

## تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

شهناز مشایخ<sup>۱</sup>، سمیرا بهزادپور<sup>۲</sup>

**چکیده:** ویژگی های شخصیتی مدیران، از عوامل مهم تصمیم گیری مدیران در خصوص سیاست تقسیم سود به شمار می رود. یکی از مهم ترین ویژگی های شخصیتی مدیران بیش اطمینانی است؛ مدیران نسبت به سودها و جریان های نقدی آتی واحد تجاری خود خوش بین هستند و چشم انداز مثبتی از ریسک و بازده آتی شرکت دارند. از این رو، هدف این پژوهش بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود است. به منظور آزمون فرضیه های پژوهش، به بررسی ۵۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ پرداخته شد. نتایج نشان داد بین بیش اطمینانی مدیران و تقسیم سود شرکت ارتباط منفی و معناداری وجود دارد؛ به گونه ای که مدیران بیش اطمینان تقسیم سود کمتری دارند. همچنین بررسی ها نشان داد با افزایش جریان های نقدی عملیاتی، مدیر بیش اطمینان جریان های نقدی عملیاتی آتی بالاتری را برآورد می کند و سود تقسیمی بیشتری را می پردازد. از سوی دیگر، جدا از اینکه مدیر بیش اطمینان باشد یا منطقی، مدیر شرکت با فرصت های رشد بالاتر سود تقسیمی کمتری پرداخت می کند.

**واژه های کلیدی:** بیش اطمینانی، جریان وجه نقد، سیاست تقسیم سود، فرصت های رشد، نظام راهبری شرکتی.

۱. استادیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی دانشگاه الزهرا (س)، تهران، ایران

۲. دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی دانشگاه الزهرا (س)، تهران، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۳/۰۴/۰۵

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۳/۰۷/۰۱۶

نویسنده مسئول مقاله: سمیرا بهزادپور

E-mail: s.behzadpur@yahoo.com

**مقدمه**

مدیران باید تصمیم بگیرند چه مقدار از سود را به منزله سود تقسیمی بین سهامداران توزیع کنند و چه مقدار از آن را مجدداً در قالب سود انباشته در شرکت سرمایه‌گذاری کنند؛ این تصمیم فرصت‌های رشد شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. از آنجا که تغییرات غیرمنتظره در سود تقسیمی، حاوی اطلاعاتی درباره درآمدها و سایر عوامل مهم شرکت است و به تغییر قیمت سهام منجر می‌شود، این تصمیم اهمیت زیادی دارد. در این میان عوامل متعددی همچون نقدینگی، عدم تقارن اطلاعاتی، اندازه شرکت و... بر تصمیم‌گیری مدیران واحد تجاری مؤثر است.

در الگوی اقتصاد مالی سنتی، فرض می‌شود تصمیم‌گیرندگان رفتار عقلایی دارند و همواره به دنبال حداکثر شدن مطلوبیت خود هستند (هاکبارت، ۲۰۰۷)؛ اما محققان تجربی بر این باورند گاهی اوقات برای یافتن پاسخ معماهای مالی، باید این احتمال پذیرفته شود که ممکن است تصمیم‌گیرندگان به‌طور کامل عقلایی رفتار نکنند. به بیانی، ویژگی‌های شخصیتی مدیران نیز جزء عوامل مهم در تصمیم‌گیری‌ها به حساب می‌آید (برتراند و اسکوار، ۲۰۰۳). یکی از ویژگی‌های مهم شخصیتی، بیش‌اطمینانی است؛ مدیران نسبت به سودها و جریان‌های نقدی آتی واحد تجاری خود خوش‌بین‌اند و چشم‌انداز مثبتی از ریسک و بازده آتی شرکت دارند. آنها احتمال و تأثیر رویدادهای مطلوب را بر جریان‌های نقدی شرکت بیش از واقع تخمین می‌زنند و احتمال و تأثیر رویدادهای منفی را کمتر از واقع ارزیابی می‌کنند (هیتون، ۲۰۰۲ و مالمندیر و تیت، ۲۰۰۵). به بیانی دیگر، اطمینان بیش از اندازه مدیران به این معناست که آنها تخمین بیش از حدی راجع به جریان‌های نقدی و سودآوری آتی واحدهای تجاری داشته باشند (اسکات، ۲۰۱۳). این روند می‌تواند بر تصمیمات آنها، از جمله تصمیم‌گیری در خصوص تقسیم سود، اخلاص ایجاد کند.

با توجه به توضیحاتی که بیان شد، این سؤال مطرح می‌شود که آیا اطمینان بیش از حد مدیران بر سیاست‌های تقسیم سود واحد تجاری مؤثر است؟ در این پژوهش به ارزیابی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر ارتباط بین سیاست تقسیم سود و جریان‌های نقدی، فرصت‌های رشد، سطح عدم تقارن اطلاعاتی و نظام راهبری شرکتی پرداخته می‌شود. بنابراین هدف اصلی این پژوهش، بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است؛ بدین منظور برای تعیین بیش‌اطمینانی مدیران مطابق پژوهش لین، هو و چن (۲۰۰۵) و ایشیکاوا و تاکاهاشی (۲۰۱۰) از پیش‌بینی جانبدارانه سود توسط مدیران استفاده شده است؛ به‌طوری که اگر مدیران سود پیش‌بینی‌شده را بیشتر از سود واقعی اعلام کرده باشند، دچار بیش‌اطمینانی هستند.

## پیشینه نظری پژوهش

### سیاست‌های تقسیم سود

سیاست تقسیم سود، جنبه مهمی از مدیریت مالی است؛ زیرا مدیران در قالب این سیاست تصمیم می‌گیرند از نتیجه کلی عملیات شرکت، یعنی سود، چه مبلغی بین سهامداران توزیع کنند و چه مبلغی را به صورت سود سنواتی در شرکت نگه دارند. در عین حال که سرمایه‌گذاران به دریافت سود سالانه حاصل از سرمایه‌گذاری خود علاقه‌مندند، مدیران ارزان‌ترین و مهم‌ترین منبع مالی برای رشد، توسعه و تأمین نیازهای مالی خود را تقسیم نکردن سود می‌دانند، لذا میان این دو گروه تضادی ایجاد می‌شود که به‌طور مسلم باید به راه‌حل بهینه‌ای ختم شود (معاونت مطالعات اقتصادی و توسعه بازار، ۱۳۸۹).

در این میان عواملی وجود دارند که بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد (سعیدی، ۱۳۸۲ و سعیدی و بهنام، ۱۳۸۹):

- جریان‌های نقدی جاری دورنمایی از جریان‌های نقدی آتی است، بنابراین با افزایش جریان‌های نقدی عملیاتی جاری، مدیر جریان‌های نقدی عملیاتی آتی بالاتری را پیش‌بینی می‌کند و سود تقسیمی را افزایش می‌دهد؛
- شرکت‌های دارای فرصت‌های رشد، به تأمین مالی نیاز دارند؛ بنابراین سود کمی توزیع می‌کنند؛
- عدم تقارن اطلاعاتی از تمایل مدیران به تأمین مالی برون‌سازمانی می‌کاهد. لذا در چنین وضعیتی مدیران برای افزایش منابع مالی، سود تقسیمی را کاهش می‌دهند؛
- بدهی شرکت نیز عاملی تأثیرگذار بر سیاست تقسیم سود است. شرکت‌ها تا حد معینی می‌توانند از طریق استقراض، تأمین مالی کنند؛ استقراض بیشتر از اندازه سبب افزایش نسبت بدهی و ریسک مالی شرکت خواهد شد. بنابراین میان بازپرداخت بدهی‌ها و اعلان سود سهام، معمولاً بازپرداخت بدهی‌ها ترجیح داده می‌شود؛
- سود تقسیمی تابعی از سودآوری شرکت است. به بیان دیگر، شرکت‌های سودآور توانایی پرداخت سود سهام بالاتری دارند؛
- اندازه شرکت نیز بر سیاست تقسیم سود تأثیرگذار است. شرکت‌های کوچک در مقایسه با شرکت‌های بزرگ، در تأمین مالی خود با مشکلات بیشتری مواجه می‌شوند. بنابراین سود تقسیمی رابطه مثبتی با اندازه شرکت دارد. دیدگاه دیگر این است که شرکت‌های بزرگتر بدهی‌های بیشتری دارند؛ زیرا اعتباردهندگان به شرکت‌های بزرگتر اعتماد بیشتری دارند، بنابراین سود کمتری تقسیم می‌کنند؛

- تقسیم سود تابعی از تقسیم سود سال قبل است؛
  - نظام راهبری شرکتی ابزاری برای ایجاد توازن بین سهامداران و مدیریت است که سبب کاهش مشکلات نمایندگی می‌شود و احتمال اینکه مدیران سیاست تقسیم سود کمتر از حد مطلوب را در پیش گیرند، کاهش می‌دهد.
- در این پژوهش، از بین سازوکارهای نظام راهبری شرکتی، ساختار مالکیت و ویژگی‌های هیئت‌مدیره با توجه به اهمیتشان، انتخاب شدند. تمرکز مالکیت و سرمایه‌گذاران نهادی نیز متغیرهای ساختار مالکیت در نظر گرفته شدند.
- با توجه به نظریه هزینه نمایندگی، با افزایش پراکندگی مالکیت، سود سهام نقدی مطالبه‌شده سهامداران افزایش می‌یابد؛ بنابراین انتظار بر این است که شرکت‌های دارای مالکیت متمرکز، تمایل کمتری به توزیع سود داشته باشند. علاوه بر آن، در شرکت‌هایی که مالکیت متمرکز است، برای بهبود نظم مالی یا همگرایی منافع بین مدیران و سهامداران، ضرورتی به توزیع سود بیشتر نیست. از سوی دیگر، پرداخت سود تقسیمی جایگزینی برای نظارت به‌شمار می‌رود. بنابراین سهامداران عمده شرکت‌های دارای مالکیت متمرکز، با استفاده از حق رأی خود می‌توانند شرکت را به توزیع جریان‌های نقدی اضافی به‌منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی وادار کنند تا جایگزینی برای نظارت آنها باشد.
- مدیران انتظارات خود را با پرداخت سود به بازار مخابره می‌کنند، اما حضور سهامداران نهادی در شرکت پیام معتبری است که به بازار مخابره می‌شود، مبنی بر اینکه هزینه‌های نمایندگی به‌دلیل فعالیت‌های نظارتی این گروه از سهامداران کاهش یافته است. بنابراین حضور این سرمایه‌گذاران نیاز به استفاده از سود تقسیمی را به‌منزله پیامی از عملکرد مناسب، کاهش می‌دهد. از سوی دیگر، انگیزه سرمایه‌گذاران نهادی در زمینه سواری مجانی از فعالیت‌های نظارتی ایجاب می‌کند این گروه از سرمایه‌گذاران، به جای نظارت مستقیم، با استفاده از قدرت رأی خود شرکت‌ها را به افزایش سود تقسیمی وادار کنند تا هزینه‌های نمایندگی مربوط به جریان‌های نقدی آزاد کاهش یابد.
- مدیریت شرکت مسئول عملیات روزمره و فرایند کسب‌وکار است. در این راستا، هیئت‌مدیره مسئول نهایی عملیات و سلامت مالی شرکت است. از سوی دیگر، ویژگی‌های هیئت‌مدیره در نظارت آنها بر مدیران اجرایی و به چالش کشیدن سیاست و تصمیمات تجاری مدیران مؤثر است. استقلال هیئت‌مدیره و شدت نظارت هیئت‌مدیره (دوگانگی وظیفه مدیرعامل) دو ویژگی مهم هیئت‌مدیره است. از دیدگاه نظریه نمایندگی، سیاست تقسیم سود سازوکاری برای کاهش هزینه‌های نمایندگی است. وجود ابزارهای نظارتی قوی، مانند هیئت‌مدیره مستقل و کارآمد، تأثیر

بسیاری در کاهش تضاد منافع بین سهامداران و مدیران و رفع مشکل نمایندگی دارد و نیاز به تقسیم سود را کاهش می‌دهد. در مقابل، اگر توانایی نظارتی هیئت‌مدیره کافی نباشد، به‌منظور بهبود نظارت مدیریتی، سود بیشتری تقسیم می‌شود (ژانگ، ۲۰۰۸).

### اثر بیش‌اطمینانی بر سیاست‌های تقسیم سود

نظریه‌های تقسیم سود و عوامل ذکر شده، بر این فرض استوارند که مدیران هنگام تصمیم‌گیری منطقی رفتار می‌کنند. ادبیات روان‌شناسی نشان داده است مدیران دچار بیش‌اطمینانی یا خوش‌بینی هستند و این بیش‌اطمینانی آنها در تصمیمات سود تقسیمی اخلاقی ایجاد می‌کند. بیش‌اطمینانی پدیده‌ای شناخته شده در روان‌شناسی است. افراد درباره توانایی‌هایی خود، از جمله قدرت پیش‌بینی، ادراک اطلاعاتی و دانش خود، اغراق می‌کنند. به بیان دیگر به توانایی‌ها و دانش خود اعتماد بیش از حد دارند، البته ممکن است این احساس درونی را اظهار نکنند یا حتی خود نیز از آن غافل باشند. یکی از ریشه‌های وقوع بیش‌اطمینانی و اصلاح‌نشدن آن در نتیجه یادگیری این است که افراد مسئولیت موفقیت‌های خود را به عهده می‌گیرند و مسئولیت شکست را به دیگران نسبت می‌دهند. به بیان دیگر، افراد تمایل دارند موفقیت‌هایشان را به عوامل درونی، از جمله استعداد و بصیرتشان نسبت دهند و شکست‌هایشان را در عوامل بیرونی از جمله بدشانسی و اوضاع بد اقتصادی جست‌وجو کنند. از سوی دیگر، افراد به موفقیت‌های خود اعتبار بیشتری می‌دهند تا به شکست‌هایشان.

علت وجودی بیش‌اطمینانی آرامشی است که افراد از آن به‌دست می‌آورند. بیش‌اطمینانی با نسبت‌دادن موفقیت‌ها به خود، به مرور زمان افزایش می‌یابد. از سوی دیگر، افراد به دنبال اثبات خود به دیگران نیز هستند تا تحسین آنها را برانگیزند؛ بنابراین گاهی درباره موفقیت‌های قبلی خود برای دیگران اغراق می‌کنند که از نظر درونی بر آنها تأثیر می‌گذارد و موجب تشدید پدیده بیش‌اطمینانی می‌شود. به‌گفته دیگر، در بیان اغراق‌آمیز موفقیت‌ها، خود فرد بیش از دیگران تحت تأثیر سخنانش قرار می‌گیرد. مطالعات در این زمینه نشان داده است مشاغلی که به قضاوت نیاز دارند، بیش از مشاغل دیگر دچار بیش‌اطمینانی می‌شوند؛ ضمن آنکه هرچه تخصص افراد بیشتر باشد، در معرض بیش‌اطمینانی بیشتری قرار می‌گیرند (سعیدی و فرهانیان، ۱۳۹۰).

مدیران بیش‌اطمینان بازده‌های آتی پروژه‌های واحد تجاری را بیشتر برآورد می‌کنند. از این رو ممکن است احتمال و بزرگی شوک‌های مثبت جریان‌های نقدی آتی حاصل از این پروژه‌ها را بیشتر برآورد کنند و در مقابل برآورد کمتری از شوک‌های منفی داشته باشند. آنها بر این باورند واحد تجاری تحت مدیریتشان در بازار سرمایه کمتر از واقع ارزش‌گذاری شده است و ترجیح

می دهند از منابع تأمین مالی خارج از سازمان کمتر استفاده کنند. به بیانی، انتظار می رود سود نقدی کمتری تقسیم کنند (ایشیکاوا و تاکاهاشی، ۲۰۱۰).

مهم ترین مشکل بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیران، اندازه گیری آن است. تاکنون معیارهای مختلفی برای اندازه گیری بیش اطمینانی ارائه شده است. یکی از این معیارها، تصمیمات مدیران در خصوص اعمال اختیار خرید سهام آنها است؛ مدیران ریسک گریز تمایل دارند اختیار سهام خود را زودتر اعمال کنند، اما مدیرانی که به صورت داوطلبانه اختیارهای ارزشمند خود را به مدت طولانی تری حفظ می کنند، احتمالاً نسبت به توانایی های خود و چشم انداز شرکت بیش اطمینان هستند (مالمدیر و تیت، ۲۰۰۵ و ۲۰۰۸؛ مالمدیر، تیت و یان، ۲۰۰۷ و احمد و دوئل من، ۲۰۱۲).

معیار دیگر بیش اطمینانی، خالص خرید سهام شرکت توسط مدیر است؛ مدیران بیش اطمینان نسبت به سایر مدیران، سهام شرکت خود را بیشتر می خردند (احمد و دوئل من، ۲۰۱۲). معیار دیگر شهرت رسانه ای و پاداش نسبی مدیران است. انتظار بر این است مدیرانی که ارزیابی عملکرد بالایی دارند، پاداش زیادی دریافت می کنند و شهرت رسانه ای خوبی دارند، تمایل بیشتری به بیش اطمینانی داشته باشند (مالمدیر و تیت، ۲۰۰۵ و ۲۰۰۸). معیارهای فوق، معیارهای غیر مستقیمی از عقیده مدیران است. معیار دیگری که شاخص مستقیم تری از عقیده مدیران و بیش اطمینانی آنهاست، سوگیری در پیش بینی سود مدیران است (لین و همکاران، ۲۰۰۵ و ایشیکاوا و تاکاهاشی، ۲۰۱۰).

### پیشینه تجربی

ادبیات موجودی که به بررسی بیش اطمینانی مدیران پرداخته اند، تأثیرات آن را بر سیاست های تقسیم سود، سرمایه گذاری، ترکیبات تجاری، تأمین مالی و... بررسی کرده اند. گروهی از مطالعات، مانند رول (۱۹۸۶)، مالمدیر و تیت (۲۰۰۸) و فریس، جایرامن و ساپهروال (۲۰۱۱) به بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر تصمیمات ترکیبات تجاری پرداختند و نشان دادند از آنجا که مدیران بیش اطمینان توانایی خود را در ایجاد بازده بیش از واقع برآورد می کنند، مبالغ بیشتری بابت شرکت های هدف در ترکیبات تجاری می پردازند و درگیر ترکیبات تجاری ای می شوند که مخرب ارزش شرکت است. مطالعات دیگری چون مالمدیر، تیت و یان (۲۰۱۱) بیش اطمینانی مدیران را عامل مهمی در تشریح تصمیمات تأمین مالی شرکت تلقی می کنند. با توجه به اینکه مدیران بیش اطمینان معتقدند شرکت های آنها کمتر از واقع ارزش گذاری شده است، تأمین مالی برون سازمانی را پرهزینه می دانند و به طور افراطی به تأمین مالی داخلی اتکا می کنند. این نگرش

مدیران در تصمیمات سرمایه‌گذاری آنها نیز اخلاص ایجاد می‌کند؛ زیرا هنگامی که وجوه داخلی زیادی دارند، سرمایه‌گذاری بی‌مهابایی انجام می‌دهند، اما هنگامی که ملزم به تأمین مالی برون‌سازمانی می‌شوند، محتاطانه سرمایه‌گذاری می‌کنند؛ به بیانی بیش‌اطمینانی به کاهش کارایی سرمایه‌گذاری‌ها منجر می‌شود (مالمندیر و تیت، ۲۰۰۵ و بن دیوید، گراهام و هاروی، ۲۰۱۰). همچنین این مدیران سرمایه‌گذاری‌های نوآورانه زیادی انجام می‌دهند (گلاسو و سیمکو، ۲۰۱۱ و هیرشلیفر، لاو و توه ۲۰۱۲). یکی دیگر از پیامدهای بیش‌اطمینانی مدیران، سرمایه‌گذاری‌های بیش از حد<sup>۱</sup> در نتیجه خوش‌بینی است که ممکن است مخرب ارزش شرکت باشد (بن دیوید، گراهام و هاروی، ۲۰۰۷ و لی و تانگ، ۲۰۱۲). همچنین آنها پروژه‌های با خالص ارزش فعلی<sup>۲</sup> مثبت را که نیاز به تأمین مالی برون‌سازمانی دارد، کاهش می‌دهند (هیتون، ۲۰۰۲). این مدیران پروژه‌های خود را بیش از واقع ارزش‌گذاری می‌کنند؛ بنابراین ممکن است در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری کنند، ولی آن را پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت تلقی کنند. در مطالعه دیگری (وو و لیو، ۲۰۱۰) به بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود پرداخته شده است. وو و همکارانش نشان دادند سیاست تقسیم سود مدیر بیش‌اطمینان با مدیر منطقی متفاوت است. مطالعات نشان داده است چنین مدیرانی تمایل دارند سود تقسیمی کمتری پرداخت کنند (بن‌دیوید و همکاران، ۲۰۰۷؛ کوردیو، ۲۰۰۹ و دشماخ، گول و هاو، ۲۰۱۳). بررسی‌های دشماخ و همکاران (۲۰۱۳) در این خصوص نشان داد کاهش سود تقسیمی ناشی از بیش‌اطمینانی مدیران در شرکت‌های با رشد پایین‌تر، جریان‌های نقدی کمتر و عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر، بیشتر است.

با وجود پژوهش‌های انجام‌گرفته در کشورهای دیگر، تاکنون در ایران پژوهش‌های مشابهی انجام نگرفته است. پژوهش شمس لیالستانی، قالیباف اصل و سرایی نوبخت (۱۳۸۹)، یکی از معدود پژوهش‌هایی است که به بررسی ویژگی‌های شخصیتی مدیران پرداخته است. یافته‌های آنها نشان داد بین تجربه و ریسک‌پذیری مدیران رابطه معنادار معکوسی وجود دارد، رابطه بین تجربه و رفتار توده‌وار معنادار و مستقیم است و بین تجربه و بیش‌اطمینانی رابطه معنادار معکوس وجود دارد. پژوهش‌هایی که به شناسایی عوامل مؤثر بر پدیده تقسیم سود پرداخته‌اند، ارتباط نظام راهبری شرکتی (فخاری و یوسفعلی‌تبار، ۱۳۸۹)، نوسان‌های جریان نقدی و حساسیت جریان‌های نقدی (کامیابی، نیکروان‌فرد و سلمانی، ۱۳۹۳)، معیارهای ارزیابی عملکرد شامل سود عملیاتی، سود هر سهم و جریان‌های نقدی عملیاتی (اعتمادی و چالاک، ۱۳۸۲) و کیفیت سود (علوی طبری،

1. Overinvestment  
2. Net Present Value (NPV)

مجتهدزاده، سلیمانی و عاملی، ۱۳۸۸) را با سود تقسیمی بررسی کرده‌اند. تمام پژوهش‌هایی که معرفی شد، بر این مبنا هستند که مدیران رفتار عقلایی دارند؛ بنابراین نوآوری این پژوهش از این جنبه است که تأثیر یکی از مهم‌ترین عوامل روان‌شناسی را بر سیاست تقسیم سود بررسی می‌کند.

### فرضیه‌های پژوهش

مدیر بیش‌اطمینان جریان‌های نقدی آتی را بیش از واقع برآورد کرده است و نسبت به سودآوری خود سوگیری رو به بالا دارد، لذا بر این باور است که واحد تجاری تحت مدیریتش در بازار سرمایه کمتر از واقع ارزش‌گذاری شده است و تأمین مالی برون‌سازمانی هزینه زیادی دارد. از سوی دیگر، چنین مدیری در پروژه‌های آتی بیش از حد سرمایه‌گذاری می‌کند؛ چون کیفیت پروژه‌های آتی را نسبت به مدیر منطقی بیش از واقع ارزیابی می‌کند و نیازهای سرمایه‌گذاری آتی را نیز با کاهش تقسیم سود تأمین مالی می‌کند (دشماخ و همکاران، ۲۰۱۳). بر این اساس فرضیه اول پژوهش به این شرح مطرح شده است:

فرضیه اول: شرکت‌هایی که توسط مدیران بیش‌اطمینان اداره می‌شوند، سود تقسیمی کمتری پرداخت می‌کنند.

مطابق ادبیات پژوهش، فرصت‌های رشد شرکت عاملی تأثیرگذار بر پرداخت سود تقسیمی است. مدیر بیش‌اطمینان سود تقسیمی کمتری انتخاب می‌کند، اما تفاوت بین سود تقسیمی مدیر بیش‌اطمینان و مدیر منطقی در شرکتی با فرصت‌های رشد، کاهش می‌یابد. جدا از اینکه مدیری بیش‌اطمینان باشد یا منطقی، مدیر شرکتی که فرصت‌های رشد بالاتری دارد، سود تقسیمی کمتری نسبت به مدیر مشابه در شرکتی با فرصت‌های رشد پایین‌تر می‌پردازد (دشماخ و همکاران، ۲۰۱۳). بنابراین فرضیه دوم پژوهش به شرح زیر مطرح می‌شود:

فرضیه دوم: در شرکتی که فرصت‌های رشد زیادی دارد، تأثیر بیش‌اطمینانی مدیر بر سیاست تقسیم سود کمتر است.

مطابق ادبیات پژوهش، جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت عاملی تأثیرگذار بر پرداخت سود تقسیمی است. با افزایش جریان‌های نقدی عملیاتی جاری، مدیر بیش‌اطمینان نسبت به مدیر منطقی جریان‌های نقدی عملیاتی آتی بیشتری برآورد می‌کند. بنابراین به نظر می‌رسد رابطه مثبت قوی‌تری بین سود تقسیمی و جریان‌های نقدی عملیاتی در شرکت‌هایی با مدیر بیش‌اطمینان وجود دارد (دشماخ و همکاران، ۲۰۱۳). بر این اساس فرضیه سوم پژوهش به این شرح است:

فرضیه سوم: تأثیر مثبت جریان‌های نقدی عملیاتی بر سود تقسیمی در شرکت‌های دارای مدیر بیش‌اطمینان قوی‌تر است.



مطابق ادبیات پژوهش عدم تقارن اطلاعاتی، بر پرداخت سود تقسیمی اثر منفی می‌گذارد. در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی، مدیر بیش‌اطمینان شکاف بین هزینه تأمین مالی داخلی و برون‌سازمانی را بزرگتر تلقی می‌کند؛ بنابراین به‌منظور تأمین مالی، سود تقسیمی را کاهش می‌دهد (دشماخ و همکاران، ۲۰۱۳). از این رو، فرضیه چهارم پژوهش به شرح زیر مطرح می‌شود: فرضیه چهارم: تأثیر منفی عدم تقارن اطلاعاتی بر سود تقسیمی در شرکت‌های دارای مدیر بیش‌اطمینان، قوی‌تر است.

مطابق ادبیات پژوهش، نظام راهبری شرکتی نقش مؤثری در اعمال نظارت بر مدیران دارد که این نظارت گامی در جهت اخذ تصمیمات بهینه توسط مدیریت شرکت است؛ بنابراین به نظر می‌رسد تأثیرات منفی، بیش‌اطمینانی مدیر را بر تصمیمات تقسیم سود کاهش می‌دهد (دشماخ و همکاران، ۲۰۱۳). بنابراین فرضیه پنجم پژوهش به شرح زیر مطرح می‌شود: فرضیه پنجم: نظام راهبری شرکتی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود را کاهش می‌دهد.

## روش‌شناسی پژوهش

### مدل مفهومی

مدل اصلی آزمون فرضیه‌های پژوهش به شرح رابطه ۱ است.

$$div_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 overco_{i,t-1} + \sum_{q=2}^m \alpha_q (q^{th} control - variables_t) + \varepsilon_t \quad (رابطه ۱)$$

که در این مدل درصد سود تقسیمی و  $overco_{it}$  نشان‌دهنده بیش‌اطمینانی مدیر است. برای آزمون فرضیه‌های دوم تا پنجم پژوهش، از متغیرهای تعاملی استفاده شده است؛ به‌نحوی که برای آزمون هر یک از فرضیه‌ها یک متغیر تعاملی به مدل اصلی پژوهش اضافه شده است:

برای آزمون فرضیه دوم و لحاظ کردن تأثیر فرصت‌های رشد بر ارتباط بین بیش‌اطمینانی مدیران و تقسیم سود، متغیر تعاملی  $high\ growth_{it} \times overco_{it-1}$  به مدل اصلی پژوهش اضافه شد.  $high\ growth$  متغیری مجازی است که اگر شرکت فرصت‌های رشد زیادی داشته باشد (فرصت‌های رشد بیشتر از میانه شرکت‌های نمونه) عدد یک به آن اختصاص می‌یابد و در غیر این صورت عدد صفر می‌گیرد. اگر فرصت‌های رشد زیاد موجب شود مدیران بیش‌اطمینان تقسیم سود بیشتری (کمتری) داشته باشند، ضریب این متغیر مثبت (منفی) خواهد بود. برای آزمون فرضیه سوم و لحاظ کردن تأثیر جریان‌های نقدی عملیاتی بر ارتباط بین بیش‌اطمینانی مدیران و تقسیم سود متغیر تعاملی  $high\ cash_{it} \times overco_{it-1}$  به مدل

اصلی پژوهش اضافه شده است. *high cash* متغیری مجازی است که اگر شرکت جریان های نقدی عملیاتی زیادی داشته باشد (جریان های نقدی عملیاتی بیشتر از متوسط جریان های نقدی عملیاتی شرکت های نمونه) برابر با یک است و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می شود. اگر جریان های نقدی عملیاتی زیاد موجب شود مدیران بیش اطمینان تقسیم سود بیشتری (کمتری) داشته باشند، ضریب این متغیر مثبت (منفی) خواهد بود.

برای آزمون فرضیه چهارم و لحاظ کردن تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ارتباط بین بیش اطمینانی مدیران و تقسیم سود، متغیر تعاملی  $high\ asset_{it} \times overco_{it-1}$  به مدل اصلی پژوهش اضافه شده است. *high asset* نیز متغیر مجازی دیگری است که اگر شرکت دارایی های ثابت زیاد یا به گفته ای عدم تقارن اطلاعاتی کمتری داشته باشد (دارایی ثابت بیشتر از متوسط دارایی های ثابت شرکت های نمونه) برابر با یک است و در غیر این صورت برابر با صفر در نظر گرفته می شود. اگر دارایی ثابت زیاد یا عدم تقارن اطلاعاتی پایین موجب شود مدیران بیش اطمینان تقسیم سود بیشتری (کمتری) داشته باشند، ضریب این متغیر مثبت (منفی) خواهد بود.

برای آزمون فرضیه پنجم و لحاظ کردن تأثیر نظام راهبری شرکتی بر ارتباط بین بیش اطمینانی مدیران و تقسیم سود، متغیر تعاملی  $high\ monitor_{it} \times overco_{it-1}$  به مدل اصلی پژوهش افزوده شده است. *high monitor* متغیری مجازی است که اگر شرکت نظام راهبری مؤثری داشته باشد، عدد یک به آن اختصاص می یابد و در غیر این صورت عدد صفر می گیرد. اگر نظام راهبری مؤثر موجب شود مدیران بیش اطمینان تقسیم سود بیشتری (کمتری) داشته باشند، ضریب این متغیر مثبت (منفی) خواهد بود. از آنجاکه سازوکارهای متفاوتی از نظام راهبری شرکتی به کار برده شده است، شرکت هایی که سه معیار از چهار معیار زیر را برآورده کرده باشند، شرکت هایی با نظام راهبری مؤثر تلقی می شوند:

۱. درصد مالکان (بیش از ۵ درصد سهام) نسبت به میانگین شرکت های نمونه بیشتر باشد؛
۲. درصد سرمایه گذاران نهادی نسبت به میانگین شرکت های نمونه بیشتر باشد؛
۳. درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره نسبت به میانگین شرکت های نمونه بیشتر باشد؛
۴. مدیرعامل رئیس هیئت مدیره نباشد.

از بین ۳۳۶ شرکت - سال نمونه، ۱۹۹ شرکت - سال با نظام راهبری مؤثر طبقه بندی شدند.

متغیرهای مدل پژوهش به شرح زیر معرفی شده اند:

- نسبت سود تقسیمی: نسبت سود تقسیمی از محاسبه سود تقسیمی به سود هر سهم محاسبه می شود.
- بیش اطمینانی مدیران: با توجه به اینکه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باید سود پیش بینی شده خود را افشا کنند، در پژوهش پیش رو از این معیار برای

محاسبه بیش اطمینانی مدیران استفاده شده است؛ به طوری که اگر مدیران سود پیش بینی شده را بیشتر از سود واقعی اعلام کرده باشند، دچار بیش اطمینانی هستند. متغیرهای کنترلی مدل پژوهش به شرح زیر معرفی شده اند:

- جریان های نقدی عملیاتی: جریان های نقدی عملیاتی که بر حسب مجموع دارایی های شرکت استاندارد شده است؛
  - فرصت رشد شرکت: نسبت ارزش بازار دارایی ها به ارزش دفتری آنها؛
  - عدم تقارن اطلاعاتی: دارایی های مشهود که برابر است با نسبت اموال، دارایی ها و تجهیزات به کل دارایی ها؛ به گونه ای که سطح بالاتر دارایی های مشهود دلالت بر عدم تقارن اطلاعاتی کمتر دارد؛
  - بدهی شرکت: نسبت بدهی شرکت؛
  - سودآوری شرکت: سود قبل از بهره مالیات به کل دارایی ها؛
  - اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی ها؛
  - تقسیم سود سال قبل: سود تقسیمی سال گذشته شرکت؛
  - تمرکز مالکیت: درصد مالکیت سهامدارانی است که مالک حداقل ۵ درصد سهام شرکت اند؛
  - سرمایه گذاران نهادی: درصد سهام در مالکیت سرمایه گذاران نهادی؛
  - استقلال هیئت مدیره: درصد مدیران غیرموظف در هیئت مدیره؛
  - شدت نظارت هیئت مدیره (دوگانگی وظیفه مدیرعامل): چنانچه وظایف مدیرعامل از ریاست هیئت مدیره جدا باشد، این متغیر برابر یک است و در غیر این صورت صفر لحاظ می شود.
- نمونه آماری پژوهش شامل شرکتهایی است که تا پایان سال مالی ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند؛ سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد؛ طی سال مالی تغییر مدیرعامل نداشته باشند؛ جزء شرکتهای حذف شده از بورس اوراق بهادار نباشند؛ در دوره بررسی تغییر دوره مالی نداده باشند؛ جزء شرکتهای سرمایه گذاری و واسطه گری مالی، بانک ها و بیمه نباشند، زیرا این گونه شرکتهای ساختار مالکیت و سودآوری متفاوتی دارند و آخر اینکه اطلاعات مد نظر شرکتهای در دسترس باشد.

بر این اساس ۵۶ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ از شرایط فوق برخوردار بودند و برای نمونه پژوهش انتخاب شدند.

در این پژوهش به منظور تدوین مبانی و مفاهیم نظری از روش کتابخانه ای و آرشو استفاده شده است. پس از جمع آوری داده های مالی از صورت های مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به کمک نرم افزارهای تدبیر و ره آورد نوین، داده ها با جمع بندی و محاسبه در

نرم افزار اکسل آماده تجزیه و تحلیل شدند. تجزیه و تحلیل نهایی به کمک نسخه هفتم نرم افزار Eviews انجام گرفته است.

### یافته های پژوهش

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش در جدول ۱ آمده است. مطابق آن مدیران بیشتر شرکتها در پیش بینی سود هر سهم سوگیری رو به بالا دارند؛ به بیان ساده تر، بیش اطمینان اند. همچنین آمار توصیفی متغیر سود تقسیمی نشان می دهد که سود تقسیمی از توزیع تقریباً نرمالی پیروی می کند.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف استاندارد	ضریب چولگی	ضریب پراکندگی
متغیر مستقل	۰/۱۰۸	۰/۰۵۸	۰/۲۱۲	۸/۸۹	۱۰/۷۱۸
متغیرهای کنترلی	جریان های نقدی عملیاتی	۰/۱۳	۰/۱۱۹	۰/۱۴۶	۲/۵۱۸
	فرصت های رشد	۱/۸۰۹	۱/۳۸۴	۱/۵۲۳	۳/۳۴۴
	عدم تقارن اطلاعاتی	۰/۳۸۵	۰/۳۵۹	۰/۲۰۷	۰/۸
	بدهی شرکت	۰/۶۱۹	۰/۶۳	۰/۱۵۵	-۰/۰۶
	سودآوری شرکت	۰/۱۵۳	۰/۱۴۲	۰/۱۰۶	۰/۸۱
	اندازه شرکت	۵/۹۷۶	۵/۸۸۸	۰/۶۵۷	۰/۷۸۸
	تقسیم سود سال قبل	۶۶/۹۵۹	۷۲/۴۹	۳۰/۴۲۶	-۰/۶۳
	تمرکز مالکیت	۵۹/۰۲	۶۳/۲۳	۲۶/۵۱۸	-۰/۱۸
	سرمایه گذاران نهادی	۳۵/۹۱۹	۲۲/۹۴	۳۲/۱۸۴	۰/۵۴۵
	استقلال هیئت مدیره	۰/۵۸	۰/۶	۰/۲۰۵	-۰/۴۹
شدت نظارت هیئت مدیره	۰/۹۹۶	۱	۰/۰۵۹	-۱۶/۸۸	
متغیر وابسته	۶۸/۶۲۳	۷۳/۱۴۵	۳۰/۴۷۲	-۰/۳۶	۲/۷۹۵
درصد سود تقسیمی					

به منظور آزمون فرضیه های پژوهش از روش رگرسیون چندمتغیره استفاده شده است. با توجه به مقدار احتمال آماره آزمون لیمر (جدول ۲)، استفاده از مدل پنبلی (با اثرها) به جای مدل تجمیعی مناسب تر است. همچنین مقدار سطح معناداری برای آزمون هاسمن برابر با ۰/۰۰۰ به دست آمد که این مقدار فرض مدل با اثرهای تصادفی را رد می کند. از این رو مدل با اثرهای ثابت مناسب تشخیص داده شد.

جدول ۲. نتایج آزمون لیمر (چاو)

احتمال	آماره	آزمون اثرها
۰/۰۳۴۴	۲/۳۲۴	آماره F لیمر
۰/۰۰۰۸	۳۰/۰۲۵	آماره کای دو

نتایج مدل اول در جدول ۳ ارائه شده است. مطابق احتمال آماره F، مدل در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. آماره آزمون دوربین - واتسون (۱/۹۷) نیز نشان دهنده ناهمبستگی پیاپی اجزای اخلال است. همچنین از آزمون جاک - برا<sup>۱</sup> به منظور تشخیص نرمال بودن توزیع اجزای اخلال استفاده شده است. احتمال آماره جاک - برا برابر با ۰/۱۱۹ محاسبه شده است، از آنجاکه این مقدار بیشتر از ۰/۰۵ به دست آمده است؛ فرض صفر مبنی بر نرمال بودن اجزای اخلال را نمی توان رد کرد؛ پس توزیع اجزای اخلال نرمال است.

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه اول

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره آزمون t	احتمال آزمون t
عرض از مبدأ	۲۲/۱۷	۴۰/۶۳	۰/۵۵	۰/۵۹
بیش اطمینانی مدیران	-۲/۳۸	۰/۶۲۴	-۳/۸۱	۰
جریان های نقدی عملیاتی	۳/۷	۱/۵۲	۲/۴۴	۰/۰۳
فرصت های رشد	-۴/۶۳	۲/۴۱	-۱/۹۲	۰/۰۶
عدم تقارن اطلاعاتی	-۲۶/۰۳	۱۲/۰۳	-۲/۱۶	۰/۰۴
بدهی شرکت	-۲۶	۳۴/۴۸	-۰/۷۵	۰/۴۶
سودآوری شرکت	۹/۵۸	۵/۲	۱/۸۴	۰/۰۹
اندازه شرکت	۲/۳۱	۶/۶۸	-۰/۳۵	۰/۷۳
تقسیم سود سال قبل	۰/۴۸	۰/۱۳	۳/۵۹	۰
تمرکز مالکیت	۰/۳۷	۰/۱۸	۲/۰۱	۰/۰۵
سرمایه گذاران نهادی	-۰/۱۱	۰/۱۶	-۰/۷	۰/۴۹
استقلال هیئت مدیره	۱۲	۱۷/۷۸	۰/۶۷	۰/۵
شدت نظارت هیئت مدیره	-۱۵/۱۸	۲۱/۴۲	-۰/۷۱	۰/۴۸
ضریب تعیین	۰/۶۶		آماره F	۶/۹۴
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۷		احتمال آماره F	۰

میزان ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر با ۰/۵۷ است، یعنی حدود ۵۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و متغیرهای کنترلی بیان می شود. نتایج نشان می دهد که ضریب متغیر بیش اطمینانی مدیران برابر با ۲/۳۸ است. با توجه به اینکه احتمال آماره t کمتر از

۰/۰۵ به دست آمده است، فرض صفر مبنی بر صفر بودن این ضریب تأیید نمی شود؛ به بیان دیگر این ضریب در سطح خطای ۵ درصد معنادار است و تأثیر متفاوتی از صفر بر متغیر تقسیم سود دارد که با توجه به علامت منفی آن می توان گفت مدیران بیش اطمینان سود تقسیمی کمتری پرداخت می کنند. از این رو فرضیه اول پژوهش (شرکت هایی که توسط مدیران بیش اطمینان اداره می شوند، سود تقسیمی کمتری پرداخت می کنند) تأیید می شود.

از بین ۱۱ متغیر کنترلی بیان شده متغیرهای نقدینگی، تقسیم سود سال قبل و تمرکز مالکیت، در سطح خطای ۵ درصد و سودآوری در سطح خطای ۱۰ درصد تأثیر مثبت و معناداری بر سیاست های تقسیم سود دارند. همچنین بین متغیرهای عدم تقارن اطلاعاتی و فرصت های رشد، به ترتیب در سطح خطای ۵ درصد و ۱۰ درصد با سیاست های تقسیم سود ارتباط منفی و معناداری مشاهده می شود. نتایج سایر متغیرهای کنترلی همچون بدهی شرکت، اندازه شرکت، سرمایه گذاران نهادی، استقلال هیئت مدیره و شدت نظارت هیئت مدیره، ارتباط معناداری با سیاست های تقسیم سود نشان نمی دهد. نتایج آزمون فرضیه های دوم تا پنجم در جدول ۴ به نمایش گذاشته شده است.

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه های دوم تا پنجم

متغیرها		آزمون فرضیه دوم		آزمون فرضیه سوم		
		احتمال	ضرایب	احتمال	ضرایب	
	عرض از مبدأ	۰/۵۴	۲۱/۶۵	۰/۵۶	۲۰/۲۳	
متغیر مستقل	بیش اطمینانی مدیران	۰	-۲/۳۴	۰	-۲/۱۲	
متغیرهای کنترلی	جریان های نقدی عملیاتی	۰/۰۲	۳/۴۴	۰/۰۴	۳/۰۸	
	فرصت های رشد	۰/۰۵	-۴/۶۱	۰/۰۴	-۴/۸۵	
	عدم تقارن اطلاعاتی	۰/۰۴	-۲۶/۰۳	۰/۰۴	-۲۶/۰۳	
	بدهی شرکت	۰/۵۱	-۲۱/۸۲	۰/۳۲	-۲۶/۷۵	
	سودآوری شرکت	۰/۲۴	۳۹/۲۱	۰/۲۴	۳۹/۲۱	
	اندازه شرکت	۰/۷۲	۲/۱۵	۰/۶۱	۲/۵۱	
	تقسیم سود سال قبل	۰	-۰/۳۲	۰	۰/۲۲	
	تمرکز مالکیت	۰/۰۵	۰/۳۲	۰/۰۴	۰/۳۷	
	سرمایه گذاران نهادی	۰/۰۵	-۰/۱۱	۰/۸۵	-۰/۰۶	
	استقلال هیئت مدیره	۰/۴۷	۱۳/۲۷	۰/۰۲	۵۴/۸۱	
	شدت نظارت هیئت مدیره	۰/۴۶	-۱۶/۳۴	۰/۱۷	-۲۷/۹۳	
		بیش اطمینانی مدیران × فرصت های رشد زیاد	۰/۰۱	-۳/۵۱	-	-
		بیش اطمینانی مدیران × جریان های نقدی عملیاتی زیاد	-	-	۰/۰۶	۰/۰۳۷
	بیش اطمینانی مدیران × عدم تقارن اطلاعاتی کم	-	-	-	-	
	بیش اطمینانی مدیران × نظارت زیاد	-	-	-	-	

ادامه جدول ۴

متغیرها		آزمون فرضیه چهارم		آزمون فرضیه پنجم	
		احتمال	ضرایب	احتمال	ضرایب
	عرض از مبدأ	۰/۴۳	۲۵/۸۴	۱۸/۲۹	-۰/۲۶
متغیر مستقل	بیش اطمینانی مدیران	۰	-۲/۰۲	-۲/۵۲	۰
متغیرهای کنترلی	جریان‌های نقدی عملیاتی	۰/۰۶	۳/۲۴	۳/۶۶	-۰/۰۱
	فرصت‌های رشد	۰/۰۶	-۴/۲۳	-۴/۸۴	-۰/۰۷
	عدم تقارن اطلاعاتی	۰/۰۴	-۲۲/۱۳	-۲۳/۰۲	-۰/۰۵
	بدهی شرکت	۰/۴۹	-۲۰/۱۵	-۲۳/۷۵	-۰/۴۸
	سودآوری شرکت	۰/۲۴	۳۹/۲۱	۳۹/۲۱	-۰/۲۴
	اندازه شرکت	۰/۸۴	۱/۹۴	۲/۲۹	-۰/۷۲
	تقسیم سود سال قبل	۰	-۰/۵۴	۰/۴۱	۰
	تمرکز مالکیت	۰/۰۳	۰/۴	۰/۳۳	-۰/۰۵
	سرمایه‌گذاران نهادی	۰/۴۵	-۰/۱۳	-۰/۱۲	-۰/۴۸
	استقلال هیئت‌مدیره	۰/۵۳	۱۱/۳۸	۱۲/۵	-۰/۵
	شدت نظارت هیئت‌مدیره	۰/۵	-۱۴/۸۸	-۱۵/۸۸	-۰/۴۷
		بیش اطمینانی مدیران × فرصت‌های رشد زیاد	-	-	-
	بیش اطمینانی مدیران × جریان‌های نقدی عملیاتی زیاد	-	-	-	-
	بیش اطمینانی مدیران × عدم تقارن اطلاعاتی کم	۰/۵۶	۰/۰۱۳	-	-
	بیش اطمینانی مدیران × نظارت زیاد	-	-	-	-۰/۸۹۵

با توجه به جدول ۴ می‌توان نتایج آزمون فرضیه‌های دوم تا چهارم را تفسیر کرد: نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان می‌دهد حاصل ضرب ضریب متغیر تعاملی بیش اطمینانی مدیران در فرصت‌های رشد زیاد، منفی و معنادار است؛ به این معنا که فرصت‌های رشد زیاد، موجب می‌شود مدیران جدا از اینکه بیش اطمینان باشند یا منطقی، تقسیم سود کمتری داشته باشند. از این رو فرضیه دوم (در شرکت‌هایی که از فرصت‌های رشد زیادی برخوردارند، تأثیر بیش اطمینانی مدیر بر سیاست تقسیم سود کمتر است) پذیرفته می‌شود.

نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش نشان می‌دهد حاصلضرب ضریب متغیر تعاملی بیش‌اطمینانی مدیران در جریان‌های نقدی عملیاتی زیاد، مثبت و معنادار است؛ به این معنا که رابطه مثبت بین سود تقسیمی و جریان‌های نقدی عملیاتی در شرکت‌های دارای مدیر بیش‌اطمینان قوی‌تر است. از این رو فرضیه سوم (تأثیر مثبت جریان‌های نقدی عملیاتی بر سود تقسیمی در شرکت‌های دارای مدیر بیش‌اطمینان، قوی‌تر است) تأیید می‌شود.

نتایج آزمون فرضیه چهارم پژوهش نشان می‌دهد ضریب متغیر تعاملی بیش‌اطمینانی مدیران و عدم تقارن اطلاعاتی معنادار نیست. از این رو فرضیه چهارم پژوهش (تأثیر منفی عدم تقارن اطلاعاتی بر سود تقسیمی در شرکت‌های دارای مدیر بیش‌اطمینان قوی‌تر است) پذیرفته نمی‌شود.

در نهایت، نتایج آزمون فرضیه پنجم پژوهش نیز نشان می‌دهد ضریب متغیر تعاملی بیش‌اطمینانی مدیران و نظارت معنادار نیست. به همین دلیل، فرضیه پنجم (نظام راهبری شرکتی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود را کاهش می‌دهد) نیز به تأیید نمی‌رسد.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

مدیران درباره سیاست تقسیم سود شرکت تصمیم می‌گیرند. این تصمیم یکی از مهم‌ترین تصمیمات مدیریت شرکت است؛ زیرا استفاده از فرصت‌های رشد شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد و حتی به تغییر قیمت سهام شرکت نیز منجر می‌شود. در این میان عوامل متعددی همچون جریان‌های نقدی عملیاتی، عدم تقارن اطلاعاتی، اندازه شرکت و... بر تصمیم‌گیری مدیران واحد تجاری تأثیر می‌گذارند. این عوامل بر این فرض‌اند که مدیران رفتار عقلایی دارند، اما ویژگی‌های شخصیتی مدیران نیز جزء عوامل مهم در تصمیم‌گیری‌های آنها به حساب می‌آید. یکی از مهم‌ترین ویژگی‌های شخصیتی مدیران، بیش‌اطمینانی است. مدیران نسبت به سودها و جریان‌های نقدی آتی واحد تجاری خود خوش‌بین‌اند و چشم‌انداز مثبتی از ریسک و بازده آتی شرکت دارند. این ویژگی شخصیتی آنها در تصمیم‌گیری سیاست تقسیم سود آنها تأثیرگذار است. در این پژوهش با تحلیل ۵۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱، تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شد.

نتیجه آزمون فرضیه اول پژوهش نشان داد مدیران بیش‌اطمینان سود تقسیمی کمتری پرداخت می‌کنند. مدیران بیش‌اطمینان از یک‌سو جریان‌های نقدی آتی را بیش از واقع تخمین



می‌زنند و نسبت به سودآوری خود سوگیری رو به بالا دارند و از سوی دیگر، سودآوری پروژه‌های آتی را نسبت به مدیر منطقی بیش از واقع ارزیابی می‌کنند و نیازهای سرمایه‌گذاری آتی را نیز با کاهش تقسیم سود تأمین مالی می‌کنند. این نتیجه مشابه یافته‌های بن‌دیوید و همکاران (۲۰۰۷)، کوردیو (۲۰۰۹) و دشماخ و همکاران (۲۰۱۳) است.

نتایج آزمون‌های سوم تا پنجم پژوهش نشان می‌دهد جدا از اینکه مدیر بیش‌اطمینان باشد یا منطقی، مدیر شرکتی که فرصت‌های رشد بیشتری دارد، در مقایسه با مدیر مشابهی که در شرکت از فرصت‌های رشد کمی برخوردار است، سود تقسیمی کمتری می‌پردازد. همچنین افزایش جریان‌های نقدی عملیاتی جاری، مدیر بیش‌اطمینان نسبت به مدیر منطقی جریان‌های نقدی عملیاتی آتی بیشتری برآورد می‌کند و سود تقسیمی بیشتری می‌پردازد. از سوی دیگر، تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر کاهش سود تقسیمی توسط مدیران بیش‌اطمینان، به تأیید نرسید. یافته‌های این فرضیه‌ها مشابه یافته‌های پژوهش دشماخ و همکاران (۲۰۱۳) است. نتیجه آزمون فرضیه پنجم نیز نشان داد نظام راهبری شرکتی در کاهش تأثیرات منفی بیش‌اطمینانی مدیر بر تصمیمات تقسیم سود نقش مؤثری ندارد.

## References

- Ahmed, A. S. & Duellman, S. (2012). Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism. *Journal of Accounting Research*, 51 (1): 1-30.
- Alavi Tabari, H., Mojtahedzade, V., Soleimani Amiri, GH., Ameli, Y. (2009). The Relationship of Earnings Quality and Dividend: Listed Companies in TSE. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 16 (56): 93-10. (in Persian)
- Ben-David, I. Graham, J. & Harvey, C. (2007). managerial overconfidence and corporate policies. *Working Paper*, Available at: <http://www.nber.org/papers/w13711>.
- Ben-David, I. Graham, J. & Harvey, C. (2010). Managerial Miscalibration. *National Bureau of Economic Research*, Working Paper Series No. 16215. Available in: <http://www.nber.org/papers/w16215>.
- Bertrand, M. & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *Quarterly Journal of Economics*, 118 (4): 301-330.

- Corderio, L. (2009). Managerial Overconfidence and Dividend Policy. *working paper, London Business School*, Available at: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1343805](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1343805).
- Deshmukh, S., Goel, A. & Howe, K. (2013). CEO Overconfidence and Dividend Policy. *Finance Intermediation*, 22 (3): 440-463.
- Etemadi, H., Chalaki, P. (2005). The relationship between corporate performance and cash dividends in firms listed in Tehran Stock Exchange. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 12 (39): 31-47. (in Persian)
- Fakhari, H., Yusefali Tabar, N. (2010). The study of relationship between dividend policy & corporate governance in Tehran Stock Exchange. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 17 (62): 69-84. (in Persian)
- Ferris, S. Jayaraman, N. & Sabherwal, S. (2011). CEO overconfidence and international merger and acquisition activity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA)*, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1982286>.
- Galasso, A. & Simcoe, T. (2011). CEO overconfidence and innovation. *Management Science*, 57(8): 1469–1484.
- Hackbarth, D. (2008). Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43 (4): 843–882.
- Heaton, J. (2002). Managerial Optimism and Corporate Finance. *Financial Management*, 31(2): 33– 45.
- Hirshleifer, D. Low, A. & Teoh, S. (2012). Are overconfident CEOs better innovators? *The Journal of Finance*, 67(4): 1457–1498.
- Ishikawa, H. Takahashi, k. (2010). Overconfident managers and external financing choice. *Review of behavioral finance*, 2 (1): 37–58.
- Kamiabi, Y., Nikravan Fard, B., Salmani, R. (2014). The relationship between cash flow volatility and cash flow sensitivity of cash with dividend policy in Tehran stock exchange. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 21 (2): 211-228. (in Persian)

- Li, J. & Tong, W. (2012). Managerial Overconfidence, CEO Selection and Corporate Investment: An Empirical Analysis. *Working paper*, available at: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Lin, Y.-H., Hu, S.-Y., & Chen, M.-S. (2005). Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13 (5): 523-546.
- Malmendier, U. & Tate, G. (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *European Financial Management*, 11 (5): 649-659.
- Malmendier, U. & Tate, G. (2008). Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction. *Journal of Financial Economics*, 89 (1): 20-43.
- Malmendier, U. Tate, G. & Yan, J. (2011). Overconfidence and Early-life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies. *The Journal of Finance*, 66 (5): 1687-1733.
- Malmendier, U. Tate, G. & Yan, J. (2007). *Corporate financial policies with overconfident managers*. NBER Working Paper No. 13570, Available at: <http://www.nber.org/papers/w13570>.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59 (2): 197-216.
- Saidi, A. Frhanyan, M. (2012). *fundamentals of economic and financial behaviore*, published by Tehran Stock Exchange. (in Persian)
- Saidi, A., Behnam, K. (2010). Examining the determinants of dividend policy of firms listed in Tehran Stock Exchange. *Scientific Journal of Management*, 18 (7): 61-71. (in Persian)
- Saidi, P. (2003). *Survey of Effective Factors on Dividend Policy of firms listed in Tehran Stock Exchange*. PHD thesis, Islamic Azad University of Tehran. (in Persian)
- Shams Lialestani, M., Ghalibaf Asl, H., Sarabi Nobakht, S. (2010). The Impact of Experience on Risktaking, Overconfidence and Herding of Investment Companies' Managers in Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Securities Exchange*, 12 (3): 25-89. (in Persian)

Wu, C., Liu, V. (2010). *Payout policy and CEO overconfidence. working Paper.* National sun Yat-sen University. Taiwan. Available at: <http://www.ssrn.com>.

Zhang, H. (2008). Corporate governance and dividend policy: a comparison of Chinese firms listed in Hong Kong and in the mainland, *china economic review*, 19 (3): 437-459.