

تأثیر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمد رضا عباس زاده*

استادیار گروه حسابداری دانشگاه فردوسی مشهد

E-mail: Abbaszadeh_mr@yahoo.com

علی رستگار مقدم اعتمادی

کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی مشهد

E-mail: Rastegaraccountant@yahoo.com

بهزاد بیگی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه فردوسی مشهد

Email: behzadbeigi66@yahoo.com

چکیده

هدف این پژوهش بررسی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. دوره زمانی پژوهش، ۱۳۹۱-۱۳۸۵ بوده و ۱۳۱ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شده است. برای تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش در حالت تلفیقی (ترکیبی)، از مدل‌های رگرسیونی چند متغیره در نرم‌افزار اقتصادسنجی ۶ *EViews* استفاده شده است. در این پژوهش، سیاست تقسیم سود، متغیر وابسته و اعتماد بیش از حد مدیریتی، متغیر مستقل بوده و از متغیرهای کنترلی مؤثر بر سیاست تقسیم سود شامل بازده دارایی‌ها، اهرم مالی و اندازه شرکت نیز استفاده شده است. همچنین در این پژوهش از متغیر فرصت سرمایه‌گذاری به عنوان متغیر تعدیل‌کننده رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیریتی و سیاست تقسیم سود استفاده بعمل آمده است.

یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که مقوله اعتماد بیش از حد مدیریتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های بورسی تأثیر مستقیم دارد ولی با افزایش فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تأثیر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر سیاست تقسیم سود، معکوس می‌شود.

واژه‌های کلیدی: اعتماد بیش از حد مدیریتی، سیاست تقسیم سود، فرصت رشد و شرکت‌های بورس.

۱. مقدمه

یکی از مباحث مطرح در مدیریت مالی، تقسیم سود است. اخبار مربوط به تقسیم سود و تغییرات سود تقسیمی نسبت به سال‌های گذشته برای سهامداران اهمیت بسزایی دارد. به طوری که در این ارتباط تئوری‌ها و دیدگاه‌های زیادی مطرح شده است. به عبارتی، تغییر سیاست تقسیم سود شرکت به سهامداران، سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی شرکت پیام می‌دهد که

وضعیت مالی شرکت چگونه است. سود سهام ممکن است به یکی از دو صورت سود نقدی و سود سهمی پرداخت شود. سود نقدی معمولترین نوع انتقال بازده از طرف شرکت به سهامداران است. شرکتها در توزیع سود نقدی خود به طور یکسان عمل ننموده و در این راه سیاستهای متفاوتی اتخاذ می نمایند. این سیاستها می تواند متغیر باشد و دامنه ای از پرداخت حداقل سود مقرر در قانون تا پرداخت تمام عایدات شرکت و حتی بیش تر از عایدات سالانه به عنوان سود نقدی را در برگیرند (سعیدی و بهنام، ۱۳۸۹، ۶۲).

در تحقیقات دانشگاهی عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود مورد توجه زیادی قرار گرفته است. برای مثال، بارکلی و همکاران ۱ (۱۹۹۵) به این نتیجه رسیدند که سیاست تقسیم سود به وسیله فرصت سرمایه گذاری، قوانین و مقررات، فروشهای واقعی، و اثر پیام دهی ۲ سود غیرعادی تحت تأثیر قرار می گیرد. دیکنز و همکاران ۳ (۲۰۰۳) با استفاده از نمونه ای از صنعت بانکداری به این نتیجه رسید که فرصت سرمایه گذاری، اثر پیام دهی، مالکیت و ریسک سیستماتیک با سیاست تقسیم سود رابطه دارند. فاما و فرنچ ۴ (۲۰۰۱) به این نتیجه رسیدند که سودآوری و اندازه شرکت عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود می باشند. فارینها ۵ (۲۰۰۳) فرصت رشد، اهرم مالی و ریسک را از عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود می داند.

لاپورتا و همکاران ۶ (۲۰۰۰) مدعی هستند که تأثیر فرصت سرمایه گذاری بر سیاست تقسیم سود در کشورهای مختلف متفاوت است. آنها دو فرضیه را مطرح می کنند و پیشنهاد می کنند که تأثیر فرصت سرمایه گذاری بر سیاست تقسیم سود بستگی به میزان حمایت از سهامداران دارد.

نخستین فرضیه، مدل اثر نتیجه ۷ است که بر اساس این فرضیه، پرداخت سود نقدی نتیجه حمایت مؤثر قانونی از سهامداران است. یعنی؛ اگر سهامداران به این نتیجه برسند که به خوبی از حقوق آنها حمایت می شود حاضر خواهند بود که از دریافت سود نقدی خودداری کنند تا شرکت بتواند وجوه نقد را در پروژه های سودآور سرمایه گذاری کند. بر اساس این فرضیه انتظار می رود در کشورهای با حمایت بالا از حقوق سهامداران (دارای مکانیزم های قوی حاکمیت شرکتی)، رابطه بین فرصت سرمایه گذاری و سیاست تقسیم سود منفی باشد. در مقابل در کشورهای با حمایت ضعیف از حقوق سهامداران (دارای مکانیزم های ضعیف حاکمیت شرکتی)، انتظار می رود رابطه بین فرصت سرمایه گذاری و سیاست تقسیم سود منفی ولی غیرمعنی دار و یا حتی مثبت باشد.

^۱ Barclay et al.

^۲ Signaling Effect

^۳ Dickens et al.

^۴ Fama & French

^۵ Farinha

^۶ La Porta et al.

^۷ Outcome Effect

دومین فرضیه، مدل جایگزینی^۸ است که بر اساس این فرضیه، سودهای نقدی جایگزینی برای حمایت قانونی از سهامداران می‌باشد. طبق این فرضیه، در کشورهای با حمایت ضعیف از حقوق سهامداران (دارای مکانیزم‌های ضعیف حاکمیت شرکتی)، شرکت‌های با رشد بالا سود نقدی بیش‌تری پرداخت می‌کنند تا محبوبیت^۹ خود را در بین سهامداران افزایش دهند. این در حالی است که در کشورهای با حمایت قوی از حقوق سهامداران (دارای مکانیزم‌های قوی حاکمیت شرکتی)، نیاز به مکانیزم محبوبیت، ضعیف‌تر است و بنابراین پرداخت سود نقدی ضروری نیست.

مدیران دارای اعتماد بیش از حد^{۱۰} (خوش‌بین^{۱۱}) بازده‌های آتی ناشی از سرمایه‌گذاری‌های شرکت را بیش از حد برآورد می‌کنند (هیتون^{۱۲}، ۲۰۰۲ و مالمندی^{۱۳} و تاته^{۱۴}، ۲۰۰۵). مالمندی^{۱۵} و تاته^{۱۶} (۲۰۰۵) مدیران دارای اعتماد بیش از حد را به عنوان مدیرانی تعریف می‌کنند که بازده‌های آتی ناشی از پروژه‌های شرکت را بیش از حد برآورد می‌کنند. هیتون^{۱۷} (۲۰۰۲) اصطلاح خوش‌بین را برای مدیرانی به کار می‌برد که به طور منظم و سیستماتیک، سودآوری ناشی از عملکرد شرکت‌های خوب را بیش از حد و سودآوری ناشی از عملکرد شرکت‌های ضعیف را کمتر از حد برآورد می‌کنند. تحقیقات پیشین نشان می‌دهد که اعتماد بیش از حد مدیریتی بر روی سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و سیاست‌های تقسیم سود شرکت تأثیر دارد (مالمندی^{۱۸} و تاته^{۱۹}، ۲۰۰۸؛ کوردیرو^{۲۰}، ۲۰۰۹؛ دشماخ و همکاران^{۲۱}، ۲۰۱۳؛ مالمندی^{۲۲} و همکاران^{۲۳}، ۲۰۱۱ و هیرشلیفر^{۲۴} و همکاران^{۲۵}، ۲۰۱۲).

بررسی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر روی سیاست‌های شرکت از قبیل خط‌مشی و سیاست‌های حسابداری شرکت موضوع مهمی است؛ چرا که اعتماد بیش از حد می‌تواند منجر به تصمیماتی گردد که ارزش شرکت را از بین می‌برد. به عنوان مثال رول^{۱۸} (۱۹۸۶) معتقد است که دلیل درگیر شدن مدیران در فعالیت‌های ادغام و تحصیل^{۱۹} نابودکننده ارزش شرکت، اعتماد بیش از حد مدیریتی است. اختلال در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و سیاست‌های حسابداری می‌تواند هزینه‌بر باشد (مالمندی^{۲۰} و تاته^{۲۱}، ۲۰۰۵ و بن-دیوید^{۲۲} و همکاران^{۲۳}، ۲۰۱۰). از سوی دیگر، اعتماد بیش از حد مدیریتی می‌تواند تحت شرایطی منجر به ایجاد منافی برای شرکت گردد.

^۸ Substitute Model

^۹ Reputation

^{۱۰} Overconfident

^{۱۱} Optimistic

^{۱۲} Heaton

^{۱۳} Malmendier & Tate

^{۱۴} Cordeiro

^{۱۵} Deshmukh et al.

^{۱۶} Malmendier et al.

^{۱۷} Hirshleifer et al.

^{۱۸} Roll

^{۱۹} Merger & Acquisition

^{۲۰} Ben-David

برای مثال، انگیزه ریسک‌پذیری به وسیله مدیران دارای اعتماد بیش از حد نسبت به سایر مدیران دارای هزینه کمتری است (گرویس و همکاران ۲۱، ۲۰۱۱ و کمپبل و همکاران ۲۲، ۲۰۱۱).

تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی به تنهایی نمی‌توانند تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت باشند. بن-دیوید و همکاران ۲۳ (۲۰۰۷) معتقدند اگر مدیران دارای اعتماد بیش از حد نیاز به سرمایه‌گذاری بیش‌تری داشته باشند، سود نقدی کم‌تری پرداخت می‌کنند. وو و لیو ۲۴ (۲۰۱۱) نیز معتقدند که مدیران دارای اعتماد بیش، سود نقدی بیش‌تری پرداخت می‌کنند، چنانچه انتظار جریان نقدی بیش‌تری از سرمایه‌گذاری فعلی شرکت داشته باشند. لذا تأثیر اعتقادات مدیریتی بر روی سیاست تقسیم سود، درخور توجه است که هنوز به صورت تجربی در داخل کشور بررسی نشده است. لذا با توجه به مطالب فوق در پژوهش حاضر، به بررسی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر روی سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و تأثیر فرصت سرمایه‌گذاری بر روی رابطه مذکور پرداخته شده است.

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

اتخاذ سیاستی مناسب در رابطه با تقسیم سود می‌تواند از اهمیت زیادی برخوردار باشد. از جمله دلایل اهمیت بالای خط مشی تقسیم سود می‌توان به تأثیر آن بر دیدگاه سرمایه‌گذاران اشاره نمود. وقتی سهامداران ملاحظه کنند که پرداخت سود سهام از طرف شرکت قطع شده یا کاهش یافته، این می‌تواند علامتی برای مشکلات مالی شرکت تصور گردد. در نتیجه در انتخاب خط مشی تقسیم سود، مدیریت باید مالکان شرکت را نیز در نظر بگیرند، زیرا در غیر این صورت ممکن است سهامداران سهام خود را به فروش رسانده، و با این کار موجب کاهش قیمت بازار سهام گردند. نارضایتی سهامداران، احتمال تمرکز کنترل شرکت در دست سهامداران جدید را افزایش می‌دهد. خط‌مشی تقسیم سود بر برنامه تأمین مالی و بودجه‌بندی سرمایه‌ای شرکت تأثیر می‌گذارد. همچنین خط‌مشی تقسیم سود بر وضعیت جریان‌های نقدی شرکت تأثیر می‌گذارد. شرکتی با وضعیت نقدینگی ضعیف ممکن است به ناچار پرداخت سود سهام خود را محدود سازد. از طرف دیگر، پرداخت سود سهام، حقوق صاحبان سهام را کاهش می‌دهد؛ در نتیجه نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت افزایش می‌یابد (خاکساری، ۱۳۸۵). لذا بررسی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است که در این پژوهش به بررسی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر این مقوله پرداخته شده است. سود تقسیمی هر سهم به واسطه‌ی عینیت و ملموس بودن، برای دارنده‌ی سهام به عنوان یکی از منابع ایجاد نقدینگی افراد، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. این مسأله نزد مدیران شرکت‌ها نیز دارای

^{۲۱} Gervais et al.

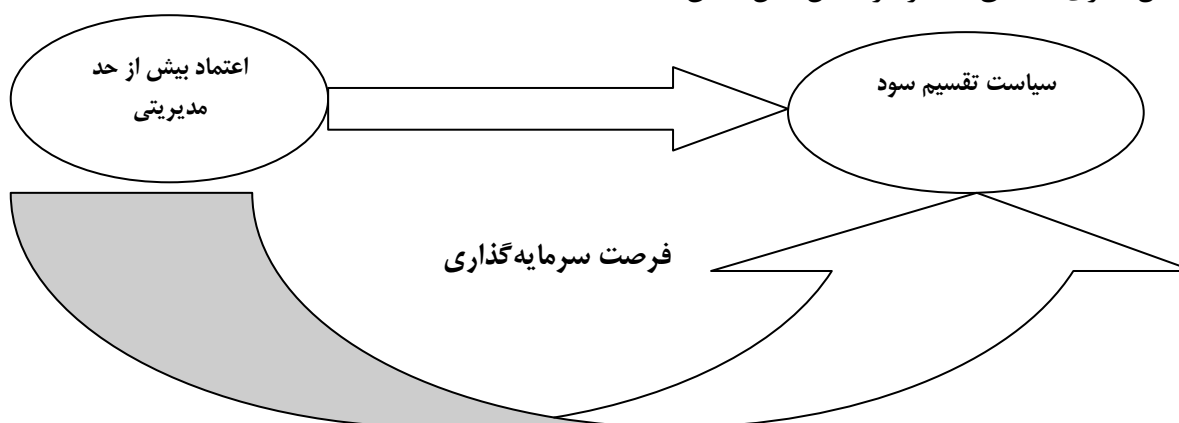
^{۲۲} Campbell et al.

^{۲۳} Ben-David et al.

^{۲۴} Wu & Liu

اهمیت بوده، از این رو بخشی از توان و توجه مدیران شرکت‌ها معطوف به مقوله‌ای است که از آن با عنوان «سیاست تقسیم سود» یاد می‌شود. اما مسأله‌ی اصلی، ریشه‌یابی دلایل اتخاذ یک سیاست تقسیم سود مشخص از سوی شرکت‌ها و عوامل مؤثر بر این سیاست است (پورا‌براهیمی و سیدخسروشاهی، ۱۳۹۱، ۱۶).

مدل نظری تحقیق حاضر در شکل ذیل نشان داده شده است:



دشماخ و همکاران (۲۰۱۳) به این نتیجه رسیدند که مدیران دارای اعتماد بیش از حد به دلیل این که تأمین مالی خارجی به منظور سرمایه‌گذاری در شرکت را پر هزینه می‌دانند، در صورت نیاز به سرمایه‌گذاری بیش‌تر در آینده، سود نقدی کم‌تری تقسیم می‌کنند. همچنین آن‌ها به این نتیجه رسیدند که در شرکت‌های دارای فرصت رشد کم‌تر و وجوه نقد کم‌تر، این رابطه منفی شدیدتر است.

لین و شن ۲۵ (۲۰۱۲) با بررسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تایوان طی دوره زمانی ۲۰۰۰-۲۰۰۹ به این نتیجه رسیدند که در شرکت‌های با مکانیزم‌های قوی حاکمیت شرکتی، بین فرصت سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود رابطه منفی وجود دارد. این در حالی است که در شرکت‌های با مکانیزم‌های ضعیف حاکمیت شرکتی، رابطه بین فرصت سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود، مثبت است. آن‌ها همچنین به این نتیجه رسیدند که با استفاده از مکانیزم‌های مختلف حاکمیت شرکتی، در مورد رابطه بین فرصت سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود، فرضیه مدل جایگزینی^{۲۶} تأیید می‌شود ولی اثر نتیجه^{۲۷} تأیید نمی‌شود.

اردستانی و همکاران ۲۸ (۲۰۱۲) با بررسی ۶۲ شرکت پذیرفته شده در بورس مالزی طی دوره زمانی ۲۰۰۶-۲۰۰۹ به این نتیجه رسیدند که فرصت سرمایه‌گذاری (اندازه‌گیری شده به وسیله معیار کیوتوبین) و سررسید بدهی از جمله عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های مالزی هستند ولی اهرم مالی تأثیر معنی‌داری بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها ندارد. دیگر نتایج حاکی از آن است

^{۲۵} Lin & Shen

^{۲۶} Substitute Model Hypothesis

^{۲۷} Outcome Effect

^{۲۸} Ardestani et al.

که سودآوری و ریسک شرکت‌ها نقش تأثیرگذاری در تعیین سیاست تقسیم سود شرکت‌های مالزی دارند.

آبور و گودفرد^{۲۹} (۲۰۱۰) در پژوهشی به تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری و منابع تأمین مالی بر خط‌مشی تقسیم سود پرداختند. این پژوهش برای ۳۴ شرکت پذیرفته شده در بورس غنا طی سال‌های ۱۹۹۰ الی ۲۰۰۶ انجام گرفته است و برای تخمین مدل خطی چند متغیره از داده‌های پانل با روش اثرات ثابت استفاده شده است. خلاصه یافته‌های تحقیق حاکی از این مطلب است که فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر منفی بر خط‌مشی تقسیم سود دارد. همچنین منابع تأمین مالی شرکت تأثیر کمی بر خط‌مشی تقسیم سود شرکت دارند و شرکت‌های سودآور به احتمال بیش‌تری بین سهامداران خود سود تقسیم می‌کنند.

داموداران^{۳۰} (۲۰۱۰) معتقد است که شرکت‌های با رشد بالا و فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیاد، معمولاً سود نقدی تقسیم نمی‌کنند، در حالی که شرکت‌های باثبات با جریان نقد زیاد و پروژه‌های کم‌تر، تمایل به پرداخت بخش بیش‌تری از سود خود به عنوان سود نقدی سهام را دارند.

براو و همکاران^{۳۱} (۲۰۰۵) به این نتیجه رسیدند که مدیران پایداری در تحصیل سود را یکی از مهم‌ترین عوامل در تصمیم‌های سود تقسیمی می‌دانند. در واقع، اساس و پایه پرداخت سود تقسیمی، کسب سود به طور منظم است. شرکتی که نتواند به طور منظم سود کسب کند؛ به طور حتم، نمی‌تواند سیاست تقسیم سود منظمی داشته باشد.

پوراابراهیمی و سید خسروشاهی (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی رابطه‌ی بین حجم معاملات (با لحاظ کردن سهام شناور آزاد، به عنوان معیار نقدشوندگی) با میزان پرداخت سود نقدی (با کنترل مشخصه‌های شرکت شامل اندازه، سودآوری و فرصت‌های رشد پرداختند. نتایج مدل رگرسیون خطی نشان داد، سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، عامل نرخ گردش سهام را به عنوان متغیری برای توضیح میزان سود تقسیمی در نظر نمی‌گیرند. همچنین رابطه‌ی اندازه‌ی شرکت و فرصت‌های رشد با میزان سود تقسیمی تأیید نشد. اما رابطه‌ی مثبت و معنادار سودآوری با درصد سود تقسیمی مورد تأیید قرار گرفت. به دیگر سخن، سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران از سودآوری، به عنوان معیاری برای تعیین میزان سود تقسیمی شرکت‌ها استفاده می‌کنند.

ایزدی‌نیا و علینقیان (۱۳۹۰) نشان دادند که نااطمینانی به جریان نقد، مرحله عمر شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سودآوری شرکت بر پرداخت سود تقسیمی اثرگذار هستند و پس از تخمین مدل، با محاسبه اثر حاشیه‌ای، مشخص شد مرحله عمر شرکت و سودآوری شرکت بیش‌ترین تأثیر را در بین عوامل دارند.

^{۲۹} Abor & Godfred

^{۳۰} Damodaran

^{۳۱} Brav et al.

هاشمی و رسائیان (۱۳۸۸) به این نتیجه رسیدند که بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، کیفیت حاکمیت شرکتی، اندازه شرکت و فرصت‌های رشد و سیاست تقسیم سود شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، رابطه معنی‌داری وجود ندارد ولی سودآوری با سیاست تقسیم سود شرکت‌ها رابطه مثبت و معنی‌داری دارد.

۳. فرضیه‌های پژوهش

۱. بین اعتماد بیش از حد مدیریتی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.
۲. فرصت سرمایه‌گذاری بر روی رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیریتی و سیاست تقسیم سود تأثیر دارد.

۴. متغیرهای پژوهش

متغیرهای این پژوهش به منظور آزمون فرضیه‌ها، به چهار گروه متغیرهای مستقل، وابسته، کنترلی و تعدیلی تقسیم می‌شوند.

۴-۱. متغیر مستقل

متغیر مستقل استفاده شده در این پژوهش عبارت است از: متغیر مستقل این پژوهش، شاخص اعتماد بیش از حد مدیریتی^{۳۲} است که برای محاسبه آن از معیار سرمایه‌گذاری بیش از حد^{۳۳} در دارایی‌ها به پیروی از مالمندی‌یر و تاته (۲۰۰۵ و ۲۰۰۸) استفاده می‌شود:

سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی‌ها از باقیمانده‌های مدل رگرسیونی رشد دارایی‌ها بر رشد فروش بر مبنای سال-صنعت و طبق مدل ذیل محاسبه می‌شود:

$$SG_{it} = \beta_0 + \beta_1 * AG_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در مدل فوق داریم:

$$SG_{it} = \text{رشد فروش در پایان دوره مالی } t \text{ برای شرکت } i;$$

$$AG_{it} = \text{رشد دارایی‌ها در پایان دوره مالی } t \text{ برای شرکت } i;$$

$$\varepsilon_{it} = \text{باقیمانده‌های رگرسیونی در پایان دوره مالی } t \text{ برای شرکت } i \text{ که مقدار مثبت این باقیمانده‌ها}$$

بیانگر سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی‌ها (اعتماد بیش از حد مدیریتی) و مقدار منفی این باقیمانده‌ها بیانگر سرمایه‌گذاری کمتر از حد در دارایی‌ها (اعتماد کم‌تر از حد مدیریتی) است. نحوه محاسبه رشد فروش و رشد دارایی‌ها به شرح ذیل است:

^{۳۲} Managerial Overconfidence (MO)

^{۳۳} Over Investment (Over-Invest)

$$SG_{it} = (S_{it} - S_{it-1})/S_{it-1}$$

$$AG_{it} = (TA_{it} - TA_{it-1})/TA_{it-1}$$

که در مدل های فوق داریم:

S_{it} = میزان فروش در پایان دوره مالی t برای شرکت i ؛

S_{it-1} = میزان فروش در پایان دوره مالی $t-1$ برای شرکت i ؛

TA_{it} = میزان کل دارایی ها در پایان دوره مالی t برای شرکت i ؛

TA_{it-1} = میزان کل دارایی ها در پایان دوره مالی $t-1$ برای شرکت i .

۲-۴. متغیر وابسته

متغیر وابسته استفاده شده در این پژوهش عبارت است از:

سیاست تقسیم سود^{۳۴} که از طریق تقسیم سود نقدی هر سهم بر سود هر سهم محاسبه می شود.

۳-۴. متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی استفاده شده در این پژوهش به عنوان سایر عوامل تأثیرگذار بر سیاست تقسیم

سود عبارتند از:

الف: بازده دارایی ها^{۳۵} که از طریق تقسیم سود عملیاتی بر کل دارایی های شرکت در پایان سال بدست می آید.

ب: اهرم مالی^{۳۶} که از طریق تقسیم کل بدهی ها بر کل دارایی های شرکت در پایان سال بدست می آید.

ج: لگاریتم طبیعی کل دارایی ها به عنوان نماینده ای از اندازه شرکت^{۳۷}.

۴-۴. متغیر تعدیلی

متغیر تعدیلی استفاده شده در این پژوهش عبارت است از:

فرصت های سرمایه گذاری^{۳۸} که جهت محاسبه آن از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام استفاده شده است. برای شرکت های دارای نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بیش تر از میانگین، مقدار ۱ منظور می گردد و برای سایر شرکت ها، مقدار متغیر مذکور ۰ لحاظ می شود.

۵. جامعه و نمونه آماری

^{۳۴} Dividend Policy (DIV)

^{۳۵} Return on Assets (ROA)

^{۳۶} Leverage (LEV)

^{۳۷} SIZE

^{۳۸} Market Value to Book Value (MVBV)

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۱ (دوره ۸ ساله) است که با استفاده از روش حذفی (غربال‌گری)، تنها شرکت‌هایی که تمام شرایط زیر را داشته‌اند به عنوان نمونه آماری انتخاب شده‌اند. این شرایط به شرح زیر است:

- ۱- تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و سال مالی آن منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
 - ۲- شرکت‌ها نبایستی سال مالی خود را در طی دوره مورد نظر تغییر داده باشند.
 - ۳- اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۱ به طور کامل ارائه کرده باشند.
 - ۴- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و واسطه‌گری مالی نباشد.
- لازم به ذکر است که از اطلاعات سال ۱۳۸۴ تنها در محاسبه متغیرهای پژوهش از جمله شاخص اعتماد بیش از حد مدیریتی استفاده گردید.
- با توجه به شرایط مذکور ۱۳۱ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شده و بررسی شده است.

۶. روش پژوهش و گردآوری داده‌ها

این پژوهش از این لحاظ که به دنبال تعیین رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیریتی و سیاست تقسیم سود و تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر روی این رابطه است از نوع همبستگی بوده و از آنجا که تعیین رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیریتی و سیاست تقسیم سود می‌تواند مورد استفاده گروه کثیری از استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی شرکت‌ها قرار گیرد از نوع کاربردی است. جهت اجرای پژوهش از رویکرد پس‌رویدادی استفاده می‌شود. از روش پس‌رویدادی زمانی استفاده می‌شود که پژوهشگر پس از وقوع رویدادها به بررسی موضوع می‌پردازد، افزون بر این، امکان دست‌کاری متغیرهای مستقل وجود ندارد (رشاد به نقل از نمازی، ۱۳۷۹: ۳۵).

در این پژوهش، داده‌ها و متغیرها از طریق جمع‌آوری داده‌های شرکت‌های نمونه با مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، گزارش‌های هفتگی و ماهنامه بورس اوراق بهادار و با استفاده از نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین و تدبیرپرداز انجام شده است.

۷. روش تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

این پژوهش رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیریتی و سیاست تقسیم سود در کنار تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر روی این رابطه را با استفاده از تحلیل‌های رگرسیونی تلفیقی/ترکیبی^{۳۹} در قالب دو مدل رگرسیونی به صورت ذیل بررسی می‌کند:

$$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 MO_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

^{۳۹} Pooled/Panel

$$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 MO_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 MVBV_{it} + \beta_6 MO_{it} + \delta_{it}$$

که داریم:

DIV_{it} = سیاست تقسیم سود شرکت i در پایان سال مالی t .

MO_{it} = اعتماد بیش از حد مدیریتی شرکت i در پایان سال مالی t .

ROA_{it} = بازده دارایی‌های شرکت i در پایان سال مالی t .

LEV_{it} = اهرم مالی شرکت i در پایان سال مالی t .

$SIZE_{it}$ = اندازه شرکت i در پایان سال مالی t .

$MVBV_{it}$ = فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت i در پایان سال مالی t .

ε_{it} = باقی‌مانده رگرسیونی شرکت i در پایان سال مالی t در مدل اول.

δ_{it} = باقی‌مانده رگرسیونی شرکت i در پایان سال مالی t در مدل دوم.

ادغام داده‌های سری زمانی و مقطعی (داده‌های تلفیقی) و ضرورت استفاده از آن، بیش‌تر به خاطر افزایش تعداد مشاهدات، بالا بردن درجه آزادی، کاهش ناهمسانی واریانس و کاهش هم‌خطی میان متغیرها می‌باشد.

لازم به ذکر است برای آزمون فرضیه اصلی اول از مدل رگرسیونی اول و برای آزمون فرضیه اصلی دوم از مدل رگرسیونی دوم استفاده می‌گردد.

قبل از تخمین مدل‌های رگرسیونی در دو حالت فوق جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش، به انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیونی پرداخته می‌شود. ابتدا با استفاده از آزمون F لیمر به انتخاب مدل داده‌های تلفیقی در برابر مدل داده‌های ترکیبی پرداخته خواهد شد. در صورتی که مقدار احتمال آماره F لیمر کم‌تر از سطح معنی‌داری ۰.۵٪ باشد، استفاده از روش داده‌های تلفیقی منتفی است. در غیر این صورت اگر سطح معنی‌داری از ۰.۵٪ بیش‌تر باشد، استفاده از روش داده‌های تلفیقی مناسب است. اگر مدل داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های ترکیبی انتخاب نشود، به انجام آزمون هاسمن به منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت داده‌های ترکیبی در برابر الگوی اثرات تصادفی داده‌های ترکیبی پرداخته می‌شود. در صورتی که مقدار احتمال آماره هاسمن کم‌تر از سطح معنی‌داری ۰.۵٪ باشد؛ دلیل کافی برای رد الگوی اثرات ثابت نداریم و برای آزمون فرضیه مذکور باید از الگوی اثرات ثابت استفاده کنیم. در غیر این صورت اگر سطح معنی‌داری از ۰.۵٪ بیش‌تر باشد، استفاده از الگوی اثرات تصادفی مناسب است.

در همه تکنیک‌های آماری از نرم‌افزارهای EXCEL و EViews استفاده می‌شود.

۸. تحلیل داده‌های پژوهش

۸-۱. بررسی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۱ ارائه شده است.

با مقایسه ضریب تغییرات (حاصل تقسیم انحراف معیار بر میانگین) متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش به این نتیجه می‌رسیم که متغیر اعتماد بیش از حد مدیریتی در مقایسه با سیاست تقسیم سود دارای ضریب تغییرات بسیار بیش‌تری است یعنی در حالت کلی و به طور نسبی سیاست تقسیم سود در مقایسه با اعتماد بیش از حد مدیریتی از ثبات و پایداری بیش‌تری برخوردار است، بر این اساس می‌توان نتیجه گرفت که تقریباً سیاست تقسیم سود شرکت‌های مورد بررسی در طی دوره ۷ ساله پژوهش علی‌رغم تغییرات نسبی بیش‌تر در اعتماد بیش از حد مدیریتی از پایداری و ثبات بیش‌تری برخوردار بوده است و لذا سیاست تقسیم سود شرکت باید علاوه بر اعتماد بیش از حد مدیریتی تحت تأثیر عوامل دیگری نیز باشد که در این پژوهش از آن‌ها به عنوان متغیرهای کنترلی و تعدیلی نام شده است.

در بین متغیرهای کنترلی پژوهش، متغیر بازده دارایی‌ها دارای بیش‌ترین پراکندگی و در نتیجه کم‌ترین ثبات و پایداری در طی دوره ۷ ساله پژوهش و در مقابل متغیر اندازه شرکت دارای کم‌ترین پراکندگی است.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	سیاست تقسیم سود (DIV)	اعتماد بیش از حد مدیریتی (MO)	فرصت سرمایه‌گذاری (MVB)	بازده دارایی‌ها (ROA)	اهرم مالی (LEV)	اندازه شرکت (SIZE)
تعداد	۹۱۷	۹۱۷	۹۱۷	۹۱۷	۹۱۷	۹۱۷
میانگین	۰/۵۳	۰/۰۲	۰/۳۷	۰/۱۵	۰/۶۱	۱۳/۳۵
میان	۰/۶۱	-۰/۵۲	۰	۰/۱۲	۰/۶۴	۱۳/۲
ماکزیمم	۱/۷۵	۴/۶۴	۱	۰/۶۸	۰/۹۳	۱۹/۶۲
مینیمم	۰	-۸/۱۳	۰	-۰/۳	۰/۰۹	۹/۸
انحراف معیار	۰/۳۲	۲/۸۸	۰/۴۸	۰/۱۲	۰/۲	۱/۴۲
ضریب تغییرات	۰/۶	۱۴۴	۱/۳	۰/۸	۰/۳۳	۰/۱۱

۸-۲. بررسی پایایی متغیرهای پژوهش

نتایج پایایی متغیرهای پژوهش در جدول ۲ ارائه شده است. بر اساس آزمون‌های ریشه واحد^{۴۰} از نوع آزمون لوین، لین و چو^{۴۱} چون مقدار P-Value کم‌تر از ۵٪ بوده است، کل متغیرهای وابسته، مستقل، کنترلی و تعدیلی پژوهش در طی دوره پژوهش در سطح^{۴۲} پایا بوده‌اند. پایایی بدین معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت

^{۴۰} Unit Root Tests

^{۴۱} Levin, Lin & Chu

^{۴۲} Level

بوده است. لازم به ذکر است انجام آزمون پایایی در رابطه با متغیر مجازی فرصت سرمایه‌گذاری نامفهوم است و لذا از ارائه آن خودداری شده است.

جدول ۲: آزمون پایایی (ایستایی) متغیرها در طی دوره پژوهش

متغیرها	آماره پایایی	مقدار آماره لوین، لین و چو	احتمال آماره لوین، لین و چو
سیاست تقسیم سود (DIV)	-۴۶/۶۵	۰/۰۰۰۰	
اعتماد بیش از حد مدیریتی (MO)	-۳۲/۹۷	۰/۰۰۰۰	
فرصت سرمایه‌گذاری (MVB)	---	---	
بازده دارایی‌ها (ROA)	-۲۳/۵۴	۰/۰۰۰۰	
اهرم مالی (LEV)	-۱۹/۱۳	۰/۰۰۰۰	
اندازه شرکت (SIZE)	-۱۰/۰۵	۰/۰۰۰۰	

۸-۳. بررسی همبستگی بین متغیرهای پژوهش

نتایج آزمون همبستگی بین متغیرهای پژوهش در دوره ۷ ساله پژوهش، در جدول ۳ ارائه شده است.

نتایج همبستگی حاکی از آن است که در طی دوره پژوهش، اعتماد بیش از حد مدیریتی همبستگی مثبت (۰/۰۵) ولی غیرمعنی‌دار با سیاست تقسیم سود و متغیرهای اندازه شرکت و بازده دارایی‌ها همبستگی مثبت (به ترتیب ۰/۱۵ و ۰/۴۵) و اهرم مالی همبستگی منفی (۰/۰۸-) با سیاست تقسیم سود داشته‌اند.

از نکات جالب توجه این نتایج، رابطه منفی (۰/۲۵-) بین اهرم مالی و بازده دارایی‌ها و همچنین رابطه مثبت (۰/۳۶) بین فرصت سرمایه‌گذاری و بازده دارایی‌ها در طی دوره پژوهش بوده است. این موضوع نشان می‌دهد در شرکت‌های دارای فرصت سرمایه‌گذاری بیش‌تر و میزان بدهی کم‌تر در ساختار سرمایه، سودآوری شرکت بر اساس بازده دارایی‌ها بیش‌تر بوده است.

جدول ۳. همبستگی بین متغیرهای پژوهش

متغیرها	متغیرها	سیاست تقسیم سود (DIV)	اعتماد بیش از حد مدیریتی (MO)	فرصت سرمایه‌گذاری (MVB)	بازده دارایی‌ها (ROA)	اهرم مالی (LEV)	اندازه شرکت (SIZE)
سیاست تقسیم سود (DIV)	۱						

				۱	۰/۰۵	اعتماد بیش از حد مدیریتی (MO)
			۱	*۰/۰۷	*۰/۱	فرصت سرمایه گذاری (MVB)
		۱	*۰/۳۶	۰/۰۶	*۰/۴۵	بازده دارایی ها (ROA)
	۱	*-۰/۲۵	۰/۰۴	-۰/۰۲	*-۰/۰۸	اهرم مالی (LEV)
۱	۰/۰۴	۰/۰۰۳	-۰/۰۵	۰/۰۴	*۰/۱۵	اندازه شرکت (SIZE)

۴-۸. آزمون فرضیه اول

قبل از آزمون فرضیه فوق، به انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیونی پرداخته شده است. ابتدا با استفاده از آزمون F لیمر به انتخاب مدل داده‌های تلفیقی در برابر مدل داده‌های ترکیبی پرداخته شده است. نتیجه آزمون F لیمر در جدول ۴ ارائه شده است. مقدار احتمال آماره F لیمر در جدول ۴ کمتر از سطح معنی‌داری ۵٪ بوده و لذا، برای آزمون فرضیه فوق استفاده از روش داده‌های تلفیقی منتفی است.

جدول ۴. انتخاب داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های ترکیبی

مدل	$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 MO_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$		
نوع آزمون	مقدار آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون
F لیمر	۳/۵۲	(۱۳۰ و ۷۸۲)	۰/۰۰۰۰

به دلیل عدم انتخاب مدل داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های ترکیبی به انجام آزمون هاسمن به منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی پرداخته شده است. نتیجه آزمون هاسمن در جدول ۵ ارائه شده است. مقدار احتمال آماره هاسمن در جدول ۵ کمتر از سطح معنی‌داری ۵٪ می‌باشد؛ لذا، دلیل کافی برای رد الگوی اثرات ثابت نداریم و برای آزمون فرضیه اول از الگوی اثرات ثابت استفاده می‌کنیم.

جدول ۵. انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی

مدل	$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 MO_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$		
نوع آزمون	مقدار آماره خی دو	درجه آزادی خی دو	احتمال آماره آزمون
هاسمن	۲۸/۶۶	۴	۰/۰۰۰۰

مدل رگرسیونی ترکیبی اثرات ثابت تأثیر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر سیاست تقسیم سود طی دوره پژوهش در جدول ۶ ارائه شده است.

نتایج حاصله در جدول ۶ نشان می‌دهد که تأثیر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر سیاست تقسیم سود در سطح کل شرکت‌ها، مثبت (۰/۰۰۶) و با توجه به احتمال آماره t (۰/۰۳۴۰) معنی‌دار می‌باشد.

این موضوع نشان می‌دهد که اعتماد بیش از حد مدیریتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های بورسی تأثیر مثبت دارد. این امر نشان می‌دهد که در شرکت‌های دارای رشد بیش‌تر فروش نسبت به رشد دارایی‌ها و یا بالعکس (در چنین شرکت‌هایی مدیریت دارای اعتماد بیش از حد فرض می‌شود)، مدیران سود نقدی بیش‌تری تقسیم می‌کنند که یکی از دلایل آن این است که مدیران انتظار جریان نقدی بیش‌تری از سرمایه‌گذاری فعلی شرکت دارند و نیازی به سرمایه‌گذاری جدید در شرکت نمی‌بینند.

دیگر نتایج حاکی از آن است که در سطح کل شرکت‌ها، تأثیر بازده دارایی‌ها بر سیاست تقسیم سود، مثبت و معنی‌دار بوده است. این موضوع نشان می‌دهد که شرکت‌های دارای بازده بیش‌تر دارایی‌ها، از پرداخت سود تقسیمی بیش‌تری برخوردار بوده‌اند.

نتایج مربوط به آماره F نیز نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنی‌دار بوده و با توجه به آماره دوربین-واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی است.

علاوه بر آن، نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در کل دوره پژوهش حدود ۴۳/۲٪ از تغییرات سیاست تقسیم سود در سطح کل شرکت‌ها تحت تأثیر اعتماد بیش از حد مدیریتی و متغیرهای کنترلی بوده است.

با توجه به معنی‌دار بودن تأثیر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر سیاست تقسیم سود، فرضیه اول پژوهش مورد تأیید واقع می‌شود.

جدول ۶. تأثیر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر سیاست تقسیم سود

متغیرها	آماره‌ها	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره t	احتمال آماره t
مقدار ثابت		۰/۹۳	۲/۸۱	۰/۰۰۵۱
اعتماد بیش از حد مدیریتی (MO)		۰/۰۰۶	۲/۱۲	۰/۰۳۴۰
بازده دارایی‌ها (ROA)		۰/۶۵	۵/۴۸	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی (LEV)		۰/۰۷	۱/۱۹	۰/۲۳۲۷
اندازه شرکت (SIZE)		-۰/۰۴	-۱/۶۷	۰/۰۹۶۲
ضریب تعیین		ضریب تعیین تعدیل شده	احتمال آماره F	آماره دوربین-واتسون
۰/۵۱۵		۰/۴۳۲	۰/۰۰۰۰	۱/۷۷

۵-۸. آزمون فرضیه دوم

قبل از آزمون فرضیه فوق نیز، به انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیونی پرداخته شده است. ابتدا با استفاده از آزمون F لیمر به انتخاب مدل داده‌های تلفیقی در برابر مدل داده‌های ترکیبی پرداخته شده است. نتیجه آزمون F لیمر در جدول ۷ ارائه شده است. مقدار احتمال آماره F لیمر در

جدول ۷ کم تر از سطح معنی داری ۰.۵٪ بوده و لذا، برای آزمون فرضیه فوق استفاده از روش داده‌های تلفیقی منتفی است.

جدول ۷. انتخاب داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های ترکیبی

مدل	$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 MO_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 MVBV_{it} * MO_{it} + \delta_{it}$		
نوع آزمون	مقدار آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون
F لیمر	۳/۵۰	(۱۳۰ و ۷۸۱)	۰/۰۰۰۰

به دلیل عدم انتخاب مدل داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های ترکیبی به انجام آزمون هاسمن به منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی پرداخته شده است. نتیجه آزمون هاسمن در جدول ۸ ارائه شده است. مقدار احتمال آماره هاسمن در جدول ۸ کم تر از سطح معنی داری ۰.۵٪ می باشد؛ لذا، دلیل کافی برای رد الگوی اثرات ثابت نداریم و برای آزمون فرضیه دوم نیز از الگوی اثرات ثابت استفاده می کنیم.

جدول ۸. انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی

مدل	$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 MO_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 MVBV_{it} * MO_{it} + \delta_{it}$		
نوع آزمون	مقدار آماره خی دو	درجه آزادی خی دو	احتمال آماره آزمون
هاسمن	۳۰/۳۸	۵	۰/۰۰۰۱

مدل رگرسیونی ترکیبی اثرات ثابت تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر روی رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیریتی و سیاست تقسیم سود طی دوره پژوهش در جدول ۹ ارائه شده است. نتایج حاصله در جدول ۹ نشان می دهد که تأثیر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر سیاست تقسیم سود در کنار فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منفی (۰/۰۱-) و با توجه به احتمال آماره t (۰/۰۲۹۴) معنی دار می باشد. این موضوع نشان می دهد که در شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیش تر، تأثیر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های بورسی منفی است. این امر نشان می دهد که در شرکت‌های دارای رشد بیش تر فروش نسبت به رشد دارایی‌ها و یا بالعکس که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیش تری نیز پیش روی دارند، مدیران سود کم تری تقسیم می کنند. دیگر نتایج حاکی از آن است که تأثیر بازده دارایی‌ها بر سیاست تقسیم سود، مثبت و معنی دار است. این موضوع نشان می دهد که شرکت‌های دارای بازده بیش تر دارایی‌ها، از پرداخت سود تقسیمی بیش تری برخوردار بوده اند.

نتایج مربوط به آماره F نیز نشان می دهد که مدل در حالت کلی معنی دار بوده و با توجه به آماره دوربین-واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی است.

علاوه بر آن، نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در کل دوره پژوهش حدود ۴۳/۵٪ از تغییرات سیاست تقسیم سود در سطح کل شرکت‌ها تحت تأثیر اعتماد بیش از حد مدیریتی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و متغیرهای کنترلی بوده است. با توجه به معنی‌دار بودن تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر روی رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیریتی و سیاست تقسیم سود، فرضیه دوم پژوهش نیز مورد تأیید واقع می‌شود.

جدول ۹. تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر روی رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیریتی و سیاست تقسیم سود

متغیرها	آماره‌ها	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره t	احتمال آماره t
مقدار ثابت		۰/۹۱	۲/۷۸	۰/۰۰۵۶
اعتماد بیش از حد مدیریتی (MO)		۰/۰۱	۳/۰۴	۰/۰۰۲۵
بازده دارایی‌ها (ROA)		۰/۶۳	۵/۳۸	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی (LEV)		۰/۰۵	۰/۹۲	۰/۳۵۶۶
اندازه شرکت (SIZE)		-۰/۰۴	-۱/۵۹	۰/۱۱۱۹
فرصت سرمایه‌گذاری (MVB)* اعتماد بیش از حد مدیریتی (MO)		-۰/۰۱	-۲/۱۸	۰/۰۲۹۴
ضریب تعیین		ضریب تعیین تعدیل شده	احتمال آماره F	آماره دوربین - واتسون
۰/۵۱۸		۰/۴۳۵	۰/۰۰۰۰	۱/۷۶

۹. بحث و نتیجه‌گیری و پیشنهادات

هدف این پژوهش بررسی رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیریتی و سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر روی رابطه مذکور بوده است. برای انجام این پژوهش تعداد ۱۳۱ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۳۸۵ بررسی شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیونی ترکیبی با اثرات ثابت در طی دوره پژوهش استفاده شده است.

نتایج نشان می‌دهد که:

۱. اعتماد بیش از حد مدیریتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های بورسی تأثیر مثبت دارد و در واقع سیاست تقسیم سود به طور مستقیم تابعی از اعتماد بیش از حد مدیریتی است.
۲. تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر روی رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیریتی و سیاست تقسیم سود، منفی است. یعنی؛ با افزایش فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تأثیر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر سیاست تقسیم سود معکوس می‌شود.
۳. تأثیر بازده دارایی‌ها بر سیاست تقسیم سود، مثبت و معنی‌دار بوده است.

نتایج این پژوهش در رابطه با عدم تأثیر اندازه شرکت و همچنین تأثیر مثبت بازده دارایی‌ها بر سیاست تقسیم سود مطابق با نتایج پژوهش‌های قبلی آبور و گودفرد (۲۰۱۰)، اردستانی و همکاران (۲۰۱۲)، هاشمی و رسائیان (۱۳۸۸) و پورابراهیمی و سید خسروشاهی (۱۳۹۱) است.

نتایج این پژوهش در رابطه با عدم تأثیر اهرم مالی بر سیاست تقسیم سود مطابق با نتایج پژوهش‌های قبلی آبور و گودفرد (۲۰۱۰) و اردستانی و همکاران (۲۰۱۲) است.

همچنین نتایج پژوهش مذکور در رابطه با تأثیر مثبت اعتماد بیش از حد مدیریتی بر سیاست تقسیم سود مطابق با نتایج پژوهش‌های قبلی بن-دیوید و همکاران (۲۰۰۷) و وو و لیو (۲۰۱۱) و مغایر با نتایج پژوهش قبلی دشماخ و همکاران (۲۰۱۳) است. در مورد تأثیر منفی اعتماد بیش از حد مدیریتی بر سیاست تقسیم سود با افزایش فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطابق با نتایج پژوهش‌های قبلی بارکلی و همکاران (۱۹۹۵)، دیکنز و همکاران (۲۰۰۳)، بن-دیوید و همکاران (۲۰۰۷)، داموداران (۲۰۱۰) و مغایر با نتایج پژوهش دشماخ و همکاران (۲۰۱۳) است.

با توجه به نتایج این پژوهش می‌توان پیشنهادات زیر را ارائه داد:

۱- با توجه به تأثیر مثبت اعتماد بیش از حد مدیریتی بر سیاست تقسیم سود، به نظر می‌رسد که مدیران یا اعتقاد به سودآوری مناسب سرمایه‌گذاری‌های فعلی دارند و در نتیجه نیازی به انباشت سود در شرکت نمی‌بینند یا این که جهت تثبیت جایگاه خود در شرکت، منافع بلندمدت را فدای منافع جاری می‌کنند. لذا؛ پیشنهاد می‌شود که استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی شرکت‌ها و به ویژه سهامداران خرده پا که توجه ویژه‌ای به سود تقسیمی شرکت‌ها دارند، به این موضوع یعنی اعتماد بیش از حد مدیریتی در راستای دستیابی به منافع کوتاه مدت خود توجه داشته باشند.

۲- با توجه به وجود رابطه مثبت بین سودآوری و سود تقسیمی شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی شرکت‌ها و به ویژه سهامداران خرده پا که توجه ویژه‌ای به سود تقسیمی شرکت‌ها دارند، به این موضوع یعنی میزان بازده دارایی‌های شرکت توجه داشته باشند.

۳- با توجه به تأثیر منفی و معنی‌دار فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر سیاست تقسیم سود در کنار اعتماد بیش از حد مدیریتی، به نظر می‌رسد که در کشور ما سهامداران معتقدند که به خوبی از حقوق آن‌ها حمایت می‌شود و لذا حاضرند که از دریافت سود نقدی خودداری کنند تا شرکت بتواند وجوه نقد را در پروژه‌های سودآور سرمایه‌گذاری کند. لذا به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود در راستای تقویت مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی به منظور حمایت هر چه بیشتر از حقوق سهامداران، بستر لازم را فراهم و گام‌های ویژه را بردارند.

۱۰. پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

به نظر پژوهشگر، هنوز موضوعات مختلفی در این زمینه وجود دارد که برای انجام پژوهش‌های آینده می‌تواند حائز اهمیت باشد. بنابراین پیشنهاد می‌شود به منظور استفاده هر چه بیشتر از نتایج

پژوهش و نیز کمک به روشن شدن رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیریتی و سیاست تقسیم سود و تأثیر فرصت سرمایه‌گذاری بر روی این رابطه در آینده، به موضوعات زیر توجه بیشتری شود:

- ۱- تأثیر نوع صنعت بر روی رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیریتی و سیاست تقسیم سود.
- ۲- بررسی و آزمون رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیریتی و سیاست تقسیم سود برای شرکت‌های زیان‌ده در مقایسه با شرکت‌های سود ده با استفاده از متغیر مجازی در پژوهش‌های آینده.
- ۳- تکرار این پژوهش با استفاده از وقفه‌های زمانی و بررسی اثر افزایش وقفه بر بهبود پیش‌بینی مدل.
- ۴- با توجه به نوسانات نسبتاً زیاد در عوامل اقتصادی، فرهنگی و سیاسی حاکم بر شرکت‌ها در کشورمان، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی از طراحی رگرسیون غیر خطی در تعیین رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیریتی و سیاست تقسیم سود استفاده شود.

۱۱. منابع و مأخذ

۱-۱۱. منابع فارسی

ایزدی‌نیا، ناصر و نسرین علینقیان (۱۳۹۰). شناسایی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی با به کارگیری مدل لاجیت، **مجله پژوهش‌های حسابداری مالی**، سال سوم، شماره اول، شماره پیاپی ۷، ۳۸-۲۱.

پوراابراهیمی، محمدرضا و سیدخسروشاهی، سید علی (۱۳۹۱). بررسی رابطه‌ی درصد سود تقسیمی و حجم معاملات در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **تحقیقات مالی**، دوره ۱۴، شماره ۲، ۳۰-۱۵.

خاکساری، محمد (۱۳۸۵). بررسی عوامل مؤثر بر تعیین سیاست‌های تقسیم سود از دید مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **پایان‌نامه کارشناسی ارشد**، دانشگاه شهید باهنر کرمان.

سعیدی، علی و کیهان بهنام (۱۳۸۹). بررسی عوامل مؤثر بر خطمشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **فصلنامه مدیریت**، سال هفتم، شماره ۱۸، ۷۱-۶۱.

رشاد، عبدالخلیق (۱۳۷۹). **پژوهش‌های تجربی در حسابداری: دیدگاه روش‌شناختی**. محمد نمازی، چاپ اول، شیراز، انتشارات دانشگاه شیراز.

هاشمی، سید عباس و امیر رسائیان (۱۳۸۸). بررسی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان**، سال بیستم، شماره پیاپی ۵۱، ۲۱۳-۱۸۷.

۱۱-۲. منابع انگلیسی

- Abor, J., and Godfred, A. (۲۰۱۰). Investment Opportunities, Corporate Finance, and Dividend Payout Policy, *Economics and Finance*, Vol. ۲۷, No ۳.
- Ardestani, H. S., Rasid, S. Z. A., and R. B. M. Mehri (۱۹۹۵). Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia, *Journal of Applied Finance & Banking*, Vol. ۳, No. ۱, ۱۲۳-۱۳۶.
- Barclay, M., C. Smith, and R. Watts, (۱۹۹۵). The determinants of corporate leverage and dividend policies, *Journal of Applied Corporate Finance* ۷, ۴-۱۹.
- Ben-David, I., Graham, J. R., and Harvey, C. R. (۲۰۰۷). “Managerial Overconfidence and Corporate Policies”, Working Paper, Duke University.
- Brav, A., Graham, J., and C. Harvey (۲۰۰۵). Payout Policy in the ۲۱st Century, *Journal of Financial Economics* ۷۷, ۴۸۳-۵۲۷.
- Campbell, T. C.; Galleyer, M.; Johnson, S. A.; Rutherford, J.; & B. W. Stanley (۲۰۱۱). “CEO Optimism and Forced Turnover.” *Journal of Financial Economics*, Vol. ۱۰۱, ۶۹۵-۷۱۲.
- Cordeiro, L. (۲۰۰۹). “Managerial Overconfidence and Dividend Policy,” Working paper, London Business School.
http://papers.ssrn.com/sol۳/papers.cfm?abstract_id=۱۳۴۳۸۰۵.
- Damodaran, A. (۲۰۱۰). *Applied Corporate Finance*. (۳rd edition), John Wiley.
- Deshmukh, S.; Goel, A.; & K. Howe (۲۰۱۰). “CEO Overconfidence and Dividend Policy”, *J. Finan. Intermediation*, Vol. ۲۲, ۴۴۰-۴۶۳.
- Dickens, R., K. Casey, and J. Newman (۲۰۰۳). Bank dividend policy: Explanatory factors, *Quarterly Journal of Business and Economics* ۴۱, ۳-۱۳.

Fama, F., and K. French (۲۰۰۱). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay, *Journal of Financial Economics* ۶۰, ۳-۴۳.

Farinha, J. (۲۰۰۳). Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: An empirical analysis, *Journal of Business Finance and Accounting* ۳۰, ۱۱۷۳-۱۲۰۹.

Gervais, S.; Heaton, J. B.; & T. Odean (۲۰۱۱). “Overconfidence, Compensation Contracts, and Capital Budgeting”, *Journal of Finance*, Vol. ۶۶, ۱۷۳۵-۷۷.

Heaton, J. (۲۰۰۲). “Managerial Optimism and Corporate Finance”, *Financial Management*, Vol. ۳۱, ۳۳-۴۵.

Hirshleifer, D.; Low, A.; & S. Teoh (۲۰۱۲). “Are Overconfident CEOs Better Innovators?”, *Journal of Finance*, Vol. ۶۷, ۱۴۵۷-۹۸.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny (۲۰۰۰). Agency problems and dividend policies around the world, *Journal of Finance* ۵۵, ۱-۳۳.

Lin, K. L. and C. H. Shen (۲۰۱۲). The Impact of Corporate Governance on the Relationship between Investment Opportunities and Dividend Policy: An Endogenous Switching Model Approach, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* ۴۱, ۱۲۵-۱۴۵.

Malmendier, U., & G. Tate (۲۰۰۵). “CEO Overconfidence and Corporate Investment”, *Journal of Finance*, Vol. ۶۰, ۲۶۶۱-۷۰۰.

Malmendier, U., & G. Tate (۲۰۰۸). “Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market’s Reaction”, *Journal of Financial Economics*, Vol. ۸۹, ۲۰-۴۳.

Malmendier, U.; Tate, G. & J. Yan (۲۰۱۱). “Overconfidence and Early Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies”, *Journal of Finance*, Vol. ۶۶, ۱۶۸۷-۷۳۳.

Roll, R. (۱۹۸۶). “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers”, *The Journal of Business*, Vol. ۵۹, ۱۹۷-۲۱۶.

Wu, C. H., and Liu, V. W. (۲۰۱۱). “Payout Policy and CEO Overconfidence”, Working Paper, National Sun Yat-sen University, Taiwan.