

The Moderating Effect of Management Entrenchment on the Relationship between Dividend and Debt Policy with Investor Sentiment

Mandana Taheri  *

Assistant Professor, Faculty of Management and Accounting, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran.

Mahtab Jafari 

MSc. of Accounting, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran.

Abstract


Investor sentiment often stems from held-up beliefs or information unrelated to stock value and can lead to extreme or low reactions to good or bad news in stock valuation. In this study, the effect of earning sharing and debt policy is investigated on the behavior and inclinations of investors. Then the moderating effect of management entrenchment on the above relationship is examined. To achieve the purpose of the study, four hypotheses are developed. We collected data from 163 firms listed on the Tehran Stock Exchange during the years 2011- 2021 and analyzed them using regression models. The findings of this study show that dividend policy increases investors' sentiment, but debt policy decreases investors' sentiment. Management entrenchment strengthens the positive relationship between dividend policy and investor sentiment. Therefore, during the dividend policy, managers align their intention with shareholders' goals and pursue a higher dividend payment ratio. Management entrenchment also reinforces the negative relationship between debt policy and investor sentiment. Therefore, risk-averse managers tend to use less debt, which is also favorable for investors; because they invest in firms that have the least debt and their capital structure shows the importance of equity.


Keywords: Management entrenchment, Earning dividing, Debt, Investor sentiment.

* Corresponding Author: mandanataheri@atu.ac.ir

How to Cite: Taheri, M., Jafari, M. (2023). The Moderating Effect of Management Entrenchment on the Relationship between Dividend and Debt Policy with Investor Sentiment, *Empirical Studies in Financial Accounting*, 19(76), 39-64.

اثر تعدیلی جبهه‌گیری مدیریت بر رابطه بین سیاست تقسیم سود و سیاست بدهی با تمایلات سرمایه‌گذاران

ماندانا طاهری *  استادیار گروه حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران

مهتاب جعفری  کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران

چکیده

تمایلات سرمایه‌گذاران غالباً از باورهای ذهنی نگه‌داشته شده یا اطلاعات غیرمرتبط با ارزش سهام سرچشمه می‌گیرد و می‌تواند باعث ایجاد واکنش‌های افراطی یا واکنش‌های کم به اخبار خوب یا بد در ارزش‌گذاری سهام شود. در این پژوهش تأثیر سیاست مهم تقسیم سود و سیاست بدهی بر رفتار و تمایلات سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. همچنین، اثر تعدیلی جبهه‌گیری مدیریت بر رابطه مذکور نیز بررسی شده است. برای نیل به هدف پژوهش، چهار فرضیه تدوین و داده‌های گردآوری شده از ۱۶۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۹ از طریق مدل‌های رگرسیونی آزمون شدند. یافته‌های این پژوهش نشان‌دهنده این است که سیاست تقسیم سود، تمایلات سرمایه‌گذاران را افزایش و سیاست بدهی تمایلات سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد. جبهه‌گیری مدیریت، رابطه مثبت بین سیاست تقسیم سود سهام و تمایلات سرمایه‌گذاران را به‌طور معناداری تقویت می‌کند؛ بنابراین، مدیران هنگام سیاست تقسیم سود، در جبهه اهداف سهامداران قرار گرفته و خواهان نسبت پرداخت سود بیشتر هستند. همچنین، جبهه‌گیری مدیریت رابطه منفی بین سیاست بدهی و تمایلات سرمایه‌گذاران را تقویت می‌کند و مدیران ریسک‌گریز تمایل دارند کمتر از بدهی‌ها استفاده کنند که این موضوع موردپسند سرمایه‌گذاران نیز هست، زیرا آن‌ها در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که دارای کمترین بدهی باشد و ساختار سرمایه آن‌ها، اهمیت حقوق صاحبان سهام را بیشتر نشان دهد.

کلیدواژه‌ها: جبهه‌گیری مدیریت، تقسیم سود، بدهی، تمایلات سرمایه‌گذاران.

* نویسنده مسئول: mandanataheri@atu.ac.ir

مقدمه

تمایلات سرمایه‌گذاران تمایل به سفته‌بازی است که منتج به ایجاد تقاضای نسبی برای سرمایه‌گذاری‌های سفته‌بازانه می‌شود و اثرات مقطعی بر قیمت سهام خواهد داشت (Baker and Wurgler, 2006). تمایلات مثبت (منفی) منجر می‌شود که سرمایه‌گذاران اعتماد به نفس بیشتر (کمتر) در مورد توانایی‌های خود برای ارزیابی موقعیت‌ها و تمایل (ترس) به ریسک داشته باشند؛ بنابراین، هنگامی که سرمایه‌گذاران خوش‌بین هستند، تمایل دارند ارزش سهام را بیش از حد ارزیابی کنند (Cui & Zhang, 2020). پس از ظهور علوم مالی رفتاری، بررسی رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران به عنوان یک موضوع جدید، پژوهشگران زیادی را به خود جلب نمود و مطالعات متعددی به پژوهش در این زمینه پرداختند (Cornell, 2017; Bilel, 2020; Hua et al., 2020). Kuo and Chen (2014)، بیان می‌کنند که رابطه علی دوطرفه‌ای بین تمایلات سرمایه‌گذاران و بازده سهام در کشورهای مختلف وجود دارد. به عبارتی، سرمایه‌گذاری‌ها همواره تحت تأثیر اطلاعات حاصل از سیاست‌های شرکت، در معرض تغییر و نوسان هستند (Rajgopal & Venkatachalam, 2011).

یکی از این سیاست‌ها که سرمایه‌گذاران همواره به آن توجه دارند و تصمیمات خود را بر این اساس تغییر می‌دهند، سیاست‌های مربوط به تقسیم سود است که یکی از اهداف مهم سرمایه‌گذاران نیز است. به عبارتی، ثروت سهامداران بر اساس سود تقسیمی و افزایش قیمت سهام مشخص می‌شود و آن‌ها تمایل دارند که مبتنی بر جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری، تصمیمات خود در ارتباط با سرمایه‌گذاری را اتخاذ نمایند (Guo et al., 2017; Yang et al., 2021; Fu et al., 2019; Wu, 2019). بر اساس نظریه‌های سنتی مالی، Kim et al. (2017) بیان می‌کنند که سرمایه‌گذاران با استفاده از اطلاعات منتشرشده توسط شرکت و پیش‌بینی‌های منطقی خود از این اطلاعات، تصمیم‌های عقلایی می‌گیرند و گرایش‌های احساسی و سوگیری‌ها، هیچ نقشی در تصمیم‌گیری‌ها ندارند، اما این مسئله در حال حاضر با ارائه پژوهش‌های رفتاری مالی تغییر کرده است. در حال حاضر، سرمایه‌گذاران

تصمیم‌گیری‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری را نه تنها بر اساس ارزیابی شناختی و احتمالات عقلایی، بلکه بر اساس ارزیابی مؤثر از اطلاعات در دسترس و عواملی که عواطف را تحریک می‌کنند، می‌گیرند (Haritha & Uchil, 2019).

سیاست دیگر، سیاست بدهی است که مورد توجه این پژوهش قرار گرفته است. سرمایه‌گذاران آگاه، تمایل دارند از سیاست‌های شرکت در خصوص بدهی‌ها باخبر باشند، زیرا این امکان وجود دارد که با توجه به سیاست دیرکرد پرداخت بدهی توسط شرکت‌ها، به‌مرور زمان، اعتبار شرکت در بازار از بین رفته و همین موضوع منجر به کاهش ارزش شرکت شود که بر ثروت سرمایه‌گذاران در شرکت تأثیر منفی دارد (Lassoued & Attia, 2014). همچنین، این امکان وجود دارد که سیاست اصلی شرکت، تمرکز بر بدهی‌های شرکت باشد و عمده تأمین مالی خود را از این طریق دنبال کند که این موضوع، می‌تواند نشان‌دهنده اهمیت قائل شدن پایین برای ثروت سهامداران باشد (Cheema, 2016). این موضوع نیز تمایل سهامداران برای سرمایه‌گذاری در این نوع شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. بر اساس آنچه گفته شد، انتظار می‌رود سیاست‌های مربوط به بدهی در شرکت‌ها، بر روی تمایلات سرمایه‌گذاران و اتخاذ تصمیمات آن‌ها در خصوص خرید و فروش سهام شرکت، تأثیرگذار باشد.

از سوی دیگر، رفتار مدیران در این خصوص، می‌تواند سیاست‌های شرکت را تحت تأثیر قرار دهد (Attia et al., 2018). جبهه‌گیری مدیریت (Management Entrenchment)، نشان‌دهنده تمایل نماینده سهامدار (مدیر) برای رهایی خود، حداقل تا حدی از کنترل (سهامدار) است تا بتواند مزایای شخصی بیشتری به خود اعطا کند. جبهه‌گیری، در جنبه‌های مختلف آن، اثرات مختلفی ایجاد می‌کند؛ برای مثال et al. Braam (2015) بیان می‌کنند که جبهه‌گیری اثرات منفی بر ثروت سهامداران دارد، در حالی که Chi et al. (2016)، اثر مثبت جبهه‌گیری مدیریت را بر تغییر عملکرد شرکت اثبات نموده‌اند. با این حال، این موضوع تاکنون در پژوهش‌های تجربی داخلی مورد بررسی

قرار نگرفته است. بر این اساس، پژوهش حاضر درصدد است که این شکاف پژوهشی و کاربردی را پر کند.

بر اساس آنچه گفته شد، در این پژوهش انتظار می‌رود که جبهه‌گیری مدیران، منجر به سیاست‌گذاری در راستای اهداف مدیران شود که در نتیجه آن، تمایلات و رفتار سرمایه‌گذاران نیز تغییر نماید؛ بنابراین، این پژوهش به دنبال بررسی تجربی تأثیر تعدیلی جبهه‌گیری مدیریت بر رابطه بین سیاست بدهی و تقسیم سود بر تمایلات سرمایه‌گذاران است.

پیشینه پژوهش

پیشینه نظری پژوهش

تمایلات سرمایه‌گذاران، انتظارات آن‌ها نسبت به جریان‌های نقد آتی است که بر قیمت سهام اثرگذار است (Brown & Cliff, 2004) و مبتنی بر مطالعات مالی رفتاری صورت گرفته در حال حاضر، بین تمایلات سرمایه‌گذاران و بازده و قیمت سهام رابطه وجود دارد (Corredor et al., 2015; Guo et al., 2017; Wang and Wu, 2019; Fu et al., 2021). یکی از مهم‌ترین اطلاعات اثرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری افراد در پژوهش‌ها، میزان سود شرکت و سیاست‌های تقسیم سود سهام شرکت، می‌باشد. افراد بر اساس سیاست تقسیم سود شرکت، میزان جریان نقدی دریافتی خود را پیش‌بینی می‌کنند و بر اساس ارزیابی‌ها و پیش‌بینی‌های خود اقدام به سرمایه‌گذاری می‌نمایند. به عبارتی، سیاست تقسیم سود شرکت‌ها تأثیر بسزایی در شکل‌گیری تمایلات سرمایه‌گذاری (Xu et al., 2019) و ایجاد نگرش نسبت به کسب بازدهی از سرمایه‌گذاری‌ها در سهامداران می‌شود. همچنین، ایزدی‌نیا (۱۳۸۸) نیز بیان می‌کند که تضاد منافع بین مدیران و سرمایه‌گذاران از عوامل مؤثر در تبیین سود شرکت‌ها است و هر چه تضاد نمایندگی بیشتر باشد، پرداخت سود بالاتر خواهد بود؛ بنابراین، شرکت‌ها باید در مورد سیاست تقسیم سود خود، یعنی مقدار سود نقدی که باید بین سهامداران توزیع شود، تصمیم‌گیری کنند و این تصمیم‌گیری به ادبیات سیاست‌های تقسیم سود و رویه شرکت‌ها نسبت به سود مازاد مرتبط

است و بر این اساس، سیاست‌های تقسیم سود توان اثرگذاری بر تمایلات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران را دارد (Al-Nasseri et al., 2021; Bilel & Mondher, 2021).

از سوی دیگر، انتخاب سیاست بدهی با انتخاب ساختار سرمایه از تصمیمات مهم شرکت‌ها بشمار می‌آید که بر ارزش شرکت‌ها اثرگذار است. استفاده بیش‌ازحد از بدهی می‌تواند مشکلات جدی برای شرکت‌ها ایجاد کند، زیرا شرکت دارای ریسک اهرمی بالایی می‌شود که می‌تواند بر انتظارات سرمایه‌گذاران مؤثر واقع شود (Strýčková, 2019).

در حال حاضر، توانائی شرکت‌ها در مشخص ساختن سیاست‌های مالی مناسب به‌منظور ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری، از عوامل اصلی رشد و پیشرفت شرکت‌ها به‌شمار می‌آید و به‌کارگیری سیاست‌های مالی برای سرمایه‌گذاری‌های سودآور و تأمین مالی مناسب، در رشد شرکت‌ها نقش بسیار مهمی را ایفا می‌کند (Douglas, 2009).

بر این اساس، سرمایه‌گذاران آگاه، تمایل دارند از سیاست شرکت‌ها در خصوص بدهی‌ها باخبر باشند (Hidayat et al., 2019)، زیرا این امکان وجود دارد که با توجه به سیاست دیرکرد پرداخت بدهی توسط شرکت‌ها، به‌مرورزمان، اعتبار شرکت در بازار از بین رفته و همین موضوع منجر به کاهش ارزش شرکت شود که بر ثروت سرمایه‌گذاران در شرکت تأثیر منفی دارد. همچنین، این امکان وجود دارد که سیاست اصلی شرکت، تمرکز بر بدهی‌های شرکت باشد و عمده تأمین مالی خود را از این طریق دنبال کند که این موضوع، می‌تواند نشان‌دهنده اهمیت پایین قائل شدن برای ثروت سهامداران باشد (Cheema, 2016)؛ بنابراین، سیاست‌های بدهی شرکت بر تمایلات سرمایه‌گذاران مؤثر است.

نکته پایانی آنکه، رفتار مدیران، می‌تواند سیاست‌های شرکت را تحت تأثیر قرار دهد (Attia et al., 2018). نظریه‌های مربوط به حقوق مالکیت، نمایندگی و هزینه‌های معاملاتی، تعارض منافع بین ذی‌نفعان مختلف شرکت را برجسته می‌کنند. به‌طور خاص، این نظریه‌ها روابط سهامدار و مدیر را مورد مطالعه قرار می‌دهند که این روابط را به‌عنوان تعارض در منافع توصیف می‌کنند (Xu & Yano, 2017). بر این اساس، جبهه‌گیری مدیران به تمام رفتارهایی که موجب حفظ شغل، افزایش آزادی تصمیم‌گیری و حفظ

سودهای شخصی است، مربوط می‌شود (Marouan, 2015). در این ارتباط، Braam et al. (2015) بیان می‌کنند که جبهه‌گیری مدیران اثرات منفی بر ثروت سهامداران دارد و Chi et al. (2016) گیرند، زیرا جبهه‌گیری باعث افزایش منافع خصوصی نسبت به منافع سهامداران می‌شود؛ بنابراین، مدیران جبهه‌گیر برای کاهش سود سهام با توجه به حفظ پول نقد برای مصرف محدود، انگیزه دارند (Cheng et al., 2013) و یا مدیران سود سهام را پرداخت می‌کنند وقتی که سرمایه‌گذاران صرف بیشتری را روی سهام شرکت‌های پرداخت‌کننده سود سهام قرار دهند. به عبارتی، فشار خارجی از سمت تحلیل و انتخاب سرمایه‌گذاران، شرکت‌ها را مجبور به پرداخت سود سهام می‌کند (Gyimah & Gyapong, 2019). بر این اساس، این سؤال مطرح می‌شود که جبهه‌گیری مدیریت چگونه بر سیاست تقسیم سود شرکت تأثیر می‌گذارد و به تبع آیا جبهه‌گیری تمایلات سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟

از سوی دیگر، پدیده جبهه‌گیری مدیریت که قبلاً مورد بحث قرار گرفت، می‌تواند بر روی سیاست‌های مربوط به بدهی نیز تأثیرگذار باشد. بدین صورت که امکان دارد مدیران برای کسب شهرت، سیاستی را در پیش گیرند که بر اساس آن بدهی‌ها را زودتر از سررسید یا حداقل در تاریخ سررسید پرداخت کند تا مشکلی از این بابت، آینده شرکت را تحت تأثیر قرار ندهد. این رویداد، می‌تواند به افزایش شهرت مدیر کمک کند (Goldstein et al., 2015). همچنین، این امکان نیز وجود دارد که مدیران برای رسیدن به اهداف شخصی خود، از مفاد قراردادهای بدهی سرپیچی کرده و در مدت کوتاه حضور خود در شرکت، منافع خود را حداکثر سازند. این موضوعات نشان می‌دهد که جبهه‌گیری مدیران شرکت، بر سیاست‌های مربوط به دریافت و پرداخت بدهی اثرگذار است و بر این اساس، این سؤال مطرح است که جبهه‌گیری مدیریت چگونه بر سیاست بدهی شرکت تأثیر می‌گذارد و به تبع آیا جبهه‌گیری تمایلات سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟

پیشینه تجربی پژوهش

Bilel (2020) در پژوهش خود بیان می‌کند که تصمیم شرکت برای پرداخت سود سهام می‌تواند تحت تأثیر جبهه‌گیری مدیران قرار گیرد. به عبارت دیگر، جبهه‌گیری مدیران، تأثیر مثبتی بر سیاست‌های پرداخت سود شرکت دارد.

Hua et al. (2020) در پژوهشی دریافتند که سیاست‌های صنعتی اعلام‌شده توسط دولت تأثیر نامتقارن قابل توجهی بر احساس سرمایه‌گذاران دارد. علاوه بر این، احساسات سرمایه‌گذاران تحت شوک برونزای سیاست‌های صنعتی، تأثیر واقعی قابل توجهی بر رفتار ادغام بین صنعت شرکت‌ها و ایجاد جریان سرمایه بین صنعت دارد.

Martins (2019) نیز بیان می‌کند که نگهداری وجه نقد به سطح حمایت از سهامداران حساس است، اما به سطح حقوق بستانکار حساس نیست. نحوه حمایت از سهامداران به این بستگی دارد که چگونه مدیران جبهه‌گیر می‌شوند. هنگامی که مدیران توسط مالکیت تنفیذ می‌شوند و جبهه‌گیر هستند، سهامداران با نگهداری وجه نقد بیشتر موافقت می‌کنند، درحالی‌که وقتی مدیران با دوگانگی نقش، تنفیذ می‌شوند، سهامداران آن‌ها را مجبور به کاهش نقدینگی می‌کنند.

Li et al. (2017) با استفاده از رویکرد علیت کوانتیل، طی رژیم‌ها و موقعیت‌های مختلف اقتصادی نشان دادند که تمایلات سرمایه‌گذار فقط در حالت تعادل و رکود اقتصادی قدرت پیش‌بینی‌کنندگی بازار سهام را داشته است.

در پژوهش‌های داخلی عموماً رابطه بین تمایلات سرمایه‌گذاران با بازده سهم و تا حدود کمی بر سیاست‌های تقسیم سود تبیین شده است. حلقه مفقوده در پژوهش‌های داخلی آن است که در این پژوهش‌ها بر سیاست‌های بدهی شرکت تمرکز نشده است و این در حالی است که شرکت‌های ایرانی در بازار سرمایه عموماً از محل بازار بدهی تأمین مالی می‌شوند (نظام تأمین مالی تولید در ایران: تحلیل رابطه بانک و بنگاه، ۱۳۹۵) و تبیین اثر سیاست‌های بدهی شرکت بر تمایلات سرمایه‌گذاران قابل توجه است. علاوه بر آن، اثر تعدیلی جبهه‌گیری مدیریت در تبیین سیاست‌ها و اثری که بر این رابطه دارد، تبیین نشده است و این در حالی است که بر اساس مطالعات بین‌المللی انجام‌شده که

در این پژوهش ارائه شده‌اند، رفتار مدیران می‌تواند سیاست‌های شرکت را تحت تأثیر قرار دهد و این مسئله بر رابطه بین تمایلات سرمایه‌گذاران و سیاست‌های متأثر از رفتار مدیران، مؤثر است. بر این اساس، با بررسی پیشینه پژوهش‌های داخلی، پژوهش‌های مرتبط و نتایج این پژوهش‌ها در ادامه ارائه شده است.

ام‌البین و همکاران (۱۳۹۹) نشان دادند که بین تمایلات سرمایه‌گذاران و بازدهی سهام رابطه‌ای غیرخطی و نامتقارن وجود دارد و در حد آستانه‌ای بالا و محدوده بین دو حد آستانه‌ای تمایلات سرمایه‌گذاران، بازدهی سهام به صورت مثبتی از تمایلات سرمایه‌گذاران تأثیر می‌پذیرد. درحالی که حد پایین تمایلات سرمایه‌گذاران بر بازده سهام بی‌تأثیر بوده است.

نصیری و کامیابی (۱۳۹۸) بیان می‌کنند که تمایلات و رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران فردی تأثیر معناداری بر بازده مازاد دارد. همچنین، مشخص شد تصمیم‌گیرندگان در شرایطی که همه سرمایه‌گذاران منطقی عمل نمی‌کنند، جوانب روان‌شناختی سرمایه‌گذار را برای درک چگونگی قیمت‌گذاری دارایی‌ها بکار می‌گیرند.

کمرئی و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهش خود به این سؤال که چرا سرمایه‌گذاران فردی خواهان سود تقسیمی هستند، با استفاده از روش پرسشنامه پاسخ دادند. پاسخ پاسخ‌دهندگان که سرمایه‌گذاران بودند، نشان داد که آن‌ها تا حدودی به این دلیل که هزینه نقدی سود تقسیمی، از هزینه فروش سهام پایین‌تر است، علاقه زیادی به سود تقسیمی دارند.

حجازی و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهش خود به بررسی اثر توانایی مدیران بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها پرداختند. نتایج این پژوهش بیانگر رابطه مثبت بین توانایی مدیران و سیاست‌های تقسیم سود بود. به عبارتی، مدیران تواناتر، سود بیشتری پرداخت نموده بودند.

درنهایت، حیدرپور و همکاران (۱۳۹۲) وجود رابطه مثبت و معنادار میان رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهام شرکت‌های دارای کمترین اندازه نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی را نشان دادند.

باتوجه به آنچه بررسی و ارائه شد، فرضیه‌های زیر در این پژوهش مطرح است:
فرضیه اول: سیاست تقسیم سود سهام شرکت بر تمایلات سرمایه‌گذاران اثر مثبت و معناداری دارد.

فرضیه دوم: سیاست بدهی شرکت بر تمایلات سرمایه‌گذاران اثر منفی و معناداری دارد.

فرضیه سوم: جبهه‌گیری مدیریت، رابطه بین سیاست تقسیم سود سهام شرکت و تمایلات سرمایه‌گذاران را تعدیل می‌کند.

فرضیه چهارم: جبهه‌گیری مدیریت، رابطه بین سیاست بدهی و تمایلات سرمایه‌گذاران را تعدیل می‌کند.

روش

روش پژوهش حاضر تحلیلی و از نوع همبستگی و از لحاظ هدف، کاربردی است. به‌منظور آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون ساده و رگرسیون چندمتغیره، استفاده شده است. جهت گردآوری داده‌های پژوهش از روش کتابخانه‌ای به‌منظور تدوین مباحث نظری و برای داده‌ها و اطلاعات مالی از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و همچنین بانک‌های اطلاعاتی نظیر ره‌آورد نوین، استفاده شده است. بر این اساس، صورت‌های مالی شرکت‌های بورسی برای یک دوره ۱۰ ساله از ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹، موردبررسی قرار گرفته است. در این پژوهش انتخاب نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک صورت گرفته است. بر این اساس، با در نظر گرفتن معیارهای زیر تعداد ۱۶۳، شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان نمونه جهت بررسی فرضیه‌های پژوهش، انتخاب شده‌اند:

۵۳۶	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس در پایان سال ۱۳۹۹
(۱۸۸)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ در بورس فعال نبوده‌اند.
(۷۷)	تعداد شرکت‌هایی که از سال ۱۳۹۰ به بعد در بورس پذیرفته شده‌اند.
(۵۲)	تعداد شرکت‌هایی که جز هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و یا لیزینگ‌ها بوده‌اند.
(۵۵)	تعداد شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند نبوده و یا در قلمرو زمانی تحقیق تغییر سال مالی داده‌اند و همچنین، تعداد شرکت‌هایی که با ارزش دفتری سهام منفی برای جلوگیری از نتایج کاذب حذف شده‌اند.
(۱)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق اطلاعات آن‌ها در دسترس نبود.

۱۶۳

تعداد شرکت‌های موجود در نمونه موردبررسی پژوهش

پس از استخراج اطلاعات موردنیاز و جمع‌بندی داده‌ها در اکسل به محاسبه متغیرهای تحقیق پرداخته شد و با استفاده از نرم‌افزار ایویوز، فرضیات پژوهش مورد آزمون قرار گرفت. بر اساس آنچه تا اینجا ارائه شد به تبع از پژوهش بیلل (۲۰۲۰) و تعدیل مدل‌های معرفی شده در آن، برای آزمون فرضیه اول و دوم پژوهش از مدل ۱، استفاده شده است:

$$Sentiment_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Div_{i,t} + \beta_2 DP_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 QT_{i,t} + \beta_5 AQ_{i,t} + \beta_6 LIQUID_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

برای آزمون فرضیه سوم پژوهش از مدل ۲، استفاده شده است:

$$Sentiment_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Div_{i,t} + \beta_2 EP_{i,t} + \beta_3 Div_{i,t} * EP_{i,t} + \beta_4 QT_{i,t} + \beta_5 AQ_{i,t} + \beta_6 LIQUID_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

و در نهایت برای آزمون فرضیه چهارم پژوهش از مدل ۳، استفاده شده است:

$$Sentiment_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DP_{i,t} + \beta_2 EP_{i,t} + \beta_3 DP_{i,t} * EP_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 QT_{i,t} + \beta_6 AQ_{i,t} + \beta_7 LIQUID_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

تمایلات سرمایه‌گذاران ($Sentiment_{i,t}$): به تبع از پژوهش ردیل، سان و وانگ (۲۰۲۱) برای اندازه‌گیری تمایلات سرمایه‌گذاران، از شاخص‌های معرفی شده توسط بیکر و رگر

(۲۰۰۶) استفاده می‌شود. شاخص‌های معرفی شده قابل اجرا به شرح جدول (۱) می‌باشد. در نهایت از لگاریتم طبیعی میانگین مجموع این پنج معیار، به عنوان معیار احساسات سرمایه‌گذاران استفاده می‌شود.

جدول ۱. معیارهای مربوط به تمایلات سرمایه‌گذاران و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها

متغیر	نماد	نحوه اندازه‌گیری
حجم معاملات	$TURN$	لگاریتم طبیعی میانگین حجم معاملات سالانه
مازاد سود تقسیمی	$PDND$	مازاد سود تقسیمی است که از لگاریتم مابه‌التفاوت سودهای تقسیم‌شده و تقسیم‌نشده محاسبه می‌شود.
نسبت مالکانه	S	نسبت مالکانه سهام و معیاری برای اندازه‌گیری کل فعالیت‌های مالی است که از تقسیم حقوق صاحبان سهام بر مجموع حقوق صاحبان سهام و بدهی‌های بلندمدت محاسبه می‌شود. در نهایت این متغیر به درصد تبدیل می‌شود (ضرب در ۱۰۰).
نرخ بهره بدون ریسک	R_f	نرخ بهره بدون ریسک است که از طریق نرخ سود سپرده‌های بانکی یک‌ساله محاسبه می‌شود.
شاخص قیمت مصرف‌کنندگان	CPI	شاخص قیمت مصرف‌کنندگان است که به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری تورم استفاده می‌شود.

متغیرهای مستقل

به پیروی از پژوهش بیلل (۲۰۲۰) سیاست تقسیم سود ($Div_{i,t}$) برابر با نسبت سود تقسیمی هر سهم به کل دارایی‌ها و سیاست بدهی ($DP_{i,t}$) برابر با تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها در سال t برای شرکت i ، است.

متغیر تعدیلی

جبهه‌گیری مدیریت ($EP_{i,t}$): مشابه مارویان (۲۰۱۵) برای اندازه‌گیری جبهه‌گیری مدیریت از معیار امتیازدهی ترکیبی دوگانگی نقش مدیرعامل و مالکیت مدیریتی استفاده می‌شود: مسئولیت دوگانه مدیرعامل: برای عملیاتی کردن مسئولیت دوگانه مدیرعامل از یک متغیر مجازی استفاده شده است. در صورتی که در شرکتی مدیرعامل، رئیس یا نایب‌رئیس

هیئت‌مدیره باشد، از متغیر موهومی یک و برعکس چنانچه رئیس یا نایب‌رئیس هیئت‌مدیره نباشد، از متغیر موهومی صفر استفاده خواهد شد.

درصد مالکیت مدیریتی: درصد مالکیت سهامی که در اختیار اعضای هیئت‌مدیره قرار دارد که اطلاعات آن با مراجعه به یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی به دست می‌آید. در صورتی که سهام در اختیار مدیریت شرکتی از میانه سهام در اختیار مدیریت سایر شرکت‌ها (مشاهدات) بالاتر باشد مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر می‌گیرد. در نهایت نیز امتیاز (عدد یک یا صفر) حاصل از مسئولیت دوگانه مدیرعامل و درصد مالکیت مدیریتی با یکدیگر جمع و تقسیم بر دو می‌شود.

متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی پژوهش به تبعیت از پژوهش بیلل (۲۰۲۰) و تعدیل مدل‌های معرفی شده در آن انتخاب شدند که به شرح زیر است:

اندازه شرکت ($SIZE_{i,t}$): لگاریتم طبیعی دارایی‌ها در سال t برای شرکت i .

نسبت کیوتوبین ($QT_{i,t}$): مجموع ارزش بازار و بدهی تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها در سال t برای شرکت i .

کیفیت حسابرسی ($AQ_{i,t}$): متغیری دو ارزشی است که اگر حسابرس شرکت سازمان حسابرسی باشد مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر می‌گیرد.

نسبت نقدینگی ($LIQUID_{i,t}$): دارایی جاری به بدهی جاری در سال t برای شرکت i .

یافته‌ها

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش برای نمونه آماری که شامل ۱۶۳ شرکت (۱۶۳۰ سال-شرکت) و بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹، در جدول (۲) ارائه شده است. میانگین احساسات سرمایه‌گذاران ۳۱/۲۶۶ است که نشان‌دهنده میزان واکنش آن‌ها به کلیت بازار در برابر ریسک‌های مالی و غیرمالی است. میانگین سیاست تقسیم سود برابر با ۰/۵۱۷ است. میانگین سیاست بدهی نشان می‌دهد که تقریباً ۵۲ درصد ساختار سرمایه شرکت‌های عضو نمونه پژوهش از بدهی‌ها تشکیل شده است. میانگین جبهه‌گیری مدیریت عدد ۰/۴۰۹ را نشان

می‌دهد و این عدد بیان می‌کند که مدیران دارای قدرت نسبی در شرکت‌ها هستند و می‌توانند در تصمیمات شرکت نقش اصلی ایفا کنند.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	اختصار	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
احساسات سرمایه‌گذاران	<i>Sentiment</i>	۳۱/۲۶۶	۳۰/۹۴۴	۳۷/۷۸۸	۲۰/۷۰۹	۴/۱۵۰
سیاست تقسیم سود	<i>DIV</i>	۰/۵۱۷	۰/۶۰۱	۰/۹۶۰	۰/۰۰۰	۰/۳۸۱
سیاست بدهی	<i>DP</i>	۰/۵۱۸	۰/۵۲۷	۰/۸۷۴	۰/۱۸۵	-۰/۱۷۵
جبهه‌گیری مدیریت	<i>EP</i>	۰/۴۰۹	۰/۵۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۳۴۷
اندازه شرکت	<i>Size</i>	۱۴/۵۴۲	۱۴/۳۵۲	۱۷/۸۸۰	۱۲/۰۹۵	۱/۴۵۰
نسبت کیوتوبین	<i>QT</i>	۳/۵۱۵	۲/۱۶۰	۱۱/۹۵۱	۱/۰۲۱	۲/۹۹۶
نقدینگی	<i>liquid</i>	۱/۶۷۱	۱/۴۲۶	۳/۸۹۴	۰/۶۳۷	۰/۸۳۰
کیفیت حسابرسی	<i>AQ</i>	-	-	۱	۰	-

همچنین، از مفروضات اولیه مدل‌های رگرسیون چندمتغیره، عدم وجود همبستگی خطی بین متغیرهای توضیحی است که برای بررسی آن از آزمون عامل تورم واریانس استفاده شده است. بر اساس نتایج این آزمون، عامل تورم واریانس برای متغیرهای بکار گرفته شده در مدل‌های پژوهش کمتر از ۱۰ بود؛ بنابراین، بین متغیرهای توضیحی، هم‌خطی شدیدی وجود ندارد. به‌منظور بررسی ناهمسانی واریانس باقیمانده‌های مدل‌های پژوهش، از آزمون وایت استفاده شد که نتایج آن حاکی از وجود عدم ناهمسانی واریانس بود. درنهایت، به‌منظور آزمون خودهمبستگی بین اجزای خطای مدل‌های پژوهش، از آماره دوربین واتسون استفاده شد که با توجه به آنکه آماره دوربین واتسون در مدل‌های پژوهش بین ۱/۵ تا ۲/۵ است، پس مشکل خودهمبستگی وجود ندارد.

انتخاب نوع الگوی برآورد

از آنجا که داده‌های پژوهش حاضر به‌صورت ترکیبی است، نیاز است که تلفیقی یا تابلویی بودن داده‌ها با استفاده از آزمون چاو (F لیمر) سنجیده شود. با توجه به نتایج به‌دست‌آمده

که در جدول (۷) ارائه شده است، سطح معناداری در مدل‌های پژوهش و سطح معناداری برای F لیمر، عدد صفر است که این مقدار، بیانگر رد فرضیه صفر (کارایی روش تلفیقی) بوده و حکایت از آن دارد که برای تخمین آن باید از روش داده‌های تابلویی استفاده شود. با توجه به تابلویی بودن مدل‌ها، بایستی برای تعیین نوع داده‌های تابلویی (روش اثرات ثابت یا اثرات تصادفی) از آزمون هاسمن استفاده شود. همان‌طور که در جدول (۳) ملاحظه می‌شود، سطح معناداری آزمون هاسمن، در مدل‌های پژوهش، کم‌تر از ۵ درصد است که این مقدار حاکی از برتری روش اثرات ثابت در مقابل روش تصادفی است؛ بنابراین، برای برازش داده‌ها در مدل‌های پژوهش از داده‌های تابلویی به روش اثرات ثابت استفاده می‌شود.

جدول ۳. انتخاب نوع الگوی برآورد

مدل رگرسیون	آزمون	مقدار آماره	سطح معناداری	نتیجه آزمون
مدل اول	چاو	۴/۷۴۹	۰/۰۰۰	داده‌های پانلی
	هاسمن	۶۸/۱۷۱	۰/۰۰۰	مدل اثرات ثابت
مدل سوم	چاو	۳/۸۷۰	۰/۰۰۰	داده‌های پانلی
	هاسمن	۷۷/۳۵۷	۰/۰۰۰	مدل اثرات ثابت
مدل چهارم	چاو	۵/۷۸۵	۰/۰۰۰	داده‌های پانلی
	هاسمن	۳۲/۹۰۱	۰/۰۰۰	مدل اثرات ثابت

آزمون فرضیه اول و دوم

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول و دوم پژوهش در جدول (۴) ارائه شده است. ضریب تعیین مدل آزمون شده، معادل ۰/۵۲۵ است و نشان می‌دهد که ۵۲ درصد تغییرات در متغیر وابسته، توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می‌شود. همچنین، با توجه به مقدار آماره F می‌توان گفت که مدل در سطح کلی معنادار است. مقدار آماره دوربین واتسون ۱/۹۴۴ است، همان‌طور که نتایج آزمون خودهمبستگی (آماره دوربین واتسون) نشان می‌دهد مدل رگرسیونی پژوهش دارای خودهمبستگی نمی‌باشند و برای برآورد آن از روش حداقل مربعات معمولی تعمیم‌یافته استفاده خواهد شد و نیازی به وارد کردن وقفه به

متغیرهای مدل جهت رفع خودهمبستگی نمی‌باشد. بر این اساس، می‌توان گفت خودهمبستگی سریالی بین اجزای اخلال وجود ندارد.

ضریب و سطح خطای معناداری متغیر مستقل (سیاست تقسیم سود) برابر با ۰/۶۵۶ و ۰/۰۶ می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که سیاست تقسیم سود با احساسات سرمایه‌گذاران رابطه دارد و این رابطه مثبت و معنی‌داری است. به عبارت دیگر، نسبت تقسیم سود بالاتر، تمایل سرمایه‌گذاران برای واکنش به خرید سهام را افزایش می‌دهد. این یافته‌ها تقریباً با کارایی بازار در سطح نیمه قوی همخوانی دارد، زیرا سرمایه‌گذاران در این حالت به اطلاعات منتشرشده جاری واکنش نشان می‌دهند و مبتنی بر انتشار اطلاعات سود تقسیمی، به سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها تمایل دارند. بر اساس این یافته‌ها، فرضیه اول مبنی بر اینکه بین سیاست تقسیم سود سهام و تمایلات سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد، تأیید می‌شود.

ضریب و سطح خطای معناداری متغیر مستقل (سیاست بدهی) برابر با ۱۰/۷۳۹- و ۰/۰۰۰ می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که سیاست بدهی تأثیر منفی و معناداری بر احساسات سرمایه‌گذاران دارد. به عبارت دیگر، نسبت بدهی بالاتر، تمایلات سرمایه‌گذاران برای واکنش به خرید سهام را کاهش می‌دهد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران از بدهی‌های شرکت بیزارند و به سمت شرکت‌هایی تمایل دارند که ریسک بدهی کمتری داشته باشند؛ بنابراین فرضیه دوم پژوهش نیز تأیید می‌شود.

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه اول و دوم

متغیر	نماد	ضریب	انحراف معیار	آماره	سطح معناداری
سیاست تقسیم سود	<i>DIV</i>	۰/۶۵۶	۰/۳۵۷	۱/۸۳۸	۰/۰۶۶
سیاست بدهی	<i>DP</i>	-۱۰/۷۳۹	۱/۲۴۵	-۸/۶۲۳	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	<i>Size</i>	۰/۹۸۰	۰/۱۴۷	۶/۶۶۳	۰/۰۰۰
نسبت کیوتوبین	<i>QT</i>	۰/۴۷۷	۰/۳۹۲	۱۲/۱۵۷	۰/۰۰۰
کیفیت حسابداری	<i>AQ</i>	-۰/۰۶۵	۰/۴۵۹	-۰/۱۴۳	۰/۸۸۵
نقدینگی	<i>liquid</i>	-۰/۴۸۰	۰/۲۵۰	-۱/۹۲۱	۰/۰۵۴
ضریب تعیین		۰/۵۲۵			

متغیر	نماد	ضریب	انحراف معیار	آماره	سطح معناداری
آماره F				۱۶۹/۶۳۸	
سطح معناداری آماره F				۰/۰۰۰	
آماره دوربین واتسون				۱/۹۴۴	

آزمون فرضیه سوم پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش در جدول (۵) ارائه شده است. ضریب تعیین مدل آزمون شده، معادل ۰/۴۰۱ است و نشان می‌دهد که ۴۰ درصد تغییرات در متغیر وابسته، توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می‌شود. همچنین، با توجه به مقدار آماره F می‌توان گفت که مدل در سطح کلی معنادار است. مقدار آماره دوربین واتسون ۱/۶۷۴ است. بر این اساس می‌توان گفت خودهمبستگی سریالی بین اجزای اخلال وجود ندارد.

هدف اصلی این آزمون، نشان دادن تأثیر تعدیلی جبهه‌گیری مدیریت بر رابطه بین سیاست تقسیم سود و احساسات سرمایه‌گذاران است. یافته‌ها نشان می‌دهد جبهه‌گیری مدیریت، اثر تعدیلی و مثبتی بر رابطه بین سیاست تقسیم سود و احساسات سرمایه‌گذاران دارد و در نتیجه، فرضیه سوم پژوهش تأیید می‌شود.

بر اساس نتایج پژوهش‌های انجام شده رفتار مدیران، سیاست‌های شرکت از جمله سیاست تقسیم سود شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. گاهی این سیاست‌ها در تعارض با منافع سهامداران است و اثر منفی بر تمایل آن‌ها در جهت انجام سرمایه‌گذاری در شرکت ایجاد می‌کند. به عبارتی، مدیران جبهه‌گیر برای کاهش سود سهام با توجه به حفظ پول نقد برای مصرف محدود، انگیزه دارند؛ در مقابل، گاهی مدیران با اتخاذ سیاستی همچون پرداخت سود سهام و الزام به جمع‌آوری بیشتر وجوه و ایجاد جریان مثبت سود در شرکت برای پوشش پرداخت‌های مربوط به سود سهام، اثر مثبتی بر تمایل سرمایه‌گذاران جهت انجام سرمایه‌گذاری خواهند داشت. نتایج در بازار سرمایه ایران هم‌راستا با پژوهش چی و همکاران (۲۰۱۶) است و اثر مثبت جبهه‌گیری مدیران بر رابطه بین سیاست تقسیم سود و تمایل به سرمایه‌گذاری سهامداران تأیید می‌شود.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

متغیر	نماد	ضریب	انحراف معیار	آماره	سطح معناداری
سیاست تقسیم سود	DIV	۰/۰۴۹	۰/۰۱۹	۲/۵۷۹	۰/۰۲۹
جبهه‌گیری مدیریت	EP	-۰/۰۸۸	۰/۰۱۲	-۷/۱۰۰	۰/۰۰۰
تعامل تقسیم سود و جبهه‌گیری	EP*DIV	۰/۰۷۷	۰/۰۲۱	۳/۶۰۶	۰/۰۰۵
اندازه شرکت	Size	۰/۰۲۰	۰/۰۰۵	۳/۵۳۵	۰/۰۰۶
نسبت کیوتوین	QT	۰/۰۱۷	۰/۰۰۳	۵/۲۷۱	۰/۰۰۰
کیفیت حسابرسی	AQ	۰/۰۰۳	۰/۰۰۸	۰/۳۴۰	۰/۷۴۱
نقدینگی	liquid	۰/۰۴۰	۰/۰۰۴	۸/۱۲۹	۰/۰۰۰
ضریب تعیین		۰/۴۰۱			
آماره F		۱۵۵/۶۵۴			
سطح معناداری آماره F		۰/۰۰۰			
آماره دورین واتسون		۱/۶۷۴			

آزمون فرضیه چهارم

نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم در جدول (۶) ارائه شده است. ضریب تعیین مدل آزمون شده، معادل ۰/۶۵۸ است و نشان می‌دهد که ۶۶ درصد تغییرات در متغیر وابسته، توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می‌شود. همچنین، با توجه به مقدار آماره F (۱۶/۶۹۴) می‌توان گفت که مدل در سطح کلی معنادار است. مقدار آماره دورین واتسون ۱/۶۴۵ است. بر این اساس می‌توان گفت خودهمبستگی سریالی بین اجزای اخلاقی وجود ندارد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که سیاست بدهی تأثیر منفی و معناداری بر احساسات سرمایه‌گذاران دارد. هدف اصلی این آزمون، نشان دادن تأثیر تعدیلی جبهه‌گیری مدیریت بر رابطه بین سیاست بدهی و احساسات سرمایه‌گذاران است. در این آزمون برخلاف فرضیه سوم، یافته‌ها نشان می‌دهد جبهه‌گیری مدیریت احساسات سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد (ضریب=۰/۰۵۳ و سطح خطای معناداری=۰/۰۱۴). با این حال، این یافته‌ها نشان می‌دهند تعامل سیاست بدهی و جبهه‌گیری مدیریت، منجر به کاهش احساسات سرمایه‌گذاران شده و در نتیجه می‌توان گفت، جبهه‌گیری مدیریت منجر به تقویت رابطه منفی بین سیاست

بدهی و احساسات سرمایه‌گذاران شده است. بر اساس این یافته‌ها، فرضیه چهارم مبنی بر اینکه جبهه‌گیری مدیریت، رابطه بین سیاست تقسیم سود سهام و تمایلات سرمایه‌گذاران را به‌طور معناداری تعدیل می‌کند را نمی‌توان رد کرد.

بر اساس نتایج پژوهش‌های انجام‌شده رفتار مدیران، سیاست‌های شرکت از جمله سیاست بدهی شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. به عبارتی، امکان دارد مدیران برای کسب شهرت، سیاستی را در پیش گیرد که بر اساس آن بدهی‌ها را زودتر از سررسید یا حداقل در تاریخ سررسید پرداخت نمایند تا مشکلی از این بابت، آینده شرکت را تحت تأثیر قرار ندهد و یا ممکن است مدیران برای رسیدن به اهداف شخصی خود، از مفاد قراردادهای بدهی سرپیچی کرده و در مدت کوتاه حضور خود در شرکت، منافع خود را حداکثر سازند. در بازار سرمایه ایران، اثر منفی جبهه‌گیری مدیران بر رابطه بین سیاست بدهی‌های شرکت و تمایلات سرمایه‌گذاران برای انجام سرمایه‌گذاری تأیید شد.

جدول ۶: نتایج آزمون فرضیه چهارم

متغیر	نماد	ضریب	انحراف معیار	آماره	سطح معناداری
سیاست بدهی	<i>DP</i>	-۰/۴۱۹	۰/۰۳۵	-۱۱/۹۱۸	۰/۰۰۰
جبهه‌گیری مدیریت	<i>EP</i>	۰/۰۵۳	۰/۰۱۷	۰۳/۰۳۵	۰/۰۱۴
تعامل بدهی و جبهه‌گیری	<i>EP*DP</i>	-۰/۱۰۷	۰/۰۴۱	-۲/۶۲۴	۰/۰۲۷
اندازه شرکت	<i>Size</i>	۰/۰۴۱	۰/۰۲۷	۱/۵۲۶	۰/۱۶۱
نسبت کیوتوبین	<i>QT</i>	۰/۰۱۵	۰/۰۰۳	۴/۳۹۱	۰/۰۰۱
کیفیت حسابرسی	<i>AQ</i>	۰/۰۲۸	۰/۰۱۲	۲/۳۱۷	۰/۰۴۵
نقدینگی	<i>liquid</i>	-۰/۰۲۳	۰/۰۱۱	-۱/۹۶۰	۰/۰۸۱
ضریب تعیین		۰/۶۵۸			
آماره <i>F</i>		۱۶/۶۹۴			
آماره دوربین واتسون		۱/۶۴۵			

بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش سعی شد تأثیر دو سیاست مهم بدهی و تقسیم سود در شرکت که می‌تواند بر رفتار سرمایه‌گذاران تأثیر بسزایی داشته باشد، با تمایلات سرمایه‌گذاران بررسی شود.

یافته‌ها در آزمون فرضیه اول نشان داد که سیاست تقسیم سود، تمایلات سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد. به عبارتی، نسبت تقسیم سود بالاتر در شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران، باعث می‌شود تا سرمایه‌گذاران بازار نسبت به جریان‌های نقدی سود واکنش مثبتی داشته باشند و بیان‌کننده آن است که آن‌ها انتظارات خوش‌بینانه‌ای از آینده سهم‌هایی که سود بیشتری به آن‌ها تعلق گرفته است، دارند. این یافته‌ها با نتایج Bilel & Mondher (2021) تطبیق دارد. به عبارتی، سهامداران تمایل دارند که مبتنی بر جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری، تصمیمات خود در ارتباط با سرمایه‌گذاری را اتخاذ نمایند (Guo & et al., 2017؛ Yang & Wu, 2019 و Fu & et al., 2021). بر این اساس، افراد سیاست تقسیم سود شرکت را دنبال خواهند کرد تا میزان جریان نقدی دریافتی خود را پیش‌بینی نمایند و بر اساس ارزیابی‌ها و پیش‌بینی‌های خود اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند (Xu & et al., 2019).

همچنین، یافته‌های آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان داد که سیاست بدهی تمایلات سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد. این یافته‌ها بیان می‌کنند که سرمایه‌گذاران از خریدن سهام شرکت‌های دارای ریسک بدهی تا حدی خودداری می‌کنند و تمایل دارند سهام شرکتی را بخرند که دارای کمترین ریسک باشد تا سرمایه آن‌ها به خطر نیفتد. این یافته با عقلایی بودن سرمایه‌گذاران در بازار رابطه مستقیمی دارد و همدیگر را پشتیبانی می‌کنند. این یافته‌ها با نتایج پژوهش Chi et al. (2019) همخوانی دارد، زیرا نتایج پژوهش آن‌ها بیانگر این موضوع بود که تمایل سهامداران برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با نسبت بدهی بالاتر، رو به پایین است.

علاوه بر این، در این پژوهش اثر تعدیلی جبهه‌گیری مدیریت بر روابط بررسی شده نیز مورد آزمون تجربی قرار گرفت. یافته‌ها در فرضیه سوم، نشان داد که جبهه‌گیری اثر تعدیلی بر رابطه بین سیاست تقسیم سود و تمایلات سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران دارد. دلیل این وضعیت را می‌توان در کوتاه‌مدت بودن دوره مدیریت توأم با مالکیت آن‌ها دانست. به عبارت دیگر، می‌توان گفت این شرایط زمانی رخ می‌دهد که مدیران مالک سهام

بیشتری باشند و خود آن‌ها نیز خواهان دریافت سود بیشتری باشند که در این صورت، تأثیر مثبتی بر سیاست تقسیم سود خواهند داشت و باتوجه به اینکه دوره مدیریت در ایران کوتاه‌مدت است، این قضیه را می‌توان دلیل دیگر دانست که مدیران می‌خواهند در دوره کوتاهی که در شرکت هستند، بیشترین دریافتی برای خود کسب کنند و بنابراین، در این حالت دوباره اگر مالک سهام شرکت نیز باشند، تمایل دارند در جلسات شرکت نسبت‌های بیشتری از سود تقسیم شود. این نتایج به یافته‌های Bilel (2020) همخوانی دارند، زیرا وی به این نتیجه رسید که تصمیم شرکت برای پرداخت سود سهام می‌تواند تحت تأثیر جبهه‌گیری مدیران قرار گیرد. به عبارت دیگر، جبهه‌گیری مدیران، سیاست‌های پرداخت سود شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

با این حال، یافته‌ها در فرضیه چهارم، نشان داد که جبهه‌گیری مدیریت رابطه منفی بین سیاست بدهی و تمایلات سرمایه‌گذاران را تعدیل می‌کند. با توجه به آنکه حجم عمده تأمین مالی در بازار سرمایه ایران عموماً از محل بدهی‌ها و تأمین مالی اعتباری از طریق مؤسسات مالی و اعتباری انجام می‌شود (نظام تأمین مالی تولید در ایران، نیلی و همکاران، ۱۳۹۵)، این یافته در تأیید وضعیت حاکم بر بازار سرمایه ایران است. به عبارتی، اگر سیاست شرکت در تأمین مالی عموماً بر محور سیاست‌های ایجادکننده بدهی باشد، این مسئله توسط بازار تحلیل شده و بر انتظارات و تمایلات سرمایه‌گذاران در انجام سرمایه‌گذاری اثرگذار خواهد بود (چما و همکاران، ۲۰۱۶). استفاده بیش‌ازحد از بدهی می‌تواند مشکلات جدی برای شرکت‌ها ایجاد کند و شرکت را با ریسک اهرمی بالایی مواجه نماید (Strýčková, 2019) و این وضعیت توسط سهامداران قابل درک است.

بر اساس نتایج این پژوهش، پیشنهاد می‌شود تا در پژوهش‌های آتی با توجه به اثر قابل توجه حاکمیت شرکتی و مبتنی بر تئوری ذی‌نفعان اثر سازوکارهای حاکمیت شرکتی در شرکت‌ها بر سیاست‌های اتخاذشده مدیران و تمایلات سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری موردبررسی واقع شود. همچنین، پیشنهاد می‌شود متغیرهای عدم اطمینان اقتصادی نیز بر روابط بررسی شده در این پژوهش، مورد مطالعه و بررسی واقع گردد.

تعارض منافع

تعارض منافع ندارم.

ORCID

Mandana Taheri



<https://orcid.org/0000-0001-7741-7208>

Mahtab Jafari



<http://orcid.org/0000-0003-3990-4499>

منابع

- ام‌البین، دادار، نجفی مقدم، علی و صراف، فاطمه. (۱۳۹۹). بررسی اثر آستانه‌ای و نامتقارن تمایلات سرمایه‌گذاران بر بازدهی سهام شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران، *نشریه پژوهش‌های پولی-بانکی*، ۱۳(۴۳)، ۱-۲۴.
- ایزدی‌نیا، ناصر. (۱۳۸۸). ارزیابی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۷(۲۶)، ۱۴۷-۱۶۳.
- حجازی، رضوان. فصیحی، صغری و کرمشاهی، بهنام. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر توانایی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۴(۵۲)، ۷۳-۹۴.
- حیدرپور، فرزانه، تاری وردی، یداله و محرابی، مریم. (۱۳۹۲). تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۶(شماره ۱) (پیاپی ۱۷)، ۱-۱۳.
- کمرئی، عباس، صافی زاده، مثمیم، سپندارند، صادق و حکیمی، هاجر. (۱۳۹۶). شناسایی و اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر تمایل سرمایه‌گذاران شخصی به دریافت سود تقسیمی، *دانش سرمایه‌گذاری*، ۶(۲۳)، ۲۴۵-۲۵۸.
- نصیری سیده زهرا و کامیابی، یحیی. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر تمایلات و رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران فردی بر بازده مازاد: الگوی تجدیدنظرشده فاما و فرنچ، *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۴(۴۷)، ۹۷-۱۱۶.
- نظام تأمین مالی تولید در ایران: تحلیل رابطه بانک و بنگاه. انتشارات بادبان به سفارش اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی ایران و پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی ج.ا.ا، تابستان ۱۳۹۵.

References

- Al-Nasser, A., Ali, F. M., & Tucker, A. (2021). Investor sentiment and the dispersion of stock returns: Evidence based on the social network of investors. *International Review of Financial Analysis, International Review of Financial Analysis*, 78, 101910.
- Ben Rejeb Attia, M., Lassoued, N., & Chouikha, M. (2018). State ownership and firm profitability in emerging markets: A simultaneous equations analysis. *International Journal of Public Sector Management*, 31(2), 167-183.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.

- Bilel, H. (2020). Does entrenchment of managers affect entrepreneurial dividend decision and investor sentiment? *Asia Pacific Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 14 (3), 275-288.
- Bilel, H., & Mondher, K. (2021). What Can explain catering of dividend? Environment information and investor sentiment. *Journal of Economics and Finance*, 45(3), 428-450.
- Braam, G., Nandy, M., Weitzel, U., & Lodh, S. (2015). Accrual-based and real earnings management and political connections. *The International Journal of Accounting*, 50(2), 111-141.
- Brown, G. W., & Cliff, M. T. (2004). Investor sentiment and the near-term stock market. *Journal of Empirical finance*, 11(1), 1-27.
- Caliskan, D., & Doukas, J. A. (2015). CEO risk preferences and dividend policy decisions. *Journal of Corporate Finance*, 35, 18-42.
- Carvalho, F., Punt, A. E., Chang, Y. J., Maunder, M. N., & Piner, K. R. (2017). Can diagnostic tests help identify model misspecification in integrated stock assessments? *Fisheries Research*, 192, 28-40.
- Cheema, M. U., Munir, R., & Su, S. (2016). Political connections and organisational performance: evidence from Pakistan. *International Journal of Accounting & Information Management*, 24(4), 321-338.
- Chen C, & Kuo, I. (2014). Investor sentiment and interest rate volatility smile: evidence from Eurodollar options markets. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2(43), 367-391.
- Cheng, M., Dhaliwal, D., & Zhang, Y. (2013). Does investment efficiency improve after the disclosure of material weaknesses in internal control over financial reporting? *Journal of Accounting and Economics*, 56(1), 1-18.
- Chi, J., Liao, J., & Chen, X. (2016). Politically connected CEOs and earnings management: evidence from China. *Journal of the Asia Pacific Economy*, 21(3), 397-417.
- Cornell, B., Landsman, W. R., & Stubben, S. (2017). Accounting information, investor sentiment, and market pricing. *Journal of Law, Finance, and Accounting (JLFA)*, Forthcoming.
- Corredor, P., Ferrer, E., & Santamaria, R. (2015). The impact of investor sentiment on stock returns in emerging markets: The case of Central European Markets. *Eastern European Economics*, 53(4), 328-355.
- Cui, H., & Zhang, Y. (2020). Does investor sentiment affect stock price crash risk?. *Applied Economics Letters*, 27(7), 564-568.
- Douglas, A. V. (2009). Interactions between corporate agency conflicts. *Financial Review*, 44(2), 151-178.
- Fu, J., Wu, X., Liu, Y., & Chen, R. (2021). Firm-specific investor sentiment and stock price crash risk. *Finance Research Letters*, 38, 101442.
- Guo, K., Sun, Y., & Qian, X. (2017). Can investor sentiment be used to predict the stock price? Dynamic analysis based on China stock market. *Physical A: Statistical Mechanics and its Applications*, 469,

390-396.

- Gyimah, D., & Gyapong, E. (2019). Managerial entrenchment and payout policy: A catering effect. *International Review of Financial Analysis*, 73, 101600.
- Haritha, P. H., & Uchil, R. (2019). Impact of investor sentiment on decision-making in Indian stock market: an empirical analysis. *Journal of Advances in Management Research*, 17(1), 66-83.
- Hidayat, R., Wahyudi, S., Muharam, H., Shaferi, I., & Puspitasari, I. (2019). The improve level of firm value with liquidity, debt policy and investment in Indonesian emerging market. *Revista Espacios*, 40(40), 22.
- Hua, G., Zhou, S., Zhang, S., & Wang, J. (2020). Industry policy, investor sentiment, and cross-industry capital flow: Evidence from Chinese listed companies' cross-industry M&As. *Research in International Business and Finance*, 53, 101221.
- Kim, J. S., Kim, D. H., & Seo, S. W. (2017). Investor sentiment and return predictability of the option to stock volume ratio. *Financial Management*, 46(3), 767-796.
- Lassoued, N., & Attia, M. B. R. (2014). Benefits and costs of political connections: evidence from Tunisia. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 10(3), 299-325.
- Li, Z., Tian, M., Ouyang, G., & Wen, F. (2021). Relationship between investor sentiment and earnings news in high-and low-sentiment periods. *International Journal of Finance & Economics*, 26(2), 2748-2765.
- Marouan, K. (2015). Corporate Board Characteristics, Managerial Entrenchment and Diversification Strategy: Evidence from Tunisian Context. *International Journal of Business and Management*, 10(7), 184-195.
- Martins, H. C. (2019). Investor protection, managerial entrenchment, and cash holdings: Cross-country evidence. *International Finance*, 22(3), 422-438.
- Petit, J. J. G., Lafuente, E. V., & Vieites, A. R. (2019). How information technologies shape investor sentiment: A web-based investor sentiment index. *Borsa Istanbul Review*, 19(2), 95-105.
- Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2011). Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility. *Journal of Accounting and Economics*, 51(1-2), 1-20.
- Strýčková, L. (2019). Debt policy of companies in Czech Republic. *Journal of International Studies*, 12(3), 183-197.
- Xu, G., & Yano, G. (2017). How does anti-corruption affect corporate innovation? Evidence from recent anti-corruption efforts in China. *Journal of Comparative Economics*, 45(3), 498-519.
- Xu, X., Isaac, A., Hao, L., & Wang, D. (2019). Investor Sentiment,

Innovation Investment and Cash Dividend. *International Journal of Economics and Finance*, 11(7), 1-97.

Yang, C., & Wu, H. (2019). Chasing investor sentiment in stock market. *The North American Journal of Economics and Finance*, 50, 100975.

References [In Persian]

Dadar O., Najafimoghaddam, A., & Sarrafi. F. (2020). The threshold effect of investors' sentiment on stock market return. *Journal of Monetary and Banking Research*, 13(43), 1-24. [In Persian]

Haidarpour, F., Tari Verdi, Y., & Mehrabi, M. (2013). The impact of investors' emotional tendencies on stock returns. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 6 (1 (17th consecutive)), 1-13. [In Persian]

Hejazi, R., Fasihi, S., & karamshahi, B. (2017). Investigating the Effect of Management Ability on Dividend Policy Companies listed in Tehran Stock. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 14(54), 73-94. [In Persian]

Izadinia, N. (2009). Assess the factors affecting the dividend policy in listed companies in Tehran Stock Exchange. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 7(26), 147-163. doi: 10.22054/qjma.2009.6936. [In Persian]

Kamraei, A., Safizadeh, M., Sepandarand, S., & Hakimi, H. (2017). Identifying and prioritizing the factors affecting the desire of individual investors to receive dividends, *Investment Knowledge*, 6(23), 245-258. [In Persian]

Nasiri, S., Kamyabi, Y. (2019). Investigating the impact of investor's sentiment and trading behavior on excess return: revised fama and french five factor model. *Journal of Asset Management and Financing*, 7(4), 97-116. doi: 10.22108/amf.2019.116716.1418. [In Persian]

Iranian Chamber of Commerce, Industries, Mines and Agriculture and the Monetary and Banking Research Institute of the Central Bank of the Islamic Republic of Iran. (2016). *Production Financing System in Iran: An Analysis of the Relationship between a Bank and a Firm*. Badban Publications. [In Persian]

استناد به این مقاله: طاهری، ماندانا، جعفری، مهتاب. (۱۴۰۱). اثر تعدیلی جبهه‌گیری مدیریت بر رابطه بین سیاست تقسیم سود و سیاست بدهی با تمایلات سرمایه‌گذاران، *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۹(۷۶)، ۳۹-۶۳.

DOI: 10.22054/qjma.2023.66756.2359



Empirical Studies in Financial Accounting is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License.