

## **Investigating the impact of managers' myopia and overconfidence on the speed of achieving optimal working capital**

**Seyed Mojtaba Hosseini\***

Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran (Corresponding Author)  
smojhoseini@pnu.ac.ir

**Parvaneh Motie**

Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran, [PMotie@pnu.ac.ir](mailto:PMotie@pnu.ac.ir)

**Hamed Kargar**

Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran.  
hamedkargar<sup>۳۷</sup>@gmail.com

### **Abstract:**

Working capital is important for companies because it represents their ability to pay short-term debts and withstand financial shocks, which can gain the trust of investors and creditors. Proper working capital management allows companies to invest in new investment opportunities and be flexible in entering new markets. It is of great importance to the optimal working capital. The purpose of this study is to Investigating the impact of managers' myopia and overconfidence on the speed of achieving optimal working capital. The presented research is of an applied type and a causal and post-event correlation. In order to answer the research hypotheses, a sample of ۱۲۴ companies listed in the Tehran Stock Exchange during the years ۲۰۱۱-۲۰۲۳ was selected using the systematic elimination model. In order to measure managers' behavioral biases, two factors of myopia and overconfidence of managers have been used. The results of testing the research hypotheses show that managers' myopia increases the speed of adjustment of working capital. However, managers' overconfidence slows down the rate of adjustment of working capital. Therefore, managers' behavioral biases affect companies' achievement of optimal working capital. myopia managers do not consider long-term investments desirable for the company and consider short-term returns. On the other hand,

overconfident managers, having false confidence in their abilities by making unnecessary investment and involving the company's financial resources and capital in projects with a low probability of return on investment and accepting proposals with a low rate of profitability, can slow down the rate of adjustment of working capital. The results of the present study can promote theoretical discussions on the effects of behavioral sciences on accounting sciences and fill the research gap in this field, and help managers and owners about the factors affecting the achievement of optimal working capital and a shorter operating cycle.

**Keywords:** Working Capital Adjustment Rate, Managers' Myopia, Managers' Overconfidence, Liquidity Conversion Cycle.

Copyrights



This license only allowing others to download your works and share them with others as long as they credit you, but they can't change them in any way or use them commercial.

## بررسی تأثیر کوتاه بینی و بیش اعتمادی مدیران بر سرعت دستیابی به سرمایه در گردش بهینه

سیدمجتبی حسینی<sup>۱\*</sup> پروانه مطیع<sup>۲</sup> حامد کارگر<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۱۲/۲۵ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۳/۳۱

### چکیده

سرمایه در گردش برای شرکت‌ها از این جهت اهمیت دارد که نشان‌دهنده توانایی آنها در پرداخت بدهی‌های کوتاه‌مدت و مقاومت در برابر شوک‌های مالی است که می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران و طلبکاران را جلب نماید. مدیریت صحیح سرمایه در گردش به شرکت‌ها اجازه می‌دهد تا در فرصت‌های سرمایه‌گذاری جدید سرمایه‌گذاری کنند و در ورود به بازارهای جدید انعطاف پذیر باشند. از این رو دستیابی به سرمایه در گردش بهینه از اهمیت بالایی برخوردار است. هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر کوتاه‌بینی و بیش اعتمادی مدیران بر سرعت دستیابی به سرمایه در گردش بهینه است. پژوهش ارائه شده از نوع کاربردی و از نوع همبستگی علی و پس رویدادی می‌باشد. در راستای حصول پاسخ به فرضیه‌های پژوهش نمونه‌ای مشتمل بر ۱۲۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طول سال‌های ۱۳۹۰-۱۴۰۲ با استفاده از الگوی حذف سیستماتیک انتخاب شدند. جهت سنجش سوگیری‌های رفتاری مدیران از دو عامل کوتاه‌بینی و بیش اعتمادی مدیران استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که کوتاه‌بینی مدیران سرعت تعدیل سرمایه در گردش را افزایش می‌دهد. اما بیش اعتمادی مدیران سرعت تعدیل سرمایه در گردش را کاهش می‌دهد. بنابراین سوگیری‌های رفتاری مدیران بر دستیابی شرکت‌ها به سرمایه در گردش بهینه تأثیرگذار است. مدیران کوتاه‌بین سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت را برای شرکت مطلوب ندانسته و بر عایدی‌های کوتاه مدت نظر دارند. از طرفی مدیران بیش اعتماد با داشتن اعتماد بنفوس کاذب به توانایی‌های خود با سرمایه‌گذاری‌های بی‌مورد و درگیر کردن منابع مالی و سرمایه شرکت در پروژه‌های با نرخ احتمال بازگشت سرمایه کم و

<sup>۱</sup> استادیار گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران (نویسنده مسئول) smojhoseini@pnu.ac.ir

<sup>۲</sup> استادیار گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران PMotie@pnu.ac.ir

<sup>۳</sup> گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. hamedkargar37@gmail.com

پذیرش طرح‌های پیشنهادی با نرخ سودآوری پایین می‌توانند موجب کاهش سرعت تعدیل سرمایه در گردش شوند. نتایج پژوهش حاضر می‌تواند ضمن ارتقای مباحث نظری در زمینه تأثیرات علوم رفتاری بر علوم حسابداری و پر کردن شکاف پژوهشی در این زمینه، به مدیران و مالکان در مورد عوامل تأثیرگذار در دستیابی به سرمایه در گردش بهینه و چرخه عملیاتی کوتاهتر کمک نماید.

**کلیدواژه‌ها:** سرعت تعدیل سرمایه در گردش، کوتاه‌بینی مدیران، بیش اعتمادی مدیران، چرخه تبدیل نقدینگی.

## ۱- مقدمه:

شرکت‌ها در بازار سرمایه با ایجاد مزایای رقابتی می‌توانند جایگاه خود را در عرضه محصولات حفظ و حداکثر ارزش را برای سرمایه‌گذاران کسب نمایند. یکی از راه‌های دست یافتن به این مهم بالا بردن کارایی در چرخه تبدیل نقدینگی یا همان مدیریت صحیح سرمایه در گردش<sup>۱</sup> شرکت است (فرناندز و سانچز، ۲۰۲۳ و برگ و همکاران، ۲۰۲۴). در شرکت‌ها معمولاً اصل بر چرخه تبدیل نقدینگی کوتاهتر است، زیرا نشان دهنده بازیابی سریع‌تر وجوه سرمایه‌گذاری شده توسط شرکت و در دسترس بودن وجه نقد کافی در جهت پرداخت دیون است، بنابراین مدیریت صحیح سرمایه در گردش از دو جهت دارای اهمیت است، نخست کمبود آن باعث کند شدن چرخه عملیاتی شرکت خواهد شد و دوم زیاد بودن آن باعث کسری بودجه شرکت به خصوص سرمایه‌گذاری در سایر قسمت‌ها خواهد شد (دیده‌خانی و همکاران، ۱۳۹۷). شرکت‌ها صرف نظر از میزان سودآوری، اندازه و ماهیت تجاری خود، سطح بهینه‌ای از سرمایه در گردش را دارا بوده که همواره مدیران در تلاش هستند به آن سطح بهینه دست یابند (زلقی و زلقی، ۱۴۰۳). سطح بهینه سرمایه در گردش در واقع نوعی ایجاد تعادل میان ریسک و بازده در شرکت است (گوپتا و پاندى، ۲۰۲۴). سرعت تعدیل سرمایه در گردش نشان‌دهنده سرعت دستیابی شرکت‌ها به سرمایه در گردش بهینه‌ای است که شرکت می‌تواند بیشترین استفاده را از سرمایه در گردش شرکت نماید (افلاطونی و همکاران، ۱۴۰۱). با این حال، بهینه‌سازی استفاده از سرمایه در گردش آسان نمی‌باشد و در مورد تعیین سرمایه در گردش بهینه، مدیریت باید به شرکت اجازه دهد تا در رشد آینده سرمایه‌گذاری کنند، تامین‌های مالی کوتاه مدت را بازپرداخت و هزینه‌های مالی را کاهش دهند (داداش‌زاده و حجازی، ۱۳۹۹). بنابراین مدیران شرکت‌ها در مدیریت صحیح سرمایه در گردش نقش مهمی را بر عهده دارند (ژنگ و همکاران، ۲۰۲۲).

از آنجا که در نهایت تصمیمات شرکت بر عهده مدیران است، یکی از وظایف با اهمیت مدیران، تصمیم‌گیری راجع به سرمایه‌گذاری‌های شرکت و مدیریت صحیح آن است (اوجاه و همکاران، ۲۰۲۱).

مدیران نیز مانند سایر انسان‌ها حالات، رفتار و عقاید خاصی را دارا هستند، که می‌تواند این رفتارها تصمیم‌های آنها را تحت تاثیر قرار دهد (رستمی و همکاران، ۲۰۲۲). بنابراین مدیریت سرمایه در گردش شرکت می‌تواند تحت تأثیر عواملی از قبیل کارایی، رفتار و تصمیمات مدیریت قرار گیرد که اگر به‌خوبی توسط شرکت‌ها شناسایی و کنترل نشود می‌تواند عملکرد سرمایه در

---

<sup>۱</sup> Working capital

گردش را تحت تاثیر قرار دهد (بانرجی و گوهادب، ۲۰۲۳). از سوگیری‌های رفتاری مدیران می‌توان به کوتاه‌بینی<sup>۱</sup> و بیش اعتمادی<sup>۲</sup> مدیران اشاره کرد که در ادبیات مالی به آن پرداخته شده است (بشیری منش و همکاران، ۱۴۰۱). ژنگ و همکاران (۲۰۲۲) نتیجه گرفتند که صفات درونی مدیران (مانند کوتاه‌بینی و بیش اعتمادی) بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت تاثیرگذار است. قسیم و همکاران (۲۰۱۹) نتیجه گرفتند که ویژگی‌های شخصیتی مدیران (مانند کوتاه‌بینی و بیش اعتمادی) بر مدیریت سرمایه در گردش تاثیرگذار است. رامیاه و همکاران (۲۰۱۶) معتقدند که سوگیری‌های رفتاری مدیران (مانند کوتاه‌بینی و بیش اعتمادی) بر مدیریت سرمایه جاری شرکت تاثیرگذار است. بنابراین سوگیری‌های رفتاری مدیران نقش اساسی در مدیریت صحیح سرمایه در گردش شرکت دارد (قسیم و همکاران، ۲۰۱۹). از آنجایی که مدیریت سرمایه در گردش، تصمیمات راجع به چرخه موجودی کالا، تولیدات، فروش و در نهایت نقدینگی شرکت است (گالو و همکاران، ۲۰۲۵). بنابراین احتمال دارد که سوگیری‌های رفتاری مدیران تاثیر مستقیم بر دستیابی به میزان بهینه سرمایه در گردش داشته باشد که پژوهش حاضر به دنبال دستیابی به پاسخ همین سوال اساسی است که آیا کوتاه‌بینی و بیش اعتمادی مدیران تاثیری بر سرعت دستیابی به سرمایه در گردش بهینه شرکت دارد؟

سرمایه در گردش برای شرکت‌ها از این جهت اهمیت دارد که نشان‌دهنده توانایی آنها در پرداخت بدهی‌های کوتاه‌مدت و مقاومت در برابر شوک‌های مالی است که می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران و طلبکاران را جلب نماید. مدیریت صحیح سرمایه در گردش به شرکت‌ها اجازه می‌دهد تا در فرصت‌های سرمایه‌گذاری جدید سرمایه‌گذاری کنند تا در مواجهه با فرصت‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت مانند توسعه محصولات جدید یا ورود به بازارهای جدید انعطاف‌پذیر باشند. اگر شرکتی سرمایه در گردش کافی داشته باشد، می‌تواند به سرعت به تغییرات پاسخ دهد و از این فرصت‌ها بهره‌بردارد. همچنین مدیریت صحیح سرمایه در گردش به شرکت‌ها کمک می‌کند تا در برابر شوک‌های مالی مانند کاهش ناگهانی فروش یا افزایش هزینه‌ها مقاومت کنند. با توجه به شرایط خاص اقتصادی و سیاسی ایران، شرکت‌ها باید توجه بیشتری به مدیریت سرمایه در گردش خود داشته باشند و سعی کنند از این ابزار به عنوان ابزاری مهم برای بقا و رشد خود استفاده کنند. در نهایت، عدم مدیریت صحیح سرمایه در گردش ممکن است منجر به کاهش تولید، از دست دادن فرصت‌های تجاری یا حتی بحران‌های مالی شود که می‌تواند بر عملکرد کلی و بلندمدت شرکت تأثیر منفی بگذارد. از این رو دستیابی به سرمایه در گردش بهینه از اهمیت بالایی برخوردار است. در ایران، اکثر شرکت‌ها به دلیل تورم ترجیح می‌دهند پول نقد را به

<sup>۱</sup> Myopia.

<sup>۲</sup> Overconfidence.

دارایی‌های دیگر تبدیل کنند که این امر نقدینگی شرکت‌ها را کاهش می‌دهد و می‌تواند باعث شود در سررسید بدهی‌ها شرکت دچار مشکلاتی شود که مدیریت صحیح سرمایه در گردش و دستیابی به سطح بهینه آن، این مشکل برطرف خواهد شد، زیرا مدیریت سرمایه در گردش منجر به تحقق نقدینگی مطلوب برای شرکت‌ها می‌شود. با توجه به دشواری و ریسک بالای استفاده از تأمین مالی از طریق بدهی و با توجه به اینکه مدیریت صحیح سرمایه در گردش و دستیابی به سطح بهینه آن، نشان دهنده نوعی ثبات و سلامت مالی است، مدیران می‌توانند به نحوی اعتماد اعتباردهندگان را در جذب تأمین مالی از طریق اعتبارات تجاری افزایش داده و به نحوی پرداخت‌های نقدی خود را به تعویق بیندازند، بنابراین بررسی این مورد که چه عواملی می‌تواند سرعت دستیابی به سرمایه در گردش بهینه را تحت تاثیر قرار دهد از اهمیت بالایی برخوردار است. بنابراین، با توجه به یافته‌های مطالعات پیشین و عدم پاسخ مطلوب به این سوال در خصوص تأثیر کوتاه‌بینی و اعتماد بیش از حد مدیران بر سرعت تعدیل سرمایه در گردش در داخل و خارج از کشور و ایجاد خلأ تحقیقاتی در این زمینه و همچنین با توجه به موارد بیان شده فوق و ضرورت مدیریت صحیح سرمایه در گردش در شرکت و نقش حیاتی مدیران در آن، مطالعه حاضر با هدف پر کردن این خلأ تحقیقاتی و توسعه ادبیان نظری در این زمینه و با هدف ایجاد پاسخی کاربردی برای کاربران و محققان دانشگاهی در آینده طراحی و اجرا شده است.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

امروزه در همه واحدهای تجاری، سرمایه در گردش بخش عظیمی از سرمایه سازمان را به خود اختصاص داده و مدیریت آن از اهمیتی بسزایی برخوردار است (دیانتی دیلمی و همکاران، ۱۳۹۱). در مدیریت امور جاری شرکت، چرخه تبدیل نقدینگی<sup>۱</sup> (مدیریت سرمایه در گردش) و استفاده از سطح بهینه آن از اهمیت بالایی برخوردار است (فرناندز و سانچز، ۲۰۲۳ و داداش‌زاده و حجازی، ۱۳۹۹). سرمایه‌گذاری موثر در سرمایه در گردش با افزایش عملکرد و کاهش ریسک، به کاهش هزینه سرمایه منتهی خواهد شد (زلقی و زلقی، ۱۴۰۳ و پوترا، ۲۰۲۱). مدیران مالی در صورت توجه نکردن به این مهم می‌بایست هزینه‌گرافی را بپردازند.

سرمایه در گردش قسمتی از صورت وضعیت مالی شرکت است که از دارایی‌ها و بدهی‌های جاری تشکیل است. تصمیم‌گیری راجع به سرمایه‌گذاری شرکت در سرمایه در گردش برای مدیران مهم است و یافتن سطح بهینه برای آنها کار دشواری است (صفری و موآنیف، ۲۰۲۴). هدف مدیریت سرمایه در گردش، متعادل شدن نقدینگی در شرکت است. مدیریت سرمایه در

<sup>۱</sup> cash conversion cycle.

گردش تلاش می‌کند تا تعادلی ظریف بین اجزای سرمایه در گردش و پشتیبانی حیاتی برای درآمدها یا جریان‌های نقدی آینده شرکت‌ها در زمان‌های مختلف فراهم آورد (دیپتی دیلمی و همکاران، ۱۳۹۱). سطح بهینه سرمایه در گردش برای عملکرد هر واحد تجاری، ممکن است متفاوت باشد (افلاطونی و همکاران، ۱۴۰۱). زیرا شرکت‌ها به تبع عملکرد خود دارای محدودیت‌های مالی متفاوتی هستند که بر سطح بهینه سرمایه در گردش آنها تأثیرگذار است (چائوهان و بانرجی، ۲۰۱۸). داداش‌زاده و حجازی (۱۳۹۹) نتیجه گرفتند که میان انعطاف‌پذیری مالی و سرعت دستیابی به سرمایه در گردش رابطه مستقیم وجود دارد. از این رو، برای ایجاد تعادل و تصمیم‌گیری در این زمینه به تلاش‌های مدیریتی فراوان جهت رسیدن به سرمایه در گردش بهینه نیاز است که با سرعت بخشیدن در دستیابی به آن می‌توان تعادلی بین ریسک و کارایی ایجاد نموده و ارزش شرکت را به حداکثر رساند (وان و همکاران، ۲۰۱۹).

سطح بهینه‌ای از مدیریت سرمایه در گردش وجود دارد که در آن ارزش شرکت بهینه می‌باشد (لیسماس، ۲۰۲۴). بنابراین، با وجود اینکه سطح بهینه سرمایه در گردش وجود دارد، شرکت‌ها همیشه فعالانه سعی در رسیدن به آن با سرعت بیشتر را دارند. در واقع سرعت تعدیل سرمایه در گردش، به سرعت دستیابی شرکت‌ها به سرمایه در گردش بهینه اشاره دارد (افلاطونی و همکاران، ۱۴۰۱). از این رو دارایی‌ها و بدهی‌های کوتاه مدت (خالص سرمایه در گردش) می‌بایست مورد توجه بیشتری قرار گیرند. زیرا نقش کلیدی در سودآوری و کسب ثروت دارند (لیسماس، ۲۰۲۴). هر شرکتی باید برای رسیدن به سطح بهینه سرمایه در گردش تلاش کند که به طور موثر بین نقدینگی و سودآوری تعادل برقرار کند (عزیزی و جوکار، ۱۴۰۰). افلاطونی و همکاران (۱۴۰۱) این نتیجه را گرفتند که با توجه به اینکه ارزش شرکت با دستیابی به سرمایه در گردش هدف ارتقا خواهد یافت، بنابراین مدیران تمایل دارند سرمایه در گردش خود را به سمت سرمایه در گردش بهینه (هدف) تعدیل نمایند.

در مورد سطح استاندارد سرمایه در گردش دو تئوری و نظریه متضاد وجود دارد، یک نظریه بیان کرده که هر چه سرمایه در گردش بیشتر باشد، قدرت شرکت‌ها برای دریافت تخفیف از طریق پرداخت زود هنگام بیشتر خواهد بود. علاوه بر این، شرکت‌ها می‌توانند حجم فروش خود را با ارائه شرایط اعتباری سخاوتمندانه به مشتریان خود افزایش دهند (ماندپیا و سیببندی، ۲۰۲۲). با این حال تئوری دیگر بیان می‌دارد که سطح بالاتر سرمایه در گردش می‌تواند خطر ابتلا به ورشکستگی را افزایش دهد، زیرا دارایی‌های کوتاه مدت کمترین بهره‌وری را داشته و درگیر کردن کل نقدینگی شرکت در این حیطه به صلاح نمی‌باشد. با در نظر گرفتن این دو دیدگاه، می‌توان به اهمیت مدیریت صحیح سرمایه در گردش و عوامل تأثیرگذار بر سرعت دستیابی به سرمایه در گردش بهینه دست یافت (حبیب و کایانی، ۲۰۲۲).

مدیریت، به عنوان مهم ترین راهبرد توسعه و به روز کردن منابع انسانی و سازمانی و در نتیجه افزایش میزان بهره‌وری به شمار می‌رود (پوترا، ۲۰۲۴). عملکرد مدیران می‌تواند ارزش شرکت را تحت تاثیر قرار دهد (دیانتی دیلمی و همکاران، ۱۳۹۲). برای اینکه سازمان‌ها بتوانند موفق عمل کرده و ورشکست نشوند لازم است که از رقبا عقب نمانده بلکه یک گام از آن‌ها جلوتر باشند؛ بنابراین کارایی مدیریت در تصمیمات اخذ شده توسط وی امری مهم و ضروری در واحدهای اقتصادی به حساب می‌آید (کردستانی و مرتضوی، ۱۳۹۱). روان‌شناسان بر این باورند که در انجام دادن همه کارها، کل ویژگی‌های انسان (مانند هوش، استعداد، شخصیت، علایق، نگرش‌ها و غیره) وارد عمل می‌شود و همه عوامل درونی شخص است ویژگی‌های نحوه رفتار، تفکر و احساس او را تحت تاثیر قرار می‌دهد (شفاعت و همکاران، ۱۴۰۰). ضعف عملکرد مدیران در شرکت با وجود امکانات، تکنولوژی و نیروی کار مطلوب باعث عملکرد بد مدیران و شکست شرکت در رسیدن به اهداف خواهد شد (دلیری و همکاران، ۱۳۹۹). در این خصوص، دیده می‌شود ویژگی‌های شخصیتی و رفتاری مدیران بر عملکرد شرکت‌ها تأثیرگذار است (مهدوی و نامجوی، ۱۴۰۲).

یکی از نظریه‌های مطرح شده در تئوری‌های رفتاری، کوتاه‌بینی مدیران است، که می‌تواند تغییراتی را در جهت‌دهی تصمیمات آنها ایجاد نماید (رستمی و همکاران، ۲۰۲۲). کوتاه‌بینی مدیریتی دیدگاهی پایدار است که مجموعه گزینه‌های در نظر گرفته شده توسط تصمیم‌گیرندگان را محدود کرده و مبتنی بر دو تئوری بنیادی مربوط به عقلانیت محدود و ناتوانی‌های یادگیری است. بر اساس این دو دیدگاه (عقلانیت محدود و ناتوانی‌های یادگیری)، کوتاه‌بینی مدیریتی نمایانگر دیدگاه محدودی از انتخاب‌های زمانی، قابلیت‌های سازمانی، نیروهای محیطی و استراتژی‌های بیرونی شرکت است. فقدان آگاهی ذاتی در مدیران کوتاه‌بین، توانایی تشخیص فرصت‌های آینده را محدود می‌کند. همین محدودیت‌ها ممکن است بر سطوح دستیابی شرکت‌ها به منافع آتی، قابلیت ریسک‌پذیری بالا جهت سرمایه‌گذاری بلندمدت تاثیر گذاشته و احتمالاً خطاهایی را در فرآیند تصمیم‌گیری‌های استراتژیک و بلندمدت مدیران ایجاد نماید، از این رو مدیران کوتاه‌بین، عایدات کوتاه مدت را به عایدات بلندمدت ترجیح می‌دهند (راید و همکاران، ۲۰۱۴).

یکی از معضلات ذاتی در مدیریت، موضوع انتخاب بین زمان تصمیم‌گیری بین تغییر استراتژی فعلی است که امکان سودآوری فعلی را در کوتاه مدت فراهم می‌کند. در یک نوع استراتژی با تمرکز بر تغییراتی که در بلندمدت سازمان را هدایت می‌کند، عملکرد کوتاه مدت کاهش یافته اما در بلند مدت شرکت را تقویت خواهد کرد (فان و همکاران، ۲۰۲۴). در استراتژی دوم عکس این عمل خواهد شد که این معضل و اقدامات انجام شده نوعی سوگیری رفتاری بنام کوتاه‌بینی مدیریتی است. یکی از ابعاد مدیران کوتاه‌بین این است که مایل به فدا کردن سرمایه‌گذاری‌های

بلندمدت در جهت رسیدن به عایدات کوتاه مدت هستند. این بعد از کوتاه‌بینی مدیریتی که نزدیک بینی زمانی<sup>۱</sup> نامیده می‌شود، تصمیم‌گیرندگان را بر انگیزه‌های کوتاه مدت مالی و راه‌حل‌های حسابداری کوتاه مدت برای مشکلات فعلی متمرکز می‌کند تا سرمایه‌گذاری در فرصت‌های آینده و بلندمدت. در شرکت‌هایی که مدیریت آن‌ها نزدیک‌بینی زمانی را نشان می‌دهد، بدون توجه به سرمایه‌گذاری‌های منابعی که ممکن است در بلندمدت ارزش ایجاد کند، تصمیم‌هایی برای تأثیرگذاری بر عملکرد در کوتاه‌مدت گرفته می‌شود (راید و همکاران، ۲۰۱۴). علاوه بر دیدگاه‌های نزدیک‌بینانه از مشکلات زمانی، کوتاه‌بینی مدیریتی همچنین بر سرمایه‌گذاری در فرصت‌های «ناهمگون» تأثیر می‌گذارد. کوتاه‌بینی فضایی را به عنوان "نگاه به مکان‌های دور" و به عنوان "تمایل به نادیده گرفتن مکان‌های بزرگتر" توصیف می‌کنند. کوتاه‌بینی فضایی، مدیران و شرکت‌ها را تشویق می‌کند تا بر بازارها و نوآوری‌های فعلی تمرکز کنند که می‌تواند با سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت در شرکت سازگار باشد. با بررسی ادبیات موجود و سایر تحقیقاتی که بر کوتاه‌بینی فضایی تمرکز دارند، در مجموع می‌توان بیان کرد که مدیرانی که سوگیری رفتاری کوتاه‌بینی دارند، نسبت به عواید بلند مدت به عایدی کوتاه مدت علاقه‌مندتر هستند (راید و همکاران، ۲۰۱۴).

از دیگر سوگیری‌های رفتاری مدیران می‌توان به بیش اعتمادی مدیران اشاره کرد (طاها و همکاران، ۲۰۲۴). در سال‌های اخیر، ظهور نظریه مالی رفتاری فرض افراد و سرمایه‌گذاران منطقی را به چالش کشیده است. این نظریه همچنین بر رفتارهای غیرمنطقی که از مدیران در سرمایه‌گذاری و تصمیمات تأثیر می‌گذارد متمرکز شده است. بیش اعتمادی یکی از مشکلات عملکرد مدیریتی و از سوگیری‌های رفتاری در این زمینه است (ژنگ و همکاران، ۲۰۲۲). بیش اعتمادی اساساً یکی از اصطلاحات علم روانشناسی است. روانشناسان بر این باورند که مردم اغلب اعتماد به نفس بیش از حد به آینده نشان می‌دهند (لانگجی و آن‌فنگ، ۲۰۱۷).

بیش اعتمادی در نظریه مالی رفتاری به نوعی انحراف روانی در افراد اشاره دارد که مواردی از قبیل خوش بینی بیش از حد در مورد توانایی، دانش و پیش‌بینی‌های آینده در این کلیدواژه جای دارند. مدیرانی که از سوگیری بیش اعتمادی رنج می‌برند، معتقدند که دانش آنها دقیق‌تر از واقعیت است، یعنی اطلاعات خود را بیشتر از واقعیت می‌سنجند. اعتماد به نفس بیش از حد اغلب به عنوان احتمال این است که تصمیم‌گیرندگان بازده مورد انتظار یا احتمال موفقیت را بیش از حد تخمین می‌زنند تا هزینه و احتمال شکست را دست کم بگیرند، آنها همیشه دانش و توانایی خود را بیش از حد ارزیابی کرده و معتقدند که اطلاعات، قضاوت و تصمیمات مربوط به

<sup>۱</sup> Time myopia.

آنها بهتر از سطح عمومی و دیگران است (ژو، ۲۰۱۱). برخی از محققان اعتماد بیش از حد را به عنوان یک سوگیری رفتاری تعریف کرده که در تخمین یک سری رویدادها کاربرد بسیار زیادی دارد از جمله مواردی که نمی توان پاسخ منطقی و مطابق واقعیت برای آن پیدا کرد (بشیری منش و شهنازی، ۱۴۰۱). بیش اعتمادی معمولاً به دو شکل رخ می دهد: اول اینکه، اعتماد بیش از حد از افرادی ناشی می شود که به احتمال زیاد در تخمین نتایج، دقت رویداد، تخمین فواصل و عدم قطعیت پیش بینی کننده اشتباه می کنند (فرد خاطی مقصر است). دوم اینکه، توانایی تخمین احتمال وقوع یک رویداد ضعیف است و احتمال وقوع رویداد بسیار بیشتر یا کمتر از احتمال تخمین زده شده برای رویداد است (موقعیت پیش بینی نابسامان و قابلیت پیش بینی ندارد) (لنگ جی و آن فنگ، ۲۰۱۷).

### پیشینه پژوهش های خارجی

خان و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان آیا سرمایه در گردش بهینه وجود دارد؟ نقش محدودیت های مالی بر آن، به این نتیجه رسیدند که شرکت های دارای محدودیت مالی بیشتر (کمتر) چرخه خالص تجارت کوچک تر (طولانی تر) دارند. مدیران مالی می بایست سعی در حفظ یک سطح بهینه سرمایه در گردش برای بهینه سازی عملکرد سود شرکت، به عنوان سرمایه گذاری در کار سرمایه بالاتر از آن نقطه بهینه بر سودآوری شرکت تأثیر منفی می گذارد.

سوروتا (۲۰۱۹) در پژوهشی با عنوان مدیریت سرمایه در گردش در طول بحران مالی جهانی به این نتیجه رسیدند که تعدیل سرمایه در گردش در طول شرایط بحرانی ضعیف تر است. علاوه بر این، رابطه منفی بین مازاد سرمایه در گردش و عملکرد شرکت در طول بحران به ویژه برای شرکت های بزرگ تر به طور فزاینده ای معنادار است. با این حال، این فعالیت با ریسک کوتاه مدت همراه است، زیرا برای تامین مالی هزینه های عملیاتی بالاتر، شرکت ها از بانک ها وام می گیرند و توانایی آنها را برای جمع آوری وجوه در طول و بعد از شرایط اضطراری محدود می کند.

ژنگ و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشی با بررسی ویژگی های رفتاری مدیران بر مدیریت سرمایه در گردش به این نتیجه رسیدند که خصوصیات شخصیتی رهبران بر مدیریت سرمایه جاری تأثیرگذار است و بیش اعتمادی این رابطه را واسطه گری می کند.

ماندیپا و سببندی (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان شیوه های مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد مالی به این نتیجه رسیدند که اگر شرکت ها شیوه های مدیریت بهینه سرمایه در گردش را رعایت کنند، این اقدامات بر عملکرد مالی آنها تأثیر می گذارد.

فرناندز و سانچز (۲۰۲۳) به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی با سطح نزدیک به سرمایه در گردش بهینه در طول سال‌ها عملکرد مثبتی دارند و متقابلاً، شرکت‌هایی که دارای سرمایه در گردش مازاد هستند، خطر ورشکستگی آنها بیشتر است.

الکالاک و همکاران (۲۰۲۴) در پژوهشی با بررسی اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و سرعت تعدیل وجوه نقد به این نتیجه رسیدند که میان بیش اعتمادی مدیران و سرعت تعدیل وجوه نقد رابطه همسو وجود دارد.

فنگ و همکاران (۲۰۲۵) در پژوهشی با عنوان تاثیر کوتاه‌بینی مدیران بر ریسک نکول به این نتیجه رسیدند که اول، یک رابطه مثبت و از نظر آماری معنادار بین کوتاه‌بینی مدیریتی و احتمال نکول مورد انتظار وجود دارد. دوم، آزمون‌های میانجی‌گری نشان می‌دهند که کوتاه‌بینی مدیریتی احتمال نکول مورد انتظار را از طریق ریسک عملیاتی و کانال‌های نمایندگی فرصت‌طلب افزایش می‌دهد.

روی و همکاران (۲۰۲۵) در پژوهشی کارایی مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های بزرگ در طول بحران به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های تاب‌آور، کارایی بالاتری در مدیریت سرمایه جاری، دوره‌های بازگشت سرمایه کوتاه‌تر، مدیریت مؤثر مطالبات و موجودی کالا و حفظ بدهی پایدار نشان دادند. اما شرکت‌های غیرتاب‌آور، ناکارآمدی‌های قابل توجهی از جمله دوره‌های بازگشت سرمایه طولانی‌تر و گردش مالی کندتر مطالبات و موجودی کالا را تجربه کردند که نشان‌دهنده شکاف‌هایی در شیوه‌های مدیریت سرمایه جاری آنها است.

### پیشینه پژوهش‌های داخلی

اشرفی شهری و همکاران (۱۳۹۵) به این نتیجه رسیدند که حتی اگر سرمایه در گردش بهینه وجود داشته باشد، شرکت‌های بازارهای نوظهور ممکن است نتوانند به دلیل چندین محدودیت مالی و ملاحظات مدیریتی آن را به طور فعال دنبال کنند.

داداش‌زاده و حجازی (۱۳۹۹) به این نتیجه رسیدند که در رابطه با دستیابی به سطح بهینه سرمایه در گردش شرکت‌ها به انعطاف‌پذیری مالی اهمیت زیادی داده که در نهایت در بلندمدت منجر به کارایی سرمایه‌گذاری‌های شرکت خواهد شد.

نوروزی و افلاطونی (۱۳۹۹) به این نتیجه رسیدند که سرمایه جاری شرکت‌ها و مدیریت آن از دغدغه‌های اصلی مدیران شرکت‌ها است. در نهایت محدودیت مالی بر سطح بهینه مدیریت سرمایه در گردش تاثیر می‌گذارد.

افلاطونی و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی به این نتیجه رسیدند که سرعت تعدیل سرمایه در گردش در شرکت‌ها می‌تواند تحت تاثیر قدرت چانه‌زنی مدیران در بازار رقابت قرار گرفته و

همچنین عامل دیگری که می‌تواند بر این مهم تاثیرگذار باشد، دستیابی به منابع مالی برون سازمانی است.

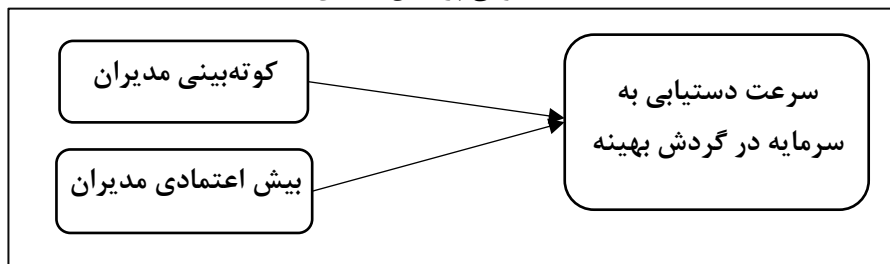
بشیری‌منش و همکاران (۱۴۰۱) به این نتیجه رسیدند که سوگیری‌های رفتاری مدیران از آنجایی که مدیران جوهره اصلی تصمیم‌گیری شرکتی هستند بر اطلاعات حسابداری شرکت تاثیرگذار است. کوتاه‌بینی مدیران بر مخارج سرمایه‌ای و بیش اعتمادی بر وجه نقد در دسترس تاثیرگذار است.

زلقی و زلقی (۱۴۰۳) در پژوهشی به این نتیجه رسیدند که مدیران نسبت سرمایه در گردش شرکت را نسبت به سرمایه در گردش هدف تعدیل می‌کنند. سایر یافته‌های پژوهش نشان داد که سرعت تعدیل سرمایه در گردش شرکت‌ها در دوره رونق بیشتر از دوره رکود بخش مالی اقتصاد و همچنین بخش واقعی اقتصاد است.

رضانی و همکاران (۱۴۰۴) در پژوهشی با بررسی اثر اعتماد اجتماعی و اعتماد به نفس افرطی مدیران بر هزینه تامین مالی از طریق بدهی به این نتیجه رسیدند که بالا بودن سطح اعتماد اجتماعی شرکت منجر به کاهش هزینه بدهی می‌گردد. ضمن اینکه افزایش سطح بیش اطمینانی یا اعتماد افراطی در مدیریت شرکت، هزینه بدهی را افزایش می‌دهد.

شکل (۱) مدل مفهومی پژوهش حاضر است که نشان دهنده نحوه تاثیرگذاری متغیرها بر یکدیگر است. کوتاه‌بینی و بیش اعتمادی مدیران (متغیر مستقل) بر سرعت دستیابی به سرمایه در گردش بهینه (متغیر وابسته) می‌تواند تاثیرگذار باشد.

شکل ۱: مدل مفهومی پژوهش (محقق ساخته)



### ۳- فرضیه‌های پژوهش

شناخت رفتارهای مدیران به عنوان رکن اصلی تصمیم‌گیری در شرکت‌ها در پژوهش‌های پیشین مورد بحث قرار گرفته است. یکی از سوگیری‌های رفتاری مدیران، کوتاه‌بینی است (رستمی و همکاران، ۲۰۲۲). کوتاه‌بینی مدیران از سوگیری‌های رایج بین مدیران است و خصوصیات اصلی

این مدیران تمایل به سرمایه‌گذاری و کسب عایدی در کوتاه مدت است، بنابراین این نتیجه را می‌توان دریافت نمود که این مدیران با سرمایه‌گذاری در امورات جاری شرکت موافق و در مقابل سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت را در اولویت‌های بعدی قرار خواهند داد. مدیران کوتاه‌بین به جای افزایش عملکرد بلندمدت علاقه‌مند به دستکاری فعالیت‌ها در عرضه به بازار هستند، از جمله این فعالیت‌ها می‌توان به دستکاری فعالیت‌های واقعی و از طریق مدیریت سود حسابداری (دستکاری ارقام تعهدی اختیاری) نام برد (آقا ملا و هاشیموتو، ۲۰۲۳). کوتاه‌بینی مدیران ضررهای زیادی برای شرکت به همراه خواهد داشت که از جمله آن، سرمایه‌گذاری کم در فعالیت‌های تحقیق و توسعه بر سود اقتصادی تأثیر می‌گذارد، تغییر شیوه‌های عملیاتی مستقیماً بر فرآیند کسب و کار تأثیر می‌گذارد. در واقع کوتاه‌بینی مدیران می‌تواند عملکرد کلی شرکت در بلند مدت را تحت تأثیر قرار داده و از اهداف استراتژیک بلندمدت دور نماید و منتهی به امورات جاری شرکت گردد اما عواید کوتاه مدت را افزایش دهد (لو و همکاران، ۲۰۲۴). این عمل فراگیر می‌تواند اثرات مضر بر سرمایه‌گذاری شرکت داشته باشد. در واقع مدیران کوتاه‌بین با انتخاب عواید جاری و کوتاه مدت به طور ناکارآمد سرمایه‌گذاری کمتری انجام خواهند داد و فقط به چرخه جاری شرکت می‌پردازند (آقا ملا و هاشیموتو، ۲۰۲۳). با توجه به مبانی نظری و تجربی بیان شده، فرضیه اول پژوهش حاضر به صورت زیر ارائه شده است:

**فرضیه اول:** کوتاه‌بینی مدیران بر سرعت دستیابی به سرمایه در گردش بهینه تأثیر مستقیم دارد.

بررسی تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت موضوع مهمی است، زیرا بیش اعتمادی مدیران می‌تواند منجر به تصمیماتی شود که ارزش شرکت را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد (ژنگ و همکاران، ۲۰۲۲). در واقع بیش اعتمادی تأثیر زیادی بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت دارد و این سوگیری شناختی می‌تواند میزان استفاده از سرمایه کلی شرکت را در امورات جاری مشخص نماید (لامپتی و همکاران، ۲۰۲۰). چن و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی به این نتیجه رسیدند که مدیران بیش اعتماد تمایل به سرمایه‌گذاری‌های با ریسک بالا در بلندمدت و همچنین در مقابل نگهداری وجه نقد بیشتر در جهت مقابله با خطرات هستند. بیش اعتمادی مدیران می‌تواند با تصمیمات نادرست در کنترل هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری‌های بی‌مورد با سوددهی پایین، موجب بالا رفتن هزینه سرمایه شرکت گردد (بایسجولی و همکاران، ۲۰۲۰). با برخی استثناها مدیریت سرمایه عملیاتی (در گردش) بر فرآیند مدیریت سرمایه اصلی فعال شرکت تأثیرگذار است و ویژگی‌های شخصیتی و سوگیری رفتاری بیش اعتمادی از دلایل اصلی تأثیرگذار بر فرآیند کلی مدیریت سرمایه در گردش است (ژنگ و همکاران، ۲۰۲۲). ژنگ و همکاران (۲۰۲۲) و لامپتی و همکاران (۲۰۲۰) به این نتیجه رسیدند که بیش اعتمادی مدیران

تاثیر زیادی بر مدیریت سرمایه در گردش دارد. بنابراین این سوگیری شناختی می‌تواند سرعت دستیابی به سرمایه در گردش بهینه را تحت تاثیر قرار دهد. با توجه به مبانی نظری و تجربی بیان شده، فرضیه دوم پژوهش حاضر به صورت زیر ارائه شده است:

**فرضیه دوم:** بیش اعتمادی مدیران بر سرعت دستیابی به سرمایه در گردش بهینه تاثیر معکوس دارد.

#### ۴- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ هدف پژوهش‌های کاربردی و از لحاظ روش شناخت در زمره پژوهش‌های توصیفی- علی دسته بندی می‌شود. همچنین از روش اسنادکاوی و آرشیوی جهت گردآوری داده‌های مورد نیاز آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده گردید. به دلیل دسترسی و قابل اتکاء بودن صورت‌های مالی، جامعه آماری پژوهش حاضر، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را شامل می‌شود که مطابق جدول (۱)، اطلاعات ۱۲۴ شرکت طبق الگوی غربال‌گری سیستماتیک جامعه انتخاب و داده‌های آنها جهت حصول به نمونه کافی همانند پژوهش‌های مشابه برای یک دوره زمانی ۱۳ ساله بین سال‌های ۱۳۹۰ لغایت ۱۴۰۲ گردآوری شده است. در نهایت ۱۶۱۲ (سال-شرکت) مورد بررسی نهایی قرار گرفته است.

#### جدول (۱): نحوه غربال نهایی جامعه آماری پژوهش

۵۸۱	جامعه آماری در سال ۱۴۰۲	
-۱۹۵	کسر می‌شود: شرکت‌های غیرفعال	
-۳۵	کسر می‌شود: شرکت‌هایی که دارای توقف معاملاتی سهام هستند	
-۶۸	کسر می‌شود: شرکت‌هایی که تغییر دوره مالی داده‌اند	
-۱۱۰	کسر می‌شود: شرکت‌هایی که در بازه زمانی پژوهش وارد بورس شدند	
-۴۹	کسر می‌شود: شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک و هلدینگ‌ها	
۱۲۴	نمونه نهایی پژوهش	

جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM)، استفاده شده است. لازم به ذکر است هنگامی که در مدل متغیر وابسته به صورت وقفه در طرف راست ظاهر می‌شود دیگر برآوردگرهای OLS سازگار نیست و باید از تخمین زن گشتاور تعمیم یافته (GMM)، که مبتنی بر الگوهای پویای پانلی است استفاده شود. برای تخمین مدل به وسیله این روش لازم است ابتدا متغیرهای ابزاری به کار رفته در مدل مشخص شوند. سازگاری تخمین

زننده GMM به معتبر بودن فرض عدم همبستگی سریالی جملات خطا و ابزارها بستگی دارد که می‌تواند به وسیله دو آزمون آرلانو و باند (۱۹۹۱) و سارگان<sup>۱</sup> که معتبر بودن ابزارها را بررسی می‌کند انجام شود. آزمون همبستگی سریالی جملات خطا، وجود همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطای تفاضلی مرتبه اول را آزمون می‌کند. عدم رد فرضیه صفر هر دو آزمون (همبستگی سریالی جملات خطا و سارگان) شواهدی را دال بر فرض عدم همبستگی سریالی و معتبر بودن ابزارها فراهم می‌کند. تخمین زننده GMM سازگار است اگر همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطا از معادله تفاضلی مرتبه اول وجود نداشته باشد. آزمون فرضیه‌ها با بهره‌گیری از نرم‌افزارهای اکسل ۲۰۱۹ و ایویوز ۱۲ و استتا ۱۴ و روش‌های مناسب آماری برای آزمون نهایی فرضیه‌ها انجام پذیرفته است.

### نحوه عملیاتی شدن متغیرها

#### متغیر مستقل اول پژوهش: کوتاه‌بینی مدیران (MYO)

به تبعیت از پژوهش اندرسون و سیانو (۱۹۸۲)، دلیری و همکاران (۱۳۹۹)، مرادی و باقری (۱۳۹۳) و رستمی و همکاران (۲۰۲۲) و بشیری‌منش و همکاران (۱۴۰۱) کوتاه‌بینی مدیران متغیری دو ارزشی (۰ و ۱) می‌باشد که اگر مدیران کوتاه‌بینی داشته باشند برابر عدد (۱) و در غیر این صورت (۰) خواهد بود. نحوه محاسبه متغیر کوتاه‌بینی مدیریت به صورت زیر می‌باشد: انتظار می‌رود زمانی که شرکت‌ها به موفقیت مالی چشم‌گیری دست می‌یابند، فرصت و منابع لازم برای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های بلندمدت آینده را به دست آورند. بنابراین شرکت‌هایی که به‌طور هم‌زمان بازدهی بیش‌ازحد مورد انتظار و هزینه بازاریابی و تحقیق و توسعه‌ای کمتر از حد طبیعی را گزارش می‌کنند، مضمول ویژگی مدیریت کوتاه‌بینانه (دارای مدیران کوتاه‌بین) خواهند بود. برای شناسایی و تعیین شرکت‌های کوتاه‌بین، ابتدا لازم است سطح مورد انتظار بازده دارایی، هزینه بازاریابی و هزینه تحقیق و توسعه را برای هر شرکت در هر دوره زمانی برآورد کرد. در این راستا، به پیروی از اندرسون و سیانو (۱۹۸۲) از روابط ۱ و ۲ استفاده شده است.

مدل (۱)

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

مدل (۲)

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

مدل (۳)

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

در این روابط؛

<sup>۱</sup> Sargan test

ROA و MKTG و R&D به ترتیب بازده دارایی‌ها (سود خالص تقسیم بر جمع دارایی‌ها)، هزینه بازاریابی و هزینه تحقیق و توسعه برای شرکت I در دوره t است یادآوری می‌شود که هزینه بازاریابی و مخارج تحقیق و توسعه از یادداشت‌های توضیحی افشاشده شرکت‌ها استخراج شده است. پس از محاسبه مقادیر برآوردی بازده دارایی‌ها، هزینه بازاریابی و هزینه تحقیق و توسعه با استفاده از مدل‌های فوق، مقادیر پیش‌بینی شده حاصل از مدل با مقادیر واقعی مقایسه می‌شوند، سپس با توجه به خطای پیش‌بینی این سه مدل، شرکت‌ها در چهار گروه اصلی به شرح مندرج در جدول ۲ قرار می‌گیرند.

جدول (۲): گروه‌بندی نمونه آماری

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

در بین این گروه‌ها، گروه ۱ شرکت‌های با مدیریت کوتاه‌بین در نظر گرفته شده است. در این گروه با وجود مثبت بودن عملکرد شرکت و افزایش بازده دارایی‌ها، هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه کاهش یافته است. حال در نهایت برای نشان دادن مدیریت کوتاه‌بین از متغیر دامی استفاده می‌شود و برای شرکت‌هایی که در گروه یک قرار گیرند عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر گذاشته می‌شود (تهرانی و دلشاد، ۱۳۹۷).

#### متغیر مستقل دوم پژوهش: بیش اعتمادی مدیران (Overcon)

برای سنجش بیش اعتمادی مدیران به تبعیت از پژوهش بشیری منش و شهنازی (۱۴۰۱) و عرب صالحی و هاشمی (۱۳۹۴) از معیار زیر مبتنی بر رشد سرمایه‌گذاری استفاده شده است: بیش اعتمادی مدیران بیانگر اعتماد بیش از حد مدیریتی شرکت I در سال t است. با توجه به اینکه تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت، حاوی اطلاعاتی درباره میزان اعتماد بیش از حد مدیریتی است، در این پژوهش مطابق با پژوهش احمد و دویلمن (۲۰۱۳) برای اندازه‌گیری اعتماد بیش از حد مدیریتی (overcon) از معیار over Inv (مازاد سرمایه‌گذاری) استفاده شده است. بدین

منظور ابتدا مدل (۴) برآورد و پس از آن در هر سال باقی مانده محاسبه شده خواهد شد. چنانچه باقی مانده مدل برای شرکتی بزرگتر از صفر باشد به این معناست که در آن شرکت بیش از حد سرمایه گذاری شده است و در نهایت سال-شرکت‌هایی که بالای صفر است، کد (۱) و نشان دهنده بیش اعتمادی مدیران و مابقی کد (۰) می‌گیرند.

$$\text{Asset} \times \text{GR}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{SALE} \times \text{GR}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۴)}$$

$\text{Asset} \times \text{GR}_{i,t}$ : رشد دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$  است که از تفاوت میزان تغییرات دارایی‌ها نسبت به سال گذشته شرکت محاسبه می‌شود.

$\text{Sale} \times \text{GR}_{i,t}$ : رشد فروش شرکت  $i$  در سال  $t$  است که از تفاوت میزان تغییرات فروش نسبت به سال گذشته شرکت محاسبه می‌شود.

### متغیر وابسته: سرعت تعدیل سرمایه در گردش

به تبعیت از بانوس کابلرو و همکاران (۲۰۱۰)، آهنگر (۲۰۲۰) و افلاطونی و همکاران (۱۴۰۱)، در این پژوهش فرض می‌شود که سرمایه‌گذاری بیشتر (کمتر) در سرمایه در گردش بیانگر چرخه تبدیل وجه نقد طولانی‌تر (کوتاه‌تر) است و این چرخه باید تابعی از متغیرهای سطح شرکت و اقتصاد کلان باشد. بر این اساس به تبعیت از پژوهش‌های فوق برای سنجش سرعت تعدیل وجه وجه که خود بیانگر سرعت تعدیل سرمایه در گردش است، از رویکرد تعدیل جزئی<sup>۱</sup> استفاده شده است:

$$\Delta LCCC_{it} = \lambda(LCCC^*_{it} - LCCC_{it-1}) \quad \text{مدل (۵)}$$

که در رابطه فوق؛

$\Delta LCCC_{it}$ : حاصل تفریق طول چرخه تبدیل وجه نقد هدف دوره  $t$  با طول چرخه تبدیل وجه نقد واقعی دوره  $t-1$  است.

$LCCC^*_{it}$ : لگاریتم طول چرخه تبدیل وجه نقد بهینه که شرکت برای آن تلاش می‌کند.

$LCCC_{it-1}$ : طول چرخه تبدیل وجه نقد واقعی دوره  $t-1$  است.

$\lambda$ : سرعت تعدیل سرمایه در گردش نهایی است (درصدی از اختلاف بین طول چرخه تبدیل وجه نقد واقعی و هدف است که در یک سال، تصحیح می‌شود).

در واقع سرعت تعدیل به شرکت این امکان را می‌دهد که فواصل بین طول چرخه تبدیل وجه نقد واقعی و هدف را هر سال به میزان ۱ واحد کاهش دهد. مقدار نزدیک به ۱ نشان‌دهنده سرعت تعدیل بالاتر است.

<sup>۱</sup> Partial Adjustment Model.

بانوس کابالرو و همکاران (۲۰۱۰)، آهنگر (۲۰۲۰) و افلاطونی و همکاران (۱۴۰۱)، عقیده دارند که طول چرخه تبدیل وجه نقد هدف باید تابعی از متغیرهای سطح شرکت و اقتصاد کلان به شرح زیر باشد:

$$LCCC^*_{it} = \omega + \psi Z_{it} + \zeta_{it} \quad \text{مدل (۶)}$$

که در مدل (۶)؛

عبارت  $Z$  بردار متغیرهای تبیین کننده طول چرخه تبدیل وجه نقد به شرح زیر است:

۱. جریان وجه نقد عملیاتی (CFO): معادل نسبت جریان وجه نقد عملیاتی بر کل دارایی‌ها است.
۲. هزینه‌های مالی (FCOST): معادل نسبت هزینه‌های مالی بر بدهی‌های بهره‌دار است.
۳. فرصت‌های رشد (MTB): برابر نسبت کیوتوبین و معادل نسبت مجموع ارزش بازار سهام شرکت و ارزش دفتری بدهی‌ها بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت است.
۴. اندازه شرکت (SIZE): برابر لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها است.
۵. نسبت دارایی‌های ثابت مشهود (TANG): معادل نسبت دارایی‌های ثابت بر کل دارایی‌ها است.
۶. سودآوری (ROA): معادل نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها است.
۷. اهرم مالی (LEV): معادل نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها است.
۸. رشد تولید ناخالص داخلی (GDPG): معادل درصد تغییرات سالانه تولید ناخالص داخلی است.

۹. مخاطره بحران مالی (Z-SCORE): در پژوهش حاضر جهت تطبیق مدل‌های بحران مالی با محیط بومی کشور ایران از مدل تعدیل شده کردستانی و همکاران (۱۳۹۳، ۹۴) استفاده شد که در پژوهش افلاطونی و همکاران (۱۴۰۱، ۵۳) نیز از آن استفاده شده است، که مدل نهایی به صورت زیر است:

$$T - score_{it} = 0.291(X1) + 2.458(X2) - 0.301(X3) - 0.079(X4) - 0.05(X5)$$

\*طول چرخه تبدیل وجه نقد (LCCC): به تبعیت از افلاطونی و همکاران (۱۴۰۱)، طول چرخه تبدیل وجه نقد از مدل (۷) به دست می‌آید:

$$CCC = \left( \frac{AR_t + AR_{t-1}}{Sales} \right) + \left( \frac{INV_t + INV_{t-1}}{COGS} \right) - \left( \frac{AP_t + AP_{t-1}}{Purchases} \right) \quad \text{مدل (۷)}$$

که در مدل (۷):

دوره وصول مطالبات (ARP): (نسبت حساب‌های دریافتی بر فروش شرکت ضرب در ۳۶۵)

چرخه تولید شرکت (INVP): (نسبت موجودی مواد و کالا بر بهای تمام شده کالای فروش رفته ضرب در ۳۶۵)

دوره پرداخت بدهی (APP): (نسبت حساب‌های پرداختی بر فروش شرکت ضرب در ۳۶۵) در عمل برای سنجش سرعت تعدیل سرمایه در گردش با قرار دادن خصوصیات شرکت، در مدل (۶)، سرمایه در گردش بهینه را می‌توان با مدل (۸) محاسبه نمود که متغیرهای آن در پاراگراف‌های فوق معرفی شده است:

$$LCCC_{it} = \omega + (1 - \lambda)LCCC_{it-1} + (\lambda\psi)Zit + v_{it} \quad \text{مدل (۸)}$$

از آنجا که در مدل (۸)، وقفه متغیر وابسته در جمع متغیرهای مستقل حضور دارد، دیگر برآوردهای حداقل مربعات معمولی (OLS) منجر به گزارش ضرایب تورش‌دار و نتایج غیر قابل اتکا می‌شود (افلاطونی و همکاران، ۱۴۰۱). فلانری و هنکینز (۲۰۱۳) عقیده دارند که در برآوردهای مدل پویا در بازه زمانی کوتاه مدت، رویکرد گشتاورهای تعمیم یافته سیستمی با برآوردگر بلاندل و بوند (۱۹۹۸)، قابل اتکاترین نتایج را گزارش می‌دهد. لذا، برای برآورد مدل (۸)، از رویکرد فوق‌الذکر استفاده شده است. گزارش مقادیر بزرگ برای  $\lambda$  بیانگر مطابقت نتایج با پیش‌بینی‌های مطرح در نظریه توازن است.

#### الگوی رگرسیونی پژوهش

بر اساس ادبیات نظری و تجربی مانند پژوهش افلاطونی و همکاران (۱۴۰۱) مدلی متشکل از متغیرهای معرفی شده جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر طراحی و معرفی شده است:

#### مدل رگرسیونی آزمون فرضیه اول

$$LCCC_{it} = \alpha + (1 - \lambda)LCCC_{it-1} + \phi_1 MYO_{it} + \phi_2 MYO_{it} \times LCCC_{it-1} + (\lambda\psi)Zit + v_{it} \quad \text{مدل (۹)}$$

#### مدل رگرسیونی آزمون فرضیه دوم

$$LCCC_{it} = \alpha + (1 - \lambda)LCCC_{it-1} + \phi_1 Overcon_{it} + \phi_2 Overcon_{it} \times LCCC_{it-1} + (\lambda\psi)Zit + v_{it} \quad \text{مدل (۱۰)}$$

#### ۵- یافته‌های پژوهش

جدول (۳) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. آمار توصیفی به طور کلی نحوه توزیع و پراکندگی داده‌های مورد استفاده در آزمون‌های آماری را نشان می‌دهد. که به طور کلی مهمترین معیارها مقدار میانگین و انحراف معیار توزیع داده‌ها می‌باشد. به طور مثال میانگین اهرم مالی (۰/۵۵) است که نشان می‌دهد نیمی از دارایی‌های شرکت‌ها را بدهی تشکیل می‌دهد.

بالاترین انحراف معیار متعلق به فرصت‌های رشد (۲/۲۸) و کمترین متعلق به نقدینگی عملیاتی شرکت با مقدار (۰/۱۳) است. مقدار میانگین کوتاه‌بینی مدیران (۰/۳۶) است که نشان می‌دهد به طور میانگین ۰/۳۶ درصد از شرکت‌ها مدیران آنها به عایدی کوتاه مدت علاقه بیشتری داشته تا سرمایه‌گذاری‌های بلند مدت و به نوعی دچار کوتاه‌بینی هستند. مقدار میانگین بیش اعتمادی مدیران (۰/۴۱) است که نشان می‌دهد به طور میانگین ۰/۴۱ درصد از شرکت‌ها مدیران آنها سوگیری رفتاری بیش اعتمادی داشته و ممکن است با اعتماد به نفس کاذب سرمایه شرکت را در پروژه‌هایی به کار برده که عایدی خاصی برای شرکت نداشته باشد.

جدول (۳): آمار توصیفی متغیرهای کمی پژوهش

نام متغیر	نماد	میانگین	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
کوتاه‌بینی مدیران	MYO	۰/۳۶	۱/۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۴۸
بیش اعتمادی مدیران	Overcon	۰/۴۱	۱/۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۴۹
طول چرخه تبدیل وجه نقد	LCCC	۲/۳۰	۴/۵۷	۱/۰۷	۰/۶۴
جریان وجه نقد عملیاتی	CFO	۰/۱۲	۰/۵۳	-۰/۱۸	۰/۱۳
هزینه‌های مالی	FCOST	۱/۱۳	۲/۹۴	۰/۰۰۰۷	۱/۲۱
فرصت‌های رشد	MTB	۲/۴۸	۱۵/۱۲	۱/۰۰	۲/۲۸
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۶۸	۱۹/۷	۱۱/۱۱	۱/۶۹
نسبت دارایی‌های ثابت مشهود	TANG	۰/۲۶	۰/۸۶	۰/۰۰۹	۰/۱۸
سودآوری	ROA	۰/۱۴	۰/۶۰	-۰/۲۳	۰/۱۴
اهرم مالی	LEV	۰/۵۵	۱/۰۱	۰/۰۸۹	۰/۲۰
رشد تولید ناخالص داخلی	GDPG	۰/۲۰	۰/۴۲	-۰/۰۶۸	۰/۱۷
بحران مالی	Z-SCORE	۰/۴۸	۲/۲۹	-۰/۶۷	۰/۵۴

نتایج برآورد مدل در جدول (۴) نشان دهنده تاثیرات کوتاه‌بینی مدیران بر سرعت تعدیل سرمایه در گردش است که این نتیجه با استفاده از ضریب تعاملی شکل گرفته بین کوتاه‌بینی مدیران و سرعت تعدیل دوره گذشته مشخص می‌گردد. همان گونه که مشاهده می‌شود ضریب تعاملی کوتاه‌بینی مدیران با سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۱) سرعت تعدیل سرمایه در گردش به سمت سرمایه در گردش بهینه را بهبود می‌بخشد. در واقع با افزایش کوتاه‌بینی مدیران، سرعت دستیابی به سرمایه در گردش بهینه افزایش خواهد یافت. بنابراین فرضیه اول پژوهش در سطح خطای ۵ درصد رد نمی‌شود. کلیه متغیرهای اعمال شده به جز وجه نقد عملیاتی و همچنین هزینه مالی در سطح معناداری ۵ درصد بر متغیر وابسته پژوهش تاثیرگذار هستند.

## جدول (۴)، نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

$$LCCC_{it} = \alpha + (1 - \lambda)LCCC_{it-1} + \phi_1 MYO_{it} + \phi_2 MYO_{it} \times LCCC_{it-1} + (\lambda\psi)Zit + v_{it}$$

متغیر وابسته پژوهش: سرعت تعدیل سرمایه در گردش

متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
طول چرخه تبدیل وجه نقد	LCCC-۱	۰/۲۴	۰/۰۱۵	۱۵/۲۸	۰/۰۰۰۰
کوته‌بینی مدیران	MYO	-۰/۰۸۶	۰/۰۷۹	-۱/۰۹	۰/۰۲۷
ضریب تعاملی	LCCC-۱ × MYO	-۰/۰۹۳	۰/۰۲۲	-۴/۰۵	۰/۰۰۰۱
جریان وجه نقد عملیاتی	CFO	۰/۰۳۲	۰/۱۵	۰/۲۰	۰/۸۳
هزینه‌های مالی	FCOST	-۰/۰۵۷	۰/۰۳۰	-۱/۸۷	۰/۰۶۰
فرصت‌های رشد	MTB	-۰/۰۲۴	۰/۰۰۷	-۳/۵۰	۰/۰۰۰۵
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۴۸	۰/۰۱۵	۳/۰۷	۰/۰۰۰۲
نسبت دارایی‌های ثابت مشهود	TANG	۱/۰۲	۰/۱۹	۵/۲۲	۰/۰۰۰۰
سودآوری	ROA	-۰/۰۹۹	۰/۲۵	-۳/۹۲	۰/۰۰۰۱
اهرم مالی	LEV	۱/۱۱	۰/۱۶	۶/۷۲	۰/۰۰۰۰
رشد تولید ناخالص داخلی	GDPG	-۰/۰۱۲	۰/۰۴۸	-۲/۶۶	۰/۰۰۰۷
بحران مالی	Z-SCORE	۰/۶۵	۰/۰۹۶	۶/۸۰	۰/۰۰۰۰

جدول (۵) آماره آزمون‌های آرتانوبوند و سارگان هسن را نشان می‌دهد. در تخمین مدل رگرسیونی (۹)، معنادار نبودن آماره سارگان-هسن بیان کننده معتبر بودن ابزارهای استفاده شده در برآورد است، که با سطح معناداری (۰/۱۵) نشان دهنده معتبر بودن ابزارها است. برای برآورد هر مدل رگرسیونی، وقفه دوم متغیر وابسته و وقفه اول متغیرهای مستقل به عنوان متغیر ابزاری به کار رفته‌اند. افزون بر آن، معنادار نبودن آماره آزمون آرتانوبوند در وقفه دوم با سطح معناداری (۰/۱۳) بیان کننده نبود خودهمبستگی سریالی در باقیمانده مدل رگرسیونی (۹) است. بنابراین یافته‌های هر دو آزمون و نتایج ارائه شده در جدول مبین اعتبار نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۹) است.

## جدول (۵)، نتایج آزمون‌های آرتانوبوند و سارگان-هسن

آزمون	نوع آزمون	آماره آزمون	معناداری
اعتبار ابزارها	آماره سارگان-هسن	۳۴/۳۲	۰/۱۵
سطح خودهمبستگی (وقفه اول)	آماره آرتانوبوند	-۴/۲۳	۰/۰۰۰۰
سطح خودهمبستگی (وقفه دوم)	آماره آرتانوبوند	۱/۵۰	۰/۱۳

جدول (۶) نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش حاضر را نشان می‌دهد. نتایج نشان دهنده تاثیرات بیش اعتمادی مدیران بر سرعت تعدیل سرمایه در گردش است که با استفاده از ضریب تعاملی شکل گرفته بین بیش اعتمادی مدیران و سرعت تعدیل دوره گذشته مشخص می‌گردد و با سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۰۳) بیش اعتمادی مدیران، سرعت تعدیل سرمایه در گردش به سمت سرمایه در گردش بهینه را کاهش دهد. در واقع با افزایش بیش اعتمادی مدیران، سرعت دستیابی به سرمایه در گردش بهینه کاهش خواهد یافت. بنابراین فرضیه دوم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد رد نمی‌شود. کلیه متغیرهای اعمال شده به جز سودآوری در سطح معناداری ۵ درصد بر متغیر وابسته پژوهش تاثیرگذار هستند.

#### جدول (۶)، نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

$LCCC_{it} = \alpha + (1 - \lambda)LCCC_{it-1} + \phi_1 Overcon_{it} + \phi_2 Overcon_{it} \times LCCC_{it-1} + (\lambda\psi)Zit + v_{it}$					
متغیر وابسته پژوهش: سرعت تعدیل سرمایه در گردش					
متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
طول چرخه تبدیل وجه نقد	LCCC-۱	۰/۱۶	۰/۰۱۶	۱۰/۱۰	۰/۰۰۰۰
بیش اعتمادی مدیران	Overcon	-۰/۴۳	۰/۰۸۱	-۵/۳۴	۰/۰۰۰۰
ضریب تعاملی	LCCC-۱ × Overcon	۰/۱۰	۰/۰۲۷	۳/۶۴	۰/۰۰۰۳
جریان وجه نقد عملیاتی	CFO	-۰/۲۳	۰/۱۰	-۲/۲۹	۰/۰۲۱
هزینه‌های مالی	FCOST	-۰/۱۴	۰/۲۶	-۵/۵۳	۰/۰۰۰۰
فرصت‌های رشد	MTB	-۰/۰۱۸	۰/۰۰۵	-۳/۲۱	۰/۰۰۱
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۶۶	۰/۰۱۴	۴/۵۰	۰/۰۰۰۰
نسبت دارایی‌های ثابت مشهود	TANG	۱/۱۰	۰/۱۹	۵/۶۴	۰/۰۰۰۰
سودآوری	ROA	-۰/۱۳	۰/۱۹	-۰/۷۱	۰/۴۷
اهرم مالی	LEV	۱/۲۹	۰/۱۹	۶/۷۹	۰/۰۰۰۰
رشد تولید ناخالص داخلی	GDPG	-۰/۱۲	۰/۰۳۹	۳/۰۴	۰/۰۰۰۲
بحران مالی	Z-SCORE	۰/۵۶	۰/۰۷۶	۷/۲۹	۰/۰۰۰۰

جدول (۷) آماره آزمون‌های آرلانو-بوند و سارگان-هنسن را نشان می‌دهد. در تخمین مدل رگرسیونی (۱۰)، معنادار نبودن آماره سارگان-هنسن بیان‌کننده معتبر بودن ابزارهای استفاده شده در برآورد است، که با سطح معناداری (۰/۲۲) نشان‌دهنده معتبر بودن ابزارها است. برای برآورد هر مدل رگرسیونی، وقفه دوم متغیر وابسته و وقفه اول متغیرهای مستقل به عنوان متغیر ابزاری به کار رفته‌اند. افزون بر آن، معنادار نبودن آماره آزمون آرلانو-بوند در وقفه دوم با سطح معناداری (۰/۱۶) بیان‌کننده نبود خودهمبستگی سریالی در باقیمانده مدل رگرسیونی (۱۰) است. بنابراین یافته‌های هر دو آزمون و نتایج ارائه شده در جدول مبین اعتبار نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۹) است.

جدول (۷)، نتایج آزمون‌های آرلانو-بوند و سارگان-هنسن

معناداری	آماره آزمون	نوع آزمون	آزمون
۰/۲۲	۳۲/۳۲	آماره سارگان-هنسن	اعتبار ابزارها
۰/۰۰۰۰	-۳/۸۷	آماره آرلانو-بوند	سطح خودهمبستگی (وقفه اول)
۰/۱۶	۱/۳۸	آماره آرلانو-بوند	سطح خودهمبستگی (وقفه دوم)

#### ۶- بحث و نتیجه‌گیری

هدف پژوهش حاضر بررسی تاثیر کوتاه‌بینی و بیش‌اعتمادی مدیران بر سرعت دستیابی به سرمایه در گردش بهینه است. سرمایه به کار گرفته شده در چرخه عملیاتی شرکت از این جهت که در بازار سرمایه نشان‌دهنده ثبات مالی و تضمینی در جهت بازپرداخت دیون شرکت به طلبکاران بوده و می‌تواند نظر اعتباردهندگان را نیز در اعطای تامین مالی از طریق اعتبار تجاری جلب نماید، از اهمیت بالایی برخوردار است، بنابراین مدیران می‌بایست تلاش نمایند هر چه سریعتر به سطح بهینه سرمایه در گردش دست یابند. ضمن اینکه در این راه مدیران به عنوان تصمیم‌گیرندگان نهایی ممکن است به سوگیری‌های رفتاری مبتلا بوده که بر تصمیمات ایشان در این مورد تاثیرگذار باشد و از آنجا که کسب ارزش برای شرکت و سهامداران و اعتبار سهام شرکت بسته به تصمیمات مدیران است، بنابراین پرداختن به موضوع پژوهش حاضر در بازار سرمایه ایران با توجه به تنش‌های زیاد اقتصادی و تمایل استفاده از تامین‌های مالی اعتباری در مدیران و همچنین کسب ثبات و سلامت مالی در جهت کاهش درماندگی مالی شرکت‌ها از اهمیت بالایی برخوردار است.

با در نظر گرفتن سرمایه در گردش بهینه، قاعدتا شرکت‌ها به طور پویا در پی دست یافتن به این میزان سرمایه در گردش بهینه بوده و از افراط و تفریط در این عامل جلوگیری به عمل خواهد

آمد. سرمایه در گردش در ادامه حیات شرکت امری حیاتی است. از طرفی مدیران رکن اصلی و نهایی تصمیمات عمده در شرکت‌ها بوده و ویژگی‌های رفتاری هر انسان بر تصمیمات آن می‌تواند تاثیرگذار باشد که از این دسته از سوگیری‌ها که قبلا در ادبیات مالی به صورت گسترده به آن پرداخته شده و راجع به تاثیرات آن بر عوامل مالی بحث شده است، کوتاه‌بینی مدیران است.

نتایج آزمون فرضیه اول نشان داد که کوتاه‌بینی مدیران تاثیر مستقیم بر سرعت دستیابی به سرمایه در گردش بهینه دارد. با بررسی مباحث مالی رفتاری مشخص می‌گردد که در واقع سرمنشا تصمیمات می‌تواند عوامل درونی و ذهنیات افراد باشد. مدیران کوتاه‌بین، مدیرانی هستند که دوره بلندمدت و سرمایه‌گذاری‌هایی از این دست را مطلوب برای شرکت ندانسته و بر عایدی‌های کوتاه مدت نظر دارند. مدیران کوتاه‌بین دچار عدم پیش‌بینی یا درک، دید محدود در مورد مسائل و دیدگاه سطحی در اندیشه و برنامه‌ریزی هستند. در حقیقت، در بازارهای فاقد ویژگی کارایی، سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیرندگان، ارزش شرکت را تنها بر اساس آنچه در گذشته اتفاق افتاده است و یا در آینده نزدیک رخ خواهد داد، تعیین می‌کنند و اهمیت کمتری به توانایی‌های بالقوه شرکت در آینده دورتر قائل هستند. از همین رو ممکن است مدیران تنها به عایدی کوتاه مدت برای شرکت فکر کنند. از طرفی سرمایه در گردش نیز چون سرمایه کوتاه مدت و جاری شرکت است که با این هدف در مدیران کوتاه‌نگر مرتبط است که هر دو عایدی کوتاه مدت را برای شرکت در نظر دارند و سریع به چرخه عملیاتی شرکت بازخواهد گشت، بنابراین در این زمینه مدیران کوتاه‌بین استقبال بیشتری در سرمایه‌گذاری برای سرمایه جاری شرکت کرده و همین امر می‌تواند سرعت دستیابی به سرمایه در گردش بهینه را افزایش دهد. بنابراین ممکن است در این زمینه ذهنیت کوتاه‌بینانه عایدی کوتاه مدت را افزایش دهد اما ایجاد نوعی تعادل بر سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت و بلندمدت برای شرکت از اهمیت زیادی برخوردار است. نتایج حاصل شده به نوعی با پژوهش‌هایی مانند ری‌دگ و همکاران (۲۰۱۴) و ژنگ و همکاران (۲۰۲۲) و رستمی و همکاران (۲۰۲۲) در یک راستا است.

با توجه به نتایج حاصل شده پیشنهاد می‌گردد مدیرانی که بر عایدات کوتاه مدت متمرکز هستند، به نوعی دارای سوپه کوتاه‌بینی بوده که می‌تواند عایدی را در کوتاه مدت افزایش دهد اما در بلندمدت ممکن است شرکت را دچار مشکل و در نظر تحلیلگران مورد مناسبی جهت سرمایه‌گذاری بلند مدت به نظر نیاید و از این رو ممکن است وفاداری سهامداران شرکت کاهش یابد، بنابراین ایجاد تعادل میان سرمایه‌گذاری در عایدات کوتاه مدت و بلند مدت به نظر امری ضروری است. به قانون‌گذاران و دست‌اندرکاران آموزش در کشور پیشنهاد می‌گردد تمرکز بیشتری در پرورش مدیرانی بدون سوپه‌های رفتاری مانند کوتاه‌بینی داشته و زمینه‌ای ایجاد گردد که با پرورش مدیرانی با کنترل بر سوپه‌های رفتاری مانند کوتاه‌بینی در نهایت با افزایش سودآوری،

بهبود نقدینگی و کاهش ریسک در سایه دستیابی به سرمایه در گردش بهینه موجبات پیشرفت شرکت‌ها را فراهم نمایند.

نتایج آزمون فرضیه دوم نشان داد که بیش اعتمادی مدیران تاثیر معکوس بر سرعت دستیابی به سرمایه در گردش بهینه دارد. مدیران بیش اعتماد با داشتن اعتماد کاذب به توانایی‌ها، سواد و اندیشه خود که در واقع بیش اعتمادی سبب می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک‌ها را کمتر از تخمین زده، در مورد توانایی‌های خود در کنترل وقایع و رویدادها مبالغه کرده و احساس کند روی مسائل کنترل دارد، در حالی که ممکن است در واقع این گونه نباشد. این مدیران با سرمایه‌گذاری‌های بی‌مورد و رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت در درگیر کردن بی‌مورد منابع مالی و سرمایه شرکت در پروژه‌های با نرخ احتمال بازگشت سرمایه کم و پذیرش طرح‌های پیشنهادی با نرخ سودآوری و نرخ بازده داخلی پایین می‌توانند موجبات کاهش سرعت تعدیل سرمایه در گردش به سمت سرمایه در گردش بهینه شوند. در واقع زمانی که مدیران عمده سرمایه و وجوه نقد ایجاد شده توسط شرکت را در پروژه‌های بدون بازگشت مناسب سود به کار بندند به مرور زمان ممکن است شرکت درگیر کمبود نقدینگی در جهت امورات جاری و چرخه عملیاتی شرکت گردد و همین امر ممکن است چرخه تبدیل نقدینگی را کندتر نماید. نتایج حاصل شده به نوعی مکمل پژوهش‌هایی مانند قسیم و همکاران (۲۰۱۹) و ژنگ و همکاران (۲۰۲۲) و رامیاه و همکاران (۲۰۱۶) است. مدیران شرکت‌ها می‌بایست با مشاوره گرفتن از خبرگان مالی و اقتصادی تصمیماتی اتخاذ نمایند که به دور از سوگیری‌های رفتاری مانند بیش اعتمادی کاذب بوده تا بتوانند بهترین عملکرد را حاصل نمایند، زیرا تکیه بی‌مورد و بی‌اساس بر توانایی‌های کاذب می‌تواند شرکت را با بحران مالی مواجه کند. مالکان عمده در جهت حفظ و صیانت از ارزش سهام سهامداران و کسب بالاترین ارزش برای آنها می‌توانند با نظارت کافی بر کار و تصمیمات مدیران و استفاده از تست‌های شخصیت‌شناسی در گزینش مدیرانی با کمترین سوگیری رفتاری به بالاترین عملکرد در زمینه سرمایه در گردش دست یابند. با توجه به محدودیت مالی و شرایط اقتصادی حاکم بر بازار، پیشنهاد می‌گردد مدیران هر چه سریعتر سطح بهینه سرمایه در گردش شرکت را مشخص کرده که بتوانند بحران‌های مالی را با خیالی آسوده طی نمایند.

در انجام این پژوهش، محدودیت‌هایی وجود داشته که ممکن است بر نتایج و یافته‌های پژوهش تأثیرگذار باشد:

- محدودیت‌های اعمال شده برای انتخاب نمونه آماری از بین اعضای جامعه آماری، تعمیم نتایج پژوهش به آن گروه از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران که

- دارای ویژگی‌های متفاوتی با نمونه موردنظر هستند (شامل شرکت‌های مالی، سرمایه‌گذاری و بانک‌ها) را دشوار می‌سازد.
- بسیاری از شرایط سیاسی، اقتصادی و اجتماعی ایران (به‌ویژه شرایط تورمی کشور و عدم تهیه صورت‌های مالی تعدیل‌شده) بر یافته‌های پژوهش مؤثر است که کنترل آن‌ها از حیثه توان پژوهشگر خارج بوده است.
  - از آنجا که سوگیری‌های رفتاری مدیران قابل رویت نمی‌باشد و شیوه سنجش مستقیمی از آن وجود ندارد که تشخیص داده شود واقعا هر شخصی چه نوع سوپیه‌های رفتاری دارد، ممکن است این اندازه‌گیری با خطا همراه باشد.

#### ۷- تقدیر، تشکر و ملاحظه‌های اخلاقی

در پایان از کلیه عوامل محترم مجله، سردبیر محترم و همچنین اساتید گرامی که دلسوزانه زحمت داوری پژوهش حاضر را در جهت ارتقای سطح علمی مطالب بیان شده بر عهده داشتند، کمال تشکر را داریم.

#### فهرست منابع

- افلاطونی، عباس؛ کریمی، جواد؛ خطیری، محمد. (۱۴۰۱). دسترسی به منابع مالی برون‌سازمانی، قدرت چانه‌زنی و سرعت تعدیل سرمایه در گردش. مجله دانش حسابداری. دوره ۱۳، شماره (۳)، صص ۴۵-۶۳.
- بشیری منش، نازنین؛ حاجی زاده، زهرا؛ قبادی، سعید. (۱۴۰۱). تاثیر سوگیری رفتاری مدیران بر تصمیم‌گیری و کیفیت اطلاعات مالی. پژوهش‌های تجربی حسابداری دوره ۱۲، شماره (۱)، صص ۱۴۱-۱۶۰.
- بشیری منش، نازنین؛ شهنازی، حسین (۱۴۰۱) تاثیر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران مدیران بر حساب قیمتی سهام در بازار سرمایه ایران. دانش مالی و تحلیل اوراق بهادار. دوره (۱۵)، شماره (۱)، صص ۱۵-۳۲.
- تهرانی، رضا؛ دلشاد، افسانه. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر کوتاه بینی مدیران بر عملکرد مالی آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. حسابداری و منافع اجتماعی. شماره (۲)، صص ۲۳-۴۶.
- داداش‌زاده، قادر و حجازی، رضوان (۱۳۹۹) رابطه بین ارزش انعطاف‌پذیری مالی، کارایی سرمایه‌گذاری و سرعت تعدیل سرمایه در گردش. راهبرد مدیریت مالی، دوره ۸، شماره (۲۸)، صص ۱۷۷-۱۹۶.

- دلیری، جواد؛ رضایی، فرزاد؛ محمدی نوده، فاضل (۱۳۹۹) بررسی تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر مؤلفه‌های اجتماعی-اقتصادی گزارش عملکرد پایداری. فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، دوره ۹، شماره ۳۶، صص ۱۹-۴۰.
- دیانتی دیلمی، زهرا؛ مرادزاده فرد، مهدی؛ مظاهری، علی. (۱۳۹۲). اثر دوره تصدی مدیریت بر ارزش شرکت، هزینه‌های نمایندگی و ریسک اطلاعاتی. پژوهش‌های تجربی حسابداری دوره ۳، شماره (۳)، صص ۲۱-۳۹.
- دیانتی دیلمی، زهرا؛ لطفی، محسن؛ آزادبخش، کسری. (۱۳۹۱). تأثیر مدیریت سرمایه در گردش مبتنی بر چرخه تبدیل نقدی (گیتمان) بر کاهش ریسک ریزش (سقوط) قیمت سهام. فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت. دوره ۱، شماره (۴)، صص ۵۵-۶۴.
- دیده خانی، حسین؛ دمیری، محمدهادی؛ کاویانی، میثم (۱۳۹۷) تأثیر تورم و چرخه عملیاتی بر انباشت وجه نقد. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره (۳۹)، صص ۲۹-۴۴.
- رمضانی، مهرشاد؛ داودی، مجید؛ لعل بار، علی؛ زنجیر دار، مجید و حاجی، غلامعلی. (۱۴۰۴). اثرات اعتماد اجتماعی و اعتماد به نفس افراطی مدیران بر هزینه تامین مالی از طریق بدهی. دانش سرمایه‌گذاری. دوره ۱۳، شماره (۵۳)، صص ۱۱۱-۱۳۱.
- زلفی، حسن؛ زلفی، مریم. (۱۴۰۳). تأثیر دوران رونق و رکود اقتصادی بر سرعت تعدیل سرمایه در گردش. مطالعات تجربی حسابداری مالی. دوره ۲۱، شماره (۸۳)، صص ۴۳-۷۶.
- شفاعت، احمدرضا؛ کاشانی پور، محمد؛ غلامی جمکرانی، رضا؛ جهانگیر نیا، حسین. (۱۴۰۰). تأثیر متغیر تیپ شخصیتی مدیران بر مدیریت سود و نقش تعدیلی آن در رابطه بین مدیریت سود با افشای مسئولیت‌های اجتماعی شرکت. دو فصلنامه حسابداری ارزشی و رفتاری. ۶ (۱۲)، ۳۰۸-۳۴۳.
- عزیزی، صدیقه؛ جوکار، حسین. (۱۴۰۰). بررسی وجود سطح بهینه مدیریت سرمایه در گردش و نقطه بحرانی تورم و تأثیر آن بر سطح نگهداشت وجه نقد. دانش حسابداری مالی دوره ۸، شماره (۱)، صص ۱۴۵-۱۷۳.
- کردستانی، غلامرضا؛ تاتلی، رشید؛ کوثری فر، حمید. (۱۳۹۲). ارزیابی توان پیش بینی مدل تعدیل شده آلتمن از مراحل درماندگی مالی نیوتن و ورشکستگی شرکت‌ها. دانش سرمایه‌گذاری. ۳ (۹)، ۸۳-۱۰۰.

کردستانی، غلامرضا؛ مرتضوی، سید مرتضی (۱۳۹۱) بررسی تأثیر تصمیمات سنجیده مدیران بر چسبندگی هزینه‌ها. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. دوره (۱۹)، شماره (۶۷)، صص ۷۳-۹۰.

مرادی، جواد؛ باقری، هادی (۱۳۹۴) بررسی مقایسه‌ای تأثیر کوتاه‌بینی مدیریت و مدیریت سود بر بازده سهام. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱، شماره ۲، صص ۲۲۹-۲۵۰.

مهدوی، غلامحسین؛ نامجوی، مریم. (۱۴۰۲). بررسی رابطه بین اقلام تعهدی اختیاری و رتبه اعتباری با توجه به اثر تعدیل‌کنندگی خودشیفتگی مدیران. دو فصلنامه حسابداری ارزشی و رفتاری. ۸ (۱۶)، صص ۱۰۱-۱۳۸

نوروزی، محمد؛ افلاطونی، عباس. (۱۳۹۸). بررسی وجود سطح بهینه مدیریت سرمایه در گردش و تأثیر محدودیت مالی بر سطح بهینه موجود. پژوهش‌های تجربی حسابداری دوره ۹، شماره (۱)، صص ۱-۲۲.

Aghamolla, C., & T. Hashimoto. ۲۰۲۳. Managerial myopia, earnings guidance, and investment. *Contemporary Accounting Research*, ۴۰(۱): ۱۶۶-۱۹۵.

Ahangar, N. ۲۰۲۰. Financial constraints and speed of working capital adjustment. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, ۱۲(۳/۴): ۳۷۱-۳۸۵.

Ahmed, A., & S. Duellmanm. ۲۰۱۳. Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism. *Journal of Accounting Research*, ۵۱(۱): ۱-۳۰.

Alvarez, T., L. Sensini, & M.Vazquez. ۲۰۲۱. Working capital management and profitability: Evidence from an emergent economy. *International Journal of Advances in Management and Economics*, ۱۱(۱): ۳۲-۳۹.

Anderson, T.w & C. Hsiao. ۱۹۸۲. Formulation and estimation of dynamic models using panel data. *Journal of econometrics*: ۱۲ ۴۷-۸۲.

Banerjee, P., and S. Guha Deb. ۲۰۲۴. Working capital management efficiency, managerial ability, and firm performance: new insights. *Applied Economics*, ۵۶(۳۳): ۴۰۰۱-۴۰۱۸.

- Baños-Caballero, S., P. J. García-Teruel, and P. Martínez-Solano. ۲۰۲۱. The speed of adjustment in net operating working capital: an international study, *Spanish Journal of Finance and Accounting*, ۵۰(۴): ۴۲۳-۴۴۰.
- Baños-Caballero, S., P.J., García-Teruel, & P. Martínez-Solano. ۲۰۱۰. Working capital management in SMEs. *Accounting and Finance*, ۵۰(۳): ۵۱۱-۵۲۷.
- Berg, T., & E. Gustafsson. & R. R. Wahlstrøm. ۲۰۲۴. Cost management and working capital management: ebony and ivory in perfect harmony?. *Journal of Management Control*, ۱-۲۷.
- Boisjoly, R.P., & T.E. Conine. & M.B. McDonald. ۲۰۲۰. Working capital management: Financial and valuation impacts. *J. Bus. Res.* ۱۰۸, ۱-۸.
- Chauhan, G.S. and P. Banerjee. ۲۰۱۸. Financial constraints and optimal working capital – evidence from an emerging market. *International Journal of Managerial Finance*, ۱۴(۱): ۳۷-۵۳.
- Chen, Y. R., & K. Y. Ho, & C. W. Yeh. ۲۰۲۰. CEO overconfidence and corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, ۶۲, ۱۰۱۵۷۷.
- El Kalak, I., & M. Goergen, & Y. Guney. ۲۰۲۴. CEO overconfidence and the speed of adjustment of cash holdings. *The European Journal of Finance*, ۱-۲۸.
- Fan, Z., Y., Chen, & Y. Mo. (۲۰۲۴). Management myopia and corporate ESG performance. *International Review of Financial Analysis*, ۹۲, ۱۰۳۰۷۱.
- Feng, H., Habib, A., & Huang, H. J. ۲۰۲۵. Risk from shortsightedness: the effect of managerial myopia on expected default probability. *Journal of Accounting Literature*.
- Fang, H., & C. P. Chung, & Y. C. Lu. & Y. H. Lee. ۲۰۲۴. Effects of a CEO's overconfidence and his/her power on the performance of Chinese firms. *Journal of Economics and Finance*, ۴۸(۱): ۱۵-۵۰.
- Fernandez, L., and P. Sanchez. ۲۰۲۳. Bankruptcy risk and financial policies: An empirical analysis. <https://www.researchgate.net/publication/۳۷۰۲۸۳۶۸۶>.
- Gulo, M. K. P., & M. Marshanda, & F. N. Rahman. & I. Lestari. & A. S. Azzahra. ۲۰۲۵. The Effect Of Working Capital And Liquidity On The Profitability Of Companies In The Infrastructure Sector That Are Listed On The Bei In The Period ۲۰۲۰-۲۰۲۳. *International Journal of Economic Research and Financial Accounting*, ۳(۲):۳۰۲-۳۲۰.

- Gupta, D., and A. Pandey. ۲۰۲۴. Analyzing impact of corporate governance index on working capital management through fractal functions. *Chaos, Solitons & Fractals*, ۱۸۳, ۱۱۴۹۴۶.
- Habib, A.M. and U.N. Kayani. ۲۰۲۲. Does the efficiency of working capital management affect a firm's financial distress? Evidence from UAE, *Corporate Governance*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print.
- Jabbouri, I., & H. Satt. & O. El Azzouzi, & M. Naili. ۲۰۲۴. Working capital management and firm performance nexus in emerging markets: do financial constraints matter?. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, ۴۰(۵): ۱۰۲۰-۱۰۳۰.
- Lamprey, J., & A. B. Marsidi. & B. Usman, & A. B. Ali, & W. Suleiman. ۲۰۲۰. Overconfidence bias in working capital management and performance of small and medium enterprises: the perspectives of Ghanaian SME managers. *Int. J. Acad. Res. Bus. Soc. Sci*, ۱۰.
- Lu, Z., & Y. Liang, & Y. Hu, & Y. Liu. ۲۰۲۴. Is managerial myopia detrimental to corporate ESG performance?. *International Review of Economics & Finance*, ۹۲(۵): ۹۹۸-۱۰۱۵.
- Mandipa, G., and A.B Sibindi. ۲۰۲۲. Financial Performance and Working Capital Management Practices in the Retail Sector: Empirical Evidence from South Africa. *Risks* ۱۰: ۶۳.
- Putra, A. A. ۲۰۲۱. The effect of CEO characteristics on pre-earnings management profitability. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, ۱۸(۲): ۱-۱۵.
- Qasim, M., & R. Hussain. & I. Mehboob. & Arshad, M. ۲۰۱۹. Impact of herding behavior and overconfidence bias on investors' decision-making in Pakistan. *Accounting*, ۵(۲): ۸۱-۹۰.
- Ramiah, V., & Y. Zhao. & M. Graham. & I. Moosa. ۲۰۱۶. Behavioural Aspects of Working Capital Managers. *European Journal of Finance*, ۲۲(۸-۹): ۶۶۲-۶۸۷.
- Ridge, W.J., & D., Kern, & A., M. White. (۲۰۱۴). The influence of managerial myopia on firm strategy. *Management Decision*, ۵۲(۳), ۶۰۲-۶۲۳.
- Rostami, V., & H. Kargar. and M, Samimifard. ۲۰۲۲. The Effect of Managerial Myopia on the Adjustment Speed of the Company's Financial Leverage towards the Optimal Leverage. *Journal of Risk and Financial Management* ۱۵: ۵۸۱.

- Roy, P., Rossi, M., Salloum, C., Jarrar, H., & Ghose, B. ۲۰۲۵. Working capital management efficiency in large firms during crisis: implications for community-based enterprises. *Journal of Enterprising Communities: People and Places in the Global Economy*
- Safari, R. K., and G. M. Mwaneyefa. ۲۰۲۴. Working Capital Management in Times of Crisis in Kenya: Strategies for Resilience. *East African Finance Journal*, ۳(۲): ۱۸۰-۱۸۷.
- Suruta., D.T. ۲۰۱۹. Working capital management during the global financial crisis: Evidence from Japan. *Japan and the World Economy*. ۴۹(۶): ۲۰۶-۲۱۹.
- Taha, M. M., & I. R. Hegazy & E. M. Arafa. ۲۰۲۴. The impact of CEO overconfidence on dividend policy: evidence from Egypt. *The Academic Journal of Contemporary Commercial Research*, ۴(۳): ۱-۲۳.
- Ujah, N. U., & A. Tarkom, & C. E. Okafor. ۲۰۲۱. Working capital management and managerial talent. *International Journal of Managerial Finance*, ۱۷(۳), ۴۵۵-۴۷۷. DOI: ۱۰.۱۱۰۸/IJMF-۱۲-۲۰۱۹-۰۴۸۱
- Van, H. T. & T. Hung, & V. T. T. Van. & N. T. Xuan. ۲۰۱۹. Managing Optimal Working Capital and Corporate Performance: Evidence from Vietnam. *Asian Economic and Financial Review*, ۹(۹): ۹۷۷-۹۹۳.
- Vlismas, O. ۲۰۲۴. The moderating effects of strategy on the relation of working capital management with profitability. *Journal of Accounting & Organizational Change*, ۲۰(۲): ۲۷۶-۳۰۶.
- Zheng, X., & Y. Zhou, & S. Iqbal. ۲۰۲۲. Working capital management of SMEs in COVID-۱۹: role of managerial personality traits and overconfidence behavior. *Economic Analysis and Policy*, ۷۶, ۴۳۹-۴۵۱.
- Zheng, X., & Y. Zhou. & S. Iqbal. ۲۰۲۲. Working capital management of SMEs and managerial approaches in COVID-۱۹: Implications for economic development & policy. *Economic Analysis and Policy*.
- Longjie, X., & Z. Anfeng, ۲۰۱۷. The impact of managers overconfidence on corporate investment. *International Journal of Social Science and Humanity*, ۷(۹): ۱۰۹-۱۱۴.

---

Zhou J. W. ۲۰۱۱ . A study on the relationship between managerial over confidence and capital structure of enterprises,” Accounting Research, ۱۷(۲): ۵۴-۵۹.