

## بنیان‌های رفتاری سیاست تقسیم سود

غلامرضا سلیمانی امیری\*  
نرگس گودرزی\*\*

### چکیده

با توجه به اینکه میزان سود تقسیمی یکی از عوامل اثرگذار و نهایی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌باشد، سیاست تقسیم سود شرکت‌ها به عنوان تعیین‌کننده میزان تقسیم سود، در میان عوامل موثر بر تصمیم‌گیری نقش پررنگی در تصمیمات سرمایه‌گذاری افراد خواهد داشت. ویژگی‌های رفتاری سرمایه‌گذاران به دلیل اثری که بر تصمیم آنها می‌گذارد، بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها نیز اثرگذار است. این ویژگی‌های رفتاری دامنه گسترده‌ای را شامل می‌شود که در این پژوهش، تعدادی از آنها بررسی می‌گردد. در این پژوهش سعی بر آن است که با اندازه‌گیری میزان صبوربودن و زیان‌گریزی سهامداران، رابطه این رفتارها با سیاست تقسیم سود بررسی شود. داده‌های موردنیاز برای انجام تحقیق حاضر، از بانک‌های اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران برای ۷۷ شرکت، در یک دوره ۵ ساله از ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ جمع‌آوری شد و رابطه بین متغیرها از طریق آزمون‌های ضریب همبستگی و رگرسیون چندگانه بررسی شد. در نهایت رابطه معناداری میان صبور بودن و سیاست تقسیم سود بر اساس شاخص تاریخ شروع پرداخت سود و شاخص میزان تعدیل سود یافت نشد. از سوی دیگر رابطه بین نسبت تقسیم سود و شاخص رشد سود شرکت، معنادار اما معکوس می‌باشد. در نتیجه بر اساس معیار شاخص رشد سود شرکت، رابطه معناداری بین سیاست تقسیم سود و زیان‌گریزی سهامداران وجود دارد. اما بر اساس شاخص ریسک بازار رابطه معناداری میان زیان‌گریزی و سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران یافت نشد.

واژگان کلیدی: سیاست تقسیم سود، مالی رفتاری، سهامداران صبور، سهامداران زیان‌گریز.

---

\* استادیار دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد دانشگاه الزهرا (س) GH\_soleimany@yahoo.com  
\*\* کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه الزهرا (س) (نویسنده مسئول) nrgsgoodarzi@gmail.com

### مقدمه

یکی از مهمترین اطلاعات اثرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری افراد، میزان سود شرکت می‌باشد. افراد بر اساس سیاست تقسیم سود شرکت، میزان جریان نقدی دریافتی خود را پیش‌بینی می‌کنند و بر اساس ارزیابی‌ها و پیش‌بینی‌های خود اقدام به سرمایه‌گذاری می‌نمایند. بنابراین سیاست تقسیم سود شرکت‌ها به عنوان تعیین‌کننده میزان تقسیم سود، در میان عوامل موثر بر تصمیم‌گیری نقش پررنگی خواهد داشت. از سویی دیگر، سیاست تقسیم سود نیز متأثر از عوامل گوناگونی است. در سال‌های اخیر توجه زیادی به ویژگی‌های رفتاری افراد در تصمیم‌گیری آنها شده است. ویژگی‌های رفتاری افراد به دلیل اثری که بر تصمیم آنها می‌گذارد، بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها نیز اثرگذار است. این ویژگی‌های رفتاری دامنه گسترده‌ای را شامل می‌شود که در این پژوهش تعدادی از آنها بررسی می‌گردد. در این تحقیق سعی بر آن است که با اندازه‌گیری میزان صبور بودن و زیان‌گریز بودن سهامداران، رابطه آن با سیاست تقسیم سود شرکت بررسی و ارزیابی شود.

### تشریح و بیان موضوع

سیاست تقسیم سود شرکت‌ها، متفاوت است. یکی از مهمترین تصمیم‌های مالی، تخصیص درآمد هر سهم به دو بخش سود تقسیمی و سود انباشته است. هدف اصلی مدیریت مالی در شرکت‌ها، حداکثر سازی ثروت سهامداران می‌باشد که به دو روش افزایش سود سهام و افزایش قیمت سهام (عایدی سرمایه) امکان پذیر است. شرکت‌ها برای رسیدن به این هدف، باید از مجموع دو رقم سود سهام و افزایش قیمت در بازار، مطلوب‌ترین ترکیب را بدست آرند. از این رو شرکت‌ها باید در مورد سیاست تقسیم سود خود، یعنی مقدار سود نقدی که باید بین سهامداران توزیع شود، تصمیم‌گیری کنند (همتی، ۱۳۸۶).

به طور سنتی، نحوه تصمیم‌گیری درباره میزان تقسیم سود و تفاوت در سیاست تقسیم سود را با تفاوت در سیستم مالیاتی کشورها و عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از مشکلات نمایندگی مربوط می‌دانند. در دهه اخیر، جنبه‌های فرهنگی نیز به عنوان عامل دیگری برای تفاوت در سیاست تقسیم سود ارائه شده است. عامل اثرگذار دیگر، عوامل رفتاری

می‌باشد و این الگوهای رفتاری تعیین شده بوسیله تئوری تصمیم توصیفی، می‌توانند یکی از شاخص‌های سیاست تقسیم سود باشند (بروئر و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱). عوامل روانی، تأثیر قابل توجهی بر حرکات و اعمال انسانها دارند و همین مسائل روانی است که افراد را از درون با یکدیگر متمایز کرده است، ولی در پاره‌ای از اوقات این عوامل نسبت به عوامل بیرونی کمتر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است، در حالی که درک درست فرایندهای رفتاری و پیامدهای آن برای برنامه‌ریزان مالی از اهمیت بسیار زیادی برخوردار است و می‌تواند به آنها در جهت تدوین استراتژی‌ها و تجهیز و تخصیص منابع مالی کمک شایانی کند. حال با توجه به اینکه بورس اوراق بهادار یکی از ارکان اقتصادی کشور است و رشد و توسعه این سازمان، توسعه اقتصاد ملی را به همراه خواهد داشت، می‌بایستی با شناخت بیشتر عوامل روانی، به ذهنیات درونی و در نتیجه رفتارهای بیرونی افراد (سرمایه‌گذاران آتی) به صورتی علمی و حساب شده پی برد و موجبات تشخیص بهینه دیدگاه‌ها، حالات و رفتار سرمایه‌گذاران، و رشد و پیشرفت بورس اوراق بهادار را فراهم آورد (دهقان، ۱۳۸۷). تاکنون پژوهشی در ایران برای کمک به توضیح تفاوت‌ها در سیاست تقسیم سود بوسیله الگوهای رفتاری، انجام نشده است. در این پژوهش ویژگی‌های رفتاری زیان‌گریزی و میزان صبور بودن سهامداران به عنوان شاخص‌های اصلی برای سیاست تقسیم سود در بین شرکت‌ها بررسی می‌شود.

محققان عوامل کلیدی را شناسایی کرده‌اند که سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها در دنیای واقعی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. این عوامل عبارتند از:

- نقایص بازار مانند مالیات، عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه‌های نمایندگی، هزینه‌های معاملات و هزینه‌های تورم
- عوامل رفتاری مانند رفتار سرمایه‌گذاران غیر منطقی، نیازهای رفتاری سهامداران و عادت‌های رفتاری شرکت‌ها
- ویژگی‌های شرکت از قبیل سودآوری، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اندازه، در

دسترس بودن وجه نقد در آینده

- ترجیحات مدیریتی مانند هموارسازی سود و عدم تمایل به کاهش سود تقسیمی در آینده (بیکر و همکاران، ۲۰۰۲)

### مالی رفتاری

هر سرمایه گذار با ورود به بازار سعی دارد، بازدهی خود را متناسب با ریسک حداکثر نماید، لذا، در اولین گام به دنبال این است که بتواند بازدهی خود را در سطح معین ریسک افزایش دهد و یا ریسک خود را در سطح معین بازده کاهش دهد. این انگیزه ها برای دستیابی به سود آریترازی و به اصطلاح سود بدون ریسک و یا پرتفوی بدون سرمایه گذاری، بازار را به سمتی می برد که اصطلاحاً کارآیی نامیده می شود. در سیر تحول و تطور پارادایم های مالی، آنچه باعث گرایش بیشتر به حوزه رفتاری گردید، مجموعه ای از معماهای مالی بود که ذهن متفکرین را مشغول می کرد و روز به روز بر تعداد آنها افزوده می شد. بی قاعدگی های مالی یا معماهای تجربی که نشان از انحراف بازار از قواعد منطقی و عقلایی داشت، در تناقض با بازار کارآ قرار گرفت (بدری و صادقی، ۱۳۸۴).

### زیان گریزی

مطالعات روان شناسی ثابت کرده اند که عدم مطلوبیت یا احساس ناخرسندی که از یک میزان ضرر مالی مشخص به انسان دست می دهد حدوداً ۲/۵ برابر میزان لذت یا خرسندی ناشی از سود به همان میزان است (کاهنمن و تورسکی ۱۹۷۹). به عبارت دیگر، برای جبران احساس نامطلوب زیان یک میلیون تومانی کسب حدود ۲/۵ میلیون تومان سود لازم است! این واکنش روانی باعث می شود که سرمایه گذاران در بازارهای سهام از فروش سهام زیان ده خود برای مدت طولانی خودداری کرده اما سهام سودده را خیلی زودتر از آنچه اقتضا می کند به فروش برسانند (ابراهیم نژاد و شهریاری، ۱۳۹۰). سیلر و سیلر (۲۰۱۰) بررسی کردند که افرادی که زیانی در یک دسته از دارایی های پرتفوی

خود را تجربه کرده اند، به جای فکر کردن به بازده کلی پرتفوی خود با اجتناب از پشیمانی سعی در تسکین خود دارند؛ سرمایه گذار با توجه نکردن به این زیان، احساس بهتری درباره خود دارد. این موضوع ناشی از مطلوبیت بیشتر در کوتاه مدت و بکار بردن حساب‌های ذهنی است.

افراد با انتخاب حساب‌های متفاوت برای سرمایه گذاری‌های خود و جدا در نظر گرفتن نتایج سرمایه گذاری هر یک از این حساب‌ها، اهداف کوتاه مدت را انتخاب می‌کنند و ریسک پذیرتر می‌شوند. هرچه افراد زیان گریزتر باشند، این موضوع تشدید می‌شود.

### سهامداران صبور و عجول

آدام اسمیت در تئوری خود درباره احساسات اخلاقی، (۱۷۵۹)، اعلام کرد: "پرکاربردترین ویژگی‌ها برای ما در ابتدا دلایل و ادراک برتر است که توسط آن بتوانیم عواقب ناشی از تمام اقدامات خود را تشخیص دهیم و دیگری کنترل خود برای تحمل درد فعلی به منظور کسب لذت بیشتر در آینده می‌باشد."

بنابراین از نظر اسمیت صبر یک ویژگی انسانی ارزشمند و متمایز است. حیوانات نیز ویژگی دوراندیشی را دارند، ذخیره غذا و مهاجرت ناشی از دوراندیشی آنان است. اما این ویژگی در حیوانات تحت کنترل نیست و خودبخود عمل می‌کند. این موضوع به صورت ژنتیکی از پیش برنامه‌ریزی شده است. برخی از مطالعات ارتباط آشکاری بین شکیبایی و رشد نشان داده اند. مطالعات ویژگی‌های فرهنگی و مذهبی را به رشد ارتباط داده‌اند. برای مثال، استدلال شده است که در اروپا، کشورهای پروتستان رشد سریع تری از کشورهای کاتولیک در نتیجه اختلاف در شکیبایی و اخلاق کاری داشته‌اند. این موضوع مطابق با ادبیات معاصر است که بر نقش «ارزش‌های آسیایی»، مانند صرفه‌جویی و صبر، به عنوان یک محرک رشد در منطقه تاکید دارد (جی هالدین، ۲۰۱۰).

اگر بازارها کارا بودند، قیمت دارایی‌ها مانند آینه منعکس کننده وقایع بودند. این امر می‌تواند شواهد غیر مستقیمی برای عجول بودن فراهم کند، که منجر به انحراف

قیمت از تعادل می‌شود. در واقع، مباحث مالی تجربی پر از معماهای انحراف از کارایی بازار است. جالب توجه است بسیاری از این معماهای مشاهده شده با پویایی عجولانه سازگار است. یکی از این معماها، معمای پرداخت سود سهام می‌باشد. بدین معنا که در عمل، شواهد محکمی از نسبت پرداخت سود سهام بالا و پایدار وجود دارد که مطابق با میزان ارزش دهی سرمایه گذاران به بازده فوری (سود) نسبت به بازده‌های آتی (سود سرمایه) می‌باشد.

### صبور بودن و کارایی

اگر ناشکیبایی در سیستم مالی در حال رشد است، در طول زمان باید شواهدی مبنی بر نوسان و انحراف بیشتر از قیمت‌های ذاتی وجود داشته باشد. نوسان و انحراف بیش از حد همراه با دید کوتاه‌مدت، با کارایی بازار در تقابل است. به طور متوسط در طول قرن گذشته، قیمت سهام ایالات متحده، بیش از سه برابر نسبت به قیمت ذاتی نوسان داشته است که فرضیه نوسان بیش از حد را تایید می‌نماید. تا سال ۱۹۶۰، قیمت‌ها حدود دو برابر ارزش ذاتی بود. اما از سال ۱۹۹۰، قیمت‌ها بین شش تا ده برابر بیشتر از ارزش ذاتی نوسان داشتند. همانطور که نوآوری‌های مالی کم شده است، نوسان بیش از حد در قیمت سهام افزایش یافته است.

این الگو بسیار مشابه با اندازه‌گیری میزان انحراف است. تا سال ۱۹۶۰، میانگین انحراف معیار مطلق قیمت سهام ایالات متحده از ارزش ذاتی کمی بیش از ۲۰٪ بود. از سال ۱۹۹۰، میانگین انحراف معیار مطلق بیش از ۱۰۰٪ بوده است. همین موارد برای قیمت سهام در انگلستان از سال ۱۹۲۰، الگوهای بسیار مشابهی دارند. انحراف‌ها نیز با نوآوری و نقدینگی همبستگی دارند.

### صبور بودن و سود نقدی

یکی دیگر از راه‌های سنجش کوتاه مدت بودن دید سرمایه گذاران، بررسی ترجیحات ضمنی سرمایه گذاران برای کسب درآمد در حال حاضر (سود سهام) نسبت به کسب درآمد در آینده (سود انباشته). به طور نظری سرمایه گذاران باید بین این گزینه‌ها بی‌تفاوت باشند و نسبت پرداخت سود سهام ارزش شرکت را تحت تاثیر قرار ندهد. با

این حال شواهد تجربی قوی از نسبت پرداخت سود سهام بالا و چسبنده به سمت بالا، تقریباً بدون توجه به منافع وجود دارد.

بین سالهای ۱۸۲۵ و ۱۸۷۰، مطالعه‌ای بر روی بیش از ۵۰۰ شرکت در بورس نیویورک نشان داد که افزایش و کاهش سود سهام تقریباً به طور مساوی می‌باشد. کاهش سود سهام همانگونه که انتظار می‌رود در کمتر از ۵۰ درصد دوره رخ داده است. طی قرن نوزدهم نیز رفتار مشابهی در شرکت‌های ایالات متحده مشاهده شده است.

در حال حاضر سیاست سود تقسیمی به طور چشمگیری عوض شده است. بین سال‌های ۱۹۸۰ و ۲۰۱۰، در طول زمان تعداد ۲۰۰ شرکت بزرگ جهان، تنها ۸٪ سود تقسیمی خود را کاهش داده‌اند و این موضوع در حالی است که در ۱۰ درصد موارد سود تقسیمی بیش از درآمد کسب شده بود و در ۵ درصد موارد نیز با وجود درآمد منفی، سود تقسیمی مثبت بوده است. در طول سال‌های اخیر، نوسان میزان درآمد نسبت به نوسان میزان سود تقسیمی، بیش از شش برابر بیشتر شده است.

### پیشینه تحقیق

سود به عنوان یکی از مهمترین مبانی تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگانی چون مدیران، سرمایه‌گذاران و تحلیلگران مالی می‌باشد. سود سهام نقدی و بازده نقدی سهام، بواسطه عینیت و ملموس بودن، از جایگاه ویژه‌ای نزد پاره‌ای از ذینفعان شرکت برخوردارند. در واقع استفاده‌کنندگان بالفعل و بالقوه اطلاعات مالی مشتاق‌اند تا از توان ایجاد نقدینگی و بعضاً توزیع آن در میان سهامداران شرکت آگاهی یابند؛ زیرا این اطلاعات نه تنها تصویر روشنی از وضعیت حال شرکت ارائه می‌دهند، بلکه امکان برآورد و ارزیابی وضعیت آینده آن را نیز فراهم می‌سازند که بدون تردید در فرآیند تصمیم‌گیری آنان حائز اهمیت است (کرمی و همکاران، ۱۳۸۹).

همانگونه که جریان وجوه نقد در درون یک شرکت، برای ارزیابی توان و وضعیت نقدینگی آن از اهمیت بسزائی برخوردار است، طبیعتاً سود سهام نقدی هر سهم نیز برای دارنده سهام بعنوان یکی از منابع ایجاد نقدینگی افراد، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار می‌باشد. جدای از این مسئله، سود سهام نقدی هر سهم به نوعی حاوی پیام خاص خود به عنوان اثر محتوایی یا بعضاً اطلاعاتی است. این پدیده در ادبیات مالی با عنوان اثر

پیام‌رسانی بازار شناخته می‌شود. مطابق این مفهوم، شرکت‌ها صرفاً زمانی سود سهام نقدی خود را افزایش می‌دهند که انتظار افزایش در سودهای آتی را داشته باشند، در غیر این صورت سود سهام نقدی افزایش داده شده باید به سطح اولیه خود کاهش یابد. بنابراین افزایش سود سهام نقدی حامل پیامی برای بازار است مبنی بر اینکه انتظار می‌رود عملکرد شرکت بهبود یابد.

اما سئوالی که در این رابطه مطرح می‌شود آن است که عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود در شرکت‌ها چیست؟ سیاست تقسیم سود با توضیحات مربوط به تصمیم‌گیری‌های منطقی تئوری‌های مالی بهتر توضیح داده می‌شود و یا با استفاده از اثرات روحی و روانی؟ لیز و همکارانش<sup>۱</sup> (۲۰۰۰) نشان دادند که سرمایه‌گذاران یک سیاست تقسیم سود مدیریت شده را ترجیح می‌دهند. به همین ترتیب سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت منطقی برنامه‌ریزی می‌کنند اما در عمل با دید کوتاه‌مدت جلو می‌روند. شفرین و استیتمن (۱۹۸۴) و نیز بیکر و همکاران (۲۰۰۲) یک چارچوب رفتاری بر مبنای تئوری خود کنترلی و تئوری انتخاب در شرایط عدم اطمینان ارائه نمودند. از نظر شفرین و استیتمن سرمایه‌گذاران وجه نقد را به دلایل خودکنترلی و خرج کردن آن بدون کاهش حقوق مالکیت سهام ترجیح می‌دهند. میلر و شیلر (۱۹۸۶) معتقد بودند که حالات رفتاری افراد می‌تواند سیاست تقسیم سود را توضیح دهد. فرانکفورت و لین (۱۹۸۴) نیز معتقد بودند که مدیران از ترجیحات سرمایه‌گذاران برای سود تقسیمی آگاهند و مدیریت بر این اساس سود نقدی را کاهش یا افزایش می‌دهد.

### پرسش‌های پژوهش

در این پژوهش، مبنای تئوری تصمیم‌توصیفی رشد می‌یابد به نحوی که قادر به توضیح تفاوت‌های بین شرکت‌ها در سیاست تقسیم سود شرکتی می‌گردد و مربوط بودن الگوهای رفتاری به عنوان شاخص‌های مربوط برای سیاست تقسیم سود، بررسی می‌شود. هدف اصلی این مطالعه نشان دادن الگوهای رفتاری ترجیحی برای سیاست تقسیم سود است. این پژوهش برای مطالعه سیاست تقسیم سود و الگوهای رفتاری مختلف سهامداران

1- Lease, R.C., John, K., Kalay, A., Loewenstein, U. & Sarig, O.H.



شامل صبور بودن و زیان‌گریزی، پرسش‌های زیر را مورد بررسی قرار می‌دهد.  
پرسش ۱) آیا زیان‌گریز بودن سهامداران شرکت، بر سیاست تقسیم سود شرکت اثرگذار است؟

پرسش ۲) آیا متغیر رفتاری صبور بودن سهامداران شرکت، بر سیاست تقسیم سود شرکت اثرگذار است؟

### فرضیه‌های پژوهش

در این پژوهش اثر پارامترهای رفتاری صبور بودن و زیان‌گریزی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می‌شود. شایان ذکر می‌باشد که مباحث رفتاری با یکدیگر مرتبط و بهم پیوسته می‌باشند. بنابراین شاخص‌های متغیرهای صبور بودن و زیان‌گریزی را نمی‌توان به طور کامل تفکیک کرد و این شاخص‌ها به نوعی هر دو متغیر را توضیح می‌دهند. با توجه به این موضوع، فرضیه‌های زیر در نظر گرفته می‌شود. اگر سرمایه‌گذاران شکیباً باشند وزن بالاتری به درآمد آتی می‌دهند و ثروت بیشتری را از حال به آینده انتقال می‌دهند. بنابراین فرضیه اول به صورت زیر می‌باشد:

فرضیه اصلی ۱: در شرکت‌های با سهامداران صبور، میزان تقسیم سود کمتر از شرکت‌های با سهامداران عجول است.

با توجه به افق سرمایه‌گذاری بلندمدت‌تر سرمایه‌گذاران صبور، فرضیه‌های فرعی زیر بر مبنای افق دید سرمایه‌گذاران در نظر گرفته شده است.

### فرضیه‌های فرعی

فرضیه ۱. شاخص شروع پرداخت سود، با نسبت تقسیم سود شرکت رابطه معناداری دارد.

فرضیه ۲. شاخص میزان تعدیل سود، با نسبت تقسیم سود شرکت رابطه معناداری دارد.

فرضیه ۳. شاخص درصد سهامداران عمده، با شاخص شروع پرداخت سود رابطه معناداری دارد.

سرمایه‌گذاران زیان‌گریز زمانی که در یک پروژه با احتمال زیان سرمایه‌گذاری کنند، نسبت به سایر سرمایه‌گذاران ترس بیشتری را تجربه خواهند کرد. حفظ کردن سود نوعی

سرمایه‌گذاری نامطمئن است و احتمال زیان در مورد آن وجود دارد. بنابراین سرمایه‌گذاران زیان‌گریز ممکن است نسبت‌های تقسیم سود بالاتری را ترجیح دهند. بنابراین فرضیه دوم پژوهش به این صورت مطرح می‌شود:

فرضیه اصلی ۲: در شرکت‌های با سهامداران زیان‌گریز بالا، میزان تقسیم سود بیشتر از شرکت‌های با سهامداران کمتر زیان‌گریز است.

با توجه به زیان‌گریز شدن هر چه بیشتر سرمایه‌گذاران زیان‌گریز در صورت افزایش ریسک، فرضیه‌های فرعی زیر بر مبنای سطح ریسک و سودآوری شرکت‌ها مطرح می‌شود.

### فرضیه‌های فرعی

فرضیه ۴. شاخص ریسک بازار با نسبت تقسیم سود شرکت رابطه معناداری دارد.

فرضیه ۵. شاخص رشد سود شرکت با نسبت تقسیم سود شرکت رابطه معناداری دارد.

فرضیه ۶. شاخص تفاوت درصد سود تقسیمی نسبت به میانگین بازار با شاخص تعدیل سود شرکت رابطه معناداری دارد.

### تعریف جامعه آماری و ویژگی آن

با توجه به اینکه در این بررسی، پژوهشگر تأثیری بر شرایط ندارد؛ از روش بررسی میدانی استفاده می‌شود. صورت‌های مالی مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی خواهد شد و اطلاعات مورد نیاز از آنها استخراج می‌شود. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌هایی هستند که در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند و دارای ویژگی‌های زیر می‌باشند:

شرکت‌هایی که تا پایان سال ۱۳۸۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند. دوره زمانی پژوهش ۵ سال از ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ می‌باشد. (دوره زمانی پژوهش ۵ سال از ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ می‌باشد. بنابراین باید شرکت‌هایی تا پایان سال ۱۳۸۵ پذیرفته شده باشند، انتخاب کردند اما به دلیل آنکه اطلاعات سال گذشته نیز مورد نیاز است؛ شرکت‌هایی در نظر گرفته شده‌اند که نام آنها تا پایان سال ۱۳۸۴ در فهرست بورس قرار گرفته است.) شرکت‌هایی که پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند است.

شرکت‌هایی که طی دوره پژوهش در بورس اوراق بهادار تهران فعال باشند. فعال بودن به این معناست که شرکت حداقل یک بار در سال معامله داشته باشد. شرکت‌های واسطه‌گری مالی شامل شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ‌ها، بیمه و لیزینگ از جامعه آماری کنار گذاشته شده‌اند.

بر این اساس کلاً ۷۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار برای مدت ۵ سال از (۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰) انتخاب شده و تعداد نمونه‌های آماری ۳۸۵ سال - شرکت می‌باشد.

### روش تحقیق

این پژوهش از نوع بررسی میدانی، توصیفی و همبستگی می‌باشد. در این پژوهش رابطه بین صبور بودن و زیان‌گریزی سهامداران (متغیرهای مستقل) و سیاست تقسیم سود شرکت (متغیر وابسته) بررسی می‌گردد. برای اندازه‌گیری صبور بودن سهامداران از معیارهای شاخص شروع پرداخت سود، شاخص تعدیل سود و جهت اندازه‌گیری زیان‌گریزی سهامداران از معیارهای شاخص ریسک بازار، شاخص رشد شرکت استفاده شده است. بدین منظور داده‌های مربوط به متغیرهای مستقل و متغیر وابسته جمع‌آوری گردیده و برای بررسی رابطه بین متغیرهای پژوهش و استنباط نتایج پژوهش از تکنیک همبستگی و مدل رگرسیون استفاده شده است. با توجه به اینکه داده‌های تحقیق از اطلاعات گذشته شرکت‌های جمع‌آوری شده، روش شناسی تحقیق از نوع پس‌رویدادی است. این پژوهش با استفاده از آمار استنباطی، به تجزیه و تحلیل نتایج حاصل از فرضیه‌ها می‌پردازد. بدین ترتیب تأیید یا عدم تأیید فرضیه‌های اصلی پژوهش، به صورت استنباطی از نتایج آزمون فرضیه‌های فرعی (که هر کدام به عنوان شاخص ارزیابی فرضیه اصلی انتخاب شده‌اند) در سال‌های مورد ارزیابی، استخراج می‌شود.

در مرحله بررسی میدانی، جمع‌آوری داده‌های واقعی مربوط به متغیرهای مستقل و متغیرهای وابسته صورت می‌گیرد. داده‌های این پژوهش از اطلاعات مالی مندرج در صورت‌های مالی سالانه شرکت‌ها استخراج می‌شود. بدین جهت از کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران که اطلاعات حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران در آنجا متمرکز است و لوح فشرده نرم افزار آرشیو اطلاعات مالی در ویندوز XP انتشارات آن سازمان استفاده شده است. برای دستیابی به

برخی اطلاعات از سایت اطلاع رسانی شرکت بورس اوراق بهادار تهران و سایت کدال گردیده است. با توجه به اینکه در این بررسی، پژوهشگر تأثیری بر شرایط ندارد؛ از روش بررسی میدانی استفاده شده است. صورت‌های مالی مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است و اطلاعات مورد نیاز از آنها استخراج گردید. بدین ترتیب که داده‌های واقعی متغیرهای مستقل و وابسته جمع آوری شدند و اطلاعات لازم طی دوره پژوهش، بعد از گردآوری به صفحه گسترده نرم افزار EXCEL منتقل و بعد از اعمال محاسبات لازم جهت تجزیه و تحلیل به نرم افزار آماری EViews<sup>۶</sup> انتقال یافتند.

به منظور بررسی رابطه میان صبور بودن و زیان‌گریزی با سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و سایر شاخص‌های منتخب در فرضیه‌های فرعی پژوهش، آزمون فرضیه‌ها از تکنیک همبستگی و مدل رگرسیون استفاده شده است. قابل ذکر است که برای بررسی رابطه این متغیرها مدل خاصی وجود ندارد، بنابراین تنها از مدل رگرسیون استفاده شده است. جهت آزمون فرضیه‌ها، سه مدل رگرسیون مورد استفاده قرار گرفته است. برای تعیین رابطه صبور بودن و زیان‌گریزی با سیاست تقسیم سود از مدل رگرسیون شماره (۱) استفاده شده است:

$$D_{it} = \hat{b}_0 + \hat{b}_1 DU_{it} + \hat{b}_2 AE_{it} + \hat{b}_3 \beta_{Mi} + \hat{b}_4 GE_{it} + \varepsilon \quad (1)$$

$D_{it}$ : نسبت تقسیم سود

$DU_{it}$ : شروع پرداخت سود (فاصله شروع دوره پرداخت سود از تاریخ مجمع)

$AE_{it}$ : میزان تعدیل سود (میزان تعدیل سود واقعی در پایان دوره نسبت به پیش‌بینی در ابتدای دوره)

$\beta_{Mi}$ : شاخص ریسک بازار (بتای شرکت با بازار)

$GE_{it}$ : میزان رشد سود

جهت تبیین روابط صبور بودن با شروع دوره پرداخت سود، رابطه میان شاخص درصد سهامداران عمده با شاخص شروع دوره پرداخت سود، توسط مدل شماره (۲) بررسی شده است:

$$DU_{it} = \hat{a}_0 + \hat{a}_1 IS + \varepsilon \quad (2)$$

$DU_{it}$ : شروع پرداخت سود

*IS*: درصد سهامداران عمده (درصد سهامداران عمده را در کل سهامداران شرکت) جهت تبیین روابط زیان‌گریزی با تعدیل منفی سود، رابطه میان تعدیل سود با شاخص تفاوت درصد سود تقسیمی نسبت به میانگین بازار، توسط مدل شماره (۳) بررسی شده است:

$$Div_{it} = \hat{c}_0 + \hat{c}_1 AE_{it} + \quad (3)$$

*Div<sub>it</sub>*: شاخص تفاوت درصد سود تقسیمی (تفاوت درصد سود تقسیمی از میانگین سود تقسیمی بازار)

*AE<sub>it</sub>*: میزان تعدیل سود

### نتایج پژوهش و آزمون فرضیه‌ها

#### آمار توصیفی

به منظور شناخت بهتر جامعه‌ای که در پژوهش مورد مطالعه قرار گرفته است و آشنایی بیشتر با متغیرهای پژوهش، لازم است قبل از تجزیه و تحلیل داده‌های آماری، این داده‌ها توصیف شود. همچنین توصیف آماری داده‌ها، گامی در جهت تشخیص الگوی حاکم بر آنها و پایه‌ای برای تبیین روابط بین متغیرهایی است که در پژوهش به کار می‌رود. در جدول (۱) شاخص‌های مرکزی و پراکندگی محاسبه شده‌اند. مقدار میانگین حد متوسط متغیرها را نشان می‌دهد. همچنین شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار، چولگی و کشیدگی توزیع متغیرها را نشان می‌دهد.

جدول ۱. خلاصه شاخص‌های آماری توصیفی

<i>Div<sub>it</sub></i>	<i>IS</i>	<i>GE<sub>it</sub></i>	<i>DU<sub>it</sub></i>	$\beta_{Mi}$	<i>AE<sub>it</sub></i>	<i>D<sub>it</sub></i>	شاخص‌های آماری توصیفی
۳۸۵	۳۸۵	۳۸۵	۳۸۵	۳۸۵	۳۸۵	۳۸۵	تعداد مشاهدات
-۰/۰۲۱۳	۰/۸۱۲۱	۰/۱۰۱۸	۳/۵۶۹۲	۰/۴۵۹۶	۰/۱۷۰۱	۰/۷۳۲۶	میانگین
۰/۰۲۰۰	۰/۸۶۱۰	۰/۰۰۰۰	۳/۵۸۰۰	۰/۳۲۳۵	۰/۱۰۷۰	۰/۷۹۰۰	میانه
۲/۴۱۰۰	۰/۹۹۵۰	۵/۹۵۴۰	۸/۰۲۰۰	۳/۶۳۴۱	۶/۱۰۰۰	۳/۱۳۰۰	حداکثر
-۰/۸۰۰۰	۰/۰۲۸۰	-۴/۵۵۴۰	۰/۰۰۰۰	-۱/۹۳۶۱	-۴/۰۸۰۰	۰/۰۰۰۰	حداقل
۰/۳۳۵۶	۰/۱۶۸۸	۰/۸۸۱۲	۲/۰۲۲۶	۰/۷۱۸۶	۰/۷۵۰۹	۰/۳۳۲۰	انحراف معیار
۱/۰۹۰۶	-۱/۹۴۴۳	۲/۳۲۶۹	۰/۱۳۹۲	۰/۹۵۶۴	۱/۷۹۶۴	۱/۰۴۶۷	چولگی
۱۱/۶۰۶۱	۷/۷۳۰۸	۱۶/۵۳۵۸	۱/۹۵۳۱	۴/۹۵۳۳	۲۰/۴۸۰۱	۱۱/۵۷۲۷	کشیدگی

همانگونه که در این جدول مشاهده می‌شود به علت حذف داده‌های پرت، این آماره‌ها تقریباً یکسان هستند. با توجه به مقادیر آماره میانگین و میانه و انحراف معیار می‌توان نتیجه گرفت داده‌های مربوط به شاخص شروع پرداخت سود بیشترین پراکندگی و داده‌های مربوط به شاخص درصد سهامداران عمده کمترین پراکندگی را دارند.

### نتایج مدل رگرسیون اول

بر اساس مدل رگرسیون اول به شرح زیر:

$$D_{it} = \hat{b}_0 + \hat{b}_1 DU_{it} + \hat{b}_2 AE_{it} + \hat{b}_3 \beta_{Mi} + \hat{b}_4 GE_{it} + \varepsilon \quad (1)$$

خلاصه آماره‌های این مدل شامل مقدار ضریب تعیین  $R^2$ ،  $R^2$  تعدیل شده و همچنین آماره‌های  $F$  و دوربین - واتسون در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول ۲. خلاصه آماره‌های مدل رگرسیونی اول

سطح معنی‌داری $F$	آماره $F$	$R^2$	$R^2$ تعدیل شده	آماره دوربین - واتسون
۰/۰۰۰۰	۸/۳۵۲۳	۰/۱۸۲۸	۰/۱۶۰۹	۲/۰۳۵۲

بر اساس نتایج، ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۱۶۱ می‌باشد و نشان می‌دهد که مدل رگرسیونی توانسته است ۱۶/۱ درصد از تغییرات در سیاست تقسیم سود را از طریق تغییرات متغیرهای مستقل تبیین نماید. آماره دوربین - واتسون به دست آمده برای مدل اول، ۲/۰۳۵ است و عدم وجود خودهمبستگی میان باقی‌مانده‌ها به عنوان یکی از فرض‌های اولیه مدل رگرسیون اول برقرار است. ضرایب متغیرهای مستقل مدل رگرسیونی برآزش شده و اطلاعات لازم برای آزمون فرضیه‌ها در جدول (۳) نشان داده شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون مدل رگرسیون اول

ضرایب	$\hat{b}_0$	$\hat{b}_1$	$\hat{b}_2$	$\hat{b}_3$	$\hat{b}_4$
مقدار برآورد شده	۰/۷۹۹۹	-۰/۰۲۴۶	۰/۰۱۱۵	۰/۰۱۵۴	-۰/۰۷۵۳
آماره $t$	۱۱/۰۰۵۰	-۱/۶۱۳۲	۰/۴۴۰۲	۰/۴۸۰۰	-۳/۱۳۰۸
سطح معنی‌داری	۰/۰۰۰۰	۰/۱۰۸۱	۰/۶۰۲۰	۰/۶۳۱۷	۰/۰۰۲۰

بر اساس اطلاعات ارائه شده توسط جدول، در سطح خطای مورد آزمون ( $\alpha=0/05$ )، ضریب ثابت مدل ( $\hat{b}_0$ ) و ضریب شاخص میزان رشد سود ( $\hat{b}_1$ ) معنی‌دار هستند، اما سایر ضرایب معنی‌دار نمی‌باشند.

فرضیه فرعی اول. شاخص شروع پرداخت سود، با نسبت تقسیم سود شرکت رابطه معناداری دارد.

بر اساس جدول (۳) ضریب شاخص شروع پرداخت سود منفی و برابر با  $-0/024556$  می‌باشد، اما از نظر آماری در سطح خطای مورد آزمون ( $\alpha=0/05$ ) اعتبار ندارد. بنابراین می‌توان گفت رابطه معناداری بین نسبت تقسیم سود و شاخص شروع پرداخت سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد. در نتیجه بر اساس معیار شاخص شروع پرداخت سود، رابطه معناداری میان سیاست تقسیم سود و صبور بودن سهامداران وجود ندارد. در این فرضیه، هر چه شروع دوره پرداخت سود از تاریخ مجمع فاصله بیشتری داشته باشد، سهامداران صبورتر هستند. دلایل تأیید نشدن این فرضیه را می‌توان ناشی از محدودیت قانونی شرکت‌ها در پرداخت سود دانست و وجود مهلت قانونی ۸ ماهه بعد از مجمع به صورت مستقیم بر اختیار پرداخت سود شرکت‌ها اثرگذار خواهد بود.

فرضیه فرعی دوم. شاخص میزان تعدیل سود، با نسبت تقسیم سود شرکت رابطه معناداری دارد.

در این فرضیه، هر چه تعدیل سود نسبت به پیش‌بینی آن کمتر باشد، سهامداران صبورتر هستند. بر اساس جدول (۳) ضریب شاخص میزان تعدیل سود، مثبت و برابر با  $0/011460$  می‌باشد، اما از نظر آماری در سطح خطای مورد آزمون ( $\alpha=0/05$ ) اعتبار ندارد. بنابراین می‌توان گفت رابطه معناداری بین نسبت تقسیم سود و شاخص میزان تعدیل سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد. در نتیجه بر اساس معیار شاخص میزان تعدیل سود، رابطه معناداری بین سیاست تقسیم سود و صبور بودن سهامداران وجود ندارد. بر اساس تئوری پیام‌دهی، سیاست تقسیم سود شرکت به عنوان یک ابزار پیام‌دهی از وضعیت شرکت به علت داشتن هزینه‌ای پایین‌تر از سایر روش‌ها، مورد استفاده قرار می‌گیرد. مدیریت نیز سود را به یکباره کاهش نمی‌دهد و با کاهش سود در چند مرحله، سهامداران خود را حفظ می‌نماید. رد شدن این فرضیه

می‌تواند به این دلیل باشد که شرکت‌ها به دلایل واقعی تعدیل سود داشته‌اند و این تعدیل جهت مدیریت سود نبوده است.

فرضیه فرعی چهارم. شاخص ریسک بازار با نسبت تقسیم سود شرکت رابطه معناداری دارد.

براساس جدول (۳) ضریب شاخص ریسک بازار مثبت و برابر با  $0/015350$  می‌باشد، اما از نظر آماری در سطح خطای مورد آزمون ( $\alpha=0/05$ ) اعتبار ندارد. بنابراین می‌توان گفت رابطه معناداری بین نسبت تقسیم سود و شاخص ریسک بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد. در نتیجه بر اساس معیار شاخص ریسک بازار، رابطه معناداری بین سیاست تقسیم سود و زیان‌گریزی سهامداران وجود ندارد. سرمایه‌گذاران به جای اینکه در بازار بورس منطقی عمل کنند؛ ریسک‌پذیر و در عوض زیان‌گریز هستند. هر چه بتای سهام بالاتر باشد، انتظار می‌رود سهامداران زیان‌گریزتر بوده و سود بیشتری در شرکت توزیع شود. رد شدن ادعای این فرضیه ممکن است به دلیل دوره ۱۵ روزه در نظر گرفته شده برای بتا باشد و در صورت کوتاه‌تر نمودن دوره محاسبه بتا، نتایج تغییر نماید.

فرضیه فرعی پنجم. شاخص رشد سود شرکت با نسبت تقسیم سود شرکت رابطه معناداری دارد.

با توجه به جدول (۳) ضریب شاخص رشد سود شرکت منفی و برابر با  $-0/075277$  می‌باشد، این رابطه از نظر آماری در سطح خطای مورد آزمون ( $\alpha=0/05$ ) اعتبار ندارد. بنابراین می‌توان گفت رابطه معناداری بین نسبت تقسیم سود و شاخص رشد سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد اما این رابطه معکوس می‌باشد. در نتیجه بر اساس معیار شاخص رشد سود شرکت، رابطه معناداری بین سیاست تقسیم سود و زیان‌گریزی سهامداران وجود دارد. رابطه معکوس شاخص رشد سود شرکت با نسبت تقسیم سود شرکت می‌تواند ناشی از این حقیقت باشد که در دوره رونق شرکت، مدیریت نیازی به تقسیم سود بیشتر جهت حفظ سهامداران خود ندارد. این نتیجه مطابق با تحقیق بارمن (۲۰۰۸) و لیز و همکارانش (۲۰۰۰) می‌باشد. همچنین این نتیجه با نتایج حاصل از تحقیق پورحیدری و همکاران (۱۳۸۸) مطابقت دارد که بر اساس آن شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران معمولاً بخش با اهمیتی از سود خالص



هر سال را تقسیم می‌کنند و با تغییر در سود خالص، سود تقسیمی نیز تغییر می‌کند و سود تقسیمی شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران نوسان‌پذیر می‌باشند.

### نتایج مدل رگرسیون دوم

بر اساس مدل رگرسیون دوم به شرح زیر:

$$DU_{it} = \hat{a}_0 + \hat{a}_1 IS + \varepsilon \quad (2)$$

خلاصه آماره‌های مدل دوم، شامل مقدار ضریب تعیین  $R^2$ ،  $R^2$  تعدیل شده و همچنین آماره‌های  $F$  و دوربین - واتسون در جدول (۴) ارائه شده است.

جدول ۴. خلاصه آماره‌های مدل رگرسیونی دوم

سطح معنی‌داری $F$	آماره $F$	$R^2$	$R^2$ تعدیل شده	آماره دوربین - واتسون
۰/۰۰۰۰	۳۰۸/۷۹۹۲	۰/۶۶۹۴	۰/۶۶۷۲	۲/۲۸۳۳

بر اساس نتایج جدول (۴)، ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۶۶۷ می‌باشد و نشان می‌دهد که مدل رگرسیونی توانسته است ۶۶/۷ درصد از تغییرات در شروع دوره پرداخت سود را از طریق تغییرات متغیر مستقل (درصد سهامداران عمده) تبیین نماید. یکی از تحلیل‌های اساسی در خصوص رگرسیون، بررسی معنی‌داری کل مدل است. سطح معنی‌داری آماره  $F$  کمتر از سطح خطای مورد آزمون ( $\alpha=0/05$ ) است و می‌توان نتیجه گرفت که حداقل یکی از ضرایب  $\alpha$  در الگوی برازش شده معنی‌دار است. با توجه به آماره  $F$  مدل رگرسیون دوم معنی‌دار است. جدول نتایج تحلیل آماری برای ضرایب متغیرهای مستقل مدل رگرسیونی برازش شده را نشان می‌دهد. این نتایج نوع، شدت و معنی‌داری ارتباط هر یک از متغیرهای مستقل وارد شده به الگوی رگرسیونی را با متغیر وابسته نشان می‌دهد.

جدول ۵. نتایج آزمون مدل رگرسیون دوم

ضرایب	$\hat{a}_0$	$\hat{a}_1$
مقدار برآورد شده	۳/۸۶۳۳	۰/۶۵۴۸
آماره $t$	۲/۷۷۳۸	۰/۴۰۷۴
سطح معنی‌داری	۰/۰۰۵۹	۰/۶۸۴۰

بر اساس اطلاعات ارائه شده توسط جدول (۵)، ضریب ثابت مدل ( $\hat{\alpha}_0$ ) معنی دار است، اما ضریب شاخص درصد سهامداران عمده ( $\hat{\alpha}_1$ ) معنی دار نمی باشد. فرضیه فرعی سوم. شاخص درصد سهامداران عمده، با شاخص شروع پرداخت سود رابطه معناداری دارد.

بر اساس جدول (۵) ضریب شاخص درصد سهامداران عمده مثبت و برابر با ۰/۶۵۴۷۷۶ می باشد، اما از نظر آماری در سطح خطای مورد آزمون ( $\alpha=0/05$ ) اعتبار ندارد. بنابراین می توان گفت رابطه معناداری بین شاخص شروع پرداخت سود و شاخص درصد سهامداران عمده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد. هر چه تعداد سهامدار جز بیشتر باشد، قدرت سهامداران جز بیشتر شده و سهامداران عمده را از سلب مالکیت سهامداران جز منع می کند و آنها را وادار به پرداخت سود می کند. بنابراین هر چه میزان مالکیت نهادی در یک شرکت بیشتر باشد نسبت تقسیم سود پایین تر و شروع دوره پرداخت سود طولانی تر است. یکی از محدودیت های مربوط به این فرضیه که می تواند دلیل عدم تأیید آن باشد، طرح سهام عدالت و اختصاص سهم قابل توجهی از مالکیت شرکت های بزرگ بورسی به آن می باشد. در این طرح تقسیم سود بیشتر مدنظر بوده و فشار بیشتری روی شرکت ها جهت تقسیم سود بیشتر وجود دارد.

### نتایج مدل رگرسیون سوم

بر اساس مدل رگرسیون سوم به شرح زیر:

$$Div_{it} = \hat{c}_0 + \hat{c}_1 AE_{it} + \varepsilon \quad (3)$$

خلاصه آماره های مدل سوم شامل مقدار ضریب تعیین  $R^2$ ،  $R^2$  تعدیل شده و همچنین آماره های  $F$  و دوربین - واتسون، در جدول (۶) ارائه شده است.

جدول ۶. خلاصه آماره های مدل رگرسیونی سوم

سطح معنی داری $F$	آماره $F$	$R^2$	$R^2$ تعدیل شده	آماره دوربین - واتسون
۰/۰۰۰۰	۱۵/۷۶۸۴	۰/۰۹۳۷	۰/۰۸۱۲	۲/۱۲۳۴

بر اساس نتایج، ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۰۸۱ می باشد و نشان می دهد که مدل رگرسیونی توانسته است ۸/۱ درصد از تغییرات در تفاوت درصد سود تقسیمی از

میانگین بازار را از طریق تغییرات متغیر مستقل (میزان تعدیل سود) تبیین نماید. یکی از تحلیل‌های اساسی در خصوص رگرسیون، بررسی معنی‌داری کل مدل است. سطح معنی‌داری آماره  $F$  کمتر از سطح خطای مورد آزمون ( $\alpha=0/05$ ) است و می‌توان نتیجه گرفت که حداقل یکی از ضرایب  $c$  در الگوی برازش شده معنی‌دار است. با توجه به آماره  $F$  مدل رگرسیون دوم معنی‌دار است. جدول (۷) نتایج تحلیل آماری برای ضرایب متغیرهای مستقل مدل رگرسیونی برازش شده را نشان می‌دهد. این نتایج نوع، شدت و معنی‌داری ارتباط هر یک از متغیرهای مستقل وارد شده به الگوی رگرسیونی را با متغیر وابسته نشان می‌دهد.

جدول ۷. نتایج آزمون مدل رگرسیون سوم

ضرایب	$\hat{c}_0$	$\hat{c}_1$
مقدار برآورد شده	-۰/۰۳۹۵	۰/۰۴۹۳
آماره $t$	-۱/۴۷۲۲	۰/۰۱۲۸
سطح معنی‌داری	۰/۱۴۲۰	۰/۳۱۲۰

براساس اطلاعات ارائه شده توسط جدول، ضریب ثابت مدل ( $\hat{c}_0$ ) و ضریب شاخص میزان تعدیل سود ( $\hat{c}_1$ ) معنی‌دار نمی‌باشند.

فرضیه فرعی ششم. شاخص تفاوت درصد سود تقسیمی نسبت به میانگین بازار با شاخص تعدیل سود شرکت رابطه معناداری دارد.

براساس جدول (۷) ضریب شاخص تفاوت درصد سود تقسیمی نسبت به میانگین بازار مثبت و برابر با ۰/۰۴۹۲۵۰ می‌باشد، اما از نظر آماری در سطح خطای مورد آزمون ( $\alpha=0/05$ ) اعتبار ندارد. بنابراین می‌توان گفت رابطه معناداری بین شاخص تفاوت درصد سود تقسیمی نسبت به میانگین بازار با شاخص تعدیل سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد. رد شدن این فرضیه می‌تواند به این دلیل باشد که شرکت‌ها به دلایل واقعی تعدیل سود داشته‌اند و این تعدیل جهت مدیریت سود نبوده است.

### نتیجه‌گیری

برای کمک به توضیح تفاوت‌ها در سیاست تقسیم سود، بررسی رابطه آن با الگوهای رفتاری، امری ضروری است. در این پژوهش ویژگی‌های رفتاری زیان‌گریزی و میزان صبور بودن سهامداران به عنوان شاخص‌های اصلی برای سیاست تقسیم سود در بین شرکت‌ها بررسی شد. جهت بررسی صبور بودن سهامداران از معیارهای شاخص شروع پرداخت سود، شاخص تعدیل سود و جهت بررسی زیان‌گریزی سهامداران، از معیارهای شاخص ریسک بازار، شاخص رشد شرکت استفاده شد.

در نهایت فرضیه اصلی اول (در شرکت‌های با سهامداران صبور، میزان تقسیم سود کمتر از شرکت‌های با سهامداران عجول است) رد می‌شود که با نتایج تحقیقات بروئر و همکاران (۲۰۱۱) تطابق ندارد. اما فرضیه اصلی دوم (در شرکت‌های با سهامداران زیان‌گریز بالا، میزان تقسیم سود بیشتر از شرکت‌های با سهامداران کمتر زیان‌گریز است) بر اساس شاخص رشد سود شرکت پذیرفته می‌گردد و بر اساس شاخص ریسک شرکت رد می‌شود که این موضوع می‌تواند ناشی از محدودیت‌های قانونی مربوط به پرداخت سود نقدی باشد.

## منابع و مآخذ

۱. ابراهیم‌نژاد، علی، شهریاری، شروین (۱۳۹۰)، روزنامه دنیای اقتصاد، بررسی الگوهای رفتاری سرمایه‌گذاران و ارائه نمونه‌های عینی، رفتارشناسی بازار سهام، ص ۱۰.
۲. بدری، احمد، صادقی، محسن (۱۳۸۴)، "بررسی اثر روزهای مختلف هفته بر بازدهی، نوسان پذیری و حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران"، پیام مدیریت، شماره ۱۷ و ۱۸، ص ۵۵-۸۳.
۳. بورس اوراق بهادار تهران، معاونت مطالعات اقتصادی و توسعه بازار (۱۳۸۹)، "گزارش آسیب‌شناسی سیاست تقسیم سود (DPS)".
۴. خاکی، غلامرضا (۱۳۸۷)، روش تحقیق در مدیریت، نشر بازتاب، چاپ سوم.
۵. دهقانی، عبدالمجید، (۱۳۸۷)، "عوامل روانی تأثیرگذار بر سرمایه‌گذاری در بورس"، ماهنامه تدبیر، شماره ۱۹۶، صص ۶۴-۶۰.
۶. سلیمانی، غلامرضا، گودرزی، نرگس، زراعتی، لیلا (۱۳۹۰)، "حسابداری ذهنی و رابطه آن با مدیریت پورتفوی"، فصلنامه پژوهش حسابداری، شماره ۱، ص ۱۳۶-۱۲۳.
۷. کرمی، غلامرضا، مهرانی، ساسان و اسکندر، هدی (۱۳۸۹)، "بررسی تئوری نمایندگی و تئوری علامت‌دهی در سیاست‌های تقسیم سود: نقش سرمایه‌گذاران نهادی"، پیشرفت‌های حسابداری، ش ۵۹/۳، صص ۱۳۲-۱۰۹.
۸. واندا والاس (۱۳۸۴)، "نقش اقتصادی حسابرسی در بازارهای آزاد و تحت نظارت"، مترجم: حامی امیر اصلانی، نشریه ۱۵۹ سازمان حسابرسی، چاپ دوم.
9. Bae, S.C., Chang, K., Kang, E. (2010), "in press. Culture, Corporate Governance, and Dividend Policy: International Evidence", *J. Financ. Res.* 35.
10. Baker, H.K., Powel, G.E. & Viet, E.T. (2002), "Revisiting the dividend puzzle. Do all of the pieces now fit?" *Review of Financial Economics*, 11:241- 261.
11. BARBERIS, N. & HUANG, M. (2001), "Mental Accounting, Loss Aversion, and Individual Stock Returns", *THE JOURNAL OF FINANCE* • VOL. LVI, NO. 4.
12. Barman, GP (2008), "An Evaluation of How Dividend Polices Impact on The Share. Value of Selected Companies", Submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Magister Technologiae: Cost and Management Accounting at the Nelson Mandela Metropolitan University.
13. Becker, G. S. & Mulligan, C. B. (1997), 'The endogenous determination of time preference', *The Quarterly Journal of Economics* 112(3), 729-758.
14. Breuer, W., Hens, T., Salzmann, AJ. & Wang, M. (2010), "Time Preferences, Culture, and Household Debt Maturity Choice", *Working*

*Paper, National Centre of Competence in Research Financial Valuation and Risk Management*, No. 674.

15. Chen, H., Ng, S. & Rao, A. R. (2005), 'Cultural differences in consumer impatience', *Journal of Marketing Research* 42, 291-301.
16. DeAngelo, H.; L. DeAngelo; & D.J. Skinner. (2000), "Special Dividends and the Evolution of Dividend Signaling." *Journal of Financial Economics* 57, no. 3: 309-354.
17. G Haldane, Andrew (2010), "Patience and Finance", speech to be presented on 9 September 2010 at the Oxford China Business Forum, Beijing.
18. Lease, R.C., John, K., Kalay, A., Loewenstein, U. & Sarig, O.H. (2000), "Dividend Policy: Its Impact on Firm Value", *Boston: Harvard Business School Press*.
19. Wang, M., Rieger, M., Hens, T., (2009), "An International Survey on Time Discounting", *Working Paper, University of Zurich*.