

"أثر درجتي الثقة والتفاؤل للمدير المالي على قرارات توزيع الأرباح في الشركات المساهمة المصرية"

مروان خالد مصطفى

الملخص:

هدفت الدراسة الى تحديد أثر درجتي الثقة والتفاؤل للمدير المالي على قرارات توزيع الأرباح، بالتطبيق على الشركات المصرية المساهمة، والمقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية، عن طريق اختيار عينة عشوائية بسيطة مكونة من ٣٤ شركة من الشركات المساهمة، المقيدة بالبورصة المصرية، التي قامت بتوزيعات أرباح خلال الفترة من عام ٢٠١٢ حتى عام ٢٠١٦.

وتوصلت الدراسة الى وجود أثر عكسي، ذو دلالة إحصائية، لدرجة الثقة لدى المدير المالي، على نسبة توزيعات الأرباح في الشركة التي يديرها، حيث أن المدير المالي ذا الثقة المرتفعة، تميل شركته إلى توزيع نسبة أرباح أقل من الشركات الأخرى في السوق، كما توصلت الدراسة الى وجود أثر طردي، ذو دلالة إحصائية، لدرجة التفاؤل، على متوسط نسبة توزيعات الأرباح، أي أن متوسط نسبة توزيعات الأرباح في الشركات التي يديرها مدير مالي لديه درجة تفاؤل عالية، أكبر قليلاً من متوسط نسبة توزيعات الأرباح في الشركات الأخرى.



Abstract

The study aimed to determine the impact of overconfidence and Optimism to financial manager on dividends decisions in the Egyptian corporations, listed on the Egyptian Stock Market. By choosing a random sample composed of 34 companies, listed in Egyptian Stock Exchange, with cash dividend during the period from 2012 until 2016.

The main findings of the study is the presence of, statistically significant, negative effect of financial manager overconfidence, on the average of dividend ratio in the company they managed. Which means that the average ratio of dividends in companies managed by the overconfident financial manager, slightly smaller than the average ratio of dividends in other companies. And the presence of, statistically significant, positive effect of financial manager optimism on the average of dividend ratio in the company they managed. Which means that the average ratio of dividends in companies managed by optimistic financial manager, slightly larger than the average ratio of dividends in other companies.



أولاً: مقدمة الدراسة

يعتبر قرار توزيع الأرباح من القرارات الهامة، التي تواجه إدارة الشركات، حيث يجب عليها أن تفاضل ما بين توزيع الأرباح على حملة الأسهم، أو الاحتفاظ بتلك الأرباح لإعادة استثمارها في الشركة، أو توزيع جزء والإبقاء على آخر، مما يكون له أثر مباشر وغير مباشر على كل من ثروة المساهمين، وإدارة الشركات من حيث فرص النمو وتكاليف الاستثمار.

ومع الاتجاه العالمي المتزايد للأهتمام بعلم التمويل السلوكي، الذي يدعو إلى ضرورة أن يتم النظر إلى الأبحاث في مجال التمويل، باعتبارها نوعاً من البحوث المرنة (Soft Research)، والتي تعترف بالتفسير الشخصي والسلوكي للقرارات المالية، بدأت بعض الدراسات في الاتجاه نحو الاهتمام بدراسة تأثير الجانب السلوكي والاجتماعي في تفسير العديد من القرارات المالية، خاصة في ظل اعتراف علم التمويل السلوكي بعدم الرشد المطلق لكل من المستثمرين ومديري الشركات (Irrational Investor and Irrational Manager Situation).

وبالتالي تعتبر هذه الدراسة، امتداداً لجهود الباحثين، من أجل التوصل للتفسير السلوكي، لواحد من أهم القرارات المالية للشركات المساهمة، وهو قرار توزيع الأرباح، وذلك كخطوة للوصول لمدخل متكامل، يراعي كافة العوامل السلوكية والاجتماعية والاقتصادية، لتفسير قرارات توزيع الأرباح، مما يؤثر ايجابياً على رد فعل السوق تجاه تلك التوزيعات، حيث تتناول الدراسة أثر تحيزي الثقة الزائدة والتفاوض على قرارات توزيع الأرباح.



ثانياً: مشكلة الدراسة

نبعت المشكلة الأساسية للدراسة من تساؤل رئيس حول مدى قدرة المديرين الماليين في الشركات المساهمة المصرية على اتخاذ قرارات رشيدة فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح، حيث أن درجة رشد القرارات تتوقف على مجموعة من العوامل، مثل البيئة التي يتم فيها اتخاذ القرار، وكمية ودقة المعلومات المتوافرة قبل اتخاذ القرار، ومدى معرفة متخذ القرار بأساليب وطرق اتخاذ القرار، وكذلك السلوكيات والصفات الشخصية لمتخذي القرار مثل سنه ومستوى تعليمه وهواياته وخبراته ومستوى علاقاته وتحيزاته السلوكية، مثل تحيزات الثقة الزائدة، والتفاؤل، والتشاؤم، وتجنب المخاطرة، وتجنب الغموض، والرغبة في تقليد سلوك الآخرين، أو تقليد سلوك القائد، أو تجنب التجديد (اتباع سلوكيات الماضي).

وبالتالي تمثلت مشكلة الدراسة في التساؤل التالي:

إلى أي مدى تؤثر التحيزات السلوكية للمديرين الماليين في الشركات المصرية المساهمة على قرارات توزيع الأرباح النقدية؟

ويمكن للباحث أن يشتق من هذا التساؤل الرئيس، التساؤلات التالية:

١. إلى أي مدى تؤثر درجة الثقة الزائدة لدى المدير المالي على قرارات توزيع الأرباح؟
٢. إلى أي مدى تؤثر درجة تفاؤل المدير المالي على قرارات توزيع الأرباح؟

ثالثاً: متغيرات الدراسة

١ - المتغيرات المستقلة:

١/١ - الثقة الزائدة:



يقصد بتحيز الثقة الزائدة اتجاه المديرين إلى المبالغة في تقدير إمكانياتهم وقدراتهم الشخصية، على التنبؤ بالأوضاع المستقبلية، وكذلك المبالغة في تقدير مدى دقة معلوماتهم، وبالتالي مبالغتهم في تقدير مدى صحة قراراتهم.

٢/١ - التفاؤل:

يقصد بتحيز التفاؤل ميل المدير باستمرار إلى المبالغة في تقدير احتمالية تحقق الأحداث الإيجابية المرغوبة، وتهوين احتمالية حدوث الأحداث غير المرغوبة، بما يتسبب في مبالغته في توقع أداء متميز لشركته، ورؤية مستقبل شركته بطريقة أكثر أشراقاً من الواقع.

٢ - المتغير التابع (قرارات توزيع الأرباح):

وتعرف التوزيعات النقدية بأنها تلك المدفوعات النقدية، التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية، نتيجة لتحقيق الأرباح عن الفترة الحالية، أو المتراكمة عن سنوات سابقة، نتيجة لاستثمار أموالهم.

ويوضح الجدول التالي متغيرات الدراسة:

جدول ١

المتغيرات التابعة والمستقلة للدراسة، وطرق قياسها

المتغير التابع		المتغيرات المستقلة	
طريقة القياس	المتغير	طريقة القياس	المتغيرات
نسبة توزيع الأرباح = قيمة الكوبون النقدي ÷ ربحية السهم	قرارات توزيع الأرباح	استقصاء بأسئلة غير مباشرة	درجة الثقة الزائدة لدى المدير المالي
			درجة تفاؤل المدير المالي

المصدر: من إعداد الباحث



رابعاً: فروض الدراسة

الفرض الرئيس للدراسة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحيزات السلوكية للمدير المالي، على قرارات توزيع الأرباح.

وينبثق من الفرض الرئيس، الفروض الفرعية التالية:

1. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للثقة الزائدة لدى المدير المالي، على قرارات توزيع الأرباح.
2. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتفاؤل المدير المالي على قرارات توزيع الأرباح.

خامساً: أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة بصفة رئيسة إلى تحديد أثر المتغيرات السلوكية للمدير المالي على قرارات توزيع الأرباح، ويتفرع من هذا الهدف الرئيسي مجموعة من الأهداف الفرعية:

1. تحديد مدى تأثير قرارات توزيع الأرباح بدرجة الثقة الزائدة لدى المدير المالي.
2. تحديد مدى تأثير قرارات توزيع الأرباح بدرجة تفاؤل المدير المالي.
3. المساهمة في التأسيس العلمي لدور المتغيرات السلوكية في تفسير قرارات توزيع الأرباح.

سادساً: منهجية الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المساهمة المصرية التي تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية المصرية، والتي يبلغ عددها ٢٢٢ شركة، وسيتم اختيار عينة عشوائية بسيطة، معبرة عن كافة الشركات بسوق الأوراق المالية المصرية، وذلك خلال الفترة من بداية عام ٢٠١٢ حتى منتصف عام ٢٠١٦. وتتمثل محددات اختيار مفردات عينة الدراسة في المحددات التالية:



- قيام الشركة بإجراء توزيعات أرباح نقدية خلال فترة الدراسة.
- توافر البيانات اللازمة لقياس متغيرات الدراسة.

وبالتالي تمثل إطار العينة في ١١١ شركة، توافرت فيها المحددات السابقة، وتحدد حجم العينة في ٨٦ مفردة، في حين بلغت عدد الشركات التي استجابت فعلياً ٣٤ شركة، مثلت كافة القطاعات الموجودة بالسوق. وتمثلت وحدة المعاينة في المديرين الماليين للشركات محل الدراسة، ويرجع السبب في اختيار المديرين الماليين، إلى إنهم الأكثر تأثيراً على قرارات توزيع الأرباح، حيث أوضحت دراسة يسري خليفة (٢٠٠٩)، أن قرار توزيع الأرباح من القرارات الأساسية التي تحاول دوماً إدارة الشركة، فرض سيطرتها عليها، بحيث يمكنها من خلالها التعبير عن توجهاتها وتطلعاتها الحالية والمستقبلية.

سابعاً: قياس درجتي الثقة الزائدة والتفاؤل للمدير المالي، وأثرهما على توزيعات الأرباح

تتعدد الأساليب التي استخدمتها الدراسات السابقة، لقياس درجتي الثقة الزائدة والتفاؤل لدى متخذي القرارات، ومن تلك الأساليب ما يعتمد على تحليل المحافظ الاستثمارية التي يمتلكها أو يديرها متخذو القرار، وأخرى تعتمد على تحليل التحليلات والأخبار الصحفية للمدراء، وبالرغم من كفاءة وفعالية تلك الأساليب، إلا أنه يصعب تطبيقها في السوق المصري، لاعتمادها على بيانات يصعب توافرها بالسوق المصري.

أما النوع الأخر من الأساليب فهو الذي يعتمد على الاستقصاءات، والذي قدمته العديد من الدراسات الرائدة في هذا المجال مثل دراسات Ben-David et al. (2007) ، Hribar and Yang (2006) ، Lin et al. (2008) ، واختار (2013) Graham et al. ، (2013) Amel and Abdelfettah ، واختار الباحث أسلوب الاستقصاء، لاختبار تحيزي الثقة الزائدة والتفاؤل، وذلك لإمكانية



الحصول على البيانات، وكذلك لقدرة هذا الأسلوب على التفريق بوضوح بين تحيزي الثقة الزائدة، والتفاؤل، حيث قام الباحث بتصميم استقصاء يجمع بين كلا أسلوبين (Ben-David et al. (2007) و (Graham et al. (2013).

وتم توزيع الاستقصاء على ٨٦ مدير مالي، بالشركات المصرية، المقيدة والمتداول أسهمها بسوق الأوراق المالية المصرية، وذلك عن طريق البريد الإلكتروني لبعض الشركات، وكذلك الزيارات الشخصية لمقرات بعض الشركات الأخرى، واقتربت نسبة الاستجابة من ٤٠% ، أغلبها عن طريق الزيارات لمقرات الشركات، حيث بلغ العدد النهائي للاستقصاءات التي تم الاجابة عليها ٣٤ استقصاء.

وتكون الاستقصاء من مقدمة، ثم ٣ اسئلة رئيسة عن التوقعات المستقبلية للمدير المالي، للسوق وللشركة، لاختبار كل من الثقة الزائدة والتفاؤل، واخيراً ٦ أسئلة اختيار من متعدد، لإجراء اختبار آخر لدرجة التفاؤل، وفيما يلي توضيح لأسلوب القياس المستخدم بالاستقصاء.

١- قياس درجة الثقة الزائدة للمدير المالي، وأثرها على توزيعات الأرباح

١/١ - طريقة التقديرات المستقبلية، لقياس درجة الثقة لدى المدير المالي:

اهتم الجزء الأول من الاستقصاء -الاسئلة التقديرية-، بقياس درجة الثقة لدى المدير المالي، وتم استخدام الاستقصاء وأسلوب التحليل المستخدم بدراسة (Ben-David et al. (2007، حيث تم سؤال المدير المالي عن ثلاثة أسئلة رئيسة، كل سؤال يتطلب ثلاثة تقديرات مختلفة وهي:



١- خلال السنة القادمة، أتوقع أن يكون العائد على مؤشر السوق EGX 30:

- أتوقع أن يكون العائد %
 - أسوأ سيناريو هو أن يكون الحد الأدنى للعائد %
 - أفضل سيناريو هو أن يكون الحد الأقصى للعائد %
- ٢- خلال الخمس سنوات القادمة، أتوقع أن يكون متوسط العائد السنوي على مؤشر السوق EGX 30:

- أتوقع أن يكون العائد %
 - أسوأ سيناريو هو أن يكون الحد الأدنى للعائد %
 - أفضل سيناريو هو أن يكون الحد الأقصى للعائد %
- ٣- ما هو معدل العائد المتوقع أن تحققه شركتك على إجمالي استثماراتها خلال العام القادم؟

- أتوقع أن يكون معدل العائد على إجمالي الاستثمارات %
- أسوأ سيناريو هو أن يكون الحد الأدنى للعائد على إجمالي الاستثمارات %
- أفضل سيناريو هو أن يكون الحد الأقصى للعائد على إجمالي الاستثمارات %



وكما يتضح من الأسئلة السابقة، فإن السؤال الأول، يهتم بتقدير المدير المالي لعائد السوق على المدى القصير، والسؤال الثاني، يهتم بتقدير المدير المالي لعائد السوق على المدى الطويل، والسؤال الثالث، يهتم بتقدير المدير المالي لعائد الشركة على المدى القصير.

والفكرة الأساسية، التي اعتمد عليها هذا الجزء من الاستقصاء، يمكن استنتاجها من خلال تعريف الثقة الزائدة بأنها "ميل المدير إلى المبالغة في تقدير درجة دقة توقعاته، أي تضيق التوزيع الاحتمالي لتوقعاته".

حيث يمكن الحكم على درجة الثقة الزائدة، من خلال حساب متوسط المدى الذي يقدره المدير المالي، بين أسوأ وأفضل سيناريو، بالنسبة للأسئلة الثلاثة، حيث يعتبر المدير المالي ذو ثقة زائدة، إذا كان متوسط المدى الذي يقدره بين أسوأ وأفضل سيناريو للأسئلة الثلاثة، أقل من الوسط الحسابي، لمتوسط المدى للتقديرات الثلاثة المقدم بواسطة كافة المديرين محل الدراسة.

وتم استخدام الثلاثة أنواع من الأسئلة (عائد السوق على المدى القصير والطويل، وعائد الشركة على المدى القصير)، للوصول إلى تقدير دقيق، يمكن الاعتماد عليه بموثوقية، للتعبير عن كل من الثقة الزائدة، أو التفاؤل - كما سيتم توضيحه فيما بعد- ، حيث أن استخدام السؤال الأول فقط، قد يعبر عن ثقته في حالة السوق على المدى القصير فقط، وكذلك السؤال الثاني، قد يعبر عن ثقته في حالة السوق في المستقبل فقط، والسؤال الثالث قد يعبر عن ثقته في ظروف شركته فقط، ولكن استخدام متوسط الإجابة عن الأسئلة الثلاثة، يجعل من المقبول أن يعبر الباحث بذلك المتوسط، عن الثقة بشكل عام، كصفة في شخصية المدير المالي، تظهر في معظم تقديراته.

وبالتالي فإن الارتباط بين المدى الذي يقدره المدير المالي في كل من الأسئلة الثلاثة، أصبح من الفروض الأساسية التي وجب على الباحث



اختبارها، وبالتالي قام الباحث بحساب معامل الارتباط Pearson Correlation ، بين المدى الذي قدمه المديرين الماليين محل الاختبار، في كل من الأسئلة الثلاثة (تقدير عائد السوق على المدى القصير، تقدير عائد السوق على المدى الطويل، تقدير عائد الشركة على المدى القصير)، وكانت النتائج كما يلي:

جدول ٢

نتائج اختبار درجة الارتباط بين إجابات الأسئلة الثلاثة الخاصة بدرجة الثقة الزائدة

Correlations

		مدى السؤال الأول (عائد السوق- قصير)	مدى السؤال الثاني (عائد السوق- طويل)	مدى السؤال الثالث (عائد الشركة)
مدى السؤال الأول (عائد السوق- قصير)	Pearson Correlation	1	.712**	.604**
	Sig. (2-tailed)		.000	.000
	N	34	34	34
مدى السؤال الثاني (عائد السوق- طويل)	Pearson Correlation	.712**	1	.704**
	Sig. (2-tailed)	.000		.000
	N	34	34	34
مدى السؤال الثالث (عائد الشركة)	Pearson Correlation	.604**	.704**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	
	N	34	34	34

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

المصدر: من إعداد الباحث، وباستخدام الحزمة الإحصائية SPSS

ويوضح الجدول السابق، علاقة الارتباط الإيجابي القوي (٠.٦٠٤، ٠.٧١٢) والمعنوي (أقل من ٠.٠١)، بين المدى الذي يقدره المدير في الأسئلة الثلاثة،



"أثر درجتي الثقة والتعامل للمدير المالي على قراراته توزيع الأرباح في الشركات

مروان خالد مصطفى

وهو ما يؤكد أن الثقة الزائدة تظهر في معظم توقعات وتقديرات المدير المالي، سواء فيما يخص السوق أو الشركة على المدى القصير والطويل.

٢/١ - نتائج قياس درجة الثقة لدى المديرين الماليين في الشركات محل الدراسة:

يوضح الجدول التالي، ملخص نتائج استخدام أسلوب التقديرات المستقبلية، لقياس الثقة الزائدة، لدى المديرين الماليين، محل الدراسة:

جدول ٣

ملخص نتائج قياس درجة الثقة لدى المديرين الماليين في الشركات محل الدراسة

٣٤	عدد مفردات العينة
٢٠٤	عدد المشاهدات
٥٨.٨٢ %	نسبة المديرين ذوي الثقة المرتفعة
٤١.١٨ %	نسبة المديرين ذوي الثقة المعتدلة

المصدر: من إعداد الباحث، بالاعتماد على نتائج قياس درجة الثقة

يتضح من الجدول السابق، أن نسبة المديرين الماليين ذوي الثقة المرتفعة، الذين تم التوصل إليهم باستخدام الطريقة سالفة التوضيح، بلغت ٥٨.٨٢ %، في حين بلغت نسبة المديرين الماليين ذوي الثقة المنضبطة والمنخفضة ٤١.١٨ %.

٣/١ - أثر درجة الثقة الزائدة للمدير المالي على نسبة توزيعات الأرباح في الشركات محل الدراسة:



لاختبار أثر درجة الثقة الزائدة للمدير المالي على نسبة توزيع الأرباح، تم أيضاً استخدام اختبار ارتباط Pearson Correlation ، بين كلا المتغيرين، (الثقة الزائدة، نسبة توزيعات الأرباح)، فكانت النتائج كما يوضحها الجدول التالي:

جدول ٤

نتائج اختبار درجة الارتباط بين درجة الثقة ونسبة توزيعات الأرباح

Correlations

	نسبة توزيعات الأرباح	درجة ثقة
نسبة توزيعات الأرباح	1	-.680**
Pearson Correlation		
Sig. (2-tailed)		.000
N	34	34
درجة ثقة	-.680**	1
Pearson Correlation		
Sig. (2-tailed)	.000	
N	34	34

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)

المصدر: من إعداد الباحث، وباستخدام الحزمة الإحصائية SPSS

يوضح الجدول السابق، وجود علاقة معنوية (أقل من ٠.٠١)، عكسية قوية (-٠.٦٨٠)، ما بين متغير الثقة الزائدة، ومتوسط نسبة توزيعات الأرباح، في الشركات محل الاختبار، وهو ما يعني، أنه كلما ارتفعت درجة الثقة لدى المدير المالي، كلما انخفضت نسبة توزيعات الأرباح التي تقدمها شركته، أو بمعنى آخر أن الشركة التي يديرها مدير مالي ذو ثقة مرتفعة، تقدم توزيعات أرباح أقل من نظيرتها من الشركات الأخرى التي يديرها مديرون آخرون، معتدلو أو منخفضو الثقة، أي قبول الفرض الفرعي الأول.



٢- قياس درجة التفاؤل للمدير المالي، وأثرها على توزيعات الأرباح ١/٢ - المقياس ثلاثي المراحل لقياس درجة التفاؤل لدى المدير المالي

استخدمت الدراسة، لقياس درجة التفاؤل، لدى المدير المالي، في الشركات محل الدراسة، اختبار ثلاثي المراحل، يعتمد على تحليل نتائج الاستقصاءات، التي يجيب عليها المدير المالي، ويمكن توضيح الأسلوب ثلاثي المراحل، لاختبار درجة تفاؤل المدير المالي كما يلي:

١/١/٢ - المرحلة الأولى: الاختبارات الحياتية Life Orientation Test (LOT)

المرحلة الأولى، تعتمد على الأسلوب الذي قدمته دراسة Graham et al. (2013) ، والتي استخدمت ما يعرف بالاختبارات الحياتية Life Orientation Test (LOT) ، وهو اختبار نفسي قصير، موثوق، ومتعارف عليه في علم النفس، قدم بواسطة (Scheier et al. (1994) وبالتالي تكون الجزء الخاص بهذا الاستقصاء من العبارات التالية:



جدول رقم ٥

جزء من قائمة الاستقصاء المستخدمة لقياس درجة التفاؤل باستخدام أسلوب LOT

موافق تماماً	موافق إلى حد ما	محايد	غير موافق إلى حد ما	غير موافق تماماً
				١- في المواقف التي يغلب عليها عدم التأكد، غالباً أتوقع الأفضل.
				٢- إذا وجد احتمال حدوث شيء سيء لي، فإن هذا الاحتمال يحدث.
				٣- أنا دائماً متفائل بالمستقبل.
				٤- في الغالب، من الصعب أن تسير الأمور كما أريد.
				٥- لا أتعتمد على حدوث الأشياء الجيدة معي.
				٦- بصفة عامة، احتمالية حدوث الأشياء الجيدة لي أكثر من احتمالية حدوث الأشياء السيئة.

المصدر: من اعداد الباحث، وبالاعتماد على قائمة الاستقصاء المستخدمة بدراسة (Graham et al. (2013

واستخدم الباحث بهذه الدراسة نفس أسلوب التحليل، ولكن اعتبر نتيجة هذا الاستقصاء مبدئية، لحين إعادة قياس درجة التفاؤل مرة أخرى بالمرحلة الثانية.

٢/١/٢ - المرحلة الثانية: إعادة تحليل نتائج استقصاء التقديرات المستقبلية

في هذه المرحلة يتم إجراء تحليل إضافي، على نتائج الأسئلة التي قدمها المديرون الماليون، بالجزء الأول من الاستقصاء، الذي أُستخدم لقياس الثقة الزائدة، وذلك استناداً إلى تعريف تفاؤل المدير المالي بأنه "ميل الفرد باستمرار إلى المبالغة في تقدير احتمالية تحقق الأحداث الإيجابية المرغوبة، وتهوين احتمالية حدوث الأحداث غير المرغوبة".



وبالتالي فإن المدير المالي شديد التفاؤل، يميل إلى تقدير مدى بين العائد المتوقع، وأفضل سيناريو، أكبر من، المدى بين العائد المتوقع وأسوأ سيناريو. وبالتالي قام الباحث بالخطوات التالية للاختبار المرحلي الثاني لدرجة التفاؤل:

- i. حساب متوسط المدى الذي قدره كل مدير مالي، بين العائد المتوقع وأسوأ سيناريو، في الأسئلة الثلاثة (عائد السوق على المدى القصير، عائد السوق على المدى الطويل، عائد الشركة).
- ii. حساب متوسط المدى الذي قدره كل مدير مالي، بين العائد المتوقع وأفضل سيناريو، في الأسئلة الثلاثة (عائد السوق على المدى القصير، عائد السوق على المدى الطويل، عائد الشركة).
- iii. مقارنة ناتج الخطوة "i" ، بناتج الخطوة "ii"، إذا كان ناتج الخطوة "i" أصغر من ناتج الخطوة "ii"، يزداد احتمال أن يكون المدير المالي محل الاختبار لديه تحيز التفاؤل الشديد، أما إذا كان ناتج الخطوة "i" أكبر من أو يساوي ناتج الخطوة "ii"، فإن المدير المالي منخفض أو معتدل التفاؤل.
- iv. يتم استخدام قيم 1 , 0 للتعبير عن التفاؤل، فالرقم "1"، يعني أن المدير لديه تحيز التفاؤل الشديد، أما الرقم "0" يعني أن المدير ليس لديه تحيز التفاؤل الشديد.

٣/١/٢ - المرحلة الثالثة: مقارنة نتيجة المرحلتين الأولى والثانية

تهتم المرحلة الثالثة بتوضيح الحالة النهائية، لدرجة التفاؤل لدى المدير المالي، حيث أن المدير المالي، وفقاً لهذا الأسلوب في القياس، يجب أن يكون حصل في المرحلتين السابقتين على التقدير 1، أما إذا حصل على التقدير 1 في اختبار واحد فقط فلا يعتبر متفائل.



٢/٢ - تطبيق أسلوب المقياس ثلاثي المراحل لقياس درجة التفاؤل لدى المديرين الماليين في الشركات محل الدراسة

بتطبيق المراحل الثلاثة السابقة، على المديرين الماليين في الشركات المصرية المساهمة، المقيدة والمتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية المصرية، كانت ملخص النتائج كما يلي:

جدول ٦

ملخص نتائج قياس درجة التفاؤل لدى المديرين الماليين في الشركات محل الدراسة

٣٤	عدد مفردات العينة
٥١٠	عدد المشاهدات
٥٢.٩%	نسبة المديرين شديدي التفاؤل حسب المرحلة الأولى للقياس
٦٧.٦%	نسبة المديرين شديدي التفاؤل حسب المرحلة الثانية للقياس
٥٠%	النسبة النهائية للمديرين شديدي التفاؤل حسب المرحلة الأخيرة

المصدر: من إعداد الباحث، بالاعتماد على نتائج قياس درجة التفاؤل

يتضح من الجدول السابق، أن نسبة المديرين شديدي التفاؤل، حسب مرحلة القياس الأولى، والتي اعتمدت على اختبارات (LOT) ٥٢.٩%، وبخضوع نفس العينة للمرحلة الثانية من القياس، والتي تعتمد على تحليل مدى التقديرات المستقبلية، بلغت نسبة المديرين شديدي التفاؤل ٦٧.٦%، أما المرحلة الثالثة من القياس والتي تهتم بتصفية نتائج المرحلتين السابقتين، فبلغت نسبة المديرين الماليين شديدي التفاؤل ٥٠%، وهي تعبر عن نسبة المديرين الذين حصلوا على



التقدير "1" -والذي يدل على وجود تحيز التفاوض الشديد لدى المدير المالي- في كلا الاختبارين/المرحلتين.

٣/٢ - أثر درجة تفاؤل المدير المالي على نسبة توزيعات الأرباح في الشركات محل الدراسة

لاختبار أثر درجة تفاؤل المدير المالي على نسبة توزيع الأرباح، تم أيضاً استخدام اختبار ارتباط بيرسون Pearson Correlation ، بين كلا المتغيرين، (درجة التفاوض، نسبة توزيعات الأرباح)، فكانت النتائج كما يوضحها الجدول التالي:

جدول ٧

نتائج اختبار درجة الارتباط بين درجة التفاوض ونسبة توزيعات الأرباح

Correlations

	نسبة توزيعات الأرباح	درجة التفاوض
Pearson Correlation	1	.498**
Sig. (2-tailed)		.003
N	34	34
Pearson Correlation	.498**	1
Sig. (2-tailed)	.003	
N	34	34

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)

المصدر: من إعداد الباحث، وباستخدام الحزمة الإحصائية SPSS

يوضح الجدول السابق وجود علاقة معنوية (أقل من ٠.٠١)، طردية متوسطة، بين درجة التفاوض ونسبة توزيعات الأرباح، بمعنى أن الشركة التي يديرها مدير مالي شديد التفاؤل، تقدم توزيعات أرباح أعلى من قريبتها، التي يديرها مدير مالي منضبط أو منخفض التفاؤل، أي قبول الفرض الفرعي الثاني.



ثامناً: نتائج الدراسة

تتلخص النتيجة الأساسية لهذه الدراسة، بشقيها النظري والعملي، في إثبات أن الفهم والتفسير الشامل لقرارات توزيع الأرباح، يتطلب الاهتمام بالعوامل السلوكية للمدير المالي كمحرك أساسي لاتخاذ قرار توزيع الأرباح، وأن إغفال تلك العوامل السلوكية، يتسبب في عدم القدرة على الفهم والتفسير السليم لتلك القرارات، أما عن نتائج اختبار الفروض، فقد نص الفرض الرئيس للدراسة على أنه "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحيزات السلوكية للمدير المالي، على قرارات توزيع الأرباح" وأثبتت من الفرض الرئيس، فرضان فرعية، وقد أسفر تحليل النتائج عن قبول كلا الفرضين وذلك عند مستوى $(\alpha \leq 0.05)$ ، وبالتالي قبول الفرض الرئيس للدراسة عند نفس مستوى المعنوية.

تاسعاً: توصيات الدراسة

تتمثل التوصية الأساسية للدراسة في قيام جميع الجهات والأطراف المعنية، بمسئولياتها من أجل الحد من تأثير العوامل السلوكية للمدير المالي على قرارات توزيع الأرباح، وأن يصبح المستثمر (من خلال التصويت الفعال بالجمعية العمومية)، هو صاحب القرار الحقيقي فيما يخص توزيعات الأرباح، أخذاً بعين الاعتبار، كافة الجوانب التي يوضحها مجلس الإدارة، بناءً على توصية المدير المالي، وذلك من خلال ما يلي:

١- توصيات خاصة بالهيئة العامة للرقابة المالية:

١/١ - توصي الدراسة، بضرورة إلزام الشركات المصدرة للأوراق المالية، بالإفصاح الكامل عن مبررات القرارات المتعلقة بتوزيعات الأرباح، سواء قرارات التوزيع أو الاحتفاظ بالأرباح، مما يحد من أثر



العوامل السلوكية للمدير المالي، حيث أنه مطالب بالإفصاح عن مبررات قراراته.

٢/١ - توصي الدراسة، بتقديم مشروع لتعديل قانون الشركات ١٥٩ لسنة ١٩٨١، والمعدل بقانون ٣ لسنة ١٩٩٨، بشأن كل من آلية اتخاذ قرارات توزيع الأرباح، وذلك بما يضمن حقوق الأقلية في التصويت، مما يخفض من فرصة سيطرة الإدارة التنفيذية أو كبار المساهمين، على قرارات توزيع الأرباح، مما يحد من أثر العوامل السلوكية للمديرين الماليين على قرارات توزيع الأرباح، وكذلك إجراءات وخطوات وشروط دعوة المساهمين لحضور الجمعيات العمومية، بما يعزز من فرص حضور ومشاركة أكبر عدد من المساهمين، وبالتالي تخفيف أثر العوامل السلوكية للمديرين الماليين، على قرارات توزيع الأرباح.

٣/١ - توصي الدراسة باستمرار جهود نشر الوعي لدى المساهمين، من خلال البرامج التدريبية، ووسائل الإعلام، حول كيفية ممارستهم لحقوقهم في التصويت على الاقتراحات المتعلقة بتوزيعات الأرباح، وكيفية دراسة وتفسير تلك القرارات.

٢- توصيات خاصة بمجالس إدارة الشركات:

١/٢ - توصي الدراسة، بالعمل بكل الوسائل، على تشجيع كافة المساهمين على الحضور الفعال لكافة الجمعيات العمومية، بحيث يساهموا بالفعل في اتخاذ قرارات توزيع الأرباح، بما يخفض من تأثير العوامل السلوكية للمدير المالي، على قرارات توزيع الأرباح.

٢/٢ - توصي الدراسة، بالتطبيق الفعلي لمبادئ الشفافية والإفصاح والالتزام بها، حتى يتوافر للمستثمر المعلومات الموثوقة، التي يستطيع الاعتماد عليها للمساهمة في التصويت الفعال على قرارات توزيع الأرباح، وكذلك التفسير الصحيح لتلك القرارات.



٣/٢ - توصي الدراسة، بالاهتمام بالكشف عن التحيزات الادراكية، المؤثرة في شخصية المديرين الماليين، وبالتالي في قراراتهم المالية، وذلك بداية من عملية الإختيار والتعيين -وبالطبع كافة الوظائف بالمنظمة- ، خاصة في ظل ما يقدمه لنا علم إدارة الموارد البشرية من أساليب جديدة للاختبار والاختيار، تيسر من عملية اكتشاف شخصيات المتقدمين لشغل الوظائف، مثل اختبارات القياس النفسي
Psychometric Tests

٣- توصية خاصة بالمديرين الماليين:

١/٣ - توصي الدراسة، المديرين الماليين، بالتدريب المستمر لصقل مهاراتهم في استخدام الأساليب العلمية، لتقييم الفرص الاستثمارية، والتدفقات النقدية المتوقعة، وحساب تكاليف التمويل، وغيرها من البيانات والمعلومات الهامة، التي من شأنها اتخاذ قرارات أكثر دقة، فيما يخص توزيعات الأرباح، ومما يقلل من أثر العوامل السلوكية على قرارات توزيع الأرباح.

٤- توصيات خاصة بالمساهمين:

١/٤ - توصي الدراسة، كافة المستثمرين، بضرورة الاهتمام، بحضور الجمعيات العمومية، فغياب المساهمين عن تلك الاجتماعات دون مبررات، يعتبر تفريطاً منهم في حقوقهم، كذلك فإن الحضور الفعال للمساهمين، يجعلهم هم أصحاب القرار الفعلي لتوزيعات الأرباح، مما يقلل من تأثير العوامل السلوكية للمدير المالي، أو أي مدير آخر، على قرارات توزيع الأرباح.

٢/٤ - توصي الدراسة كافة المستثمرين بالتحضير الجيد، لحضور اجتماعات الجمعيات العمومية، وذلك بالقراءة المسبقة لتقرير مجلس الإدارة، والقوائم المالية، وبنود جدول الأعمال، مما يجعلهم يساهموا بفاعلية في التصويت على قرارات توزيع الأرباح، ومما أيضاً يقلل من تأثير العوامل السلوكية للمدير المالي أو أي مدير آخر على قرارات توزيع الأرباح.



المراجع

1. Aktas Nihat, Louca Christodoulos, and Petmezas Dimitris, CEO Overconfidence and the Value of Corporate Cash Holdings, 2016, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2692324> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2692324>
2. Ali Mohamed and Anis Jarboui, CEO Emotional bias and dividend policy: Bayesian network method, Business and Economic Horizons, Vol.7, 2012, pp.1-18.
3. Amel Baccar and AbdelFettah Bouri, Dividend decision rationality and CEOs managerial optimism: Evidence from Tunisian traded firms, Journal of Mod. Econ. Manag, Vol. 2, No.1, 2013, pp.42-56.
4. Banerjee Abhijit, A Simple Model of Herd Behavior, The Quarterly Journal of Economics, Vol.107, 1992, pp. 797-817.
5. Ben-David Itzhak, Graham John R., and Harvey Campbell R., Managerial overconfidence and corporate policies, NBER working paper, Duke University, No.13711, 2007, Available at:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1079308.
6. -----, Managerial Miscalibration, Quarterly Journal of Economics, Oxford University Press, Vol.128, No.4, 2013, pp. 1547-1584.
7. Chen Shouming, Hongliang Zheng and Sijin Wu, Senior manager overconfidence, managerial discretion and dividend policy: A study of Chinese listed companies, African Journal of Business Management, Vol.5, No.32, 2011, pp. 641-652.
8. Cordeiro Leonardo, Managerial Overconfidence and Dividend Policy, Working paper, London Business School, 2009, Available at:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1343805.



9. Deshmukh S., Goel A. and Howe K., CEO overconfidence and dividend policy, Journal of Financial Intermediation, Vol.22, 2013, pp. 440-463.
10. Gervais S., Heaton J. B., and Odean T., The positive role of overconfidence and optimism in investment policy, Working Paper, University of California, 2002.
11. Glaser M., Langer T., and Weber M., Overconfidence of Professionals and Lay Men: Individual Differences Within and Between Tasks?, Working Paper, University of Mannheim, 2005.
12. Graham John R., Harvey Campbell R., and Puri Manju, Managerial Attitudes and Corporate Actions, Journal of Financial Economics, Vol.109, 2013, pp. 103–121.
13. Hribar Paul and Yang Holly, CEO Overconfidence and Management Forecasting, Contemporary Accounting Research, Vol.33, 2006, pp. 204–227.
14. Lin Y. H., Hu S. Y., and Chen M. S., Testing Pecking Order Prediction from the Viewpoint of Managerial Optimism: Some Empirical Evidence from Taiwan, Pacific-Basin Finance Journal, Vol.16, 2008, pp.160-181.
15. Malmendier U., and Tate G., CEO overconfidence and corporate investment, Journal of Finance, Vol. 60, 2005, pp. 2661-2700.
16. -----, Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction, Journal of Financial Economics, Vol.89, 2008, pp. 20-43.
17. Scheier M., Carver C., and Bridges M., Distinguishing optimism from neuroticism: A re-evaluation of the Life Orientation Test, Journal of Personality and Social Psychology, Vol.67, 1994, pp.1063-1078.

