

بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تقسیم سود

مسعود حسنی القار*، محمد مرفوع**

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۷/۱۶

تاریخ پذیرش: ۹۵/۱۰/۲۵

چکیده

سیاست تقسیم سود و عوامل تأثیرگذار بر آن، از موضوعات بااهمیتی است که در ادبیات مالی مدرن به طور گسترده‌ای مورد بررسی قرار گرفته است. محققان در اغلب این پژوهش‌ها به برخی از ویژگی‌های شرکت اشاره کرده‌اند. نتایج پژوهش‌های اخیر نشان می‌دهد یکی از عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود، "توانایی مدیریت" است. در ادبیات حسابداری، توانایی مدیریت یکی از ابعاد سرمایه انسانی شرکت‌هاست که به عنوان دارایی نامشهود طبقه‌بندی می‌شود. برخی محققان توانایی مدیریت را به عنوان کارایی مدیران نسبت به رقبا در تبدیل منابع شرکت به درآمد تعریف می‌کنند. هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تقسیم سود است. جامعه آماری پژوهش را ۱۱۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ تشکیل می‌دهد. سنجه توانایی مدیریت، بخشی از کارایی شرکت است که تحت تأثیر عوامل ذاتی شرکت قرار نمی‌گیرد. به منظور محاسبه و تحلیل اطلاعات توانایی مدیران از مدل ارائه شده توسط دیمرجان و همکاران (۲۰۱۲، ۲۰۱۳) استفاده شده است. آزمون فرضیه پژوهش نیز با استفاده از روش‌های آماری رگرسیون خطی چند متغیره و الگوی تحلیل پوششی داده‌ها صورت گرفته است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش نشان می‌دهد توانایی مدیریت تأثیر مثبت معناداری بر تقسیم سود شرکت دارد. به عبارت دیگر، مدیران توانا تر سود تقسیمی بیشتری را پرداخت می‌کنند. بر اساس بررسی‌های بیشتر میزان جریان‌های نقدی بر سطح تقسیم سود شرکت تأثیرگذار است. تأثیرگذاری جریان‌های نقدی بر سطح تقسیم سود بیانگر وجود حساسیت سود تقسیمی نسبت به جریان‌های نقدی است.

واژه‌های کلیدی: توانایی مدیریت، سیاست تقسیم سود، کارایی شرکت، جریان‌های نقدی و فرصت‌های

رشد.

طبقه بندی موضوعی: G34, G35

کد DOI: 10.22051/jera.2017.12065.1462

* مربی گروه حسابداری دانشگاه بزرگمهر قانات، قائن، نویسنده مسئول (acc.hasani@gmail.com)

** استادیار گروه حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی، (marfoua@gmail.com).

مقدمه

سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین موضوعاتی است که در ادبیات مالی مدرن به طور گسترده‌ای مورد بررسی قرار گرفته است؛ چرا که عدم قطعیت نظریه‌هایی که در زمینه درک اهمیت سیاست تقسیم سود در تعیین ارزش شرکت مطرح شدند، آن را به یکی از بحث‌انگیزترین موضوعات پژوهش تبدیل کرده است (افزا و حسن میرزا، ۲۰۱۰).

می‌توان ریشه این بحث را در مطالعه مودیلیانی و میلر (۱۹۶۱) دانست؛ زیرا آنها باور رایج در زمینه تأثیر تقسیم سود بر افزایش ارزش شرکت را به چالش کشیده و معتقد بودند که در بازار سرمایه کارا، سیاست تقسیم سود شرکت نمی‌تواند ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد (افزا و حسن میرزا، ۲۰۱۰). در مقابل محققانی چون لیتنر (۱۹۶۲) و گوردن (۱۹۶۳) در حمایت از نظریه پرنده در دست، معتقد بودند که در محیطی با عدم قطعیت و اطلاعات ناقص، پرداخت بیشتر سود سهام موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود. در حال حاضر این بحث منجر به شکل‌گیری ادبیات مالی گسترده‌ای شده است، اما به نظر می‌رسد که محققان نتوانسته‌اند به نتیجه واحدی در این زمینه دست یابند و تنها موضوعی که بر سر آن یک اجماع کلی وجود دارد، اینکه هیچ عاملی به تنهایی نمی‌تواند رفتار تقسیم سود را توضیح دهد (افزا و حسن میرزا، ۲۰۱۰؛ کامیابی و همکاران، ۱۳۹۳). در اغلب پژوهش‌هایی که تاکنون با هدف تبیین عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود صورت گرفته، تأکید بر ویژگی‌های خاص شرکت‌ها بوده است؛ این در حالی است که پژوهش‌های اخیر ویژگی‌های شخصیتی مدیران را به عنوان یکی از مهمترین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود بررسی می‌کند (جیرا پرن و همکاران، ۲۰۱۵). نتایج پژوهش‌های پیشین (جیرا پرن و همکاران، ۲۰۱۵) نشان می‌دهد یکی از عوامل تأثیرگذار بر سیاست تقسیم سود، مفهوم توانایی مدیریت است.

امروزه، دارایی نامشهود به منبعی نیرومند برای بهبود عملکرد کسب و کارها تبدیل شده است. استاندارد شماره ۱۷ حسابداری ایران، دارایی نامشهود را به عنوان یک دارایی پولی قابل تشخیص بدون وجود فیزیکی تعریف می‌کند که برای استفاده در تولید یا عرضه کالاها و خدمات یا اجاره به سایرین و یا برای سایر مقاصد اداری نگهداری می‌شود. دارایی نامشهود را به سه دسته می‌توان تقسیم‌بندی نمود (بلیر و والمن، ۲۰۰۰):

۱) آن دسته از دارایی‌های نامشهود که شرکت به طور شفاف دارای حق مالکیت آنها بوده و دارای بازار خرید و فروش می‌باشند. ۲) دارایی‌های نامشهودی که تحت کنترل شرکت هستند، اما تعریف درستی از آنها در دست نیست و ممکن است حق مالکیت قانونی برای آنها وجود نداشته باشد. همچنین برای آنها یا بازاری وجود ندارد و یا دارای بازار غیرفعال و ضعیف هستند. مخارج تحقیق و توسعه، سیستم‌های مدیریت اموال و فرآیندهای تجاری نمونه‌هایی از این قبیل دارایی‌هاست. ۳) دارایی‌های نامشهودی که شرکت کنترل کمی بر آنها دارد و بازار فعال برای آنها وجود ندارد. این دارایی‌ها به نیروی انسانی شرکت مربوط می‌باشند (نمازی و غفاری، ۱۳۹۴). یکی از سرمایه‌های انسانی، که نقش مهمی در تبدیل منابع شرکت به درآمد و خلق ثروت برای سهامداران را دارد، مدیران شرکت‌های تجاری هستند. اطلاعات مرتبط با قابلیت مدیران شرکت‌ها، از قبیل توانایی آنها در استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تأمین منابع، تخصیص بهینه منابع، و دانش و تجربه آنها، یکی از ابعاد مهم و ارزشمند دارایی‌های نامشهود شرکت‌های تجاری محسوب می‌شوند (نمازی و غفاری، ۱۳۹۴). مدیران باید تصمیم بگیرند چه مقدار از سود را به منزله سود تقسیمی بین سهامداران توزیع کنند و چه مقدار از آن را دوباره در قالب سود انباشته در شرکت سرمایه‌گذاری کنند؛ این تصمیم فرصت‌های رشد شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. از آنجا که تغییرات غیرمنتظره در سود تقسیمی، حاوی اطلاعاتی درباره درآمدها و سایر عوامل مهم شرکت است و به تغییر قیمت سهام منجر می‌شود، این تصمیم اهمیت زیادی دارد (مشایخ و بهزادپور، ۱۳۹۳).

با توجه به موارد یاد شده، سؤال اصلی که این پژوهش به دنبال یافتن پاسخ آن می‌باشد، این است که آیا بین توانایی مدیریت و سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد یا خیر؟ در صورت وجود رابطه معنادار، نوع رابطه چگونه می‌باشد؟ در پژوهش حاضر سعی بر آن است که تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تقسیم سود مورد آزمون تجربی قرار گیرد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

میلر و مودیلیانی (۱۹۶۱) در نظریه معروف خود با نام نامربوطی سود تقسیمی ادعا نمودند که در شرایط بازار کامل، تقسیم سود تأثیری بر ارزش شرکت نداشته و در تصمیم‌گیری‌ها عاملی

نامربوط است. با این حال ادعای ایشان به شرط برقراری چندین فرض شامل موارد زیر بوده است: (۱) عدم وجود مالیات، (۲) عدم وجود هزینه‌های معاملات، (۳) عدم تأثیر اهرم مالی بر هزینه سرمایه، (۴) تقارن اطلاعاتی بین مالکان و مدیران در رابطه با شرایط مورد انتظار آتی شرکت و (۵) عدم تأثیر چگونگی تخصیص سود خالص بین سود تقسیمی و سود انباشته بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت (جیراپرن و همکاران، ۲۰۱۵؛ فونگ و همکاران، ۲۰۰۷).

اگر چه تئوری ایشان هر چند با مفروضاتی دور از واقعیت راه را برای شکل‌گیری بسیاری از تئوری‌های مالی باز نموده، لیکن به منظور امکان درک و تشریح آنچه در واقع اتفاق می‌افتد، لازم است مسأله تقسیم سود در شرایطی خارج از مفروضات فوق نیز بررسی گردد. در این راستا بسیاری از پژوهشگران به تشریح سیاست تقسیم سود در شرایط کامل نبودن بازار که یک یا چند مورد از مفروضات پیش گفته برقرار نیست پرداخته و بر این اساس تئوری‌های مختلفی در رابطه با سیاست تقسیم سود ارائه کرده‌اند. برای مثال، با کنارگذاری یکی از مفروضات میلر و مودیلیانی (۱۹۶۱)، در شرایطی که بازار کامل نباشد، عدم تقارن اطلاعاتی به وجود خواهد آمد که خود منشأ شکل‌گیری تئوری‌های علامت‌دهی و نمایندگی در تشریح سیاست تقسیم سود است (اعتمادی و اسماعیلی کجانی، ۱۳۹۵). مالی رفتاری و مصادیق عمده آن، از دیگر نواقص عمده بازار است که بر رخداد نظام‌مند خطای تصمیم‌گیری مدیران و سرمایه‌گذاران متمرکز است. یکی از این مصادیق، مفهوم توانایی مدیریت است. نتایج پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهد توانایی مدیریت یکی از مهمترین عوامل اثرگذار بر سیاست تقسیم سود است (جیراپرن و همکاران، ۲۰۱۵).

در ادبیات حسابداری، توانایی مدیریت یکی از ابعاد سرمایه انسانی شرکت‌هاست که به عنوان دارایی نامشهود طبقه‌بندی می‌شود. به عنوان مثال دیمرجان و همکاران (۲۰۱۲، ۲۰۱۳) توانایی مدیریت را به عنوان کارایی مدیران نسبت به رقبا در تبدیل منابع شرکت به درآمد تعریف می‌کنند. این منابع تولید درآمد در شرکت‌ها شامل بهای موجودی‌ها، هزینه‌های اداری و توزیع و فروش، دارایی‌های ثابت، اجاره‌های عملیاتی، هزینه‌های تحقیق و توسعه و دارایی‌های نامشهود شرکت می‌شود (دیمرجان و همکاران، ۲۰۱۲). توانایی مدیریتی بالاتر می‌تواند منجر به مدیریت کاراتر عملیات روزانه شرکت شود، خصوصاً در دوره‌های بحرانی عملیات، که تصمیم‌گیری‌های مدیریتی می‌تواند تأثیر بسزایی بر عملکرد شرکت داشته باشد.

افزون بر آن، در دوره‌هایی که شرکت با بحران روبه‌روست، مدیران توانا تر تصمیم‌گیری مناسب‌تری در ارتباط با تأمین منابع مورد نیاز خواهند داشت (آندرو و همکاران، ۲۰۱۳). سرمایه‌گذاری مناسب‌تر در پروژه‌های با ارزش‌تر و مدیریت کارای کارکنان نیز از ویژگی‌های مدیران توانمند است. در نتیجه در کوتاه‌مدت انتظار می‌رود، مدیران توانا تر بتوانند درآمد بیشتری با استفاده از سطح معینی از منابع کسب کنند، یا با استفاده از منابع کمتر، به سطح معینی از درآمد دست یابند (دیمرجان و همکاران، ۲۰۱۲). و بالعکس، تصمیمات ضعیف و مهارت پایین مدیریت در رهبری می‌تواند شرکت را به سمت ورشکستگی سوق دهد. همچنین مدیران توانمندتر دانش و آگاهی بیشتری در ارتباط با مشتریان و شرایط کلان اقتصادی دارند و قادرند درک بهتری در ارتباط با استانداردهای پیچیده‌تر داشته و آنها را به درستی اجرا کنند (دیمرجان و همکاران، ۲۰۱۳). این مدیران قادر به انجام قضاوت صحیح و همچنین انجام پیش‌بینی‌های دقیق نسبت به سایر افراد بوده و توانایی ترکیب بهتر اطلاعات را جهت انجام پیش‌بینی‌های قابل اعتمادتر، که منجر به گزارش‌های با کیفیت‌تر می‌شود، دارند (نمازی و غفاری، ۱۳۹۴).

شاخه‌ای از نظریه‌های تقسیم سود، آن را از منظر رابطه نمایندگی بررسی نموده‌اند که در نتیجه جدایی منافع مدیریت و مالکیت در شرکت‌ها ایجاد شده و به تجزیه تحلیل تضاد منافع موجود بین طرف‌های رابطه نمایندگی که به اصطلاح به آن مسأله نمایندگی اطلاق می‌شود، می‌پردازد (باتاچاریا، ۲۰۰۷). فرض بنیادین این نظریه، عمل افراد در جهت حداکثر کردن منافع شخصی‌شان است و از آنجا که تابع مطلوبیت افراد لزوماً همیشه بر یکدیگر منطبق نیست، مدیران لزوماً همیشه در پی کسب حداکثر منافع برای مالکان نخواهند بود. در این رابطه جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) بیان نمودند که مدیران به واسطه کنترلی که در اختیار دارند، می‌توانند منافع شرکت را به فعالیت‌هایی اختصاص دهند که تنها در جهت منافع شخصی خودشان بوده و لزوماً حداکثر منافع مالکان را به همراه ندارد. طبق تئوری نمایندگی، مالکان با آگاهی از این تضاد منافع و احتمال بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه از سوی مدیریت با استفاده از یک سری ساز و کارهای راهبری شرکتی در صدد کاهش مشکلات نمایندگی و همسو نمودن منافع مدیران و مالکان برمی‌آیند (باتاچاریا، ۲۰۰۷؛ جیراپرن و همکاران، ۲۰۱۵).

جنسن (۱۹۸۶) بیان کرد، مدیران از انگیزه رشد شرکت تحت کنترل‌شان تا حدی بیش از اندازه بهینه برخوردارند، زیرا افزایش اندازه شرکت افزایش منابع تحت کنترل ایشان را به همراه داشته و در کنار ملاحظات شهرت باعث افزایش قدرت مانور آنها نیز می‌گردد. بنابراین انتظار می‌رود مدیران با استفاده از اختیارات خود در مقابل کاهش منابع تحت کنترل‌شان مقاومت نمایند. مسأله دیگر نیز این است که آیا تقسیم سود می‌تواند به حل مشکلات نمایندگی کمک کند یا خیر. طبق نظریه نمایندگی، یکی از ساز و کارهای کاهش مشکلات نمایندگی بین مدیران و مالکان تقسیم سود است (باتاچاریا، ۲۰۰۷؛ جیراپرن و همکاران، ۲۰۱۵؛ اعتمادی و اسماعیلی کجانی، ۱۳۹۵). در باب نقش تقسیم سود در کاهش مشکلات نمایندگی، نظریه‌های مختلفی شامل هزینه نمایندگی، فرضیه حداقل هزینه تقسیم سود، پاداش مدیریت و فرضیه‌های پیامدی و جانیشینی، مطرح شده‌اند.

به طور کلی دو فرضیه در خصوص تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تقسیم سود می‌تواند مطرح شود. نخست، از آنجا که مدیران با توانایی بیشتر می‌توانند به طور کارتری عملیات روزانه شرکت را مدیریت و اداره کرده و نرخ بازده بالاتری را برای سهامداران و سرمایه‌گذاران به دست آورند، انتظار می‌رود به احتمال زیاد به منظور حفظ روند سودآوری شرکت به جای پرداخت سود سهام بیشتر به سرمایه‌گذاری مجدد آن اقدام نمایند. به عبارت دیگر پیش‌بینی می‌گردد مدیران با توانایی بالاتر، سود تقسیمی کمتری پرداخت نمایند (جیراپرن و همکاران، ۲۰۱۵). علاوه بر این، مدیران تواناتر ممکن است احتمال و بزرگی شوک‌های مثبت جریان‌های نقدی آتی حاصل از این پروژه‌ها را بیشتر برآورد کنند و در مقابل برآورد کمتری از شوک‌های منفی داشته باشند. ممکن است آنها بر این باور باشند که واحد تجاری تحت مدیریتشان در بازار سرمایه کمتر از واقع ارزش‌گذاری شده است و ترجیح دهند از منابع تأمین مالی خارج از سازمان کمتر استفاده کنند. به بیانی، انتظار می‌رود سود نقدی کمتری تقسیم کنند (ایشیکاوا و تاکاهاشی، ۲۰۱۰).

از سوی دیگر، فرضیه دوم بر این واقعیت منطبق است که بسیاری از شرکت‌ها تمایلی به کاهش سود نقدی پرداختی ندارند. بنابراین، مدیران توانا یا سود نقدی پرداخت نمی‌کنند و یا سود نقدی را افزایش نمی‌دهند، مگر اینکه آنها قویاً معتقد باشند که می‌توانند سطح یکسانی از سود نقدی پایدار را حفظ کنند. از این رو احتمال کمتری وجود دارد که شرکت‌های با مدیران

توانا پرداخت سود نقدی را متوقف کنند یا از قلم بیاندازند. مدیران توانا تر به دلیل اعتماد و اطمینانی که به توانایی‌های خود دارند، معتقدند که می‌توانند روند سودآوری شرکت را برای مدت طولانی حفظ کرده و احساس نگرانی کمتری پیرامون پرداخت سود نقدی و یا افزایش آن دارند. از این رو پیش‌بینی می‌گردد که توانایی مدیریت منجر به پرداخت سود نقدی بیشتری گردد (جیراپرن و همکاران، ۲۰۱۵). علاوه بر این، مطابق پژوهش‌های پیشین (نظیر دشماخ و همکاران، ۲۰۱۳؛ جیراپرن و همکاران، ۲۰۱۵) جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت عاملی تأثیرگذار بر پرداخت سود تقسیمی است. با افزایش جریان‌های نقدی عملیاتی، مدیران توانا تر نسبت به سایر مدیران جریان‌های نقدی عملیاتی آتی بیشتری برآورد می‌کنند. لذا به نظر می‌رسد رابطه مثبت قوی‌تری بین سود تقسیمی و جریان‌های عملیاتی در شرکت‌های با مدیران توانا تر وجود دارد.

کوستر و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر اجتناب مالیاتی پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد، مدیران توانمند به دلیل درک بالایی که از محیط عملکردی شرکت‌ها دارند، می‌توانند تصمیمات تجاری را با استراتژی‌های مالیاتی همسو نمایند. آنها به شواهد قابل اعتمادی مبنی بر مشارکت مدیران توانمند در فعالیت‌های اجتناب مالیاتی (که پرداخت مالیات نقدی شرکت‌ها را کاهش می‌دهد) دست یافتند.

چن و همکاران (۲۰۱۵) در مطالعه خود به این نتیجه رسیدند که توانایی مدیران یکی از اجزای اصلی موفقیت در تصمیم‌گیری‌های نوآوری بوده و دارای ارتباط مثبتی با ارزش بازار شرکت هاست.

جیراپرن و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تقسیم سود پرداختند. نتایج پژوهش آنها بر اساس رسیدگی به نمونه‌ای متشکل از ۲۴,۰۰۰ شرکت - سال طی سال‌های ۱۹۸۹ تا ۲۰۱۱ نشان داد، شرکت‌های با مدیران توانا تر، سود سهام بیشتری پرداخت نمایند.

بنلملای (۲۰۱۴) ارتباط سطح افشای مسئولیت اجتماعی با سیاست تقسیم سود را مورد سنجش قرار داد و یافته وی بیانگر وجود رابطه مثبت بود. علاوه بر این، وی به بررسی رابطه اجزای مسئولیت اجتماعی با سیاست تقسیم سود نیز پرداخت. نتایج وی بیانگر وجود رابطه

مثبت بین ابعاد راهبری شرکتی، محیط زیست، کارکنان، تنوع و جامعه با سیاست تقسیم سود بوده است.

مطابق نتایج پژوهش دشماخ و همکاران (۲۰۱۳)، مدیر بیش اطمینان جریان‌های نقدی آتی را بیش از واقع برآورد کرده و نسبت به سودآوری خود سوگیری رو به بالا دارد، لذا بر این باور است که واحد تجاری تحت مدیریتش در بازار سرمایه کمتر از واقع ارزش‌گذاری شده است و تأمین مالی برون سازمانی هزینه زیادی دارد. از سوی دیگر، چنین مدیری در پروژه‌های آتی بیش از حد سرمایه‌گذاری می‌کند؛ چون کیفیت پروژه‌های آتی را نسبت به مدیر منطقی بیش از واقع ارزیابی می‌کند و نیازهای سرمایه‌گذاری آتی را نیز با کاهش تقسیم سود تأمین مالی می‌کند.

آندرو و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی به بررسی رابطه توانایی مدیریت و عملکرد شرکت در طول بحران مالی سال ۲۰۰۸ پرداختند. آنها با بررسی داده‌های مربوط به ۲۳۴۴ شرکت بین سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۱، به این نتیجه رسیدند که توانایی مدیریت با عملکرد شرکت رابطه مستقیم دارد و در طول بحران ۲۰۰۸ مدیران تواناتر، منابع شرکت، بدهی‌ها و مخارج سرمایه‌ای را نسبت به مدیران دارای توانایی پایین‌تر، به صورت کاراتری مدیریت کرده‌اند.

دیمرجان و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهش خود نشان دادند که کیفیت سود شرکت‌ها، رابطه مثبت و معناداری با توانایی مدیریت آن شرکت دارد. مدیران تواناتر منجر به ایجاد درآمدهای بالاتر، کیفیت سود بیشتر، خطای کمتر در تأمین مالی نامناسب از طریق استقراض می‌شوند. مطابق نتایج پژوهش اتینگ و همکاران (۲۰۱۳)، شرکت‌هایی که به مرحله بلوغ رسیده‌اند، برای کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی از وجوه نقد آزاد، مبادرت به سود تقسیمی بالاتری می‌نمایند. همچنین، شرکت‌های بالغ با مهارت‌های مدیریت بالا و منابع انبوه، به احتمال بیشتری در فعالیت‌های اجتماعی سرمایه‌گذاری می‌کنند. به بیان دیگر، از آنجایی که شرکت‌های قدیمی‌تر تجربه لازم برای عملکرد اجتماعی و همچنین دسترسی بیشتری به وجوه نقد آزاد دارند، نسبت به شرکت‌های جوان‌تر سود تقسیمی بالاتری پرداخت می‌کنند.

وو و لیو (۲۰۱۰) به بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود پرداختند. آنها نشان دادند سیاست تقسیم سود مدیر بیش اطمینان با مدیر منطقی متفاوت بوده و چنین مدیرانی

تمایل دارند سود تقسیمی کمتری پرداخت کنند. بررسی‌های د شماخ و همکاران (۲۰۱۳) در این خصوص نشان داد، کاهش سود تقسیمی ناشی از بیش‌اطمینانی مدیران در شرکت‌های با رشد پایین‌تر، جریان‌های نقدی کمتر و عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر، بیشتر است.

دی‌آنجلو و همکاران (۲۰۰۶) در پژوهشی با عنوان نامربوط بودن نظریه بی‌ارتباطی سود تقسیمی، بیان می‌کنند میلر و مودیلیانی فرض نادرستی را مبنای پژوهش خود قرار دادند. آنها فرض کردند شرکت‌ها تمام وجوه نقد خود را برای پرداخت سود سهام صرف می‌کنند. بنابراین، نتیجه‌گیری که در پیامد این فرض حاصل می‌شود درست نیست؛ اما آنها پس از توضیح نواقص نظریه، نظریه چرخه عمر را مطرح کردند که بیان می‌کند شرکت‌ها بر اساس چرخه عمر خود سود پرداخت می‌نمایند.

بررسی پژوهش‌های صورت گرفته در داخل کشور نیز نشان می‌دهد تاکنون هیچ پژوهشی در رابطه با توانایی مدیریت و تأثیر آن بر سیاست تقسیم سود انجام نشده است. در ادامه به بعضی از پژوهش‌های داخلی مربوط اشاره می‌گردد.

فروغی و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری و همچنین اثر کیفیت گزارشگری مالی بر شدت این رابطه پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که کیفیت گزارشگری مالی باعث کاهش تأثیر مثبت توانایی مدیریت بر سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود.

برزگر و غواصی‌کناری (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی مطالعه ارتباط سطح افشای مسئولیت اجتماعی و سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد بین سطح افشای مسئولیت اجتماعی با نسبت تقسیم سود، رابطه مثبت معناداری وجود دارد. به بیان دیگر، مدیران شرکت‌هایی که سطح بیشتری از مسئولیت اجتماعی را افشا می‌کنند، به منظور جلب رضایت و افزایش علاقه سهامداران، سود بیشتری را نیز بین آنان توزیع می‌نمایند.

سپاسی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی تحت عنوان تأثیر توانایی مدیریت بر تجدید ارائه صورت‌های مالی با تأکید بر انگیزه‌های فرصت‌طلبانه، دریافتند که فقط هنگامی بین توانایی مدیریت با تجدید ارائه صورت‌های مالی رابطه معناداری وجود دارد که نوع رفتار فرصت‌طلبانه

باشد و در انواع مختلف رفتار غیر فرصت طلبانه (غیر فرصت طلبانه افزایشی و غیر فرصت طلبانه کاهش) رابطه معناداری وجود ندارد.

فرج زاده دهکردی و آقایی (۱۳۹۴) دریافتند شرکت هایی که سود تقسیم می کنند با احتمال کمتری مرتکب گزار شگری مالی متقلبانه می شوند. همچنین، سطح سود تقسیمی نیز رابطه ای منفی با گزار شگری مالی متقلبانه دارد. علاوه بر این، سود تقسیمی حاوی اطلاعاتی در خصوص کیفیت گزار شگری مالی شرکت، به ویژه انگیزه های تجدید ارائه صورت های مالی است.

ملکیان و سلمانی (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی رابطه ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود با نگهداشت وجه نقد پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد ارتباط معناداری بین ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود با نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

بزرگ اصل و صالح زاده (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی رابطه توانایی مدیریت و پایداری سود با تأکید بر اجزای تعهدی و جریان های نقدی پرداختند. نتایج نشان داد که بین توانایی مدیریت با پایداری سود و پایداری اجزای تعهدی و نقدی سود رابطه مثبت وجود دارد. همچنین رابطه بین توانایی مدیریت و پایداری بخش تعهدی نسبت به بخش نقدی قوی تر است. بر اساس نتایج پژوهش نمازی و غفاری (۱۳۹۴)، اطلاعات مربوط به توانایی مدیران در انتخاب سبد سهام مطلوب تر و بهینه تر تأثیر مثبت معناداری دارد.

بزرگ اصل و صالح زاده (۱۳۹۳) در پژوهشی دیگر رابطه بین توانایی مدیریت و کیفیت اقلام تعهدی را بررسی کردند. در این پژوهش معیار کیفیت اقلام تعهدی، درجه نقدشوندگی این اقلام و به منظور اندازه گیری توانایی مدیریت از بخش از کارایی شرکت که تحت تأثیر عوامل ذاتی شرکت نباشد، استفاده شد. نتایج به دست آمده حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین توانایی مدیریت و کیفیت اقلام تعهدی بود.

اعتمادی و همکاران (۱۳۹۳) نشان دادند که سیاست تقسیم سود شرکت های دارای درصد سهامدار نهادی بالا، در مقایسه با شرکت های دارای سهامدار نهادی پایین، حساسیت کمتری به عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی نشان می دهد. علاوه بر این، رابطه معناداری بین عمر شرکت و سیاست های تقسیم سود وجود ندارد.

ستایش و صادق‌نیا (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی تأثیر هزینه سرمایه بر سیاست‌های تقسیم سود پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که هزینه سرمایه سهام عادی، هزینه سرمایه سود انباشته و میانگین موزون هزینه سرمایه بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها اثر مثبت معناداری دارند، اما بین هزینه بدهی و سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد.

مرادی و دلدار (۱۳۹۱) در پژوهشی تحت عنوان بررسی تأثیر سهامداران غیر نهادی بر سیاست تقسیم سود دریافتند، بین درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی و سیاست تقسیم سود رابطه منفی و معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر، با افزایش درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی، سود تقسیمی شرکت‌ها کاهش می‌یابد. جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴) در پژوهشی به شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. اندازه، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ساختار مالی، ریسک و اهرم مالی از مواردی بودند که در توضیح سیاست تقسیم سود ایفای نقش می‌کنند. با در نظر گرفتن مبانی نظری، پژوهش‌های گذشته و نتایج آنها، فرضیه پژوهش بدین شرح مطرح می‌شود:

۱. توانایی مدیریت تأثیر (مثبت یا منفی) معناداری بر نسبت سود تقسیمی دارد.

۲. تأثیر مثبت جریان‌های نقدی عملیاتی بر سود تقسیمی در شرکت‌های دارای مدیران توانا قوی‌تر است.

روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری این پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ تشکیل داده است. در پژوهش حاضر جامعه آماری بر اساس شروط نظام‌مندی تعدیل شده‌اند. بنابراین، در انتخاب شرکت‌ها ویژگی‌های زیر مورد توجه قرار گرفت:

الف) شرکت مورد نظر جزو بانک‌ها، واسطه‌گری مالی، لیزینگ و شرکت‌های بیمه نباشد (به دلیل تفاوت در ترازنامه و ماهیت خاص فعالیت).

ب) سهام شرکت در طول هر یک از سال‌های دوره پژوهش حداقل یک بار در سال معامله شده باشد.

پ) از منظر افزایش قابلیت مقایسه، پایان سال مالی شرکت، منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
 ت) طی سال‌های مورد مطالعه تغییر سال مالی یا فعالیت نداده باشد.
 ث) شرکت مورد نظر از ابتدا تا انتهای پژوهش در فهرست شرکت‌های پذیرفته شده در بورس باشد.

ج) تمامی داده‌های مورد نیاز آن در طی سال‌های ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۳ در دسترس باشد.

دوره زمانی این تحقیق از سال ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ می‌باشد. پس از بررسی شرکت‌ها از لحاظ ویژگی‌های مذکور، در مجموع ۱۰۶ شرکت به عنوان نمونه مورد مطالعه این پژوهش انتخاب شد. در گردآوری داده‌ها از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و بانک اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار (کدال) و پایگاه‌های اینترنتی مرتبط با بورس استفاده شد. آزمون فرضیه‌ها نیز پس از گردآوری داده‌های مورد نیاز، به کمک نرم‌افزار 6 Eviews انجام گرفت.

الگوی رگرسیونی که برای آزمون فرضیه اول پژوهش استفاده شده است، مطابق پژوهش جیراپرن و همکاران (۲۰۱۵) به شرح رابطه (۱) است:

رابطه (۱):

$$\text{Dividend}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Managerial Ability}_{i,t} + \sum_{q=2}^m \beta_q (\text{q}^{\text{th}} \text{Control Variables}_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

که در مدل فوق $\text{Dividend}_{i,t}$ نسبت سود تقسیمی و $\text{Managerial Ability}_{i,t}$ بیانگر توانایی مدیریت است.

برای آزمون فرضیه دوم پژوهش و لحاظ کردن تأثیر جریان‌های نقدی عملیاتی بر ارتباط بین توانایی مدیریت و تقسیم سود، متغیر تعاملی $\text{high cash}_{i,t} \times \text{Managerial Ability}_{i,t-1}$ به مدل اصلی پژوهش اضافه شده است. high cash متغیر مجازی که اگر شرکت جریان‌های نقدی عملیاتی زیادی داشته باشد (جریان‌های نقدی عملیاتی بیشتر از متوسط جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت‌های نمونه) برابر با یک است و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود. هر یک از متغیرهای پژوهش در ادامه معرفی شده‌اند:

نسبت سود تقسیمی: نسبت سود تقسیمی از محاسبه سود تقسیمی هر سهم به سود هر سهم محاسبه می‌شود (جیراپرن و همکاران، ۲۰۱۵؛ مشایخ و بهزادپور، ۱۳۹۳).

توانایی مدیریت: در پژوهش حاضر به منظور اندازه‌گیری توانایی مدیریت از مدل دیمرجان و همکاران (۲۰۱۲) استفاده شده است. در این مدل، با استفاده از اندازه‌گیری کارایی شرکت و سپس وارد کردن آن در رگرسیون خطی چند متغیره به عنوان متغیر وابسته و کنترل ویژگی‌های ذاتی شرکت، توانایی مدیریت محاسبه می‌گردد. به منظور اندازه‌گیری کارایی شرکت، دیمرجان و همکاران (۲۰۱۲) از مدل تحلیل پوشششی داده‌ها (DEA) استفاده کرده‌اند. مدل تحلیل پوشششی داده‌ها، نوعی مدل آماری است که برای اندازه‌گیری عملکرد سیستم با استفاده از داده‌های ورودی و خروجی کاربرد دارد.

رابطه (۲):

$$\max_{\theta} \theta = \frac{\text{Sales}}{v_1 \text{CoGS} + v_2 \text{SG\&A} + v_3 \text{NetPPE} + v_4 \text{OpsLease} + v_5 \text{R\&D} + v_6 \text{Goodwill} + v_7 \text{Intan}}$$

در این مدل، CoGS: بهای کالای فروش رفته در سال t ، SG&A: هزینه‌های عمومی، اداری و فروش در سال t ، NetPPE: مانده خالص املاک، ماشین‌آلات و تجهیزات در ابتدای سال t ، OpsLease: هزینه اجاره عملیاتی در سال t ، R&D: هزینه تحقیق و توسعه در سال t ، Goodwill: سرقفلی خریداری شده در ابتدای سال t ، Intan: مانده خالص دارایی نامشهود در ابتدای سال t و Sales: میزان فروش. لازم به ذکر است از آنجایی که هزینه‌های تحقیق و توسعه و اطلاعات مرتبط با اجاره‌ها توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صورت‌های مالی شناسایی نمی‌گردد، اثر آن از مدل حذف شده است.

در این مدل برای هر یک از متغیرهای ورودی ضریب خاص (۷) در نظر گرفته شده است، زیرا اثر همه متغیرهای ورودی بر خروجی (فروش) یکسان نمی‌باشد. مقدار محاسبه شده برای کارایی شرکت در محدوده صفر تا ۱ قرار می‌گیرد. شرکت‌های با نمره کارایی یک، شرکت‌هایی هستند که بسیار کارا هستند و شرکت‌هایی که نمره کارایی آنها کمتر از یک است، زیر مرز کارایی قرار دارند و باید با کاهش هزینه‌ها یا با افزایش درآمدها به مرز کارایی برسند. هدف از محاسبه کارایی شرکت، سنجش توانایی مدیریت است و از آنجا که در محاسبات مربوط به کارایی، ویژگی‌های ذاتی شرکت نیز دخالت دارند، نمی‌توان توانایی

مدیریت را به درستی اندازه گیری کرد. زیرا متأثر از این ویژگی‌ها، بیشتر یا کمتر از مقدار واقعی محاسبه می‌شود.

دیمرجان و همکاران (۲۰۱۲) به منظور کنترل اثر ویژگی‌های ذاتی شرکت در مدل خود کارایی شرکت را به دو بخش جداگانه، یعنی کارایی بر اساس ویژگی‌های ذاتی شرکت و توانایی مدیریت تقسیم کرده‌اند. آنها این کار را با استفاده از کنترل پنج ویژگی ذاتی شرکت (اندازه شرکت، سهم بازار شرکت، جریان نقدی شرکت، عمر پذیرش شرکت در بورس و فروش خارجی (صادرات)) انجام داده‌اند. هر یک از این پنج متغیر به عنوان ویژگی‌های ذاتی شرکت، می‌توانند به مدیریت کمک کنند تا تصمیمات بهتری اتخاذ نمایند یا در جهت عکس عمل کرده و توانایی مدیریت را محدود کنند. در مدل زیر که توسط دیمرجان و همکاران (۲۰۱۲) ارائه شده، این پنج ویژگی کنترل شده‌اند. رابطه (۳):

Firm Efficiency

$$= \alpha_0 + \alpha_1 \text{Size} + \alpha_2 \text{Market Share} \\ + \alpha_3 \text{Free Cash Flow Indicator} + \alpha_4 \text{Age} \\ + \alpha_5 \text{Foreign Currency Indicator} + \tau$$

که در آن؛ *Size*: اندازه شرکت و برابر با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت، *Market Share*: سهم بازار شرکت و برابر با نسبت فروش شرکت به فروش کل صنعت، *operatingCash Flow Indicator*: این متغیر در صورت مثبت بودن جریان‌های نقدی عملیاتی برابر یک و در صورت منفی بودن برابر صفر در نظر گرفته شده است، *Age*: عمر پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار و برابر با لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی که شرکت در بورس پذیرفته شده است، *Foreign Currency Indicator*: متغیر مجازی است که برای شرکت‌هایی که صادرات (فروش با ارز خارجی) داشته‌اند برابر ۱ و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته شده است و باقی مانده مدل نیز نشان دهنده میزان توانایی مدیریت است (دیمرجان و همکاران، ۲۰۱۲؛ بزرگ‌اصل و صالح‌زاده، ۱۳۹۴؛ سپاسی و همکاران، ۱۳۹۴).

متغیرهای کنترلی پژوهش نیز به شرح زیر معرفی شده‌اند:

اندازه شرکت: برای محاسبه اندازه شرکت از لگاریتم ارزش بازار سهام شرکت (حاصل ضرب قیمت سهام در تعداد سهام) در پایان سال استفاده شده است. شرکت‌های کوچک در مقایسه با شرکت‌های بزرگ، در تأمین مالی خود با مشکلات بیشتری مواجه

می‌شوند. بنابراین سود تقسیمی رابطه مثبتی با اندازه شرکت دارد. دیدگاه دیگر این است که شرکت‌های بزرگ‌تر بدهی‌های بیشتری دارند؛ زیرا اعتباردهندگان به شرکت‌های بزرگ‌تر اعتماد بیشتری دارند، بنابراین سود کمتری تقسیم می‌کنند (کوستر و همکاران، ۲۰۱۶؛ جیراپرن و همکاران، ۲۰۱۵).

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام: این متغیر از تقسیم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت به ارزش دفتری آن در پایان سال مالی محاسبه می‌شود. ارزش بازار حقوق صاحبان سهام از حاصل ضرب تعداد سهام عادی در قیمت سهام در پایان سال مالی به دست می‌آید. ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام نیز از ترازنامه شرکت استخراج می‌شود. هر چه نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری یک شرکت بیشتر باشد، تمایل آن برای توزیع سود کمتر است. با توجه به نظریه فرصت‌های سرمایه‌گذاری هر چه فرصت‌های سرمایه‌گذاری یک شرکت بیشتر باشد، ارزش بازار آن در مقایسه با ارزش دفتری‌اش به طور متوسط بیشتر می‌باشد، زیرا قیمت‌های سهام بر خلاف ترازنامه شرکت، منعکس‌کننده دارایی‌های نامشهود از قبیل فرصت‌های رشد پیش روی شرکت نیز می‌باشد (جیراپرن و همکاران، ۲۰۱۵؛ جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۴).

اهرم مالی: از طریق تقسیم جمع بدهی‌ها بر جمع دارایی‌ها به دست می‌آید. شرکت‌های با اهرم مالی بالاتر، برای تأمین وجوه مورد نیاز پرداخت بهره و اصل بدهی در سررسید درصد بالاتری از سود را نگهداری خواهد کرد (کوستر و همکاران، ۲۰۱۶؛ جیراپرن و همکاران، ۲۰۱۵؛ جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۴)؛

فرصت‌های رشد: شرکت‌هایی که در حال رشد می‌باشند (یا برنامه‌ای برای رشد دارند)، به واسطه نیاز مبرم به منابع مالی جهت سرمایه‌گذاری جدید (چه در حال و چه در آینده) تمایل چندانی به توزیع سود ندارند. این متغیر از طریق رشد فروش سال جاری نسبت به سال قبل تقسیم بر فروش سال جاری به دست می‌آید.

نرخ بازده دارایی‌ها: از تقسیم سود قبل از بهره و مالیات به میانگین دارایی‌ها به دست می‌آید (کوستر و همکاران، ۲۰۱۶؛ جیراپرن و همکاران، ۲۰۱۵).

جریان های نقدی عملیاتی: جریان های نقدی عملیاتی که بر حسب مجموع دارایی های شرکت استاندارد شده است. جریان های نقدی جاری دورنمایی از جریان های نقدی آتی است، بنابراین با افزایش جریان های نقدی عملیاتی جاری، مدیر جریان های نقدی عملیاتی آتی بالاتری را پیش بینی می کند و سود تقسیمی را افزایش می دهد (جیراپرن و همکاران، ۲۰۱۵؛ مشایخ و بهزادپور، ۱۳۹۳؛ جهانخانی و قربانی، ۱۳۹۴).

اقدام تعهدی اختیاری: برای محاسبه اقدام تعهدی اختیاری از مدل تعدیل شده جونز استفاده می شود. برای تفکیک اقدام تعهدی اختیاری از غیراختیاری ابتدا باید در یک دوره پیش بینی، مدل اقدام تعهدی را برآورد نمود و سپس براساس داده های واقعی در دوره رویداد به محاسبه اقدام تعهدی اختیاری پرداخت. دلیل استفاده از این متغیر، کنترل اثر رویه های گزارشگری متهورانه شرکت است (دوئلمن و همکاران، ۲۰۱۵)؛ مدل تعدیل شده جونز در رابطه ۴ نمایش داده شده است.

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \frac{\beta_1 (\Delta REV_{i,t} - \Delta Rec_t)}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_i \quad \text{رابطه (۴)}$$

که در آن؛ $TA_{i,t}$: برابر است با کل اقدام تعهدی شرکت، $\Delta REV_{i,t}$: درآمد سال t منهای درآمد سال $t-1$ ؛ $PPE_{i,t}$: برابر است با اموال ماشین آلات و تجهیزات شرکتها، ΔRec_t : برابر است با تغییرات در حساب های دریافتی در سال t ، $A_{i,t-1}$: برابر است با کل دارایی ها شرکت در سال $t-1$.

یافته های پژوهش آمار توصیفی

نگاره (۱) مقادیر میانگین، میانه و انحراف معیار متغیرهای استفاده شده را نشان می دهد. نتایج نگاره (۱) نشان می دهد میانگین مشاهدات و میانه آنها اختلاف اندکی دارند. نزدیک بودن مقادیر میانگین و میانه مشخص می کند که داده ها از توزیع نرمال برخوردارند. همچنین انحراف معیار متغیرهای استفاده شده صفر نیست، لذا می توان متغیرهای مد نظر را در مدل وارد کرد. علاوه بر این، به منظور اطمینان از نبود همخطی، آزمون ضرایب همبستگی پیرسون برای همه متغیرهای توضیحی مدل های رگرسیونی انجام شد. براساس نتایج حاصل از این آزمون چون تمام ضرایب برآورد شده معنادار و تفکیک پذیر بودند، بین متغیرهای مستقل و تعدیل کننده

خودهمبستگی دیده نشد. همچنین بررسی همبستگی بین متغیرهای توانایی مدیریت و نسبت سود تقسیمی (۰/۰۹۴) نیز حکایت از همبستگی مثبت بین توانایی مدیریت و نسبت سود تقسیمی دارد. همبستگی مثبت بین توانایی مدیریت و نسبت سود تقسیمی می‌تواند بیانگر تأیید تأثیر مثبت توانایی مدیریت بر نسبت سود تقسیمی در محیط ایران باشد.

تکراه (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	نماد متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
توانایی مدیریت	Managerial Ability	۰/۰۰۲	۰/۰۰۵	۰/۵۴۸	-۰/۷۹۱	۰/۳۱۸
نسبت سود تقسیمی	Dividend	۰/۶۵۲	۰/۷۱۳	۱/۱۲۴	۰	۱/۱۸۴
اندازه شرکت	Size	۱۱/۲۱۶	۱۰/۸۹۲	۱۴/۱۲۰	۱۰/۰۱۳	۰/۶۲۱
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	MTB	۲/۱۰۵	۱/۸۱۶	۹/۶۱۹	۰/۱۷۵	۰/۸۳۴
اهرم مالی	Lev	۰/۶۰۳	۰/۵۴۲	۰/۹۴۶	۰/۰۷۱	۰/۲۴۹
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۷۴	۰/۱۳۲	۰/۸۶۰	-۰/۲۷۴	۰/۳۱۵
فرصت‌های رشد	Sale.Gr	۰/۱۶۷	۰/۱۴۶	۱/۶۲۹	-۰/۵۴۹	۰/۴۵۲
جریان نقد عملیاتی	CFO	۰/۱۳۳	۰/۱۱۸	۰/۷۵۶	-۰/۴۱۹	۰/۵۸۳
افلام تعهدی اختیاری	DAcc	۰/۰۶۱	۰/۰۵۲	۰/۱۲۳	-۰/۰۷۳	۰/۲۴۴

بررسی ضرایب همبستگی

یکی از مشکلاتی که در تحلیل‌های رگرسیونی بروز می‌کند، مسأله همخطی شدید بین متغیرهای مستقل در مدل‌های رگرسیون است. بسیاری از محققان اتفاق نظر دارند که برای مسأله همخطی راه‌حلی وجود ندارد و تنها راه اطمینان از نبود همخطی شدید بین متغیرهای توضیحی، بررسی ضرایب همبستگی پیرسون است (گجراتی و پورتر، ۲۰۰۹).

برای اطمینان از نبود همخطی، آزمون ضرایب همبستگی پیرسون برای همه متغیرهای توضیحی مدل رگرسیونی انجام شد. براساس نتایج حاصل از این آزمون چون تمام ضرایب برآورد شده معنادار و تفکیک پذیر بودند بین متغیرهای مستقل و تعدیل کننده خودهمبستگی

دیده نشد. همچنین بررسی همبستگی بین متغیرهای توانایی مدیریت و نسبت سود تقسیمی نیز حکایت از همبستگی مثبت بین توانایی مدیریت و نسبت سود تقسیمی دارد. همبستگی مثبت بین توانایی مدیریت و نسبت سود تقسیمی می‌تواند بیانگر تأیید تأثیر مثبت توانایی مدیریت بر نسبت سود تقسیمی در محیط ایران باشد.

تکاه (۲): ماتریس همبستگی بین متغیرهای پژوهش

متغیر ۵	متغیر ۴	متغیر ۳	متغیر ۲	متغیر ۱	
				۱	متغیر ۱: اندازه شرکت
			۱	۰/۰۹۴	متغیر ۲: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام
		۱	۰/۰۲۶	۰/۳۱۹	متغیر ۳: اهرم مالی
	۱	۰/۱۵۳	-۰/۲۲۹	-۰/۰۵۷	متغیر ۴: نرخ بازده دارایی‌ها
۱	۰/۳۰۱	۰/۴۱۹	-۰/۲۴۱	۰/۱۱۳	متغیر ۴: اندازه شرکت
۰/۱۹۱	-۰/۱۳۶	-۰/۵۱۸	-۰/۳۱۱	۰/۰۸۷	متغیر ۵: فرصت‌های رشد
۰/۴۶۱	۰/۱۰۶	-۰/۰۲۸	۰/۰۵۹	۰/۰۳۷	متغیر ۶: جریان نقد عملیاتی
۰/۰۰۵	-۰/۰۷۲	۰/۳۶۸	۰/۰۰۴	-۰/۱۹۲	متغیر ۷: ارقام تعهدی اختیاری
-۰/۰۳۵	۰/۲۱۲	-۰/۰۳۹	-۰/۰۲۱	۰/۲۵۵	متغیر ۸: توانایی مدیریت
۰/۰۷۸	-۰/۱۱۵	-۰/۰۳۴	۰/۱۷۸	-۰/۰۴۱	متغیر ۹: نسبت سود تقسیمی
	متغیر ۹	متغیر ۸	متغیر ۷	متغیر ۶	
					متغیر ۱: اندازه شرکت
					متغیر ۲: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام
					متغیر ۳: اهرم مالی
					متغیر ۴: نرخ بازده دارایی‌ها
					متغیر ۴: اندازه شرکت
					متغیر ۵: فرصت‌های رشد
				۱	متغیر ۶: جریان نقد عملیاتی
			۱	-۰/۱۲۷	متغیر ۷: ارقام تعهدی اختیاری
		۱	۰/۰۶۸	۰/۰۷۱	متغیر ۸: توانایی مدیریت
	۱	۰/۰۹۳	-۰/۰۲۲	۰/۰۵۳	متغیر ۹: نسبت سود تقسیمی

آزمون فرضیه‌های پژوهش

ماهیت داده‌های رگرسیونی این پژوهش ترکیبی از داده‌های سری زمانی و مقطعی است که می‌توان آنها را به صورت تلفیقی یا تابلویی برآزش کرد. نتایج آزمون چاو مدل‌های رگرسیونی پژوهش برای تعیین نوع آزمون (تلفیقی یا داده‌های تابلویی) مقدار احتمال آماره اف. لیمر را عدد $0/032$ (کمتر از ۵ درصد) نشان داد. در نتیجه، اولویت در استفاده از روش داده‌های تابلویی است. همچنین از آزمون هاسمن برای تعیین نوع روش داده‌های تابلویی (اثرات ثابت یا اثرات زمانی) استفاده شد که طبق نتایج، استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت در اولویت قرار گرفت.

علاوه بر این، از آزمون جارک - برانیز به منظور تشخیص نرمال بودن توزیع اجزای اخلاص مدل استفاده شده است. احتمال آماره جارک - برابر با $0/425$ محاسبه شده است، از آنجا که این مقدار بیشتر از $0/05$ به دست آمده است؛ فرض صفر مبنی بر نرمال بودن اجزای اخلاص را نمی‌توان رد کرد؛ لذا توزیع اجزای اخلاص نرمال است. با وجود این، براساس قضیه حد مرکزی، ضرایب در داده‌های با تعداد مشاهدات بالا نرمال محسوب می‌شوند، هر چند توزیع اجزا نرمال نباشد (گرین، ۲۰۱۱).

به منظور آزمون فرضیه پژوهش برای مدل رگرسیونی مورد نظر، از نتایج برآورد رگرسیون ارائه شده در نگاره (۳) استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه پژوهش نشان می‌دهد که ضریب متغیر توانایی مدیریت برابر با $0/472$ است. با توجه به اینکه سطح معناداری کمتر از $0/05$ به دست آمده است، فرض صفر مبنی بر صفر بودن این ضریب تأیید نمی‌شود؛ به بیان دیگر این ضریب در سطح خطای ۵ درصد معنادار است و تأثیر متفاوتی از صفر بر متغیر نسبت سود تقسیمی دارد که با توجه به علامت مثبت آن می‌توان گفت بین توانایی مدیریت و نسبت سود تقسیمی ارتباط مثبت معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر توانایی مدیریت، نسبت سود تقسیمی را $12/9$ درصد افزایش می‌دهد. بنابراین فرضیه پژوهش تأیید می‌گردد. لذا می‌توان نتیجه گرفت افزایش توانایی مدیران به طور معناداری منجر به افزایش نسبت سود تقسیمی می‌گردد.

تکانه (۳): نتیجه آزمون فرضیه اول پژوهش

متغیرها و ضریب تعیین مدل	سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب بتا
توانایی مدیریت	۰/۰۰۲	۵/۱۸۲	۰/۰۹۱	۰/۴۷۲
اندازه شرکت	۰/۰۱۵	۲/۳۱۷	۰/۱۲۹	۰/۲۹۹
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	۰/۱۵۲	-۰/۸۹۳	۰/۱۱۴	-۰/۱۰۱
اهرم مالی	۰/۰۰۳	-۴/۷۱۶	۰/۰۶۸	-۰/۳۲۱
نرخ بازده دارایی‌ها	۰/۰۰۱	۶/۰۱۹	۰/۱۳۱	۰/۷۸۸
فرصت‌های رشد	۰/۰۰۵	۴/۲۲۲	۰/۰۶۱	۰/۲۵۷
جریان نقد عملیاتی	۰/۰۰۸	۳/۴۹۱	۰/۱۴۷	۰/۵۱۳
اقلام تعهدی اختیاری	۰/۵۱۴	۰/۳۵۵	۱/۱۰۴	۰/۳۹۲
مقدار ثابت مدل	۰/۰۱۱	۲/۴۳۳	۰/۵۱۲	۱/۲۴۵
سطح معناداری آماره فیشر	۰/۰۰۰	آماره دوربین - واتسون		۱/۹۱۶
ضریب تعیین	۰/۳۶	ضریب تعیین تعدیل یافته		۰/۲۹

همچنین ضریب متغیر نسبت و جوه نقد عملیاتی برابر با ۰/۵۱۳ است. با توجه به اینکه سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ به دست آمده است، فرض صفر مبنی بر صفر بودن این ضریب نیز تأیید نمی‌شود؛ به بیان دیگر این ضریب در سطح خطای ۵ درصد معنادار است و تأثیر متفاوتی از صفر بر متغیر نسبت سود تقسیمی دارد و می‌توان گفت نسبت و جوه نقد عملیاتی، سطح تقسیم سود شرکت را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد. تأثیر گذاری جریان‌های نقدی بر سطح سود تقسیمی بیانگر وجود حساسیت سود تقسیمی نسبت به جریان‌های نقدی است. علاوه بر این، یافته‌ها نشان می‌دهد سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر اندازه شرکت کمتر از سطح خطای ۵ درصد است. از سوی دیگر، ضریب برآورد شده برای متغیر اندازه شرکت در سطح خطای ۵ درصد مثبت است؛ یعنی اندازه شرکت بر نسبت سود تقسیمی تأثیر مثبت معناداری دارد. ضریب تعیین تعدیل شده مدل نشان می‌دهد که حدود ۲۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین می‌شود. آماره دوربین - واتسون به میزان ۱/۹۱۶ نشان می‌دهد که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و پیش‌بینی شده به وسیله مدل رگرسیونی، از

یکدیگر مستقل هستند. احتمال آماره F برای الگو نیز نشان از تأیید الگوی رگرسیونی پژوهش به طور کلی در سطح معناداری ۹۹ درصد دارد.

نگاره (۴): نتیجه آزمون فرضیه دوم پژوهش

ضرب بتا	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	
۰/۵۵۱	۰/۱۱۰	۴/۹۷۲	۰/۰۰۳	توانایی مدیریت
۰/۳۱۷	۰/۱۳۶	۲/۳۱۷	۰/۰۱۷	اندازه شرکت
-۰/۰۹۴	۰/۱۰۵	-۰/۸۹۳	۰/۱۶۷	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام
-۰/۲۶۳	۰/۰۵۶	-۴/۷۱۶	۰/۰۰۴	اهرم مالی
-۰/۷۳۹	۰/۱۲۳	۶/۰۱۹	۰/۰۰۲	نرخ بازده دارایی‌ها
۰/۳۱۲	۰/۰۷۴	۴/۲۲۲	۰/۰۰۸	فرصت‌های رشد
۰/۵۲۵	۰/۱۵۱	۳/۴۹۱	۰/۰۱۳	جریان نقد عملیاتی
۰/۳۱۶	۰/۸۹۱	۰/۳۵۵	۰/۴۹۶	اقدام تعهدی اختیاری
۰/۴۲۱	۰/۱۷۷	۲/۳۸۶	۰/۰۰۵	توانایی مدیریت × جریان‌های نقدی عملیاتی زیاد
۰/۹۲۷	۰/۳۸۲	۲/۴۳۳	۰/۰۱۱	مقدار ثابت مدل
۲/۰۷۷	آماره دو ربین - واتسون		۰/۰۰۰	سطح معناداری آماره فیشر
۰/۲۶	ضرب تعیین تعدیل یافته		۰/۳۴	ضرب تعیین

نتایج نگاره ۴ در رابطه با آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان می‌دهد حاصل ضرب متغیر تعاملی توانایی مدیریت در جریان‌های نقدی عملیاتی زیاد، (۰/۰۰۵) مثبت و معنادار است. بدین معنا که رابطه مثبت بین سود تقسیمی و جریان‌های نقدی عملیاتی در شرکت‌های دارای مدیر توانا قوی‌تر است. لذا فرضیه دوم پژوهش (تأثیر مثبت جریان‌های نقدی عملیاتی بر سود تقسیمی در شرکت‌های دارای مدیران توانا، قوی‌تر است) رد نمی‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده مدل نشان می‌دهد که حدود ۲۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین می‌شود. آماره دو ربین - واتسون به میزان ۲/۰۷۷ نشان می‌دهد که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و پیش‌بینی شده به وسیله مدل رگرسیونی، از یکدیگر مستقل هستند. احتمال آماره F برای الگو نیز نشان از تأیید الگوی رگرسیونی پژوهش به طور کلی در سطح معناداری ۹۹ درصد دارد.

نتیجه‌گیری

سود سهام نقدی و بازده نقدی سهام، به واسطه عینیت و ملموس بودن، از جایگاه ویژه‌ای نزد برخی از ذینفعان شرکت برخوردارند. از این رو بخشی از توان و توجه مدیران شرکت‌ها معطوف به مقوله‌ای است که از آن به عنوان سیاست تقسیم سود یاد می‌شود. در واقع می‌توان گفت سیاست تقسیم سود دارای محتوای اطلاعاتی است. سیاست تقسیم سود و عوامل مؤثر بر آن همواره مورد توجه گروه‌های مختلفی شامل سرمایه‌گذاران، مدیران، کارشناسان، استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی و تحلیل‌گران مالی و حسابداری بوده است (اعتمادی و اسماعیلی کجانی، ۱۳۹۵). برخی به منظور تصمیم‌گیری و تدوین سیاست تقسیم سود، برخی دیگر به منظور امکان‌پیش‌بینی سود تقسیمی شرکت‌ها و برخی هم برای مقاصد ارزشیابی شرکت‌ها به دنبال شناسایی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود هستند. لذا، شناسایی عوامل اثرگذار و همچنین عواملی که تأثیری بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها ندارند، می‌تواند کمک شایانی به انوان گروه‌های علاقه‌مند به این موضوع نماید.

نتایج پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهد یکی از عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود، مفهوم توانایی مدیریت است. در ادبیات حسابداری، توانایی مدیریت یکی از ابعاد سرمایه انسانی شرکت هاست که به عنوان دارایی نامشهود طبقه‌بندی می‌شود. برخی محققان توانایی مدیریت را به عنوان کارایی مدیران نسبت به رقبای در تبدیل منابع شرکت به درآمد تعریف می‌کنند. در پژوهش حاضر، به منظور اندازه‌گیری توانایی مدیریت از مدل دیمرجان و همکاران (۲۰۱۲) استفاده شده است. در این مدل با استفاده از اندازه‌گیری کارایی شرکت و سپس وارد کردن آن در رگرسیون خطی چند متغیره به عنوان متغیر وابسته و کنترل ویژگی‌های ذاتی شرکت، توانایی مدیریت محاسبه گردید. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش نشان می‌دهد، توانایی مدیریت تأثیر مثبت معناداری بر نسبت سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. به عبارت دیگر، مدیران تواناتر، سود تقسیمی بیشتری پرداخت می‌کنند. نتایج فرضیه دوم پژوهش نیز نشان می‌دهد رابطه مثبت بین سود تقسیمی و جریان‌های نقدی عملیاتی در شرکت‌های دارای مدیر توانا قوی‌تر است. همچنین یافته‌ها نشان‌دهنده تأثیر نسبت وجوه نقد عملیاتی بر سطح تقسیم سود شرکت راست. تأثیرگذاری جریان‌های نقدی بر سطح سود تقسیمی بیانگر وجود حساسیت سود تقسیمی نسبت به جریان‌های نقدی است.

یافته‌های پژوهش حاضر در مورد رابطه بین توانایی مدیریت و نسبت سود تقسیمی با نتایج پژوهش جیراپرن و همکاران (۲۰۱۵) مطابقت دارد. همچنین، نتایج پژوهش حاضر در مورد رابطه بین جریان‌های نقدی عملیاتی و نسبت سود تقسیمی در عدم انطباق با نتایج پژوهش جیراپرن و همکاران (۲۰۱۵) و کامیابی و همکاران (۱۳۹۳) می‌باشد.

با توجه به تأثیر مثبت توانایی مدیریت بر نسبت سود تقسیمی، نتیجه این پژوهش می‌تواند شواهدی از تأثیر گذاری توانایی مدیریت را برای سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان فراهم نماید تا هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری خود به رابطه متغیرهای توانایی مدیریت و نسبت سود تقسیمی توجه نمایند. به سهامداران توصیه می‌گردد در صورت تمایل به دریافت سود سهام بالا، اقدام به سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی نمایند که مدیران توانایی دارند. زیرا نتایج این پژوهش بیانگر ارتباط مستقیم بین توانایی مدیریت و سود تقسیمی است. مؤسسات مالی از آن جهت که در قراردادهای اعطای تسهیلات مالی خود بعضاً سیاست تقسیم سود شرکت‌ها را محدود به رعایت شرایطی می‌سازند، می‌توانند از نتایج پژوهش بهره‌مند گردند. زیرا آگاهی از عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌ها در بهینه‌سازی حوزه عمل و نحوه اعمال محدودیت‌های مذکور مفید واقع خواهد شد. یافته‌های این پژوهش می‌تواند سهامداران و هیأت مدیره شرکت را ترغیب نماید که در انتخاب مدیران، به توانایی مدیران با توجه به سوابق آنها توجه کافی داشته باشند و همچنین به جهت کسب بیشترین بازده که هدف نهایی شرکت می‌باشد، پیشنهاد می‌شود نظارت مستمری بر مدیران نیز وجود داشته باشد. به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که بانک اطلاعاتی ویژه مدیران شرکت‌ها راه‌اندازی شود تا سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل و همچنین اعتباردهندگان بتوانند از آن در تصمیم‌گیری‌های خود استفاده کنند. به ویژه آنکه در ایران به دلیل عدم دسترسی به اطلاعات مربوط به مدیران، پژوهش‌های بسیار کمی در رابطه با این موضوعات صورت گرفته و هنوز مدیران در کشور ما جزئی مبهم از اجزای شرکت‌ها هستند.

با توجه به نتایج پژوهش، موضوعات زیر برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌گردد:

بررسی این رابطه بر اساس نسبت سود تقسیمی مبتنی بر کل دارایی‌ها و فروش خالص به جای نسبت سود پرداخت شده به سود هر سهم.

پژوهش حاضر در مورد صنایع مختلف به تفکیک صنعت خاص انجام شود و نتایج حاصل مقایسه گردد.

هر پژوهشی متأثر از عوامل کلان و محدودیت‌هایی است که قابل کنترل نیستند. برخی از محدودیت‌هایی که باید در تعمیم یافته‌های پژوهش حاضر به آنها توجه نمود به شرح زیر می‌باشد:

این پژوهش متأثر از برخی عوامل کلان نظیر نرخ تورم، نرخ سود تسهیلات دریافتی و نرخ ارز می‌باشد که فرض شده اثر آنها برای همه شرکت‌ها و مشاهدات یکسان است، در حالی که ممکن است چنین نباشد. بنابراین عواملی از این قبیل می‌تواند نتایج پژوهش حاضر را تحت تأثیر قرار دهد.

تعدیلات سنواتی و برخی از بندهای شرط مندرج در گزارش‌های حسابرسی از جمله عوامل موثر بر اندازه‌گیری سود است. اما به دلیل عدم دسترسی به اطلاعات لازم، تعدیل بابت این اقلام دشوار بود. لذا این موارد می‌تواند نتایج پژوهش را تحت تأثیر قرار دهد.

منابع

- Afza, T. & Hassan Mirza, H. (2010). Ownership Structure and Cash Flows As Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan. *International Business Research*, 3 (3): 210-221.
- Andreou, Panayiotis C., Ehrlich, Daphna, and Christodoulos Louca. (2013). Managerial Ability and Firm Performance: Evidence from the Global Financial Crisis, Available online: <http://www.efmaefm.org>.
- Attig, N., Boubakri, N., El Ghouli, S., Guedhami, O. (2013). International diversification and corporate social responsibility. *Working Paper*, Saint mary's University.
- Barzegar, G., and Ghavasi Kenari, M. (2016). Disclosure Level of Social Responsibility and Dividend Policy in Companies Listed in Tehran Stock Exchange, *Journal of Accounting Knowledge*, 7 (24): 155-180 (in Persian).
- Benlemlih, M. (2014). Why do socially responsible firms pay more dividends? *Thesis, Grenoble University*.
- Bhattacharyya, N.; 2007; "Dividend Policy: a review"; *Journal of Managerial Finance*, 33:4-13.

- Blair, M. M., and S. M. H. Wallman. (2000). Unseen Wealth: Report of the Brookings Task Force on Understanding Intangibles Sources of Value. Washington, DC: *The Brookings Institution Press*.
- Bozorasl, M., and Salehzadeh, B. (2014). Managerial Ability and Accruals Quality, *Journal of Accounting Knowledge*, 5 (17): 119-139 (in Persian).
- Bozorg ASL, Saleh Zadeh, B. (2015). Relationship managerial ability, and stable earnings and cash flows with an emphasis on accrual components in companies listed in Tehran Stock Exchange, *Journal of Audit Science*, Vol 14 (5): 153-170 (in Persian).
- Chen, Yangyang; Podolski, Edward J.; & Madhu Veeraraghavan. (2015). Does Managerial Ability Facilitate Corporate Innovative Success? *Journal of Empirical Finance*, Forthcoming.
- De. Angelo, H, DeAngelo, L, and R. M. Stulz. (2006). Dividend Policy and the Earned/ Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory, *Journal of Financial Economics*, 81, Pp 227–254.
- Demerjian P., Lev B, Lewis MF, McVay SE. (2013). Managerial ability and earnings quality. *Accounting Review*, Vol 88 (2) , pp: 463–498.
- Demerjian P., Lev B, McVay S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management Science*, Vol 58 (7) , pp: 1229–1248.
- Deshmukh, S., Goel, A. & Howe, K. (2013). CEO Overconfidence and Dividend Policy. *Finance Intermediation*, 22 (3): 440-463.
- Duellman, S., Hurwitz, H., Sun, Y. (2015). Managerial Overconfidence and Audit Fees. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11 (2) , pp: 148-165.
- Etemadi, H., and Esmaeili M.K., (2016). A Comprehensive Review of Theories Dividend Policy, *Accounting and Auditing Studies*, 4 (16): 24-41 (in Persian).
- Etemadi, H., Anvari Rostami, A., and Ahmadian, V. (2014). Main Dividend Theories Test Stressing the Role of Institutional Shareholders in Tehran Stock Exchange, *Financial Accounting Researches*, 6 (3): 1-20 (in Persian).
- Farajzadeh D, H., and Aghaei, L. (2015). Dividend Policy and Fraudulent Financial Reporting, *Empirical Studies in Financial Accounting Quarterly*, 12 (45): 97-114 (in Persian).
- Foong, S. S.; Zakaria, N. B.; Tan, H. B. (2007). Firm performance and dividend-related factors: the case of Malaysia; *Labuan Bulletin of International Business & Finance*, Vol (5):597-111.
- Foroghi, D., and Sakiani, A. (2016). Managerial Ability, Investment Efficiency and Financial Reporting Quality, *Journal of Empirical Research in Accounting*, 6 (1): 63-90 (in Persian).

- Greene, W. (2011). *Econometric Analysis*. Seventh ED. United states of America: *Prentice-hall publication*.
- Ishikawa, H. Takahashi, k. (2010). Overconfident managers and external financing choice. *Review of behavioral finance*, 2 (1): 37-58.
- Jahankhani, A., and Ghorbani, S. (2006). Identify and explain the determinants of dividend policy in companies listed in Tehran Stock Exchange, *Journal of Financial Research*, 7 (2): 27-48 (in Persian).
- Jiraporn, P., Leelalai, V., and Tong, Sh. (2015). The effect of managerial ability on dividend policy: how do talented managers view dividend payouts? *Applied Economics Letters*, Taylor & Francis Group, Vol 15, pp: 148-165.
- Kamyabi, Y., Nikravan Frad, B., and Salmani, R. (2014). The relationship between cash flow volatility and cash flow sensitivity of cash with dividend policy in Tehran stock exchange, *Journal of the Accounting and Auditing Review*, 21 (2): 211-228 (in Persian).
- Koester, A., Shevlin, T., and Wangerin, D. (2016). The role of managerial ability in corporate tax avoidance, *working paper*, Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2753152.
- Malekian, E., and Salmani, R. (2015). The Relation of Capital Structure and Dividend Policy with Cash Holdings, *Journal of Empirical Research in Accounting*, 5 (2): 55-72 (in Persian).
- Mashayekh, Sh. & Behzadpur, S. (2015). The Effect of Managers' Overconfidence on Dividend Policy in the Firms Listed in Tehran Stock Market, *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 21 (4): 485-504 (in Persian).
- Moradi, M., and Deldar, M. (2012). Investigation of Effect of the Non-institution Shareholders on Dividend Policy, *a Quarterly Journal of Empirical Research of Financial Accounting*, 2 (4): 106-124 (in Persian).
- Namazi, M., and Gaffari, M. (2015). The Importance and Role of Managerial Ability Information and Financial Ratios as a Criterion for the Optimal Stock Portfolio Selection in Tehran Stock Exchange (Via Data Envelope Analysis) , *Quarterly Financial Accounting*, 7 (26): 1-30 (in Persian).
- Sepasi, S., Anvari Rostami, A., and Sayadi Soomar. A. (2016). Investigating the Effect of Managerial Ability on Financial Restatements: with Concentration in Opportunistic Incentives, *a Quarterly Journal of Empirical Research of Financial Accounting*, 2 (4): 89-110 (in Persian).
- Setayesh, M., and Sadeghnia, M. (2012). The Impact of Cost of Capital on Dividend Policies, *a Quarterly Journal of Empirical Research of Financial Accounting*, 2 (6): 90-114 (in Persian).

- Tong, Y.H; Miao, B. (2011). Are Dividends Associated with the Quality of Earnings?. *Accounting horizons*, 25 (1) , 183-205.
- Wu, C., Liu, V. (2010). Payout policy and CEO overconfidence. Working Paper. National sun Yat-sen University. Taiwan. Available at: <http://www.ssrn.com>.

