



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۳ / شماره ۳ (پیاپی ۵۱) / پاییز ۱۴۰۳
صفحه ۳۳۹ تا ۳۵۹

رفتار سهامدان، سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران و کارایی بازار سرمایه مبتنی بر روش رگرسیونی بارون و کنی

آسیه احمدی نیاسانی

گروه حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران.
ahmadi.niyasani@gmail.com

سینا خریدار

گروه حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران. (نویسنده مسئول)
Kheradyar@iaurasht.ac.ir

مجتبی ملکی چوبری

۳- گروه حسابداری، واحد لاهیجان، دانشگاه آزاد اسلامی، لاهیجان، ایران.
malekichubari@liau.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۱۲/۰۹ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۱/۲۶

چکیده

هدف از این پژوهش بررسی نقش واسطه‌ای سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران در رابطه بین وفاداری سهامداران و کارایی بازار سرمایه است. قلمرو زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ می‌باشد. در این پژوهش ۱۴۳ شرکت به عنوان نمونه آماری از روش حذف نظام مند در نظر گرفته شده است. یافته‌ها، در فرضیه اول پژوهش حاکی از رابطه معنادار بین وفاداری سهامداران و کارایی بازار سرمایه می‌باشد بنابراین می‌توان گفت سهامداران وفادار اگر از جنبه تحلیلی و منطقی رفتار نمایند می‌توان شاهد کارا بودن بازار سرمایه باشیم. در فرضیه دوم پژوهش به این نتیجه دست یافتیم که وفاداری سهامداران منجر به سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران می‌شود چه بسا که مالکان می‌توانند با برقراری این شرایط که روش‌های حسابداری معینی برای اهداف خاصی استفاده شود رفتار فرصت طلبانه مدیران را کاهش دهند. در فرضیه سوم نیز به این نتیجه دست یافتیم که سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران می‌تواند منجر به کارایی بازار سرمایه گردد. بدین ترتیب که مدیران از اطلاعات در دسترس و خصوصی در جهت منافع شخصی خود استفاده ننموده و منافع همه مالکان را در نظر خواهد گرفت و بازار را به سمت کارایی سوق خواهند داد. و در نهایت با توجه به به پذیرش سه فرضیه اول که همان شروط لازم برای برقراری آزمون واسطه بودن متغیر سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیر می‌باشد در فرضیه اصلی پژوهش که همان هدف پژوهش است به این نتیجه دست یافتیم که سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران نقش واسطه‌ای نسبی را دارا می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران، کارایی بازار سرمایه، وفاداری سهامداران.

۱- مقدمه

بازار کارای اوراق بهادار مکانی است که قیمت اوراق بهادار مورد معامله در آن، در هر زمان می‌تواند کلیه اطلاعاتی را که در مورد آن اوراق وجود دارد به درستی منعکس نماید. منابع اطلاعاتی متعددی وجود دارد و از دیدگاه اسکات (۲۰۱۱)، گزارش‌های سالانه شرکت‌ها نوعی اطلاعات است که از نظر هزینه-منفعت ارزنده بوده و یک منبع مهم اطلاعاتی به شمار می‌رود. به علاوه تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی جنبه‌هایی از صورت‌های مالی را آشکار می‌کند که به تصمیمات سرمایه‌گذاری و بهبود بازار سرمایه مرتبط هستند. در پژوهش‌های پیشین سعی بر آن بود تا شاخص‌های موثر بر سرمایه‌گذاری را مورد شناسایی قرار دهند ولی در این پژوهش تمرکز بر شرایطی است که بتواند به کارایی بازار سرمایه بینجامد. از طرفی در پژوهش‌های پیشین بیشتر بحث بر روی وفاداری صاحبکاران و مشتریان بوده است که در این پژوهش بر این موضوع که وفاداری سهامداران چه تاثیر را بر روی کارایی بازار سرمایه و سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیریت می‌تواند داشته باشد خواهیم پرداخت. در واقع به راز اصلی و تاثیرگذاری ماندگاری در بورس که شناخت دقیق و واقعی بازار سهام است با تمرکز بر تئوری حسابداری که منشا کارابودن بازار سرمایه و توضیح این مورد که چرا مدیران روش حسابداری خود را تغییر داده و رفتارهای فرصت-طلبانه را انتخاب می‌کنند پی خواهیم برد. فرآیند حاکمیت شرکتی در جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و بهبود بخشیدن به بازار سرمایه تاثیرگذار است چرا که حاکمیت شرکتی مکانیزمی است که مستلزم فرآیندها و ساختارهایی است که ارزش‌گذاری سهامداران را از طریق مدیریت امور مشترک به گونه‌ای تنظیم می‌کند که از حمایت منافع فردی و جمعی همه ذینفعان اطمینان حاصل شود (عبدالحمید و همکاران، ۲۰۱۶). وجود حاکمیت شرکتی به نفع همه ذینفعان مالی شرکت شامل سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، اعضای هیات مدیره، مدیریت و کارکنان و همچنین صنایع گوناگون و بخش‌های مختلف اقتصادی است (ژو و سولیوان، ۲۰۲۳). حاکمیت شرکتی مطلوب نقش مهمی در بهبود بازار سرمایه و رشد اقتصادی و در عین حال افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران ایفا می‌کند (علی‌پور و فتیده، ۱۳۹۵). یکی از مهمترین سازوکارهای خارجی حاکمیت شرکتی، سهامداران عمده یا قدرت سهامداران است. سهامداران عمده تامین‌کنندگان اصلی منابع شرکت می‌باشند. بخش عمده این ساز و کار بر این موضوع تاکید دارند که اعمال نظارت‌های مناسب توسط سهامداران عمده، رفتار فرصت طلبانه و سودجویانه مدیران را محدودتر می‌کند. از جمله این ویژگی‌ها می‌توان به تمرکز مالکیت، وجود سهامداران دارای حق کنترل بر شرکت، مالکیت دولت و مالکیت سهامداران خارجی اشاره نمود (نونهال و کاظمی، ۱۳۹۴). بنابراین نقش سنتی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، سرکوب رفتار فرصت طلبانه برای محافظت از سهامداران شرکت و حفظ اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه است (ژانگ و ژو، ۲۰۲۳). در ارتباط با رفتار فرصت طلبانه مدیریت در تئوری اثباتی حسابداری فرض می‌شود که مدیران به شکلی فرصت طلبانه روش‌های حسابداری معینی را برای افزایش ثروت شخصی خود برگزینند. این تئوری فرض می‌کند مالکان نیز پیش‌بینی می‌کنند که رفتار مدیر می‌تواند فرصت طلبانه باشد. البته مالکان این شرایط را می‌گذارند که روش‌های حسابداری برای اهداف خاصی استفاده شود. مثلاً در توافق نامه پاداش مدیران ممکن است شرط گذاشته شود که از روش استهلاک معینی مانند روش استهلاک خط مستقیم در محاسبه سود و متعاقب آن تعیین پاداش استفاده شود. از پیش تعیین کردن و شرط گذاشتن در استفاده از

روش های حسابداری در همه مواقع بسیار پر هزینه و گران است. بنابراین تئوری اثباتی حسابداری توصیه می کند که همیشه آزادی عمل برای مدیران در انتخاب روش های حسابداری به شکل فرصت طلبانه و در راستای منافع شخصی، وجود خواهد داشت (نیکومرام و بنی مهد، ۱۳۹۰).

با توجه به مطالب ذکر شده در می یابیم که ضعف در کارایی بازار سرمایه و رفتار فرصت طلبانه مدیران هر دو منجر به کاهش اعتماد سرمایه گذاران در بازار سرمایه می شود و باید به دنبال مهیا کردن شرایطی باشیم که بتوانیم هم بازار سرمایه را به سمت کارایی سوق دهیم و هم رفتار فرصت طلبانه مدیریت را سرکوب کنیم. با توجه به آنکه بورس اوراق بهادار، یک بازار اقتصادی است که در آن، خرید و اوراق فروش اوراق بهادار تحت ضوابط و قوانین خاص صورت می گیرد و با عنایت به عرضه سهام بزرگترین و مهم ترین واحدهای اقتصادی کشور در تالارهای بورس، هر گونه تغییر در شرایط اقتصادی، سیاسی و ... می تواند به سرعت بر بورس اوراق بهادار تاثیر گذاشته و آن را دچار نوسان کند تصمیم گیری سرمایه گذاران صرفا بر مبنای تجزیه و تحلیل کمی و عقلایی انجام نمی شود بلکه عوامل دیگری نیز تاثیر زیادی بر نحوه واکنش سهامداران به فعل و انفعالات بازار خواهد گذاشت و موجب بهبود بازار سرمایه خواهد شد (چن و همکاران، ۲۰۲۱).

بورس بازاری مبتنی بر تحلیل و دانش است. سهامداران فقط بر اساس انتخاب نسبت به سرمایه گذاری در این بازار انتخاب نمی کنند، بلکه بهتر است تحلیل درست داشته باشند و نباید در این بازار متکی بر حقوقی ها و دولت باشند. افرادی که با تحلیل وارد این بازار می شوند نباید با دید کوتاه مدت نسبت به سرمایه گذاری در این بازار اقدام کنند و به طور حتم باید دید بلندمدت داشته باشند. اقتصاددانان، سیاست گذاران و مقامات ناظر بازار سرمایه همواره نگران آن هستند که مبادا بازیگران بازار سرمایه روی صورت های مالی سه ماهه و تغییرات کوتاه مدت بازار تمرکز کنند و نسبت به نگهداری سهام در بلندمدت بی تفاوت باشند. گرایش کوتاه مدت باعث کاهش سرمایه گذاری، انباشت کمتر سرمایه و کاهش نرخ رشد اقتصادی و بیکاری می شود. این نوع گرایش به معنای رفتار سفته بازانه بازارهای سهام تلقی می شود؛ رفتاری که روی تحرکات کوتاه مدت قیمت سهام مانور می دهد. چنین سفته بازانی غالبا سود حاصل از تحرکات و تغییر احساسات و روحیه در بازار را دنبال می کنند؛ یعنی به روان شناسی جمعی سرمایه گذاران توجه دارند و فعالیت آنان به هیچ وجه معطوف به ارزش بنیادین شرکت هایی نیست که در آنها سرمایه گذاری می کنند. بازار سرمایه بازاری برای دلالتی نیست که افراد برای کوتاه مدت نوسان گیری کنند و از بازار خارج شوند، افراد برنده در بازار، سهامداران وفادار هستند که با دید بلندمدت به این بازار ورود می کنند و در واقع این دسته از سهامداران در گروه سهامداران وفادار هستند. وفاداری سهامداران سبب می شود تا از بازده کوتاه مدت رهایی یابند. سهامدار وفادار شخصی است که زمانی که سهمی را خریداری می کند حاضر به سهامداری آن می باشد و به راحتی آن را رها نمی کند. یکی از معیارهای وفاداری سهامداران تعداد دفعات معاملات خرید و فروش سهام می باشد. به عبارتی دیگر، چنانچه دفعات معاملات سهام که در هر شرکت خریداری شده و تعداد معاملات خرید و فروش همان سهم در یک سال بیشتر باشد، یعنی سهامدارانی که خواستار این سهم هستند به شرکت اطمینان دارند و نسبت به سهامشان وفادار هستند (چانگ و لو، ۲۰۱۵). روش های اندازه گیری عملکرد شرکت ها و یافتن راهکارهای کنترل عملکرد آنها عموما به انواع مالکیت سهام شرکت ها مربوط می شود. شایان ذکر است که وفاداری

می‌تواند بازار را به سمت کارایی سوق دهد که دارای پشتوانه تحلیلی باشد چه بسا که وفاداری منفی نیز وجود دارد. به صورت کلی باید گفت اگر اجباری به سهام‌داری در یک شرکت وجود نداشته باشد وفاداری به سهم معنایی پیدا نمی‌کند. این مفهوم که بین معامله‌گران بازار می‌چرخد در حقیقت ریسک بستن چشم بر حقایق و ریسک‌ها را بالا می‌برد. یک جمله اساسی را باید به این معامله‌گران گوشزد کرد: سهم نمی‌تواند تا ابد رشد کند مگر این‌که بی‌ثباتی کل اقتصاد کشور را در برگیرد که در چنین سناریویی شاید ماندن در سهام چندان عاقلانه نباشد. پس به جای ساخت واژه‌های احساسی که در نتیجه معاملات حسسی را به دنبال دارد منطق را به کار گرفته و از آن استفاده کنید. سهمی اگر سود می‌دهد دلیل رشد قیمت را پیدا کنید. در شرایطی که معاملات بسیار حسسی شده است به معامله‌گران توصیه می‌شود که به جای برخی از حس‌ها که در بازارها معنای چندانی پیدا نمی‌کند و در آبی رنگ می‌بازد منطق را در پیش بگیرند. سهمی را اگر دارند و سود می‌دهد و رشد می‌کند اما حساب آن مشخص است باید در موعد مناسب از آن خارج شوند نه این‌که در دامی که عده‌ای برای وی پهن کرده‌اند و نام آن را وفاداری به سهام گذاشته‌اند گرفتار شود. البته ممکن است شخصی که مطلب بالا را می‌خواند بگوید در چنین شرایطی سرمایه‌گذاری بلندمدت معنا پیدا نمی‌کند. هیچ سرمایه‌گذار بلندمدتی که از منطق برای سرمایه‌گذاری خود استفاده کرده از واژه‌هایی مانند وفاداری به سهم برای توجیه ماندن خود در سهام استفاده نمی‌کند، وی لیستی بلند از علل سرمایه‌گذاری خود دارد که آن‌چنان آن‌ها را مرور کرده که حفظ شده است. بر این اساس توصیه می‌شود به جای معاملات حسسی معامله‌گران منطق را در پیش بگیرند. بنابراین وفاداری زمانی منجر به تقویت کارایی بازار سرمایه می‌شود که با پشتوانه تحلیلی و بکارگیری منطق و به دور از تعصبات شخصی باشد (رهمان و گانک، ۲۰۲۳).

در این پژوهش بررسی خواهیم کرد سهامداران با وفاداری خود تا چه اندازه می‌توانند به کارایی بازار سرمایه و بالاخص سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران بینجامند و اعتماد سرمایه‌گذاران را به بازار سرمایه جلب کنند چرا که پیش از این نیز گفته شد که کارایی بازار و سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران در جلب اعتماد سرمایه‌گذاران تاثیر بسزایی دارد و اعمال نظارت مناسب توسط سهامداران عمده، رفتار فرصت طلبانه و سودجویانه مدیران را محدود می‌کند؛ حال با توجه به اینکه تمامی سهامداران عمده لزوماً وفادار نیستند در این پژوهش با این چالش نیز روبرو خواهیم شد که آیا سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران می‌تواند نقش واسطه‌ای در ارتباط بین وفاداری سهامداران و کارایی بازار سرمایه را ایفا کند یا خیر.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

تئوری اثباتی حسابداری توسط واتس و زیمرمن معرفی و رواج یافته است. واتس و زیمرمن در توضیح چگونگی انتخاب واژه اثباتی در تئوری خود عنوان می‌کنند که: "ما اصطلاح اثباتی را از اقتصاد به عاریه گرفته ایم، این اصطلاح در اقتصاد برای تمیز تحقیقاتی که به منظور توضیح و پیش بینی پدیده‌ها و تحقیقاتی که هدف آن‌ها تدوین حکم و دستور می‌باشد، به کار می‌رود با توجه به تعریفی که از واژه اثباتی در اقتصاد وجود دارد به نظر ما نیز این اصطلاح می‌تواند برای تمیز تحقیقات حسابداری که به منظور توضیح پدیده‌ها از تحقیقات حسابداری

که به منظور اتخاذ و صدور حکم و دستور انجام می شود سودمند باشد. عبارت اثباتی یک نشان و علامت را در حسابداری به وجود آورده است نظیر نشانه هایی که تداعی کننده موضوع خاصی است."

واتس و زیمرمن می گویند که تئوری اثباتی حسابداری به تشریح رویه های حسابداری می پردازد این تئوری برای توضیح و پیش بینی رفتارهای شرکت هایی که می خواهند از یک رویه خاص استفاده کنند و همچنین شرکت هایی که نمی خواهند از رویه مشخصی استفاده کنند به کار می رود. این تئوری در مورد اینکه شرکت ها از چه رویه هایی باید استفاده کنند توضیحی نمی دهد.

تئوری اثباتی حسابداری به روابط میان اشخاص مختلفی که منابع واحد تجاری را تامین می کند را توجه دارد و چگونگی کمک حسابداری در انجام این وظیفه را توضیح می دهد نمونه هایی از این روابط عبارتند از رابطه بین مالکان (تامین کنندگان سرمایه) و مدیران (عرضه کنندگان کار مدیریت) یا رابطه بین اعتبار دهندگان و مدیران شرکت. روابط مدبور مستلزم تفویض تصمیم گیری از یک طرف (موکل) به طرف دیگر (وکیل یا نماینده) است که از آن به عنوان رابطه کارگزاری یاد شد. تئوری اثباتی حسابداری بر این فرض اقتصادی مبتنی است که اعمال اشخاص برای نفع شخصی انجام می شود و اشخاص این اعمال را برای افزایش ثروت خود به طریقی فرصت طلبانه انجام خواهند داد (حجازی و اوجی، ۱۳۹۱).

در این پژوهش بر مبنای تئوری اثباتی، به این موضوع خواهیم پرداخت که چگونه مدیر و سایرین تصمیمی را اتخاذ می کنند که بهترین نتیجه را برای آن ها در پی داشته باشد. تئوری حسابداری اثباتی بر نقش تئوری حسابداری به منظور فراهم آوردن توضیحات و پیش بینی رویه های حسابداری تاکید داشته است و یکی از سوالاتی که به دنبال پاسخ دادن به آن می باشد، تاثیر گزارش صورت های مالی بر قیمت سهام و کارایی بازار سرمایه می باشد. در این مسیر چنین فرض می شود که مدیران، سرمایه گذاران، اعتبار دهندگان و دیگر استفاده کنندگان از صورت های مالی به گونه ای عقلایی، به ارزیابی حداکثر کننده های مطلوبیت می پردازند. مدیران این اختیار را دارند که با انتخاب خط مشی های حسابداری، مستقیماً منافع شخصی شان را حداکثر کنند یا با تغییر دادن سیاست های تامین مالی، سرمایه گذاری و تولید، به طور غیرمستقیم منافع خود را به حداکثر رسانند. مدیران معمولاً عملیاتی را با استفاده از رفتار فرصت طلبانه برای استفاده در حسابداری سطح عمومی قیمت تعدیل شده بر می گزینند تا ارزش شرکت را به حداکثر ممکن رسانند (جان جانی و خدادای، ۱۳۹۱).

توسعه ی حسابداری اثباتی در دو مرحله می باشد؛ در مرحله نخست تحقیق های درون حسابداری و رفتار بازار سرمایه و نه توضیح عملکرد حسابداری را در بر می گیرد و به بررسی ارتباط بین اعلان سود حسابداری و عکس العمل قیمت سهام می پردازد. تئوری های اقتصاد مالی به ویژه فرضیه بازار کارا و همچنین الگوی قیمت گذاری دارای سرمایه ای در این سطح ترسیم می شوند. در مرحله بعد، در جستجوی توضیح و پیش بینی برای عملکرد حسابداری موسسه ها می باشد و تمرکز اساسی در این مرحله بر روی دو مورد است؛ در ابتدا سعی بر آن دارد توضیحی بیابد برای اینکه چرا موسسات بنابر رفتار فرصت طلبانه، گزینه های حسابداری خاصی را بر می گزینند. برچسبی را که به رفتار فرصت طلبانه می زنند، پس رویداد می باشد، چرا که مدیر بعد از وقایع به دنبال رویه هایی از حسابداری است تا بتواند منافع خود را به حداکثر رساند. دوم آنکه عملکردهای انتخابی موسسه ها برای بالا بردن

کارایی خودشان می‌باشند. به عبارتی دیگر با استفاده از آن دسته از عملکردهای حسابداری که قابلیت پیش‌بینی شدن را دارند، بتوانند هزینه‌ی قرارداد با ادعا کنندگان از موسسه را پایین آورند (صادقی و دهکردی، ۱۴۰۱). به طور کلی دو نوع از تحقیقات در بازار سرمایه وجود دارد که اهمیت ویژه‌ای در تئوری حسابداری اثباتی دارند؛ مطالعاتی که در تعیین تاثیر انتشار اطلاعات حسابداری بر بازار سهام نقش دارد و دیگری مطالعاتی که اثر رویه‌های حسابداری بر قیمت سهام را بررسی می‌کنند. بیشترین تحقیق‌ها در این دو محدوده طبق پارادایم متداول در اقتصاد مالی یعنی فرضیه کارایی بازار می‌باشد.

الستی و همکاران (۱۴۰۱)، در پژوهشی به مقایسه رفتار سهامداران کوتاه‌مدت و بلندمدت تحت تاثیر ابهام اطلاعاتی و ارتباط ارزشی سود پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که شاخص ابهام اطلاعاتی (چولگی بازده ماهانه سهام) در رابطه با بلندمدت و کوتاه مدت بودن رفتار سهامداران شرکت‌ها برتری دارد. داداشی و همکاران (۱۴۰۰)، در پژوهشی به بررسی فاکتورهای موثر بر استرس مالی سرمایه‌گذاران حقیقی بورس اوراق بهادار و پیامدهای ناشی از آن: تکنیک فراترکیب پرداختند. یافته‌های پژوهش شامل مدل مفهومی تحقیق و ۱۱۱ عامل تاثیرگذار بر استرس مالی سرمایه‌گذاران حقیقی و ۲۶ عامل به عنوان پیامدهای ناشی از استرس مالی در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. شناسایی، فاکتورها و طراحی مدل نهایی تحقیق می‌تواند منجر به بهبود درک مفهوم استرس مالی شده و به ابزاری مناسب برای کمک به متولیان امر سرمایه‌گذاری و سیاست‌گذاران بازار سرمایه در راستای اعتماد سازی و سرمایه‌گذاران و بهبود بازار سرمایه تبدیل شود.

لک و همکاران (۱۳۹۸)، در پژوهشی به بررسی کارایی بازار سرمایه در تحلیل اطلاعات اجزای نقدی سود حسابداری پرداخت. بر اساس نتایج بدست آمده، واکنش دست‌اندرکاران بازار نسبت به پایداری اجزای نقدی سود متفاوت است و بازار سرمایه نسبت به برخی اطلاعات و اجزای نقدی سود حسابداری کارا است و نسبت به برخی اطلاعات، کارا نیست و بازار سرمایه نسبت به درک برخی اطلاعات اجزای نقدی سود ناتوان است.

ری و فرتیزون (۲۰۲۰)، در پژوهشی نشان دادند ویژگی تاریک شخصیت نظیر ماکیاولیسم، خودشیفتگی و جامعه ستیزی می‌توانند تاثیر مثبت و معناداری بر وقوع رفتارهای فرصت طلبانه مدیران شرکت‌ها دارند. آن‌ها همچنین تاکید دارند که ویژگی‌های روانشناختی دیدگاه می‌توانند رابطه میان ویژگی‌های تاریک شخصیت و رفتارهای غیر اخلاقی مدیران را تعدیل کند.

گونگ و ژو (۲۰۱۹)، در مطالعات اقتصاد رفتاری دریافته‌اند تمایل به شرط بندی، متاثر از ویژگی‌های رفتاری شناختی نظیر شخصیت، احساسات، هیجانات و عواطف و غیر شناختی مانند مهارت و شانس است. این پژوهشگران تاکید دارند که تمایل به شرط بندی در سرمایه‌گذاران پیامدهای نامطلوبی را برای آن‌ها به ارمغان خواهد آورد و رفتار فرصت‌طلبانه را در آن‌ها تقویت می‌کند.

۳- روش تحقیق

روش این تحقیق، توصیفی از نوع همبستگی بوده و برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون داده‌های ترکیبی، استفاده شده است و از لحاظ هدف کاربردی می‌باشد، چون با هدف بکارگیری این نتایج در بازار سرمایه انجام می‌گیرد.

قلمرو مکانی پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی آن سال های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ می باشد. در این پژوهش ۱۴۳ شرکت به عنوان نمونه آماری از روش حذف نظام مند در نظر گرفته شده است و برای جمع آوری داده های سایر متغیرهای تحقیق، از اطلاعات صورتهای مالی و نرم افزار ره آورد نوین استفاده گردید. و در نهایت با استفاده از نرم افزار ایویوز به آزمون فرضیه های پژوهش پرداخته شد.

۴- فرضیه ها

فرضیه های تدوین شده در این پژوهش بر مبنای تئوری اثباتی حسابداری بر این اساس تنظیم شده است که چگونه مدیر و سایرین تصمیمی را اتخاذ می کنند که بهترین نتیجه را برای آن ها در پی داشته باشد. جهت آزمون فرضیه های این پژوهش از رگرسیون بارون و کنی استفاده شده است. چرا که در این پژوهش به دنبال آن هستیم که تعیین نماییم که چگونه وفاداری سهامداران، کارایی بازار سرمایه را افزایش می دهد و از آنجایی که افزایش در کارایی بازار سرمایه، باید همراه با سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیر باشد باید این موضوع نیز بررسی شود که آیا وفاداری سهامدار نیز منجر به سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیر می شود یا خیر و در نهایت چگونه می توان کارایی بازار سرمایه را افزایش داد. منظور آن است که هر دو متغیر وفاداری سهامداران و سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیر می توانند کارایی بازار سرمایه را برآورد کنند یا وفاداری سهامداران تنها به واسطه متغیر سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران می توانند کارایی بازار سرمایه را برآورد کند.

سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران بر رابطه بین وفاداری سهامداران و کارایی بازار سرمایه نقش واسطه ای دارد. جهت آزمون فرضیه فوق در وهله اول باید شرایط زیر برقرار باشد:

- ۱) بین وفاداری سهامداران و کارایی بازار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.
- ۲) بین وفاداری سهامداران و سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران رابطه معناداری وجود دارد.
- ۳) بین سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران و کارایی بازار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.

۵- مدل پژوهش

تحلیل واریانس به طور کامل فرضیه وجود یک متغیر واسطه ای را مورد آزمون قرار نمی دهد. برای آزمون اثر متغیر واسطه ای مجموعه ای از مدل های رگرسیون باید برآورد شوند. نخست باید چهار معادله رگرسیون زیر برآورد شود:

- رگرسیون متغیر مستقل روی متغیر برآمد (وابسته)
- رگرسیون متغیر مستقل روی متغیر واسطه ای
- رگرسیون متغیر واسطه ای روی متغیر برآمد
- رگرسیون متغیرهای مستقل و واسطه ای روی متغیر برآمد

در هر معادله ضرایب رگرسیون برآورد شده و مورد آزمون قرار می گیرد. برای برقراری اثر واسطه ای شرایط زیر باید وجود داشته باشد:

ضریب رگرسیون در معادله اول باید معنادار باشد (همبستگی بین متغیر مستقل و وابسته باید معنادار باشد)، و (۲) ضریب رگرسیون در معادله دوم باید معنادار باشد (همبستگی بین متغیر مستقل و واسطه باید معنادار باشد)، (۳) ضریب رگرسیون متغیر واسطه‌ای در معادله سوم باید معنادار باشد، یعنی با کنترل متغیر مستقل بین متغیر واسطه‌ای و متغیر ملاک رابطه معنادار وجود داشته باشد. در معادله چهارم با کنترل متغیر واسطه‌ای ضریب رگرسیون متغیر وابسته روی متغیر مستقل صفر یا تضعیف شود. چنانچه ضریب رگرسیون متغیر مستقل معنادار باشد، واسطه‌ای کامل وجود ندارد. به عبارت دیگر، در واسطه‌ای کامل با کنترل اثر متغیر واسطه‌ای، رابطه بین متغیر مستقل و وابسته از بین می‌رود.

نقش واسطه‌ای می‌تواند به دو صورت کامل و نسبی باشد. اگر تاثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته در مدل چهارم کمتر از مدل اول باشد، سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران نقش واسطه‌ای نسبی خواهد داشت، یعنی هر دو متغیر مستقل و واسطه‌ای می‌توانند متغیر وابسته را برآورد کنند. اگر تاثیر متغیر مستقل بر روی متغیر وابسته در مدل چهارم معنادار نباشد، سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران نقش واسطه‌ای کامل خواهد داشت، یعنی متغیر مستقل تنها به واسطه متغیر سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران می‌توانند متغیر وابسته را برآورد کند. در غیر این صورت متغیر سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران نقش واسطه‌ای ندارد. با توجه به مطالب ذکر شده مدل‌های رگرسیونی زیر جهت آزمون فرضیه پژوهش در نظر گرفته شده است که در این بین در نهایت مدل چهارم تعیین کننده این است که آیا متغیر سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران می‌تواند نقش واسطه‌ای داشته باشد یا خیر.

$$1. CME_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 SHLoy_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 MTB_{i,t} + \beta_5 SG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$2. IM_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 SHLoy_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 MTB_{i,t} + \beta_5 SG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$3. CME_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 IM_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 MTB_{i,t} + \beta_5 SG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$4. CME_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 SHLoy_{i,t} + \beta_2 IM_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 MTB_{i,t} + \beta_7 SG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل‌های فوق به ترتیب جهت برقراری شروط یک تا سه جهت آزمون فرضیه پژوهش که در مدل چهارم به آن اشاره شده است بر اساس مدل بارون و کنی (۱۹۸۶) تدوین شده است که در آن‌ها:

$IM_{i,t}$: نشان دهنده سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیریت است که به عنوان متغیر وابسته در مدل اول بکار رفته است و به صورت زیر محاسبه شده است:

برای کمی کردن این متغیر، ابتدا متغیر افشای محدود اطلاعات محاسبه می‌شود. برای محاسبه متغیر افشای محدود اطلاعات به پیروی از رضایی و محمدپور (۱۳۹۶)، برگرفته از مقاله لیونگ و همکاران (۲۰۱۵) برای هر سال-شرکت از مدل رگرسیونی زیر استفاده می‌شود:

$$DIS_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 MTB_{i,t} + \beta_3 DISTRESS_{i,t} + \beta_4 OWN_{i,t} + \beta_5 NEWEQUITY_{i,t} + \beta_6 DEBT_{i,t} + \beta_7 LIQUID_{i,t} + \beta_8 HHI_{i,t} + \beta_9 Size_{i,t} + \beta_{10} GROWTH_{i,t} + \beta_{11} DUALIT_{i,t} + \beta_{12} PIND_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$DIS_{i,t}$: برابر است با لگاریتم طبیعی امتیاز افشای ۱۲ ماهه منتهی به ۲۹ اسفند هر سال که توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران منتشر می‌شود.

$ROA_{i,t}$: از تقسیم سود خالص به جمع کل دارایی محاسبه می‌شود.

$MTB_{i,t}$: از تقسیم ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود.

$DISTRESS_{i,t}$: نشان دهنده درماندگی مالی شرکت است در صورتیکه $Z < 1/23$ در الگوی آلتمن شود.

$$Z = 1.2x_1 + 1.4x_2 + 3.3x_3 + 0.6x_4 + 1.0x_5$$

X_1 : نسبت سرمایه به کل دارایی‌ها

X_2 : نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها

X_3 : نسبت سود قبل از کسر بهره و مالیات به کل دارایی‌ها

X_4 : نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری کل بدهی‌ها

X_5 : نسبت فروش به کل دارایی‌ها

گروه اول: $Z < 1.23$ احتمال درماندگی مالی خیلی زیاد

گروه دوم: $1.23 < Z < 2.99$ ناحیه خاکستری

گروه سوم: $Z > 2.99$ احتمال درماندگی مالی خیلی کم

$OWN_{i,t}$: درصد سهام نگهداری شده توسط اشخاص حقوقی به علاوه اشخاص حقیقی که مالکیت بالاتر از ۵ درصد سهام شرکت را دارند.

$NEWEQUITY_{i,t}$: یک متغیر مجازی است که اگر شرکت در طول سال سهام جدید منتشر کرده باشد، مقدار یک را می‌پذیرد و در غیر اینصورت مقدار آن برابر با صفر است.

$DEBT_{i,t}$: نشان دهنده نسبت بدهی است که از تقسیم جمع بدهی‌های غیر جاری به جمع کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

$LIQUID_{i,t}$: نشان دهنده نسبت نقدینگی است که به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{نسبت نقدینگی} = \frac{\text{سرمایه گذاری کوتاه مدت + وجوه نقد}}{\text{جمع کل دارایی‌ها}}$$

$HHI_{i,t}$: نشان دهنده تمرکز فروش است و بصورت زیر محاسبه می‌شود:

$$HHI = \left(\frac{Sale_f}{Sale_t} \right)^2$$

HHI : نشان دهنده تمرکز فروش است.

$Sale$: نشان دهنده میزان فروش است.

f : مولفه شرکت است.

i : مولفه صنعت است.

$Size_{i,t}$: نشان دهنده اندازه شرکت است و برابر است با لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت در پایان سال

$GROWTH_{i,t}$: نشان دهنده رشد فروش است و به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$Growth_{i,t} = \frac{Sale_{i,t} - Sale_{i,t-1}}{Sale_{i,t-1}}$$

$Sale_{i,t}$: نشان دهنده فروش سال مال جاری است.

$Sale_{i,t-1}$: نشان دهنده فروش سال مالی قبل است.

$DUALIT_{i,t}$: اگر مدیرعامل، عضو هیات مدیره هم باشد مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر را می‌پذیرد.

$PIND_{i,t}$: برابر است با نسبت تعداد اعضای غیرموظف هیات مدیره به تعداد کل اعضای هیات مدیره.

$\varepsilon_{i,t}$: نشان دهنده جمله خطاست.

سپس برای محاسبه مقادیر متغیر سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیریت به صورت زیر عمل می‌کنیم:

MND : افشای محدود اطلاعات است که همان قدرمطلق جمله اخلاص حاصل از الگوی فوق است.

(۱) ابتدا ε را بدست می‌آوریم، با توجه به مدل هر چه مقدار جمله اخلاص بیشتر باشد بیانگر خطای پیش‌بینی

بالاتری است و چون متغیر پیش‌بینی کننده افشا است، اگر خطای پیش‌بینی بیشتر باشد یعنی خطا در

پیش‌بینی افشا بیشتر است بنابراین افشا انجام شده کمترین بوده است.

(۲) سپس قدر مطلق ε محاسبه می‌شود.

(۳) قدر مطلق ε را $Sort$ می‌نماییم.

۲۵٪ بالاترین بند ۳ بدون احتساب قدرمطلق آن بعنوان IM معرفی می‌شود. آنگاه مقادیر معین شده سرکوب

رفتار فرصت طلبانه مدیریت را در مقابل هر سال-شرکت دارای IM قرار خواهیم داد و سایر شرکت‌ها مقدار صفر خواهند گرفت.

$CME_{i,t}$: نشان دهنده کارایی بازار سرمایه است که متغیر وابسته در مدل دوم و سوم بکاررفته است و بصورت زیر محاسبه شده است:

برای اینکه نقش هر شرکت را در سال‌های مورد مطالعه در رسیدن بازار سرمایه به سطح کارایی و یا ناکارایی مشخص نماییم از آزمون گردش استفاده می‌کنیم (اله یاری، ۱۳۸۷):

این آزمون یک روش ناپارامتری محسوب می‌شود. این آزمون مشخص می‌کند که آیا تغییرات در طول زمان

مستقل از یکدیگر هستند یا خیر؟ برای این منظور علامت تغییر قیمت از یک دوره به دوره دیگر را با علائم (+)،

(-) و صفر که مشخص کننده افزایش، کاهش و عدم تغییر قیمت سهام است نشان می‌دهیم. هر بار که علامت

تغییر قیمت‌ها عوض شود، اصطلاحاً گفته می‌شود که یک گردش (Run) بوجود آمده است. آزمون فوق در حقیقت

مقایسه‌ای بین تعداد گردش‌های مورد انتظار و تعدادی است که واقعا مشاهده شده است. اگر تعداد علائم مشاهده

شده بزرگتر از آن چیزی باشد که مورد انتظار بوده، نتیجه‌گیری این خواهد بود که تغییرات قیمت سهام به یکدیگر

وابسته نمی‌باشد و هر کدام بطور مستقل حرکت نموده‌اند. اگر تعداد مشاهدات تمام علائم کوچکتر از حد انتظار

باشند می‌توانیم بگوییم قیمت‌ها به یکدیگر وابسته‌اند و بازار سرمایه در این حالت، غیرکارا می‌باشد. در آزمون

گردش (Run)، سوالی که باید به آن جواب داده شود این است که آیا تسلسل و ترتیب تعدادی از مشاهدات یک

ترتیب تصادفی است یا خیر؟ برای جواب دادن به سوال فوق باید تعدادی را که مشاهده کرده‌ایم مورد بررسی قرار

دهیم و ببینیم که چند Run در سری وجود دارد. یک گردش عبارت از توالی یکسان علائمی است که به دنبال

علائم مختلف یا بدون علامت می‌آید. تعداد گردش بصورت زیر محاسبه می‌شود:

از مشاهدات پی در پی و بالا و پایین میانگین گرفته تا گردش را تعیین کنیم. اگر در مشاهده بخصوصی به این نتیجه برسیم که مقدار مشاهده ای بزرگتر از مقدار متوسط است به آن علامت (+) و اگر مشاهداتی کوچکتر از متوسط داشته باشیم به آن علامت (-) می دهیم و اگر مشاهدات برابر میانگین باشد، در این صورت مشاهدات را حذف می کنیم. محاسبات مربوط در این مورد بصورت زیر نشان داده می شود:

$$X_i = + \quad \text{اگر} \quad \mu_i > \mu$$

$$X_i = - \quad \text{اگر} \quad \mu_i < \mu$$

$$\text{حذف مشاهدات اگر} \quad \mu_i = \mu$$

μ نشان دهنده میانگین و μ_i نشان دهنده ارزش مشاهدات است.

رابرت و ویلز (۱۹۶۵)، تعداد گردش های مورد انتظار را شامل کلیه علائم (m) (صفر، منفی، مثبت) را فرمول بندی کرده اند و انحراف معیار را برای تعداد مورد انتظار گردش (δ_m) بصورت زیر نشان داده اند:

$$m = \frac{N(N+1) \sum_{i=1}^3 (n_i)^2}{N}$$

که در آن:

N = نشان دهنده تعداد مشاهدات است

n_i = تعداد تغییرات قیمت برای هر کدام از علائم که بصورت زیر می باشد:

$i=1$ ، برای تغییرات مثبت

$i=2$ ، برای تغییرات منفی

$i=3$ ، برای حالاتی که تغییر نداشته باشیم

انحراف معیار m که با δ_m نشان داده شده است بصورت زیر محاسبه می شود:

$$\delta_m = \left[\frac{\sum_{i=1}^3 n_i^2 (\sum_{i=1}^3 n_i^2 + N(N+1)) - 2N \sum_{i=1}^3 n_i^3 - N^3}{N^2(N-1)} \right]$$

معیار نرمال متغیر (K) بعد از تکمیل تعدیلات مداوم بصورت زیر محاسبه می شود:

$$K = \frac{(R \pm A) - m}{\delta_m}$$

$$\text{اگر} \quad R \leq m \quad \rightarrow \quad A = +\frac{1}{2}$$

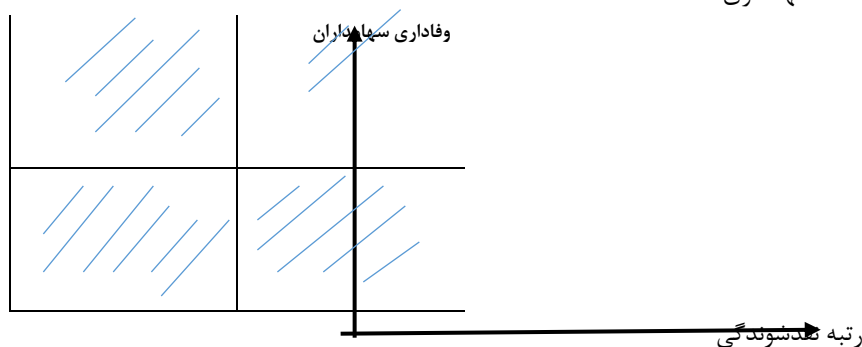
$$\text{اگر} \quad R \geq m \quad \rightarrow \quad A = -\frac{1}{2}$$

R: مجموع مشاهدات انواع مختلف گردش، A: تعدیلات ثابت و مداوم و R: تعداد واقعی گردش برابر است با $\sum_{i=1}^n R_i$ که در آن $i=1,2,3,\dots$ می باشد.

SHLOY_{i,t}: نشان دهنده وفاداری سهامداران است که در هر سه مدل پژوهش به عنوان متغیر مستقل بکار رفته است و به صورت زیر محاسبه شده است:

در صورتیکه فاصله زمانی معاملات (مدت سهامداری) در شرکتی از حد متوسط سالیانه زیاد باشد و رتبه نقد شوندگی سهام هم زیاد باشد، سهام نزد افرادی قرار گرفته‌است که وفادار در امر سرمایه‌گذاری هستند

مدت سهامداری



مدت سهامداری

$$\text{رتبه نقدشوندگی} = \frac{\text{تعداد سهام معامله شده} \times \text{روزهای معاملاتی} \times \text{دفعات معاملات}}{\text{تعداد کل سهام صادره}} \times 365 = \text{مدت سهامداری}$$

رتبه نقدشوندگی:

قابلیت نقد شوندگی یک سهم را می‌توان از عواملی همچون حجم معاملات شرکت‌ها، تعداد سهام معامله شده، تعداد روزهای معامله شده، تکرار معامله‌ها، تعداد خریدار و مانند آن شناسایی کرد. بر این اساس می‌توان شرکت‌ها را بر مبنای میزان نقدشوندگی آن‌ها رتبه‌بندی کرد. رتبه نقد شوندگی طبق رابطه زیر بدست می‌آید:

$$\frac{1}{\text{متوسط ارزش روز}} + \frac{1}{\text{حجم معاملات}} + \frac{1}{\text{تعداد سهام معامله شده}} + \frac{1}{\text{تعداد روزهای معامله شده}} + \frac{1}{\text{تعداد دفعات معامله}}$$

در رابطه بالا رتبه نقدشوندگی از ۱ آغاز شده و تا تعداد شرکت‌های معامله شده در هر مقطع زمانی ادامه می‌یابد. رتبه ۱ نشانگر نقدشونده‌ترین سهم است و نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در فروش این سهم مشکل خاصی ندارند و می‌توانند به راحتی دارایی خود را نقد کنند. با استفاده از رابطه فوق برای هر شرکت ضریب محاسبه می‌شود. سپس با مرتب کردن آن برای شرکت بر اساس بیشترین ضریب، اولین رتبه و رتبه‌های بعدی محاسبه می‌شود (سعیدی و افخمی، ۱۳۹۱).

بعد از محاسبه رتبه نقدشوندگی، از رتبه نقدشوندگی نسبت به هر سال کل شرکت میانگین گرفته و اگر رتبه هر شرکت در مقطع زمانی مورد نظر بیشتر از میانگین باشد به آن عدد ۱ و در غیر اینصورت عدد ۰ اختصاص می‌دهیم.

دو ستون بدست آمده از مدت سهامداری و رتبه نقدشوندگی را مقایسه می‌کنیم و در صورتیکه هر دو شامل عدد ۱ باشد یک قرار می‌دهیم و این خود نشان دهنده وفاداری سهامدار عمده است و در صورتیکه هر دو صفر و یا هر دو یک و صفر بودند، صفر قرار می‌دهیم.

متغیرهای کنترلی بکار رفته در مدل‌های آماری به پیروی از پژوهش مدرس و حصارزاده (۱۳۸۷)، بشرح زیر است: $Size_{i,t}$: نشان دهنده اندازه شرکت است و برابر است با لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت در پایان سال (پایله رود و همکاران، ۱۳۹۹).

$LEV_{i,t}$: نشان دهنده اهرم مالی است و از تقسیم بدهی کل به دارایی کل محاسبه می‌شود (تازیک و محمد، ۲۰۱۴) $MTB_{i,t}$: از تقسیم ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود (کیم، ۲۰۱۷).

$SG_{i,t}$: نشان دهنده نرخ رشد فروش است و از اختلاف فروش سال جاری و فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل محاسبه می‌شود (کیم، ۲۰۱۷).

۶- یافته‌های پژوهش

۱-۶- آمار توصیفی

در جدول (۱) یک نمای کلی از داده‌ها شامل تعداد، میانگین، میانه، حداقل، حداکثر و انحراف معیار متغیرهای محاسبه شده، جهت آزمون فرضیه‌ها ارائه شده است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	بیشترین	کمترین	چولگی	کشیدگی
کارایی بازار سرمایه	CEM	-۰/۲۶	-۰/۲۱	۰/۲۸	۰/۶۳	-۰/۹۹	-۰/۲۲	۲/۵۴
سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیریت	IM	-۰/۰۲	۰/۰۰	۰/۱۴	۰/۶۹	-۱/۰۸	-۴/۸۴	۳۰/۹۰
اندازه شرکت	Size	۱۴/۶۸	۱۴/۴۶	۱/۵۷	۲۰/۷۶	۱۱/۱۲	۱/۰۱	۴/۶۲
اهرم مالی	Lev	۰/۵۵	۰/۵۵	۰/۲۰	۱/۸۲	۰/۰۳	۰/۲۱	۴/۴۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	MTB	۲/۵۹	۲/۳۳	۱/۲۰	۶/۰۳	۰/۱۰	۰/۵۰	۲/۴۰
نرخ رشد فروش	SG	۰/۳۳	۰/۲۱	۰/۶۶	۱۱/۶۸	-۰/۹۰	۷/۳۱	۱۰۴/۱۹

۲-۶- برآورد مدل به روش داده‌های ترکیبی

جهت آزمون فرضیات تحقیق، ابتدا مدل اثرات ثابت - زمانی برآورد می‌شود سپس برای این که ببینیم این عرض از مبدأها از لحاظ آماری با هم تفاوت معنی‌داری دارند یا خیر از آزمون چاو استفاده شده است.

جدول ۲- آزمون F لیمر و هاسمن

شماره شرط	آزمون F لیمر		آزمون هاسمن	
	آماره	مقدار احتمال	مدل	نوع الگو
شرط اول	۱۰/۶۸	۰/۰۰	پانل	اثرات ثابت
شرط دوم	۴/۰۴	۰/۰۰	پانل	اثرات ثابت
شرط سوم	۱۰/۷۰	۰/۰۰	پانل	اثرات ثابت

نتایج نشان می‌دهد در مدل‌های اول، دوم و سوم سطح معناداری آزمون‌های F لیمر کمتر از ۰/۰۵ و آزمون هاسمن کوچکتر از ۰/۰۵ می‌باشد، از این رو مدل پانل با اثرهای ثابت برای آن‌ها انتخاب می‌شود.

۳-۶- نتایج آزمون فرضیه‌های مربوط به برقراری شروط

در بررسی معناداری مدل‌های آماری پژوهش احتمال آماره F در سطح معناداری از ۰/۰۵ کوچکتر است که با احتمال ۹۵ درصد، معنادار بودن مدل‌ها تایید می‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده در مدل آماری مربوط به فرضیه اول ۰/۸۹ و در مدل آماری مربوط به فرضیه دوم ۰/۶۴ و در مدل آماری مربوط به فرضیه سوم نیز ۰/۸۹ می‌باشد که حاکی از توانایی متغیرهای مستقل و کنترلی در تبیین تغییرات متغیر وابسته است. مقدار دوربین واتسون نیز در مدل‌های یک تا سه به ترتیب ۱/۶۳، ۱/۸۲ و ۱/۶۵ می‌باشد که عدم همبستگی بین خطاها را نشان می‌دهد. با توجه به جدول فوق، از آنجا که احتمال متغیر مستقل وفاداری سهامداران در مدل اول، کوچکتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرضیه اول (شرط اول) پژوهش پذیرفته می‌شود و به ازای یک درصد افزایش در میزان وفاداری سهامداران، کارایی بازار سرمایه ۰/۰۰۰۸ درصد افزایش می‌یابد. و با توجه به اینکه احتمال متغیر مستقل وفاداری سهامداران در مدل دوم نیز کوچکتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرضیه دوم (شرط دوم) پژوهش نیز پذیرفته می‌شود و به ازای یک درصد افزایش در وفاداری سهامداران، سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران ۰/۱۱ درصد افزایش می‌یابد. و در آزمون مدل سوم، احتمال متغیر مستقل سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران کوچکتر از ۰/۰۵ می‌باشد و فرضیه سوم (شرط سوم) نیز پذیرفته خواهد شد و به ازای یک درصد افزایش در میزان سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران، کارایی بازار سرمایه ۰/۰۱ درصد افزایش خواهد یافت. با توجه به نتایج یافت شده در فوق هر سه شرط لازم برای برقراری اثر واسطه‌ای وجود دارد ولی با وجود برقراری شرایط لازم، پژوهشگر تا قبل از انجام آزمون فرضیه پژوهش که در مدل چهارم به آن اشاره شده است نمی‌تواند ادعایی در ارتباط با اثر واسطه‌ای نسبی و یا واسطه‌ای کامل داشته باشد. بنابراین با توجه به برقراری شرایط لازم به آزمون فرضیه اصلی پژوهش خواهیم پرداخت.

جدول ۳- نتایج آزمون فرضیه

نام و نماد متغیرها	سطح معناداری	فرضیه اول	فرضیه دوم	فرضیه سوم
SHLOY (وفاداری سهامداران)	مقدار ضریب	۰/۰۰۰۸	۰/۱۱	-
	سطح معناداری	(۰/۰۲)	(۰/۰۰)	
IM (سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیریت)	مقدار ضریب	-	-	۰/۰۱ (۰/۰۰)
	سطح معناداری			
Size (اندازه شرکت)	مقدار ضریب	۰/۰۰۳	۰/۰۱	-۰/۰۰۹ (۰/۰۰)
	سطح معناداری	(۰/۰۰)	(۰/۰۰)	
Lev (اهرم مالی)	مقدار ضریب	۰/۰۲	-۰/۱۲	۰/۰۱ (۰/۰۰)
	سطح معناداری	(۰/۴۴)	(۰/۰۰)	
MTB (نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری)	مقدار ضریب	۰/۰۲	-۰/۰۰۳	۰/۰۱ (۰/۰۰)
	سطح معناداری	(۰/۰۰)	(۰/۶۳)	
SG (نرخ رشد فروش)	مقدار ضریب	-۰/۰۰۳	-۰/۰۱	-۰/۰۰۴ (۰/۴۱)
	سطح معناداری	(۰/۴۷)	(۰/۲۴)	
C (عرض از مبدا)	مقدار ضریب	-۰/۲۲	-۰/۰۲	-۰/۲۳ (۰/۰۲)
	سطح معناداری	(۰/۰۲)	(۰/۰۰)	
آماره F	مقدار ضریب	۵۷/۱۸	۳/۲۰	۵۷/۰۰ (۰/۰۰)
	سطح معناداری	(۰/۰۰)	(۰/۰۰)	
ضریب تعیین تعدیل شده				
آماره دوربین واتسون				
		۰/۸۹	۰/۶۴	۰/۸۹
		۱/۶۳	۱/۸۲	۱/۶۵

۴-۶- آزمون فرضیه پژوهش

۴-۶-۱- برآورد مدل به روش داده های ترکیبی

جهت آزمون فرضیات تحقیق، ابتدا مدل اثرات ثابت - زمانی برآورد می شود سپس برای این که ببینیم این عرض از مبداها از لحاظ آماری با هم تفاوت معنی داری دارند یا خیر از آزمون چاو استفاده شده است.

جدول ۴- آزمون F لیمر و هاسمن

شماره شرط	آزمون F لیمر		آزمون هاسمن	
	آماره	مقدار احتمال	مدل	آماره
فرضیه پژوهش	۱۰/۶۷	۰/۰۰	پانل	۶۱/۴۲
			نوع الگو	مقدار احتمال
			اثرات ثابت	۰/۰۰

نتایج نشان می دهد که سطح معناداری آزمون های F لیمر کمتر از ۰/۰۵ و آزمون هاسمن کوچکتر از ۰/۰۵ می باشد، از این رو مدل پانل با اثرهای ثابت برای آزمون فرضیه پژوهش انتخاب می شود.

۲-۴-۶- نتایج آزمون فرضیه

بر اساس روش رگرسیون بارون و کنی (۱۹۸۶) جهت آزمون فرضیه این پژوهش (مدل ۴) (سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران بر رابطه بین وفاداری سهامداران و کارایی بازار سرمایه نقش واسطه‌ای دارد)، شرایط زیر باید حاکم باشد: وفاداری سهامداران (متغیر مستقل) در مدل اول باید رابطه معناداری با کارایی بازار سرمایه (متغیر وابسته) داشته باشد. ۲) وفاداری سهامداران (متغیر مستقل) در مدل دوم باید رابطه معناداری با سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران (متغیر واسطه‌ای) داشته باشد. ۳) سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران (متغیرهای واسطه‌ای) در مدل سوم باید رابطه معناداری با کارایی بازار سرمایه (متغیر وابسته) داشته باشند. نتایج جدول (۴) حاکی از برقراری سه شرط فوق است. نتایج در جدول (۵) نشان می‌دهد که رابطه وفاداری سهامداران بر کارایی بازار سرمایه در مدل چهارم با توجه به متغیر واسطه‌ای سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران دارای ضریب $(-0/009)$ و سطوح معناداری $(0/00)$ است، با وجود اینکه رابطه ذکر شده معنادار بودن رابطه بین وفاداری سهامداران و کارایی بازار سرمایه را نشان می‌دهد ولی این رابطه در مدل چهارم نسبت به مدل اول کاهش یافته است. بنابراین می‌توان گفت سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران نقش واسطه‌ای نسبی خواهند داشت. یعنی هم متغیر وفاداری سهامداران و هم سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران می‌توانند بر کارایی بازار سرمایه نقش داشته باشند.

جدول ۵- نتایج آزمون فرضیه

نام متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
SHLOY (وفاداری سهامداران)	-0/009	0/0005	-17/06	0/00
IM (سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیریت)	0/01	0/003	4/51	0/00
Size (اندازه شرکت)	-0/003	0/006	-0/49	0/61
Lev (اهرم مالی)	0/01	0/003	4/51	0/00
MTB (نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری)	-0/01	0/0006	-17/96	0/00
SG (نرخ رشد فروش)	0/01	0/003	4/34	0/00
C (عرض از مبدا)	-0/23	0/10	-2/28	0/02
آماره F				
57/46 (0/00)				
ضریب تعیین تعدیل شده				
0/89				
آماره دوربین واتسون				
1/64				

در بررسی معناداری مدل آماری پژوهش احتمال آماره F در سطح معناداری از ۰/۰۵ کوچکتر است که با احتمال ۹۵ درصد، معنادار بودن مدل‌ها تایید می‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده در مدل آماری مربوط به فرضیه ۰/۸۹ می‌باشد که حاکی از توانایی متغیرهای مستقل و کنترلی در تبیین تغییرات متغیر وابسته است. مقدار دوربین واتسون نیز ۱/۶۴ می‌باشد که عدم همبستگی بین خطاها را نشان می‌دهد.

۵-۶- بحث و نتیجه گیری

این پژوهش با هدف سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران جهت کارایی هرچه بیشتر بازار سرمایه و همچنین وفادار بودن سهامداران به سهم شرکت انجام گردید. در این راستا بر تئوری اثباتی حسابداری تمرکز نمودیم. چرا که تئوری اثباتی حسابداری بر انگیزه‌های مدیران در انتخاب و به کارگیری (رویه‌های) حسابداری در زمان کارایی بازارها در سطح نیمه قوی (در شکل قوی کارایی بازار، ارقام حسابداری فاقد مربوط بودن ارزش هستند؛ چرا که بازار از همه اطلاعات آگاه است) و وجود هزینه‌های معنادار در تنظیم و اجرای قراردادها و همچنین وجود هزینه‌های سیاسی ناشی از خارج شدن از فرآیند قانونی، تمرکز کرده‌اند. این تحقیقات اغلب تحت عنوان تحقیقات انتخاب در حسابداری شناخته می‌شوند؛ چرا که تاکید این نوع تحقیقات بر توضیح این مسئله است که چرا مدیران روش‌های حسابداری را تغییر می‌دهند. در بعضی از تحقیقات تئوری اثباتی حسابداری، تغییرات اندکی وجود داشته‌است. در اصل، محققان تئوری اثباتی حسابداری فرض را بر این می‌گیرند که انتخاب در زمینه‌های تصمیم‌گیری، فرصت-طلبانه و بر اساس منافع شخصی انجام می‌گیرد. بعضی از محققان قبلی ادعا می‌کردند که اغلب انتخاب‌ها بر مبنای مقوله کارایی صورت می‌پذیرد. یعنی مدیران ممکن است روش خاص حسابداری را تنها به این دلیل انتخاب کنند که به باور آنان، روش مذکور واقعیت اقتصادی را بهتر منعکس کند. بخش عمده مطالعات حسابداری بر روی تعیین رفتار فرصت طلبانه بعد از انعقاد قرار داد، تمرکز و از داده‌های پس رویدادی استفاده کرده‌اند و هر چه در سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران موفق‌تر عمل شود، وفادار بودن سهامداران به سهم نیز افزایش می‌یابد.

در ایران کنونی که متغیرهای برون‌زای فراوانی چون تحریم، حجم نقدینگی و کسری بودجه، ریسک سرمایه‌گذاری را برای سرمایه‌گذار به شدت افزایش داده‌است، کمتر کسی توقع دارد که سرمایه‌گذاران به روندهای کوتاه-مدت توجه نکنند و مسیر بلندمدت در بازار را دنبال کنند؛ نرخ تورم بالا، خود در ایجاد چنین گرایشی موثر است. به علاوه در ایران نیز پیشرفت‌های فناوری اطلاعات ممکن ساخته که حتی در مورد "معاملات سهام با فراوانی بالا" ترجیح غالب سرمایه‌گذاران عملکرد کوتاه مدت سهام باشد. حال در این شرایط اگر سهامی وجود داشته باشد که مالکان آن‌ها وفادارانه روی حفظ سهام خود اصرار ورزند، طبعاً سرفعلی عمده‌ای نصیب مدیران چنین شرکت-هایی شده‌است. دارایی‌های معنوی‌ای که بر سرمایه اجتماعی آن شرکت‌ها می‌افزاید. گرایش سهامداران به عملکرد کوتاه‌مدت باعث می‌شود مدیران از به حداکثر رساندن ارزش سهام در بلندمدت غفلت کنند و دست به سرمایه‌گذاری‌های زود بازده بزنند، به دنبال سود غیرعملیاتی باشند و به قدر کفایت در خطوط اصلی فعالیت شرکت سرمایه‌گذاری نکنند. حال اگر چنانچه سهامداران نسبت به سهام شرکتی تعصب نشان داده و وفاداری خود نسبت به سهام را به اثبات برسانند آنگاه مدیران نیز در به حداکثر رساندن ارزش سهام در بلندمدت تشویق می‌شوند و در

خطوط اصلی فعالیت شرکت سرمایه‌گذاری کرده و رفتار فرصت طلبانه کمتری از خود نشان می‌دهند که در چنین حالتی مدیران از رفتار فرصت طلبانه خود فاصله می‌گیرند و سهامداران نیز نسبت به سهم شرکت وفادارانه‌تر رفتار خواهند کرد؛ شرایط برای تقویت بازار سرمایه تقویت می‌شود. سهامداران وفادار به عنوان مهمترین سازوکار حاکمیت شرکتی، با نظارت بر مدیران شرکت، برای آن‌ها در دستکاری اقلام تعهدی اختیاری محدودیت ایجاد می‌کند و موجب کاهش رفتار فرصت طلبانه مدیریت می‌شود.

وفاداری سهامداران به عنوان مکانیسم حاکمیت خارجی و مهم برای همسوسازی اقدام‌های مدیران با منافع مالکان می‌باشد. وجود سهامداران وفادار در کنار مدیرانی که دیدگاه بلندمدت داشته و تمرکز خود را بر سرمایه‌گذاری در خود اصلی فعالیت شرکت بنانهاده‌اند و دیدگاه کارایی را نسبت به دیدگاه فرصت طلبی و سودجویانه ترجیح می‌دهند در بلند مدت می‌تواند به تقویت کارایی بازار سرمایه کمک شایانی نماید (عبده تبریزی، ۱۳۹۷). در این پژوهش با استفاده از آزمون گردش با مقایسه‌ای بین تعداد گردش‌های مورد انتظار و تعدادی که واقعا مشاهده شده‌است به این نتیجه دست یافتیم که تعداد مشاهدات تمام علائم کوچکتر از حد انتظار می‌باشند و بنابراین می‌توانیم بگوییم قیمت‌ها به یکدیگر وابسته‌اند و بازار سرمایه در حالت غیرکارا می‌باشد. همانطور که نتایج پژوهش نشان می‌دهد با وفادار بودن سهامداران و سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران می‌توان بازار را به سمت کارایی سوق داد.

نتیجه یافت شده در فرضیه اول پژوهش حاکی از رابطه معنادار بین وفاداری سهامداران و کارایی بازار سرمایه می‌باشد بنابراین می‌توان گفت سهامداران وفادار اگر از جنبه تحلیلی و منطقی رفتار نمایند می‌توان شاهد کارا بودن بازار سرمایه باشیم. در فرضیه دوم پژوهش نیز به این نتیجه دست یافتیم که وفاداری سهامداران می‌تواند رفتار فرصت طلبانه مدیران را نیز سرکوب کند. در فرضیه سوم پژوهش نیز به این نتیجه دست یافتیم که سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران می‌تواند منجر به کارایی بازار سرمایه گردد. بدین ترتیب که مدیران از اطلاعات در دسترس و خصوصی در جهت منافع شخصی خود استفاده ننموده و منافع همه مالکان را در نظر خواهد گرفت و بازار را به سمت کارایی سوق خواهند داد. جهت پیشبرد بازار به سمت کارایی همانطور که نتایج پژوهش حاضر نیز نشان می‌دهد می‌توان با برگزاری دوره‌های آموزشی قدرت تحلیلی سهامداران را در وفاداری از سهامشان بالا برده و با بکارگیری تئوری اثباتی حسابداری و شناسایی این که چرا مدیران روش حسابداری خود را تغییر می‌دهند و از رفتارهای فرصت طلبانه استقبال بعمل می‌آورند با محدود کردن آزادی عمل مدیران در انتخاب روش‌های حسابداری، رفتار فرصت طلبانه مدیران را نیز کاهش داد تا بتوانیم بازار سرمایه را به سمت کارایی سوق دهیم. بنابراین با وجود هر دو متغیر وفاداری سهامداران و سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران می‌توان بازار سرمایه را به سمت کارایی سوق داد.

در این پژوهش به بررسی تاثیر واسطه‌ای سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران بر رابطه بین وفاداری و کارایی بازار سرمایه پرداختیم. حال آنکه در پژوهش‌های پیشین تمرکز بر قدرت سهامداران بر دستکاری سود و رفتار فرصت طلبانه مدیریت بوده‌است. بر خلاف نتایج یافت شده در این پژوهش، برادلی و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی تاثیر قدرت سهامداران اکثریت بر مدیریت سود را مورد بررسی قرار داد و نشان داد که قدرت سهامداران اکثریت،

دستکاری سود را افزایش می‌دهد. و سجادی و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی تاثیر سهامداران اکثریت و تغییرات سود بر فرآیند هموارسازی سود در شرکت‌های بورسی پرداختند و نشان دادند که درصد سهامداران اکثریت تاثیر معناداری بر فرآیند دستکاری سود ندارد. مطابق با نتیجه یافت شده در این پژوهش، رضایی و خدابنده (۱۳۹۷)، دریافتند مکانیزم‌های مختلف راهبری شرکتی که برای هدایت و کنترل شرکت‌ها به صورت درون‌سازمانی و برون‌سازمانی وجود دارد، سبب کاهش رفتار فرصت طلبانه مدیریت می‌شود و همچنین دجو و همکاران (۱۹۹۶) و گیجر و نورس (۲۰۱۳)، نشان دادند وجود سهامداران اکثریت نظارت بسیار کارآمدی ایجاد خواهد کرد و مدیران قادر نخواهند بود تا از طریق نادیده گرفتن استانداردهای حسابداری به هموارسازی سود بپردازند و مدیران اعمال متقلبانه کمتری انجام می‌دهند. شایان ذکر است که در ارتباط با تاثیرگذاری وفاداری سهامداران و سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران تاکنون تحقیقی انجام نشده است نا قادر به مقایسه نتایج آن‌ها با نتایج پژوهش باشیم و نوآوری پژوهش نیز از این امر مستثنی نیست. با توجه به نتایج یافت شده پیشنهاد می‌شود که برای محدود ساختن رفتار فرصت طلبانه مدیران در افشاء اطلاعات، در این خصوص راهنما و دستورالعمل‌های لازم از سوی بورس اوراق بهادار تهران ارائه گردد و به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توصیه می‌شود که در ساختار سازمانی خود واحدی را جهت تدوین استراتژی‌ها و اهداف افشاء و گزارشگری اطلاعات در شرکت‌ها دایر کنند، تا چگونگی افشاء آن را مد نظر قرار دهند.

جهت انجام تحقیقات آتی پیشنهاد می‌گردد که ابتدا رویکرد رفتاری سهامداران را براساس رویکرد ریسکی (منطقی) و غیرریسکی (احساسات و تعصبات سرمایه‌گذار) سنجید و سپس وفاداری آن‌ها نسبت به سهامشان رو بررسی نمود. همچنین پیشنهاد می‌شود بر اساس تحقیقات اثباتی حسابداری هر دو رویکرد کارایی و رویکرد فرصت طلبانه مدیر را در ارتباط با وفاداری سهامداران مورد قیاس قرار داد.

فهرست منابع

- * الستی، وحید؛ جهانشاد، آریتا؛ پورزمانی، زهرا (۱۴۰۱). مقایسه رفتار سهامداران کوتاه‌مدت و بلندمدت تحت تاثیر ابهام اطلاعاتی و ارتباط ارزشی سود. فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، دوره ۱۱، شماره ۲ (پیاپی ۴۲)، تابستان، صص ۳۱۵-۳۲۹
- * داداشی، ایمان؛ آزادیان، یوسف؛ تقی‌پوریان، یوسف. (۱۴۰۰). فاکتورهای موثر بر استرس مالی سرمایه‌گذاران حقیقی بورس اوراق بهادار و پیامدهای ناشی از آن: تکنیک فراترکیب. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۴۷، تابستان. صص ۱۱۲-۱۳۶
- * رضایی، فرزین؛ خدابنده، آذر. (۱۳۹۷). مدیریت تاثیر اطلاعات در گزارشگری مالی شرکت‌ها. رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، شماره ۸، صص ۱۴-۱.
- * سجادی، سید حسین؛ فرازمنند، حسن؛ جعفرپور، میثم. (۱۳۹۱). تاثیر سهامداران عمده و تغییرات سود بر فرآیند هموارسازی سود در شرکت‌های بورسی. بورس اوراق بهادار، شماره ۲۰، صص ۸۴-۶۵.

- * صادقی، سمانه؛ بنی‌طالبی دهکردی، بهار (۱۴۰۱). ارائه الگوی حسابداری پایداری از منظر تئوری‌های اثباتی و هنجاری، نشریه علمی حسابداری مدیریت، دوره ۱۵، شماره ۲ (پیاپی ۵۳). صص ۱۰-۱۸
- * علی‌پور، قاسم؛ فتیده، مهدی. (۱۳۹۵). ارزیابی تاثیر حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دومین کنفرانس بین‌المللی حسابداری، مدیریت و نوآوری در کسب و کار، رشت، دانشگاه لوتران کالیفرنیا، شهرداری رشت.
- * نونهال نهر، علی‌اکبر؛ کاظمی نوجه ده، معصومه. (۱۳۹۴). بررسی تاثیر قدرت سهامداران بر مدیریت سود با تاکید بر نقش کیفیت حسابرسی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش حسابداری شماره ۱، دوره ۵، ۱۴۸-۱۲۹
- * نیکومرام، هاشم؛ بنی‌مهد، بهمن. (۱۳۹۰). تئوری حسابداری (مقدمه‌ای بر تئوری‌های توصیفی). آثار نفیس.
- * Atiqa Rehman, Halit Gonenc, Niels Hermes (2023). Corporate social performance of family firms and shareholder protection: An international analysis. *Journal of Family Business Strategy*, <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2022.100550>
- * Abdul Hamid, Masdiah, Wei Kiong Ting, Irene, Long Kweh, Qian. (2016). The Relationship between Corporate Governance and Expropriation of Minority Shareholders interests. *Procedia Economic and Finance*, 35, 99-106.
- * Bradley, E. L. , Gregory, W. M. & Wayne, B. T. (2013). The influence of Strong Shareholders on Earning Management, 1-40.
- * Bai Xue a , Noel O’Sullivan (2023). The determinants of audit fees in the alternative investment market (Aim) in the UK: Evidence on the impact of risk, corporate governance and auditor size. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 50 (2023) 100523
- * Chung, Tuck Siong, Low, Angie. (2015). the Impact of Investor Impatience and Environmental Turbulence on Myopic Marketing Management and Stock Performance. *International Journal of Research in Marketing*, S0167-8116(15)30038-0
- * Dechow, M. P., R.G. Sloan, and A.P. Sweeney, "Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC," *Contemporary Accounting Research*, 13 (Spring 1996), pp. 1-36
- * Geiger, M. A. , & North, D. S. (2013). Do strong shareholders mitigate earning management *Journal of Accounting, Ethics & Public Policy*, 14 (2) , 289-322.
- * Gong , X., Zhu, R., (2019) Cognitive abilities, non-cognitive skills, and gambling behaviors, *journal of Economic Behavior and Organization* 165: 51-59
- * Kim, Jeong Ho (2017), The Study On The Effect And Determinants Of Small – And Medium-Sized Entities Conducting Tax Avoidance, *The Journal of Applied Business Research*, Volume 33, Number 2, pp375-389.
- * Leung, S., & Parker, L., & Curtis, J. (2015). " Impression management through minimal narrative disclosure in annual reports." *The British Accounting Review*. Vol. 47. Pp. 275-289.
- * Ray, S., Fritzon, K., (2020) Overview of the Impact of Psychopathy and Other Problematic Personality Constructs in the Workplace , *Corporate Psychopathy* 12(1) 199-253
- * Scott, William Robert (2011). *Financial Accounting Theory* Sheri, Sauber. (2004). *The Role of Fundamental Accounting Information in Stock Return Prediction*, Phd. Thesis of Allameh Tabataee University (in Persian).
- * Ming Zhang, Aiqun Wang, Shuya Zhou (2023). Effect of analysts' earnings pressure on environmental information disclosure of firms: Can corporate governance alleviate the earnings obsession? *Borsa _Istanbul Review* 23-2 (2023) 495-515

Shareholder behavior, suppression of managers' opportunistic behavior and capital market efficiency based on Baron and Kenny's regression method

Asieh Ahmadi Niyasani

Department of Accounting, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran
ahmadi.niyasani@gmail.com

Sina Kheradyar

Department of Accounting, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran (Corresponding Author)
Kheradyar@iaurasht.ac.ir

Mojtaba Maleki Choubari

Department of Accounting, Lahijan Branch, Islamic Azad University, Lahijan, Iran
malekichubari@liau.ac.ir

Abstract

The purpose of this research is to investigate the mediating role of suppressing managers' opportunistic behavior in the relationship between shareholders' loyalty and capital market efficiency. The time scope of the research is the years 2015 to 2021. In this research, 143 companies have been considered as a statistical sample of the systematic elimination method. Findings: In the first hypothesis of the research, it indicates a significant relationship between the loyalty of the shareholders and the efficiency of the capital market, so it can be said that if the loyal shareholders behave analytically and logically, we can witness the efficiency of the capital market. In the second hypothesis of the research, this result We found that the loyalty of the shareholders leads to the suppression of the opportunistic behavior of the managers. It is possible that the owners can reduce the opportunistic behavior of the managers by establishing the conditions that certain accounting methods are used for certain purposes. We found that suppressing managers' opportunistic behavior can lead to capital market efficiency. In this way, the managers will not use available and private information for their personal interests and will consider the interests of all owners and will move the market towards efficiency. In the main hypothesis of the research, which is the goal of the research, we came to the conclusion that the suppression of the opportunistic behavior of managers is a mediator. It has a relative clause.

Keywords: Suppression of managers' opportunistic behavior, capital market efficiency, shareholders' loyalty

