




Research Article

## The Relationship between Managers' Overconfidence and Dividend Stickiness: The Moderating Role of Catering Incentives

Abbas Aflatooni \* : Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Economics and Social Sciences, Bu-Ali Sina University, Hamadan, Iran.

[A.Aflatooni@basu.ac.ir](mailto:A.Aflatooni@basu.ac.ir)

### Abstract

The phenomenon of dividend stickiness has recently attracted significant attention from researchers. However, limited domestic studies are addressing this issue. This study aims to better understand the various aspects of this phenomenon by examining the relationship between managers' overconfidence and dividend stickiness, as well as the effect of firms' catering incentives on this relationship. Utilizing data from 143 firms listed on the Tehran Stock Exchange between 2012 and 2023 (1,716 observations), this research employs a Logit regression approach with the maximum likelihood estimator, controlling for fixed effects of years and industries. The findings confirm the existence of dividend stickiness and reveal a positive and significant relationship between managers' overconfidence and dividend stickiness. Furthermore, the results indicate that an increase in firms' catering incentives weakens this relationship. Robustness tests, which include controls for macroeconomic variables and the impact of the COVID-19 pandemic using the ordered logit model and an alternative measure for the moderating variable, support the main findings and align with the concepts proposed in the Catering theory.

**Key words:** Managers' Overconfidence, Dividend Stickiness, Logit Model, Catering Theory.

### Introduction

Building upon Lintner's (1956) seminal research on dividend stickiness, various researchers have extensively explored this phenomenon (Lintner, 1956; Brav et al., 2005). Three primary explanations have been proposed to account for this phenomenon. First, dividends serve as a channel for transmitting a firm's private information (Guttman et al., 2010; Baker et al., 2016). Second, firms with stronger regulatory mechanisms or those exposed to greater agency conflicts tend to smooth dividends more (Leary & Michaely, 2011; Javakhadze et al., 2014). Third, investor preference for dividend payments encourages managers to cater to shareholders by providing dividends (Larkin et al., 2017). However, empirical evidence remains limited regarding how much differences in dividend stickiness among firms can be attributed to managerial beliefs (Deshmukh et al., 2013; Wrońska-Bukalska, 2018). Consequently, the present study aims to investigate the dividend stickiness phenomenon in Iranian firms, examine the relationship between managers' overconfidence and dividend stickiness, and assess the impact of catering incentives on the relationship between managers' overconfidence and dividend stickiness.

### Methods & Material

Data collection for this study was conducted using the Rahvard Novin database, the Codal website, and the Central Bank of Iran. Data analysis was performed using Stata software. The research models were estimated via Logit regression with the maximum likelihood estimator, controlling for fixed effects of years and industries. To address potential heteroscedasticity and correlation among error terms, cluster-robust standard errors were applied at the firm level. To ensure robustness to model specification and the moderator variable's definition, robustness tests were conducted using the Ordered-Logit regression with a decile-ranked dependent variable, and the moderator variable was calculated differently. The study's population

\* Corresponding author

2322-3405 © The author(s) Publisher: University of Isfahan



consists of 143 firms during 2012-2023 (1,716 firm-years) across 11 industries. Data from the previous three periods (2009-2011) were used to assess the values of some variables. To handle outliers, all continuous variables were winsorized at the 1st and 99th percentiles.

### **Findings**


The results of this study reveal a positive and significant coefficient for the variable  $H\_Capex$ , indicating that firms with high capital expenditures are more likely to exhibit dividend stickiness compared to other firms. Additionally, the positive and significant coefficient of the  $Over\_Invest$  variable suggests that firms displaying over-investment behavior are more prone to dividend stickiness. These findings demonstrate a positive and significant relationship between managers' overconfidence and dividend stickiness, confirming that the first hypothesis of the research is not rejected. Furthermore, the negative and significant coefficient of the  $H\_Capex \times DP\_firm$  indicates that an increase in catering incentives weakens the positive relationship between high capital expenditures and dividend stickiness. Similarly, the negative and significant coefficient of the  $Over\_Invest \times DP\_firm$  shows that an increase in catering incentives weakens the positive relationship between over-investment and dividend stickiness. These results suggest that an increase in catering incentives mitigates the relationship between managers' overconfidence and dividend stickiness, leading to the non-rejection of the second hypothesis. The research findings remain robust when controlling for the effects of macroeconomic variables, the impact of the COVID-19 pandemic, the use of the ordered logit model, and an alternative measure for moderating variable.

### **Conclusion & Results**

The phenomenon of dividend stickiness has garnered attention from researchers in recent years, yet despite its significance, it has received limited attention in domestic research. This study investigates the existence of dividend stickiness in Iranian firms, examines the relationship between managers' overconfidence and dividend stickiness, and assesses the impact of catering incentives on this relationship. The research findings demonstrate that dividend stickiness is prevalent among Iranian firms, aligning with the findings of Beshkooch and Moharram Khani (2020). Furthermore, the results indicate that the phenomenon of dividend stickiness is more observable in firms with overconfident managers and that the relationship between managers' overconfidence and dividend stickiness weakens with an increase in catering incentives. These results, consistent with the findings of Baker and Wurgler (2004) and Lin and Yu (2023), align with the concepts proposed in the catering theory.

## مقاله پژوهشی

### رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و چسبندگی سود نقدی: نقش تعدیل‌گر انگیزه پذیرایی

عباس افلاطونی\* : دانشیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اجتماعی، دانشگاه بوعلی سینا، همدان، ایران.

[A.Aflatooni@basu.ac.ir](mailto:A.Aflatooni@basu.ac.ir)

#### چکیده

چسبندگی سود نقدی پدیده‌ای است که در سال‌های اخیر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است و پژوهش‌های داخلی نیز به صورت محدود آن را مدنظر قرار داده‌اند. برای شناخت بهتر این پدیده، پژوهش حاضر رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و چسبندگی سود نقدی را مطالعه کرده و اثر انگیزه پذیرایی شرکت‌ها برای توزیع سود نقدی را بر این رابطه بررسی کرده است. برای این منظور، از داده‌های ۱۴۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۱-۱۴۰۲ (۱۷۱۶ مشاهده) استفاده شده است و در برآورد مدل‌های پژوهش، ضمن کنترل اثرات ثابت سال‌ها و صنایع، رویکرد رگرسیونی لجیت با برآوردگر بیشینه درست‌نمایی به کار رفته است. نتایج پژوهش ضمن تأیید وجود پدیده چسبندگی سود نقدی، بیانگر وجود رابطه مثبت و معنادار بین بیش اطمینانی مدیران و چسبندگی سود نقدی است و نشان می‌دهد با افزایش در انگیزه پذیرایی شرکت‌ها، رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و چسبندگی سود نقدی تضعیف می‌شود. نتایج آزمون‌های استحکام با کنترل اثر متغیرهای کلان اقتصادی، کنترل اثر شیوع کووید ۱۹، به کارگیری الگوی لجیت رتبه‌ای و استفاده از تعریف عملیاتی متفاوت برای سنجش متغیر تعدیل‌گر، مؤید یافته‌های اصلی پژوهش است و با مفاهیم مطرح در نظریه پذیرایی سازگاری دارد.

**واژه‌های کلیدی:** بیش اطمینانی مدیران، چسبندگی سود نقدی، رگرسیون لجیت، نظریه پذیرایی.



## مقدمه

به دنبال پژوهش لیتنر (۱۹۵۶) در رابطه با چسبندگی سود نقدی<sup>۱</sup>، این موضوع به طور گسترده توسط سایر پژوهشگران بررسی شد (Lintner, 1956; Brav et al., 2005) و سه توضیح برای تبیین این پدیده ارائه شد. نخست، سود نقدی ممکن است به عنوان کانالی برای انتقال اطلاعات خصوصی شرکت در نظر گرفته شود (Guttman et al., 2010; Baker et al., 2016). دوم، شرکت‌هایی که سازوکارهای نظارتی قوی‌تری دارند یا در معرض تضادهای نمایندگی بیشتری هستند، سود نقدی را بیشتر هموار می‌کنند (Leary & Michaely, 2011; Javakhadze et al., 2014) و سوم، ترجیح سرمایه‌گذاران برای دریافت سود نقدی، مدیران را به پذیرایی از سهامداران در قالب پرداخت سود تشویق می‌کند (Larkin et al., 2017)؛ با این حال، در رابطه با اینکه تفاوت در چسبندگی سود نقدی در بین شرکت‌ها ممکن است ناشی از باورهای مدیریتی<sup>۲</sup> باشد، شواهد تجربی اندکی وجود دارد (Deshmukh et al., 2013; Wrońska-Bukalska, 2018). بررسی اثر بیش‌اطمینانی مدیران<sup>۳</sup> بر چسبندگی سود نقدی به سه دلیل دارای اهمیت است. نخست، دیدگاهی متفاوت را نسبت به کاهش سود نقدی توسط مدیران بیش‌اطمینان ارائه می‌دهد. برای نمونه، کوردیرو (۲۰۰۹) بیان می‌کند مدیران بیش‌اطمینان کمتر به پرداخت سود نقدی تمایل دارند؛ زیرا آنان باور دارند می‌توانند با سرمایه‌گذاری در پروژه‌های شرکت، بازده بیشتری کسب کنند (Cordeiro, 2009). همچنین، به باور دشموک و همکاران (۲۰۱۳)، مدیران بیش‌اطمینان تأمین مالی برون‌سازمانی را پرهزینه می‌دانند و با کاهش در پرداخت سود نقدی، از وجوه موجود برای تأمین مالی پروژه‌های شرکت بهره می‌برند (Deshmukh et al., 2013). در مقابل، کیم و کیم (۲۰۱۹) عقیده دارند مدیران بیش‌اطمینان به دلیل باورمندی به بازدهی پروژه‌های شرکت، بیش از سایر مدیران به پرداخت سود نقدی تمایل دارند (Kim & Kim, 2019)؛ با وجود این، پژوهش‌های بالا در توضیح سازوکار تعدیل سود نقدی در راستای دستیابی به سود نقدی هدف، ناکام مانده‌اند (Lin & Yu, 2023). دوم، با آنکه ادبیات اخیر بیانگر تشدید علاقه مجدد به توضیح پدیده چسبندگی سود نقدی در بین پژوهشگران است، شواهد تجربی اندکی برای ارزیابی توضیح‌های جایگزین برای تشریح این پدیده وجود دارد (Leary & Michaely, 2011; Lambrecht & Myers, 2012; Wu, 2018; Balli et al., 2022). دلیل سوم نتایج مجموعه‌ای از پژوهش‌های اخیر است که نشان می‌دهد رفتار چسبندگی سود نقدی منعکس‌کننده ترجیحات سرمایه‌گذاران<sup>۴</sup> است. به بیان دیگر، شرکت‌ها میزان و نحوه توزیع سود نقدی را برای انطباق با تقاضای سرمایه‌گذاران تغییر می‌دهند (Brav et al., 2005; Larkin et al., 2017). با وجود اهمیت موضوع، در پژوهش‌های داخلی شواهد تجربی ویژه‌ای درباره رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و چسبندگی سود نقدی گزارش نشده است. این پژوهش با بررسی این موضوع که چگونه مدیران بیش‌اطمینان سود نقدی را در پاسخ به تغییرات سود شرکت و انتظارات سرمایه‌گذاران تعدیل می‌کنند، پوشش‌دهنده خلأ در پژوهش‌های پیشین است.

بنابراین، اهداف پژوهش حاضر شامل بررسی وجود پدیده چسبندگی سود نقدی در شرکت‌های ایرانی، بررسی رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و چسبندگی سود نقدی و نیز بررسی تأثیر انگیزه پذیرایی بر رابطه بیش‌اطمینانی

<sup>1</sup> Dividend stickiness

<sup>2</sup> Managerial beliefs

<sup>3</sup> Managements' overconfidence

<sup>4</sup> Investor preferences

مدیران با چسبندگی سود نقدی هستند. در ادامه، به مبانی نظری و پژوهش‌های پیشین اشاره می‌شود، روش پژوهش و یافته‌ها ارائه می‌شوند و در پایان، بخش نتیجه‌گیری ارائه می‌شود.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

ویژگی‌های مدیران بر تصمیم‌های شرکت در حوزه‌های تأمین مالی، سرمایه‌گذاری و عملیاتی تأثیرگذار هستند. مدیران بیش‌اطمینان باور دارند از توانایی‌های بیشتری برخوردار هستند؛ از این رو، دقت خود را بیش از واقع ارزیابی می‌کنند و مخاطره پروژه‌ها را دست‌کم می‌گیرند (Lin & Yu, 2023). ترس از جرایم احتمالی بازار سرمایه، مدیران بیش‌اطمینان را از دنبال کردن پروژه‌های سرمایه‌گذاری‌های منفعت‌طلبانه باز می‌دارد و از آنجا که مدیران بیش‌اطمینان، وجوه برون‌سازمانی را نسبت به منابع داخلی پرهزینه می‌دانند، تأمین مالی برون‌سازمانی را در شرکت محدود می‌کنند (Malmendier & Tate, 2005). برای مثال، در شرکت‌هایی با مدیران بیش‌اطمینان، حجم سرمایه‌گذاری‌ها تابعی از جریان‌های نقدی درون‌سازمانی است و این شرکت‌ها بدهی‌های بلندمدت بیشتری دارند، بیشتر به بازخرید سهام مبادرت می‌کنند و سود نقدی کمتری می‌پردازند (Ben-David et al., 2013). افزون بر آن، شرکت‌هایی که مدیران بیش‌اطمینان دارند، بیشتر به دنبال نوآوری و سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های نوآورانه هستند (Galasso & Simcoe, 2012; Hirshleifer et al., 2012). در رابطه با تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر تصمیم‌های تأمین مالی، موضوع مهم اولویت‌بندی منابع موجود برای تأمین مالی پروژه‌های شرکت است. مدیران بیش‌اطمینان به طور معمول از طریق صدور سهام، تأمین مالی نمی‌کنند و بر منابع نقدی درون‌سازمانی تکیه می‌کنند (Malmendier & Tate, 2005). همچنین، در راستای تأمین مالی، مدیران بیش‌اطمینان به احتمال زیاد دریافت اعتبارات را به صدور سهام ترجیح می‌دهند؛ زیرا معتقد هستند در بازار سرمایه، سهام شرکت کمتر از واقع ارزش‌گذاری خواهد شد (Malmendier et al., 2011). افزون بر آن، مدیران بیش‌اطمینان بازپرداخت بدهی‌های جاری را کم‌هزینه‌تر از مقادیر واقعی تلقی می‌کنند و در نتیجه، سررسیدی کوتاه‌تر برای بدهی‌ها در نظر می‌گیرند (Huang et al., 2016; Lin et al., 2022). در مقابل، از آنجا که مدیران بیش‌اطمینان در رابطه با جریان‌های نقدی آتی شرکت بیش از واقع مطمئن هستند، ممکن است سررسید بدهی‌ها را افزایش دهند و از بدهی‌های بلندمدت برای تأمین مالی بهره ببرند (Zhao et al., 2020; Ben-David et al., 2013). پژوهش‌های پیشین تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر گزارشگری مالی و پرداخت سود نقدی را نیز بررسی کرده‌اند. برای نمونه، مدیران بیش‌اطمینان زیان‌ها را با تأخیری بیشتر شناسایی می‌کنند و از محافظه‌کاری حسابداری کمتر بهره می‌برند (Ahmed & Duellman, 2013). مدیران بیش‌اطمینان پیش‌بینی‌ها را بیشتر و دقیق‌تر از سایر مدیران انجام می‌دهند (Hribar & Yang, 2016). یافته‌های کوردیرو (۲۰۰۹) و دشموک و همکاران (۲۰۱۳) نشان‌دهنده وجود رابطه منفی بین بیش‌اطمینانی مدیران و نسبت سود نقدی پرداختی است (Cordeiro, 2009; Deshmukh et al., 2013). در حالی که نتایج مطالعه کیم و کیم (۲۰۱۹) بیانگر اثر مثبت بیش‌اطمینانی مدیران و بر نسبت سود نقدی است (Kim & Kim, 2019). براو و همکاران (۲۰۰۵) دریافتند مدیران تمایل چندانی به کاهش سود نقدی ندارند (Brav et al., 2005). برای

توضیح این رفتار مدیران، سه نظریه علامت‌دهی، نمایندگی و پذیرایی<sup>۵</sup> مطرح شده‌اند. مطابق نظریه علامت‌دهی، استدلال می‌شود شرکت‌ها با نحوه اعلام و پرداخت سود نقدی، در واقع اطلاعات خصوصی شرکت را منعکس می‌کنند (Guttman et al., 2010; Baker et al., 2016). برای نمونه، دارندگان اوراق قرضه و سهامداران افزایش سود نقدی را به عنوان نشانه‌ای از عملکرد مالی آتی مساعد شرکت تفسیر می‌کنند (Handjinicolaou & Kalay, 1984; Benartzi et al., 1997) و هرچه جریان عایدی و سود نقدی شرکت پایدارتر باشد، در زمان کاهش سود نقدی ناشی از زیان، بازار واکنش منفی شدیدتری نشان می‌دهد (Charitou et al., 2011). بر اساس نظریه نمایندگی، ادعا می‌شود شرکت‌هایی که از مشکلات نمایندگی بیشتری رنج می‌برند، تمایل پیدا می‌کنند سود نقدی را به صورت هموارتر پرداخت کنند. مطابق این نظریه، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران باعث می‌شود مدیران بیش‌اطمینان برای حفظ و افزایش سود نقدی تلاش کنند تا اعتماد سهامداران را حفظ کنند (Chen et al., Grullon et al., 2005; 2023). برای مثال، شرکت‌هایی که سازوکار نظارتی قوی‌تری دارند یا در معرض مشکلات نمایندگی شدیدتری هستند، سود سهام را بیشتر هموار می‌کنند (Leary & Michaely, 2011). در مقابل، شرکت‌ها با ساختارهای مالکیت بسیار متمرکز و حاکمیت شرکتی مؤثر سود سهام را کمتر هموار می‌کنند (Javakhadze et al., 2014). مطابق نظریه پذیرایی، استدلال می‌شود زمانی که تقاضای بازار برای سود نقدی بیشتر است، شرکت‌ها به احتمال بیشتر سود را به صورت نقدی پرداخت می‌کنند یا میزان آن را افزایش می‌دهند. به بیان دیگر، زمانی که سرمایه‌گذاران سود سهام را ترجیح می‌دهند، مدیران به خواسته‌های سرمایه‌گذاران پاسخ مثبت می‌دهند و از کاهش سود نقدی اجتناب می‌کنند. بر این اساس، بیش‌اطمینانی مدیران نه فقط بر تخمین جریان‌های نقدی آتی، بلکه بر تصمیم‌های راهبردی شرکت نیز تأثیر می‌گذارد. مدیران بیش‌اطمینان معتقد هستند تصمیم‌هایشان همیشه به نتایج مثبت منجر خواهند شد؛ بنابراین، حتی در شرایط نامطلوب اقتصادی یا مالی، تمایلی به کاهش سود نقدی ندارند (Baker & Wurgler, 2004). برای نمونه، شرکت‌ها حتی برای پرداخت سود نقدی ممکن است سرمایه‌گذاری در برخی از پروژه‌های ارزشمند را کنار بگذارند (Brav et al., 2005) و مقادیر توزیع سود نقدی را مطابق ترجیحات سرمایه‌گذاران تنظیم می‌کنند (Larkin et al., 2017; Balli et al., 2022). مدیران بیش‌اطمینان معتقد هستند سهام شرکت کمتر از واقع ارزش‌گذاری می‌شود؛ بنابراین، ممکن است آنان توزیع سود نقدی را کاهش دهند تا برای سرمایه‌گذاری‌های آتی، منابع داخلی انباشته شوند (Cordeiro, 2009; Deshmukh et al., 2013). با بسط دیدگاه بالا، دو دیدگاه درباره رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و چسبندگی سود نقدی مطرح شده‌اند (Lin & Yu, 2023). نخست، مدیران بیش‌اطمینان تمایل دارند با به‌کارگیری منابع درون‌سازمانی، سود نقدی را در طول زمان به صورت هموار پرداخت کنند. با افزایش سود شرکت، مدیران بیش‌اطمینان سود نقدی را کمتر از سایر مدیران افزایش می‌دهند و در زمان کاهش سود، به احتمال زیاد سود نقدی را کاهش می‌دهند تا وجوهی بیشتر را برای نیازهای سرمایه‌گذاری آتی حفظ کنند. بر این اساس، بیش‌اطمینانی مدیران به کاهش چسبندگی سود نقدی منجر می‌شود. مطابق دیدگاه دوم، از آنجا که مدیران بیش‌اطمینان فکر می‌کنند اطلاعاتی محرمانه و دقیق‌تر نسبت به همتایان خود دارند، ممکن است جریان‌های نقدی آتی شرکت را بیش از واقع برآورد کنند (Deshmukh et al., 2013). افزون بر آن، مدیران بیش‌اطمینان در رابطه با

<sup>5</sup> Signaling, Agency and Catering theories

میزان ارزش و بازدهی که می‌توانند برای شرکت ایجاد کنند، توانایی خود را بیش از واقع ارزیابی می‌کنند (Malmendier & Tate, 2005). نکته‌ای مهم که باید به آن توجه داشت این است که رفتار بیش‌اطمینانی از سوگیری انتخابی خودانتسابی<sup>۶</sup> ناشی می‌شود که طبق آن، موفقیت‌ها به مهارت فرد و شکست‌ها به بدشانسی او نسبت داده می‌شوند. بر این اساس، به احتمال زیاد مدیران بیش‌اطمینان کاهش سود را به عنوان یک پدیده موقت تلقی می‌کنند (Gervais & Odean, 2001). لین و یو (۲۰۲۳) مفهوم سوگیری انتخابی خودانتسابی را به مقوله چسبندگی سود نقدی مرتبط می‌دانند و باور دارند مدیران بیش‌اطمینان با آنکه در پاسخ به افزایش سود شرکت، سود نقدی را افزایش و در پاسخ به کاهش سود شرکت، سود نقدی را کاهش می‌دهند، در این فرآیند، اندازه افزایش بیش از میزان کاهش است و نوعی ناقربینگی در این پدیده وجود دارد که بیانگر چسبندگی سود نقدی است. در واقع، در این فرآیند، مدیران بیش‌اطمینان انتظارات خوش‌بینانه خود از عملکرد آتی شرکت را منعکس می‌کنند. در نهایت، مدل‌های مالی و اقتصادی نشان می‌دهند مدیرانی که بیش‌اطمینان هستند، جریان‌های نقدی آتی را با خوش‌بینی بیشتری پیش‌بینی می‌کنند و سود نقدی را به گونه‌ای تنظیم می‌کنند که نشان‌دهنده ثبات و افزایش مداوم باشد. به بیان دیگر، مطابق دیدگاه دوم، انتظار می‌رود بیش‌اطمینانی مدیران چسبندگی سود نقدی را افزایش دهد (Lin & Yu, 2023)؛ بنابراین، فرضیه اول پژوهش به صورت زیر تنظیم شده است:

**فرضیه اول:** بین بیش‌اطمینانی مدیران و چسبندگی سود نقدی رابطه‌ای مثبت و معنادار وجود دارد.

از سوی دیگر، وجود انگیزه‌های پذیرایی<sup>۷</sup> از سهامداران در قالب سود نقدی میل مدیران به کاهش سود نقدی را کنترل می‌کند. با افزایش انگیزه پذیرایی، مدیران بیشتر به پرداخت سود نقدی تمایل نشان می‌دهند؛ زیرا این اقدام می‌تواند اعتماد و رضایت سهامداران را افزایش دهد. به بیان دیگر، زمانی که سرمایه‌گذاران تقاضایی بیشتر برای دریافت سود نقدی دارند، مدیران بیش‌اطمینان نیز از کاهش آن اجتناب می‌کنند تا از پاسخ منفی بازار و کاهش قیمت سهام شرکت جلوگیری کنند (Baker & Wurgler, 2004)؛ با این حال، در شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاران تقاضایی کمتر برای دریافت سود نقدی دارند و در نتیجه، انگیزه‌های پذیرایی ناچیز هستند، مدیران با شدتی بیشتر سود نقدی را هموار می‌کنند. تمایل به پرداخت سود نقدی ممکن است از تداوم بیش‌اطمینانی مدیران جلوگیری کند؛ زیرا مدیران مجبور می‌شوند منابع داخلی را برای پرداخت سود نقدی به کار گیرند. در این شرایط، مدیران نمی‌توانند سود نقدی را به طور هموار یا در کمترین سطح نگه دارند؛ زیرا به پاسخگویی به انتظارات سهامداران نیاز دارند. این امر ممکن است چسبندگی سود نقدی را کاهش دهد؛ زیرا مدیران برای تأمین نیازهای نقدی شرکت و افزایش اعتبار خود نزد سهامداران، مجبور به کاهش و افزایش‌های پی‌درپی سود نقدی می‌شوند؛ بنابراین، انتظار می‌رود در شرکت‌هایی که از انگیزه‌های پذیرایی بیشتری برخوردار هستند، اثر بیش‌اطمینانی مدیران بر چسبندگی سود نقدی ضعیف‌تر باشد (Lin & Yu, 2023). بر این اساس، فرضیه دوم پژوهش به صورت زیر ارائه می‌شود:

**فرضیه دوم:** با افزایش انگیزه پذیرایی، رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و چسبندگی سود نقدی تضعیف می‌شود.

در پژوهش‌های داخلی، در زمینه تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر تصمیم‌های تأمین مالی، حسنی‌القار و رحیمیان (۱۳۹۷) دریافتند مدیران بیش‌اطمینان به استفاده از بدهی‌های جاری تمایل دارند و مخاطره نقدشوندگی ناشی از این

<sup>۶</sup> Biased selective self-attribution

<sup>۷</sup> Catering incentive

سیاست تأمین مالی، آنان را از این رفتار باز نمی‌دارد. بزرگ‌اصل و همکاران (۱۳۹۸) نشان دادند از آنجا که مدیران بیش‌اطمینان باور دارند سهام شرکت در بازار به طور مناسب ارزش‌گذاری نمی‌شود، در مواقع لزوم به تأمین مالی برون‌سازمانی اقدام می‌کنند. یافته‌های تقی‌زاده خانقاه و بادآورنهندی (۱۳۹۹)، صفی‌پور افشار و رئیسی (۱۴۰۱) و ابراهیمی و همکاران (۱۴۰۱) بیانگر وجود رابطه مثبت و معنادار بین بیش‌اطمینانی مدیران و تأمین مالی درون‌سازمانی است. در پژوهش‌های داخلی، عموماً مقوله چسبندگی هزینه‌ها در قانون توجه قرار گرفته و تعداد پژوهش‌های مرتبط به مفهوم چسبندگی سود نقدی انگشت‌شمار است. در این زمینه، دهقانی و همکاران (۱۳۹۷) دریافتند اندازه شرکت اثر کاهشی بر سرعت تعدیل سود نقدی دارد و نسبت اهرمی، فرصت‌های رشد و نوسان‌پذیری جریان وجوه نقد اثر افزایشی بر آن دارند و چسبندگی آن را تحت تأثیر قرار می‌دهند. افلاطونی (۱۳۹۸) نشان داد مدیران توان‌تر کمتر به هموارسازی سود نقدی تمایل دارند و این موضوع به چسبندگی کمتری در سود نقدی منجر می‌شود. قدرتی و همکاران (۱۳۹۹) دریافتند رفتار چسبندگی سود نقدی تحت تأثیر عواملی مانند تمرکز مالکیت، پاداش مدیران، نسبت بدهی و اندازه شرکت قرار دارد. نتایج پژوهش افلاطونی و نیکبخت (۱۳۹۹) نشان داد شرکت‌هایی که کیفیت سود بیشتری دارند، از توان بیشتر برای اجرای سیاست سود نقدی پایدار برخوردار هستند و در نتیجه، چسبندگی سود نقدی در آن‌ها بیشتر است. یافته‌های بشکوه و محرم‌خانی (۱۳۹۹) مؤید وجود پدیده چسبندگی سود نقدی است. همچنین، آنان دریافتند این پدیده در شرکت‌های بالغ بیشتر رواج دارد و حضور مالکان نهادی و اعضای غیرموظف هیئت مدیره آن را تقلیل می‌دهد. همچنین، سجادی و بنابی‌قدیم (۱۴۰۲) نشان دادند جهت تأثیر چسبندگی هزینه روی چسبندگی سود نقدی در سطح عملیاتی و صنعت متفاوت است و نگهداشت نقدینگی موجب تضعیف رابطه بین چسبندگی هزینه و چسبندگی سود نقدی می‌شود.

## روش پژوهش

در این پژوهش، از بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین<sup>۸</sup>، سایت کدال<sup>۹</sup> و سایت بانک مرکزی<sup>۱۰</sup> برای گردآوری داده‌ها استفاده شده و نرم‌افزار استاتا<sup>۱۱</sup> برای تجزیه و تحلیل داده‌ها به کار رفته است. برای برازش مدل‌های پژوهش، ضمن کنترل اثرات ویژه سال‌ها و صنایع، از رگرسیون لجیت<sup>۱۲</sup> با برآوردگر بیشینه درست‌نمایی<sup>۱۳</sup> استفاده شده است. به منظور کنترل اثر ناهمسانی واریانس و همبستگی احتمالی<sup>۱۴</sup> جمله خطای مدل‌ها در سنجش خطای استاندارد ضرایب، تصحیح خوشه‌ای در سطح شرکت‌ها<sup>۱۵</sup> به کار رفته است. در بخش آزمون‌های استحکام، برای اطمینان از حساس نبودن نتایج پژوهش به وضعیت کلان اقتصادی و بحران همه‌گیری کووید ۱۹<sup>۱۶</sup>، اثر تورم و تولید ناخالص داخلی کنترل شده و نتایج پژوهش در سال‌های شیوع این بیماری (۱۴۰۰-۱۳۹۹) و سایر سال‌ها مقایسه شده است.

<sup>8</sup> [www.mabnadp.com/products/rahavard-novin](http://www.mabnadp.com/products/rahavard-novin)

<sup>9</sup> <https://www.codal.ir/>

<sup>10</sup> <https://www.cbi.ir/>

<sup>11</sup> Stata

<sup>12</sup> Logit

<sup>13</sup> Maximum likelihood

<sup>14</sup> Heteroscedasticity and correlation

<sup>15</sup> Clustering on firm level

<sup>16</sup> COVID-19



همچنین، برای اطمینان از مستحکم بودن نتایج نسبت به شیوه برازش مدل‌ها و نحوه تعریف متغیر تعدیل‌گر، ضمن تعریف و محاسبه متغیر وابسته به صورت یک متغیر با مقیاس رتبه‌ای، از رگرسیون لجیت رتبه‌ای<sup>۱۷</sup> استفاده شده و متغیر تعدیل‌گر نیز به شیوه‌ای متفاوت سنجیده شده است. جامعه آماری پژوهش از تمام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه ۱۴۰۲-۱۳۹۱ تشکیل شده است. جامعه آماری پژوهش از تمام شرکت‌های پذیرفته‌شده در هر سال باشد و در طول دوره بررسی، تغییر سال مالی نداشته باشند، از شرکت‌های فعال در صنایع بیمه‌ای، بانکی، سرمایه‌گذاری مالی، هلدینگ‌ها و لیزینگ‌ها نباشند و در طول دوره تحت مطالعه، داده‌های آن‌ها به طور کامل در دسترس باشد. با اعمال شرایط بالا، حجم مشاهدات به ۱۴۳ شرکت (۱۳۸۸-۱۳۹۰) نیز استفاده شده است و برای کنترل اثر مشاهدات پرت، مقادیر تمام متغیرهای پیوسته، در صدک‌های ۱ و ۹۹، ویرایش<sup>۱۸</sup> شده‌اند.

### مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم پژوهش، به ترتیب از مدل‌های (۱) و (۲) استفاده شده است:

$$Dividend\ Stickiness_{it} = \psi_0 + \psi_1 OVC_{it} + \sum_{j=1}^{10} \gamma_j Controls_{j,it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۱)}$$

$$Dividend\ Stickiness_{it} = \eta_0 + \eta_1 OVC_{it} + \eta_2 CI_{it} + \eta_3 OVC_{it} \times CI_{it} + \sum_{j=1}^{10} \gamma_j Controls_{j,it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۲)}$$

که در آن، *Dividend Stickiness* چسبندگی سود نقدی، *OVC* بیش اطمینانی مدیران، *CI* انگیزه پذیرایی و *Controls* بیانگر متغیرهای کنترلی است. مطابق فرضیه نخست پژوهش مبنی بر وجود رابطه مثبت و معنادار بین بیش اطمینانی مدیران و چسبندگی سود نقدی، انتظار می‌رود در مدل (۱)، ضریب متغیر بیش اطمینانی مدیران ( $\psi_1$ ) مثبت و معنادار باشد. افزون بر آن، بر اساس فرضیه دوم مبنی بر اثر تعدیل‌گر انگیزه پذیرایی بر رابطه مثبت بین بیش اطمینانی مدیران و چسبندگی سود نقدی، پیش‌بینی می‌شود در مدل (۲)، ضریب متغیر تعاملی بیش اطمینانی مدیران در انگیزه‌های پذیرایی ( $\eta_3$ ) منفی و معنادار باشد. در ادامه، تعریف عملیاتی متغیرها ارائه شده است:

### سنجه‌های متغیر وابسته: چسبندگی سود نقدی

در راستای نیل به اهداف سود نقدی، شرکت‌ها بیشتر تمایل دارند سود نقدی را افزایش دهند، نه کاهش. این نافرینگی نشان‌دهنده بی‌میلی مدیران به کاهش سود نقدی و بیانگر چسبندگی آن است (Leary & Michaely, 2011; Lin & Lee, 2021). برای سنجش این نافرینگی در سطح سال - صنعت، ابتدا با پیروی از لین و لی (۲۰۲۱) و لین و یو (۲۰۲۳) رابطه (۱) محاسبه شده است (Lin & Lee, 2021; Lin & Yu, 2023):

<sup>17</sup> Ordered logit

<sup>18</sup> Winsorizing

$$DS_{it} = \frac{\Delta Dividend_{i,t}}{\Delta Earnings_{i,t}} - \frac{\Delta Dividend_{i,\bar{t}}}{\Delta Earnings_{i,\bar{t}}} \quad (\bar{t}, t \in \{t, t-1, t-2, t-3\}) \quad (۱)$$

که در آن،  $\Delta Dividend$  و  $\Delta Earnings$  به ترتیب تغییرات سود نقدی و تغییرات سود قابل تخصیص شرکت هستند. اندیس‌های  $t$  و  $\bar{t}$  به ترتیب به آخرین تغییرات منفی (کاهش) و مثبت (افزایش) سود نقدی و سود قابل تخصیص شرکت در بازه زمانی چهار سال اخیر از  $t-3$  تا  $t$  اشاره دارند. رابطه (۱) میزان ناقرینگی در تغییرات افزایشی و کاهش سود نقدی را منعکس می‌کند و مقادیر منفی عبارت  $DS$  بیانگر این نکته است که میزان تغییرات سود نقدی در پاسخ به کاهش سود شرکت، از میزان تغییرات سود نقدی در پاسخ به افزایش سود شرکت، کمتر است. به بیان دیگر، مقادیر منفی عبارت  $DS$  بیانگر چسبندگی سود نقدی و مقادیر مثبت آن نشان‌دهنده رفتار ضدچسبندگی است. بر این اساس، با پیروی از لین و یو (۲۰۲۳)، متغیر دوارزشی  $DSD$  تعریف شده است که به ازای مقادیر منفی  $DS$ ، مقدار ۱ و به ازای سایر مقادیر، ارزش صفر دارد. در این حالت، از آنجا که متغیر وابسته از نوع دوارزشی است، مدل‌های (۱) و (۲) با رویکرد لجیت معمولی و برآوردگر بیشینه درست‌نمایی برازش شده‌اند. همچنین، در بخش تحلیل‌های تکمیلی، برای ارائه یک سنجه رتبه‌ای از مفهوم چسبندگی سود نقدی (با نماد  $DSR$ )، متغیر  $DS$  در ۱- ضرب و سپس، یک متغیر رتبه - دهکی<sup>۱۹</sup> با مقادیر رتبه از صفر تا ۹ ایجاد و نتیجه بر ۱۰ تقسیم شده است (Lin & Yu, 2023). در این حالت، از آنجا که مقیاس متغیر وابسته از نوع رتبه‌ای است، مدل‌های پژوهش با رویکرد لجیت رتبه‌ای و برآوردگر بیشینه درست‌نمایی برازش شده‌اند.

#### سنجه‌های متغیر مستقل: بیش اطمینانی مدیران

برای تعریف عملیاتی مفهوم بیش اطمینانی مدیران، از دو سنجه استفاده شده است. نخست، از آنجا که انتظار می‌رود مدیران بیش اطمینان مبالغی بیشتر صرف خرید دارایی‌های سرمایه‌ای کنند (Ahmed & Duellman, 2013)، یک متغیر دوارزشی (به نام مخارج سرمایه‌گذاری زیاد با نماد  $H\_Capex$ ) ایجاد شده است که زمانی که نسبت خالص مبالغ صرف شده برای خرید دارایی‌های ثابت به دارایی‌های ابتدای دوره از میانه این متغیر در هر سال - صنعت بیشتر (کمتر) باشد، مقدار ۱ (مقدار صفر) دارد. برای ایجاد سنجه دوم، با پیروی از شراند و زچمن (۲۰۱۲)، در هر سال - صنعت، درصد رشد دارایی‌ها روی درصد رشد درآمد فروش برازش می‌شود. مثبت بودن جمله خطای مدل بیانگر این نکته است که میزان سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها بیش از مقدار بهینه است و این موضوع از بیش اطمینانی مدیران ناشی شده است (Schrand & Zechman, 2012). بر این اساس، یک متغیر دوارزشی (به نام بیش سرمایه‌گذاری با نماد  $Over\_Invest$ ) ایجاد شده است که به ازای مقادیر مثبت جمله خطا، مقدار ۱ و به ازای سایر مقادیر، مقدار صفر دارد.

#### سنجه‌های متغیر تعدیل‌گر: انگیزه پذیرایی

به منظور سنجش انگیزه شرکت‌ها برای پذیرایی از سهامداران در قالب سود نقدی، با پیروی از لین و یو (۲۰۲۳)

<sup>19</sup> Decile-ranked

، ابتدا در هر سال با استفاده از رابطه (۲)، تفاضل میانگین وزنی - ارزشی<sup>۲۰</sup> فرصت‌های رشد (MTB)<sup>۲۱</sup> بین شرکت‌هایی که سود نقدی پرداخت کرده و پرداخت نکرده‌اند، محاسبه شده است تا صرف سود نقدی (DP)<sup>۲۲</sup> حاصل شود (Lin & Yu, 2023). در رابطه (۲)،  $MV_j$  ارزش بازار سهام شرکت  $j$  پرداخت‌کننده سود نقدی در سال  $t$ ،  $TMV_{Payers}$  مجموع ارزش بازار سهام تمام شرکت‌های پرداخت‌کننده سود نقدی در سال  $t$ ،  $MV_k$  ارزش بازار سهام شرکت  $k$  که در سال  $t$  سود نقدی پرداخت نکرده و  $TMV_{Non\ payers}$  مجموع ارزش بازار سهام تمام شرکت‌هایی است که در سال  $t$  سود نقدی توزیع نکرده‌اند.

$$DP1_t = \sum_j MTB_j \frac{MV_j}{TMV_{Payers}} - \sum_k MTB_k \frac{MV_k}{TMV_{Non\ payers}} \quad \text{رابطه (۲)}$$

مقادیر بزرگ‌تر  $DP1_t$  بیانگر تقاضای بیشتر برای سود نقدی از سوی سهامداران هستند و مدیران را به اجتناب از کاهش سود ناشی از مشوق‌های پذیرایی سوق و انگیزه پذیرایی را افزایش می‌دهند (LinBaker & Wurgler, 2004; Yu, 2023). در ادامه، متغیر مجازی (DP\_firm) تعریف شده است که به‌ازای مقادیر مثبت  $DP1_t$  ارزش ۱ (شرکت‌ها با انگیزه پذیرایی) و به‌ازای سایر مقادیر  $DP1_t$ ، ارزش صفر (شرکت‌ها بدون انگیزه پذیرایی) دارد. همچنین، به منظور در اختیار داشتن یک معیار جایگزین از انگیزه پذیرایی برای تحلیل‌های تکمیلی، ابتدا مقدار میانگین فرصت‌های رشد (MTB) در سطح هر سال - صنعت، محاسبه شده و سپس، در هر صنعت، تفاضل این مقدار بین شرکت‌هایی که سود نقدی پرداخت کرده و پرداخت نکرده‌اند، محاسبه شده است تا صرف سود نقدی در سطح سال - صنعت ( $DP2_t$ ) به دست آید (Larkin et al., 2017). در پایان، متغیر مجازی (DP\_ind) تعریف شده است که به‌ازای مقادیر مثبت  $DP2_t$ ، ارزش یک و به‌ازای سایر مقادیر  $DP2_t$ ، ارزش صفر دارد.

### متغیرهای کنترلی

در مدل‌های (۱) و (۲)، نماد  $\sum_{j=1}^{10} \gamma_j Controls_{j,it}$  به ده متغیر کنترلی اشاره دارد که با پیروی از لین و یو (۲۰۲۳) و برای لحاظ کردن اثر ویژگی‌های ویژه شرکت‌ها، ناقرینگی اطلاعاتی<sup>۲۳</sup> و هزینه‌های نمایندگی<sup>۲۴</sup> بر متغیر وابسته، لحاظ شده‌اند (Lin & Yu, 2023). ویژگی‌های ویژه شرکت‌ها شامل اندازه شرکت، Size (لگاریتم کل دارایی‌ها در مبنای ده)، عمر شرکت، Ln(Age) (لگاریتم طبیعی سال‌های عمر شرکت از زمان تأسیس)، فرصت‌های رشد، MTB (نسبت مجموع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها بر ارزش دفتری دارایی‌ها) و نسبت اهرمی، Lev (نسبت مجموع تسهیلات مالی دریافتی جاری و بلندمدت بر کل دارایی‌ها) هستند. شرکت‌هایی که اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات بیشتر و نوسان‌پذیری کمتر در سود خالص و بازده سهام دارند، از ناقرینگی اطلاعاتی کمتری برخوردار هستند (O'Hara, 2003; Harris & Raviv, 1991)؛ بنابراین، معیارهای سنجش ناقرینگی اطلاعاتی شامل نسبت اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات به کل دارایی‌ها (Tangibility)، نوسان‌پذیری سود EarningsVolatility (انحراف معیار نسبت سود خالص به دارایی‌ها در سه سال اخیر) و نوسان‌پذیری بازده سهام ReturnVolatility

<sup>20</sup> Value-weighted

<sup>21</sup> Market-to-book

<sup>22</sup> Dividend premium

<sup>23</sup> Information asymmetry

<sup>24</sup> Agency costs

(انحراف معیار بازده سهام در سه سال اخیر) هستند. شرکت‌هایی با جریان وجوه نقد آزاد (FCF)<sup>۲۵</sup> مثبت، شرکت‌هایی سودآور که نسبت قیمت به سود کمتری دارند و شرکت‌هایی که سود نقدی کمتری توزیع می‌کنند، از هزینه‌های نمایندگی بیشتری برخوردار هستند (Lin & Yu, 2023). بر این اساس، سنج‌های هزینه نمایندگی شامل متغیر دوارزشی جریان وجوه نقد آزاد مثبت DummyFCF، متغیر دوارزشی سودآوری و کمتر بودن نسبت قیمت به سود شرکت از میانه این نسبت در هر سال – صنعت (Cashcow) و نسبت سود نقدی به عایدی هر سهم (PayoutRatio) هستند. با پیروی از فالکندر و همکاران (۲۰۱۲)، جریان وجوه نقد آزاد معادل سود عملیاتی منهای هزینه‌های مالی و مالیات تقسیم بر کل دارایی‌ها است که در نهایت، منهای میانگین مخارج سرمایه‌ای در سطح صنعت شده است (Faulkender et al., 2012).

### یافته‌های پژوهش

#### آماره‌های توصیفی

به منظور ارائه‌ی نمای کلی از شاخص‌های مرکزی و پراکندگی متغیرهای اصلی پژوهش، آماره‌های توصیفی در نگاره (۱) ارائه شده‌اند.

#### نگاره ۱. آماره‌های توصیفی

Table 1. Descriptive statistics

متغیرها	میانگین	انحراف معیار	کمینه	صدک ۲۵	میانه	صدک ۷۵	بیشینه
DS	-۰/۱۲۴۹	۰/۹۸۷۷	-۶/۰۳۷۸	-۰/۲۳۵۱	-۰/۰۳۴۲	۰/۰۳۷۵	۶/۲۲۰۹
DSD	۰/۶۲۲۰	۰/۴۸۵۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰
DSR	۰/۴۷۳۲	۰/۲۹۸۴	۰/۰۰۰۰	۰/۲۰۰۰	۰/۵۰۰۰	۰/۷۰۰۰	۰/۹۰۰۰
H_Capex	۰/۵۳۹۸	۰/۴۹۸۵	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰
Over_Invest	۰/۵۰۷۲	۰/۴۹۶۱	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰
Size	۶/۳۶۹۵	۰/۸۸۵۷	۴/۳۴۶۹	۵/۷۸۸۰	۶/۲۵۵۶	۶/۹۷۴۹	۸/۶۱۵۹
Ln(AGE)	۳/۱۷۵۳	۰/۲۷۰۰	۲/۶۳۹۱	۲/۹۴۴۴	۳/۲۱۸۹	۳/۴۰۱۲	۳/۵۵۵۳
MTB	۲/۴۷۰۸	۱/۲۲۷۱	۱/۵۰۲۱	۱/۷۵۲۴	۲/۱۱۰۳	۳/۷۱۶۵	۱۵/۸۱۲۷
Leverage	۰/۱۸۸۷	۰/۱۶۰۴	۰/۰۰۱۲	۰/۰۵۱۳	۰/۱۵۷۷	۰/۲۹۲۴	۰/۷۴۸۴
Tangibility	۰/۲۴۷۷	۰/۱۸۸۷	۰/۰۰۱۶	۰/۰۹۷۶	۰/۲۰۳۰	۰/۳۵۸۳	۰/۸۳۸۶
EarningsVolatility	۰/۰۶۳۴	۰/۰۵۳۴	۰/۰۰۱۱	۰/۰۲۴۷	۰/۰۵۹۴	۰/۰۸۶۴	۰/۴۰۸۳
ReturnVolatility	۰/۴۵۱۶	۰/۴۵۸۸	۰/۰۰۱۰	۰/۱۴۸۶	۰/۲۸۸۳	۰/۵۵۵۱	۲/۱۲۰۵
DummyFCF	۰/۷۰۶۴	۰/۴۵۵۵	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰
Cashcow	۰/۴۴۵۶	۰/۴۹۷۱	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰
PayoutRatio	۰/۳۳۰۰	۰/۵۷۳۸	-۰/۳۰۷۸	۰/۰۹۰۴	۰/۲۰۳۶	۰/۳۴۱۴	۴/۵۱۵۸
DP_firm	۰/۷۳۷۳	۰/۴۴۰۲	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰
DP_ind	۰/۵۶۸۴	۰/۴۹۵۴	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰

(منبع: یافته‌های پژوهش)

<sup>25</sup> Free cash flow

منفی بودن میانگین معیار پیوسته چسبندگی سود نقدی (۰/۱۲۴۹-) نشان می‌دهد میزان تغییر سود نقدی در زمان کاهش سود شرکت‌ها کمتر از زمان افزایش سود است و این موضوع مؤید وجود پدیده چسبندگی سود نقدی در شرکت‌های تحت بررسی است. میانگین معیار دوارزشی چسبندگی سود نقدی (۰/۶۲۲۰) نشان می‌دهد در ۶۲ درصد از موارد (۱۰۶۷ سال - شرکت)، رفتار چسبندگی سود نقدی قابل مشاهده است. همچنین، میانگین سنج‌های مخارج سرمایه‌ای زیاد (۰/۵۳۹۸) و بیش سرمایه‌گذاری (۰/۵۰۷۲) نشان می‌دهد در بیش از ۵۰ درصد سال - شرکت‌ها، رفتار مدیران با نوعی بیش اطمینانی همراه بوده است. افزون بر آن، نتایج نشان می‌دهد شرکت‌های تحت بررسی از میانگین عمر ۲۴ سال برخوردار هستند، مجموع ارزش بازار سهام و بدهی‌های آن‌ها نزدیک ۲/۵ برابر کل دارایی‌ها است، مجموع تسهیلات مالی دریافتی جاری و بلندمدت آن‌ها معادل ۱۹ درصد از دارایی‌ها است، اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت‌ها رقمی نزدیک ۲۵ درصد از کل دارایی‌ها را تشکیل می‌دهند، حدود ۷۱ درصد از سال - شرکت‌ها (۱۲۱۲ مشاهده) دارای جریان وجوه نقد آزاد مثبت بوده‌اند و ۴۵ درصد (۷۶۵ مشاهده) از شرکت‌ها سود داشته‌اند و نسبت قیمت به سود آن‌ها کمتر از میانه این متغیر بوده است. میانگین DP\_firm (۰/۷۳۷۳) بیان می‌کند ۷۳ درصد از شرکت‌ها (معادل ۱۲۶۵ مشاهده) دارای انگیزه پذیرایی هستند و میانگین DP\_ind (۰/۵۶۸۴) نشان می‌دهد ۵۷ درصد از شرکت‌ها (معادل ۹۷۸ مشاهده) از انگیزه پذیرایی از سهامداران در قالب سود نقدی برخوردار هستند.

## نتایج تحلیل رگرسیون

### آزمون فرضیه اول پژوهش

برای آزمون فرضیه نخست پژوهش، مدل (۱) با دو سنجه مخارج سرمایه‌گذاری زیاد و بیش سرمایه‌گذاری (به عنوان متغیر مستقل بیش اطمینانی مدیران) و متغیر دوارزشی چسبندگی سود نقدی (به عنوان متغیر وابسته) با رویکرد لوجیت برازش شده و نتایج به ترتیب در ستون‌های (۱) و (۲) نگاره ۲ گزارش شده است. در ستون (۱)، نتایج نشان می‌دهد عرض از مبدأ (۰/۹۵۳-۷) و ضریب متغیرهای مخارج سرمایه‌ای زیاد (۰/۲۵۵۳) و عمر شرکت (۰/۹۹۳۰) در سطح خطای ۱ درصد، ضریب متغیرهای نسبت اهرمی (۰/۸۰۴۱-)، نوسان‌پذیری سود (۰/۲۲۴۳-)، جریان وجوه نقد آزاد مثبت (۰/۲۷۴۳) و نسبت پرداخت سود نقدی (۰/۲۳۷۰) در سطح ۵ درصد معنادار هستند و ضریب اندازه شرکت (۰/۱۵۷۵) در سطح ۱۰ درصد معنادار است. در ستون (۲)، نتایج بیان می‌کند عرض از مبدأ (۰/۴۹۴۴-۷) و ضریب متغیرهای بیش سرمایه‌گذاری (۰/۲۱۵۲)، اندازه شرکت (۰/۲۵۰۸)، جریان وجوه نقد آزاد مثبت (۰/۳۳۱۵) و نسبت پرداخت سود نقدی (۰/۲۴۲۴) در سطح خطای ۱ درصد و ضریب متغیرهای عمر شرکت (۰/۹۶۱۵)، نسبت اهرمی (۰/۷۵۰۸-) و نوسان‌پذیری سود (۰/۳۵۰-۲) در سطح خطای ۵ درصد معنادار هستند. در هر دو ستون (۱) و (۲)، معناداری آماره نسبت درست‌نمایی (به ترتیب ۱۷۴/۲۱ و ۲۱۲/۶۷) بیانگر معناداری مدل است.

در ستون (۱)، مثبت و معنادار بودن ضریب متغیر مخارج سرمایه‌ای زیاد (۰/۲۵۵۳) بیانگر آن است که احتمال مشاهده پدیده چسبندگی سود نقدی در شرکت‌هایی با مخارج سرمایه‌ای زیاد بیش از سایر شرکت‌ها است. همچنین، مثبت و معنادار بودن ضریب متغیر بیش سرمایه‌گذاری (۰/۲۱۵۲) نشان می‌دهد احتمال مشاهده پدیده چسبندگی سود نقدی در شرکت‌هایی که رفتار بیش سرمایه‌گذاری دارند، بیش از سایر شرکت‌ها است. این نتایج بیانگر وجود رابطه

مثبت و معنادار بین بیش‌اطمینانی مدیران و چسبندگی سود نقدی و مؤید عدم رد فرضیه اول پژوهش است.

### نگاره ۲. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

Table 2. Results of the first hypothesis

ستون (۲) متغیر وابسته: DSD		ستون (۱) متغیر وابسته: DSD		متغیرها
آماره Z	ضریب	آماره Z	ضریب	
		۲/۶۷	۰/۲۵۵۳***	H_Capex
۲/۵۸	۰/۲۱۵۲***			Over_Invest
۲/۸۸	۰/۲۵۰۸***	۱/۷۷	۰/۱۵۷۵*	Size
۲/۳۹	۰/۹۶۱۵**	۲/۶۸	۰/۹۹۳۰***	Ln(AGE)
۰/۶۱	۰/۰۳۷۷	۰/۳۲	۰/۰۱۸۸	MTB
-۲/۲۱	-۰/۷۵۰۸**	-۲/۳۵	-۰/۸۰۴۱**	Leverage
۰/۰۴	۰/۰۱۰۹	-۰/۸	-۰/۲۳۸۰	Tangibility
-۲/۲۵	-۲/۰۳۵۰**	-۲/۴۶	-۲/۲۲۴۳**	EarningsVolatility
-۰/۴۱	-۰/۰۵۷۶	-۱/۴۴	-۰/۱۹۸۱	ReturnVolatility
۲/۸۲	۰/۳۳۱۵***	۲/۳۴	۰/۲۷۴۳**	DummyFCF
-۱/۲۱	-۰/۱۱۶۷	-۱/۱۳	-۰/۱۱۵۶	Cashcow
۲/۶۱	۰/۲۴۲۴***	۲/۴۴	۰/۲۳۷۰**	PayoutRatio
-۵/۷۷	-۷/۴۹۴۴***	-۵/۳۳	-۷/۰۹۵۳***	عرض از مبدأ
کنترل شد		کنترل شد		اثرات سالها
کنترل شد		کنترل شد		اثرات صنایع
۲۱۲/۶۷***		۱۷۴/۲۱***		آماره بیشینه درست‌نمایی
۱۸/۹۳		۱۷/۱۲		ضریب تعیین مک‌فادن (درصد)
***، ** و * به ترتیب معناداری در سطح ۱ درصد، ۵ درصد و ۱۰ درصد (منبع: یافته‌های پژوهش)				

### آزمون فرضیه دوم پژوهش

به منظور آزمون فرضیه دوم پژوهش، مدل (۲) با دو سنجه مخارج سرمایه‌گذاری زیاد و بیش سرمایه‌گذاری و متغیر دوارزشی چسبندگی سود نقدی با رویکرد لجیت برآورد شده و نتایج به ترتیب در ستون‌های (۱) و (۲) نگاره ۳ ارائه شده است. نتایج ارائه شده در ستون (۱) نشان می‌دهد عرض از مبدأ (-۸/۸۳۰۴) و ضریب متغیر تعاملی مخارج سرمایه‌ای زیاد در انگیزه پذیرایی (۰/۰۶۶۱-)، اندازه شرکت (۰/۲۴۴۶)، عمر شرکت (۱/۳۸۷۲) و نسبت پرداخت سود نقدی (۰/۴۹۵۱) در سطح ۱ درصد، ضریب متغیرهای مخارج سرمایه‌ای زیاد (۰/۲۰۶۵)، نسبت اهرمی (۰/۸۲۸۶-)، نوسان‌پذیری بازده سهام (۰/۳۶۱۶-) و جریان وجوه نقد آزاد مثبت (۰/۲۸۸۱) در سطح ۵ درصد و ضریب متغیرهای انگیزه پذیرایی (۰/۰۳۹۳-) و نوسان‌پذیری سود (۲/۰۷۹۹-) در سطح ۱۰ درصد معنادار هستند. در

ستون (۲)، نتایج بیان می‌کند عرض از مبدأ (۹/۱۵۱۶-) و ضریب متغیرهای اندازه شرکت (۰/۳۴۸۲)، عمر شرکت (۱/۳۱۳۴)، جریان وجوه نقد آزاد مثبت (۰/۳۴۸۳) و نسبت پرداخت سود نقدی (۰/۴۰۸۹) در سطح ۱ درصد و ضریب متغیرهای بیش سرمایه‌گذاری (۰/۱۹۴۸)، نسبت اهرمی (۰/۷۸۰۲-) و حاصل ضرب بیش سرمایه‌گذاری در انگیزه پذیرایی (۰/۰۸۹۳-) در سطح ۵ درصد معنادار هستند. در هر دو ستون، معناداری آماره نسبت درست‌نمایی (به ترتیب ۱۴۷/۶۳ و ۱۳۲/۲۳) بیانگر معناداری مدل است.

نگاره ۳. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

Table 3. Results of the seconde hypothesis

ستون (۲) متغیر وابسته: DSD		ستون (۱) متغیر وابسته: DSD		متغیرها
آماره Z	ضریب	آماره Z	ضریب	
		۲/۲۳	۰/۲۰۶۵**	H_Capex
۲/۱۳	۰/۱۹۴۸**			Over_Invest
-۱/۴۸	-۰/۰۵۰۱	-۱/۸۲	-۰/۰۳۹۳*	DP_firm
		-۴/۸۴	-۰/۰۶۶۱***	H_Capex×DP_firm
-۲/۱۳	-۰/۰۸۹۳**			Over_Invest×DP_firm
۳/۹۷	۰/۳۴۸۳***	۲/۶۴	۰/۲۴۴۶***	Size
۲/۷۹	۱/۳۱۳۴***	۳/۱۲	۱/۳۸۷۶***	Ln(AGE)
۰/۹۷	۰/۰۶۹۵	۰/۴۶	۰/۰۳۲۲	MTB
-۲/۰۷	-۰/۷۸۰۲**	-۲/۱۷	-۰/۸۲۸۶**	Leverage
۰/۶۹	۰/۲۳۲۳	۰/۰۶	۰/۰۱۹۴	Tangibility
-۱/۶۴	-۱/۷۲۵۲	-۱/۹۳	-۲/۰۷۹۹*	EarningsVolatility
-۱/۱۳	-۰/۱۸۴۸	-۲/۱۸	-۰/۳۶۱۶**	ReturnVolatility
۲/۶۴	۰/۳۴۸۳***	۲/۱۵	۰/۲۸۸۱**	DummyFCF
-۰/۸۶	-۰/۰۹۶۲	-۰/۸۸	-۰/۱۰۴۳	Cashcow
۲/۹۸	۰/۴۰۸۹***	۲/۷۷	۰/۴۹۵۱***	PayoutRatio
-۶/۳۷	-۹/۱۵۱۶***	-۵/۸۹	-۸/۸۳۰۴***	عرض از مبدأ
کنترل شد		کنترل شد		اثرات سال‌ها
کنترل شد		کنترل شد		اثرات صنایع
۱۳۲/۲۳***		۱۴۷/۶۳***		آماره بیشینه درست‌نمایی
۲۴/۳۵		۲۵/۱۹		ضریب تعیین مکفادن (درصد)
***, **, * به ترتیب معناداری در سطح ۱ درصد، ۵ درصد و ۱۰ درصد				
(منبع: یافته‌های پژوهش)				

در ستون (۱)، منفی و معنادار بودن ضریب متغیر تعاملی مخارج سرمایه‌ای زیاد در انگیزه پذیرایی (۰/۰۶۶۱-) بیانگر آن است که با افزایش در انگیزه پذیرایی، رابطه مثبت بین مخارج سرمایه‌ای زیاد و احتمال وجود پدیده

چسبندگی سود نقدی تضعیف می‌شود. همچنین، منفی و معنادار بودن ضریب متغیر تعاملی بیش سرمایه‌گذاری در انگیزه پذیرایی (۰/۰۸۹۳-) نشان می‌دهد با افزایش در انگیزه پذیرایی، رابطه مثبت بین بیش سرمایه‌گذاری و احتمال مشاهده پدیده چسبندگی سود نقدی تضعیف می‌شود. این نتایج بیانگر آن است که افزایش در انگیزه پذیرایی، رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و چسبندگی سود نقدی را تضعیف می‌کند؛ بنابراین، فرضیه دوم نیز رد نمی‌شود.

### آزمون‌های استحکام

به منظور کسب اطمینان از حساس نبودن نتایج پژوهش به تأثیر محتمل وضعیت کلان اقتصادی، نتایج آزمون فرضیه‌ها با کنترل اثر دو متغیر نرخ تورم (درصد تغییرات شاخص قیمت مصرف‌کننده) و لگاریتم تولید ناخالص داخلی (مستخرج از سایت بانک مرکزی) در بخش الف نگاره (۴) ارائه شده است. گفتنی است، برای اجتناب از مشکل هم‌خطی، مدل‌های مربوط بدون کنترل اثرات ویژه سال‌ها (ولی با کنترل اثرات ویژه صنایع) برازش شده‌اند. همچنین، برای اطمینان از استحکام نتایج پژوهش نسبت به اثرات مالی و اقتصادی شیوع همه‌گیری کووید ۱۹ (در سال‌های ۱۴۰۰-۱۳۹۹)، مدل‌های مربوط یک بار در سال‌های شیوع این بیماری و بار دیگر در سایر سال‌ها برآورد شده‌اند و نتایج در بخش ب نگاره (۴) گزارش شده است. افزون بر آن، برای کسب اطمینان از مقاوم بودن نتایج پژوهش به شیوه تعریف متغیر وابسته و رویکرد برازش مدل‌ها، مدل‌های پژوهش با به‌کارگیری سنجه رتبه‌ای متغیر چسبندگی سود نقدی و رگرسیون لججیت رتبه‌ای برازش شده‌اند و نتایج در بخش پ نگاره (۴) گزارش شده است. در نهایت، برای اطمینان از عدم حساسیت نتایج فرضیه دوم پژوهش به نحوه سنجش متغیر تعدیل‌گر انگیزه پذیرایی، این متغیر با پیروی از لین و یو (۲۰۲۳) در سطح صنعت محاسبه شده و در برازش مدل (۲) به کار رفته است (Lin & Yu, 2023). در نهایت، نتایج این فرآیند در بخش ت نگاره (۴) ارائه شده است. به منظور تلخیص در ارائه نتایج، صرفاً ضرایب مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌های پژوهش گزارش شده‌اند.

در ستون (۱) از بخش الف نگاره (۴)، مثبت و معنادار بودن ضریب هر دو متغیر مخارج سرمایه‌ای زیاد (۰/۱۵۱۲) و بیش سرمایه‌گذاری (۰/۱۸۰۹) بیانگر وجود رابطه مثبت بین این دو سنجه بیش اطمینانی مدیران و چسبندگی سود نقدی و مؤید عدم رد فرضیه اول است. در ستون (۲) از بخش الف نگاره (۴)، منفی و معنادار بودن ضریب متغیرهای تعاملی مخارج سرمایه‌ای زیاد در انگیزه پذیرایی (۰/۰۴۰۲-) و بیش سرمایه‌گذاری در انگیزه پذیرایی (۰/۰۶۷۱-) بیانگر اثر تعدیل‌کننده انگیزه پذیرایی بر رابطه بین دو سنجه بیش اطمینانی مدیران و چسبندگی سود نقدی و مؤید عدم رد فرضیه دوم است. در بخش ب، نتایج برازش مدل‌های مربوط در سال‌های شیوع کووید ۱۹ و سایر سال‌ها بیانگر عدم رد فرضیه‌های پژوهش است؛ با این حال، نتایج بیانگر آن است که در سال‌های شیوع کووید ۱۹، اندازه ضریب متغیرهای تعاملی مخارج سرمایه‌ای زیاد در انگیزه پذیرایی و بیش سرمایه‌گذاری در انگیزه پذیرایی (به ترتیب ۰/۰۲۲۴- و ۰/۰۳۰۳-) نسبت به سایر سال‌ها (به ترتیب ۰/۰۵۱۵- و ۰/۰۶۵۱-) کاهش داشته است. با آنکه این تفاوت به لحاظ آماری معنادار نیست، می‌توان دریافت به دلیل افت وضعیت مالی شرکت‌ها در دوره شیوع کووید ۱۹ و به تبع، کاهش انگیزه پذیرایی از سهامداران در قالب سود نقدی، از شدت تأثیر انگیزه پذیرایی بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و چسبندگی سود نقدی نسبت به سایر سال‌ها کاسته شده است.



نگاره ۴. نتایج تحلیل‌های تکمیلی

Table 4. Results of supplementary analyses

بخش الف: آزمون فرضیه‌های اول و دوم پژوهش با کنترل اثر نرخ تورم سالانه و تولید ناخالص داخلی				
ستون (۲) متغیر وابسته: DSD		ستون (۱) متغیر وابسته: DSD		
ضریب	آماره Z	ضریب	آماره Z	
نتایج آزمون فرضیه اول:				
		۰/۲۳۱۲**	۲/۳۳	H_Capex
		۰/۲۰۱۹***	۲/۸۲	Over_Invest
نتایج آزمون فرضیه دوم:				
	-۲/۰۶	-۰/۰۵۰۲**		H_Capex×DP_firm
	-۲/۴۱	-۰/۰۶۷۱**		Over_Invest×DP_firm
بخش ب: آزمون فرضیه‌های اول و دوم پژوهش در سال‌های شیوع کووید ۱۹ (۱۴۰۰-۱۳۹۹) و سایر سال‌ها (متغیر وابسته: DSD)				
سایر سال‌ها متغیر وابسته: DSD		سال‌های شیوع کووید ۱۹ متغیر وابسته: DSD		
ضریب	آماره Z	ضریب	آماره Z	
نتایج آزمون فرضیه اول:				
		۰/۲۶۸۵***	۴/۴۹	H_Capex
		۰/۲۲۰۷***	۵/۰۷	Over_Invest
نتایج آزمون فرضیه دوم:				
	-۲/۸۳	-۰/۰۵۱۵***	-۱/۹۸	H_Capex×DP_firm
	-۲/۴۱	-۰/۰۶۵۱**	-۲/۰۶	Over_Invest×DP_firm
بخش پ: آزمون فرضیه‌های اول و دوم پژوهش با به‌کارگیری متغیر رتبه‌ای چسبندگی سود نقدی (DSR)				
ستون (۲) متغیر وابسته: DSR		ستون (۱) متغیر وابسته: DSR		
ضریب	آماره Z	ضریب	آماره Z	
نتایج آزمون فرضیه اول:				
		۰/۲۱۱۴***	۲/۷۰	H_Capex
		۰/۲۳۲۲***	۳/۴۹	Over_Invest
نتایج آزمون فرضیه دوم:				
	-۲/۳۵	-۰/۰۷۱۹**		H_Capex×DP_firm
	-۱/۸۳	-۰/۰۵۱۲*		Over_Invest×DP_firm
بخش ت: آزمون فرضیه دوم پژوهش با به‌کارگیری روش لین و یو (۲۰۲۳) برای تعریف متغیر انگیزه پذیرایی (Lin & Yu, 2023)				
ستون (۲) متغیر وابسته: DSR		ستون (۱) متغیر وابسته: DSD		
ضریب	آماره Z	ضریب	آماره Z	
نتایج آزمون فرضیه دوم:				
		-۰/۰۷۵۲**	-۲/۲۱	H_Capex×DP_ind
		-۰/۰۸۷۳**	-۲/۱۵	Over_Invest×DP_ind

\*\*\*، \*\* و \* به ترتیب معناداری در سطح ۱ درصد، ۵ درصد و ۱۰ درصد

(منبع: یافته‌های پژوهش)

در مجموع، نتایج بخش الف و ب نشان می‌دهد یافته‌های پژوهش نسبت به متغیرهای کلان اقتصادی و شیوع کووید ۱۹ حساسیت ویژه‌ای ندارد. در ستون (۱) از بخش پ نگاره (۴)، مثبت و معنادار بودن ضریب هر دو متغیر مخارج سرمایه‌ای زیاد (۰/۲۱۱۴) و بیش سرمایه‌گذاری (۰/۲۳۲۲) بیانگر وجود رابطه مثبت بین این دو سنجۀ بیش اطمینانی مدیران و چسبندگی سود نقدی و مؤید عدم رد فرضیه اول است. در ستون (۲) از بخش پ نگاره (۴)، منفی و معنادار بودن ضریب متغیرهای تعاملی مخارج سرمایه‌ای زیاد در انگیزه پذیرایی (۰/۰۷۱۹-) و بیش سرمایه‌گذاری در انگیزه پذیرایی (۰/۰۵۱۲-) بیانگر اثر تعدیل‌کننده انگیزه پذیرایی بر رابطه بین دو سنجۀ بیش اطمینانی مدیران و چسبندگی سود نقدی و مؤید عدم رد فرضیه دوم است. این یافته‌ها نشان می‌دهد نتایج پژوهش نسبت به روش تعریف متغیر وابسته و رویکرد برازش مدل‌ها حساسیت ندارد. در بخش ت از نگاره (۴)، نتایج ارائه‌شده در ستون (۱) (با رویکرد لوجیت) و ستون (۲) (با رویکرد لوجیت رتبه‌ای) نشان می‌دهد ضریب تمام متغیرهای تعاملی منفی و معنادار است. این نتایج که بیانگر عدم رد فرضیه دوم پژوهش است، نشان می‌دهد یافته‌های پژوهش نسبت به نحوه تعریف متغیر انگیزه پذیرایی حساس نیست.

### نتیجه‌گیری

چسبندگی سود نقدی موضوعی است که در سال‌های اخیر در کانون توجه پژوهشگران قرار گرفته و با وجود اهمیت آن، در پژوهش‌های داخلی مورد توجه قرار نگرفته است. این پژوهش ضمن بررسی وجود پدیده چسبندگی سود نقدی در شرکت‌های ایرانی، رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و چسبندگی سود نقدی و اثر انگیزه پذیرایی را روی این رابطه بررسی کرده است. نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهد پدیده چسبندگی سود نقدی در شرکت‌های ایرانی نیز رواج دارد. این نتیجه با یافته‌های بشکوه و محرم‌خانی (۱۳۹۹) سازگار است. همچنین، نتایج بیانگر آن است که در شرکت‌هایی با مدیران بیش اطمینان، پدیده چسبندگی سود نقدی بیشتر مشاهده می‌شود و با افزایش در انگیزه پذیرایی، رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و چسبندگی سود نقدی تضعیف می‌شود. این نتایج که با یافته‌های بیکر و ورگلر (۲۰۰۴) و لین و یو (۲۰۲۳) سازگار است (Lin & Yu, 2023; Baker & Wurgler, 2004)، با مفاهیم مطرح در نظریه پذیرایی هم‌خوانی دارد.

بر اساس نتایج پژوهش، به سرمایه‌گذاران (به ویژه آنان که علاقه‌مند به دریافت سود نقدی هستند) پیشنهاد می‌شود در زمان اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، به مقوله بیش اطمینانی مدیران و وجود انگیزه‌های پذیرایی در شرکت‌ها توجه داشته باشند. این پژوهش با بهره‌گیری از روش‌های مختلف، از جمله استفاده از سنجه‌های متفاوت برای اندازه‌گیری متغیرهای مستقل، وابسته و تعدیل‌گر، بهره‌مندی از رویکردهای لوجیت معمولی و رتبه‌ای برای برازش مدل‌ها، کنترل اثرات ویژه سال‌ها و صنایع، کنترل اثر متغیرهای کلان اقتصادی و برازش مدل در سال‌های شیوع بحران کووید ۱۹ و سایر سال‌ها به طور مجزا، از استحکام نتایج اطمینان حاصل کرده است؛ با وجود این، محدودیت‌هایی نیز در این پژوهش وجود دارند که از جمله آن‌ها می‌توان به اثر شرایط سیاسی ویژه کشور بر نتایج پژوهش اشاره کرد. پیشنهاد می‌شود پژوهشگران آتی اثر سایر ویژگی‌های هیئت مدیره، مانند توانایی مدیران و مالکیت مدیریتی، را بر چسبندگی سود نقدی بررسی کنند. همچنین، انجام پژوهش‌های عمیق‌تر در سطح صنایع مختلف و بررسی عوامل فرهنگی و اجتماعی نیز می‌تواند به درکی بهتر از پدیده چسبندگی سود نقدی کمک کند.

## منابع

- ابراهیمی، آیت‌اله، سلگی، محمد، وجودی نوبخت، آرمین، و موسوی، سیدمجید (۱۴۰۱). بیش‌اطمینانی مدیران و کارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی. *پژوهش‌های راهبردی بودجه و مالی*، ۳(۳)، ۱۳۵-۱۰۳. [https://fbarj.ihu.ac.ir/article\\_207719.html](https://fbarj.ihu.ac.ir/article_207719.html)
- افلاطونی، عباس، و نیکبخت، زهرا (۱۳۹۹). نقش کیفیت سود در اتخاذ سیاست سود نقدی پایدار: رویکرد گشتاورهای تعمیم‌یافته سیستمی. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۷(۳)، ۱۷۵-۱۵۳. [https://qjma.atu.ac.ir/article\\_11759.html](https://qjma.atu.ac.ir/article_11759.html)
- افلاطونی، عباس (۱۳۹۸). توان مدیریتی و هموارسازی سود نقدی: رویکرد پویا. *دانش حسابداری مالی*، ۶(۱)، ۲۳۸-۲۱۱. [https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article\\_1693.html](https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article_1693.html)
- بزرگ‌اصل، موسی، باباجانی، جعفر، و کوه‌کن، علی (۱۳۹۸). تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۶(۴)، ۴۹۸-۴۸۲. [https://acctgrev.ut.ac.ir/article\\_75293.html](https://acctgrev.ut.ac.ir/article_75293.html)
- بشکوه، مهدی، و محرم‌خانی، محسن (۱۳۹۹). پدیده چسبندگی سود سهام؛ تبیین مدل جامع اندازه‌گیری و تأثیرپذیری آن از مکانیسم‌های راهبردی شرکتی. *دانش حسابداری مالی*، ۷(۱)، ۱۰۱-۱۳۱. [https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article\\_2054.html](https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article_2054.html)
- تقی‌زاده خانقاه، وحید، و بادآورنهدی، یونس (۱۳۹۹). ارتباط بین بیش‌اطمینانی مدیریت، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری. *دانش حسابداری*، ۱۱(۲)، ۲۳۸-۲۰۹. [https://jak.uk.ac.ir/article\\_2518.html](https://jak.uk.ac.ir/article_2518.html)
- حسنی‌القار، مسعود، و رحیمیان، نظام‌الدین (۱۳۹۷). بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت در ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۶(۱)، ۸۹-۱۰۶. [https://amf.ui.ac.ir/article\\_21350.html](https://amf.ui.ac.ir/article_21350.html)
- دهقانی دشتابی، افسانه، تمجیدی، نیما، و افلاطونی، عباس (۱۳۹۷). ویژگی‌های شرکت و سرعت تعدیل نسبت سود نقدی: رویکرد گشتاورهای تعمیم‌یافته سیستمی و تفاضل‌گیری شده. *فصلنامه حسابداری مالی*، ۱۰(۴۰)، ۷۸-۵۲. <https://qfaj.mobarakeh.iau.ir/article-1-1666-fa.html>
- سجادی، سیدحسین، و بنایی قدیم، رحیم (۱۴۰۱). تأثیر چسبندگی هزینه بر چسبندگی سود سهام با تأکید بر مزاد نقدینگی (انحراف از سطح بهینه نقدینگی). *فصلنامه حسابداری مالی*، ۱۴(۵۵)، ۹۲-۷۸. <https://qfaj.mobarakeh.iau.ir/article-1-2606-fa.html>
- صفی‌پور افشار، مجتبی، و رئیسی، لیلا (۱۴۰۱). بیش‌اطمینانی مدیریت، تأمین مالی داخلی و بهره‌وری سرمایه‌گذاری. *دانش حسابداری*، ۱۳(۱)، ۲۰۱-۱۸۵. [https://jak.uk.ac.ir/article\\_3070.html](https://jak.uk.ac.ir/article_3070.html)
- قدرتی، منا، پورزمانی، زهرا، نیکومرام، هاشم، و بنی‌مهد، بهمن (۱۳۹۹). هموارسازی تقسیم سود مبتنی بر ساختار وابستگی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۹(۳۵)، ۴۰۰-۳۸۳. [https://jik.srbiau.ac.ir/article\\_16750.html](https://jik.srbiau.ac.ir/article_16750.html)

## References

- Aflatooni, A. (2019). Managerial ability and dividends smoothing: A dynamic approach. *Financial Accounting Knowledge*, 6(1), 211-238. [In Persian] [https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article\\_1693.html](https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article_1693.html)
- Aflatooni, A., & Nikbakht, Z. (2020). The role of earnings quality in adopting a persistent dividend policy: The system generalized method of moments. *Empirical Studies in Financial Accounting*,

- 17(67), 153-175. [In Persian] [https://qjma.atu.ac.ir/article\\_11759.html](https://qjma.atu.ac.ir/article_11759.html)
- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2013). Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 51(1), 1-30. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00467.x>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. *The Journal of Finance*, 59(3), 1125-1165. <https://www.jstor.org/stable/3694732>
- Baker, M., Mendel, B., & Wurgler, J. (2016). Dividends as reference points: A behavioral signaling approach. *The Review of Financial Studies*, 29(3), 697-738. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv058>
- Balli, F., Agyemang, A., Gregory-Allen, R., & Balli, H. O. (2022). Corporate dividend smoothing: The role of cross-listing. *Journal of Corporate Finance*, 72(1), 102151. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102151>
- Benartzi, S., Michaely, R., & Thaler, R. (1997). Do changes in dividends signal the future or the past? *The Journal of Finance*, 52(3), 1007-1034. <https://www.jstor.org/stable/2329514>
- Ben-David, I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2013). Managerial miscalibration. *The Quarterly Journal of Economics*, 128(4), 1547-1584. <https://doi.org/10.1093/qje/qjt023>
- Beshkooch, M., & Moharram Khani, M. (2020). Sticky dividend: explaining the comprehensive measurement model and its impact on corporate governance mechanisms. *Financial Accounting Knowledge*, 7(1), 101-131. [In Persian] [https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article\\_2054.html](https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article_2054.html)
- Bozorg Asl, M., Babajani, J., & Kuhkan, A. (2020). Impact of institutional ownership on the relationship between managers' overconfidence and financial leverage of the companies listed in the Tehran stock exchange. *Accounting and Auditing Review*, 26(4), 482-498. [In Persian] [https://acctgrev.ut.ac.ir/article\\_75293.html](https://acctgrev.ut.ac.ir/article_75293.html)
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004>
- Charitou, A., Lambertides, N., & Theodoulou, G. (2011). Losses, dividend reductions, and market reaction associated with past earnings and dividends patterns. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 26(2), 351-382. <https://doi.org/10.1177/0148558X11401220>
- Chen, C. C., Ho, K. C., Li, H. M., & Yu, M. T. (2023). Impact of information disclosure ratings on investment efficiency: Evidence from China. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 60(2), 471-500. <https://doi.org/10.1007/s11156-022-01101-8>
- Cordeiro, L. (2009). *Managerial overconfidence and dividend policy*. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1343805>
- Dehghani Dashtabi, A., Tamjidi, N., & Aflatooni, A. (2019). Firms' characteristics and adjustment speed of dividend payout ratio: system-GMM and differenced-GMM approaches. *Quarterly Financial Accounting*, 10(40), 52-78. [In Persian] <https://qfaj.mobarakeh.iau.ir/article-1-1666-fa.html>
- Deshmukh, S., Goel, A. M., & Howe, K. M. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 440-463. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2013.02.003>
- Ebrahimi, A. A., Solgi, M., Vojoudi Nobakht, A., & Mosavi, M. (2022). Management's overconfidence and efficiency of investment decisions and financing. *Budget and Finance Strategic Research*, 3(3), 135-167. [In Persian] [https://fbarj.ihu.ac.ir/article\\_207719.html](https://fbarj.ihu.ac.ir/article_207719.html)
- Faulkender, M., Flannery, M. J., Hankins, K. W., & Smith, J. M. (2012). Cash flows and leverage adjustments. *Journal of Financial Economics*, 103(3), 632-646. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.10.013>
- Galasso, A., & Simcoe, T. S. (2011). CEO overconfidence and innovation. *Management Science*, 57(8), 1469-1484. <https://www.jstor.org/stable/25835792>
- Gervais, S., & Odean, T. (2001). Learning to be overconfident. *The Review of Financial Studies*, 14(1), 1-27. <https://www.jstor.org/stable/2696755>
- Ghodrati, M., Pourzamani, Z., Nikoumaram, H., & Banimahd, B. (2020). Dividend smoothing based on dependent structure of investment of firms. *Journal of Investment Knowledge*, 9(35), 383-400. [In Persian] [https://jik.srbiau.ac.ir/article\\_16750.html](https://jik.srbiau.ac.ir/article_16750.html)
- Grullon, G., Michaely, R., Benartzi, S., & Thaler, R. H. (2005). Dividend changes do not signal changes in future profitability. *The Journal of Business*, 78(5), 1659-1682. <https://www.jstor.org/stable/10.1086/431438>
- Guttman, I., Kadan, O., & Kandel, E. (2010). Dividend stickiness and strategic pooling. *The Review of*

- Financial Studies*, 23(12), 4455-4495. <https://www.jstor.org/stable/40961320>
- Handjinicolaou, G., & Kalay, A. (1984). Wealth redistributions or changes in firm value: An analysis of returns to bondholders and stockholders around dividend announcements. *Journal of Financial Economics*, 13(1), 35-63. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90031-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90031-X)
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
- Hasani Alghar, M., & Rahimian, N. (2018). The effect of managerial overconfidence on debt maturity structure in listed companies in Tehran stock exchange. *Journal of Asset Management and Financing*, 6(1), 89-106. [In Persian] [https://amf.ui.ac.ir/article\\_21350.html](https://amf.ui.ac.ir/article_21350.html)
- Hirshleifer, D., Low, A., & Teoh, S. H. (2012). Are overconfident CEOs better innovators? *The Journal of Finance*, 67(4), 1457-1498. <https://mp.ra.ub.uni-muenchen.de/22425/>
- Hribar, P., & Yang, H. (2016). CEO overconfidence and management forecasting. *Contemporary Accounting Research*, 33(1), 204-227. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12144>
- Huang, R., Tan, K. J. K., & Faff, R. W. (2016). CEO overconfidence and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance*, 36(1), 93-110. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.10.009>
- Javakhadze, D., Ferris, S. P., & Sen, N. (2014). An international analysis of dividend smoothing. *Journal of Corporate Finance*, 29(1), 200-220. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.09.007>
- Kim, H., & Kim, J. H. (2019). Voluntary zero-dividend paying firms: characteristics and performance. *Applied Economics*, 51(50), 5420-5446. <https://doi.org/10.1080/00036846.2019.1610713>
- Lambrecht, B. M., & Myers, S. C. (2012). A Linter model of payout and managerial rents. *Journal of Finance*, 67(1), 1761-1810. <https://www.jstor.org/stable/23324383>
- Larkin, Y., Leary, M. T., & Michaely, R. (2017). Do investors value dividend-smoothing stocks differently? *Management Science*, 63(12), 4114-4136. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2016.2551>
- Leary, M. T., & Michaely, R. (2011). Determinants of dividend smoothing: Empirical evidence. *The Review of Financial Studies*, 24(10), 3197-3249. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr072>
- Lin, J. C., & Yu, M. T. (2023). Managerial overconfidence and dividend stickiness. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. <https://doi.org/10.1177/0148558X221150102>
- Lin, J. J., & Lee, C. F. (2021). Does managerial reluctance of dividend cuts signal future earnings? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 56, 453-478. <https://doi.org/10.1007/s11156-020-00899-5>
- Lin, J. J., Shi, W. Z., Tsai, L. F., & Yu, M. T. (2022). Corporate cash and the Firm's life-cycle: Evidence from dual-class firms. *International Review of Economics & Finance*, 80(1), 27-48. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.02.006>
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113. <https://www.jstor.org/stable/1910664>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x>
- 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. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01685.x>
- O'Hara, M. (2003). Presidential address: Liquidity and price discovery. *The Journal of Finance*, 58(4), 1335-1354. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00569>
- Safipour Afshar, M., & Raeisi, L. (2022). Management over-confidence, internal financing and investment efficiency. *Journal of Accounting Knowledge*, 13(1), 185-201. [In Persian] [https://jak.uk.ac.ir/article\\_3070.html](https://jak.uk.ac.ir/article_3070.html)
- Sajadi, S. H., & Bonabi Ghadim, R. (2022). The effect of cost stickiness on dividend stickiness with emphasis on Surplus liquidity (Deviation from the optimal level). *Quarterly Financial Accounting*, 14(55), 78-92. [In Persian] <https://qfaj.mobarakeh.iau.ir/article-1-2606-fa.html>
- Schrand, C. M., & Zechman, S. L. (2012). Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1-2), 311-329. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.09.001>
- Taghizadeh Khanqah, V., & Badavar Nahandi, Y. (2020). Relationships between managerial overconfidence, internal financing and investment efficiency. *Journal of Accounting Knowledge*, 11(2), 209-238. [In Persian] [https://jak.uk.ac.ir/article\\_2518.html?lang=en](https://jak.uk.ac.ir/article_2518.html?lang=en)
- Wrońska-Bukalska, E. (2018). Power of an overconfident CEO and dividend payment. *Journal of*

- 
- Management and Financial Sciences*, 8(35), 61-80. <https://doi.org/10.33119/JMFS.2018.35.4>
- Wu, Y. (2018). What's behind smooth dividends? Evidence from structural estimation. *The Review of Financial Studies*, 31(10), 3979-4016. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhx119>
- Zhao, Y., Lee, C. F., & Yu, M. T. (2020). Does equity market timing have a persistent impact on capital structure? Evidence from China. *The British Accounting Review*, 52(1), 100838. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2019.100838>