



Paper type: Research Article

## CEO Power and Dividend Payout Moderating Role Cash Flow Volatility

Fatemeh Rahmaninik<sup>1</sup>, Ghasem Ghasemi<sup>2\*</sup>

Accepted: 2024/10/13

Received: 2024/08/02

### Abstract

The main purpose of this research is to determine the effect of CEO power and profit sharing with the moderating role of cash flow fluctuations in Tehran Stock Exchange. with the aim of maximizing shareholders' wealth, managers must balance the interests of shareholders so that they do not miss profitable opportunities and pay cash dividends. This research was conducted for a period of five years from 2022-2018. The sample data of the studied companies, after checking the availability of their data, were collected and classified with the help of Excel software and analyzed with the help of EViews software. This research is descriptive research with an emphasis on correlational relationships, which can be tested with the help of regression and panel. The researched society included all the companies admitted to the Tehran Stock Exchange and the researched sample included 176 companies considering the limitations. The research results showed; there is a negative relationship between the CEO's power and profit distribution, and this relationship is also significant. Three factors of tenure, duality and management ownership have been used for the power of the CEO, which can have an impact on the company's macro decisions due to the high power of the management, and in this case, according to the managers, they will use their power. They divide the profit and the minimum profit among the shareholders and they will seek to expand the company's activities and earn more and more stable profits in the long term. Also, cash flow fluctuations moderate the relationship between CEO power and profit distribution, and the relationship is positive and significant. It means that as cash flow fluctuations increase, it strengthens the negative relationship between two variables.

**Keywords:** Power of the CEO, Profit sharing, Cash flow fluctuations.



10.71600/jacgr.2024.1127964



**How to cite this article:** Rahmaninik, F., & Qasemi Qasem. (2024). CEO Power and Dividend Payout Moderating Role Cash Flow Volatility. *Accounting and Corporate Governance Researches*, 3(7), 33-45. (In Persian)

1 . MSc. Student of Accounting, Sabzevar Branch, Islamic Azad University, Sabzevar, Iran.

2 . Assistant Prof, Department of Accounting, Sabzevar Branch, Islamic Azad University, Sabzevar, Iran.

**Corresponding Author:** Ghasem\_ghasemi@iaus.ac.ir



نوع مقاله: پژوهشی

## قدرت مدیرعامل و تقسیم سود با نقش تعدیلی نوسانات جریان نقدی

فاطمه رحمانی نیک<sup>۱</sup>، قاسم قاسمی<sup>۲\*</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۵/۱۲ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۷/۲۲

## چکیده

هدف اصلی این پژوهش، تعیین تاثیر قدرت مدیرعامل و تقسیم سود با نقش تعدیلی نوسانات جریان نقدی در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. مدیران باهدف حداکثر سازی ثروت سهامداران باید بین علایق سهامداران تعادل برقرار کنند تا فرصت های سودآور را از دست نداده باشند و هم سود نقدی را بپردازند. این پژوهش برای یک دوره ی زمانی پنج ساله از سال ۱۳۹۸-۱۴۰۲ انجام شد. اطلاعات نمونه ی شرکت های مورد مطالعه پس از بررسی در دسترس بودن اطلاعات آنها با جمع آوری به کمک نرم افزار اکسل طبقه بندی و به کمک نرم افزار ایویوز مورد آنالیز و تحلیل واقع شدند. این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت، یک پژوهش توصیفی با تأکید بر روابط همبستگی است که به کمک رگرسیون و پنل قابل آزمون است. جامعه مورد بررسی تمام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه مورد بررسی با در نظر گرفتن محدودیت های شامل ۱۷۶ شرکت گردید. نتایج پژوهش نشان داد: بین قدرت مدیرعامل و تقسیم سود رابطه ی منفی وجود داشته و این رابطه معنادار نیز می باشد. برای قدرت مدیرعامل سه فاکتور دوره تصدی، دوگانگی و مالکیت مدیریتی استفاده شده است، که این موارد می تواند در تصمیم گیری های کلان شرکت به دلیل قدرت بالا مدیریت تاثیر داشته باشد و در این حالت به نظر مدیران از قدرت خود استفاده خواهند نمود و حداقل سود را بین سهامداران تقسیم می کنند و بیشتر به دنبال گسترش فعالیت های شرکت و کسب سودهای بیشتر و پایدارتر در بلندمدت خواهند بود. همچنین نوسانات جریان نقدی ارتباط بین قدرت مدیرعامل و تقسیم سود را تعدیل می کند، ارتباط نیز مثبت می باشد. بدان معنا که هرچه نوسانات جریان نقدی افزایش یابد، باعث تقویت ارتباط منفی بین دو متغیر می گردد.

واژه های کلیدی: قدرت مدیرعامل، تقسیم سود، نوسانات جریان نقد.



10.71600/jacgr.2024.1127964



استناد: رحمانی نیک، فاطمه و قاسمی، قاسم (۱۴۰۳). قدرت مدیرعامل و تقسیم سود با نقش تعدیلی نوسانات جریان نقدی. پژوهش های حسابداری و راهبری شرکتی، ۳(۷)، ۳۳-۴۵.

۱. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، واحد سبزوار، دانشگاه آزاد اسلامی، سبزوار، ایران.

۲. استادیار، گروه حسابداری، واحد سبزوار، دانشگاه آزاد اسلامی، سبزوار، ایران. \*نویسنده مسئول: Ghasem\_ghasemi@iaus.ac.ir

## مقدمه

مقوله سود در مباحث حسابداری و مالی با توجه به بحث کیفی آن و همچنین به عنوان ابزاری برای تصمیم‌گیری از جایگاه ویژه‌ای برخوردار است. همچنین با مروری بر تاریخچه و ادبیات کهن دانش حسابداری در می‌یابیم که کمتر مفهوم یا پدیده‌ای همانند سود مورد بحث و منازعه فراگیر بین تئوریسین‌ها و متفکران حسابداری و طبقات مختلف حرفه حسابداری و مالی قرار گرفته است. اگرچه مفهوم تعهدی سود به عنوان یک ابزار بنیادی با انتقادهایی مواجه است اما از دیدگاه اطلاعاتی، این مفهوم بیان‌گر نتیجه‌ی فعالیت یک شرکت از دیدگاه حسابداری و مالی می‌باشد. بر اساس فرضیات بازار کارا و همچنین تحقیقات انجام‌شده توسط محققان برجسته بال و براون، مشاهده می‌شود که سود حسابداری محتوای اطلاعاتی دارد. محاسبه‌ی سود حسابداری به‌عنوان معیاری برای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها و یا اطلاعاتی که در محاسبه‌ی آن لحاظ می‌شود، توسط حسابداران حرفه‌ای و تحلیل‌گران و مفسران مالی همواره مورد تأکید بوده است. لذا میان صورت‌های مالی، صورت سود و زیان به سبب اطلاعات مفیدی که درباره‌ی میزان سودآوری واحدهای تجاری ارائه می‌دهد، برای استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی حائز اهمیت است و موجب سهولت تجزیه و تحلیل‌های لازم برای اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری خواهد شد. از این رو، هرگونه ارائه‌ی گمراه‌کننده درباره‌ی عملکرد مالی واحد اقتصادی می‌تواند آثار زیان‌باری را برای سرمایه‌گذاران در پی داشته و آن‌ها را در اخذ تصمیمات اقتصادی مناسب، با مشکل مواجه سازد.

این مطالعه پژوهش‌های اخیر تقسیم سود در بازار ایران را توسعه می‌دهد و تأثیر نوسانات جریان نقدی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و تقسیم سود که تاکنون در ایران مورد بررسی قرار نگرفته است، آشکار می‌کند. با تعیین این رابطه می‌توان نشان داد که، استفاده‌کنندگان یا تصمیم‌گیرندگان مختلف از جمله سرمایه‌گذاران، در تجزیه و تحلیل‌ها و تصمیم‌گیری‌های خود می‌توانند بر گزارشات مالی بعنوان یک منبع مهم اطلاعاتی اتکا کرده و این امر باعث سرمایه‌گذاری‌های مناسب و کاهش هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی می‌گردد. در این مقاله ابتدا توضیحاتی در خصوص شرح و بیان مسأله‌ی پژوهش ارائه گردید و در راستای مسأله‌ی پژوهش پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش، روش پژوهش، یافته‌های پژوهش و نتیجه‌گیری و پیشنهادها ارائه گردید.

## مبانی نظری و پیشینه‌ی پژوهش

سود تقسیمی از موضوع‌هایی است که از دیرباز مورد توجه پژوهشگران مالی قرار داشته است و هنوز نیز به عنوان یکی از مسائل بحث‌انگیز در حوزه مدیریت مالی باقی مانده است. تقسیم سود شرکت‌ها همچنان برای محققان مالی، پیچیده و معماگونه است و از دو جنبه بسیار مهم قابل بحث است. از یک طرف، عاملی اثرگذار بر سرمایه‌گذاری‌های پیش روی شرکت‌هاست. از سوی دیگر، تقسیم سود موجب کاهش منابع داخلی و افزایش نیاز به منابع مالی خارجی می‌شود (محمدزاده و فلاح، ۱۴۰۲). پژوهش‌ها نشان داده است که تقریباً تمامی شرکت‌های موفق سود سهام می‌پردازند و مدیران مالی شرکت‌ها توجه خاصی به سیاست تقسیم سود نشان می‌دهند. سیاست تقسیم سود، همچنین بر ارزش سهام شرکت اثر می‌گذارد. در این مورد سه مکتب فکری در قرن گذشته ظاهر شده است: در گروه اول سودهای تقسیمی، عاملی مؤثر و مثبت بر قیمت سهام است؛ گروه دوم اعتقاد دارند که قیمت سهام به طور منفی با سطح پرداخت سودهای تقسیمی مربوط شده است و گروه سوم ادعا می‌کنند که سیاست سود تقسیمی شرکت در ارزش‌گذاری سهام شرکت نامربوط است. همچنین، سود حاصل از فعالیت‌های شرکت می‌تواند به عنوان بهترین منبع تأمین مالی استفاده شود. لذا مدیران (با هدف حداکثر کردن ثروت سهامداران) همواره باید بین علایق مختلف سهامداران تعادلی را برقرار نمایند تا هم فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری را از دست نداده باشند و هم سود نقدی مورد نیاز بعضی از سهامداران را بپردازند (صراف و خجسته‌اهوازی، ۱۴۰۱).

در گزارش کادبری و هیگز (۲۰۰۳) توصیه شده که بین اعضای هیات‌مدیره، باید توازن قوا وجود داشته باشد تا هیچ کس قادر به کنترل بی‌قید و شرط فرآیند تصمیم‌گیری در شرکت نباشد. علاوه بر این، تقسیم مسئولیت‌ها در سطح عالی شرکت، باید به روشنی مشخص شده باشد تا از توازن قوا و حدود اختیارات اعضای هیات‌مدیره، اطمینان کافی حاصل شود. در گزارش مزبور قید شده است که اگر سمت‌های ریاست هیات‌مدیره و مدیریت عامل برعهده دو شخص مجزا نباشد؛ آن‌گاه یکی از اعضای ارشد

هیات‌مدیره باید اعلام کند که شخص مستقل کیست و وظایف رئیس هیات‌مدیره و مدیرعامل، نباید برعهده یک شخص واحد گذاشته شود (یاری و فتحی ارطه، ۱۳۹۵). فروپاشی انرون<sup>۱</sup> در سال ۲۰۰۱، نظرها را به سوی اثربخشی عملکرد مدیران غیرموظف (غیراجرایی) هیات‌مدیره، جلب کرد. از دیدگاه تئوری نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف (غیراجرایی) مستقل در هیات‌مدیره شرکت‌ها و عملکرد نظارتی آنان به‌عنوان افرادی مستقل؛ به کاهش تضاد منافع موجود میان سهام‌داران و مدیران شرکت در جلسات هیات‌مدیره، کمک شایان توجهی می‌کند. البته باید توجه داشت که مدیران اجرایی شرکت، نقش مهمی در ایجاد ساختار مناسبی از مدیران موظف و غیرموظف (غیراجرایی)، در میان اعضای هیات‌مدیره، ایفا می‌کنند (یاری و فتحی ارطه، ۱۳۹۵). مدیران اجرایی قدرتمند اغلب نسبت به مهارت‌های خود بیش از حد اعتماد به نفس دارند و به احتمال زیاد ریسک‌های بیشتری را متحمل می‌شوند. مدیران عامل با اعتماد به نفس بیش از حد بازده سرمایه‌گذاری‌های خود را بیش از حد برآورد می‌کنند و تمایل دارند در پروژه‌های بیهوده بیش از حد سرمایه‌گذاری کنند (شیخ<sup>۲</sup>، ۲۰۲۳).

جریان‌های نقدی همواره یکی از موضوعات مورد تأکید در مدیریت شرکت‌ها است. شرکت‌ها جهت انجام سرمایه‌گذاری در راستای هدف اصلی هر واحد تجاری که سودآوری است، نیاز به جریان‌های نقدی دارند. مدیران در شرایط مختلف اقتصادی خرد و کلان تصمیماتی به منظور انجام این سرمایه‌گذاری‌ها اتخاذ می‌نمایند که به میزان اتکای آنها به منابع سرمایه‌گذاری، یعنی جریان‌های نقدی وابسته است (دنيس وسیبیلیکو<sup>۳</sup>، ۲۰۱۰). بدیهی است هرچه نوسانات جریان‌های نقدی کمتر باشد، قابلیت پیش‌بینی آینده و برنامه‌ریزی جهت پروژه‌های آتی نیز میسر می‌گردد. لذا، عدم ثبات میزان جریان‌های نقدی عملیاتی باعث جلوگیری از اجرای پروژه‌های بلندمدت می‌گردد (شیخ<sup>۴</sup>، ۲۰۲۳). شرکت‌هایی که در دسترسی به منابع تأمین مالی با مشکلاتی مواجه هستند، نسبت به شرکت‌هایی که دسترسی آسان‌تری به این منابع دارند، رفتارهای متفاوتی در این شرایط خود نشان می‌دهند (دنيس وسیبیلیکو، ۲۰۱۰). مدیران این شرکت‌ها به منظور حفظ قدرت رقابتی شرکت و میزان نقدینگی، اقدام به ذخیره نمودن جریان‌های نقدی به جای مصرف آنها در پروژه‌های مختلف می‌نمایند. لیکن این عمل در شرکت‌هایی که دسترسی به منابع تأمین مالی دارند، با توجه به اینکه در کمترین زمان توان دسترسی به میزان نقدینگی مورد نیاز را دارند، کمتر صورت می‌پذیرد (جینگ<sup>۴</sup>، ۲۰۰۵). با توجه به نوسان جریان‌های داخلی و همچنین عدم دسترسی به بازارهای تأمین مالی خارجی، این شرکت‌ها اجرای پروژه‌های خود را به سال‌های بعد منتقل کرده و یا سطح سرمایه‌گذاری مدنظر خود را پایین می‌آورند (شیخ<sup>۴</sup>، ۲۰۲۳).

اگرچه مدیران انگیزه‌هایی برای کاهش سود سهام دارند، توانایی آنها در تأثیرگذاری بر تصمیمات پرداخت بستگی به درجه قدرتی دارد که در تصمیم‌گیری شرکتی دارند. افزایش قدرت توانایی مدیریت را برای تصمیم‌گیری در مورد پرداخت به نفع خود افزایش می‌دهد. با قدرتمندتر شدن مدیران عامل، مشکلات نمایندگی در شدیدتر می‌شود که ممکن است منجر به کاهش ثروت سهامداران شود. تئوری نمایندگی پیش‌بینی می‌کند که مدیران سستی مالی را ترجیح می‌دهند و احتمال کمتری برای پرداخت سود سهام دارند. مدیران عامل با اعتماد به نفس بیش از حد، با کاهش سطح پرداخت سود سهام فعلی، سستی مالی برای سرمایه‌گذاری‌های آتی ایجاد می‌کنند. بنابراین، مدیران اجرایی قدرتمند، انگیزه‌ها (انگیزه) و توانایی (فرصت) قوی برای حفظ جریان‌های نقدی دارند و حتی احتمال کمتری برای پرداخت سود سهام دارند (شیخ<sup>۴</sup>، ۲۰۲۳).

با این حال، مدیران عامل قدرتمند ممکن است همیشه سود سهام را کاهش ندهند و حتی ممکن است در صورت انتظار برای جمع‌آوری سرمایه از خارج با نرخ‌های جذاب، سود سهام پرداخت کنند. دلیل این امر این است که مدیران عامل قدرتمند دارای نگرانی‌های اعتباری بالاتری هستند و سرمایه‌گذاران قدرت مدیر عامل را به‌عنوان ناهماهنگی بیشتر منافع مدیریتی، نشانه‌ای از حاکمیت داخلی ضعیف و افزایش استقرار درک می‌کنند. در نتیجه، سرمایه‌گذاران برای ارائه وجوه به شرکت‌هایی که توسط مدیران اجرایی قدرتمند مدیریت می‌شوند، بازده بالاتری را طلب می‌کنند که هزینه تأمین مالی خارجی را افزایش می‌دهد. ادبیات حاکمیت شرکتی استدلال می‌کند که مدیران در شرکت‌هایی که مدیریت ضعیفی دارند، سود سهام پرداخت می‌کنند تا شهرت خود را در انتظار جمع‌آوری سرمایه در بازارهای سرمایه با شرایط مطلوب ایجاد کنند (شیخ<sup>۴</sup>، ۲۰۲۳).

---

1. Enron  
2. Sheikh  
3. Denis and Sibilkov  
4. Jing

قاسمی و همکاران (۱۴۰۲) به بررسی رابطه بین توانایی مدیرعامل و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش ادعا می‌شود در شرکت‌های که توانایی مدیرعامل بیشتر است، حقوق سهامداران اقلیت کمتر زیر پا گذاشته می‌شود و به حقوق سهامداران اقلیت توجه ویژه‌ای می‌شود؛ در نتیجه میزان سود تقسیمی در شرکت نیز بالاتر می‌باشد. بنابراین، در شرکت‌هایی با مدیران تواناتر، احتمال پرداخت سود بیشتر به سهامداران بیشتر است. محمدرزاده و فلاح (۱۴۰۲) به بررسی رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که بین انعطاف‌پذیری مالی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

رحمانیان کوشکی و کر (۱۴۰۲) رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود با توجه به نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی و مالکیت نهادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد که عملکرد پایداری شرکت، سیاست تقسیم سود را بهبود می‌بخشد. همچنین، حاکمیت شرکتی رابطه مثبت بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود را تقویت می‌کند. علاوه بر این، مالکیت نهادی رابطه مثبت بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود را تضعیف می‌نماید.

صراف و خجسته اهوازی (۱۴۰۱) به بررسی اثرات درماندگی مالی، سیاست تقسیم سود و نسبت بدهی به ارزش ویژه بر ارزش شرکت پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد اگرچه درماندگی مالی منجر به کاهش تغییر جهت رابطه میان تقسیم سود و ارزش شرکت می‌شود؛ اما این تاثیر معنی‌دار نیست؛ همچنین نتایج نشان داد نسبت بدهی به ارزش ویژه بر رابطه تقسیم سود و ارزش شرکت تاثیر منفی و معنی‌دار دارد.

عباسی و غلامی جمکرانی (۱۴۰۰) به بررسی تاثیر شفافیت سود بر سیاست پرداخت سود سهام پرداختند. نتایج نشان داد که شفافیت سود با پرداخت سود سهام، رابطه منفی و معناداری دارد.

شیخ (۲۰۲۳) در تحقیقی تحت عنوان رابطه بین قدرت مدیر عامل و پرداخت سود سهام با تاثیر سودآوری و نوسانات جریان نقدی پرداختند. این پژوهش در شرکت‌های بورسی آمریکا انجام شده است، که به عنوان مقاله‌ی مینا جهت پژوهش حاضر در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. نتایج نشان داد که مدیران عامل قدرتمند برای ایجاد شهرت در بازارهای سرمایه سود می‌پردازند تا تامین مالی خارجی را با شرایط مطلوب تامین کنند. مدیران عامل قدرتمند زمانی که شرکت‌هایشان با سودآوری پایین و نوسانات جریان نقدی بالا مواجه هستند، احتمال بیشتری برای پرداخت و افزایش سود سهام دارند.

الهیاری و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۳) رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و پرداخت سود سهام با نقش کیفیت حاکمیت شرکتی را بررسی کردند. نتایج نشان داد که رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و پرداخت سود سهام با نقش کیفیت حاکمیت شرکتی را بررسی تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌هایی با سیستم‌های حاکمیت شرکتی قوی‌تر است، بنابراین، چنین شرکت‌هایی با مشکلات اطلاعاتی نامتقارن و نمایندگی کمتری مواجه هستند و از این رو سود سهام بیشتری می‌پردازند.

یئو<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) در تحقیقی تحت عنوان نقش جریان‌های نقدی آزاد در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری و تقسیم سود پرداختند. نتایج نشان داد که جریان‌های نقدی آزاد عامل تعیین‌کننده سرمایه‌گذاری و سود سهام است. جریان‌های نقدی آزاد بیشتر شرکت‌ها را به افزایش سرمایه‌گذاری و کاهش سود سهام سوق می‌دهد. استفاده از بدهی باعث کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود.

چانگ و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۵) در تحقیقی اثر مالکیت نهادی بر تقسیم سود سهام: تجزیه و تحلیل مبتنی بر تئوری نمایندگی را بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد بین مالکان نهادی بلندمدت دارای سهم بالا با پرداخت سود سهام رابطه مثبتی وجود دارد، روابط مثبت در شرکت‌های با هزینه‌های نمایندگی بالا برجسته‌تر است، و این رابطه در شرکت‌های که نظارت خارجی ضعیف‌تر است بیشتر می‌باشد. همچنین، سرمایه‌گذاران نهادی نقش نظارتی قوی در شرکت‌های متمرکز در پرداخت سود سهام دارند.

با این حال، پرداخت سود سهام هزینه‌های خاص خود را دارد. سود سهام مقدار جریان‌های نقدی تولید شده داخلی را کاهش می‌دهد و بر انعطاف پذیری مالی تأثیر منفی می‌گذارد و منجر به افزایش نیاز به وجوه خارجی می‌شود. سود سهام همچنین سرمایه‌گذاری بیش از حد در پروژه‌های مورد علاقه خود و مشارکت در ساختن امپراتوری را برای مدیران عامل قدرتمند دشوار می‌کند. مدیران اجرایی قدرتمند ارزش مورد انتظار شهرت را با هزینه ایجاد چنین شهرتی مقایسه می‌کنند و تنها زمانی سود سهام پرداخت می‌کنند که ارزش خالص مورد انتظار مثبت باشد. در این مطالعه تأثیر تعدیل‌کننده نوسانات جریان نقدی را بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و احتمال پرداخت سود سهام بررسی خواهد شد. بنابراین در این پژوهش تلاش خواهد شد تا دیدگاه جدیدی از قدرت مدیران را در جهت توزیع سود با در نظر گرفتن جریان‌های نقدی که ابزار در اختیار مدیران می‌باشند، را تبیین نماید.

## فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول؛ بین قدرت مدیرعامل و تقسیم سود رابطه وجود دارد.

فرضیه دوم؛ نوسانات جریان نقدی رابطه بین قدرت مدیرعامل و تقسیم سود را تعدیل می‌کند.

## روش پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ هدف پژوهش، کاربردی، از لحاظ استنتاج، توصیفی تحلیلی (استقرایی) و از لحاظ طرح پژوهش، پس رویدادی است. برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز، ابتدا از روش کتابخانه‌ای و مطالعات اسنادی استفاده شده است. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از آمار توصیفی و آمار استنباطی استفاده خواهد شد. در بخش آمار توصیفی به ویژگی‌های کلی نمونه آماری از جمله میانگین، میان، بیش‌ترین، کم‌ترین، انحراف استاندارد، کشیدگی و چولگی پرداخته می‌شود و در بخش آمار استنباطی ابتدا ضریب همبستگی پیرسون بین متغیرها بررسی می‌شود و پس از آن به مانایی متغیرها و ناهمسانی مدل پرداخته خواهد شد. همچنین به منظور تشخیص نوع داده‌های ترکیبی مدل از آزمون‌های  $F$  لیمر و هاسمن استفاده خواهد شد. تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار آماری ایویوز انجام خواهد شد و تکنیک استفاده‌ای داده‌های پانل خواهد بود.

## مدل و متغیرهای پژوهش

### الف- متغیر وابسته

**پرداخت سود سهام:** از نسبت سود تقسیمی نقدی مندرج در صورت جریان وجوه نقد به سود خالص پس از کسر مالیات استفاده می‌شود. این نسبت نمایانگر درصد سود تقسیمی شرکت نسبت به سود خالص است (شیخ، ۲۰۲۳).

### ب- متغیر مستقل

**- قدرت مدیرعامل:** قدرت مدیرعامل مفهومی مبتنی بر رفتار تملک طلبانه و تصدی‌گرایانه در حفظ جایگاه شغلی است که در سال‌های گذشته از واژه‌های رفتار سازمانی تخلص شده است. براساس این مفهوم، جهت سنجش قدرت مدیرعامل روش‌های مختلفی مانند: مسولیت دوگانه مدیرعامل در هیات مدیره، مالکیت مدیریتی و دوره تصدی مدیرعامل وجود دارد. از متغیر مجازی ۱ و ۰ براساس سه معیار مسولیت دوگانه مدیرعامل در هیات مدیره، مالکیت مدیریتی و دوره تصدی مدیرعامل استفاده می‌شود (یاری و فتحی ارطه، ۱۳۹۵). استفاده از متغیر مجازی براساس سه معیار یاد شده به این دلیل انجام می‌پذیرد که انتظار می‌رود باعث کاهش اختلال‌های هر یک از این سه بعد متفاوت گردد. پس از تبدیل سه عامل فوق به صفر و یک، سه عامل با یکدیگر جمع می‌شود در صورتی که جمع سه عامل فوق از ۲ بیشتر یا مساوی ۲ بود، در نهایت به مدیرعامل عدد یک و در صورتی که جمع برابر با یک یا صفر باشد، عدد صفر به آن تعلق می‌گیرد (یاری و فتحی ارطه، ۱۳۹۵). حال هر یک از سه معیار قدرت مدیرعامل؛ شامل: مسولیت دوگانه مدیرعامل در هیات مدیره، مالکیت مدیریتی و دوره تصدی مدیرعامل تشریح می‌شود (یاری و فتحی ارطه، ۱۳۹۵).

**-مسئولیت دوگانه مدیر عامل در هیات مدیره؛** یکی بودن یا نبودن نایب رئیس هیئت مدیره و مدیر عامل شرکت از گزارش‌های هیئت مدیره استخراج می‌شود و در شرکت‌هایی که این دو پست سازمانی توسط یک نفر اشتغال شده باشد مقدار آن یک، در غیر اینصورت صفر قرار داده می‌شود.

**-مالکیت مدیریتی؛** براساس تحقیقات صورت پذیرفته‌ی قبلی دی‌میگوئل و همکاران (۲۰۰۴) استدلال می‌کند که مدیران عاملی دارای ثبات مدیریتی هستند که سطح متوسطی از مالکیت مدیریتی را برخوردار باشند. زمانی که مالکیت مدیریتی زیر مرز تعیین شده‌ای باشد، بازار سرمایه با کنترل بر انگیزه‌های مدیران، فرصت‌طلبی آنها را کاهش می‌دهند و در اینصورت هزینه‌های نمایندگی کاهش می‌یابد. اما اگر مالکیت مدیریتی بالاتر از مرز مشخصی باشد، منافع مدیران احتمال بالاتر از منافع سهامداران در اولویت قرار می‌گیرد. براساس اغلب مدل‌ها، سنجش مالکیت مدیریتی براساس درصد سهام نگهداری شده توسط مدیران نسبت به کل سهام عادی در دست سهامداران محاسبه می‌شود. اما این تحقیق به پیروی از مدل دی‌میگوئل و همکاران (۲۰۰۴) که از معیار ارزش شرکت برای سنجش مالکیت مدیریتی استفاده نمود و مشخص ساخت ارزش شرکت‌ها در محدوده‌ی مالکیت مدیریتی بین ۱۸/۸٪ و ۵۰/۰۶٪ در نوسان می‌باشد. براین مبنا اگر درصد سهم مدیران نسبت به کل سهام عادی در دست سهامداران در این محدوده قرار بگیرد، عدد ۱ در غیر این صورت عدد ۰ به آن تعلق می‌گیرد.

**-دوره تصدی مدیرعامل؛** تعداد سال‌هایی که مدیرعامل فعالیت می‌کند. در صورتی که دوره تصدی مدیرعامل از میانه بیشتر باشد عدد یک در غیر اینصورت صفر به آن تعلق می‌گیرد. پس از تبدیل سه عامل فوق به صفر و یک، سه عامل با یکدیگر جمع می‌شود در صورتی که جمع سه عامل فوق از ۲ بیشتر یا مساوی ۲ بود، در نهایت به مدیرعامل عدد یک و در صورتی که جمع برابر با یک یا صفر باشد، عدد صفر به آن تعلق می‌گیرد.

### ج- متغیر تعدیل گر

**نوسانات جریان نقدی؛** در پژوهش حاضر، نوسانات جریان نقدی به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است بر اساس مدل اوکانر و تات (۲۰۱۳) جهت سنجش این متغیر بدین روش به دست می‌آید (شیخ، ۲۰۲۳):

ابتدا تاثیر معیارهای زمان، صنعت و اندازه شرکت را بر رشد جریان نقدی عملیاتی طی رابطه (۳) بررسی کرده و سپس مقادیر باقیمانده به دست آمده از این رابطه را در رابطه (۴) قرار داده و نوسان جریان نقدی عملیاتی، محاسبه شده است.

(۳)

$$CFG_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 Year_{i,t} + \beta_2 Ind_{i,t} + \beta_3 SizeTercile_{i,t} + \beta_4 Year * Ind_{i,t} + \beta_5 Year * Size Tercile_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(۴)

$$CFV_{i,t} = \sqrt{\pi/2} * |\varepsilon_{i,t}|$$

دی ویرمن و لوین (۲۰۱۱) معتقد بودند؛ که CFV یک برآوردگر بی‌طرفانه از نوسانات واقعی شرطی است.

$CFG_{i,t}$  = نشان دهنده رشد جریان نقدی عملیاتی است که از تفاوت جریان‌های نقدی سال  $t$  و  $t-1$  به دست می‌آید. برای محاسبه جریان نقدی می‌توان از قسمت اول صورت جریان وجوه نقد استفاده کرد.

$Year_{i,t}$  = متغیر مجازی برای سال‌های مورد بررسی شرکت است. بدین صورت که برای سال مورد رسیدگی عدد یک و برای

سایر سال‌ها عدد صفر به این متغیر اختصاص می‌یابد.

$Ind_{i,t}$  = متغیر مجازی که نشان دهنده صنعتی است که شرکت در آن مشغول فعالیت است. در این پژوهش برای دسته بندی

صنایع از طبقه‌بندی فاما و فرنچ<sup>۳</sup> (۲۰۰۴) استفاده گردیده است. در این پژوهش صنایع به ۵ دسته تقسیم گردیده است که شامل کالای مصرفی، صنعتی، تکنولوژی، بهداشت و درمان و سایر صنایع تقسیم می‌شود.

$SizeTercile_{i,t}$  = متغیر مجازی مربوط به اندازه شرکت است.

## د- متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت؛ در این پژوهش مجموع دارایی‌های شرکت به عنوان معیار اندازه‌گیری اندازه شرکت در نظر گرفته شده است. جهت محاسبه و بررسی رابطه متغیر کنترلی با متغیر وابسته و مستقل از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های هر سال استفاده شده است. (۵)

$$\text{Size}_{i,t} = \ln(\text{Assets}_{i,t})$$

$\ln(\text{Assets}_{i,t})$ : لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت  $i$  در دوره  $t$  (شیخ، ۲۰۲۳).

اهرم مالی؛ اهرم مالی میزان وجوهی را نشان می‌دهد که بوسیله بدهی تأمین مالی شده است. در این پژوهش برای محاسبه سطح اهرم شرکت ( $Lev_{i,t}$ ) کل بدهی‌ها را بر کل دارایی‌های شرکت  $i$ ، در سال  $t$  تقسیم می‌نماییم. (۶)

$$\text{Lev}_{it} = (\text{Total Debt})_{it} / (\text{Total Asset})_{it}$$

Total Debt: جمع بدهی‌های شرکت  $i$  در دوره  $t$

Asset Total: جمع دارایی‌های شرکت  $i$  در دوره  $t$  (شیخ، ۲۰۲۳).

نرخ بازده دارایی‌ها؛ شاخصی است که معمولاً برای عملکرد عملیاتی شرکت‌ها به کار برده می‌شود و این نسبت از تقسیم سود قبل از اقلام غیر مترقبه تقسیم بر مجموع دارایی‌ها بدست می‌آید (شیخ، ۲۰۲۳).

$$\text{نرخ بازده دارایی‌ها} = \frac{\text{سود خالص یا سود پس از کسر مالیات}}{\text{کل دارایی‌ها}} \quad (۷)$$

نسبت جاری؛ از تقسیم دارایی‌های جاری بر بدهی‌های جاری بدست می‌آید. در این نسبت فرض بر این است که دارایی‌های جاری پشتوانه بازپرداخت بدهی‌های جاری شرکت می‌باشند (شیخ، ۲۰۲۳).

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام؛ نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام برابر است حاصل ضرب قیمت سهام در پایان دوره در تعداد سهامداران به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در ابتدای دوره (شیخ، ۲۰۲۳).

## مدل‌های پژوهش

مدل رگرسیونی فرضیه اول

$$(۱) \text{Div} = \beta_0 + \beta_1 \text{CEOP} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Lev} + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{MB} + \beta_6 \text{CR} + \varepsilon$$

مدل رگرسیونی فرضیه دوم

$$(۲) \text{Div} = \beta_0 + \beta_1 \text{CEOP} + \beta_2 \text{CFOVOL} + \beta_3 \text{CFOVOL} * \text{CEOP} + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{Lev} + \beta_6 \text{ROA} + \beta_7 \text{MB} + \beta_8 \text{CR} + \varepsilon$$

که در آن:

Div = تقسیم سود

CEOP = قدرت مدیر عامل در هیات مدیره

CFOVOL = نوسانات جریان نقدی

CEOP \* CFOVOL = قدرت مدیر عامل در هیات مدیره \* نوسانات جریان نقدی

Size = اندازه شرکت

ROA = نرخ بازده دارایی‌ها

Lev = اهرم مالی

MB = نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

CR = نسبت جاری

$\beta$  = ضریب تغییرات برای هر متغیر

$\varepsilon$  = جزء خطا



در نگاره (۱) شرح چگونگی بررسی و اندازه‌گیری متغیرها در مدل فوق به صورت خلاصه آورده شده است.

### نگاره ۱. شرح چگونگی بررسی و اندازه‌گیری متغیرها

متغیر	نام متغیر	نماد	نحوه محاسبه	منبع استخراج
وابسته	تقسیم سود	Div	سود تقسیمی نقدی مندرج در صورت جریان وجوه نقد به سود خالص پس از کسر مالیات	صورت سود و زیان و صورت جریان وجه نقد
مستقل	قدرت مدیر عامل در هیات مدیره	CEOP	۱- مسولیت دوگانه مدیر عامل ۲- مالکیت مدیریتی ۳- دوره تصدی مدیرعامل	یادداشت‌های همراه و گزارش‌های هیات مدیره
تعدیل گر	نوسانات جریان نقدی	CFOVOL	ابتدا تاثیر معیارهای زمان، صنعت و اندازه شرکت را بر رشد جریان نقدی عملیاتی بررسی کرده و سپس مقادیر باقیمانده به دست آمده در رابطه (۲) قرار داده و نوسان جریان نقدی عملیاتی، محاسبه شده است.	صورت سود و زیان، صورت وضعیت مالی و صورت جریان وجه نقد
	اندازه شرکت	Size	لگاریتم جمع کل دارایی‌ها	صورت وضعیت مالی
	نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	سود قبل از اقلام غیر مترقبه تقسیم بر مجموع دارایی‌ها بدست می‌آید.	صورت سود و زیان و صورت وضعیت مالی
	اهرم مالی	Lev	کل بدهی‌ها را بر کل دارایی‌های شرکت $t$ ، در سال $t$ تقسیم	صورت وضعیت مالی
کنترلی	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	MB	قیمت سهام در پایان دوره در تعداد سهامداران به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در ابتدای دوره.	صورت سود و زیان و صورت وضعیت مالی
	نسبت جاری	CR	از تقسیم دارایی‌های جاری بر بدهی‌های جاری بدست می‌آید	صورت وضعیت مالی

### یافته‌ها

نتایج پژوهش در دو بخش شامل آمار توصیفی و آمار استنباطی قابل بیان می‌باشد:

### آمار توصیفی

در نگاره (۲) خلاصه‌ی نتایج آمار توصیفی متغیرها آورده شده است.

### نگاره ۲. خلاصه‌ی نتایج آمار توصیفی متغیرها

نام متغیر	میانگین	میان	کمترین	بیشترین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
پرداخت سود سهام	۰/۵۶۹	۰/۵۰۸	۰/۰۰۱	۰/۹۹۸	-۰/۳۲۵	۰/۲۲۶	۰/۰۰۸
نوسانات جریان نقدی	۰/۰۹۱	۰/۰۷۸	۰/۰۱۶	۰/۲۳۸	۰/۶۶۸	۰/۳۴۵	-۰/۱۹۷
اندازه‌ی شرکت	۱۳/۹۵۷	۱۳/۸۳۵	۱۰/۳۵۲	۱۹/۲۵۴	۰/۶۳۳	-۰/۸۵۴	۰/۷۷۵
اهرم مالی	۰/۶۴۸	۰/۶۱۹	۰/۰۱۲	۰/۸۶۳	۰/۶۶۹	۰/۴۹۳	۰/۷۵۸
نرخ بازده دارایی‌ها	۰/۱۹۸	۰/۱۵۷	-۰/۵۵۶	۰/۸۳۹	۰/۴۴۹	۰/۱۸۵	-۰/۳۷۷
نسبت جاری	۱/۴۵۸	۱/۲۱۵	۰/۴۰۵	۳/۵۸۹	۱/۵۸۵	۱/۹۶۵	۱/۳۰۵
نسبت بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام	۲/۵۱۹	۲/۱۵۸	۰/۵۹۸	۶/۹۵۰	۱/۶۶۲	-۱/۳۹۷	۱/۶۰۸

مطابق یافته های پژوهش میانگین متغیر پرداخت سود سهام طی سال های ذکر شده برابر با ۰/۵۶۹ است، بدان معنا که است که شرکت های مورد بررسی بیش از ۵۰ درصد سود کسب شده را بین سهامداران توزیع نموده اند. میانه متغیر پرداخت سود سهام ۰/۵۰۸ می باشد و این بدان معناست است که نیمی از داده ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند.

### آمار استنباطی

در نگاره (۳) خلاصه ی نتایج آماری آزمون مدل و فرضیه اول پژوهش آورده شده است.

#### نگاره ۳. خلاصه ی نتایج آماری آزمون فرضیه اول

Div = $\beta_0 + \beta_1 \text{CEOP} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Lev} + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{MB} + \beta_6 \text{CR} + \varepsilon$			
نام متغیر	ضریب	آماره ی t	سطح معناداری
ضریب ثابت	-۰/۰۴۲	-۱/۳۹۷	۰/۱۶۲۵
قدرت مدیرعامل	-۰/۴۹۱۴	-۲/۰۴۱	۰/۰۰۳۰
اندازه ی شرکت	۰/۲۶۳۸	۱/۸۲۹۹	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی	-۰/۰۰۶	-۲/۹۵۰	۰/۰۰۳۲
نرخ بازده دارایی	۰/۰۳۳۳	۲/۸۷۷۷	۰/۱۰۴۱
ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۷۷۵۲	۱/۶۹۰	۰/۰۳۱۰
نسبت جاری	۰/۰۱۲	۱/۴۳۶۳	۰/۱۵۱۲
آماره ی F	۱۲/۶۳۳۶	سطح اطمینان	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۹۵۹	آماره ی دوربین- واتسن	۱/۹۳۰۴

با توجه به این که سطح معناداری آماره ی F کمتر از ۵ درصد شده است، بنابراین مدل در حالت کلی، معنادار می باشد و از کارایی قابل قبولی برخوردار می باشد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده در این مدل رگرسیونی ۰/۶۹ شده است که نشان دهنده ی این مطلب است که حدود ۶۹ درصد تغییرات متغیر وابسته (پرداخت سود تقسیمی) توسط متغیر مستقل و کنترلی پژوهش تعیین می شود. اگر مقدار آماره ی دوربین- واتسن بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد، بیانگر استقلال خطاها می باشد. با توجه به این که مقدار این آماره ۱/۹۳۰۴ شده است لذا می توان نتیجه گرفت که خطاها از هم مستقل هستند.

با توجه به سطح معناداری متغیر قدرت مدیرعامل که کمتر از ۵ درصد شده است (در حدود ۰/۰۰۳۰)، می توان گفت که رابطه ی معناداری با متغیر وابسته ی پژوهش دارد. با توجه به ضریب منفی به دست آمده در این مدل می توان گفت که رابطه ی منفی و معناداری با متغیر وابسته ی پژوهش (پرداخت سود سهام) دارد. به عبارت دیگر با فرض ثابت ماندن اثر سایر متغیرها با یک واحد افزایش در قدرت مدیرعامل، پرداخت سود سهام شرکت ها به مقدار ۰/۴۹۱ کاهش می یابد.

در نگاره (۴) خلاصه ی نتایج آماری آزمون مدل و فرضیه دوم پژوهش آورده شده است:

#### نگاره ۴. خلاصه نتایج آماری آزمون مدل و فرضیه دوم پژوهش

Div = $\beta_0 + \beta_1 \text{CEOP} + \beta_2 \text{CFOVOL} + \beta_3 \text{CFOVOL} * \text{CEOP} + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{Lev} + \beta_6 \text{ROA} + \beta_7 \text{MB} + \beta_8 \text{CR} + \varepsilon$			
نام متغیر	ضریب	آماره ی t	سطح معناداری
ضریب ثابت	-۰/۰۴۶	-۱/۴۹۸	۰/۱۳۴
قدرت مدیرعامل	-۰/۴۶۳	-۱/۱۱۹	۰/۰۲۶
نوسات جریان نقدی	۰/۵۶۴	۱۶/۷۸۳	۰/۰۰۸
اثر تعدیلی نوسانات جریان نقد و قدرت مدیرعامل	-۰/۰۰۶	۳/۰۰۲	۰/۰۰۳

اندازه‌ی شرکت	۰/۰۳۴	۲/۹۳۴	۰/۰۰۳
اهرم مالی	-۰/۰۴۶	-۶/۹۴۳	۰/۰۰۰
نرخ بازده دارایی	۰/۰۱۱	۱/۳۶۰۱	۰/۱۷۴
ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۰۹۱	-۴/۵۳۵	۰/۰۰۹
نسبت جاری	۰/۲۶۸	۴/۶۹۸	۰/۲۵۹
آماره‌ی F	۱۲/۶۳۸	سطح اطمینان	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۹۶	آماره‌ی دوربین- واتسن	۱/۹۳۱

با توجه به این که سطح معناداری آماره‌ی F کمتر از ۵ درصد شده است بنابراین در حالت کلی مدل معنادار بوده و از کارایی قابل قبولی برخوردار می‌باشد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده در این مدل رگرسیونی ۰/۴۹ شده است که نشان‌دهنده‌ی این مطلب است که حدود ۴۹ درصد تغییرات متغیر پرداخت سود تقسیمی توسط متغیر مستقل و کنترلی پژوهش تعیین می‌شود. مقدار آماره‌ی دوربین-واتسن نیز چنانچه بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد، بیانگر استقلال خطاها می‌باشد. با توجه به این که مقدار این آماره ۱/۹۳۱۰ شده است، می‌توان نتیجه گرفت که خطاها از هم مستقل هستند.

با توجه به سطح معناداری متغیر قدرت مدیرعامل که کمتر از ۵ درصد شده است (در حدود ۰/۰۲۶)، می‌توان گفت که رابطه‌ی معناداری با متغیر وابسته‌ی پژوهش دارد. با توجه به ضریب منفی به دست آمده در این مدل می‌توان گفت که رابطه‌ی منفی و معناداری با متغیر وابسته‌ی پژوهش (پرداخت سود سهام) دارد. به عبارت دیگر با فرض ثابت ماندن اثر سایر متغیرها با یک واحد افزایش در قدرت مدیرعامل، پرداخت سود سهام شرکت‌ها به مقدار ۰/۴۶۳ کاهش می‌یابد.

با توجه به سطح معناداری متغیر نوسانات جریان نقدی که کمتر از ۵ درصد شده است (در حدود ۰/۰۰۸)، می‌توان گفت که رابطه‌ی معناداری با متغیر وابسته‌ی پژوهش دارد. با توجه به ضریب مثبت به دست آمده در این مدل می‌توان گفت که رابطه‌ی مثبت و معناداری با متغیر وابسته‌ی پژوهش (پرداخت سود سهام) دارد. به عبارت دیگر با فرض ثابت ماندن اثر سایر متغیرها با یک واحد افزایش در نوسانات جریان نقدی، پرداخت سود سهام شرکت‌ها به مقدار ۰/۵۶۴ افزایش می‌یابد.

با توجه به سطح معناداری متغیر تعدیلی نوسانات جریان نقدی و قدرت مدیرعامل که کمتر از ۵ درصد شده است (در حدود ۰/۰۲۷)، می‌توان گفت که رابطه‌ی معناداری با متغیر وابسته‌ی پژوهش دارد. با توجه به ضریب مثبت به دست آمده در این مدل می‌توان گفت که رابطه‌ی مثبت و معناداری با متغیر وابسته‌ی پژوهش (پرداخت سود سهام) دارد. به عبارت دیگر با فرض ثابت ماندن اثر سایر متغیرها با یک واحد افزایش در متغیر تعدیلی نوسانات جریان نقدی و قدرت مدیرعامل، پرداخت سود سهام شرکت‌ها به مقدار ۰/۰۰۶ افزایش می‌یابد.

## نتیجه‌گیری و پیشنهادها

نتایج پژوهش نشان داد؛ بین قدرت مدیرعامل و تقسیم سود رابطه‌ی منفی وجود داشته و این رابطه معنادار نیز می‌باشد. برای قدرت مدیرعامل سه فاکتور دوره تصدی، دوگانگی و مالکیت مدیریتی استفاده شده است، که این موارد می‌تولند در تصمیم‌گیری‌های کلان شرکت به دلیل قدرت بالا مدیریت تاثیر داشته باشد و در این حالت به نظر مدیران از قدرت خود استفاده خواهند نمود و حداقل سود را بین سهامداران تقسیم می‌کنند و بیشتر به دنبال گسترش فعالیت‌های شرکت و کسب سودهای بیشتر و پایدارتر در بلندمدت خواهند بود. مدیران درباره سیاست تقسیم سود شرکت تصمیم می‌گیرند. این تصمیم یکی از مهم‌ترین تصمیم‌های مدیریت شرکت است؛ زیرا سیاست تقسیم سود همواره با سایر تصمیم‌های مالی شرکت در تعامل است. این یافته در راستای نظریه نمایندگی است، این نظریه فرض می‌کند، مدیران بر جریان‌های نقدی کنترل دارند، که به آن‌ها اجازه می‌دهد، به جای توزیع وجه نقد بین سهامداران، به دنبال منافع شخصی خود باشند. پرداخت سود به سهامداران، منابع تحت کنترل مدیران و بالتبع قدرت مدیر را کاهش می‌دهد. همچنین، احتمال نظارت بازار سرمایه را بر شرکت افزایش می‌دهد؛ بنابراین، مدیران ضعف مالی را ترجیح می‌دهند و با احتمال کمتری سود تقسیمی پرداخت می‌کنند.

از طرفی نتایج پژوهش حاکی از اثر تعدیلی نوسانات جریان نقدی بر ارتباط بین قدرت مدیرعامل و تقسیم سود داشت و ارتباط نیز مثبت و معنادار می‌باشد. بدان معنا که اثر منفی بین دو متغیر را به‌گونه‌ای مثبت تعدیل می‌نماید. تصمیم‌های شرکت درباره‌ی افزایش، کاهش و حفظ سود تقسیمی، وضعیت نقدینگی موجود شرکت را نشان می‌دهد. بنابراین به نظر می‌رسد که جریان‌های نقدی، شاخص بااهمیتی در تعیین تغییرات سود تقسیمی است. این یافته در راستای نظریه‌ی سلسله مراتبی الگوهای تامین مالی می‌باشد که برای اولین بار توسط مایرز عنوان شده است. بر این اساس شرکت‌ها منابع تامین مالی داخلی را ترجیح می‌دهند. یک نسبت تقسیم سود هدف با توجه به موقعیت‌های سرمایه‌گذاری انتخاب شده و از تغییرات یک‌باره در سود تقسیمی اجتناب می‌شود.

با توجه به تایید فرضیه‌ی اول و دوم پژوهش که نشان از وجود رابطه‌ی معناداری بین قدرت مدیرعامل و تقسیم سود دارد، و منفی بودن رابطه‌ی فوق، لذا در این شرکت‌ها به منافع کوتاه‌مدت کمتر توجه شده و بیشتر به دنبال منافع بلندمدت و پایدار می‌باشند، از این منظر حقوق سهامدارن خرد کمتر مورد توجه قرار می‌گیرد و بنابراین پیشنهاد می‌گردد که سرمایه‌گذاران بالقوه در صورتی که قصد خرید و فروش سهام این شرکت‌ها را در کوتاه مدت دارند، این شرکت‌ها مناسب سرمایه‌گذاری برای آن‌ها نمی‌باشند ولی در صورتی که قصد نگهداری سهام را دارند، سرمایه‌گذاری در آن‌ها مطلوب خواهد بود. هم‌چنین، نتیجه این پژوهش می‌تواند شواهدی از تأثیرگذاری قدرت مدیرعامل را برای سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان فراهم نماید تا هنگام اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری خود به رابطه متغیرهای مذکور توجه نمایند.

به سهامداران توصیه می‌شود در صورت تمایل به دریافت سود تقسیمی بیش‌تر، در شرکت‌هایی که مدیرعامل آن‌ها از قدرت بیش‌تری برخوردار هستند، و هم‌چنین، نوسان بالای جریان وجه نقد دارند به‌صورت بلندمدت سرمایه‌گذاری نکنند. پیرو پیشنهاد مذکور و به دلیل محدودیت در وجود بانک‌های اطلاعاتی قابل‌اعتماد، به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود، سازوکاری اتخاذ کند، تا شرکت‌ها اطلاعاتی را در رابطه با مدیران خود ارائه دهند. از آن‌جاکه اقدامات مدیران قدرتمند می‌تواند به منافع سهامداران آسیب برساند؛ بنابراین مالکان باید ابزارهای مؤثرتری را برای مدیریت منظم اتخاذ کنند. برای مثال، تنظیم دقیق منافع مالکان و مدیران به چند روش مؤثر، مثل افزایش پاداش به مدیران اجرایی مطابق با ثروت و دارایی مالکان. دومین روش، تقویت کنترل مدیران از طریق هیئت‌مدیره غیرموظف است. در نهایت، به سیاست‌گذاران و ناظران، پیشنهاد می‌شود که از این نتایج برای بهبود رویکردهای توسعه خط مشی مربوط به تعدیل قدرت مدیریتی استفاده کنند تا بتوانند اقدامات نادرست مدیران اجرایی را تعدیل کنند.

## منابع

- امین عشایری، آسو (۱۴۰۰). رابطه بین قدرت مدیر عامل و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های بورسی، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری. ۷۹: ۴۵-۶۹.
- توکلی، الناز و جعفری دهکردی، حمیدرضا. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر نوسانات جریان نقدی و استفاده از بدهی در سررسیدهای متفاوت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، ۵(۳): ۲۳۴-۲۵۰.
- رحمانیان کوشکی، عبدالرسول و کر، رابعه. (۱۴۰۲). رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود با توجه به نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی و مالکیت نهادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، ۲۲: ۶۸-۴۱.
- زمانی‌راد، محمد (۱۳۹۲). تحلیل عوامل مؤثر بر میزان دست‌کاری فعالیت‌های واقعی (مدیریت واقعی سود). پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد، دانشگاه فردوسی، مشهد.
- صراف، فاطمه و خجسته اهوازی، منصور. (۱۴۰۱). اثرات درماندگی مالی، سیاست تقسیم سود و نسبت بدهی به ارزش ویژه بر ارزش شرکت، چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۵(۷۴): ۱۰۴-۱۱۶.
- عباسی، صفورا و غلامی جمکرانی، رضا. (۱۴۰۰). بررسی تأثیر شفافیت سود بر سیاست پرداخت سود سهام، مطالعات اخلاق و رفتار در حسابداری و حسابرسی، ۲: ۱۱۰-۹۸.

- قاسمی حسین آبادی، مریم و نمازیان، علی و عزیزی، صدیقه (۱۴۰۲). توانایی مدیرعامل و سیاست تقسیم سود، نهمین کنفرانس بین‌المللی علوم مدیریت و حسابداری، تهران.
- محمدزاده، محمد و فلاح، رضا. (۱۴۰۲). بررسی رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، ۸۹: ۴۶۷-۴۸۰.
- یاری، فرانک و فتحی ارطه، کیوان. (۱۳۹۵). تأثیر قدرت تصمیم‌گیری مدیرعامل بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، ۲(۲): ۲۸۵-۳۰۰.

- Al-Hiyari. A, Chakib Kolsi. M, Lutfi. A, Shakkour. A. S, aljumah. A. I.(2023). Information asymmetry and dividend payout in an emerging market: Does corporate governance quality matter? *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 10(1): 100188-1002013.
- Chang,K, Kang,E, Li.Y. (2015). Effect of institutional ownership on dividends: An agency-theory-based analysis, *Journal of Business Research*.14:1-9.
- De Miguel, A., Pindado, J., De La Torre, C.(2004). Ownership structure and firm value: new evidence from Spain. *Strat. Manag. J.* 25 (12):1199–1207.
- Denis, D.J., Sibilkov, V. (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash holdigs. *Review of Financial Studies*, 23(1), 247-269.
- Fama, E.F., French, K.R. (2004). New lists: Fundamentals and survival rates. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 229-269.
- Jing, D. (2005). *Cash flow volatility and dividend policy*. Thesis for Master of Science, University of Singapore.
- Sheikh, S.(2023). CEO power and the likelihood of paying dividends: Effect of profitability and cash flow volatility, *Journal of Corporate Finance*, 73: 12-28.
- Yeo. H. J.(2018). Role of free cash flows in making investment and dividend decisions: The case of the shipping industry, *The Asian Journal of Shipping and Logistics*, 34(2): 113-118.