هستند، برای پیش‌بینی درماندگی مالی مؤثر است و با اقدامات مناسب و به‌موقع، می‌توان مانع ورود به این مرحله شد. به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود با الزام به شفاف‌سازی فرایندها و روابط شرکت‌ها از یک‌سو و پوشش مطبوعاتی از سوی دیگر، بکوشند این سویه‌های رفتاری را تا حد مطلوب کاهش دهند. پوشش مطبوعاتی بر شهرت مدیران از نگاه جامعه، تأثیر بسیاری می‌گذارد و وجهه عمومی مدیران شرکت را تشکیل می‌دهد و از این طریق، هنجارهای اجتماعی شکل می‌گیرد و مدیران را از تصمیم‌های نابه‌هنجار باز می‌دارد.

تقسیم‌بندی‌های متفاوتی برای تورش‌های رفتاری وجود دارد. کانمن و ریپ (۱۹۹۸)، تورش‌های رفتاری را به سه دسته تقسیم می‌کنند که شامل تورش‌های قضاوتی، تورش‌های ترجیحی (رجحان یا اولویت) و تورش‌های حاصل از نتایج تصمیم است. پمپین (۲۰۱۰)، این تقسیم‌بندی را به شناختی و عاطفی (احساسی) تقسیم کرد. به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود سایر تورش‌های رفتاری معرفی شده در این تقسیم‌بندی‌ها را بررسی کنند تا پژوهش‌ها در زمینه عوامل درونی مؤثر در احتمال مواجهه با درماندگی غنی‌تر شود.

هر پژوهشی در بطن خود، محدودیت‌هایی دارد که در مسیر تحقق آن ظاهر می‌شود و امر پژوهش و تعمیم نتایج را با دشواری همراه می‌کند. در پژوهش



۱۴. منصورفر، غلامرضا، غیور، فرزاد و بهناز لطفی. (۱۳۹۴). توانایی ماشین بردار پشتیبان در پیش‌بینی درماندگی مالی. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*. سال پنجم، شماره ۱۷، صص ۱۷۷-۱۹۵.
۱۵. مهرانی، ساسان، کامیابی، یحیی و فرزاد غیور. (۱۳۹۶). اثر چرخه بازار سرمایه بر رفتار الگوهای پیش‌بینی درماندگی مالی. *مجله دانش حسابداری*. سال هشتم، شماره ۲، صص ۳۵-۶۲.
۱۶. نمازی، محمد، دهقانی سعدی، علی اصغر و سمانه قوهستانی. (۱۳۹۶). خودشیفتگی مدیران و استراتژی تجاری شرکت‌ها. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*. سال پنجاه و دوم، شماره ۲۲، صص ۶-۳۷.
۱۷. نیک‌بخت، محمدرضا، دهقانی سعدی، علی اصغر و سمانه قوهستانی. (۱۳۹۶). بررسی اثرگذاری قابلیت‌های مدیران بر اطمینان بیش از حد و نگرش در انتخاب راهبرد. *پیشرفت‌های حسابداری*. سال نهم، شماره ۲، صص ۱۵۱-۱۷۸.
18. Anderson, T. W., & C. Hsiao. (1982). Formulation and estimation of dynamic models using panel data. *Journal of econometrics*, Vol. 18, No. 1, Pp. 47-82.
19. Asquith, P., Gertner, R., & D. Scharfstein. (1994). Anatomy of Financial Distress: An Examination of Junk-bond Issuers. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, No. 3, Pp. 1189-1222.
20. Bertrand, M., & A. Schoar. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 4, Pp. 301-330.
21. Ben Mohamed, E., Fairchild, R., & A. Bouri. (2014). Investment Cash Flow Sensitivity under Managerial Optimism: New Evidence from NYSE Panel Data Firms. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, Vol. 19, No. 18, Pp. 10-18.
22. Capalbo, F. Frino, A. Lim, M. Y. Mollica, V. & R. Palumbo. (2017), The Impact of CEO Narcissism on Earnings Management. *Abacus*, Vol. 54, No. 2, Pp. 210-226.
23. Chowdhury, J. (2012). Managerial Myopia: A New Look. Available at SSRN 1991429.
24. Foster, J. D., Reidy, D. E., Misra, T. A., & J. S. Goff. (2011). Narcissism and stock market
- مدیران بر مدیریت سود و عملکرد مالی. *مجله پیشرفت‌های حسابداری*. سال هشتم، شماره ۲، صص ۱۲۳-۱۴۹.
۷. دیدار، حمزه، حیدری، مهدی و سعید پوراسد، (۱۳۹۷). تأثیر کوتاه‌بینی مدیریتی بر کارایی شرکت‌ها با نقش تعدیل‌کننده کیفیت حاکمیت شرکتی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران. *مجله دانش حسابداری*، سال نهم، شماره ۱، صص ۱۴۷-۱۶۹.
۸. علی اکبرلو، علیرضا. (۱۳۹۷). *مقایسه معیارهای تشخیص شرکت‌های درمانده مالی: مطالعه موردی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه.
۹. قلی‌پور، آریین، خنیفه، حسین و سمیرا فاخری کوزه‌کنان. (۱۳۸۷). اثرات خودشیفتگی مدیران بر آشفستگی سازمان‌ها. *مدیریت فرهنگ سازمانی*، سال ششم، شماره ۱۸، صص ۷۹-۹۳.
۱۰. کمیجانی، اکبر و بداد سعادت‌فر. (۱۳۸۵). تعیین مدل بهینه احتمال شرطی برای پیش‌بینی ورشکستگی اقتصادی در ایران. *ماهنامه مفید*، سال دوازدهم، شماره ۵۷، صص ۳-۲۸.
۱۱. محمودی، روشنگر. (۱۳۸۸). *بررسی رابطه بین کیفیت سود، ریسک ورشکستگی و جریان‌های نقدی آتی*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه تربیت مدرس.
۱۲. مرادی، جواد و هادی باقری. (۱۳۹۳). بررسی مقایسه‌ای تأثیر کوتاه‌بینی مدیریت و مدیریت سود بر بازده سهام. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*. سال بیست و یکم، شماره ۲، صص ۲۲۹-۲۵۰.
۱۳. مرادی، جواد و فاطمه کشاورز. (۱۳۹۵). بررسی پیامدهای کوتاه‌بینی مدیران از دیدگاه تئوری نمایندگی و فرضیه جریان‌های نقد آزاد. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، سال بیست و سوم، شماره ۴، صص ۵۲۷-۵۴۶.

- Accounting and Financial Studies Journal, Vol 23, No. 2.
35. Jia, Y., van Lent, L., & Y. Zeng. (2014). Masculinity, Testosterone, and Financial Misreporting. *Journal of Accounting Research*, Vol. 52, No. 5, Pp. 1195-1246.
  36. Kashmiri, S., Nicol, C. D., & S Arora. (2017). Me, myself, and I: influence of CEO narcissism on firms' innovation strategy and the likelihood of product-harm crises. *Journal of the Academy of Marketing Science*, Vol. 45, No. 5, Pp. 633-656.
  37. Ladika, T., & Z. Sautner. (2018). Managerial Short-Termism and Investment: Evidence from Accelerated Option Vesting. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2286789>.
  38. Leng, J., Ozkan, A., & A. Trzeciakiewicz. (2018). CEO Overconfidence and the Probability of Corporate Failure: Evidence from the UK. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3184199>.
  39. Lewis, G.J., Lefevre, C.E., & T.C. Bates (2012). Facial Width-to-Height Ratio Predicts Achievement Drive in US Presidents. *Personality and Individual Differences*, Vol. 52, No. 7, Pp. 855-857.
  40. Maccoby, M. (2000). Narcissistic leaders: the incredible pros, The inevitable cons, *Harvard Business Review*, Pp. 69-77.
  41. Malmendier, U., Tate, G., & J. Yan. (2011). Overconfidence and Early-life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies. *The Journal of Finance*, Vol. 66, No. 5, Pp. 1687-1733.
  42. Malmendier, U., & G. Tate. (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *European Financial Management*, Vol. 11, No. 5, Pp. 649-659.
  43. Mizik, N. (2010). The Theory and Practice of Myopic Management. *Journal of Marketing Research*, Vol. 47, No 4, Pp. 594-611.
  44. Srinivasan, R., & N. Ramani. (2019). With Power Comes Responsibility: How Powerful Marketing Departments Can Help Prevent Myopic Management. *Journal of Marketing*, Vol. 83, No. 3, Pp. 108-125.
  - investing: Correlates and consequences of cocksure Investing. *Personality and Individual Differences*, Vol. 50, No. 6, Pp. 816-821.
  25. Fuxiua, J., & Z. Mind. (2009). Managerial Overconfidence, Firm Expansion and Financial Distress. *Economic Research Journal*, No. 1, Pp. 131-143.
  26. Geng, R., Bose, I., & X. Chen. (2015). Prediction of financial distress: An empirical study of listed Chinese companies using data mining. *European Journal of Operational Research*, Vol. 241, No. 1, Pp. 236-247.
  27. Gordon, M. J. (1971). Toward a theory of financial distress. *The Journal of Finance*, Vol. 26, No. 2, Pp. 347-356.
  28. Hackbarth, D. (2008). Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43, No. 4, Pp. 843-882
  29. Ham, C., Seybert, N., & S. Wang. (2018). Narcissism is a bad sign: CEO signature size, investment, and performance. *Review of Accounting Studies*, Vol. 23, No. 1, Pp. 234-264.
  30. Ho, C. R., & Y. Chang. (2012). CEO Overconfidence and Corporate Financial. *25th Australasian Finance and Banking Conference*.
  31. Ishikawa, M., & H. Takahashi. (2010). Overconfident managers and external financing choice. *Review of Behavioral Finance*, Vol. 2, No. 1, Pp. 37-58.
  32. Jabeur, S. B., & Y. Fahmi. (2017). Forecasting financial distress for French firms: a comparative study. *Empirical Economics*, Vol. 54, No. 3, Pp. 1173-1186.
  33. Jacoby, G., Li, J., & M. Liu. (2019). Financial Distress, Political Affiliation, and Earnings Management: The Case of Politically Affiliated Private Firms. *European Journal of Finance*. Vol. 25, Pp. 508-523. 10.1080/1351847X.2016.1233126.
  34. Jeon, K. (2019). CEO Overconfidence and cash flow management. *Academy of*