Financial and Behavioral Researches in Accounting
Vol. 5, No. 1, Ser No. (16), Spring 2025, pp.136-154

Fuzzy Analysis of the Impact of Investors' Behavioral Indicators on Corporate Dividend Policy

Somayeh Sheikhalishahi [1], Habibollah Nakhaei [2]*, Karim Nakhaei[3]

Received: 2025/04/17
Accepted: 2025/06/19

Research Paper

Abstract
The purpose of this study is to examine the impact of investors' behavioral factors on dividend policy in companies listed on the Tehran Stock Exchange. To achieve this, key behavioral factors influencing investment decisions were identified and analyzed using the fuzzy Delphi method. The findings indicate that cognitive and emotional biases, overconfidence and risk-taking tendencies, social and group influences, as well as financial management and decision-making, are among the most significant factors affecting dividend policy. The results further reveal that excessive overconfidence and high risk tolerance exert a negative influence on dividend policy, as overconfident managers tend to allocate company resources to high-risk investments. Additionally, cognitive and emotional biases lead to reduced willingness to distribute dividends, resulting in more conservative decision-making. In contrast, social and group influences, strong financial management, and rational decision-making have a positive effect on dividend policy, as these factors enhance financial transparency and strengthen investor trust. A comparison of the findings with prior domestic and international studies demonstrates that behavioral factors, alongside financial criteria, play a critical role in decisions related to dividend distribution. Ultimately, the study suggests that firms can optimize their dividend policies and prevent irrational decision-making by implementing risk management strategies, improving informational transparency, and mitigating the effects of cognitive biases. A total of 12 participants were interviewed based on the principle of saturation.
Keywords: Dividend Policy, Cognitive and Emotional Biases, Overconfidence, Social Influences, Fuzzy Delphi Method
JEL Classification: G53, I22, M41

Background and Purpose: This study aims to investigate the impact of investor behavioral components on the dividend policy of companies listed on the Tehran Stock Exchange. Dividend policy, as one of the key decisions of companies, plays an important role in attracting investors and creating value for shareholders. While classical financial theories assume that dividend policy does not affect company value, empirical evidence, and

1 Department of Accounting, Qae.C., Islamic Azad University, Qaenat, Iran. (s.sheikhalishahi@iau.ir)
2. Department of Accounting,Bi.c., Islamic Azad University, Birjand, Iran. (Corresponding Author) (hnakhaei@iaubir.ac.ir)
3. Department of Accounting,Bi.c., Islamic Azad University, Birjand, Iran. (K.nakhaei@iaubir.ac.ir)

DOI: 10.30486/FBRA.1404.140401281204235

behavioral approaches show that psychological and social factors of investors can play a significant role in this process.
Methodology: In this study, using a mixed research method, first, in the qualitative part, investor behavioral indicators and dividend policy components were identified using the fuzzy Delphi technique, and in the quantitative part, the data were tested through structural equation analysis. The statistical population included experts, senior managers, and capital market analysts, and sampling was carried out in the qualitative part using a purposeful and snowball method and in the quantitative part using a systematic elimination method. The data collection tool was a questionnaire, the validity of which was confirmed by experts and its reliability with a Cronbach's alpha coefficient higher than 0.7. In this study, a total of 12 participants were selected for interviews based on the principle of data saturation.
Results: The results of the fuzzy screening showed that factors such as the company's financial performance, ownership structure, financial risk and volatility, efficiency and profitability, and dividend strategies are among the most important dimensions affecting dividend policies. Criteria such as revenue growth, sales-to-asset ratio, standard deviation of the rate of return on equity, percentage of controlling interests, and average return on assets have the greatest weight in determining dividend policies. Companies with stable financial growth, more concentrated ownership structure, and lower risk are more inclined to adopt sustainable dividend policies. In examining the behavioral characteristics of investors, five main components were identified: cognitive and emotional biases, self-confidence and risk-taking, social and group influences, financial management and decision-making, and financial psychology and risk. The results showed that cognitive and emotional biases and overconfidence have a negative impact on dividend policies, while strong financial management, emotional control, and positive social decision-making have a positive impact on corporate dividend policies. The study of significant relationships between investor behavioral characteristics and dividend policy dimensions showed that investors with high self-confidence and risk-taking are less likely to receive cash dividends and lead companies to reinvest.
In contrast, positive social influences, strong financial psychology, and rational decision-making skills lead to increased dividend payouts and strengthened sustainable dividend policies. The research findings are consistent with the results of previous domestic and foreign studies. Studies such as Maridipour et al. (2022), Jahani et al. (2022), and Naib Mohseni et al. (2021) showed that behavioral characteristics such as fear, greed, herding behavior, and overconfidence affect investment decisions. In the present study, these components also played a decisive role in dividend policy. On the other hand, the findings were in line with international studies such as those of Keskin (2022), Vali et al. (2022), and Rashid et al. (2022), which highlighted the crucial role of cognitive biases and social influences in financial decisions.
Discussion: From an applied perspective, the present study provides recommendations in four main areas: (1) financial decision-making training to control biases and reduce risk, (2) increasing financial transparency and using information tools to manage social pressures, (3) designing financial tools to reduce stress and increase investor confidence, and (4) strengthening monitoring and strategic decision-making systems to optimize corporate dividend policies. Also, the necessity of analyzing investor behavior in formulating dividend policies and developing a ranking system for corporate dividend policies is emphasized. Finally, this study was limited to the statistical population of the Tehran Stock Exchange, and the possibility of generalizing the results to other regional or international exchanges requires future studies. Also, the impact of macroeconomic and political developments on investor

behavior can be considered in future research. Future studies are suggested to examine the role of new financial technologies, differences in investor behavior in different industries, and cultural and institutional effects on dividend policy. Overall, the results of this study show that a combination of financial, structural, and behavioral factors should be considered in analyzing corporate dividend policy, and decision-making based solely on traditional financial variables cannot respond to the dynamics of today's market behavior.

Authors retain the copyright and full publishing rights.

Published by Islamic Azad University, Isfahan (Khorasgan) Branch. This article is an open access article licensed under the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0)

پژوهش‌های مالی و رفتاری در حسابداری
دورهٔ پنجم، شمارهٔ اول، پیاپی ۱۶، بهار ۱۴۰۴، صفحهٔ ۱۵۴-۱۳۶

تحلیل فازی تأثیر شاخص‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها

سمیه شیخعلی شاهی[۱]، حبیب‌الله نخعی[۲]، کریم نخعی[۳]

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۱/۲۸
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۳/۲۹

مقالهٔ پژوهشی

چکیده

هدف از این پژوهش بررسی تأثیر عوامل رفتاری سرمایه‌گذاران بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. در این راستا، با استفاده از روش دلفی فازی، عوامل کلیدی رفتاری مؤثر بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری شناسایی و تحلیل شده‌اند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که سوگیری‌های شناختی و احساسی، اعتمادبه‌نفس و ریسک‌پذیری، تأثیرات اجتماعی و گروهی و مدیریت مالی و تصمیم‌گیری از مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها هستند. نتایج نشان داد که اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد و ریسک‌پذیری فراوان تأثیر منفی بر سیاست تقسیم سود دارند؛ زیرا مدیران با اعتمادبه‌نفس زیاد تمایل دارند منابع مالی شرکت را برای سرمایه‌گذاری‌های پرریسک به‌کار بگیرند. همچنین، سوگیری‌های شناختی و احساسی موجب کاهش تمایل به تقسیم سود شده و تصمیم‌گیری‌های محافظه‌کارانه‌تر را به دنبال دارد. در مقابل، تأثیرات اجتماعی و گروهی، مدیریت مالی قوی و تصمیم‌گیری‌های منطقی تأثیر مثبتی بر سیاست تقسیم سود دارند؛ زیرا این عوامل باعث افزایش شفافیت مالی و اعتماد سرمایه‌گذاران می‌شوند. مقایسهٔ یافته‌های این پژوهش با مطالعات داخلی و خارجی نشان داد که عوامل رفتاری در کنار معیارهای مالی، نقش تعیین‌کننده‌ای در تصمیم‌های مرتبط با تقسیم سود دارند. درنهایت، پژوهش پیشنهاد می‌کند که شرکت‌ها با به‌کارگیری راهبردهای مدیریت ریسک، بهبود شفافیت اطلاعاتی و کاهش آثار سوگیری‌های شناختی، می‌توانند سیاست‌های تقسیم سود خود را بهینه‌سازی کرده و از تصمیم‌گیری‌های غیرمنطقی جلوگیری کنند. در این پژوهش تعداد ۱۲ نفر به‌عنوان مصاحبه‌شونده با توجه به اصل اشباع در نظر گرفته شده است.

کلیدواژه‌ها: سیاست تقسیم سود، سوگیری‌های شناختی و احساسی، اعتمادبه‌نفس، تأثیرات اجتماعی، روش دلفی فازی.
طبقه‌بندی موضوعی: G53, I22, M41

۱. گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد قائنات، قائنات، ایران. (s.sheikhalishahi@iau.ir)
۲ . گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بیرجند، بیرجند، ایران. (نویسنده مسئول) (hnakhaei@iaubir.ac.ir)
۳. گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بیرجند، بیرجند، ایران. (K.nakhaei@iaubir.ac.ir)

DOI: 10.30486/FBRA.1404.140401281204235

مقدمه

سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین جنبه‌های مدیریت مالی شرکت‌ها و سازمان‌ها محسوب می‌شود. این سیاست نه‌تنها بر توزیع سود، بلکه بر منافع تمامی سهامداران نیز تأثیر مستقیم دارد. از سوی دیگر، سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تأثیر بسزایی بر قیمت سهام داشته و منجربه نوسانات آن‌ها می‌شود. در نتیجه، استانداردسازی این سیاست نه‌تنها به مدیریت داخلی شرکت‌ها، بلکه به عملکرد کلی بازار سرمایه نیز مرتبط است. بررسی و پژوهش در زمینهٔ سیاست تقسیم سود، نقشی کلیدی در توسعهٔ پایدار بازار اوراق بهادار و حفظ منافع سرمایه‌گذاران دارد. سیاست تقسیم سود یکی از تصمیم‌های حیاتی شرکت‌ها به شمار می‌رود. این سیاست، نحوه و میزان تقسیم سود میان سهامداران را تعیین کرده و بر راهبرد پرداخت سود شرکت اثرگذار است(پاپادامو و همکاران[1]، ۲۰۲۲). مطالعات بسیاری به بررسی عوامل تعیین‌کنندهٔ سود سهام پرداخته‌اند، اما همچنان توضیحی جامع و پذیرفته‌شده برای آن ارائه نشده است(بیکر و همکاران[2]، ۲۰۱۱). از این رو، ضرورت دارد که تحقیقات بیشتری برای شفاف‌سازی این موضوع و کشف «معمای سود سهام» انجام گیرد(بلک[3]، ۱۹۷۶).

یکی از چالش‌های موجود در سیاست تقسیم سود، این فرض اساسی است که سرمایه‌گذاران همواره منطقی رفتار کرده و تنها به دنبال حداکثرسازی منافع شخصی خود هستند(آلفونسو و دنیل[4]، ۲۰۲۰). در حالی که مطالعات اخیر نشان داده‌اند که سوگیری‌های رفتاری می‌توانند نقش قابل‌توجهی در فرآیندهای تصمیم‌گیری ایفا کنند(آگلیاردی و همکاران[5]، ۲۰۱۵). سرمایه‌گذاران نسبت به پرداخت سود سهام واکنش مثبتی نشان می‌دهند و مدیران شرکت‌ها تمایل دارند که برای جذب سرمایه‌گذاران، سیاست‌های سود تقسیمی را اتخاذ کنند(لی و همکاران[6]، ۲۰۲۱). از سوی دیگر، برخی مطالعات نشان داده‌اند که مدیران با اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد، تمایل کمتری به پرداخت سود نقدی دارند(دشموک و همکاران[7]، ۲۰۱۳). به‌طور مشابه، بروير و همکاران[8] (۲۰۱۴)، از پرسش‌نامه‌هایی برای اندازه‌گیری ترجیحات رفتاری سرمایه‌گذاران در زمینهٔ ابهام و زیان استفاده کرده و نتایج نشان داده است که سرمایه‌گذاران دارای سطوح بالای ابهام‌گریزی و ضررگریزی، تمایل بیشتری به دریافت سود سهام دارند.

سیاست تقسیم سود نه‌تنها بر توسعهٔ شرکت و بازدهی سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است، بلکه در شکل‌دهی انتظارات بازار نیز نقش کلیدی دارد. فرضیهٔ سیگنالینگ بیان می‌کند که شرکت‌هایی که سود نقدی پرداخت می‌کنند، عملکرد مالی آتی مطلوب‌تری را به بازار مخابره می‌کنند. بر این، پرداخت سود نقدی می‌تواند مشکلات نمایندگی را کاهش داده و از حقوق سهامداران خرد حمایت کند(چای و همکاران[9]، ۲۰۲۱).

با این حال، برخلاف یافته‌های بروير و همکاران (۲۰۱۴)، برخی تحقیقات بر این نکته تأکید دارند که تصمیم‌گیری مدیران ممکن است مستقیماً تحت‌تأثیر سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران قرار نگیرد(هیگینز و همکاران[10]، ۲۰۱۵؛ ناویسی و همکاران، ۲۰۱۷؛ حبیب و همکاران، ۲۰۱۸). به‌عنوان مثال، مطالعاتی نشان داده‌اند که شرکت‌هایی با ریسک زیاد تمایل دارند که سود تقسیمی کمتری پرداخت کنند (هوبرگ و پرابهالا[11]، ۲۰۰۸). از سوی

1. Papadamou et al.
2. Baker et al.
3. Black
4. Alfonso & Ramirez
5. Agliardi et al.
6. Li et al.
7. Deshmook et al.
8. Beroyer et al.
9. Chay et al.
10. Higinz et al.
11. Hoberg & Prabhala

دیگر، افزایش سود سهام می‌تواند موجب کاهش سطح ریسک شرکت شود. همچنین، نیشیمورا و همکاران[1] (۲۰۲۲)، استدلال می‌کنند که حتی در سرمایه‌گذاری‌های پرریسک، سرمایه‌گذاران به دلیل ماهیت ریسک‌گریزی خود، همچنان انتظار دریافت سود تقسیمی دارند.

با توجه به موارد مطرح‌شده، سؤال اصلی تحقیق این است که آیا شاخص‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند؟ پاسخ به این پرسش، می‌تواند به توسعهٔ مدل‌های دقیق‌تری برای پیش‌بینی سیاست‌های سود تقسیمی و درک بهتر پویایی‌های بازار سرمایه کمک کند.

با مرور پیشینهٔ پژوهش‌های داخلی و خارجی، مشخص می‌شود که اگرچه مطالعات متعددی به بررسی عوامل اقتصادی و مالی مؤثر بر سیاست تقسیم سود پرداخته‌اند، اما نقش شاخص‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در این زمینه، به‌ویژه در فضای بازار سرمایهٔ ایران، کمتر مورد توجه قرار گرفته است. خلأ پژوهشی موجود به‌ویژه در نبود مدل‌های رفتاری بومی‌شده برای تبیین سیاست‌های سود تقسیمی در شرایط روانی و رفتاری خاص سرمایه‌گذاران ایرانی مشهود است. از این‌رو، هدف اصلی این پژوهش، طراحی و تبیین یک مدل رفتاری برای تحلیل تأثیر شاخص‌های رفتاری سرمایه‌گذاران (مانند ابهام‌گریزی، ضررگریزی و اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد) بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش تحلیل فازی است.

مبانی نظری و پیشینهٔ پژوهش

سیاست تقسیم سود

سیاست تقسیم سود یکی از موضوعات مهم در تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت‌هاست که می‌تواند بر نگرش سرمایه‌گذاران نسبت به ارزش سهام و عملکرد شرکت تأثیر بگذارد. براساس نظریه‌های مالی کلاسیک، در یک بازار سرمایهٔ کامل، سیاست تقسیم سود تأثیری بر ارزش شرکت ندارد. این نتیجه، که به‌عنوان نظریهٔ بی‌تفاوتی تقسیم سود شناخته می‌شود، بر این فرض استوار است که سرمایه‌گذاران می‌توانند با استفاده از راهبردهای بازتوزیع سود (مثلاً فروش بخشی از سهام) سیاست‌های پرداخت سود را بازآفرینی کنند. با این حال، در دنیای واقعی، بازارهای مالی با کاستی‌هایی مانند مالیات، هزینه‌های نمایندگی و اطلاعات نامتقارن مواجه‌اند، که این عوامل می‌توانند سیاست تقسیم سود را به ابزاری مؤثر در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تبدیل کنند. برای مثال، یکی از مهم‌ترین دیدگاه‌ها، نظریهٔ علامت‌دهی است که بیان می‌کند شرکت‌ها از سیاست تقسیم سود برای ارسال سیگنال‌های اطلاعاتی به بازار استفاده می‌کنند. در شرایطی که اطلاعات نامتقارن بین مدیران و سرمایه‌گذاران وجود دارد، افزایش سود تقسیمی می‌تواند نشانه‌ای از چشم‌انداز مثبت شرکت باشد، در حالی که کاهش سود تقسیمی ممکن است نشانهٔ مشکلات مالی تلقی شود. علاوه بر این، نظریهٔ نمایندگی نشان می‌دهد که پرداخت سود نقدی می‌تواند تضاد منافع بین سهامداران و مدیران را کاهش دهد. زمانی که شرکت‌ها بخش بیشتری از سود خود را به سهامداران پرداخت می‌کنند، مدیران منابع کمتری برای سرمایه‌گذاری‌های غیرضروری یا تصمیم‌های غیربهینه در اختیار دارند که این امر می‌تواند انگیزه‌های نمایندگی را کاهش دهد و منجربه افزایش ارزش شرکت شود. از منظر رفتاری، سرمایه‌گذاران ممکن است به دلیل سوگیری‌های شناختی و روان‌شناختی به سیاست‌های تقسیم سود واکنش‌های متفاوتی نشان دهند. به‌عنوان مثال، برخی سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند به جای اتکا به سود سرمایه‌ای، درآمد نقدی منظمی از طریق دریافت سود تقسیمی داشته باشند که این امر می‌تواند بر قیمت‌گذاری سهام تأثیر بگذارد. از سوی دیگر،

1. Nishimora et al.

سرمایه‌گذارانی که در معرض مالیات‌های بیشتر قرار دارند، ممکن است تمایل کمتری به سهام شرکت‌هایی با سود تقسیمی زیاد داشته باشند (لیس و همکاران[1]، ۱۹۹۹). در مجموع، سیاست تقسیم سود نه تنها بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد، بلکه می‌تواند به‌عنوان عاملی مهم در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری و رفتار سرمایه‌گذاران عمل کند. بنابراین، در نظر گرفتن شاخص‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در تحلیل سیاست تقسیم سود می‌تواند درک دقیق‌تری از چگونگی واکنش بازار به این سیاست فراهم کند.

مدل‌های ارزش‌گذاری و تأثیر سیاست تقسیم سود

مدل گوردون و شاپیرو (۱۹۵۶)، یکی از مدل‌های کلاسیک در ارزش‌گذاری سهام براساس سیاست تقسیم سود است که در قالب مدل رشد گوردون توسعه یافته است. این مدل بر این فرض استوار است که ارزش سهام یک شرکت برابر است با مجموع ارزش فعلی تمام سودهای تقسیمی آتی که با یک میزان ثابت رشد می‌کنند. این مدل فرض می‌کند که سرمایه‌گذاران سودهای تقسیمی را به‌عنوان مهم‌ترین عامل در تعیین ارزش سهام در نظر می‌گیرند. براساس این دیدگاه، اگر شرکت سود تقسیمی بیشتری بپردازد یا میزان رشد سود تقسیمی پایدار و افزایشی داشته باشد، ارزش سهام شرکت نیز افزایش خواهد یافت. مدل گوردون و شاپیرو نشان می‌دهد که سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت تأثیرگذار است؛ زیرا سودهای تقسیمی یکی از اصلی‌ترین منابع بازدهی سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. در شرکت‌هایی که رشد پایداری در سود تقسیمی دارند، سرمایه‌گذاران ممکن است ترجیح دهند سهام را نگه دارند؛ زیرا انتظار افزایش سود تقسیمی و در نتیجه افزایش ارزش سهام را دارند. در مقابل، شرکت‌هایی که سود تقسیمی اندکی دارند، ممکن است سرمایه‌گذاران را به سمت سهام‌های دیگر سوق دهند(گوردون و شاپیرو[2]، ۱۹۵۶).

به‌طور مشخص، این مدل به‌صورت زیر تعریف می‌شود:

$$(1)V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_1}{(1+r_t)^t}$$

که در آن

V_0 ارزش فعلی یک شرکت (سهام آن) در دوره $t = 0$؛

D_t کل پرداخت سود سهام، در دوره t و

r_t میزان تنزیل برای دوره t.

براساس این مدل، شرکت‌هایی که سود سهام بیشتری پرداخت می‌کنند، ارزش بیشتری در بازار خواهند داشت، اما این پرداخت‌ها باید به شکلی پایدار و قابل پیش‌بینی باشد تا تأثیر مثبتی بر قیمت سهام بگذارد.

مدل مودیلیانی و میلر

مودیلیانی و میلر[3] (۱۹۶۱) استدلال می‌کنند که ارزش شرکت تنها به جریان‌های نقدی عملیاتی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری آن بستگی دارد، نه به نحوهٔ تقسیم سود بین سهامداران و سرمایه‌گذاری مجدد سودها. طبق این نظریه، اگر یک شرکت سودی را پرداخت نکند، سهامداران می‌توانند با فروش بخشی از سهام خود، جریان نقدی مشابهی را دریافت کنند. از سوی دیگر، اگر شرکت سود تقسیمی بپردازد، اما نیاز به تأمین مالی برای سرمایه‌گذاری داشته باشد،

1 . Lees et al.
2 . Gordon & Shapiro
3. Modiliani & Miller

می‌تواند از طریق انتشار سهام جدید این منابع را تأمین کند که در نهایت تغییری در ارزش شرکت ایجاد نمی‌شود (مودیلیانی و میلر، ۱۹۶۱). مودیلیانی و میلر (۱۹۶۱) با مدل ریاضی خود نشان دادند که ارزش شرکت برابر با مجموع ارزش فعلی درآمدهای آتی آن است و سیاست تقسیم سود تأثیری بر آن ندارد:

$$(2)V_t = \frac{D_t + V_{t+1} - I_t + X_t - D_t}{1 + r_e} = \frac{V_{t+1} - I_t + X_t}{1 + r_e}$$

جایی که:

I_t ارزش سرمایه‌گذاری‌های جاری در دورهٔ t و

X_t سود خالص شرکت در دورهٔ t.

براساس این مدل، در شرایطی که بازارهای سرمایه کامل باشند، شرکت‌ها می‌توانند با انتشار سهام جدید یا استفاده از منابع مالی دیگر، سیاست تقسیم سود را به‌صورت بهینه تنظیم کنند.

بر این اساس، پژوهش حاضر با هدف بررسی ارتباط میان مؤلفه‌های رفتاری سرمایه‌گذاران و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. در راستای تحقق این هدف، پژوهش به دنبال پاسخ‌گویی به سؤالات زیر است:

۱-مؤلفه‌های رفتاری سرمایه‌گذاران شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران کدامند؟

۲-مؤلفه‌های سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران کدامند؟

۳-آیا مؤلفه‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار هستند؟

پاسخ به این سؤالات می‌تواند به درک بهتر از نحوهٔ تأثیر رفتار سرمایه‌گذاران بر سیاست‌های مالی شرکت‌ها منجر شده و بینش ارزشمندی برای مدیران مالی و سیاست‌گذاران بازار سرمایه فراهم کند.

در ادامه به برخی پژوهش‌های انجام‌شده در این حوزه اشاره می‌گردد:

مطالعات متعددی به بررسی عوامل روان‌شناختی و رفتاری تأثیرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و مدیران پرداخته‌اند.

کسکین[1] (۲۰۲۲)، در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر رفتارها و نگرش‌های سرمایه‌گذاران بر بازار سرمایه، نشان داد که سرمایه‌گذاران اغلب برای کاهش ریسک از ابزارهای متنوع استفاده می‌کنند و عوامل اجتماعی، روانی، عاطفی و تجربیات شخصی نقش مهم‌تری نسبت به تحلیل‌های مالی سنتی در تصمیم‌گیری آن‌ها ایفا می‌کند. این مطالعه جایگاه رفتارهای فردی را در مقابل پیش‌بینی‌های کلاسیک مالی پررنگ‌تر دانسته است.

ولی و همکاران (۲۰۲۲)، در پژوهشی با عنوان بررسی رفتار سرمایه‌گذاران فردی در پاکستان، دریافتند که سوگیری‌های شناختی نظیر اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد، لنگر انداختن و رفتار گلّه‌ای از عوامل مهم در تصمیم‌گیری‌های احساسی سرمایه‌گذاران هستند. یافته‌ها بیانگر آن است که این گروه از سرمایه‌گذاران معمولاً به اطلاعات ناقص و شرایط احساسی بازار واکنش نشان می‌دهند.

رشید و همکاران (۲۰۲۲)، در پژوهشی با عنوان استراتژی معاملات بازخورد و رفتار سرمایه‌گذاران در صندوق‌های قابل معامله در ایران، نشان دادند که سرمایه‌گذارانی با دیدگاه بدبینانه نسبت به بازار، تمایل به کاهش فعالیت‌های معاملاتی دارند، در حالی که خوش‌بین‌ها با انتظارات مثبت، معاملات بیشتری انجام می‌دهند. این نتایج بر اهمیت مؤلفه‌های روان‌شناسی بازار در تعیین رفتار سرمایه‌گذاران تأکید دارد.

1. Keskin

در سطح مدیریتی، موخارجی و سانکارسین[1] (۲۰۲۲)، در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیرعامل بر شهرت شرکت در۲۰۰ مدیرعاملان شرکت‌ها، در بررسی داده‌های روزانه هفت صندوق قابل معامله سهام طی دوره زمانی ۱۳۹۲/۰۷/۱۵ الی ۱۴۰۱/۱۲/۲۹ و مدل معاملات بازخورد سنتانا-وادوانی (۱۹۹۲)، دریافتند که میزان حقوق و دستمزد مدیران ارشد با درک عمومی از شهرت شرکت رابطهٔ مثبتی دارد؛ اما عواملی مانند دوگانگی نقش مدیرعاملی و حجم فراوان مشغله، آثار منفی بر شهرت و عملکرد مالی شرکت به همراه دارد.

پترسون و همکاران[2] (۲۰۲۲)، در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر شخصیت مدیرعامل بر پویایی تیم‌های مدیریتی، به این نتیجه رسیدند که مدیران برون‌گرا و وظیفه‌شناس، موجب هماهنگی بیشتر در تیم و عملکرد بهینهٔ سازمانی می‌شوند.

در حوزهٔ حسابرسی، البوات و همکاران[3] (۲۰۲۱)، در پژوهشی با عنوان بررسی ویژگی‌های شخصیتی حسابرسان، نشان دادند که ویژگی‌های شخصیتی حسابرسان داخلی، به‌ویژه وظیفه‌شناسی و ثبات عاطفی، موجب افزایش اثربخشی در فرایندهای حسابرسی می‌شود.

چانگ و همکاران[4] (۲۰۲۱)، در پژوهشی با عنوان تأثیر ویژگی‌های حسابرسی داخلی بر اثربخشی کنترل داخلی بر عملیات و رعایت قوانین، در ۱۵۰ نفر از حسابرسان، دریافتند تخصص و اندازهٔ تیم حسابرسی داخلی به صورت مستقیم موجب بهبود اثربخشی کنترل‌های داخلی می‌شود.

ساماگایو و فلسیو[5] (۲۰۲۱)، در پژوهشی با عنوان بررسی رابطهٔ ویژگی‌های شخصیتی و افزایش کیفیت حسابرسی در ۱۷۵ نفر از حسابرسان، دریافتند که ویژگی‌های شخصیتی مانند توافق‌پذیری، وظیفه‌شناسی و گشودگی به تجربه در حسابرسان، موجب ارتقای کیفیت حسابرسی می‌شود، چرا که این دسته از افراد با دقت و نظم بیشتری به تحلیل اطلاعات مالی می‌پردازند.

هیتون[6] (۲۰۲۱)، در پژوهشی با عنوان تأثیر اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد در ۲۵۰ نفر از سرمایه‌گذاران، نشان داد که این ویژگی موجب برآورد غیرواقع‌بینانه جریان‌های نقدی آتی و ارزش‌گذاری بیش‌ازحد فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌شود که در نتیجه به افزایش ریسک و تصمیم‌گیری‌های مالی نادرست منجر می‌گردد.

مریدی‌پور و همکاران (۱۴۰۱)، در پژوهشی با عنوان تبیین نقش گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در ۹۵ شرکت از میان شرکت‌های فعال بازار سرمایه در یک دورهٔ ۷ ساله طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸، نشان دادند که ویژگی‌های احساسی سرمایه‌گذاران، از جمله ترس و هیجان، نقش مهمی در کاهش نقدشوندگی سهام شرکت‌های کوچک دارند. این احساسات منجربه تصمیم‌گیری‌های هیجانی و نوسانات بیشتر بازار می‌شود.

جهانی و همکاران (۱۴۰۱)، در پژوهشی با عنوان ارائهٔ مدلی برای تبیین رفتارهای مالی در ۲۸۷ نفر از سرمایه‌گذاران در فعالیت‌های زیست‌محیطی بر مبنای ادراک از بازده پورتفوی سهام و سازوکارهای روان‌شناختی در بورس اوراق بهادار تهران، در راستای تحلیل رفتارهای مالی، بیان کردند که سوگیری‌های رفتاری مانند اعتماد

1. Mokhareji & sunkarsin
2. Peterson et al.
3. Alboat et al.
4. Chang et al.
5. Samagayo & Felsio
6. Hiton

بیش‌ازحد، رفتار گلّه‌ای و حسابداری ذهنی، تأثیر قابل‌توجهی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دارند؛ به‌ویژه افرادی که گرایش بیشتری به رفتارهای توده‌ای دارند، کمتر از تحلیل منطقی استفاده می‌کنند.

نایب‌محسنی و همکاران (۱۴۰۰)، در پژوهشی با عنوان تدوین مدل رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی در بازار سرمایهٔ ایران، در سرمایه‌گذاران فردی فعال در بازار سرمایهٔ ایران، نیز به نقش عوامل روان‌شناختی همچون طمع، ترس، رفتار گلّه‌ای و اعتمادبه‌نفس کاذب اشاره کردند که مستقیماً تصمیم‌های پرریسک و غیرمنطقی سرمایه‌گذاران را شکل می‌دهد.

در سطح تحلیل کلان‌تر بازار، هادی‌پور و همکاران (۱۴۰۰)، در پژوهشی با عنوان عوامل مؤثر بر شاخص بی‌ثباتی در بورس اوراق بهادار تهران، در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و اوراق بهادار تهران از فروردین ۱۳۸۸ تا فروردین ۱۳۹۹، عوامل خارجی همچون تنش‌های سیاسی و نوسانات بازارهای جهانی را از عوامل کلیدی بی‌ثباتی در صنعت فلزات اساسی دانسته‌اند.

شمس و همکاران (۱۴۰۰)، در پژوهشی با عنوان رابطهٔ بین تجربه سرمایه‌گذاران و رفتار ریسک‌پذیری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و اوراق بهادار تهران در یک دورهٔ زمانی هشت‌ساله (سال‌های۱۳۹۴-۱۳۸۷)، نشان دادند که سرمایه‌گذاران کم‌تجربه‌تر معمولاً ریسک‌پذیرتر هستند و بازده بیشتری کسب می‌کنند که حاکی از رابطه‌ای غیرخطی بین تجربه و ریسک‌پذیری است.

ستایش و کریم‌پور (۱۴۰۰)، در پژوهشی با عنوان بررسی رابطهٔ بین ویژگی‌های شخصیتی مدیریت و خط‌مشی تقسیم سود، در ۷۱ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران، در حوزهٔ ویژگی‌های فردی مدیران، بیان داشتند که وظیفه‌شناسی مدیران تأثیر مثبت و توافق‌پذیری آن‌ها تأثیر منفی بر سیاست تقسیم سود دارد .

حجازی و همکاران(۱۴۰۰)، در پژوهشی با عنوان تأثیر تیپ شخصیتی مدیران بر مدیریت سود و نقش تعدیل‌کنندهٔ آن در رابطه بین مدیریت سود و افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، در ۲۲۰ نفر از مدیران شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، نیز نشان دادند که مدیران با تیپ شخصیتی A بیشتر به مدیریت سود گرایش دارند و مسئولیت‌پذیری اجتماعی بیشتری از خود نشان می‌دهند.

نیکجو و همکاران (۱۴۰۰)، در پژوهشی با عنوان طراحی الگوی نقش ویژگی‌های شخصیتی و سبک رهبری مدیران در ضعف کنترل‌های داخلی، در ۳۹۸ نفر از رؤسای کمیته‌های حسابرسی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، دریافتند که روان‌رنجوری و سبک رهبری آمرانه در مدیران موجب ضعف کنترل‌های داخلی در سازمان می‌شود.

سلیمی و همکاران (۱۴۰۰)، در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر ویژگی‌های شخصیتی و انگیزهٔ فردی بر تمایل رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران با نقش تعدیلی تجربه و دانش مالی در بورس اوراق بهادار تهران در ۳۲۲ نفر از سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، در حوزهٔ رفتار سرمایه‌گذاران، به این نتیجه رسیدند که افراد با تیپ شخصیتی سازگار، بیشتر از رفتار گلّه‌ای تأثیر می‌پذیرند و در تصمیم‌گیری‌های خود به رفتار دیگران وابسته‌اند.

دهکردی و همکاران(۱۴۰۰)، در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد مدیران بر رابطهٔ بین اهرم مالی و بیش سرمایه‌گذاری، در مدیران شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، نیز نقش اعتماد بیش‌ازحد مدیران را در ایجاد درماندگی مالی شرکت‌ها بررسی و تأکید کردند که این ویژگی می‌تواند تصمیم‌گیری‌های نادرست و پرریسکی را به همراه داشته باشد.

سوال‌های پژوهش

به طور کلی، سوال های پژوهش حاضر با توجه به مبانی نظری و تجربی، عنوان و هدف محقق نسبت به انجام آن، به شرح زیر تشریح شده است.

سوال اول: مولفه های رفتاری سرمایه گذاران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران کدام اند؟

سوال دوم: مولفه های سیاست تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران کدام اند؟

سوال سوم: آیا مولفه های رفتاری سرمایه گذاران بر سیاست تقسیم شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موثر هستند؟

سوال چهارم: چه مدل شاخص های رفتاری موثر بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارائه کرد؟

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از رویکرد آمیخته (ترکیبی) شامل روش‌های کیفی و کمی بهره می‌برد. در بخش کیفی، از روش دلفی فازی برای شناسایی شاخص‌های مؤثر بر سیاست تقسیم سود استفاده شده است. جامعهٔ آماری شامل خبرگان و مدیران ارشد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه‌گیری در بخش کیفی به روش هدفمند و گلوله‌برفی انجام شده، در حالی که در بخش کمی از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. داده‌ها از طریق مطالعات کتابخانه‌ای و پیمایشی جمع‌آوری شده‌اند. ابزار اصلی در پرسش‌نامه است که برای یازده سنجش متغیرهای پژوهش طراحی شده و در دو مرحلهٔ دلفی فازی و تحلیل معادلات ساختاری مورد استفاده قرار گرفته است. روایی پرسش‌نامه‌ها از طریق بررسی متخصصان دانشگاهی تأیید شده است. روش‌های تجزیه‌وتحلیل داده‌ها روش غربالگری فازی بوده است و شناسایی شاخص‌های رفتاری مؤثر در سیاست تقسیم سود از طریق فازی‌سازی داده‌های کیفی انجام شده است. این روش ترکیب روش دلفی سنتی و نظریهٔ فازی برای اجماع نظرات خبرگان در مورد شاخص‌های تأثیرگذار می‌باشد.

یافته‌های پژوهش

جدول(۱) نتایج غربالگری فازی را در ارتباط با معیارهای مؤثر بر سیاست‌های تقسیم سود ارائه داده است. در ادامه تحلیل هر یک از این ابعاد با تمرکز بر نتایج فازی ارائه می‌شود:

جدول(۱). نتایج غربالگری فازی در خصوص سیاست‌های تقسیم سود

ابعاد اصلی	عنوان معیار	ارزش فازی هر یک از معیارها			مقدار دیفازی شده هر معیار
		U	M	L	
عملکرد مالی شرکت	رشد درآمد	۱	۰/۹۶	۰/۷۱	۰/۹۲
	رشد درآمد آتی	۱	۰/۹۶	۰/۷۱	۰/۹۲
	رشد سود	۰/۹۸	۰/۹۲	۰/۶۵	۰/۸۷
	نرخ رشد فروش	۱	۰/۹۶	۰/۷۱	۰/۹۲
	نرخ رشد دارایی‌ها	۱	۰/۹۸	۰/۷۳	۰/۹۴
	نسبت فروش به دارایی	۱	۰/۹۴	۰/۶۹	۰/۹۱
ریسک و نوسانات مالی	انحراف معیار نرخ بازدهی سهام	۱	۰/۹۶	۰/۷۱	۰/۹۲
	نسبت اهرم مالی	۱	۰/۹۶	۰/۷۱	۰/۹۲
	نسبت بدهی به دارایی	۱	۰/۹	۰/۶۵	۰/۸۷

ساختار مالکیت و تقسیم سود	درصد سهام کنترلی اول	۱	۰/۹	۰/۶۵	۰/۸۷
	نسبت پرداخت سود سهام	۰/۹۸	۰/۹	۰/۶۵	۰/۸۷
	نسبت پوشش سود سهام	۱	۰/۹۸	۰/۷۳	۰/۹۴
عملکرد مالی و ارزش‌گذاری	نسبت ارزش بازار شرکت	۱	۰/۹۶	۰/۷۱	۰/۹۲
	به ارزش دفتری آن	۰	۰	۰	۰
	حجم فروش	۰/۹۶	۰/۸۵	۰/۶	۰/۸۳
	نسبت گردش دارایی	۱	۰/۹۸	۰/۷۳	۰/۹۴
	نسبت هزینه‌های عملیاتی به درآمد	۰/۹۸	۰/۸۵	۰/۶	۰/۸۳
	نسبت بازده سرمایه‌گذاری به هزینه سرمایه	۰/۹۸	۰/۸۵	۰/۶	۰/۸۳
نسبت‌های مالی و تحلیل‌های کمی	نسبت موجودی نقد به سود قبل از مالیات	۰/۹۸	۰/۹	۰/۶۵	۰/۸۷
	مدیریت سود واقعی	۰/۹۶	۰/۸۵	۰/۶	۰/۸۳
	نسبت قیمت به درآمد	۱	۰/۹۴	۰/۶۹	۰/۹۱
	نسبت نقدینگی به کل دارایی‌ها	۱	۰/۹۸	۰/۷۳	۰/۹۴
نسبت‌های سود و نقدینگی	نسبت تسهیلات مالی به کل بدهی	۱	۰/۹۸	۰/۷۳	۰/۹۴
	نسبت موجودی نقد به سود قبل از مالیات	۰/۹۶	۰/۸۵	۰/۶	۰/۸۳
	نسبت نقدینگی جاری	۱	۰/۹	۰/۶۵	۰/۸۷
	نسبت سود تقسیمی به سود خالص	۱	۱	۰/۷۵	۰/۹۶
	نسبت پرداخت سود سهام به سود خالص	۱	۰/۹۶	۰/۷۱	۰/۹۲
	نسبت نقدینگی به بدهی‌های جاری	۰/۹۸	۰/۹	۰/۶۵	۰/۸۷
بازده و سودآوری	بازده متوسط کل دارایی‌های شرکت	۱	۰/۹۶	۰/۷۱	۰/۹۲
	بازده متوسط حقوق	۱	۰/۹۸	۰/۷۳	۰/۹۴
	صاحبان سهام شرکت	۰	۰	۰	۰
	نسبت سود خالص به فروش	۱	۰/۹۸	۰/۷۳	۰/۹۴
	نسبت بازده دارایی‌های عملیاتی	۱	۰/۹۶	۰/۷۱	۰/۹۲
	نسبت بازده سرمایه‌گذاری	۱	۰/۹۸	۰/۷۳	۰/۹۴
	نسبت سود عملیاتی به کل دارایی‌ها	۱	۰/۹۴	۰/۶۹	۰/۹۱
استراتژی‌های تقسیم سود	نرخ سود سهام (درصد) شرکت دوره اول	۱	۰/۹۶	۰/۷۱	۰/۹۲
	تصمیم پرداخت سود سهام شرکت در دوره جاری	۱	۰/۹۲	۰/۶۷	۰/۸۹
	نسبت هزینه سرمایه به بازده سرمایه	۱	۰/۹۴	۰/۶۹	۰/۹۱

نتایج غربالگری فازی در جدول(۱) نشان می‌دهد که عملکرد مالی، ساختار مالکیت، ریسک و نوسانات مالی، بازدهی و سودآوری و راهبردهای تقسیم سود از مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر سیاست‌های تقسیم سود هستند. عملکرد مالی شرکت: معیارهایی مانند رشد درآمد و میزان رشد فروش بیشترین تأثیر را دارند. شرکت‌هایی با رشد مالی پایدار تمایل بیشتری به تقسیم سود دارند. همچنین، ویژگی‌های شخصیتی مدیران مانند آینده‌نگری و اعتمادبه‌نفس در این تصمیم‌ها مؤثرند. ریسک و نوسانات مالی: معیارهایی نظیر انحراف معیار میزان بازدهی سهام و نسبت اهرم مالی بر سیاست‌های تقسیم سود اثرگذارند. شرکت‌های با ریسک بیشتر معمولاً رویکردی محافظه‌کارانه در تقسیم سود اتخاذ می‌کنند. ساختار مالکیت و تقسیم سود: درصد سهام کنترلی نقش مهمی دارد. سهامداران

عمده سیاست‌های تقسیم سود را به سمت افزایش سود تقسیمی هدایت می‌کنند. بازدهی و سودآوری: بازده متوسط دارایی‌ها یکی از مهم‌ترین شاخص‌ها است. شرکت‌هایی با بازدهی بیشتر، توانایی بیشتری در تقسیم سود دارند. راهبردهای تقسیم سود: معیارهایی مانند میزان سود سهام و تصمیم پرداخت سود نشان می‌دهد که علاوه بر شاخص‌های مالی، عوامل روان‌شناختی تصمیم‌گیرندگان نیز تأثیر قابل‌توجهی دارند.

در این پژوهش، تفسیر میزان اهمیت معیارها براساس مقدار دیفازی‌شده انجام شده است. معیارهایی با مقدار دیفازی بالاتر از ۰/۹ به‌عنوان عوامل با اهمیت زیاد، مقادیر بین ۰/۸ تا ۰/۹ به‌عنوان اهمیت متوسط و مقادیر کمتر از ۰,۸ به‌عنوان اهمیت کم دسته‌بندی شدند (مطابق با روش‌های پیشنهادی در تحلیل‌های تصمیم‌گیری فازی، نظیر روش دلفی فازی) برای مثال، متغیری مانند "نسبت سود تقسیمی به سود خالص" با مقدار دیفازی ۰/۹۶، به‌عنوان یک عامل با اهمیت فراوان در سیاست‌های تقسیم سود در نظر گرفته شده است.

در جدول(۲) نتایج تحلیل غربالگری فازی در خصوص ویژگی‌های شخصیتی رفتاری سرمایه‌گذاران بررسی می‌شود.

جدول(۲). نتایج غربالگری فازی در خصوص ویژگی‌های شخصیتی رفتاری سرمایه‌گذاران

ابعاد اصلی	عنوان معیار	ارزش فازی هر یک از معیارها			مقدار دیفازی
		U	M	L	شده هر معیار
سوگیری‌های شناختی و احساسی	تورش‌های شناختی	۱	۰/۹۴	۰/۶۹	۰/۹۱
	اثر تمایلی	۱	۰/۹۴	۰/۶۹	۰/۹۱
	اثر توده‌وار	۱	۰/۹۴	۰/۶۹	۰/۹۱
	سوگیری تأیید	۰/۹۸	۰/۹۰	۰/۶۵	۰/۸۷
	اثر انتظاری	۱	۰/۹۴	۰/۶۹	۰/۹۱
اعتماد به نفس و ریسک‌پذیری	سوگیری نماگری	۰/۹۸	۰/۹۰	۰/۶۵	۰/۸۷
	اعتماد به نفس بیش از حد	۰/۹۶	۰/۷۹	۰/۵۴	۰/۷۸
	ریسک‌پذیری	۰/۹۶	۰/۹۲	۰/۶۷	۰/۸۸
	احساس امنیت مالی	۰/۹۸	۰/۹۰	۰/۶۵	۰/۸۷
	تمایل به ریسک در سرمایه‌گذاری	۱	۰/۹۴	۰/۶۹	۰/۹۱
تأثیرات اجتماعی و گروهی	برونگرایی	۰/۹۶	۰/۸۳	۰/۵۸	۰/۸۱
	توافق‌پذیری	۱	۰/۹۴	۰/۶۹	۰/۹۱
	تأثیر گروه همسالان	۱	۰/۹۸	۰/۷۳	۰/۹۴
	هم‌راستایی اجتماعی	۰/۹۸	۰/۹۰	۰/۶۵	۰/۸۷
	فشار اجتماعی	۰/۹۸	۰/۸۸	۰/۶۳	۰/۸۵
مدیریت مالی و تصمیم‌گیری	مدیریت مالی و تصمیم‌گیری	۱	۰/۹۲	۰/۶۷	۰/۸۹
	تحلیل هزینه-فایده	۰/۹۸	۰/۸۳	۰/۵۸	۰/۸۲
	استراتژی‌های سرمایه‌گذاری	۱	۰/۹۰	۰/۶۵	۰/۸۷
	مدیریت زمان در تصمیم‌گیری	۱	۰/۹۲	۰/۶۷	۰/۸۹
	تجزیه و تحلیل بازار	۱	۱	۰/۷۵	۰/۹۶
روان‌شناسی مالی و ریسک	تجربه‌پذیری	۰/۹۸	۰/۸۸	۰/۶۳	۰/۸۵
	روان‌رنجوری	۱	۰/۹۲	۰/۶۷	۰/۸۹
	کنترل احساسات	۰/۹۸	۰/۹۶	۰/۷۱	۰/۹۲
	مقابله با استرس مالی	۱	۰/۹۲	۰/۶۷	۰/۸۹
	آمادگی برای پذیرش زیان	۱	۰/۹۴	۰/۶۹	۰/۹۱

تحلیل ویژگی‌های رفتاری سرمایه‌گذاران

نتایج تحلیل فازی در جدول(۲) نشان می‌دهد که عوامل شناختی، احساسی، اجتماعی و تصمیم‌گیری بر رفتار سرمایه‌گذاری اثرگذار هستند:

سوگیری‌های شناختی و احساسی: سوگیری تأیید و اثر تمایلی نشان می‌دهد که انتظارات قبلی تأثیر زیادی بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران دارد.

اعتمادبه‌نفس و ریسک‌پذیری: ریسک‌پذیری و احساس امنیت مالی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مؤثر هستند.

تأثیرات اجتماعی و گروهی: فشار اجتماعی و تأثیر گروه همسالان نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران تحت‌تأثیر محیط اجتماعی تصمیم می‌گیرند.

مدیریت مالی و تصمیم‌گیری: تحلیل هزینه- فایده و تجزیه‌وتحلیل بازار، نقش کلیدی در موفقیت سرمایه‌گذاران دارد.

روان‌شناسی مالی و ریسک: کنترل احساسات و مقابله با استرس مالی برای مدیریت سرمایه‌گذاری ضروری هستند.

این نتایج نشان می‌دهد که سیاست‌های تقسیم سود و رفتار سرمایه‌گذاران ترکیبی از عوامل مالی، ساختاری و روان‌شناختی است که باید به‌طور هم‌زمان در تصمیم‌گیری‌های مالی مورد توجه قرار گیرند.

جدول(۳).روابط معنادار بین ویژگی‌های شخصیتی رفتاری سرمایه‌گذاران و ابعاد سیاست تقسیم سود

	راهبردهای تقسیم سود	بازده و سودآوری	ریسک و نوسانات مالی	ساختار مالکیت و تقسیم سود	عملکرد مالی شرکت	عملکرد مالی و ارزش‌گذاری	نسبت‌های سود و نقدینگی	نسبت‌های مالی و تحلیل‌های کمی
اعتمادبه‌نفس و ریسک‌پذیری	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
تأثیرات اجتماعی و گروهی	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)
روان‌شناسی مالی و ریسک	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)
سوگیری‌های شناختی و احساسی	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
مدیریت مالی و تصمیم‌گیری	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)

نتایج جدول(۳) نشان می‌دهد که ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران نقش مهمی در سیاست‌های تقسیم سود ایفا می‌کنند. این ویژگی‌ها به دو دستهٔ کلی عوامل مثبت (+) که باعث افزایش تقسیم سود و عملکرد مالی می‌شوند و عوامل منفی (-) که تأثیر بازدارنده دارند، تقسیم می‌شوند: عوامل منفی شامل اعتمادبه‌نفس و ریسک‌پذیری (-): این ویژگی تأثیر منفی بر تمامی ابعاد سیاست‌های تقسیم سود دارد. سرمایه‌گذارانی که بیش از حد اعتمادبه‌نفس دارند و ریسک‌پذیر هستند، معمولاً سود تقسیمی کمتری مطالبه می‌کنند، زیرا انتظار بازدهی بالاتر از رشد سرمایه‌گذاری‌های خود دارند. همچنین سوگیری‌های شناختی و احساسی (-): این ویژگی تأثیر منفی بر سیاست‌های تقسیم سود دارد. سرمایه‌گذارانی که دچار خطاهای شناختی و احساسی هستند، معمولاً تصمیم‌های غیرمنطقی در مدیریت سود و نقدینگی شرکت‌ها می‌گیرند که باعث کاهش کارایی سیاست‌های تقسیم سود می‌شود. عوامل مثبت شامل تأثیرات اجتماعی و گروهی (+): این ویژگی تأثیر مثبت بر تمامی ابعاد سیاست تقسیم سود دارد.

سرمایه‌گذارانی که تحت‌تأثیر گروه‌های اجتماعی و نظرات همسالان خود قرار دارند، به‌طور معمول به دنبال سیاست‌های تقسیم سود پایدار و مطمئن هستند همچنین عامل روان‌شناسی مالی و ریسک (+): سرمایه‌گذارانی که توانایی کنترل احساسات و مدیریت ریسک را دارند، در تمام ابعاد سیاست‌های تقسیم سود تأثیر مثبت دارند. این گروه معمولاً تصمیم‌های سرمایه‌گذاری منطقی‌تری اتخاذ می‌کنند که منجربه سیاست‌های تقسیم سود کارآمدتر می‌شود. علاوه بر این عامل مدیریت مالی و تصمیم‌گیری (+): سرمایه‌گذارانی که از مهارت‌های مالی و تصمیم‌گیری قوی برخوردارند، نقش مثبتی در تمامی ابعاد سیاست‌های تقسیم سود دارند. این گروه معمولاً به دنبال سیاست‌های تقسیم سود پایدار و راهبردی هستند که به رشد و ارزش‌گذاری شرکت کمک کند. این یافته‌ها نشان می‌دهد که ویژگی‌های رفتاری و شخصیتی سرمایه‌گذاران می‌توانند تأثیر تعیین‌کننده‌ای بر سیاست‌های تقسیم سود داشته باشند و باید در تحلیل‌های مالی مورد توجه قرار گیرند.

بحث و نتیجه‌گیری

مقالهٔ حاضر به بررسی عوامل رفتاری مؤثر بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. هدف پژوهش، شناسایی و تحلیل مؤلفه‌های رفتاری سرمایه‌گذاران و تأثیر آن‌ها بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها با استفاده از روش دلفی فازی است. نتایج تحلیل فازی نشان داد که رفتار سرمایه‌گذاران به پنج بعد اصلی تقسیم می‌شود:

سوگیری‌های شناختی و احساسی: سرمایه‌گذاران به دلیل اثر تمایلی، اثر توده‌وار و تورش‌های شناختی در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، دچار خطای شناختی می‌شوند.

اعتمادبه‌نفس و ریسک‌پذیری: اعتمادبه‌نفس بیش از حد و ریسک‌پذیری تأثیر زیادی بر سرمایه‌گذاری‌های پرریسک دارند.

تأثیرات اجتماعی و گروهی: تأثیر گروه همسالان و توافق‌پذیری نشان می‌دهد که بسیاری از سرمایه‌گذاران تصمیم‌های خود را براساس رفتار گروهی اتخاذ می‌کنند.

مدیریت مالی و تصمیم‌گیری: تجزیه‌وتحلیل بازار و مدیریت زمان در تصمیم‌گیری نقش مهمی در انتخاب‌های مالی دارند.

عوامل مالی و ارزش‌گذاری: رشد دارایی‌ها و میزان رشد فروش از مهم‌ترین شاخص‌ها در تصمیم‌های تقسیم سود شرکت‌ها هستند.

سیاست تقسیم سود شرکت‌ها تحت تأثیر چندین عامل مالی و رفتاری قرار دارد. مهم‌ترین این عوامل عبارتند از: عملکرد مالی: معیارهایی مانند رشد درآمد و نسبت فروش به دارایی تعیین‌کنندهٔ توانایی شرکت در پرداخت سود هستند. ریسک و نوسانات مالی: نسبت اهرم مالی و نسبت بدهی به دارایی نشان می‌دهند که شرکت‌های با بدهی کمتر، تمایل بیشتری به پرداخت سود دارند. ساختار مالکیت: سهامداران عمده بر سیاست تقسیم سود تأثیر قابل‌توجهی دارند، به‌ویژه نسبت پوشش سود سهام که نشان‌دهندهٔ توانایی شرکت در پرداخت سود است.

پژوهش حاضر نیز نشان داد که سوگیری‌های شناختی و احساسی، اعتمادبه‌نفس و ریسک‌پذیری و تأثیرات اجتماعی و گروهی تأثیر زیادی بر سیاست تقسیم سود دارند. این یافته‌ها نشان می‌دهد که رفتار سرمایه‌گذاران فراتر از تحلیل‌های مالی سنتی بوده و به‌شدت تحت‌تأثیر احساسات و محیط اجتماعی قرار دارد. نتایج مطالعهٔ حاضر با یافته‌های پترسون و همکاران (۲۰۲۲) و ساماگایو و فلسیو (۲۰۲۱) مطابقت دارد. همچنین مطالعاتی مانند کسکین

(۲۰۲۲)، ولی و همکاران (۲۰۲۲) و رشید و همکاران (۲۰۲۲) تأکید کرده‌اند که تصمیم‌های سرمایه‌گذاری به‌شدت تحت‌تأثیر عوامل رفتاری، روان‌شناسی، ویژگی‌های شخصی و تأثیرات اجتماعی قرار دارد. ویژگی‌های شخصیتی و روابط اجتماعی بر پویایی تیم مدیریت و عملکرد سازمانی تأثیر دارند. پژوهش حاضر نیز نشان داد که تأثیرات اجتماعی و گروهی نقش مهمی در تصمیم‌گیری دربارهٔ سیاست‌های تقسیم سود دارند. فشارهای اجتماعی و گروهی موجب می‌شوند که شرکت‌ها برای جلب رضایت سهامداران، سیاست‌های سوددهی را تقویت کنند. پژوهش هیتون (۲۰۲۱) تأکید کرده است که سرمایه‌گذاران با اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد، جریان‌های نقدی را بیش از واقعیت پیش‌بینی می‌کنند و فرصت‌های سرمایه‌گذاری را بیش‌ازحد ارزش‌گذاری می‌کنند. پژوهش هیتون (۲۰۲۱) تأکید می‌کند که سرمایه‌گذاران با اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد، جریان‌های نقدی آتی را بیشتر از واقعیت پیش‌بینی کرده و فرصت‌های سرمایه‌گذاری را بسیار ارزش‌گذاری می‌کنند. یافته‌های پژوهش حاضر نیز این نتیجه را تأیید می‌کند؛ به‌گونه‌ای که اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد و ریسک‌پذیری فراوان در میان سرمایه‌گذاران ایرانی، منجربه کاهش تمایل به تقسیم سود و افزایش تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد در پروژه‌های ریسکی می‌شود. این شباهت رفتاری را می‌توان تا حدی ناشی از ویژگی‌های جهانی روان‌شناختی مانند خوش‌بینی شناختی دانست؛ با این حال، زمینه‌های بومی از جمله نوسانات شدید بازار سرمایهٔ ایران، نبود آموزش‌های مالی فراگیر و فقدان نظام‌های مشاوره‌ای حرفه‌ای نیز می‌تواند نقش مهمی در تشدید این نوع سوگیری‌ها در سرمایه‌گذاران ایرانی داشته باشد. بنابراین، در حالی که الگوی رفتاری مورد نظر با مدل‌های غربی هم‌راستا است، شدت و زمینه بروز آن می‌تواند تحت‌تأثیر عوامل بومی متفاوتی باشد که در ادبیات پیشین کمتر بررسی شده‌اند.

یافته‌های پژوهش حاضر نیز تأیید می‌کند که اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد و ریسک‌پذیری فراوان موجب کاهش تمایل به تقسیم سود و افزایش تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد در پروژه‌های ریسکی می‌شود. مطالعاتی مانند موخارجی و سانکارسین (۲۰۲۲) بیشتر بر تأثیر ویژگی‌های مدیرعامل بر عملکرد شرکت متمرکز بوده‌اند، درحالی‌که پژوهش حاضر بر رفتار سرمایه‌گذاران و تأثیر آن بر سیاست تقسیم سود تمرکز دارد. همچنین، البوات و همکاران (۲۰۲۱) و چانگ و همکاران (۲۰۲۱) بر ویژگی‌های حسابرسان داخلی تأکید کرده‌اند، درحالی‌که پژوهش حاضر به‌طور مشخص به رفتار سرمایه‌گذاران و تصمیم‌های مدیران در مورد تقسیم سود پرداخته است.

پژوهش حاضر نیز تأیید کرد که سوگیری‌های شناختی و احساسی یکی از مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر سیاست‌های تقسیم سود هستند. جهانی و همکاران (۱۴۰۱) و نایب‌محسنی و همکاران (۱۴۰۰) نشان دادند که سوگیری‌های رفتاری مانند اعتماد بیش‌ازحد، رفتار گلّه‌ای و حسابداری ذهنی تأثیر زیادی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری دارند. سلیمی و همکاران (۱۴۰۰) و شمس و همکاران (۱۴۰۰) تأکید کردند که سرمایه‌گذاران با تیپ شخصیتی سازگار بیشتر تحت‌تأثیر رفتار گلّه‌ای قرار می‌گیرند. پژوهش حاضر نیز نشان داد که تأثیرات اجتماعی و گروهی تأثیر مثبتی بر سیاست تقسیم سود دارند؛ زیرا شرکت‌ها تحت فشار اجتماعی تصمیم‌گیری می‌کنند. ستایش و کریم‌پور (۱۴۰۰) بررسی کردند که چگونه ویژگی‌های شخصیتی مدیریتی بر سیاست تقسیم سود تأثیر می‌گذارد و نشان دادند که وظیفه‌شناسی مدیران تأثیر مثبت و توافق‌پذیری تأثیر منفی بر تقسیم سود دارد. این یافته‌ها با پژوهش حاضر همسو است؛ زیرا در این مطالعه نیز مدیریت مالی و تصمیم‌گیری تأثیر مثبت و اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد تأثیر منفی بر سیاست تقسیم سود دارند. پژوهش دهکردی و همکاران (۱۴۰۰) تأکید کرده است که اعتماد بیش‌ازحد مدیران می‌تواند منجربه درماندگی مالی شرکت‌ها شود .این یافته با پژوهش حاضر سازگار است؛ زیرا نتایج نشان داد که اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد و ریسک‌پذیری فراوان باعث کاهش تمایل به تقسیم سود و افزایش سرمایه‌گذاری‌های پرریسک می‌شود.

پژوهش حاضر به‌طور مشخص روی عوامل رفتاری سرمایه‌گذاران و تأثیر آن بر سیاست‌های تقسیم سود تمرکز دارد. پژوهش‌هایی مانند هادی‌پور و همکاران (۱۴۰۰) و حجازی و همکاران (۱۴۰۰) بیشتر به بررسی عوامل کلان اقتصادی و ویژگی‌های شخصیتی مدیران پرداخته‌اند. پژوهش‌هایی مانند مریدی‌پور و همکاران (۱۴۰۱) به تأثیر ویژگی‌های احساسی بر نقدشوندگی سهام پرداخته‌اند، درحالی‌که پژوهش حاضر بر نقش این عوامل در سیاست تقسیم سود و مدیریت منابع مالی شرکت‌ها تأکید دارد.

با توجه به نتایج این پژوهش پیشنهاد می‌شود که کارگاه‌های مدیریت اعتمادبه‌نفس و ریسک‌پذیری برگزار گردد. برنامه‌های اطلاع‌رسانی جهت جلوگیری از فشارهای اجتماعی اجرا شود. ابزارهایی مانند اوراق مشارکت برای کاهش استرس سهامداران توسعه یابد. به سهامداران، تشویق به سرمایه‌گذاری بلندمدت و افزایش حق رأی آن‌ها در تصمیم‌های شرکت آموزش داده شود. همچنین در پژوهش‌های آتی تأثیر عوامل فرهنگی و قوانین اقتصادی بر سیاست‌های تقسیم سود بررسی شود تفاوت رفتار سرمایه‌گذاران در صنایع مختلف و نقش تکنولوژی مالی در بهبود سیاست‌های تقسیم سود نیز مطالعه گردد.

به‌طور کلی، تحلیل فازی پژوهش حاضر با استفاده از مقدار دیفازی‌شدهٔ هر شاخص، اهمیت آن‌ها را در تعیین سیاست‌های تقسیم سود مشخص کرده است. برای تفسیر این مقادیر، آستانه‌هایی تعریف شد تا سطح اهمیت هر معیار در سه طبقه زیاد، متوسط و کم طبقه‌بندی شود. نتایج نشان دادند که شاخص‌هایی نظیر «نسبت سود تقسیمی به سود خالص»، «اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد»، و «ریسک‌پذیری» دارای اهمیت زیادی در رفتار تقسیم سود شرکت‌ها هستند. محدودیت‌هایی همچون تعمیم‌پذیری نتایج و ماهیت کیفی داده‌ها در نظر گرفته شده‌اند. همچنین، پیشنهادهای ارائه‌شده همچون توسعهٔ ابزارهای باثبات مالی و افزایش نقش سهامداران، مستقیماً از شاخص‌های رفتاری استخراج‌شده در تحلیل فازی پشتیبانی می‌کنند.

براساس نتایج تحلیل فازی، شاخص‌های رفتاری همچون اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد، ریسک‌پذیری، احساس امنیت مالی، آمادگی برای پذیرش زیان، و فشار اجتماعی دارای بیشترین مقادیر دیفازی بوده‌اند (اغلب بیش از ۰٫۸۷). این یافته‌ها نشان می‌دهند که ویژگی‌های روان‌شناختی و اجتماعی سرمایه‌گذاران نقش مهمی در شکل‌گیری سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها دارند. بر این اساس، پیشنهادهای زیر ارائه می‌شود:

در توسعهٔ ابزارهای مالی باثبات (مانند اوراق مشارکت یا صندوق‌های درآمد ثابت)، پیشنهاد می‌شود: از آن‌جا که شاخص «احساس امنیت مالی» و «مقابله با استرس مالی» دارای مقادیر زیاد دیفازی (۰٫۸۷ و بیشتر) بوده‌اند، توسعهٔ ابزارهایی که سود دوره‌ای باثبات فراهم کنند، می‌تواند موجب کاهش نگرانی‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در برابر ریسک بازار شده و رفتارهای هیجانی آن‌ها را کنترل کند. این ابزارها همچنین با هدف افزایش تمایل به سرمایه‌گذاری بلندمدت توصیه می‌شوند.

در افزایش شفافیت و آموزش مالی به سرمایه‌گذاران برای کاهش اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد پیشنهاد می‌شود: متغیر «اعتمادبه‌نفس بیش از حد» یکی از پایین‌ترین مقادیر دیفازی را در جدول ویژگی‌های رفتاری داشت (۰٫۷۸)، که نشان‌دهندهٔ رفتار پرریسک و خوش‌بینی غیرواقع‌بینانهٔ برخی سرمایه‌گذاران است. بنابراین، اجرای دوره‌های آموزشی، انتشار گزارش‌های تحلیلی ساده‌فهم، و هشداردهی در خصوص ریسک‌ها می‌تواند به اصلاح ادراکات نادرست کمک کند.

با توجه به تضاد مشاهده‌شده میان تمایل سرمایه‌گذاران به دریافت سود و تمایل مدیران به سرمایه‌گذاری مجدد (در شرایط ریسک‌پذیری فراوان)، در استفاده از مشوق‌های ترکیبی برای تقسیم سود و سرمایه‌گذاری مجدد پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها بخشی از سود را **در** قالب سود تقسیمی نقدی و بخشی را در قالب طرح‌های سرمایه‌گذاری

مشارکتی (مانند سهم تشویقی) ارائه دهند. این سیاست، هم سیگنال مثبتی به بازار می‌دهد و هم منافع بلندمدت شرکت را حفظ می‌کند.

در افزایش نقش و حق رأی سهامداران در مجامع عمومی پیشنهاد می‌شود، طبق یافته‌های جدول دوم، متغیرهایی مانند «تأثیر گروه همسالان»، «فشار اجتماعی»، و «هم‌راستایی اجتماعی» دارای اهمیت فراوان بودند (با دیفازی بیش از ۰٫۸۵). این نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران تحت‌تأثیر فضای جمعی تصمیم‌گیری می‌کنند. بنابراین، افزایش شفافیت فرایند رأی‌گیری، امکان رأی‌گیری الکترونیکی و مستقیم و تسهیل مشارکت اقلیت‌ها می‌تواند به تقویت رفتار منطقی‌تر و مشارکت واقعی سرمایه‌گذاران در سیاست‌های سودآور کمک کند.

یافته‌ها نشان دادند که سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر، به‌رغم پذیرش سرمایه‌گذاری‌های پرریسک، همچنان انتظار دریافت سود تقسیمی دارند. در بازنگری در سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پرریسک پیشنهاد می‌شود، شرکت‌هایی که در صنایع پرنوسان فعالیت دارند، بهتر است از مدل‌های پرداخت سود پلکانی استفاده کنند تا هم به سرمایه‌گذاران اعتماد بدهند، هم از منابع مالی خود برای توسعهٔ پروژه‌های ریسکی بهره‌برداری کنند.

مطالعهٔ حاضر با محدودیت‌هایی روبه‌رو بوده است. این پژوهش مبتنی بر نظرات ۱۲ نفر از خبرگان بازار سرمایه، شامل مدیران مالی، تحلیلگران و اعضای هیئت‌علمی دانشگاه‌ها بوده است که در تعمیم نتایج باید احتیاط شود. از روش تحلیل فازی، در اولویت‌بندی شاخص‌ها و استخراج دیدگاه‌های مبهم و ذهنی استفاده شده است که این روش امکان مدل‌سازی روابط علّی بین متغیرها را فراهم نمی‌کند. این پژوهش در چارچوب بازار سرمایهٔ ایران انجام شده است و ویژگی‌های خاص این بازار نظیر نوسانات شدید، ساختار غیرشفاف مالکیت، محدودیت‌های قانونی و نظارتی و تأثیر زیاد متغیرهای سیاسی ممکن است بر رفتار سرمایه‌گذاران تأثیر بگذارد؛ بنابراین، تعمیم نتایج به سایر کشورها یا بازارهای با ساختار متفاوت باید با احتیاط صورت گیرد. همچنین این پژوهش به ناچار به استفاده از دیدگاه‌های خبرگان برای تحلیل شاخص‌های رفتاری بسنده کرده است. این موضوع می‌تواند موجب فاصله گرفتن نتایج از رفتار واقعی سرمایه‌گذاران در موقعیت‌های واقعی بازار شود.

References

Agliardi, E., Agliardi, R., & Spanjers, W. (2015). Convertible debt: Financing decisions and voluntary conversion under ambiguity. *International Review of Finance*, 15(4), 599–611.

Alfonso, G., & Ramirez, D. R. (2020). A nonlinear technical indicator selection approach for stock Markets. Application to the Chinese stock market. *Mathematics*, *8*(8), 1301-1312.

Al-Shammari, H. A. (2021). CEO compensation and firm performance: The mediating effects of CEO risk taking behaviour. *Cogent Business & Management*, *8*(1), 189-193.

Baker, H. K., Singleton, J. C., & Veit, E. T. (2010). *Survey research in corporate finance: bridging the gap between theory and practice*. Oxford University Press.

Black, F. (1976). The dividend puzzle. *Journal of portfolio management*, 2 (2), 5-8.

Breuer, W., Rieger, M. O., & Soypak, K. C. (2014). The behavioral foundations of corporate dividend policy a cross-country analysis. *Journal of Banking & Finance*, 42 (3), 247-265.

Li, B., Sun, C., & Zhou, Y. (2021). The cross section of Chinese commodity futures return. *Journal of Management Science and Engineering*, 6(2), 146-164.

Chang, Y. T., Chen, H., Cheng, R. K., & Chi, W. (2019). The impact of internal audit attributes on the effectiveness of internal control over operations and compliance. *Journal of contemporary accounting & economics*, 15(1), 1-19.

Erza, A. H. (2020). The Survey on Mediator Role of Intangible Assets in Managerial Overconfidence and Capital Return (ROIC). *Journal of Investment Knowledge*, 9(33), 163-178. (In Persian).

Grullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *Journal of Finance*, 57(4), 1649-1684.

Gordon, M. J., & Shapiro, E. (1956). Capital equipment analysis: the required rate of profit. *Management science*, *3*(1), 102-110.

Hadipour, H., Paytakhti Oskooe, A., & Rahmani, K. (2021). Factors Affecting the Instability Index in Tehran Stock Exchange. *Planning and Budgeting*, 26(3), 131-154. (In Persian).

Jahani, A. M., Shourvarzi, M. R., Abadi, A. M., & Mehrazin, A. (2022). Presentation of A Model to Interpret Financial Behaviors of Investors Based Perceived Efficiency of Stock Portfolio and Psychological Mechanisms in Tehran Security and Exchange Organization (A Case Study of Investing in Environmental Activities). *Journal of Agricultural Economics Research*, 14(1), 112-128. (In Persian).

Lee, C. F., Liang, W. L., Lin, F. L., & Yang, Y. (2016). Applications of simultaneous equations in finance research: methods and empirical results. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 47 (4), 943-971.

Hejazi, R., & Nahas, K. (2022). The effect of managers' personality type on earnings management and its moderating role in the relationship between earnings management and corporate social responsibility disclosure. *Journal of Valu & Behavioral Accounting*, 6 (12) :308-343. (In Persian).

Hoberg, G., & Prabhala, N. R. (2008). Disappearing dividends, catering, and risk. *The review of financial studies*, *22*(1), 79-116.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2019). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate governance* (pp. 77-132). Gower.

Keskin, K. N. (2022). Investigating the impact of investor behaviors and attitudes on the capital market. *Management Science Letters*, 9(1), 13–24.

Lease, R. C., John, K., Kalay, A., Loewenstein, U., & Sarig, O. H. (1999). Dividend policy:: Its impact on firm value. *OUP Catalogue*.

Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of finance*, *40*(4), 1031-1051.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.

Moridipour, H. , Hemmatfar, M. and janani, M. H. (2022). Explanation of the Role of Investors' Emotional Inclination on the Stock Liquidity of Firms Listed on Tehran Stock Exchange. *Journal of Investment Knowledge*, 11(42), 435-453. (In Persian).

Nayebmohseni, S. , Khalifehsultani, S. A. and Hejazi, R. (2022). Developing a Behavioral Model of Individual Investors' Decision-making in the Iranian Capital Market. *Financial Research Journal*, 23(4), 625-652. (In Persian).

Nikjoo, M. , Ghanbari, M. , Jamshidinavid, B. and Masoudi, J. (2021). Designing a Model to Explain the Role of Personality Traits and Leadership Styles of the Managers in the Weakness of Internal Controls. *Financial Accounting Knowledge*, 8(3), 81-124. (In Persian).

Papadamou, S., Koulis, A., Kyriakopoulos, C., & Fassas, A. P. (2022). Cannabis stocks returns: the role of liquidity and investors' attention via Google metrics. *International Journal of Financial Studies*, 10(1), 7-19.

Peterson, R. S., Smith, D. B., Martorana, P. V., & Owens, P. D. (2003). The impact of chief executive officer personality on top management team dynamics: one mechanism by which leadership affects organizational performance. *Journal of applied Psychology*, *88*(5), 795-810.

Salami, M., Shaghaghi, M. E., & Fard, S. M. (2021). Investigating the Effect of Personality Traits and Individual Motivation on the Tendency of Investors' Herd Behavior with the Moderating Role of Experience and Financial Knowledge in Tehran Stock Exchange. *Financial and Behavioral Researches in Accounting*, 1 (2), 1-20. (In Persian).

Setayesh, M. H. and Karimipoor, I. (2020). Investigating the Relationship between Managerial Personality Characteristics and Dividend Policy. *Journal of Accounting Knowledge*, 11(4), 149-170. (In Persian).