

تأثیر قدرت مدیرعامل بر احتمال پرداخت سود تقسیمی با در نظر گرفتن نقش نوسان جریان نقدی و سودآوری شرکت

دکتر محمدعلی ساری

استادیار گروه حسابداری، واحد مشهد، دانشگاه آزاد اسلامی، مشهد، ایران. (نویسنده مسئول).

accountant2004@gmail.com

مهدی خسروی علیشه

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، واحد مشهد، دانشگاه آزاد اسلامی، مشهد، ایران.

mehdikh9186@gmail.com

چکیده

هدف اصلی این پژوهش تأثیر قدرت مدیرعامل بر احتمال پرداخت سود تقسیمی با در نظر گرفتن نقش نوسان جریان نقدی و سودآوری شرکت می باشد. برای انجام پژوهش از اطلاعات ۱۱۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ استفاده شده که آزمون‌های آماری در نرم افزار Eviews 12 انجام شده است. برای آزمون فرضیه‌های این تحقیق و تعیین ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته نیز از الگوهای اقتصادسنجی استفاده شده و فرضیه‌های مربوطه از روش رگرسیون چند متغیره پانل مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج تحقیق نشان داد که قدرت مدیرعامل با احتمال پرداخت سود رابطه منفی و معنادار دارد. از سوی دیگر کاهش سودآوری، رابطه قدرت مدیرعامل و احتمال پرداخت سود را تعدیل می کند. همچنین نوسان جریان نقدی بالا، رابطه قدرت مدیرعامل و احتمال پرداخت سود را تعدیل نمی کند.

واژگان کلیدی: قدرت مدیرعامل، پرداخت سود تقسیمی، نوسان جریان نقدی، سودآوری شرکت.

مقدمه

تشریح و تبیین سیاست تقسیم سود شرکت‌ها و عوامل تعیین کننده آن یکی از بزرگ ترین چالش‌هایی است که همواره پیش روی متفکران حوزه اقتصاد مالی بوده است؛ پژوهشگران متعدد پس از انجام چندین دهه بررسی و مطالعه در این خصوص، هنوز نائل به درک کامل تمامی عوامل اثرگذار بر سیاست تقسیم سود شرکت و چگونگی تعامل بین این عوامل نگردیده اند. به این صورت که بسیاری از نظریه‌های مالی به تبیین و تشریح این موضوع پرداخته و تعداد زیادی از مطالعات تجربی با تمرکز بر این موضوع صورت پذیرفته اند. بیش از نیم قرن پیش، لینتنر^۱ (۱۹۵۶) به عنوان اولین تلاش جدی در زمینه بررسی تجربی مسئله تقسیم سود و عوامل مؤثر بر آن، با انجام مطالعه ای بنیادین آغازگر سلسله پژوهش‌های صورت گرفته در این زمینه بود. اگر چه پس از آن مطالعات تجربی زیادی در این باب صورت گرفت، لیکن پس از گذشت سه دهه از تحقیق مذکور بلک^۲ (۱۹۷۶)، از مسئله تقسیم سود به عنوان یک معمای حل نشده یاد نمود. اشاره به سیاست تقسیم سود در یکی از معتبرترین کتب مالی نظیر برلی^۳ و دیگران (۲۰۰۶) به عنوان یکی از ده مسئله حل نشده در حوزه مالی نیز موید اهمیت و جایگاه این موضوع و لزوم انجام تحقیقات بیشتر برای

¹ Lintner

² Black

³ Brealey

درک جنبه های مختلف آن است. تقسیم سود از یک طرف موجب کاهش منابع داخلی و افزایش نیاز به منابع مالی خارجی می شود. از طرف دیگر، بسیاری از سهامداران شرکت، خواهان تقسیم سود نقدی هستند. از این رو، مدیران با هدف حداکثر کردن ثروت سهامداران همواره باید بین علایق مختلف آنان و فرصت های سودآور سرمایه گذاری تعادل برقرار کنند. لذا تصمیمات تقسیم سود که از سوی مدیران شرکت ها اتخاذ می شود، بسیار حساس و دارای اهمیت است (هاشمی و همکاران، ۱۳۸۸).

در شغل مدیرعاملی، تصویری ضمنی از قدرت وجود دارد (هاموری و کاکاریکا^۱، ۲۰۰۹) و مدیران عامل به عنوان برنامه ریزهای اصلی و طراح تصمیمات راهبردی و کلیدی تلقی می شوند (برگر و همکاران^۲، ۲۰۰۸). با این وجود، هر مدیرعاملی چنین تاثیری بر خط مشی شرکت ندارد و میزان تاثیرگذاری آنها وابسته به میزان نفوذ آنها بر هیئت مدیره و دیگر اعضای تیم است. درحالیکه مطالعات پیشین به طور کامل ارتباط میان قدرت مدیرعامل و سرمایه گذاری شرکت و سیاستهای مالی را بررسی کرده اند، اما به تاثیر قدرت مدیرعامل بر سیاستهای پرداخت شرکت کمتر توجه شده است. براساس نظریه نمایندگی (جنسن و مکلینگ^۳، ۱۹۷۶)، مدیران انگیزه هایی برای استفاده نادرست منابع شرکت برای اهداف شخصی دارند و شرکت ها می توانند این استفاده های نادرست مدیریتی را به وسیله پرداخت سود سهام نقدی محدود کنند، این کار مقدار جریان نقدینگی آزاد در کنترل مدیریتی را کاهش می دهد (استربروک^۴، ۱۹۸۴). از سوی دیگر مدیران پروژه های مالی، منابع مالی داخلی را برای اجتناب از کنترل بازار سرمایه ترجیح می دهند، چون ممکن است این منابع مالی در آینده از دسترس خارج شوند و یا با هزینه بالاتری موجود باشند (جنسن^۵، ۱۹۸۶).

مسئله اصلی این پژوهش تاثیر قدرت مدیرعامل بر احتمال پرداخت سود تقسیمی با در نظر گرفتن نقش نوسان جریان نقدی و سودآوری شرکت بوده که از چند جهت حائز اهمیت است: اول اینکه مدیران عامل قدرتمند زمانی که با سودآوری کم و نوسانات جریان نقدی بالا مواجه می شوند، بیشتر سود سهام پرداخت می کنند. دوم، اینکه برخلاف مطالعات قبلی که از یک معیار (مانند چینتراکارن و همکاران^۶، ۲۰۱۸) یا چند معیار شخصی برای ایجاد قدرت مدیر عامل استفاده می کنند (اونالی و همکاران^۷، ۲۰۱۶) در این پژوهش از شاخص جامعی از قدرت استفاده می شود که ابعاد مختلف قدرت مدیرعامل مدیرعامل را در بر می گیرد. سوم، اینکه به تحقیقات مدیریتی، مبحثی در مورد نقش مدیرعامل در شکل دادن به سیاست های پرداختی شرکت می افزاید. (فینکلشتاین و هامبریک، ۱۹۹۶؛ توشمن و رومانلی^۸، ۱۹۸۵). در نهایت، در این پژوهش از تحقیقاتی که از نظریه نمایندگی استفاده می کند (جنسن و مکلینگ، ۱۹۷۶) برای توضیح رابطه بین قدرت مدیرعامل و سیاستهای پرداخت سود استفاده می گردد.

در حالی که تاثیر قدرت مدیر عامل بر سیاست های سرمایه گذاری و تأمین مالی شرکت به طور گسترده مورد بررسی قرار گرفته است، تأثیر آن بر سیاست تقسیم سود به طور کامل بررسی نشده است. در نتیجه، هیچ توضیح نظری در مورد پرداخت سیاست های مدیران عامل قدرتمند وجود ندارد.

مبانی نظری و پیشینه سود تقسیمی

1 Hamori and Kakarika

2 Berger

3 Jensen and Meckling

4 Easterbrook

5 Jensen

6 Chintrakarn

7 Onali

8 Finkelstein and Hambrick; Tushman and Romanelli

تقسیم سود، از جمله استراتژی کوتاه مدت و بلند مدت شرکت است که آثار آن در هر سال مالی در مجامع عمومی شرکت آشکار می گردد و بر پایه آن عملکرد شرکت ارزیابی می شود در واقع سیاست تقسیم سود، خط مشی است که بر پایه آن میزان سود تقسیمی، میزان سود انباشته و پاداش هیأت مدیره، زمان پرداخت، نحوه تأمین مالی و دیگر موضوعات مرتبط با آن مدون و مکتوب و به مجمع عمومی سهامداران ارائه می شود (جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۴). واحدهای انتفاعی می توانند سود خالص سالانه خود را به مصرف پرداخت سود سهام برسانند یا وجوه آن را برای مقاصد دیگری نظیر باز پرداخت بدهیها یا تأمین مالی سرمایه گذاریهای جدید مورد استفاده قرار دهند.

مدیران (با هدف حداکثر کردن ثروت سهامداران) همواره باید بین علایق مختلف سهامداران تعادلی برقرار نمایند تا هم فرصتهای سودآور سرمایه گذاری را از دست نداده باشند و هم سود نقدی مورد نیاز برخی از سهامداران را بپردازند بنابراین تصمیمات تقسیم سود که از سوی مدیران شرکتها اتخاذ می شود بسیار حساس و با اهمیت است (مهرانی و تالانه، ۱۳۷۷). توزیع سود بین سهامداران دلایل متعددی دارد که برخی از آنها عبارتند: (۱) سود سهام درآمد با ثباتی برای سهامداران فراهم می آورد، بطوریکه که می تواند بر اساس آن هزینه زندگی خود را تنظیم نمایند. (۲) سرمایه گذاران و خریداران سهام به گزارشها و اخبار سود سهام سالانه شرکتها توجه دارند. (۳) سهامداران از طریق دریافت سود یا انتظار دریافت سود، بازده سرمایه شان را به دست می آورند یا این شانس را پیدا می کنند که سهام خود را به قیمت بالاتری بفروشند. (۴) پرداخت سود سهام باعث کاهش عدم اطمینان سهامداران به دریافت بازده سرمایه شان می شود. (جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۴)

دولتها برای تشویق سرمایه گذاران به سرمایه گذاری بیشتر، معافیت هایی را برای سرمایه گذاری که از محل سود شرکتها انجام می شود در نظر می گیرند و یا بعبارت دیگر چنانچه سودهای حاصل در امر سرمایه گذاری مجدد در شرکت ها بکار گرفته شود، آن را از مالیات سود معاف می دارند. در مواردی که شرکتها از امتیازات مالیاتی برخوردار باشند، ترجیح می دهند که سود کمتری را تقسیم نمایند و برعکس، اگر وضعیت مالیاتی سهامداران به گونه ای باشد که مشمول مالیات تصاعدی شود و سیاست های مالیاتی کشور، امتیازاتی را برای سرمایه گذاران از محل سود تقسیم نشده برقرار کرده باشد، معمولاً سهامداران به تقسیم سود رغبتی ندارند. در ایران پرداخت سود سهام عادی (دست کم ۱۰ درصد سود خالص شرکت است) تنها می تواند از محل سود انباشته (پس از کسر کلیه اندوخته ها و سایر محدودیتها) انجام شود. سرمایه قانونی شرکت ها و همچنین اندوخته ها را می توان بعنوان یک حاشیه ایمنی برای حفاظت از منافع طلبکاران آن تلقی کرد (شباهنگ، ۱۳۷۲).

قدرت مدیرعامل

قدرت تصمیم گیری مدیرعامل یکی از مهمترین عوامل اثرگذار بر موفقیت یک شرکت است. پژوهش های پیشین حکایت از این دارند که شرکت های برخوردار از مدیرعامل با قدرت تصمیم گیری بالا، از ارزش و عملکرد بالاتری برخوردارند (یاری و فتحی ارطه، ۱۳۹۵).

مدیران عامل نه تنها قدرت مطلق در تصمیم گیری عملیات شرکت را دارند بلکه قدرت قابل توجه و تاثیر گذار در تصمیمات استراتژیک شرکت را دارند. بنابراین مدیران بالا بخصوص مدیران عامل در سطوح بالای ساختار سازمانی ایستاده اند، که قدرت تصمیم گیری آنان به وضوح اثرات قابل توجهی در عملیات شرکت را دارد (وو، ۲۰۱۰). بر اساس ویژگیهای قدرت مدیریت، اثرات قدرت مدیر عامل شرکت از دو بعد ریسک عملیاتی و خروجی های عملکرد شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. در رابطه با ریسک عملیاتی، تمرکز قدرت به مدیرعامل شرکت ممکن است منجر به ثبات و انسجام در عملکرد شرکت شود اما می تواند ریسک عملیاتی شرکت را نیز افزایش دهد (وو، ۲۰۱۰).

سودآوری و جریان نقد عملیاتی

عملکرد شرکت دارای رابطه ای وابسته و قوی بین منابع موجود و همچنین نحوه مدیریت منابع موجود می باشد (برجا^۱، ۲۰۱۱). بازده دارایی ها (ROA)^۲ به عنوان یک شاخص عملکرد مورد استفاده قرار می گیرد و می تواند چندین عامل تاثیر گذار را به صورت همزمان شناسایی کنند. شناسایی آن ها می تواند به تجزیه و تحلیل افزایش یا کاهش سودآوری یک شرکت کمک کنند. داشتن یک سودآوری مناسب شامل کارایی موجودی، سطح بدهی، اهرم مالی، کارایی سرمایه می شود.

از سوی دیگر وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است. ایجاد تعادل و توازن بین وجه نقد موجود و نیازهای نقدی یکی از مهم ترین عوامل سلامت اقتصادی هر واحد تجاری و تداوم فعالیت آن ها است. در بسیاری از تصمیمات مالی، مدل های ارزشگذاری اوراق بهادار، روش های ارزیابی طرح های سرمایه ای و غیره جریان های نقدی نقش محوری دارند (تقفی و هاشمی، ۱۳۸۳).

یک شرکت در زمان سود آور بودن ممکن است از کمبود نقدینگی رنج ببرد و یا در عین زیان دهی از نقدینگی بالایی برخوردار باشد لذا نقدینگی گاهاً از سود آوری مهم تر است در تبیین جایگاه هر کدام از این ها گفته می شود اگر شرکتی سود آور نباشد مریض است، ولی اگر شرکت نقدینگی نداشته باشد در حال مرگ است (بردیا^۳، ۱۹۸۸). لی^۴ (۲۰۰۶) اعتقاد دارد که ادامه حیات یک شرکت یکی از اولین ملاحظات است و وجه نقد یکی از مهم ترین عوامل بقای هر شرکت را تشکیل می دهد. فقط شرکت هایی می توانند به بقای خود ادامه دهند که سود آور بوده و بتوانند نیازهای نقدی خود را تأمین نمایند. درک قدرت پرداخت شرکت یکی از ضروریات می باشد و سود این اطلاعات را به وضوح تأمین نمی نماید در حالی که صورت جریان وجه نقد چنین عملی را انجام می دهد.

قدرت مدیر عامل و احتمال پرداخت سود با توجه به سودآوری و نوسان جریان نقدی

قدرت مدیر عامل در ادبیات اقتصاد، مالی، مدیریت و روانشناسی اجتماعی مورد بررسی قرار گرفته است. با این حال، هیچ تعریف توافقی شده ای از قدرت در هیچ یک از این رشته ها وجود ندارد. قدرت معمولاً به عنوان ظرفیت یک فرد برای اعمال اراده و دستیابی به اهداف خود در هر رابطه ای تعریف می شود (پفر، ۱۹۸۱). قدرت مدیر عامل در این زمینه به اختیار و نفوذ مدیر عامل بر سیاست های شرکت در رابطه با هیئت مدیره و سایر اعضای تیم مدیریت اشاره دارد. اگر مدیر عامل بتواند علیرغم مقاومت هیئت مدیره و سایر اعضای تیم، تصمیمات استراتژیک بگیرد، عموماً قدرتمند تلقی می شود. تئوری اقتصادی بیان می کند که افزایش قدرت مدیر عامل، توانایی مدیریتی را برای استخراج منافع شخصی به هزینه سهامداران افزایش می دهد و تأثیر مدیریتی بر سرمایه گذاری شرکت، تأمین مالی و تصمیم های پرداخت را افزایش می دهد.

مرتبط ترین توضیح برای مطالعه سیاست های تقسیم سود شرکت ها، نظریه نمایندگی است (جنسن و مکلینگ، ۱۹۷۶). این فرض بیان می کند که مدیران بر جریان های نقدی کنترل دارند، که به آنها اجازه می دهد به جای توزیع پول نقد بین سهامداران، به دنبال منافع شخصی خود باشند. به گفته جنسن (۱۹۸۶)، پرداخت به سهامداران، منابع تحت کنترل مدیران را کاهش می دهد، در نتیجه قدرت مدیران را کاهش می دهد، و این احتمال را افزایش می دهد که آنها تحت نظارت بازارهای سرمایه قرار گیرند، زمانی که شرکت باید سرمایه جدیدی به دست آورد. تأمین مالی پروژه ها به صورت داخلی از

¹ Burja

² Return On Assets

³ Bardia

⁴ Li

این نظارت اجتناب می‌کند و این احتمال وجود دارد که وجوه در دسترس نباشد یا فقط با قیمت‌های صریح بالا در دسترس باشد (استبروک، ۱۹۸۲) بنابر نظریه نمایندگی، مدیران انگیزه‌هایی برای ایجاد کساد مالی دارند و لذا یا اصلا سود پرداخت نمی‌کنند و یا سود سهام پرداختی را افزایش نمی‌دهند.

پان و همکاران (۲۰۱۶) دریافتند که با به دست آوردن کنترل مدیران عامل بر هیئت مدیره خود، کمیت سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد و کیفیت سرمایه‌گذاری بدتر می‌شود، که نشان می‌دهد که مدیران عامل زمانی که قدرت بیشتری به دست می‌آورند، درگیر ساختن امپراتوری می‌شوند. مدیران عامل قدرتمند اغلب نسبت به توانایی‌ها و مهارت‌های تصمیم‌گیری خود بیش از حد اعتماد دارند. ادبیات نشان می‌دهد که مدیران عامل با اعتماد به نفس بیش از حد به احتمال زیاد در پروژه‌های بیهوده سرمایه‌گذاری می‌کنند که منجر به کاهش ثروت سهامداران می‌شود. به عنوان مثال، المندیر و تیت (۲۰۰۵)، نشان می‌دهند که مدیران عامل با اعتماد به نفس بیش از حد، بازده سرمایه‌گذاری‌های خود را بیش از حد برآورد می‌کنند و تمایل به سرمایه‌گذاری بیش از حد دارند. دشموک و همکاران (۲۰۱۳) مدلی از مدیران عامل با اعتماد به نفس بیش از حد و سیاست تقسیم سود را توسعه دادند. آنها نشان می‌دهند که مدیران عامل با اعتماد به نفس بیش از حد، تأمین مالی خارجی را پرهزینه می‌دانند و با کاهش سود سهام فعلی، برای سرمایه‌گذاری‌های آتی سستی مالی ایجاد می‌کنند. نتایج تجربی آنها نشان می‌دهد که سطح سود سهام در شرکت‌هایی که توسط مدیران اجرایی بیش از حد اعتماد به نفس مدیریت می‌شوند کمتر است. با توجه به مطالب بیان شده، می‌توان گفت پرداخت سود سهام می‌تواند تحت تاثیر قدرت مدیرعامل قرار گیرد.

اما از سوی دیگر، ادبیات حاکمیت شرکتی ادعا می‌کند که شرکت‌هایی که مدیریت ضعیفی دارند (یعنی شرکت‌هایی با حقوق سهامداران ضعیف) نگرانی‌های شهرت بیشتری دارند و باید شهرت خود را برای «اعتدال در سلب مالکیت سهامداران» در انتظار جذب سرمایه از بازارهای سرمایه با شرایط جذاب ایجاد کنند (لاپورت و همکاران، ۲۰۰۰). یکی از راه‌های ایجاد چنین شهرتی، پرداخت سود سهام است و شرکت‌هایی که مدیریت ضعیفی دارند، احتمال بیشتری برای پرداخت سود سهام دارند. آفیسر (۲۰۰۶) دریافت که شرکت‌های سود سهام پرداخت کننده پیش بینی شده با حاکمیت ضعیف نسبت به شرکت‌های پرداخت کننده پیش بینی شده با حاکمیت قوی، احتمال بیشتری برای پرداخت سود سهام دارند. نیلسن (۲۰۰۶) شواهد تجربی می‌یابد که نشان می‌دهد شرکت‌هایی با حقوق سهامداران ضعیف (حکومت ضعیف) تمایل به پرداخت سود سهام دارند و مشروط به پرداخت، سطح بالاتری از سود را پرداخت می‌کنند.

به طور مشابه، ادبیات استقرار استدلال می‌کند که مدیران سود سهام پرداخت می‌کنند تا در برابر ترس از اقدامات انضباطی افراد خارجی محافظت کنند (زویبل، ۱۹۹۶؛ فلاک، ۱۹۹۹). هو و کومار (۲۰۰۴) گزارش می‌دهند که عواملی که استحکام مدیریتی را افزایش می‌دهند به طور مثبتی با احتمال و سطح پرداخت سود سهام مرتبط هستند. جان و کنیازوا (۲۰۰۶) استدلال می‌کنند که تعهد از قبل به پرداخت سود سهام، مشکلات نمایندگی را در حضور حاکمیت ضعیف کاهش می‌دهد و جو و پان (۲۰۰۹) نشان می‌دهند که شرکت‌هایی با مدیران ریشه دارتر احتمال بیشتری برای پرداخت سود سهام دارند و این سیاست در طول زمان ادامه می‌یابد.

بسیاری از پژوهشگران نظیر لینترو بیکر^۱، فارلی و ادلمن^۲ معتقدند که یکی از عوامل حائز اهمیت در تعیین میزان سود تقسیمی، وضعیت نقدینگی شرکت‌ها و در واقع توانایی پرداخت سود سهام است. نامناسب بودن وضعیت نقدینگی شرکتها سبب محدود کردن مدیران در توزیع سود سهام می‌شود، سود سهام مستلزم پرداخت وجوه نقد است. از این رو وضعیت نقدینگی شرکتها تصمیمات مربوط به تقسیم سود را تحت الشعاع قرار می‌دهد. ممکن است واحد تجاری به

¹ Linter & Baker

² Farrelly & Edelman

دلیل عدم دسترسی به وجوه نقد نتواند سود بپردازد یا درصد توزیع سود شرکت در مقایسه با سالهای قبل کاهش یابد (پورحیدری و خاکساری، ۱۳۸۷). از طرفی، بر مبنای مطالعات پژوهشگران غربی همچون بیکر و پاول^۱، فارلی و پریت و گتیمین^۲، یکی از عوامل تعیین کننده، ثبات در سودآوری شرکت ها است. شرکتی که سودآوری آن نسبت به سایر شرکتها از ثبات بیشتری برخوردار است، درصد بیشتری از سود خود را بین سهامداران توزیع می کند؛ اما شرکت هایی که از ثبات سودآوری کمتری برخوردار هستند به دلیل خطرپذیری بیشتر و ابهام در خصوص سودهای آینده تمایل دارند که سود کمتری را بین سهامداران توزیع، و بخش عمده سود را به منظور پوشش زیان های آینده در شرکت انباشت کنند (پورحیدری و خاکساری، ۱۳۸۷). از اینرو می توان انتظار داشت رابطه بین قدرت مدیرعامل و احتمال پرداخت سود متاثر از سودآوری و نوسان جریان نقدی باشند.

پیشینه پژوهش

شیخ (۲۰۲۲) در پژوهش خود به بررسی تاثیر قدرت مدیرعامل بر احتمال پرداخت سود تقسیمی با در نظر گرفتن نقش نوسان جریان نقدی و سودآوری شرکت پرداخت. نتایج پژوهش وی نشان داد که مدیران عامل قدرتمند زمانی که شرکت هایشان با سودآوری پایین و نوسانات جریان نقدی بالا مواجه هستند، احتمال بیشتری برای پرداخت و افزایش سود سهام دارند.

باروز و همکاران (۲۰۲۱) نقش سهامداران فعال را در تصمیمات تقسیم سود شرکتهای غیرمالی ایالات متحده آمریکا بررسی کردند. دوره مورد مطالعه از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۷ با استفاده از روشهای کمی و کیفی بود. یافته های آن پژوهش از این ادعا پشتیبانی می کند که کمپین های فعال به طور مثبتی با احتمال تصمیم شرکتها برای پرداخت سود سهام مرتبط هستند.

تران (۲۰۲۰) به بررسی نقش فساد مالی بر سیاست تقسیم سود با توجه به تئوری نمایندگی پرداخت. فساد مالی هزینه های نمایندگی را افزایش می دهد، از اینرو سهامداران انگیزه بیشتری برای کنترل مدیران دارند. وقتی فساد مالی بیشتر باشد، مدیران شرکت برای پرداختهای غیررسمی باید از منابع شرکت استفاده کنند. در نتیجه سهامداران که این خطر را تشخیص می دهند باید مدیران را مجبور به پرداخت سود سهام بیشتر کنند تا مشکل نمایندگی را کاهش دهند. نتایج آن پژوهش با نمونه ای از ۲۰۵۳۱۶ مشاهده از ۴۷ کشور نشان داد که فساد رابطه مثبتی با میزان سود سهام پرداختی دارد.

درایور و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهش خود با عنوان چگونه فشار سرمایه گذار منجر به پرداخت سود سهام بیشتر می شود. به بررسی این موضوع پرداختند. آنها در پژوهش خود دریافتند که علیرغم چشم انداز اقتصادی نامشخص ناشی از کوید-۱۹، کسری بازنشستگی و صرف نظر از اینکه شرکتها چقدر سود کسب کرده اند، پرداخت سود سهام شرکت های انگلیسی رو به افزایش بوده و دلیل این امر فشار سرمایه گذاران شرکتها است.

در ایران، سید نژاد فهیم و دیگران (۱۴۰۰) در تحقیق خود به بررسی تاثیر فشار سرمایه گذاران بر سیاست تقسیم سود پرداختند. تصمیمات مربوط به پرداخت سود سهام به عنوان یکی از مؤلفه های اساسی در سیاست مدیریتی شرکتها و از مهم ترین مباحث مطرح در ادبیات مالی می باشد؛ از یک طرف عامل اثرگذار بر سرمایه گذاری های پیش روی شرکتها است و از طرف دیگر بسیاری از سهامداران با افق سرمایه گذاری کوتاه مدت خواهان تقسیم سود نقدی هستند، از این رو مدیران با هدف حداکثر کردن ثروت همواره باید بین علایق مختلف آنان و فرصت های سودآور سرمایه گذاری تعادل برقرار کنند.

¹ Beker & Powell

² Pruitt & Gitman

نتایج تحقیق آنها نشان داد که فشار سرمایه‌گذاران بر سود تقسیمی هر سهم و نسبت سود تقسیمی به فروش تأثیر مثبت و معناداری دارد.

ایزدی نیا و دیگران (۱۳۹۹) پژوهشی با عنوان تأثیر ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. به‌منظور آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون چندمتغیره، داده‌های ترکیبی و نرم‌افزار استاتا استفاده شده است. یافته‌های آن پژوهش حاکی از تأثیر معنادار و معکوس ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. سطوح بالاتر ارزش انعطاف‌پذیری مالی، کاهش در میزان پرداخت سود نقدی سهام، تمایل به پرداخت نکردن سود نقدی سهام و نگهداشت مقادیر بیشتری از وجوه نقد را به همراه خواهد داشت؛ بنابراین شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی بیشتر، سهامداران خود را برای نگهداشت وجه نقد در شرکت ترغیب می‌کنند یا مدیریت توانایی بیشتری در محدود کردن پرداخت سود سهام دارد.

باقرمحمد زاده مقدم و دیگران (۱۳۹۷) پژوهشی با عنوان تأثیر کیفیت سود بر سیاست تقسیم سود انجام دادند. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از طریق مدل رگرسیون چند متغیره استفاده کردند. نتایج حاصل بیانگر آن بود که بین کیفیت اقلام تعهدی و سیاست تقسیم سود رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد که این نشان از قابلیت اعتماد اقلام تعهدی دارد، درحالی‌که رابطه بین مدیریت سود و سیاست تقسیم سود از لحاظ آماری معنادار نیست. درواقع می‌توان گفت در شرکت‌های ایرانی روند پرداخت سود تقسیمی تابعی از مدیریت سود نیست و این خبر خوبی برای سهامداران بازار سرمایه کشور به شمار می‌رود.

حجازی و دیگران (۱۳۹۶) به بررسی توانایی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنها با اعمال شرایط انتخاب نمونه، انتخاب کردند. نتایج تحقیق آنها روی تعداد ۸۲ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۹۴ بیانگر آن بود که توانایی مدیران دارای رابطه مثبت و معناداری با سیاست تقسیم سود شرکت‌ها است. مدیران توانا تر سود تقسیمی بیشتری پرداخت می‌کنند.

فرضیات پژوهش

۱. قدرت مدیر عامل با احتمال پرداخت سود رابطه معنادار دارد.
۲. کاهش سودآوری، رابطه قدرت مدیر عامل و احتمال پرداخت سود را تعدیل می‌کند.
۳. نوسان جریان نقدی بالا، رابطه قدرت مدیر عامل و احتمال پرداخت سود را تعدیل می‌کند.

روش تحقیق

پژوهش حاضر از نظر طبقه‌بندی بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات کاربردی و از نظر روش و ماهیت از نوع تحقیق همبستگی است. روش تحقیق به صورت استقرایی است که در آن مبانی نظری و پیشینه پژوهش با استدلال قیاسی از منابع کتابخانه‌ای، مقاله و اینترنت جمع‌آوری شده و در رد یا اثبات فرضیه‌های پژوهش با بکارگیری روش‌های آماری مناسب، از استدلال استقرایی در تعمیم نتایج استفاده شده است.

اطلاعات مالی مورد نیاز، از طریق مراجعه به صورت‌های مالی حسابرسی شده، یادداشت‌های توضیحی همراه صورت‌های مالی، گزارش‌های بورس اوراق بهادار، گزارش فعالیت هیئت‌مدیره شرکت‌ها، سایت سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، سایت مدیریت پژوهش و سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران (کدال) و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استفاده شده است.

جامعه تحقیق شامل شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران برای بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ بوده که شرایط زیر بر روی آن‌ها اعمال شده باشد:

۱- شرکت قبل از سال ۱۴۰۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد؛ زیرا برخی از شرکت‌ها طی دوره موردنظر به بورس وارد شده و یا از بورس خارج شده‌اند و داده‌های این شرکتها برای مقایسه با سایر شرکتها مناسب نیست.

۲- جزء شرکت‌های سرمایه گذاری، بانک‌ها، مؤسسات بیمه و لیزینگ نباشند به دلیل اینکه این شرکت‌ها از نظر ماهیت فعالیت با سایر شرکتها قابل مقایسه نیستند.

۳- سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه باشد. به دلیل اینکه سال مالی برخی از شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران به تاریخهای متفاوتی ختم می‌شود. لذا شرکت‌هایی با یکدیگر قابلیت مقایسه دارند که سال مالی یکسانی داشته باشند.

۴- شرکت در طی دوره زمانی پژوهش سال مالی خود را تغییر نداده باشد. به دلیل اینکه شرکتها قابلیت مقایسه بیشتری داشته باشند.

۵- شرکت موردنظر طی دوره پژوهش، وقفه معاملاتی بیش از ۳ ماه نداشته باشد. زیرا در این حالت قیمت سهام قابل اتکا نخواهد بود.

جدول (۱): مراحل مختلف نمونه گیری

تعداد	مراحل مختلف نمونه گیری
۵۶۳	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال ۱۴۰۰
-۲۰۶	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی برون رفت از بورس و یا ورود به بورس داشته اند
-۶۵	تعداد شرکت‌هایی که سرمایه گذار و واسطه گر مالی بوده اند
-۱۱۲	تعداد شرکت‌هایی که سال مالی آنها به ۱۲/۲۹ ختم نمی شود
-۱۲	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش تغییر در سال مالی داشته اند
-۵۰	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش وقفه معاملاتی بیش از ۳ ماه داشته اند
۱۱۸	تعداد شرکت‌های نمونه

مدل پژوهش و شیوه اندازه گیری متغیرها

مدل تحقیق برای بررسی فرضیه های تحقیق بر گرفته از تحقیق شیخ (۲۰۲۲) بوده و به قرار زیر است:

$$Dividends_{it} > 0 = \beta_0 + \beta_1 Power_{it} + \sum_{j=2}^n \beta_j \text{control variables}_{i,t} + \gamma_i + \delta_t + \varepsilon_{it}$$

$$\begin{aligned} Dividends_{it} > 0 &= \beta_0 + \beta_1 Power_{it} + \beta_1 LowPro_{it} + \beta_2 Power_{it} * lowPro_{it} \\ &+ \sum_{j=2}^n \beta_j \text{control variables}_{i,t} + \gamma_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Dividends}_{it} &> 0 \\ &= \beta_0 + \beta_1 \text{Power}_{it} + \beta_1 \text{HCFV}_{it} + \beta_1 \text{Power}_{it} * \text{HCFV}_{it} \\ &+ \sum_{j=2}^n \beta_j \text{control variables}_{i,t} + \gamma_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

متغیر وابسته

تقسیم سود (Dividends1_{it}): اگر شرکت سود پرداخت کرده باشد این متغیر یک است در غیر این صورت صفر است. افزایش سود تقسیمی (Dividends2_{it}): اگر سود پرداختی توسط شرکت در سال t نسبت به سال $t-1$ افزایش داشته باشد این متغیر یک در غیر این صورت صفر است.

متغیر مستقل

قدرت مدیرعامل (Power_{it}): برای قدرت مدیرعامل سه معیار در نظر گرفته شده و مجموع این سه روش نشان دهنده قدرت مدیر عامل است (انوشیروانی و ساعدی، ۱۳۹۷):
۱- پاداش مدیر عامل: اگر پاداش دریافتی توسط مدیر عامل بیش از میانه پاداش سایر مدیران شرکت های نمونه باشد، این معیار مقدار یک گرفته در غیر این صورت صفر است.
۲- دوگانگی نقش مدیر عامل: اگر مدیرعامل، عضو هیئت مدیره باشد این متغیر یک در غیر این صورت صفر است.
۳- دوره تصدی مدیر عامل: اگر دوره تصدی مدیر عامل بیشتر از میانه نمونه تحقیق باشد مقدار این معیار یک در غیر این صورت صفر است.

متغیر تعدیلگر

کاهش سودآوری (LowPro_{it}): اگر نسبت بازده دارایی (نسبت سود خالص بر ارزش دفتری دارایی) در سال t نسبت به سال $t-1$ کاهش داشته باشد این متغیر یک در غیر این صورت صفر است.
افزایش نوسانات جریان نقد (HCFV_{it}): اگر انحراف معیار سه دوره جریان نقد عملیاتی (جریان نقد عملیاتی تقسیم بر ارزش دفتری دارایی ها) نسبت به میانه این نسبت برای کل نمونه افزایش داشته باشد این متغیر یک در غیر این صورت صفر است.

متغیرهای کنترلی ($\text{control variables}_{i,t}$)

اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی ها.
نگهداشت وجه نقد: نسبت وجه نقد و سرمایه گذاری کوتاه مدت تقسیم بر ارزش دفتری دارایی ها.
بازده حقوق صاحبان سهام: نسبت سود خالص تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.
ارزش بازار به دفتری: نسبت ارزش بازار شرکت تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.
اهرم مالی: نسبت بدهی تقسیم بر ارزش دفتری دارایی ها.
عمر شرکت: تعداد سال های سپری شده از زمان پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار.
دارایی ثابت: نسبت دارایی ثابت تقسیم بر ارزش دفتری دارایی ها.

مخارج سرمایه‌ای: نسبت تفاوت دارایی خریداری شده به دارایی فروش رفته تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها.

یافته های پژوهش

آمار توصیفی

در کل از ۱۱۸ شرکت در طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ در این تحقیق استفاده شد. با توجه به اینکه از روش ترکیب داده‌های سری زمانی و مقطعی برای آزمون فرضیات استفاده می‌کنیم، لذا تعداد مشاهدات سال شرکت براساس داده‌های ترکیبی، ۹۴۴ مشاهده بوده است و شرکت‌ها به طور کاملاً تصادفی بین صنایع توزیع شده‌اند.

جدول (۲): آمار توصیفی

الف) آمار توصیفی متغیرهای کمی						
متغیرها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	تعداد مشاهده
اندازه شرکت	۱۴.۷۶۹۱۰	۱۴.۶۷۶۶۵	۲۰.۴۶۴۱۲	۱۱.۱۱۶۰۲	۱.۵۰۷۳۴۰	۹۴۴
نگهداشت وجه نقد	۰.۰۶۵۱۷۹	۰.۰۳۴۶۱۲	۰.۵۴۴۸۹۹	۰.۰۰۱۲۵۵	۰.۰۸۰۶۹۶	۹۴۴
بازده حقوق صاحبان سهام	۰.۲۹۴۶۴۲	۰.۲۵۲۴۰۲	۲.۶۱۸۱۵۴	-۰.۸۸۴۳۶۳	۰.۳۴۱۶۹۶	۹۴۴
ارزش بازار به دفتری	۳.۳۶۱۲۰۳	۱.۷۷۵۲۴۳	۴۱.۳۲۱۳۵	۰.۱۰۲۵۹۵	۴.۷۸۱۱۸۰	۹۴۴
اهرم مالی	۰.۵۵۹۶۸۹	۰.۵۵۴۶۷۲	۱.۳۳۳۶۰۶	۰.۰۳۶۹۵۵	۰.۲۱۴۸۲۳	۹۴۴
عمر شرکت	۲۴.۰۴۹۷۹	۲۲.۰۰۰۰۰	۵۴.۰۰۰۰۰	۹.۰۰۰۰۰	۸.۹۹۷۰۳۴	۹۴۴
قدرت مدیرعامل	۱.۰۲۳۳۰۵	۱.۰۰۰۰۰	۳.۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰	۰.۷۶۷۵۰۵	۹۴۴
دارایی ثابت	۰.۲۶۰۱۹۱	۰.۲۰۷۶۸۴	۰.۸۵۱۰۳۶	۰.۰۱۱۳۹۵	۰.۱۹۱۰۳۰	۹۴۴
مخارج سرمایه‌ای	۰.۰۳۸۶۶۷	۰.۰۱۹۷۵۰	۰.۴۷۸۵۶۱	۰.۰۰۰۰۰	۰.۰۵۹۲۳۳	۹۴۴
ب) آمار توصیفی متغیرهای کمی						
متغیرها	فراوانی	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	تعداد مشاهده	
تقسیم سود	۶۴۴	۱.۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰	۰.۴۶۵۸۶۷	۹۴۴	
افزایش سود تقسیمی	۴۱۲	۱.۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰	۰.۴۹۶۲۰۷	۹۴۴	
کاهش سودآوری	۴۷۳	۱.۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰	۰.۵۰۰۲۶۴	۹۴۴	
افزایش نوسانات جریان نقد	۳۳۶	۱.۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰	۰.۴۷۹۰۴۹	۹۴۴	

در جدول ۲ مشاهده می‌شود که متغیر تقسیم سود دارای میانگین ۶۸٪ بوده که به این معناست که ۶۸ درصد از شرکت‌های مورد بررسی، به سهامداران خود سود پرداخت نموده‌اند. متغیر افزایش سود تقسیمی دارای میانگین ۴۳٪ بوده که به این معناست که ۴۳ درصد از شرکت‌های مورد بررسی، نسبت به سال قبل، سود بیشتری بین سهامداران تقسیم نموده‌اند. متغیر بازده حقوق صاحبان سهام دارای میانگین ۲۹٪ بوده که به این معناست که ۲۹ درصد از ارزش دفتری حقوق

صاحبان سهام در شرکت‌های مورد بررسی به سود خالص تبدیل شده است. متغیر ارزش بازار به ارزش دفتری دارای میانگین ۳۳۶٪ است که بیانگر آن است که ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های مورد بررسی، ۳/۳۶ برابر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در این شرکت‌ها بوده است. متغیر اهرم مالی دارای میانگین ۵۵ درصد است که نشان‌دهنده آن است که ۵۵ درصد از ارزش دفتری دارایی‌ها از محل بدهی‌ها تامین شده است.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

یکی از شروط لازم جهت استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون در آزمون فرضیه‌های تحقیق نرمال بودن توزیع متغیر وابسته است که در این تحقیق برای آزمون توزیع متغیرهای تحقیق و آزمون نرمال بودن توزیع متغیر وابسته تحقیق از آماره جارک. وبرا^۱ استفاده شده است.

جدول (۳): توزیع متغیر وابسته

متغیرها	آزمون جارک و برا	ارزش احتمال
تقسیم سود	۳.۴۰۲۹۴۳	۰.۱۸۲۴۱۵
افزایش سود تقسیمی	۲.۳۴۸۰۷۸	۰.۳۰۹۱۱۶

در جدول ۳ مشاهده می‌شود که با توجه به آماره جارک. وبرا که معناداری آن بیشتر از ۵ درصد است، توزیع متغیرهای وابسته تحقیق نرمال است.

برآورد مدل اول (معیار تقسیم سود) به روش رگرسیون لاجیت

متغیر وابسته در این مدل تقسیم سود بوده و متغیر مستقل قدرت مدیرعامل است. نتایج آزمون این مدل به قرار زیر است:

جدول (۴): نتایج آزمون تحلیل رگرسیون مدل اول به روش لاجیت

متغیرهای مدل	ضریب	خطای معیار	آماره t	احتمال
قدرت مدیرعامل	-۰.۱۵۱۰۰۸	۰.۰۶۶۶۳۱	-۲.۲۶۶۳۳۵	۰.۰۲۳۴
اندازه شرکت	۰.۱۳۴۹۰۸	۰.۰۳۵۶۳۴	۳.۷۸۵۹۲۶	۰.۰۰۰۲
نگهداشت وجه نقد	-۰.۱۶۱۲۷۸	۰.۰۶۹۰۱۷۴	-۰.۲۳۳۶۷۸	۰.۸۱۵۲
بازده حقوق صاحبان سهام	۰.۰۶۴۲۱۷۶	۰.۱۵۴۴۸۴	۴.۱۵۶۹۰۱	۰.۰۰۰۰
ارزش بازار به دفتری	-۰.۰۱۵۹۰۰	۰.۰۱۰۱۷۷	-۱.۵۶۲۴۲۳	۰.۱۱۸۲
اهرم مالی	-۱.۵۷۵۴۰۲	۰.۲۴۴۶۷۹	-۶.۴۳۸۶۶۱	۰.۰۰۰۰
عمر شرکت	۰.۰۰۱۵۶۵	۰.۰۰۵۳۳۲	۰.۲۹۳۵۸۳	۰.۷۶۹۱
دارایی ثابت	-۱.۴۰۶۰۹۱	۰.۲۷۱۴۲۸	-۵.۱۸۰۳۵۴	۰.۰۰۰۰
مخارج سرمایه‌ای	۲.۴۳۶۷۸۴	۰.۹۳۳۳۸۴	۲۶۱۰۶۹۷	۰.۰۰۰۹
عرض از مبدا	-۰.۵۹۲۲۲۲	۰.۵۳۴۴۷۲	-۱.۱۰۸۰۵۱	۰.۲۶۷۸
ضریب تعیین مک‌فادن	۰.۱۴۳۳۱۰	آزمون هاسمر-لمشو	۱.۷۷۳۳	
		ارزش احتمال	۰.۹۸۷۲	
آزمون معناداری مدل				
	آماره	احتمال		
	۱۵۸.۹۴۰۶	۰.۰۰۰۰۰۰		

¹ Jarque-Bera

با توجه به اینکه ارزش احتمال محاسبه شده برای آماره نسبت درستمایی مدل (LR) کمتر از سطح خطای ۵ درصد است می توان نتیجه گرفت که کل مدل معنادار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. همچنین مقدار کای اسکوار آزمون هاسمر -لمشو که مقادیر پیش بینی شده توسط مدل را مقایسه کرده است، برابر با ۱/۷۷ بوده و از مقدار بحرانی جدول کمتر می باشد. لذا نتیجه آزمون هاسمر نشان می دهد که خطای پیش بینی ها معنادار نبوده و فرض صفر این آزمون مبنی بر نکویی برآزش مدل پذیرفته می شود. مقدار ضریب تعیین مک فادن نیز برابر با ۰/۱۴ بوده و بیانگر این است مجموعه متغیرهای توضیحی حدود ۱۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توجیه می نماید.

همچنین در نگاره فوق مشاهده می شود که ضریب برآورد شده برای متغیر قدرت مدیرعامل ۰/۱۵۱- و ارزش احتمال این ضریب برابر با ۰/۰۲۳ است. در نتیجه سطح خطا این ضریب کمتر از ۵ درصد بوده که بیانگر آن است که قدرت مدیرعامل بر احتمال وقوع تقسیم سود تاثیر منفی و معناداری دارد. در نتیجه فرضیه اول تحقیق با این معیار تایید می - شود. در مدل برآورد شده متغیر های اندازه شرکت، بازده حقوق صاحبان سهام و مخارج سرمایه ای تاثیر مثبت و معناداری بر احتمال وقوع سود تقسیمی دارند این در صورتی است که متغیر کنترلی دارایی ثابت تاثیر منفی دارد. متغیر های نگهداشت وجه نقد، ارزش بازار به دفتری و عمر شرکت تاثیر معناداری نداشتند.

برآورد مدل اول (معیار افزایش سود تقسیمی) به روش رگرسیون لاجیت

متغیر وابسته در این مدل افزایش سود تقسیمی بوده و متغیر مستقل قدرت مدیرعامل است. نتایج آزمون این مدل به قرار زیر است:

جدول (۵): نتایج آزمون تحلیل رگرسیون مدل اول به روش لاجیت

متغیرهای مدل	ضریب	خطای معیار	آماره t	احتمال
قدرت مدیرعامل	-۰.۰۸۰۳۰۱	۰.۰۳۲۴۹۴	-۲.۴۷۱۲۲۹	۰.۰۱۳۵
اندازه شرکت	۰.۰۲۷۹۳۲	۰.۰۶۱۵۳۴	۰.۴۵۳۹۲۵	۰.۶۴۹۹
نگهداشت وجه نقد	۰.۱۲۷۷۵۱	۰.۵۹۷۱۸۳	۰.۲۱۳۹۲۳	۰.۸۳۰۶
بازده حقوق صاحبان سهام	۰.۵۳۰۹۸۲	۰.۱۵۱۰۱۸	۳.۵۱۶۰۱۰	۰.۰۰۰۴
ارزش بازار به دفتری	۰.۰۰۶۲۰۲	۰.۰۰۹۷۷۴	۰.۶۳۴۴۹۸	۰.۵۲۵۸
اهرم مالی	-۰.۰۶۸۳۴۴۶	۰.۲۲۵۰۹۷	-۳.۰۳۶۲۲۹	۰.۰۰۲۴
عمر شرکت	۰.۰۱۲۹۸۵	۰.۰۰۴۹۳۷	۲.۶۳۰۳۸۷	۰.۰۰۸۵
دارایی ثابت	-۱.۴۵۱۲۸۹	۰.۲۷۶۹۸۳	-۵.۲۳۹۶۲۹	۰.۰۰۰۰
مخارج سرمایه ای	۱.۰۱۱۹۶۵	۰.۸۶۰۱۸۰	۱.۱۷۶۴۵۸	۰.۲۳۹۴
عرض از مبدا	-۱.۱۶۵۰۲۳	۰.۵۰۰۹۸۷	-۲.۳۲۵۴۵۳	۰.۰۲۰۰
ضریب تعیین مک فادن	۰.۰۸۰۰۷۰	آزمون هاسمر - لمشو		۴۶۹.۰۴
		ارزش احتمال		۰.۷۹۰۱
آزمون معناداری مدل				
		آماره	احتمال	
		۹۸.۳۱۸۹۸	۰.۰۰۰۰۰۰	
		آماره LR		

با توجه به اینکه ارزش احتمال محاسبه شده برای آماره نسبت درستمایی مدل (LR) کمتر از سطح خطای ۵ درصد است می توان نتیجه گرفت که کل مدل معنادار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. همچنین مقدار کای اسکوار آزمون هاسمر -لمشو که مقادیر پیش بینی شده توسط مدل را با مقادیر واقعی برابر با ۴/۶۹ بوده و از مقدار بحرانی جدول کمتر می باشد. لذا نتیجه آزمون هاسمر نشان می دهد که خطای پیش بینی ها معنادار نبوده و فرض صفر این آزمون مبنی بر

نکویی برآزش مدل پذیرفته می‌شود. مقدار ضریب تعیین مک فادن نیز برابر با ۰/۰۸ بوده و بیانگر این است مجموعه متغیرهای توضیحی حدود ۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توجیه می‌نماید.

همچنین در نگاره فوق مشاهده می‌شود که ضریب برآورد شده برای متغیر قدرت مدیرعامل ۰/۰۸۰۳- و ارزش احتمال این ضریب برابر با ۰/۰۱۳۵ است. در نتیجه سطح خطا این ضریب کمتر از ۵ درصد بوده که بیانگر آن است که قدرت مدیرعامل بر احتمال افزایش سود تقسیمی تاثیر منفی و معناداری دارد. در نتیجه فرضیه اول تحقیق با این معیار تایید می‌شود. در مدل برآورد شده متغیرهای عمر شرکت و بازده حقوق صاحبان سهام تاثیر مثبت و معناداری بر احتمال وقوع افزایش سود تقسیمی دارند این در صورتی است که متغیر کنترلی دارایی ثابت و اهرم مالی تاثیر منفی دارد. متغیرهای اندازه شرکت، نگهداشت وجه نقد، ارزش بازار به دفتری و مخارج سرمایه ای تاثیر معناداری نداشتند.

برآورد مدل دوم (معیار تقسیم سود) به روش رگرسیون لجیت

متغیر وابسته در این مدل تقسیم سود بوده و متغیر مستقل، قدرت مدیرعامل است. همچنین متغیر تعدیل گر، کاهش سودآوری می‌باشد. نتایج آزمون این مدل به قرار زیر است:

جدول (۶): نتایج آزمون تحلیل رگرسیون مدل دوم به روش لجیت

متغیرهای مدل	ضریب	خطای معیار	آماره t	احتمال
قدرت مدیرعامل	-۰.۲۸۰۶۹۱	۰.۰۹۴۸۵۲	-۲.۹۵۹۲۶۰	۰.۰۰۳۱
کاهش سودآوری	۰.۹۹۵۱۳۳	۰.۱۶۱۶۲۶	۶.۱۵۶۹۹۰	۰.۰۰۰۰
کاهش سودآوری*قدرت مدیرعامل	۰.۳۶۰۸۱۳	۰.۱۲۹۱۲۷	۲.۷۹۴۲۵۲	۰.۰۰۵۲
اندازه شرکت	۰.۱۵۹۲۰۲	۰.۰۳۶۹۱۳	۴.۳۱۲۹۳۴	۰.۰۰۰۰
نگهداشت وجه نقد	-۰.۲۷۷۳۲۱	۰.۷۱۲۵۵۶	-۰.۳۸۹۱۹۱	۰.۶۹۷۱
بازده حقوق صاحبان سهام	۰.۸۰۲۳۹۸	۰.۱۵۵۸۳۹	۵.۱۴۸۹۰۳	۰.۰۰۰۰
ارزش بازار به دفتری	-۰.۰۰۶۷۹۶	۰.۰۱۰۵۵۳	-۰.۶۴۴۰۵۸	۰.۵۱۹۵
اهرم مالی	-۱.۷۷۶۶۶۹	۰.۲۵۵۳۰۶	-۶.۹۵۸۹۸۸	۰.۰۰۰۰
عمر شرکت	۰.۰۰۰۷۶۹	۰.۰۰۵۴۶۶	۰.۱۴۰۷۰۴	۰.۸۸۸۱
دارایی ثابت	-۱.۴۴۳۹۶۳	۰.۲۷۹۹۸۲	-۵.۱۵۷۳۵۰	۰.۰۰۰۰
مخارج سرمایه‌ای	۲.۷۸۷۵۵۱	۰.۹۷۹۱۱۶	۲.۸۴۷۰۰۶	۰.۰۰۴۴
عرض از مبدا	-۱.۳۰۷۴۲۶	۰.۵۶۱۵۹۸	-۲.۳۲۸۰۴۸	۰.۰۱۹۹
ضریب تعیین مک‌فادن	۰.۱۸۸۲۱۶	آزمون هاسمر-لمشو		۸.۴۲۲۹
		ارزش احتمال		۰.۳۹۳۳
آزمون معناداری مدل				
		آماره	احتمال	
		۲۰۸.۷۴۴۷	۰.۰۰۰۰۰۰	
		آماره LR		

با توجه به اینکه ارزش احتمال محاسبه شده برای آماره نسبت درستنمایی مدل (LR) کمتر از سطح خطای ۵ درصد است می‌توان نتیجه گرفت که کل مدل معنادار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. همچنین مقدار کای اسکوار آزمون هاسمر-لمشو که مقادیر پیش بینی شده توسط مدل را با مقادیر واقعی برابر با ۸/۴۲ بوده و از مقدار بحرانی جدول کمتر می‌باشد. لذا نتیجه آزمون هاسمر نشان می‌دهد که خطای پیش‌بینی‌ها معنادار نبوده و فرض صفر این آزمون مبنی بر نکویی برآزش مدل پذیرفته می‌شود. مقدار ضریب تعیین مک فادن نیز برابر با ۰/۱۸ بوده و بیانگر این است مجموعه متغیرهای توضیحی حدود ۱۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توجیه می‌نماید.

همچنین در نگاره فوق مشاهده می‌شود که ضریب برآورد شده برای متغیر (کاهش سودآوری* قدرت مدیرعامل) $0/3608$ و ارزش احتمال این ضریب برابر با $0/0052$ است. در نتیجه سطح خطا این ضریب کمتر از ۵ درصد بوده که بیانگر آن است که کاهش سودآوری، رابطه قدرت مدیر عامل و احتمال وقوع تقسیم سود را تعدیل می‌کند. در نتیجه فرضیه دوم تحقیق با این معیار تأیید می‌شود. در مدل برآورد شده متغیر های اندازه شرکت، بازده حقوق صاحبان سهام و مخارج سرمایه ای تاثیر مثبت و معناداری بر احتمال وقوع سود تقسیمی دارند. این در صورتی است که متغیر کنترلی دارایی ثابت و اهرم مالی تاثیر منفی دارد. متغیر های نگهداشت وجه نقد، ارزش بازار به دفتری و عمر شرکت تاثیر معناداری نداشتند.

برآورد مدل دوم (معیار افزایش سود تقسیمی) به روش رگرسیون لاجیت

متغیر وابسته در این مدل افزایش سود تقسیمی بوده و متغیر مستقل، قدرت مدیرعامل است. همچنین متغیر تعدیل‌گر، کاهش سودآوری می‌باشد. نتایج آزمون این مدل به قرار زیر است:

جدول (۷): نتایج آزمون تحلیل رگرسیون مدل دوم به روش لاجیت

متغیرهای مدل	ضریب	خطای معیار	آماره t	احتمال
قدرت مدیرعامل	-۰.۲۲۵۵۱۷	۰.۰۸۹۱۳۹	-۲.۵۲۹۹۳۶	۰.۰۱۱۴
کاهش سودآوری	۰.۸۵۳۹۲۸	۰.۱۵۴۶۹۲	۵.۵۲۰۱۷۹	۰.۰۰۰۰
کاهش سودآوری*قدرت مدیرعامل	۰.۴۲۷۲۹۷	۰.۱۱۸۲۷۹	۳.۶۱۲۶۲۱	۰.۰۰۰۳
اندازه شرکت	۰.۰۹۲۷۲۸	۰.۰۳۳۱۱۴	۲.۸۰۰۲۸۶	۰.۰۰۵۱
نگهداشت وجه نقد	۰.۰۳۰۴۰۶	۰.۶۰۹۸۵۵	۰.۰۴۹۸۵۸	۰.۹۶۰۲
بازده حقوق صاحبان سهام	۰.۶۳۳۸۷۱	۰.۱۵۱۳۸۰	۴.۱۸۷۲۷۶	۰.۰۰۰۰
ارزش بازار به دفتری	۰.۰۱۲۸۸۵	۰.۰۱۰۱۰۹	۱.۲۷۴۵۸۶	۰.۲۰۲۵
اهرم مالی	-۰.۷۷۰۹۷۸	۰.۲۲۹۹۱۲	-۳.۳۵۳۳۶۴	۰.۰۰۰۸
عمر شرکت	۰.۰۱۳۱۲۱	۰.۰۰۴۹۸۷	۲.۶۳۰۷۱۸	۰.۰۰۸۵
دارایی ثابت	-۱.۴۴۶۵۸۰	۰.۲۷۹۸۶۷	-۵.۱۶۸۸۱۱	۰.۰۰۰۰
مخارج سرمایه‌ای	۱.۱۶۱۳۸۶	۰.۸۸۱۱۹۲	۱.۳۱۷۹۷۲	۰.۱۸۷۵
عرض از مبدا	-۱.۷۶۴۷۱۲	۰.۵۲۱۷۲۴	-۳.۳۸۲۴۶۶	۰.۰۰۰۷
ضریب تعیین مک‌فادن	۰.۱۰۷۰۱۴	آزمون هاسمر- لمشو	۱۰.۵۲۳۴	
		ارزش احتمال	۰.۲۳۰۲	
آزمون معناداری مدل				
		آماره		احتمال
		۱۳۱.۴۰۴۰		۰.۰۰۰۰۰۰
		آماره LR		

مقدار کای اسکوار آزمون هاسمر- لمشو که مقادیر پیش بینی شده توسط مدل را با مقادیر واقعی در ۱۰ گروه مقایسه کرده است، برابر با $10/52$ بوده و از مقدار بحرانی جدول کمتر می‌باشد. لذا نتیجه آزمون هاسمر نشان می‌دهد که خطای پیش‌بینی‌ها معنادار نبوده و فرض صفر این آزمون مبنی بر نکویی برآزش مدل پذیرفته می‌شود. مقدار ضریب تعیین مک فادن نیز برابر با $0/10$ بوده و بیانگر این است مجموعه متغیرهای توضیحی حدود ۱۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توجیه می‌نماید.

همچنین در نگاره فوق مشاهده می‌شود که ضریب برآورد شده برای متغیر (کاهش سودآوری* قدرت مدیرعامل) $0/4272$ و ارزش احتمال این ضریب برابر با $0/0003$ است. در نتیجه سطح خطا این ضریب کمتر از ۵ درصد بوده که بیانگر آن است که کاهش سودآوری، رابطه قدرت مدیر عامل و احتمال وقوع افزایش سود تقسیمی را تعدیل می‌کند. در

نتیجه فرضیه دوم تحقیق با این معیار تایید می‌شود. در مدل برآورد شده متغیرهای اندازه شرکت، بازده حقوق صاحبان سهام و عمر شرکت تاثیر مثبت و معناداری بر احتمال وقوع افزایش سود تقسیمی دارند این در صورتی است که متغیر کنترلی دارایی ثابت و اهرم مالی تاثیر منفی دارد. متغیرهای نگهداشت وجه نقد، ارزش بازار به دفتری و مخارج سرمایه ای شرکت تاثیر معناداری نداشتند.

برآورد مدل سوم (معیار تقسیم سود) به روش رگرسیون لاجیت

متغیر وابسته در این مدل تقسیم سود بوده و متغیر مستقل، قدرت مدیرعامل است. همچنین متغیر تعدیل گر، افزایش نوسانات جریان نقد می‌باشد. نتایج آزمون این مدل به قرار زیر است:

جدول (۸): نتایج آزمون تحلیل رگرسیون مدل سوم به روش لاجیت

متغیرهای مدل	ضریب	خطای معیار	آماره t	احتمال
قدرت مدیرعامل	۰.۱۳۹۷۷۶	۰.۰۷۸۸۸۸	۱.۷۷۱۸۲۱	۰.۰۷۶۴
افزایش نوسانات جریان نقد	۰.۰۷۷۱۴۵	۰.۱۶۵۲۸۳	۰.۴۶۶۷۴۵	۰.۶۴۰۷
افزایش نوسانات جریان نقد*قدرت مدیرعامل	۰.۰۳۲۵۲۱	۰.۱۳۴۱۱۲	۰.۲۴۲۴۹۱	۰.۸۰۸۴
اندازه شرکت	۰.۱۳۵۶۲۰	۰.۰۳۵۷۵۷	۳.۷۹۲۸۲۴	۰.۰۰۰۱
نگهداشت وجه نقد	-۰.۲۶۹۴۸۴	۰.۶۹۷۷۸۸	-۰.۳۸۶۱۹۸	۰.۶۹۹۴
بازده حقوق صاحبان سهام	۰.۶۳۵۵۷۸	۰.۱۵۵۲۸۰	۴.۰۹۳۱۱۲	۰.۰۰۰۰
ارزش بازار به دفتری	-۰.۰۱۶۵۲۹	۰.۰۱۰۱۸۷	-۱.۶۲۳۴۹۶	۰.۱۰۴۷
اهرم مالی	-۱.۵۶۸۸۸۸	۰.۲۴۵۱۳۴	-۶.۴۰۰۱۱۳	۰.۰۰۰۰
عمر شرکت	۰.۰۰۱۸۸۴	۰.۰۰۰۵۳۵۰	۰.۳۵۲۱۱۴	۰.۷۲۴۸
دارایی ثابت	-۱.۴۱۹۲۷۵	۰.۲۷۲۰۳۷	-۵.۲۱۷۲۱۹	۰.۰۰۰۰
مخارج سرمایه‌ای	۲.۳۵۰۲۵۵	۰.۹۴۲۷۰۶	۲.۴۹۳۰۹۴	۰.۰۱۲۷
عرض از مبدا	-۰.۶۲۰۹۴۹	۰.۵۴۰۷۳۳	-۱.۱۴۸۳۴۸	۰.۲۵۰۸
ضریب تعیین مک‌فادن	۰.۱۴۴۳۴۴	آزمون هاسمر-لمشو		۳.۸۳۷۹
		ارزش احتمال		۰.۸۷۱۴
آزمون معناداری مدل				
		آماره		احتمال
		LR		۰.۰۰۰۰۰۰

مقدار کای اسکوار آزمون هاسمر-لمشو که مقادیر پیش بینی شده توسط مدل را با مقادیر واقعی در ۱۰ گروه مقایسه کرده است، برابر با ۳/۸۳ بوده و از مقدار بحرانی جدول کمتر می‌باشد. لذا نتیجه آزمون هاسمر نشان می‌دهد که خطای پیش‌بینی‌ها معنادار نبوده و فرض صفر این آزمون مبنی بر نکویی برآزش مدل پذیرفته می‌شود. مقدار ضریب تعیین مک‌فادن نیز برابر با ۰/۱۴ بوده و بیانگر این است مجموعه متغیرهای توضیحی حدود ۱۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توجیه می‌نماید.

همچنین در نگاره فوق مشاهده می‌شود که ضریب برآورد شده برای متغیر (افزایش نوسانات جریان نقد* قدرت مدیرعامل) ۰/۰۳۲۵ و ارزش احتمال این ضریب برابر با ۰/۸۰۸۴ است. در نتیجه سطح خطا این ضریب بیشتر از ۵ درصد بوده که بیانگر آن است که افزایش نوسانات جریان نقد، بر رابطه بین قدرت مدیر عامل و تقسیم سود تاثیرگذار نیست. در نتیجه فرضیه سوم تحقیق با این معیار رد می‌شود. در مدل برآورد شده متغیرهای اندازه شرکت، بازده حقوق صاحبان سهام و مخارج سرمایه ای تاثیر مثبت و معناداری بر احتمال وقوع سود تقسیمی دارند این در صورتی است که متغیر

کنترلی دارایی ثابت و اهرم مالی تاثیر منفی دارد. متغیرهای نگهداشت وجه نقد، ارزش بازار به دفتری و عمر شرکت تاثیر معناداری نداشتند.

برآورد مدل سوم (معیار افزایش سود تقسیمی) به روش رگرسیون لاجیت

متغیر وابسته در این مدل افزایش سود تقسیمی بوده و متغیر مستقل، قدرت مدیرعامل است. همچنین متغیر تعدیل‌گر، افزایش نوسانات جریان نقد می‌باشد. نتایج آزمون این مدل به قرار زیر است:

جدول (۹): نتایج آزمون تحلیل رگرسیون مدل سوم به روش لاجیت

متغیرهای مدل	ضریب	خطای معیار	آماره t	احتمال
قدرت مدیرعامل	۰.۰۳۲۳۰۰	۰.۰۷۲۹۱۱	۰.۴۴۳۰۰۴	۰.۶۵۷۸
افزایش نوسانات جریان نقد	۰.۱۱۰۱۴۸	۰.۱۶۰۳۹۴	۰.۶۸۶۷۳۷	۰.۴۹۲۲
افزایش نوسانات جریان نقد*قدرت مدیرعامل	-۰.۰۱۳۴۹۳	۰.۱۲۲۱۵۵	-۰.۱۱۰۴۶۰	۰.۹۱۲۰
اندازه شرکت	۰.۰۷۹۶۳۵	۰.۰۳۲۵۲۷	۲.۴۴۸۲۹۷	۰.۰۱۴۴
نگهداشت وجه نقد	۰.۰۳۷۵۳۱	۰.۰۶۰۳۷۲۷	۰.۰۶۲۱۶۵	۰.۹۵۰۴
بازده حقوق صاحبان سهام	۰.۵۲۰۹۱۱	۰.۱۵۱۷۸۸	۳.۴۳۱۸۴۱	۰.۰۰۰۶
ارزش بازار به دفتری	۰.۰۰۵۶۵۷	۰.۰۰۹۷۸۴	۰.۵۷۸۲۴۰	۰.۵۶۳۱
اهرم مالی	-۰.۰۶۷۵۳۸۰	۰.۲۲۵۳۷۶	-۲.۹۹۶۶۸۸	۰.۰۰۲۷
عمر شرکت	۰.۰۱۳۳۴۶	۰.۰۰۴۹۵۶	۲.۶۹۳۱۱۴	۰.۰۰۷۱
دارایی ثابت	-۱.۴۵۷۴۹۵	۰.۲۷۷۱۴۰	-۵.۲۵۹۰۵۸	۰.۰۰۰۰
مخارج سرمایه‌ای	۰.۹۲۱۴۳۰	۰.۸۶۴۰۴۱	۱.۰۶۶۴۲۰	۰.۲۸۶۲
عرض از مبدا	-۱.۱۸۹۶۲۴	۰.۵۰۵۴۶۵	-۲.۳۵۳۵۲۲	۰.۰۱۸۶
ضریب تعیین مک‌فادن	۰.۰۸۰۹۰۵	آزمون هاسمر-لمشو		۳.۲۰۱۸
		ارزش احتمال		۰.۹۲۱۱
آزمون معناداری مدل				
		آماره	احتمال	
		۹۹.۳۴۳۶۶	۰.۰۰۰۰۰۰	

مقدار کای اسکوار آزمون هاسمر-لمشو که مقادیر پیش بینی شده توسط مدل را با مقادیر واقعی در ۱۰ گروه مقایسه کرده است، برابر با ۳/۲۰ بوده و از مقدار بحرانی جدول کمتر می‌باشد. لذا نتیجه آزمون هاسمر نشان می‌دهد که خطای پیش‌بینی‌ها معنادار نبوده و فرض صفر این آزمون مبنی بر نکویی برآزش مدل پذیرفته می‌شود. مقدار ضریب تعیین مک‌فادن نیز برابر با ۰/۰۸ بوده و بیانگر این است مجموعه متغیرهای توضیحی حدود ۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توجیه می‌نماید.

همچنین در نگاره فوق مشاهده می‌شود که ضریب برآورد شده برای متغیر (افزایش نوسانات جریان نقد* قدرت مدیرعامل) ۰/۱۳۴- و ارزش احتمال این ضریب برابر با ۰/۹۱۲۰ است. در نتیجه سطح خطا این ضریب بیشتر از ۵ درصد بوده که بیانگر آن است که افزایش نوسانات جریان نقد، بر رابطه بین قدرت مدیر عامل و افزایش سود تقسیمی تاثیرگذار نیست. در نتیجه فرضیه سوم تحقیق با این معیار رد می‌شود. در مدل برآورد شده متغیرهای اندازه شرکت، بازده حقوق صاحبان سهام و عمر شرکت تاثیر مثبت و معناداری بر احتمال وقوع افزایش سود تقسیمی دارند این در صورتی است که متغیر کنترلی اهرم مالی و دارایی ثابت تاثیر منفی دارد. متغیرهای نگهداشت وجه نقد، ارزش بازار به دفتری و مخارج سرمایه‌ای شرکت تاثیر معناداری نداشتند.

خلاصه پژوهش و جمع بندی

تقسیم سود از دو جنبه بسیار مهم در خور بحث است، از یک طرف عاملی اثرگذار بر سرمایه گذاری های آتی شرکت ها است و از سوی دیگر بسیاری از سهامداران خواهان تقسیم سود نقدی هستند. از این رو سهامداران با هدف حداکثر کردن ثروت همواره باید بین علاقه های مختلف خود و فرصت های سودآور سرمایه گذاری تعادل برقرار کنند. بنابراین تصمیم های تقسیم سود که از سوی مدیران گرفته می شود، بسیار حساس و دارای اهمیت است. هدف اصلی این پژوهش تاثیر قدرت مدیرعامل بر احتمال پرداخت سود تقسیمی با در نظر گرفتن نقش نوسان جریان نقدی و سودآوری شرکت می باشد.

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول، قدرت مدیر عامل با احتمال پرداخت سود رابطه منفی و معنادار دارد. این یافته با نتیجه به دست آمده از تحقیق شیخ (۲۰۲۲) همراستا بود. مدیر عاملی که از قدرت بیشتری در شرکت برخوردار باشد نسبت به مدیر عامل سایر شرکت ها وابستگی کمتری به نظرات هیات مدیره و مالکان شرکت دارد. از این رو این ویژگی رفتاری باعث می شود تا تمایل کمتری به پرداخت سود نقدی داشته و ترجیح می دهد که این نقدینگی درون شرکت قرار گیرد چرا که وجود نقدینگی بیشتر در درون شرکت، باعث افزایش قدرت مدیر عامل و انعطاف پذیری بیشتر در تصمیم گیری های مالی و وابستگی کمتر شرکت به تامین مالی از طرف انتشار اوراق بهادار می گردد. از این رو قدرت مدیر عامل، احتمال پرداخت سود شرکت را کاهش می دهد. به این ترتیب فرضیه اول پژوهش پذیرفته می شود و قدرت مدیر عامل با احتمال پرداخت سود رابطه منفی و معنادار دارد.

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم، کاهش سودآوری، رابطه قدرت مدیر عامل و احتمال پرداخت سود را تعدیل می کند. این یافته با نتیجه به دست آمده از تحقیقات شیخ (۲۰۲۲) همراستا می باشد. کاهش سودآوری به صورت مستقیم بر روی قدرت مدیر عامل تاثیر گذار است. در واقع شرکتی که سودآوری آن رو به افول است، نشان دهنده ی عدم کفایت مدیریت در اداره شرکت به جهت افزایش درآمد آن شرکت است. از این رو این ویژگی منفی، تاثیر مثبتی بر روی قدرت مدیر عامل گذاشته و با کاهش قدرت مدیر عامل شاهد افزایش احتمال پرداخت سود هستیم. بنابراین می توان اینگونه بیان کرد که هرچه شرکت دچار کاهش سودآوری در دوره های آتی مالی شود، مدیران از جایگاه خود تنزل یافته و قدرت آن ها رو به کاهش می رود؛ از این رو تمایل بیشتری برای پرداخت سود نشان می دهند، زیرا در جایگاه قدرت قرار ندارند که بتوانند از پرداخت سود سر باز بزنند. به این ترتیب فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می شود و کاهش سودآوری، رابطه قدرت مدیر عامل و احتمال پرداخت سود را تعدیل می کند.

نتیجه آزمون فرضیه سوم نشان می دهد نوسان جریان نقدی بالا، رابطه قدرت مدیر عامل و احتمال پرداخت سود را تعدیل نمی کند. به این ترتیب فرضیه سوم پژوهش پذیرفته نمی شود.

با توجه به نتایج تحقیق در ابتدا به سهامداران و مالکان شرکت توصیه می شود که در هنگام جذب مدیر عامل میزان قدرت و نفوذ مدیر عامل را مورد بررسی قرار دهند، زیرا اگر مالکان شرکت به دنبال کسب درآمد از طریق دریافت سود نقدی هستند، مدیر عاملانی که قدرت بالاتری دارند تمایل کمتری به پرداخت سود نقدی دارند و این امر می تواند در تضاد با سیاست های مالکان شرکت باشد. از سویی دیگر به سهامداران خرد توصیه می شود که در هنگام خرید سهام شرکت به میزان نفوذ قدرت مدیر عامل توجه کرده، زیرا این امر می تواند در کوتاه مدت درآمد و استراتژی سرمایه گذاری آن ها را تحت تاثیر قرار دهد. علاوه بر این به مدیران شرکت ها توصیه می شود که در نظر داشته باشند که با کاهش سودآوری شرکت این نفوذ و قدرت تحت تاثیر قرار گرفته، از این رو استراتژی های مدیریتی خود را به گونه ای طراحی کنند که سودآوری شرکت در بلند مدت تحت تاثیر قرار نگیرد تا بتوانند اهداف خود را برای شرکت جامع عمل ببوشانند.

منابع

- ✓ ایزدی نیا، ناصر، سعادت نیا، علی، حاجیان نژاد، امین، (۱۳۹۹)، به بررسی تأثیر ارزش انعطاف پذیری مالی بر سیاستهای تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های حسابداری مالی، سال دوازدهم، شماره چهارم، صص ۱۰۱-۱۱۲.
- ✓ انوشیروانی، فرزانه، ساعدی، رحمان، (۱۳۹۷)، بررسی رابطه بین قدرت مدیر عامل و ارزش شرکت با نقش تعاملی رقابت بازار و حاکمیت شرکتی، پژوهشنامه مدیریت اجرایی، سال دهم، شماره ۲۰، رتبه الف، صص ۱۴۷-۱۷۳.
- ✓ پورحیدری، امید، خاکساری، محمد، (۱۳۸۷)، بررسی عوامل تعیین کننده خط مشی تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله توسعه و سرمایه، شماره ۲، صص ۱۵۳-۱۸۳.
- ✓ ثقفی، علی، هاشمی، سیدعباس، (۱۳۸۳)، بررسی تحلیلی رابطه بین جریان های نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی، ارایه مدل برای پیش بینی جریان های نقدی عملیاتی، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۱، شماره ۳۸، صص ۱-۱۵.
- ✓ جهانخانی، علی، قربانی، سعید، (۱۳۸۴)، شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۲۰، صص ۲۷-۴۸.
- ✓ حجازی، رضوان، فصیحی، صغری، کرشاهی، بهنام، (۱۳۹۶)، بررسی تاثیر توانایی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی- پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال ۱۴، شماره ۵۴، صص ۶۷-۸۷.
- ✓ سیدنژاد فهیم، سید رضا، بلالی، آیت، حسن زاده، فرشته، (۱۴۰۰)، بررسی تاثیر فشار سرمایه گذاران بر سیاست تقسیم سود، نشریه مدیریت نوآوری و راهبردهای عملیاتی، سال دوم، شماره ۲، صص ۱۶۷-۱۷۹.
- ✓ شباهنگ، رضا، (۱۳۷۲)، مدیریت سرمایه در گردش و بودجه نقدی (در چارچوب بودجه جامع)، حسابداری، دوره ۱۴، شماره ۱۰۷، صص ۸۰-۹۳.
- ✓ عبدالرضا، تالانه، مهرانی، ساسان، (۱۳۷۷)، رابطه بین سرمایه گذاری و تقسیم سود، پژوهشگاه علوم انسانی و فرهنگ، شماره ۱۲۹، صص ۲۳-۶۵.
- ✓ فتحی ارطه، کیوان، یاری، فرانک، (۱۳۹۵)، تاثیر قدرت تصمیمگیری مدیرعامل بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، دوره ۲، شماره ۳، صص ۵۹-۷۸.
- ✓ محمدزاده مقدم، محمد باقر، نقدی، سجاد، اسماعیلی، جواد، (۱۳۹۷)، تأثیر کیفیت سود بر سیاست تقسیم سود، نشریه علمی حسابداری و منافع اجتماعی، دوره ۸، شماره ۱، صص ۳۹-۵۵.
- ✓ هاشمی، سید عباس، رسائیان، امیر، (۱۳۸۸)، بررسی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، سال بیستم، صص ۱۸۷-۲۱۳.
- ✓ Berger, R., Dutta, S., Raffel, T., Samuels, G., (2008). *Innovating at the Top: How Global CEOs Drive Innovation for Growth and Profit*. Palgrave Macmillan, New York.
- ✓ Brealey, R.A., Myers, S.C. and R. Alen, (2006), "Principles of Corporate Finance", Irwin/McGraw-Hill, Boston, MA.
- ✓ Burja. C. (2011). "Factors Influencing The Companies' Profitability." *Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica*, vol. 13, no. 2, pp. 215-224.
- ✓ Chintrakarn, P., Chatjuthamard, P., Tong, C., Jiraporn, P., (2018). How do powerful CEOs view dividends and stock repurchases? Evidence from the CEO pay slice (CPS). *Int. Rev. Econ. Financ.* 58, 49-64.

- ✓ Deshmukh, S., Goel, A.M., Howe, K.M., (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *J. Financ. Intermed.* 22, 440–463.
- ✓ Easterbrook, F.H., (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *Am. Econ. Rev.* 74 (4), 650–659..
- ✓ Finkelstein, S., Hambrick, D.C., (1996). *Top Executives and their Effects on Organizations.* West Publishing Company.
- ✓ Fischer Black, (1976), "The Dividend Puzzle", *Journal of Portfolio Management* 2, PP. 5-8..
- ✓ Hamori, M., Kakarika, M., (2009). External labor market strategy and career success: CEO careers in Europe and the United States. *Hum. Resour. Manag.* 48 (3), 355–378.
- ✓ Jensen, M.C., (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Am. Econ. Rev.* 76, 323–339.
- ✓ Jensen, M.C., Meckling, W.H., (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *J. Financ. Econ.* 2, 305–360.
- ✓ Jiraporn. P. Leelalai, V. Tong. S. (2016). "The effect of managerial ability on dividend policy: How do talent managers view dividend payouts". *Applied Economic Letters.* Online journal. www.tandfonline.com/loi/rael20.
- ✓ John Lintner, (1956), "Distribution of Incomes of Operations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", *American Economic Review* 46, PP. 97- 113.
- ✓ John, Kose and Joseph Williams, (1985), *Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium*, *The Journal of Finance*, 40, 1053-1070.
- ✓ Malmendier, U., Tate, G., (2005). CEO optimism and corporate investment. *J. Financ.* 60, 2661–2700.
- ✓ Onali, E., Galiakhmetova, R., Molyneux, P., Torluccio, G., (2016). CEO power, government monitoring, and bank dividends. *J. Financ. Intermed.* 27, 89–117.
- ✓ Pan, Y., Wang, T.Y., Weisbach, M.S., (2016). CEO investment cycles. *Rev. Financ. Stud.* 29, 2955–2999.
- ✓ Samsul M. (2006). *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio.* Jakarta, Indonesia: Erlangga, 2006
- ✓ Sheikh,sh.(2022). CEO power and the likelihood of paying dividends: effect of profitability and cash flow volatility . *Journal of Gorporate Finance.* 73.102186.
- ✓ Zwiebel, J., (1996). Dynamic capital structure under managerial entrenchment. *Am. Econ. Rev.* 86, 1197–1215.