



## The CEO Authority Effect on Dividend Payout Probability: The Role of Profitability and Cash Flow Volatility

Shokrollah Khajavi  \*

Professor of Accounting, Faculty of  
Commerce and Finance, University of  
Tehran, Tehran, Iran

Soraya Weysihsar 

MSc. of Accounting, KAR Higher Education  
Institute, Qazvin, Iran

### Abstract

Dividend policy is one of the most important topics in financial literature. CEOs with a high level of authority are motivated to use dividends payout as a strategy to build a reputation in capital markets, aiming to obtain external financing on favorable terms. However, the expected net value of such a reputation depends on the likelihood of external financing, which is associated with low profitability and high volatility of cash flows. Therefore, this study aims to investigate the effect of CEO authority on the dividends payout probability in the conditions of low profitability and high volatility of cash flow. In doing so, 128 companies listed on the Tehran Stock Exchange were examined from 2014 to 2021. The results show that the CEO authority has a negative and significant effect on the payment and increase of dividends. Furthermore, low profitability and high volatility of cash flow increase the negative effect of the CEO's authority on the increase of dividends. However, this factor does not have a significant moderating effect on the relationship between CEO authority and dividends payout. Additionally, financial limitations do not have a significant moderating effect on the relationship between CEO authority and payment and increase of dividends.

**Keywords:** Dividend, Profitability, CEO Authority, Financial Limitations, Cash Flow Volatility.

\* Corresponding Author: skhajavi@ut.ac.ir

**How to Cite:** Khajavi, Sh., Weysihsar, S. (2023). The CEO Authority Effect on Dividend Payout Probability: The Role of Profitability and Cash Flow Volatility, *Empirical Studies in Financial Accounting*, 20(79), 1-44.

## **1. Introduction**

The decision to pay dividends represents one of the most critical choices for managers. The theoretical foundation linking the CEO's behavior and the company's dividend payment is grounded in agency theory. Agency theory suggests that managers, who have control over the company's cash flows, might prioritize their own interests over distributing cash to shareholders. Paying dividends to shareholders diminishes the resources under managers' control, and consequently, reduces their power. Additionally, paying dividends heightens the likelihood of capital market scrutiny on the company, as it often leads to an increased probability of sourcing external financing for investment projects. Financing projects internally circumvents this oversight and the risk that funds may not be accessible or may only be available at high costs. Therefore, agency theory predicts that managers have incentives to portray financial weakness, thereby justifying their decisions not to pay or increase dividends. On the other hand, there are instances where a company's cash flow may be uncertain, such as when the company experiences low profitability and high volatility of cash flow. These two increase the probability of using external financing and are not influenced by powerful CEOs. Therefore, the uncertainty in cash flow overshadows the decisions related to dividends. This is attributed to the fact that powerful CEOs often have greater concerns regarding credit and reputation. Investors often view CEO power as indicative of a greater misalignment between managerial and shareholder interests, signaling weak internal governance and heightened risk of entrenchment or expropriation. Therefore, to provide funds to companies managed by powerful CEOs, investors demand higher returns, which results in an increase in the cost of external financing. Research indicates that powerful CEOs, akin to managers of firms with weak governance structures, encounter higher costs when raising external financing. Furthermore, when anticipating an increase in the need for external funds, these CEOs have a stronger incentive to mitigate reputational concerns by paying dividends. Therefore, powerful CEOs are more likely to pay dividends to invest in reputation, particularly in scenarios of lower profitability and higher cash flow volatility. Based on these considerations, the purpose of this research is to investigate the effect of CEO power on

the probability of paying dividends under conditions of low profitability and high volatility of cash flow.

## **2. Research Questions or Hypothesis**

In line with the research's objective, this study seeks to answer the question: Does CEO power affect the probability of paying dividends? Also, Do low profitability and high volatility of cash flow have a moderating effect on the relationship between CEO power and the probability of paying dividends?

## **3. Methods**

The statistical population of this study comprises companies listed on the Tehran Stock Exchange. The research hypotheses were tested on 128 companies over an eight-year period from 2014 to 2021, using multiple regression model and logistic regression. The data necessary for measuring the variables and testing the research hypotheses were primarily sourced from the Rahavard Novin software, audited financial statements, and other reports available on the companies' websites, Codal and the Securities and Exchange Organization.

## **4. Results**


The results show that the power of the CEO has a negative and significant effect on the payment and increase of dividends. Additionally, conditions of low profitability and high volatility of cash flow further amplify the negative effect of the CEO power on the increase of dividends. However, these conditions do not have a significant moderating effect on the relationship between the CEO power and the payment of dividends. Similarly, financial constraints do not have a significant moderating effect on the relationship between the CEO power and the payment and increase of dividends.


## **5. Discussion and Conclusion**

The negative effect of the CEO power on the payment and increase of dividends is in line with agency theory. This theory posits that managers, who have control over the company's cash flows, might prioritize their own interests over distributing cash to shareholders. Paying dividends to shareholders diminishes the resources under managers' control, and consequently, reduces their power. Additionally, paying dividends heightens the likelihood of capital

market scrutiny on the company. Therefore, managers may prefer to present a picture of financial weakness, leading them to be less inclined to pay dividends. The research also revealed that while financial constraints, as well as the combined effect of low profitability and high volatility of cash flow, have a negative and significant relationship with the payment and increase of dividends, financial constraints do not significantly moderate the relationship between CEO power and the payment and increase of dividends. Furthermore, low profitability and high volatility of cash flow do not have a significant moderating effect on the relationship between CEO power and the payment of dividends. However, they do exacerbate the negative effect of CEO power on the increase of dividends. The findings align with the signaling theory of dividend policy. The Information content or signaling theory predicts that in a signaling equilibrium, where a reduction in dividends is associated with a decrease in shareholder wealth, managers are motivated to avoid such outcomes. Therefore, they choose a dividend policy where the declared dividend is lower than the expected dividend. This approach allows them to maintain consistent cash dividend even if subsequent cash flows turn out to be lower than expected. This consideration leads to the prediction that when future cash flow is highly volatile, the dividend payout ratio will be lower. In fact, this implies that when facing uncertainty in cash flow, companies prefer to maintain a low dividend ratio due to the dividend signaling property. They aim to avoid the subsequent losses of dividend cuts, as reducing dividends may lead to a significant drop in the company's value. The absence of a significant impact from financial constraints and the interaction of low profitability and high volatility of cash flow on the decisions of powerful CEOs to pay dividends indicates that managers likely weigh other factors when determining dividends. Additionally, the need to maintain and build the reputation of powerful CEOs does not depend on paying dividends.

## تأثیر قدرت مدیرعامل بر احتمال پرداخت سود تقسیمی: نقش سودآوری و نوسان جریان وجه نقد

شکرالله خواجهوی \*  استاد حسابداری، دانشکده تجارت و مالیه، دانشگاه تهران، تهران، ایران

ثریا ویسی حصار  کارشناسی ارشد حسابداری، مؤسسه آموزش عالی کار، قزوین، ایران

### چکیده

سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین مباحث مطرح در ادبیات مالی است. یکی از انگیزه‌های مدیران عامل قدرتمند برای پرداخت سود، ایجاد شهرت در بازارهای سرمایه است تا تأمین مالی خارجی را با شرایط مطلوب کسب کنند. با این حال، ارزش خالص مورد انتظار چنین شهرتی به سودآوری پایین و نوسان بالای جریان وجه نقد که احتمال تأمین مالی خارجی را افزایش می‌دهند وابسته است؛ بنابراین، این پژوهش درصدد است تا تأثیر قدرت مدیرعامل بر احتمال پرداخت سود تقسیمی را در شرایط سودآوری پایین و نوسان بالای جریان وجه نقد بررسی نماید. در این راستا، ۱۲۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ بررسی شدند. نتایج نشان می‌دهد قدرت مدیرعامل بر پرداخت افزایش سود تقسیمی تأثیر منفی و معناداری دارد. همچنین، سودآوری پایین و نوسان بالای جریان وجه نقد، تأثیر منفی قدرت مدیرعامل بر افزایش سود تقسیمی را افزایش می‌دهد؛ اما بر ارتباط بین قدرت مدیرعامل و پرداخت سود تقسیمی اثر تعدیل‌کننده معناداری ندارد. محدودیت مالی نیز بر ارتباط بین قدرت مدیرعامل با پرداخت و افزایش سود تقسیمی اثر تعدیل‌کننده معناداری ندارد.

کلیدواژه‌ها: سود تقسیمی، سودآوری، قدرت مدیرعامل، محدودیت مالی، نوسان جریان وجه نقد.

## مقدمه

سود تقسیمی یکی از موضوعاتی است که از دیرباز مورد توجه سهامداران و پژوهشگران مالی قرار داشته است و با وجود تلاش‌های بسیار در این زمینه هنوز یکی از مسائل حل‌نشده در حوزه مالی باقیمانده است. 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، تصمیم‌گیری درباره پرداخت سود سهام اهمیت زیادی دارد. زیرا به‌طور غیرمستقیم بر دو تصمیم تأمین مالی و سرمایه‌گذاری که هر دو از وظایف مدیران است، اثر می‌گذارد. در الگوی اقتصاد مالی سنتی، فرض می‌شود تصمیم‌گیرندگان رفتار عقلایی دارند و همواره به دنبال حداکثر شدن مطلوبیت خود هستند (Hackbarth, 2008)، اما محققان تجربی بر این باورند گاهی اوقات برای یافتن پاسخ معماهای مالی، باید این احتمال پذیرفته شود که ممکن است تصمیم‌گیرندگان به‌طور کامل عقلایی رفتار نکنند. به بیانی، ویژگی‌های شخصیتی مدیران نیز جزء عوامل مهم در تصمیم‌گیری‌ها به حساب می‌آید (Bertrand & Schoar, 2003؛ مشایخ و بهزادپور، ۱۳۹۳). یکی از ویژگی‌های مهم شخصیتی، قدرت است. قدرت معمولاً به‌عنوان ظرفیت یک فرد برای اعمال اراده و دستیابی به اهداف خود در هر رابطه‌ای تعریف می‌شود (Pfeffer, 1981). قدرت مدیرعامل در این زمینه به اختیار و نفوذ مدیرعامل بر سیاست‌های شرکت در رابطه با هیئت‌مدیره و سایر اعضا اشاره دارد. اگر مدیرعامل بتواند علی‌رغم مقاومت هیئت‌مدیره و سایر اعضا، تصمیمات استراتژیک بگیرد، عموماً قدرتمند تلقی می‌شود. نظریه اقتصادی بیان می‌کند افزایش قدرت مدیرعامل، باعث افزایش توانایی مدیریت برای دستیابی به منافع شخصی به قیمت نادیده گرفتن حقوق سهامداران شده و نفوذ مدیریتی را بر سرمایه‌گذاری شرکت، تأمین مالی و تصمیمات پرداخت سود تقسیمی افزایش می‌دهد. درحالی‌که تأثیر قدرت مدیرعامل بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت به‌طور گسترده مورد بررسی قرار گرفته است (خواجه‌وی و همکاران، ۱۴۰۰؛ فروغی و رحیمی، ۱۴۰۰؛ حجازی و یوسفی، ۱۳۹۷؛ Sheikh, 2018؛ Chao et al., 2017؛ Li et al., 2017؛ Chintrakarn et

al., 2014؛ Jiraporn et al., 2012؛ Adams et al., 2005)، تأثیر آن بر سیاست تقسیم سود به طور کامل بررسی نشده است.

نزدیک‌ترین توضیح برای مطالعه رفتار مدیرعامل و پرداخت سود تقسیمی، نظریه نمایندگی است (Jensen & Meckling, 1976). 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. به گفته Jensen (1986)، «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. زیرا با پرداخت سود تقسیمی، احتمال استفاده از تأمین مالی خارجی برای پروژه‌های سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد (Easterbrook, 1984؛ Rozeff, 1982). تأمین مالی پروژه‌ها به صورت داخلی از نظارت بازار سرمایه و این احتمال که وجوه در دسترس نباشد یا با هزینه‌های بالاتری در آینده در دسترس باشد، اجتناب می‌کند»؛ بنابراین، نظریه نمایندگی پیش‌بینی می‌کند مدیران انگیزه‌هایی برای ایجاد ضعف مالی<sup>۱</sup> دارند و با احتمال کمتری سود تقسیمی را پرداخت یا افزایش می‌دهند.

از طرفی، گاهی ممکن است جریان وجه نقد شرکت با عدم اطمینان‌هایی روبه‌رو باشد. به طور مثال، شرکت سودآوری کم و نوسان بالای جریان وجه نقد داشته باشد. این دو احتمال استفاده از تأمین مالی خارجی را افزایش می‌دهند (Sheikh, 2022؛ Ferrando & Mulier, 2015؛ Minton & Schrand, 1999؛ Myers, 1984) و تحت تأثیر مدیران عامل قدرتمند قرار نمی‌گیرند. از این رو، عدم اطمینان در جریان وجه نقد، تصمیمات مربوط به سود تقسیمی را تحت الشعاع قرار می‌دهد؛ زیرا شرکت‌هایی که با عدم اطمینان در جریان وجه نقد مواجه هستند به منابع مالی خارجی دسترسی کمتری دارند و بنابراین هزینه سرمایه بالاتری را متحمل می‌شوند، به دلیل اینکه چنین عدم اطمینانی ریسک بالاتری برای تأمین‌کنندگان سرمایه دارد (مرادی و همکاران، ۱۳۹۶). ادبیات حاکمیت شرکتی

---

1. financial slack

استدلال می‌کنند شرکت‌های با حاکمیت ضعیف (یعنی شرکت‌هایی با حقوق سهامداران ضعیف) نگرانی‌های اعتباری بالاتری دارند و زمانی که به افزایش سرمایه از بازارهای سرمایه با شرایط مطلوب نیاز دارند، نیاز به ایجاد شهرت برای اعتدال در سلب مالکیت سهامداران<sup>۱</sup> دارند (La Porta et al., 2000). یکی از راه‌های ایجاد چنین شهرتی، پرداخت سود تقسیمی است. وقتی مدیران عامل قدرت بیشتری در تصمیم‌گیری دارند، علامت منفی در مورد حمایت از سرمایه‌گذار و حقوق سهامداران ارسال می‌شود. سهامداران افزایش قدرت را به‌عنوان نشانه‌ای از حاکمیت ضعیف و افزایش سلب مالکیت مدیریتی درک می‌کنند و خواستار بازده بالاتر برای ارائه سرمایه به شرکت‌های مدیریت‌شده توسط مدیران عامل قدرتمند برای حفاظت از سرمایه‌گذاری‌های خود هستند. Sheikh (2022) استدلال می‌کند مدیران عامل قدرتمند، همانند مدیران شرکت‌های با حاکمیت ضعیف، با هزینه‌های بالاتری برای افزایش تأمین مالی خارجی مواجه هستند و زمانی که انتظار افزایش وجوه خارجی را دارند، نیاز بیشتری به کاهش نگرانی‌های مربوط به شهرت با پرداخت سود تقسیمی دارند؛ بنابراین، مدیران عامل قدرتمند زمانی که با سودآوری کمتر و نوسان بالای جریان وجه نقد مواجه می‌شوند، احتمال بیشتری دارد که برای سرمایه‌گذاری در شهرت، سود تقسیمی پرداخت کنند.

عوامل بسیاری بر پرداخت سود تقسیمی تأثیرگذار است و تاکنون پژوهش‌هایی برای مشخص کردن روابط متغیرهای مختلف مالی و حسابداری با پرداخت سود تقسیمی انجام شده است؛ اما به قدرت مدیرعامل به‌عنوان متغیری تأثیرگذار بر پرداخت سود تقسیمی کمتر توجه شده است. توجه به قدرت مدیرعامل و پرداخت سود تقسیمی راهنمای مناسبی برای سرمایه‌گذاران است و در نظر نگرفتن آن ممکن است آن‌ها را در تصمیم‌گیری‌های بلندمدت خود دچار اشتباه کند. همچنین، تأثیر قدرت مدیرعامل بر سیاست‌های پرداخت سود تقسیمی تا حد زیادی به وضعیت منابع اقتصادی و یا به عبارتی، سطح سودآوری و نوسان جریان وجه نقد بستگی دارد که ممکن است در شرکت‌های مختلف، ابعاد متفاوتی

---

1. moderation in expropriating shareholders



داشته باشد. بر این اساس، می‌توان ادعا کرد سیاست‌های پرداخت سود تقسیمی در شرکت‌هایی با عدم اطمینان‌های مالی (سودآوری پایین و نوسان بالای جریان وجه نقد) نسبت به سایر شرکت‌ها، اهمیت بیشتری دارد و این اهمیت ناشی از هزینه‌های بالقوه‌ای است که ممکن است در اثر اتخاذ سیاست‌های مختلف تقسیم سود به شرکت‌ها تحمیل شود؛ بنابراین، مسئله اصلی پژوهش، پاسخ به این پرسش است که آیا قدرت مدیرعامل بر احتمال پرداخت سود تقسیمی تأثیرگذار است؟ همچنین، سودآوری پایین و نوسان بالای جریان وجه نقد چه اثری بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و احتمال پرداخت سود تقسیمی می‌تواند داشته باشد. لذا، با توجه به اهمیت سرمایه‌گذاری و بازار سهام، هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر احتمال پرداخت سود تقسیمی در شرایط سودآوری پایین و نوسان بالای جریان وجه نقد است.

در ادامه، ابتدا ادبیات و پیشینه پژوهش بیان می‌گردد، سپس فرضیه‌ها، روش پژوهش و متغیرهای مورد استفاده توضیح داده می‌شود و در نهایت، پس از ارائه یافته‌های پژوهش، به بحث و نتیجه‌گیری پیرامون موضوع پژوهش پرداخته می‌شود.

### پیشینه پژوهش

شغل یک مدیرعامل دارای تصویر خاصی از قدرت است (Hamori & Kakarika, 2009) و مدیران عامل به‌عنوان برنامه‌ریزان اصلی و معماران تصمیمات راهبردی مهم شرکت‌ها تلقی می‌شوند (Berger et al., 2008). با این حال، هر مدیرعاملی از تأثیر یکسانی بر سیاست‌های شرکت برخوردار نیست. در واقع، میزان نفوذ آن‌ها به میزان قدرتی که نسبت به هیئت‌مدیره و سایر اعضا دارند، بستگی دارد (نیکبخت و همکاران، ۱۴۰۰). یکی از مهم‌ترین گزینه‌ها و تصمیمات فراروی مدیران، پرداخت سود تقسیمی است. اساس تئوریک فرضیه ارتباط بین رفتار مدیرعامل و پرداخت سود تقسیمی شرکت، نظریه نمایندگی است که در ابتدا توسط Jensen and Meckling (1976) پیشنهاد شد. در نظریه نمایندگی بیان می‌شود که مالکان شرکت و سهامداران، اختیارات خود را به مدیران تفویض می‌کنند تا آن‌ها تصمیم‌های لازم را اتخاذ کنند، اما مدیران هدف‌هایی شخصی

دارند که با دیدگاه سهامدار مبنی بر به حداکثر کردن ثروت، هم‌خوانی ندارد (خواجوی و همکاران، ۱۴۰۰). از آنجا که مدیران انگیزه‌هایی برای سوءاستفاده از منابع شرکت برای استفاده شخصی خود دارند، شرکت‌ها می‌توانند اختیارات مدیریت را با پرداخت سود تقسیمی نقدی محدود کنند. این امر میزان جریان‌های نقد آزاد تحت کنترل مدیریت را کاهش می‌دهد (Easterbrook, 1984). علاوه بر این، پرداخت سود تقسیمی، مدیران را با افزایش احتمال استفاده از تأمین مالی خارجی برای سرمایه‌گذاری، در معرض انضباط بازار سرمایه قرار می‌دهد. از سوی دیگر، مدیران ترجیح می‌دهند پروژه‌ها را با منابع مالی داخلی تأمین مالی کنند تا از نظارت بازارهای سرمایه و احتمال در دسترس نبودن وجوه یا وجود هزینه‌های بالاتر در آینده اجتناب کنند (Jensen, 1986). نظریه نمایندگی پیش‌بینی می‌کند که مدیران ضعف مالی را ترجیح می‌دهند و با احتمال کمتری سود تقسیمی پرداخت می‌کنند.

اگرچه مدیران انگیزه‌هایی برای کاهش سود تقسیمی دارند، توانایی آن‌ها در تأثیرگذاری بر تصمیمات پرداخت بستگی به درجه قدرتی دارد که در تصمیم‌گیری شرکت دارند. افزایش قدرت، توانایی مدیران را برای تصمیم‌گیری در مورد پرداخت به نفع خود افزایش می‌دهد. با قدرتمندتر شدن مدیران عامل، مشکلات نمایندگی در ساخت امپراطوری شدیدتر می‌شود که ممکن است منجر به کاهش ثروت سهامداران شود (Pan et al., 2016). مدیران عامل قدرتمند اغلب نسبت به مهارت‌های خود بیش از حد اعتماد به نفس دارند و به احتمال زیاد ریسک‌های بیشتری را متحمل می‌شوند (Adams et al., 2005). مدیران عامل با اعتماد به نفس بیش از حد بازده سرمایه‌گذاری‌های خود را بیش از حد برآورد می‌کنند و تمایل دارند در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی بیش سرمایه‌گذاری کنند (Malmendier & Tate, 2005). Deshmukh et al. (2013) دریافتند که مدیران عامل با اعتماد به نفس بیش از حد، با کاهش سطح پرداخت سود تقسیمی فعلی، ضعف مالی برای سرمایه‌گذاری‌های آتی ایجاد می‌کنند؛ بنابراین، مدیران عامل قدرتمند انگیزه، توانایی و فرصت قوی برای حفظ جریان‌های نقدی دارند و احتمال کمتری برای

پرداخت سود تقسیمی دارند. Onali et al. (2016) و Chintrakarn et al. (2018) دریافتند قدرت مدیرعامل تأثیر منفی بر نسبت‌های پرداخت سود تقسیمی و عملکرد شرکت دارد.

دیدگاه مقابل بیانگر این است که مدیران عامل قدرتمند همیشه سود تقسیمی را کاهش نمی‌دهند و اگر انتظار داشته باشند که سرمایه را به صورت خارجی با نرخ‌های جذاب افزایش دهند، ممکن است تصمیم به پرداخت سود تقسیمی بگیرند. دلیل این امر آن است که مدیران عامل قدرتمند نگرانی‌های اعتباری (شهرتی)<sup>۱</sup> بالاتری دارند. سرمایه‌گذاران، قدرت مدیرعامل را به عنوان ناهماهنگی بیشتر منافع مدیریتی<sup>۲</sup>، نشانه‌ای از حاکمیت داخلی ضعیف و افزایش استقرار (سلب مالکیت)<sup>۳</sup> درک می‌کنند؛ بنابراین، برای ارائه وجوه به شرکت‌هایی که توسط مدیران عامل قدرتمند مدیریت می‌شوند، بازده بالاتری را تقاضا می‌کنند که نتیجه آن افزایش هزینه تأمین مالی خارجی است (Sheikh, 2022). ادبیات قبلی نشان می‌دهد حاکمیت شرکتی ضعیف و سلب مالکیت مدیریتی به طور مثبت با هزینه سرمایه مرتبط است (Chen et al., 2013؛ Collins & Huang, 2011؛ Ashbaugh-Skaife et al., 2009). پژوهش‌های حاکمیت شرکتی نشان داده است مدیران شرکت‌هایی که حاکمیت ضعیفی دارند، سود تقسیمی پرداخت می‌کنند تا شهرت خود را در انتظار افزایش منابع در بازارهای سرمایه با شرایط مطلوب ایجاد کنند (La Porta et al., 2000) Officer (2006) و (2006) نشان دادند شرکت‌هایی با حقوق سهامداران ضعیف (حاکمیت ضعیف) نسبت به شرکت‌های با حاکمیت قوی، سطح بالاتری از سود تقسیمی را پرداخت می‌کنند. همچنین، مطالعات در مورد استقرار (سلب مالکیت) مدیریتی بیان می‌کند که مدیران مستقر شده (قدرتمند) ممکن است داوطلبانه متعهد به پرداخت سود تقسیمی شوند تا در برابر مجازات (تحریم)‌های انضباطی<sup>۴</sup> از جانب افراد خارجی محافظت شوند (Zwiebel, 1999؛ Fluck, 1999).

1. reputational concerns
2. further misalignment of managerial interests
3. entrenchment
4. disciplinary sanctions

(1996). Hu and Kumar (2004) نشان دادند عواملی که سلب مالکیت مدیریتی را افزایش می‌دهند به‌طور مثبت با احتمال و سطح پرداخت سود تقسیمی مرتبط هستند. John and Knyazeva (2006) استدلال می‌کنند که پیش‌تعهد برای پرداخت سود تقسیمی، مشکلات نمایندگی را در شرایط حاکمیت شرکتی ضعیف کاهش می‌دهد. یافته‌های Jo and Pan (2009) حاکی است شرکت‌های دارای مدیران قدرتمندتر با احتمال بیشتری سود تقسیمی پرداخت می‌کنند و این سیاست در طول زمان ادامه می‌یابد.

با این حال، پرداخت سود تقسیمی هزینه‌های خاص خود را دارد. سود تقسیمی میزان جریان‌های نقدی تولیدشده داخلی را کاهش می‌دهد، بر انعطاف‌پذیری مالی تأثیر منفی می‌گذارد و منجر به نیاز بیشتر به سرمایه‌های خارجی می‌شود. سود تقسیمی همچنین سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد در پروژه‌های موردنظر و مشارکت در ایجاد امپراطوری را برای مدیران عامل قدرتمند دشوار می‌کند. مدیران عامل قدرتمند ارزش مورد انتظار شهرت را با هزینه ایجاد چنین شهرتی مقایسه و تنها زمانی سود تقسیمی پرداخت می‌کنند که ارزش خالص مورد انتظار مثبت باشد. Sheikh (2022) استدلال می‌کند ارزش خالص مورد انتظار ایجاد شهرت زمانی مثبت است که احتمال تأمین مالی خارجی بسیار بالا باشد. زمانی که احتمال دسترسی به تأمین مالی خارجی پایین باشد، ارزش مورد انتظار شهرت پایین و کمتر از هزینه‌های آن است.

مطالعات قبلی نشان می‌دهد نیاز، فراوانی و احتمال دسترسی به تأمین مالی خارجی به‌اندازه و نوسان جریان‌های وجه نقد بستگی دارد (Sheikh, 2022؛ Ferrando & Mulier, 2015؛ Minton & Schrand, 1999؛ Myers, 1984). سودآوری بالاتر شرکت‌ها را قادر می‌سازد تا با تأمین مالی پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت با استفاده از وجوه تولیدشده داخلی رشد کنند. در صورت یکسان بودن سایر موارد، شرکت‌های سودآورتر احتمال بیشتری برای تولید سرمایه در داخل و نیاز کمتری به تأمین مالی خارجی دارند. در ادبیات تجربی ساختار سرمایه به‌خوبی ثابت شده است که شرکت‌های سودآورتر نیاز کمتری به تأمین مالی خارجی و دسترسی به بازارهای سرمایه دارند (Myers, 1984؛

(Sheikh, 2022). پژوهش‌های قبلی همچنین رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاری‌های شرکت و در دسترس بودن جریان‌های نقدی داخلی را نشان می‌دهد (Fazzari et al., 1988; Hubbard, 1998). Ferrando and Mulier (2015) دریافتند معیارهای سودآوری در پیش‌بینی احتمال محدودیت‌های تأمین مالی از نسبت‌های نقدینگی یا اهرمی مهم‌تر هستند و سودآوری پایین‌تر، محدودیت‌های مالی و نیاز به جذب منابع خارجی را افزایش می‌دهد. علاوه بر این، از آنجا که شرکت‌ها تلاش می‌کنند کمبود جریان‌های نقدی داخلی و مخارج سرمایه‌گذاری را کاهش دهند، نوسان بیشتر جریان وجه نقد منجر به کمبود بیشتر مخارج سرمایه‌گذاری و فراوانی بیشتر افزایش وجوه خارجی می‌شود. نوسان بیشتر جریان وجه نقد، برنامه‌ریزی پروژه‌های سرمایه‌گذاری آتی را دشوار می‌کند. Bulow and Rogoff (1989) نشان می‌دهند عدم اطمینان بیشتر در جریان‌های نقدی آتی، ارزش مورد انتظار گزینه بازگشت به بازارهای سرمایه را افزایش می‌دهد. Minton and Schrand (1999) نیز دریافتند نوسان جریان وجه نقد، احتمال و هزینه دسترسی به بازارهای سرمایه خارجی را افزایش می‌دهد.

به‌طور خلاصه، مدیران عامل قدرتمند زمانی که ارزش خالص مورد انتظار مثبت از چنین شهرتی را درک کنند، به احتمال زیاد برای سرمایه‌گذاری در شهرت سود تقسیمی پرداخت می‌کنند. ارزش خالص مورد انتظار چنین شهرتی به‌طور مثبت با سودآوری کم و نوسان بالای جریان وجه نقد مرتبط است که هر دو احتمال استفاده از تأمین مالی خارجی را افزایش می‌دهند و تحت تأثیر مدیران عامل قدرتمند قرار نمی‌گیرند؛ بنابراین، این احتمال بیشتر است که مدیران عامل قدرتمند در صورت مواجهه با سودآوری کم و نوسان بالای جریان وجه نقد، سود تقسیمی پرداخت کنند (Sheikh, 2022).

یافته‌های Sheikh (2022) نشان داد قدرت مدیرعامل تأثیر معناداری بر احتمال پرداخت و یا افزایش سود تقسیمی ندارد؛ اما مدیران عامل قدرتمند زمانی که شرکت‌هایشان با سودآوری پایین و نوسان بالای جریان وجه نقد مواجه هستند، احتمال بیشتری برای پرداخت و افزایش سود تقسیمی دارند.

Cheng et al. (2013) معتقدند جبهه‌گیری مدیران<sup>۱</sup> باعث افزایش منافع خصوصی نسبت به منافع سهامداران می‌شود؛ بنابراین، مدیران جبهه‌گیر برای کاهش سود تقسیمی با توجه به حفظ پول نقد برای مصرف محدود انگیزه دارند. در مقابل، Gyimah and Gyapong (2019) معتقدند فشار خارجی از سمت سرمایه‌گذاران، شرکت‌ها را مجبور به پرداخت سود تقسیمی می‌کند. در همین زمینه، Bilel (2020) نشان داد جبهه‌گیری مدیران تأثیر مثبتی بر سیاست‌های پرداخت سود شرکت دارد (طاهری و جعفری، ۱۴۰۱).

نتایج پژوهش Jiraporn et al. (2016) و حجازی و همکاران (۱۳۹۶) بیانگر آن است که شرکت‌های با مدیران توان‌تر سود تقسیمی بیشتری پرداخت می‌کنند. آن‌ها چنین استنباط کردند که مدیران توانا، با اعتماد به توانایی خود در حفظ سودآوری شرکت، مایل‌اند تا سود نقدی بیشتری را پرداخت نمایند و در ارتباط با کاهش سود تقسیمی در آینده نگرانی ندارند.

مشایخ و بهزادپور (۱۳۹۳) نشان دادند بین بیش‌اطمینانی مدیران و تقسیم سود شرکت ارتباط منفی و معناداری وجود دارد؛ به گونه‌ای که مدیران بیش‌اطمینان تقسیم سود کمتری دارند. همچنین بررسی‌ها نشان داد با افزایش جریان‌های نقدی عملیاتی، مدیر بیش‌اطمینان جریان‌های نقدی عملیاتی آتی بالاتری را برآورد می‌کند و سود تقسیمی بیشتری را می‌پردازد.

نتایج کامیابی و همکاران (۱۳۹۳) نشان می‌دهد بین نوسان‌های جریان نقدی و حساسیت جریان‌های نقدی با سیاست تقسیم سود، رابطه معناداری وجود ندارد. در مقابل، Chay and Suh (2009) بیان داشتند بین عدم اطمینان نسبت به وجه نقد با سیاست تقسیم سود، رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

یافته‌های پژوهش فخاری و یوسفعلی‌تبار (۱۳۸۹) نشان می‌دهد رابطه معکوس معناداری بین شاخص حاکمیت شرکتی و تقسیم سود وجود دارد. این یافته بیانگر این موضوع است که شرکت‌های بورس از تقسیم سود برای کسب شهرت و ایجاد اعتبار

---

1. management entrenchment

تأثیر قدرت مدیرعامل بر احتمال پرداخت سود تقسیمی...؛ خواجوی و ویسی حصار | ۱۵

استفاده می‌کنند و با وجود ارتباط معنادار حاکمیت شرکتی و تقسیم سود، تأثیر حاکمیت شرکتی بر تقسیم سود اندک است. Halaoua and Boukattaya (2023) در پژوهش خود تأثیر مثبت عضویت زنان در کمیته‌های حسابرسی را بر پرداخت سود تقسیمی شرکت نشان دادند.

با توجه به مبانی نظری ارائه‌شده، فرضیه‌های پژوهش به شرح ذیل تدوین می‌شوند:

فرضیه اول: قدرت مدیرعامل بر پرداخت سود تقسیمی تأثیر منفی دارد.

فرضیه دوم: قدرت مدیرعامل بر افزایش سود تقسیمی تأثیر منفی دارد.

فرضیه سوم: تعامل سودآوری پایین و نوسان بالای جریان وجه نقد، تأثیر منفی قدرت مدیرعامل بر پرداخت سود تقسیمی را کاهش می‌دهد.

فرضیه چهارم: تعامل سودآوری پایین و نوسان بالای جریان وجه نقد، تأثیر منفی قدرت مدیرعامل بر افزایش سود تقسیمی را کاهش می‌دهد.

## روش

پژوهش حاضر، توصیفی از نوع همبستگی و بر مبنای هدف از نوع کاربردی است و به روش پس‌رویدادی انجام شده است. جامعه آماری پژوهش، همه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از ابتدای سال ۱۳۹۳ تا پایان سال ۱۴۰۰ در بورس فعال بوده‌اند. از آنجا که برای اندازه‌گیری بعضی از متغیرهای پژوهش از اطلاعات چند سال قبل از سال موردبررسی استفاده می‌شود، به این اطلاعات از سال ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰ نیاز است. در انتخاب شرکت‌ها شرایط زیر در نظر گرفته شده است: باهدف کنترل اثر زمانی و به‌منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد؛ به‌منظور همگن‌سازی جامعه آماری، شرکت‌ها در دوره مدنظر، سال مالی خود را تغییر نداده باشند؛ جزء شرکت‌های بیمه، بانک‌ها و مؤسسه‌های اعتباری، واسطه‌گری‌های مالی نباشند، زیرا افشای مالی و ساختارهای اصول راهبری شرکت در آن‌ها متفاوت است؛ ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها مثبت باشد؛ داده‌های موردنیاز پژوهش موجود باشد. تعداد ۱۲۸ شرکت که حائز شرایط فوق بودند برای آزمون فرضیه‌های پژوهش انتخاب شدند.

اطلاعات مورد نیاز جهت اندازه گیری متغیرها و آزمون فرضیه های پژوهش به طور کلی از نرم افزار رهاورد نوین، صورت های مالی حسابرسی شده و سایر گزارش های منتشره در تارنمای شرکت ها، کدال و سازمان بورس اوراق بهادار استخراج شده است. پس از جمع آوری داده ها، برای جمع بندی و محاسبات از نرم افزار اکسل استفاده شده است. سپس تجزیه و تحلیل نهایی با استفاده از روش رگرسیون لجستیک و رگرسیون چندگانه و با استفاده از نرم افزار ایویوز ارائه شده است.

به پیروی از مطالعه Sheikh (2022)، برای آزمون فرضیه اول و دوم پژوهش، الگوی

(۱) به شرح ذیل برآورد شده است:

الگو (۱)

$$\begin{aligned} \text{Dividends}_{i,t}(\Delta \text{Dividends}_{i,t})(\text{DIV}_{i,t}) &= \beta_0 + \beta_1 \text{Power}_{i,t} + \beta_2 \text{Firm size}_{i,t} + \beta_3 \text{Cash holdings}_{i,t} \\ &+ \beta_4 \text{Cash flows}_{i,t} + \beta_5 \text{ROA}_{i,t} + \beta_6 \text{Market to book}_{i,t} \\ &+ \beta_7 \text{Debt to assets}_{i,t} + \beta_8 \text{Firm age}_{i,t} \\ &+ \beta_9 \text{Tangible assets}_{i,t} + \beta_{10} \text{Capital intensity}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

برای آزمون فرضیه سوم و چهارم پژوهش الگوی (۲) به شرح ذیل برآورد شده است:

الگو (۲)

$$\begin{aligned} \text{Dividends}_{i,t}(\Delta \text{Dividends}_{i,t})(\text{DIV}_{i,t}) &= \beta_0 + \beta_1 \text{Power}_{i,t} + \beta_2 \text{LPROF\&HCFV}_{i,t}(\text{Constrained}_{i,t}) \\ &+ \beta_3 \text{Power}_{i,t} \times \text{LPROF\&HCFV}_{i,t}(\text{Constrained}_{i,t}) \\ &+ \beta_4 \text{Firm size}_{i,t} + \beta_5 \text{Cash holdings}_{i,t} + \beta_6 \text{Cash flows}_{i,t} \\ &+ \beta_7 \text{ROA}_{i,t} + \beta_8 \text{Market to book}_{i,t} + \beta_9 \text{Debt to assets}_{i,t} \\ &+ \beta_{10} \text{Firm age}_{i,t} + \beta_{11} \text{Tangible assets}_{i,t} \\ &+ \beta_{12} \text{Capital intensity}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

#### متغیرهای وابسته

در این پژوهش از سود سهام پرداختی (سود هر سهم ضربدر تعداد کل سهام) و تغییرات سود سهام پرداختی که توسط Fama and French (2001) پیشنهاد شده، برای اندازه گیری پرداخت سود سهام استفاده شده است.



سود تقسیمی ( $Dividends > 0$ ): متغیر مجازی که در صورت مثبت بودن مقدار کل سود سهام نقدی ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر گرفته است.

تغییرات سود تقسیمی ( $\Delta dividends > 0$ ): متغیر مجازی که در صورت مثبت بودن تغییر سود تقسیمی، ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر گرفته است.

سود تقسیمی (DIV): برابر نسبت سود پرداختی هر سهم به سود هر سهم

### متغیر مستقل

قدرت مدیرعامل (Power) با استفاده از روش تحلیل مؤلفه‌های اصلی<sup>۱</sup> (PCA) و با استفاده از معیارهای دوگانگی وظیفه مدیرعامل، درصد مدیران مستقل عضو هیئت‌مدیره، مدت تصدی مدیرعامل و درصد مالکیت مدیرعامل اندازه‌گیری شده است. تحلیل مؤلفه‌های اصلی یکی از انواع روش‌های تحلیل داده‌های چندمتغیره است که هدف اصلی آن تقلیل بعد مسئله مورد مطالعه است. با استفاده از تحلیل مؤلفه‌های اصلی می‌توان تعداد زیادی متغیر توضیحی (متغیر مستقل) همبسته را با تعداد محدودی متغیر توضیحی جدید که مؤلفه‌های اصلی نامیده می‌شوند و ناهمبسته‌اند، جایگزین نمود. به این ترتیب نه تنها بعد مسئله تقلیل می‌یابد بلکه مسئله چند هم‌خطی پیش نمی‌آید. وزن فاکتورها در این شاخص قدرت مدیرعامل مبتنی بر فرایند آماری، به جای استفاده از وزن‌های انتخابی مساوی یا دلخواه است.

دوگانگی وظیفه مدیرعامل (Duality): متغیر مجازی که اگر مدیرعامل و رئیس یا نایب‌رئیس هیئت‌مدیره یک شخص باشند ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر گرفته است. با توجه به اینکه در ایران در بسیاری از شرکت‌ها، مدیرعامل در سمت نایب‌رئیس هیئت‌مدیره فعالیت می‌کند و در چنین شرکت‌هایی اغلب رئیس هیئت‌مدیره غیرموظف می‌باشد، لذا وجود (یا عدم وجود) مدیرعامل به‌عنوان رئیس یا نایب‌رئیس هیئت‌مدیره به‌عنوان دوگانگی وظیفه مدیرعامل در نظر گرفته شده است (نیکبخت و

همکاران، ۱۴۰۰؛ پورحیدری و فروغی، ۱۳۹۸؛ رحیمی و فروغی، ۱۳۹۸؛ دستگیر و هنرمند، ۱۳۹۳؛ عباسی و کلانتری، ۱۳۹۳؛ اسماعیل‌زاده مقری و همکاران، ۱۳۸۹).

درصد مالکیت مدیرعامل (Ownership): متغیر مجازی که اگر مدیرعامل مالک یا نماینده (طاهری عابد و همکاران، ۱۳۹۷؛ سرلک و کلوانی، ۱۳۹۴) بیش از ده درصد سهام شرکت باشد ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر لحاظ شده است (نیکبخت و همکاران، ۱۴۰۰؛ توانگر حمزه کلایی و اسکافی اصل، ۱۳۹۷؛ اخگر و زاهد دوست، ۱۳۹۷؛ Luo, 2015؛ Ruan et al., 2011). اطلاعات این متغیر از یادداشت‌های توضیحی و گزارش فعالیت هیئت‌مدیره استخراج شده است.

مدت تصدی مدیرعامل (Tenure): متغیر مجازی که اگر مدت تصدی مدیرعامل شرکت بیشتر از میانه مدت تصدی مدیرعامل نمونه باشد ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر گرفته است (نیکبخت و همکاران، ۱۴۰۰؛ Veprauskaitė & Adams, 2013؛ Li et al., 2017).

درصد مدیران مستقل عضو هیئت‌مدیره (Board composition): متغیر مجازی که اگر نسبت مدیران مستقل عضو هیئت‌مدیره کمتر از میانه نسبت مدیران مستقل عضو هیئت‌مدیره نمونه باشد ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر گرفته است (عرب و همکاران، ۱۴۰۰؛ پورحیدری و فروغی، ۱۳۹۸).

مدیران مستقل عضو هیئت‌مدیره: نسبت تعداد مدیران مستقل (غیرموظف) هیئت‌مدیره به کل تعداد اعضای هیئت‌مدیره

نتایج تحلیل مؤلفه‌های اصلی در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول ۱. نتایج تحلیل مؤلفه‌های اصلی

مؤلفه‌های اصلی	مقادیر ویژه	واریانس توضیحی	واریانس تجمعی
مؤلفه اصلی اول	۱/۳۰۰	۰/۳۲۵	۰/۳۲۵
مؤلفه اصلی دوم	۱/۰۷۳	۰/۲۶۸	۰/۵۹۳
مؤلفه اصلی سوم	۰/۸۵۷	۰/۲۱۴	۰/۸۰۸
مؤلفه اصلی چهارم	۰/۷۷۰	۰/۱۹۲	۱/۰۰۰
<b>متغیرها</b>	<b>بار شاخص‌ها</b>		
Duality	۰/۶۲۳		
Ownership	۰/۵۶۰		
Tenure	-۰/۴۸۳		
Board composition	۰/۲۵۵		

جدول (۱) وزن‌های معیارهای قدرت مدیرعامل را نشان می‌دهد. همان‌طور که مشاهده می‌شود مؤلفه اصلی اول و دوم دارای مقادیر ویژه بالاتری بوده و در مجموع حدود ۵۹٪ کل واریانس استاندارد شده را تبیین می‌کند. با توجه به پیشنهاد Kaiser (1960) و Li et al. (2017)، اولین مؤلفه اصلی که دارای مقدار ویژه بیش از یک بوده و بیشترین قدرت توضیح‌دهندگی را دارد، به‌عنوان معیار قدرت مدیرعامل تعریف شده است.

### متغیرهای تعدیل‌گر

تعامل سودآوری پایین و نوسان بالای جریان وجه نقد (LPROF&HCFV) نوسان جریان وجه نقد (Cash flow volatility): نسبت انحراف استاندارد سود قبل از بهره، مالیات و هزینه استهلاک دارایی‌های مشهود و نامشهود به کل دارایی‌ها (EBITDA/دارایی‌ها) به قدرمطلق میانگین (EBITDA/دارایی‌ها) نوسان بالای جریان وجه نقد (HCFV): متغیر مجازی که اگر نوسان جریان وجه نقد شرکت بزرگ‌تر از میانه نوسان جریان وجه نقد نمونه باشد ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر گرفته است.

سودآوری (Profitability): سود قبل از بهره و مالیات تقسیم بر فروش

سودآوری پایین (LPROF): متغیر مجازی که اگر سودآوری شرکت کمتر از میانه سودآوری نمونه باشد، ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر گرفته است. تعامل سودآوری پایین و نوسان بالای جریان وجه نقد (LPROF&HCFV): متغیر مجازی که اگر  $LPROF = 1$  و  $HCFV = 1$  باشد ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر گرفته است.

#### محدودیت مالی (Constrained)

Sheikh (2022) استدلال می‌کند مدیران عامل قدرتمند زمانی که انتظار نیاز و احتمال بیشتری برای استفاده از منابع مالی خارجی برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری داشته باشند، سود تقسیمی بیشتری پرداخت می‌کنند. از آنجایی که شرکت‌های دارای محدودیت مالی بیشتر از تأمین مالی خارجی استفاده می‌کنند، برای بررسی استحکام نتایج از محدودیت‌های مالی به عنوان معیاری جایگزین برای سودآوری کم و نوسان بالای جریان وجه نقد استفاده شده است. در این راستا، از شاخص محدودیت مالی (KZ) Kaplan and Zingales (Constrained) (1997) که توسط تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) در ایران بومی‌سازی شده، بهره گرفته شده است. شاخص KZ از سوی تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) در ایران بومی‌سازی شده و ضرایب آن با توجه به شرایط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برآورد شده است. شاخصی که این محققان برای سنجش محدودیت مالی در ایران ارائه کرده‌اند، به شرح رابطه (۱) است:

رابطه (۱)

$$KZ_{index} = 17/33 - 37/486 \frac{C_{it}}{A_{t-1}} - 15/216 \frac{Div_{it}}{A_{t-1}} + 3/394 Lev_{it} - 1/402 MTB$$

C وجه نقد

A ارزش دفتری کل دارایی‌ها

DIV سود تقسیمی

تأثیر قدرت مدیرعامل بر احتمال پرداخت سود تقسیمی...؛ خواجوی و ویسی حصار | ۲۱

MTB نسبت حاصل جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری کل بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها

هرچه مقدار KZ محاسبه شده برای شرکت‌ها بالاتر باشد، نشان‌دهنده محدودیت مالی بیشتر است. در این پژوهش، با استفاده از الگوی فوق، شاخص KZ برای کلیه شرکت‌های مورد مطالعه محاسبه گردید. سپس با توجه به مقادیر به دست آمده، این شرکت‌ها به پنج گروه طبقه‌بندی شدند و گروه اول و دوم که بیشترین مقدار شاخص به آن‌ها تعلق دارد، به عنوان شرکت‌های دارای محدودیت مالی طبقه‌بندی شدند.

### متغیرهای کنترلی

به دنبال مطالعات قبلی (DeAngelo et al., 2006؛ Hu & Kumar, 2004؛ Fama & French, 2001)، تعدادی از متغیرهای کنترلی که تأثیر قابل توجهی بر احتمال پرداخت سود تقسیمی دارند، در تحلیل گنجانده شده‌اند.

اندازه شرکت (Firm size): لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌ها. هرچه اندازه شرکت بیشتر باشد، انتظار می‌رود پرداخت سود تقسیمی بیشتر شود (Sheikh, 2022؛ فخاری و یوسفعلی تبار، ۱۳۸۹). دیدگاه دیگر این است که شرکت‌های بزرگ‌تر بدهی‌های بیشتری دارند. زیرا اعتباردهندگان به شرکت‌های بزرگ‌تر اعتماد بیشتری دارند، بنابراین سود کمتری تقسیم می‌کنند (مشایخ و بهزادپور، ۱۳۹۳).

نگه‌داشت وجه نقد (Cash holdings): حاصل جمع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها. (Chintrakarn et al., 2018) و Sheikh (2022) رابطه منفی بین نگاه‌داشت وجه نقد و احتمال پرداخت سود تقسیمی را نشان دادند.

جریان‌های وجه نقد (Cash flows): جریان‌های وجه نقد عملیاتی تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها. جریان‌های نقدی جاری دورنمایی از جریان‌های نقدی آتی است، بنابراین با افزایش جریان‌های نقدی عملیاتی جاری، مدیر جریان‌های نقدی عملیاتی آتی بالاتری را پیش‌بینی می‌کند و سود تقسیمی را افزایش می‌دهد (Sheikh, 2022؛ مشایخ و بهزادپور، ۱۳۹۳).

بازده دارایی‌ها (ROA): سود خالص تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها. سودآوری بیشتر بیانگر دسترسی به منابع بیشتر برای توزیع وجوه شرکت است. بنابراین، انتظار می‌رود رابطه مثبتی میان سودآوری و پرداخت سود تقسیمی وجود داشته باشد (Sheikh, 2022)؛ فخاری و یوسفعلی تبار، (۱۳۸۹).

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (Market to book): ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام. شرکت‌های دارای فرصت‌های رشد، به تأمین مالی نیاز دارند. بنابراین، سود کمی توزیع می‌کنند (مشایخ و بهزادپور، ۱۳۹۳). در مقابل، Deshmukh et al. (2013) و Sheikh (2022) رابطه مثبت بین فرصت‌های رشد و پرداخت سود تقسیمی را نشان دادند.

اهرم مالی (Debt to assets): کل بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها. انتظار می‌رود شرکت‌های با اهرم مالی بیشتر، سود کمتری پرداخت کنند (Sheikh, 2022)؛ فخاری و یوسفعلی تبار، (۱۳۸۹). هنگامی که یک شرکت متحمل بدهی می‌شود، خود را متعهد به یک هزینه ثابت مالی، بهره و بازپرداخت اصل آن می‌کند. عدم موفقیت در ایفای این تعهدات، می‌تواند به انحلال شرکت بیانجامد. بنابراین، شرکت برای جلوگیری از انحلال، سود کمتری را تقسیم می‌کند (کامیابی و همکاران، ۱۳۹۳).

سن شرکت (Firm age): لگاریتم طبیعی تعداد سال‌های پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار. انتظار می‌رود سن شرکت ارتباط مثبت با احتمال پرداخت سود تقسیمی داشته باشد (Sheikh, 2022).

دارایی‌های مشهود (Tangible assets): مجموع خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها. هرچه دارایی‌های مشهود بیشتر باشد، عدم تقارن اطلاعاتی کمتر است. عدم تقارن اطلاعاتی از تمایل مدیران به تأمین مالی برون-سازمانی می‌کاهد. لذا در چنین وضعیتی مدیران برای افزایش منابع مالی، سود تقسیمی را کاهش می‌دهند (مشایخ و بهزادپور، ۱۳۹۳). در مقابل، Sheikh (2022) رابطه مثبت بین دارایی‌های مشهود و احتمال پرداخت سود تقسیمی را نشان دادند.

مخارج سرمایه‌بر (Capital intensity): وجه نقد پرداختی بابت خرید دارایی‌های ثابت تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها. انتظار می‌رود مخارج سرمایه‌بر شرکت ارتباط منفی با احتمال پرداخت سود تقسیمی داشته باشد (Sheikh, 2022). اطلاعات این متغیر از صورت جریان وجه نقد استخراج شده است.

## یافته‌ها

### آمار توصیفی

به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات، ابتدا آمار توصیفی داده‌های تحت بررسی محاسبه و در جدول (۲) ارائه گردید. نتایج جدول (۲) نشان می‌دهد که به‌طور میانگین ۸۶ درصد از شرکت‌های مورد بررسی پرداخت سود تقسیمی (Dividends) و ۵۶ درصد شرکت‌ها افزایش سود تقسیمی ( $\Delta$ Dividends) داشته‌اند. متوسط نسبت سود تقسیمی هر سهم به سود هر سهم (DIV) نیز نشان می‌دهد شرکت‌ها به‌طور میانگین حدود ۶۰ درصد از سود سهام خود را تقسیم کرده‌اند. همچنین، به‌طور متوسط ۲۹ درصد از شرکت‌ها سودآوری پایین و نوسان بالای جریان وجه نقد و حدود ۴۰ درصد از شرکت‌ها محدودیت مالی دارند. مقدار میانگین برای متغیر اندازه شرکت (Firm size) برابر با ۱۴/۸۵۳ می‌باشد. با توجه به مقدار حداقل و حداکثر این متغیر می‌توان گفت شرکت‌های مورد بررسی از اندازه نسبی خوبی برخوردار هستند. متوسط نگه‌داشت وجه نقد (Cash holdings) شرکت‌ها حدود ۸ درصد است. همچنین، به‌طور متوسط از محل دارایی‌ها ۱۲ درصد جریان‌های نقدی عملیاتی (Cash flows) و ۱۶ درصد سود خالص (ROA) کسب شده است. مقدار حداقل دو متغیر مذکور نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با زیان مواجه بوده‌اند. میانگین فرصت‌های رشد (Market to book) با مقدار ۵/۷۶۶ نشان می‌دهد که به‌طور متوسط ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت‌های مورد بررسی طی یک سال ۵/۷۷ برابر بیشتر از ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آن‌ها است. میانگین نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها (Debt to assets) بیانگر آن است که حدود ۵۳ درصد سرمایه شرکت‌ها از محل بدهی‌ها تأمین شده

است. به طور متوسط ۲۵ درصد از کل دارایی‌ها را دارایی‌های مشهود (Tangible assets) تشکیل می‌دهد. درنهایت، متوسط مخارج سرمایه‌بر شرکت (Capital intensity) حدود ۴ درصد است. با توجه به نتایج جدول (۲)، متغیر فرصت‌های رشد با انحراف معیار ۹/۶۲۵ دارای بیشترین پراکندگی از میانگین و متغیر مخارج سرمایه‌بر با انحراف معیار ۰/۰۵۷ دارای کمترین پراکندگی از میانگین است.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نماد متغیر	میانگین	میانۀ	حد اکثر	حداقل	انحراف معیار
Dividends	۰/۸۵۶	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۳۵۱
$\Delta$ Dividends	۰/۵۵۷	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۹۷
DIV	۰/۵۹۵	۰/۶۱۰	۱۵/۲۲۷	۰/۰۰۰	۰/۷۶۰
Power	-۰/۰۰۱	-۰/۱۹۳	۲/۰۶۶	-۱/۱۰۴	۰/۸۳۴
LPROF&HCFV	۰/۲۸۵	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۵۲
Constrained	۰/۴۰۰	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۹۰
Firm size	۱۴/۸۵۳	۱۴/۶۳۸	۲۱/۳۲۸	۱۱/۱۱۶	۱/۵۳۰
Cash holdings	۰/۰۸۲	۰/۰۴۵	۰/۸۲۲	۰/۰۰۰	۰/۱۰۰
Cash flows	۰/۱۲۰	۰/۱۰۲	۰/۵۵۳	-۱/۳۱۲	۰/۱۴۴
ROA	۰/۱۵۶	۰/۱۲۳	۰/۶۸۲	-۰/۲۸۹	۰/۱۵۱
Market to book	۵/۷۶۶	۳/۱۳۷	۹۷/۵۵۹	۰/۵۹۷	۹/۶۲۵
Debt to assets	۰/۵۲۶	۰/۵۳۱	۰/۹۸۷	۰/۰۳۱	۰/۱۸۶
Firm age	۲/۹۴۳	۲/۹۴۴	۳/۹۷۰	۱/۰۹۹	۰/۳۸۴
Tangible assets	۰/۲۵۴	۰/۲۱۹	۰/۹۲۰	۰/۰۰۷	۰/۱۷۴
Capital intensity	۰/۰۴۳	۰/۰۲۵	۰/۵۷۴	۰/۰۰۰	۰/۰۵۷

### آمار استنباطی

با توجه به اینکه متغیر وابسته سود تقسیمی (Dividends) و تغییرات سود تقسیمی ( $\Delta$ Dividends) پیوسته نیست و تنها یکی از دو ارزش صفر و یک را دارا است، بنابراین برای آزمون فرضیه‌های پژوهش با متغیرهای نامبرده از مدل رگرسیون لجستیک باینری



(لوجیت) استفاده شده است. همچنین، برای آزمون فرضیه‌های پژوهش با متغیر سود تقسیمی (DIV) از رگرسیون کلاسیک بهره گرفته شده است؛ بنابراین، قبل از آزمون معناداری ضرایب رگرسیون برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، بایستی از صحت معناداری کل مدل و عدم نقض فروض رگرسیون کلاسیک اطمینان یافت. از این رو، ابتدا فرض همسان بودن واریانس‌ها مورد بررسی قرار گرفت که در این پژوهش از آزمون والد تعدیل شده استفاده شده است. در صورتی که الگو دچار ناهمسانی واریانس باشد، برای رفع آن از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده می‌شود و در غیر این صورت، روش حداقل مربعات معمولی (OLS) برای تخمین الگو به کار می‌رود (سوری، ۱۳۹۳). همچنین، برای بررسی خودهمبستگی، از آزمون والد ریچ (۲۰۰۲)، جهت پایایی متغیرهای پژوهش از آزمون Levin et al. (2002) و به منظور بررسی هم خطی بین متغیرها نیز از معیار عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شده است که نتایج حاکی از عدم هم خطی بین متغیرهای پژوهش است. از طرف دیگر، به منظور انتخاب روش برآورد الگو به صورت ترکیبی یا تلفیقی از آزمون F لیمر و به منظور انتخاب رویکرد اثرات ثابت یا تصادفی از آزمون هاسمن بهره گرفته شده است. در نهایت، فرضیه‌ها از طریق نتایج حاصل از الگوهای اقتصادسنجی و رگرسیون چندگانه مورد آزمون قرار گرفته است. به منظور تعیین معنی دار بودن الگوی رگرسیون از آماره F فیشر و برای بررسی معنی دار بودن ضرایب متغیرهای مستقل در هر الگو، از آماره t استیودنت استفاده شده است (افلاطونی و نیکبخت، ۱۳۸۹).

نتایج مربوط به آزمون پایایی متغیرهای پژوهش در جدول (۳) و نتایج آزمون F لیمر، آزمون هاسمن و آزمون والد تعدیل شده در جدول (۴) ارائه شده است. نتایج مربوط به سایر آزمون‌ها نیز در قسمت نتایج آزمون هر فرضیه، آورده شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

نتیجه	سطح معناداری	آماره آزمون	متغیر
پایا	۰/۰۰۰	-۲۳۷/۷۴۱	DIV
پایا	۰/۰۰۰	-۱۰/۷۴۲	Power
پایا	۰/۰۰۰	-۶/۳۲۳	Firm size
پایا	۰/۰۰۰	-۱۵/۸۳۳	Cash holdings
پایا	۰/۰۰۰	-۷/۸۷۴	Cash flows
پایا	۰/۰۰۰	-۶/۶۳۳	ROA
پایا	۰/۰۰۰	-۱۸/۰۵۳	Market to book
پایا	۰/۰۰۰	-۱۴/۴۵۳	Debt to assets
پایا	۰/۰۰۰	-۱۴/۷۶۳	Firm age
پایا	۰/۰۰۰	-۶/۳۸۶	Tangible assets
پایا	۰/۰۰۰	-۱۸/۹۴۳	Capital intensity

نتایج ارائه شده در جدول (۳) نشان می‌دهد سطح معناداری آماره آزمون Levin et al. (2002) کمتر از ۰/۰۵ است و فرضیه صفر مبنی بر ریشه واحد برای متغیرها تأیید نمی‌شود. این مطلب بیانگر این است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کواریانس آن‌ها بین سال‌های مختلف ثابت است و رگرسیون استفاده شده برای آزمون فرضیه‌های پژوهش کاذب نیست، بنابراین، متغیرهای پژوهش مانا هستند.

با توجه به سطح معناداری به دست آمده از آزمون F لیمر و آزمون هاسمن در جدول (۴)، برای تخمین الگوهای پژوهش از روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت استفاده شده است. طبق آزمون والد تعدیل شده، به دلیل ناهمسانی واریانس از روش حداقل مربعات تعمیم یافته برای برآورد الگوها استفاده شده است.

جدول ۴. نتایج آزمون‌های F لیمر، هاسمن و والد تعدیل شده

الگو	نوع آزمون	مقدار آماره	سطح معناداری
۱	F لیمر	۲/۴۲۶	۰/۰۰۰
۱	هاسمن	۷۵/۹۵۷	۰/۰۰۰
۱	والد تعدیل شده	۷/۲۷۶	۰/۰۰۰
۲-۱	F لیمر	۲/۳۳۳	۰/۰۰۰
۲-۱	هاسمن	۷۰/۸۶۵	۰/۰۰۰
۲-۱	والد تعدیل شده	۵۲۳/۵۹۴	۰/۰۰۰
۲-۲	F لیمر	۲/۳۱۷	۰/۰۰۰
۲-۲	هاسمن	۷۴/۰۰۵	۰/۰۰۰
۲-۲	والد تعدیل شده	۵۲۶/۸۲۳	۰/۰۰۰

### تأثیر قدرت مدیرعامل بر پرداخت و افزایش سود تقسیمی

الگوی اول، بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر پرداخت و افزایش سود تقسیمی بود. نتیجه حاصل از تخمین الگوی فرضیه اول و دوم پژوهش در جدول (۵) ارائه شده است. با توجه به سطح معناداری آماره LR در سطح خطای ۱ درصد می‌توان بیان نمود که الگوهای سود تقسیمی (Dividends) و تغییرات سود تقسیمی ( $\Delta$ Dividends) معنادار و از اعتبار لازم برخوردار می‌باشد. یکی دیگر از معیارهای نیکویی برآزش مدل رگرسیون لجستیک، آزمون هاسمن-لمشو است که نتایج نشان‌دهنده انطباق مناسب مدل با مشاهده‌های واقعی (نیکویی برآزش مدل) است. همچنین، ضریب تعیین مک فادن این الگوها به ترتیب ۵۷ درصد و ۱۶ درصد است. با توجه به نتایج به دست آمده در جدول (۵) از برآورد الگو با متغیر وابسته سود تقسیمی، ضریب متغیر قدرت مدیرعامل (Power) برابر  $۰/۵۰۲-$  و سطح معناداری آن برابر با  $۰/۰۰۳$  است؛ بنابراین، قدرت مدیرعامل بر پرداخت سود تقسیمی تأثیر منفی و معناداری دارد. همچنین، نتایج با متغیر وابسته تغییرات سود تقسیمی نیز نشان می‌دهد که قدرت مدیرعامل بر افزایش سود تقسیمی تأثیر منفی و معناداری دارد.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه اول و دوم پژوهش

DIV			ΔDividends			Dividends			متغیر وابسته
سطح معناداری	آماره t	ضرایب	سطح معناداری	آماره z	ضرایب	سطح معناداری	آماره z	ضرایب	متغیر
۰/۰۰۰	۱۱/۴۳۰	۱/۴۱۱	۰/۰۰۰	-۴/۶۰۰	-۴/۵۳۶	۰/۰۲۹	-۲/۱۸۳	-۴/۰۹۳	C
۰/۰۰۰	-۶/۰۳۸	-۰/۰۴۹	۰/۰۵۶	-۱/۹۱۴	-۰/۱۶۹	۰/۰۰۳	-۳/۰۰۶	-۰/۵۰۲	Power
۰/۰۰۰	۶/۱۴۵	۰/۰۷۳	۰/۰۵۴	۱/۹۲۹	۰/۱۰۱	۰/۰۰۱	۳/۲۲۷	۰/۳۹۳	Firm size
۰/۴۹۲	۰/۶۸۷	۰/۰۶۲	۰/۶۳۷	۰/۴۷۲	۰/۴۴۱	۰/۰۲۰	-۲/۳۱۹	-۴/۷۵۳	Cash holdings
۰/۰۵۰	۱/۹۶۱	۰/۰۸۳	۰/۱۰۷	-۱/۶۱۴	-۱/۱۰۶	۰/۱۷۶	۱/۳۵۴	۲/۱۷۷	Cash flows
۰/۰۰۰	-۴/۵۱۳	-۰/۲۹۳	۰/۰۰۰	۷/۹۸۸	۷/۲۰۶	۰/۰۰۰	۸/۸۵۴	۳۵/۶۰۷	ROA
۰/۰۰۲	۳/۱۸۳	۰/۰۰۲	۰/۵۴۰	۰/۶۱۴	۰/۰۰۵	۰/۱۳۸	-۱/۴۸۴	-۰/۰۲۸	Market to book
۰/۰۰۱	-۳/۳۰۴	-۰/۲۰۷	۰/۴۹۴	۰/۶۸۵	۰/۳۶۱	۰/۰۰۱	-۳/۲۸۶	-۳/۱۰۱	Debt to assets
۰/۰۰۰	-۱۰/۴۳۶	-۰/۵۸۷	۰/۰۰۰	۴/۱۰۶	۰/۷۵۴	۰/۱۹۲	۱/۳۰۵	۰/۴۹۰	Firm age
۰/۰۰۳	-۲/۹۵۷	-۰/۱۹۱	۰/۱۶۷	-۱/۳۸۲	-۰/۶۸۵	۰/۰۰۰	-۴/۵۷۴	-۳/۸۵۳	Tangible assets
۰/۰۲۲	۲/۲۸۹	۰/۲۶۸	۰/۲۲۱	۱/۲۲۴	۱/۷۸۰	۰/۰۳۶	۲/۰۹۴	۸/۶۹۵	Capital intensity
-	-	-	۰/۱۶۲	-	-	۰/۵۶۶	-	-	ضریب تعیین مک فادن
-	-	-	(۰/۰۰۰) ۲۲۸/۴۴۱	-	-	(۰/۰۰۰) ۴۷۷/۰۱۶	-	-	آماره LR (سطح معناداری)
-	-	-	(۰/۲۴۱) ۳۵/۵۲۵	-	-	(۰/۰۸۷) ۳۰۱۵/۸۲۷	-	-	آماره هاسمر - لمشو (سطح معناداری)
۰/۸۹۳	-	-	-	-	-	-	-	-	ضریب تعیین تعدیل شده
۰/۵۶۳	-	-	-	-	-	-	-	-	آماره والدريج
(۰/۰۰۰) ۶۳/۰۸۰	-	-	-	-	-	-	-	-	آماره F فیشر (سطح معناداری)

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول (۵) از برآورد الگو با متغیر وابسته سود تقسیمی (DIV)، مقدار آماره والد ریج و سطح خطای بالای ۵ درصد، نشان دهنده عدم وجود مشکل خودهمبستگی سریالی بین باقیمانده‌های الگو است. با توجه به سطح معنی داری آماره F فیشر، معناداری کل رگرسیون در سطح خطای ۱ درصد تأیید می‌شود. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده الگو نشان می‌دهد که مجموعاً ۸۹ درصد از تغییرات حاصله در متغیر وابسته می‌تواند توسط متغیرهای مستقل و کنترلی در این الگو توضیح داده شود. نتایج حاکی است ضریب متغیر قدرت مدیرعامل برابر  $-۰/۰۴۹$  و سطح معناداری آن برابر با  $۰/۰۰۰$  است؛ بنابراین، قدرت مدیرعامل بر پرداخت سود تقسیمی تأثیر منفی و معناداری دارد. نتایج فوق نشان می‌دهد با افزایش قدرت مدیرعامل، پرداخت سود تقسیمی و تغییرات افزایشی سود تقسیمی کاهش می‌یابد.

#### نقش تعامل سودآوری پایین و نوسان بالای جریان وجه نقد در تأثیر قدرت مدیرعامل بر پرداخت و افزایش سود تقسیمی

الگوی دوم، بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر پرداخت و افزایش سود تقسیمی در شرایط سودآوری پایین و نوسان بالای جریان وجه نقد بود. نتیجه حاصل از تخمین الگوی فرضیه سوم و چهارم پژوهش با متغیر تعدیل گر سودآوری پایین و نوسان بالای جریان وجه نقد در جدول (۶) ارائه شده است.

جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه سوم و چهارم پژوهش

DIV			ΔDividends			Dividends			متغیر وابسته
سطح معناداری	آماره t	ضرایب	سطح معناداری	آماره z	ضرایب	سطح معناداری	آماره z	ضرایب	متغیر
۰/۰۰۰	۱۰/۶۴۸	۱/۴۰۴	۰/۰۰۰	-۳/۹۱۰	-۳/۹۳۳	۰/۱۱۵	-۱/۵۷۸	-۳/۰۶۹	C
۰/۰۰۰	-۵/۱۶۴	-۰/۰۴۹	۰/۶۱۸	-۰/۴۹۹	-۰/۰۵۱	۰/۲۳۵	-۱/۱۸۷	-۰/۳۱۸	Power
۰/۲۴۷	-۱/۱۵۹	-۰/۰۱۸	۰/۰۰۰	-۳/۹۴۹	-۰/۶۹۵	۰/۰۰۰	-۴/۰۹۶	-۱/۱۸۹	LPROF&HCFV
۰/۱۱۳	-۱/۵۸۹	-۰/۰۲۸	۰/۰۳۴	-۲/۱۱۶	-۰/۴۳۷	۰/۵۷۲	-۰/۵۶۶	-۰/۱۹۶	Power×LPROF&HCFV
۰/۰۰۰	۵/۴۴۳	۰/۰۶۸	۰/۱۰۹	۱/۶۰۱	۰/۰۸۵	۰/۰۰۱	۳/۲۱۲	۰/۳۹۸	Firm size

DIV			ΔDividends			Dividends			متغیر وابسته
سطح معناداری	آماره t	ضرایب	سطح معناداری	آماره z	ضرایب	سطح معناداری	آماره z	ضرایب	متغیر
۰/۵۱۸	۰/۶۴۶	۰/۰۶۰	۰/۴۸۸	۰/۶۹۳	۰/۶۵۲	۰/۰۲۰	-۲/۳۳۷	-۴/۹۱۷	Cash holdings
۰/۱۱۴	۱/۵۸۲	۰/۰۷۵	۰/۰۷۸	-۱/۷۶۴	-۱/۲۱۷	۰/۱۳۹	۱/۴۸۲	۲/۵۲۵	Cash flows
۰/۰۰۰	-۳/۵۶۵	-۰/۲۸۰	۰/۰۰۰	۶/۴۰۰	۶/۰۰۶	۰/۰۰۰	۷/۷۱۳	۳۱/۸۲۱	ROA
۰/۰۰۳	۲/۹۷۱	۰/۰۰۲	۰/۳۵۸	۰/۹۱۹	۰/۰۰۸	۰/۲۷۴	-۱/۰۹۳	-۰/۰۲۲	Market to book
۰/۰۰۵	-۲/۷۹۱	-۰/۱۸۶	۰/۷۵۴	۰/۳۱۳	۰/۱۶۸	۰/۰۰۰	-۳/۹۲۴	-۳/۹۰۷	Debt to assets
۰/۰۰۰	-۹/۶۸۰	-۰/۵۶۵	۰/۰۰۰	۴/۱۷۸	۰/۷۷۵	۰/۱۷۵	۱/۳۵۷	۰/۵۳۰	Firm age
۰/۰۰۸	-۲/۶۶۷	-۰/۱۸۶	۰/۲۵۴	-۱/۱۴۱	-۰/۵۷۶	۰/۰۰۰	-۴/۴۶۹	-۳/۸۴۳	Tangible assets
۰/۰۴۲	۲/۰۳۳	۰/۲۴۸	۰/۳۰۱	۱/۰۳۴	۱/۵۲۳	۰/۰۲۹	۲/۱۷۹	۹/۴۲۷	Capital intensity
-	-	-	۰/۱۷۶	-	-	۰/۵۸۸	-	-	ضریب تعیین مک فادن
-	-	-	(۰/۰۰۰)۲۴۷/۹۱۱	-	-	(۰/۰۰۰)۴۹۵/۱۶۱	-	-	آماره LR (سطح معناداری)
-	-	-	(۰/۳۶۰)۲۵/۴۰۹	-	-	(۰/۱۶۲)۲۶۱۸/۱۰۹	-	-	آماره هاسمر - لمشو (سطح معناداری)
۰/۸۴۴	-	-	-	-	-	-	-	-	ضریب تعیین تعدیل شده
۰/۶۷۱	-	-	-	-	-	-	-	-	آماره والدريج
(۰/۰۰۰)۴۰/۸۵۰	-	-	-	-	-	-	-	-	آماره F فیشر (سطح معناداری)

با توجه به سطح معناداری آماره LR در سطح خطای ۱ درصد می‌توان بیان نمود که الگوهای سود تقسیمی و تغییرات سود تقسیمی معنادار و از اعتبار لازم برخوردار می‌باشد. نتایج آزمون هاسمر - لمشو نشان‌دهنده انطباق مناسب مدل با مشاهده‌های واقعی (نیکویی برازش مدل) است. همچنین، ضریب تعیین مک فادن این الگوها به ترتیب ۵۹ درصد و ۱۸ درصد است.

مقدار آماره والدريج و سطح خطای بالای ۵ درصد، نشان‌دهنده عدم وجود مشکل خودهمبستگی سریالی بین باقیمانده‌های الگو رگرسیونی با متغیر وابسته سود تقسیمی (DIV) است. با توجه به سطح معنی‌داری آماره F فیشر، معناداری کل رگرسیون در سطح خطای ۱ درصد تأیید می‌شود. مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده الگو نشان می‌دهد که مجموعاً ۸۴ درصد از تغییرات حاصله در متغیر وابسته می‌تواند توسط متغیرهای مستقل و

کنترلی در این الگو توضیح داده شود.

با توجه به ضریب و سطح معناداری متغیر تعاملی قدرت مدیرعامل  $\times$  سودآوری پایین و نوسان بالای جریان وجه نقد ( $\text{Power} \times \text{LPROF} \& \text{HCFV}$ ) نتایج حاکی است سودآوری پایین و نوسان بالای جریان وجه نقد بر ارتباط بین قدرت مدیرعامل و پرداخت سود تقسیمی اثر تعدیل کننده معناداری ندارد، اما تأثیر منفی قدرت مدیرعامل بر افزایش سود تقسیمی را تشدید می کند. به عبارت دیگر، در شرایط سودآوری پایین و نوسان بالای جریان وجه نقد، با افزایش قدرت مدیرعامل، تغییرات افزایشی سود تقسیمی کاهش می یابد.

نقش محدودیت مالی در تأثیر قدرت مدیرعامل بر پرداخت و افزایش سود

#### تقسیمی

نتیجه حاصل از تخمین الگوی فرضیه سوم و چهارم پژوهش با متغیر تعدیل گر محدودیت مالی در جدول (۷) ارائه شده است.

با توجه به سطح معناداری آماره LR در سطح خطای ۱ درصد می توان بیان نمود که الگوهای سود تقسیمی و تغییرات سود تقسیمی معنادار و از اعتبار لازم برخوردار می باشد. نتایج آزمون هاسمر - لمشو نشان دهنده انطباق مناسب مدل با مشاهده های واقعی (نیکویی برازش مدل) است. همچنین، ضریب تعیین مک فادن این الگوها به ترتیب ۵۷ درصد و ۱۸ درصد است.

مقدار آماره والد ریج و سطح خطای بالای ۵ درصد، نشان دهنده عدم وجود مشکل خودهمبستگی سریالی بین باقیمانده های الگو رگرسیونی با متغیر وابسته سود تقسیمی (DIV) است. با توجه به سطح معنی داری آماره F فیشر، معناداری کل رگرسیون در سطح خطای ۱ درصد تأیید می شود. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده الگو نشان می دهد که مجموعاً ۸۶ درصد از تغییرات حاصله در متغیر وابسته می تواند توسط متغیرهای مستقل و کنترلی در این الگو توضیح داده شود.

جدول ۷. نتایج آزمون فرضیه سوم و چهارم پژوهش

DIV			ΔDividends			Dividends			متغیر وابسته
سطح معناداری	آماره t	ضرایب	سطح معناداری	آماره z	ضرایب	سطح معناداری	آماره z	ضرایب	متغیر
۰/۰۰۰	۱۰/۸۶۲	۱/۴۶۰	۰/۰۰۰	-۳/۸۹۱	-۳/۹۱۲	۰/۱۵۶	-۱/۴۱۹	-۲/۸۰۴	C
۰/۰۰۰	-۴/۷۱۰	-۰/۰۴۸	۰/۴۱۸	-۰/۸۱۰	-۰/۰۹۲	۰/۱۴۲	-۱/۴۶۷	-۰/۴۹۷	Power
۰/۰۰۱	-۳/۳۳۲	-۰/۰۴۵	۰/۰۰۰	-۴/۵۷۲	-۰/۸۶۱	۰/۰۱۸	-۲/۳۷۴	-۰/۹۹۱	Constrained
۰/۸۱۹	-۰/۲۲۹	-۰/۰۰۳	۰/۱۰۷	-۱/۶۱۱	-۰/۲۹۵	۰/۸۸۹	-۰/۱۴۰	-۰/۰۵۵	Power×Constrained
۰/۰۰۰	۵/۵۱۲	۰/۰۶۸	۰/۰۸۴	۱/۷۲۸	۰/۰۹۲	۰/۰۰۵	۲/۸۳۶	۰/۳۵۶	Firm size
۰/۶۳۷	۰/۴۷۲	۰/۰۴۴	۰/۵۸۶	-۰/۵۴۴	-۰/۵۱۲	۰/۰۰۲	-۳/۱۴۲	-۶/۷۱۴	Cash holdings
۰/۰۳۰	۲/۱۸۰	۰/۱۰۷	۰/۲۸۵	-۱/۰۶۹	-۰/۷۲۴	۰/۱۰۳	۱/۶۳۳	۲/۷۰۵	Cash flows
۰/۰۰۱	-۳/۳۹۵	-۰/۲۷۲	۰/۰۰۰	۶/۳۳۳	۵/۸۵۶	۰/۰۰۰	۸/۵۵۰	۳۵/۲۴۶	ROA
۰/۰۱۸	۲/۳۷۶	۰/۰۰۱	۰/۶۵۷	-۰/۴۴۵	-۰/۰۰۴	۰/۰۰۶	-۲/۷۴۵	-۰/۰۴۸	Market to book
۰/۰۲۲	-۲/۲۹۵	-۰/۱۵۰	۰/۱۶۴	۱/۳۹۳	۰/۷۵۷	۰/۰۰۵	-۲/۸۱۶	-۲/۶۸۵	Debt to assets
۰/۰۰۰	-۱۰/۰۷۱	-۰/۵۸۸	۰/۰۰۰	۳/۹۴۴	۰/۷۳۴	۰/۲۲۲	۱/۲۲۱	۰/۴۶۵	Firm age
۰/۰۱۵	-۲/۴۳۷	-۰/۱۶۷	۰/۲۴۳	-۱/۱۶۹	-۰/۵۸۸	۰/۰۰۰	-۴/۴۵۵	-۳/۷۶۷	Tangible assets
۰/۰۴۸	۱/۹۸۰	۰/۲۳۴	۰/۶۶۰	۰/۴۳۹	۰/۶۵۰	۰/۰۸۳	۱/۷۳۵	۷/۱۵۴	Capital intensity
-	-	-	۰/۱۷۹	-	-	۰/۵۷۴	-	-	ضریب تعیین مک فادن
-	-	-	(۰/۰۰۰) ۲۵۲/۳۸۲	-	-	(۰/۰۰۰) ۴۸۳/۴۰۵	-	-	آماره LR (سطح معناداری)
-	-	-	(۰/۵۳۰) ۲۰/۲۶۲	-	-	(۰/۶۴۸) ۲۶۰/۵۵۸	-	-	آماره هاسمر - لمشو (سطح معناداری)
۰/۸۶۳	-	-	-	-	-	-	-	-	ضریب تعیین تعدیل شده
۰/۶۹۵	-	-	-	-	-	-	-	-	آماره والد ریچ
(۰/۰۰۰) ۴۷/۵۱۴	-	-	-	-	-	-	-	-	آماره F فیشر (سطح معناداری)

با توجه به ضریب و سطح معناداری متغیر تعاملی قدرت مدیرعامل × محدودیت مالی (Power×Constrained) نتایج حاکی است محدودیت مالی بر ارتباط بین قدرت مدیرعامل با پرداخت و افزایش سود تقسیمی اثر تعدیل کننده معناداری ندارد.



## بحث و نتیجه‌گیری

مدیران درباره سیاست تقسیم سود شرکت تصمیم می‌گیرند. این تصمیم یکی از مهم‌ترین تصمیمات مدیریت شرکت است؛ زیرا سیاست تقسیم سود همواره با سایر تصمیمات مالی شرکت در تعامل است. تصمیمات شرکت درباره 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. یکی از انگیزه‌های مدیران عامل قدرتمند برای پرداخت سود، ایجاد شهرت در بازارهای سرمایه است تا تأمین مالی خارجی را با شرایط مطلوب کسب کنند. باین‌حال، ارزش خالص مورد انتظار چنین شهرتی به سودآوری پایین و نوسان بالای جریان وجه نقد که احتمال تأمین مالی خارجی را افزایش می‌دهند وابسته است؛ بنابراین، در این پژوهش تأثیر قدرت مدیرعامل بر احتمال پرداخت و افزایش سود تقسیمی در شرایط سودآوری پایین و نوسان بالای جریان وجه نقد و همچنین، محدودیت مالی بررسی شد. نتایج نشان می‌دهد قدرت مدیرعامل بر پرداخت و افزایش سود تقسیمی تأثیر منفی و معناداری دارد. 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. این نتایج با پژوهش Onali et al. (2016) و Chintrakarn et al. (2018) هم‌راستا است. دیگر یافته‌های پژوهش نشان داد علیرغم اینکه محدودیت مالی و تعامل سودآوری پایین و نوسان بالای جریان وجه نقد با پرداخت و افزایش سود تقسیمی رابطه منفی و معناداری دارد؛ اما محدودیت مالی بر ارتباط بین قدرت مدیرعامل با پرداخت و افزایش سود تقسیمی اثر تعدیل‌کننده معناداری ندارد. همچنین، سودآوری پایین و نوسان بالای جریان وجه نقد بر ارتباط بین قدرت مدیرعامل و پرداخت سود تقسیمی اثر تعدیل‌کننده معناداری ندارد، اما

تأثیر منفی قدرت مدیرعامل بر افزایش سود تقسیمی را تشدید می‌کند. نتایج فوق با نظریه علامت‌دهی سیاست تقسیم سود سازگار است. محتوای اطلاعاتی یا نظریه علامت‌دهی پیش‌بینی می‌کند که در یک موازنه علامت‌دهی، جایی که کاهش سود تقسیمی با کاهش ثروت سهامداران ارتباط دارد، مدیران برای جلوگیری از کاهش در ثروت سهامداران سیاست تقسیم سودی را انتخاب می‌کنند که سود تقسیمی اعلام‌شده کمتر از سود مورد انتظار باشد که به مدیران اجازه می‌دهد تقسیم سود نقدی را حفظ کنند حتی اگر جریان‌های نقدی بعدی کمتر از میزان مورد انتظار باشد. این مسئله منجر به این پیش‌بینی می‌شود زمانی که جریان وجه نقد آینده خیلی نوسان دارد، نسبت سود تقسیمی کمتر خواهد بود. در واقع این مطلب را می‌رساند زمانی که عدم اطمینان در جریان وجه نقد وجود دارد، شرکت‌ها به دلیل خاصیت علامت‌دهی سود تقسیمی، ترجیح می‌دهند نسبت سود تقسیمی پایینی را حفظ کنند تا از زیان‌های بعدی کاهش دادن سود تقسیمی جلوگیری کنند زیرا کاهش سود تقسیمی ممکن است منجر به افت قابل ملاحظه‌ای در ارزش شرکت شود. این نتایج با پژوهش (Chay and Suh (2009) و Bradley et al. (1998) هم‌راستا است. عدم تأثیر معنادار محدودیت مالی و تعامل سودآوری پایین و نوسان بالای جریان وجه نقد بر تصمیمات مدیران عامل قدرتمند برای پرداخت سود تقسیمی بیانگر این است که مدیران احتمالاً در تعیین سود تقسیمی عوامل دیگری را در نظر می‌گیرند. همچنین، نیاز به حفظ و ایجاد شهرت مدیران عامل قدرتمند به پرداخت سود تقسیمی منوط نیست.

با توجه به تأثیر منفی قدرت مدیرعامل بر سیاست تقسیم سود، نتیجه این پژوهش می‌تواند شواهدی از تأثیرگذاری قدرت مدیرعامل را برای سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان فراهم نماید تا هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری خود به رابطه متغیرهای مذکور توجه نمایند. همچنین، از آنجا که میزان سودآوری و نوسان جریان وجه نقد می‌تواند اثرات مهمی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران داشته باشد، ارائه اطلاعات کامل و شفاف از سوی مدیریت در این زمینه بسیار راهگشا خواهد بود؛ زیرا نتایج نشان داد در شرایط تعاملی سودآوری

پایین و نوسان بالای جریان وجه نقد، تأثیر منفی قدرت مدیرعامل بر سیاست تقسیم سود افزایش می‌یابد. به سهامداران توصیه می‌شود در صورت تمایل به دریافت سود تقسیمی بیشتر، در شرکت‌هایی که مدیرعامل آن‌ها از قدرت بیشتری برخوردار هستند و همچنین، سودآوری پایین و نوسان بالای جریان وجه نقد دارند به صورت بلندمدت سرمایه‌گذاری نکنند. پیرو پیشنهاد مذکور و به دلیل محدودیت در وجود بانک‌های اطلاعاتی قابل اعتماد، به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود سازوکاری اتخاذ کند تا شرکت‌ها اطلاعاتی را در رابطه با مدیران خود ارائه دهند تا سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان را در گرفتن تصمیم یاری کند. از آنجا که 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 است. در نهایت، به سیاست‌گذاران و ناظران، پیشنهاد می‌شود که از این نتایج برای بهبود رویکردهای توسعه خط‌مشی مربوط به تعدیل قدرت مدیریتی استفاده کنند تا بتوانند اقدامات نادرست مدیران اجرایی را تعدیل کنند.

در پایان به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود که در پژوهش‌های آتی از سایر معیارهای اندازه‌گیری قدرت مدیرعامل، سیاست تقسیم سود و وضعیت نقدینگی شرکت‌ها استفاده نموده و نتایج را مقایسه نمایند. همچنین، به بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی، متغیرهای کلان اقتصادی، ویژگی‌های سازمانی و هزینه‌های نمایندگی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها پرداخته شود. علاوه بر این، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی از مدل‌های غیرخطی برای تبیین موضوع پژوهش استفاده شود. به منظور بررسی بیشتر نتایج نیز پیشنهاد می‌شود پژوهشگران موضوع پژوهش را در سطح صنایع مختلف و نیز در شرکت‌های کوچک، متوسط و بزرگ، آزمون کنند. در نهایت، با توجه به نتایج پژوهش‌های انجام‌شده مبنی بر اینکه شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی با دولت، دسترسی آسان‌تری به منابع مالی دارند، پیشنهاد می‌شود به تأثیر روابط سیاسی با دولت بر

رابطه بین قدرت مدیرعامل و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها پرداخته شود. از آنجا که در زمینه ویژگی‌های مدیرعامل از جمله قدرت، پژوهش‌های اندکی در سطح داخلی صورت گرفته است؛ پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی، رابطه قدرت مدیرعامل با سایر موضوعات مالی و حسابداری از جمله هزینه سرمایه، کیفیت و شفافیت گزارشگری مالی مورد بررسی قرار گیرد.

این پژوهش تحت تأثیر محدودیت‌هایی مانند عدم تعدیل ارقام صورت‌های مالی به واسطه وجود تورم و همچنین، عدم کنترل بعضی از عوامل مؤثر بر نتایج پژوهش از جمله تأثیر متغیرهایی چون عوامل اقتصادی، شرایط سیاسی، وضعیت اقتصاد جهانی، قوانین و مقررات بوده که ممکن است بر بررسی روابط اثرگذار باشد. از طرف دیگر، سایر ویژگی‌های مدیرعامل مانند سن، جنس، تحصیلات و متغیرهایی مانند وضعیت بازار سرمایه نیز می‌تواند تقسیم سود شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. لذا، در به‌کارگیری نتایج احتیاط لازم به عمل آید.

### تعارض منافع

نویسندگان هیچ‌گونه تعارض منافی ندارند.

### ORCID

Shokrollah Khajavi



<http://orcid.org/0000-0002-4889-1135>

Soraya Weysihsar



<http://orcid.org/0000-0002-9581-5602>

## منابع

- اخگر، محمد امید و زاهد دوست، حمزه. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر نفوذ مدیرعامل بر رابطه بین عملکرد شرکت و گردش مدیرعامل. *حسابداری مالی*، ۱۰(۳۹)، ۶۰-۸۱.
- اسماعیل زاده مقری، علی، جلیلی، محمد و زند عباس آبادی، عباس. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود در بورس اوراق بهادار تهران. *حسابداری مدیریت*، ۳(۴)، ۷۹-۹۱.
- افلاطونی، عباس و نیکبخت، لیلی. (۱۳۸۹). کاربرد اقتصادسنجی در تحقیقات حسابداری، مدیریت مالی و علوم اقتصادی. تهران: انتشارات ترمه، چاپ اول.
- پورحیدری، امید و فروغی، عارف. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر نفوذ مدیرعامل بر کیفیت افشای اطلاعات حسابداری. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۶(۶۱)، ۲۷-۵۳.
- تهرانی، رضا و حصارزاده، رضا. (۱۳۸۸). تأثیر جریانهای نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۱(۳)، ۵۰-۶۷.
- توانگر حمزه کلایی، افسانه و اسکافی اصل، مهدی. (۱۳۹۷). ارتباط بین قدرت مدیرعامل، ویژگیهای کمیته حسابرسی و کیفیت کنترل داخلی. *پژوهشهای حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۰(۳۸)، ۱۸۷-۲۰۷.
- حجازی، رضوان و یوسفی، علی. (۱۳۹۷). رابطه غیرخطی بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه. *پژوهشهای نوین در حسابداری و حسابرسی*، ۲(۱)، ۹-۲۶.
- حجازی، رضوان، فصیحی، صغری و کرمشاهی، بهنام. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر توانایی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۴(۵۴)، ۶۷-۸۷.
- خواجهی، شکراله، جهان دوست مرغوب، مهران و ویسی حصار، ثریا. (۱۴۰۰). ارتباط غیرخطی بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه با تأکید بر نقش اندازه شرکت‌ها. *تحقیقات مالی*، ۲۳(۱)، ۴۰-۶۳.
- دستگیر، محسن و هنرمند، مهسا. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش. *حسابداری مدیریت*، ۷(۳)، ۶۹-۸۸.

رحیمی، علیرضا و فروغی، عارف. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر مکانیسم‌های کنترلی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ارزش شرکت. *پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، ۱۱(۲)، ۱۵۱-۱۸۲.  
سرلک، نرگس و کلوانی، داود. (۱۳۹۴). رابطه بین انواع مالکیت نهادی و محافظه‌کاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۱۵(۱)، ۱۴۹-۱۶۴.

سوری، علی. (۱۳۹۳). *اقتصادسنجی مقدماتی*. تهران: نشر فرهنگ‌شناسی.  
طاهری عابد، رضا، علی‌نژاد سارو کلائی، مهدی و فغانی ماکرانی، خسرو. (۱۳۹۷). تأثیر شهرت و امنیت شغلی مدیران عامل بر شفافیت گزارشگری مالی. *دانش حسابداری*، ۹(۴)، ۱۸۵-۲۱۵.

طاهری، ماندانا و جعفری، مهتاب. (۱۴۰۱). اثر تعدیلی جبهه‌گیری مدیریت بر رابطه بین سیاست تقسیم سود و سیاست بدهی با تمایلات سرمایه‌گذاران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۹(۷۶)، ۳۹-۶۴.

عباسی، مجید و کلاتری، الهام. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر نظام راهبری شرکتی بر دوگانگی وظیفه مدیرعامل: منتخب شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *روند*، ۲۱(۶۵) و ۶۶، ۱۴۵-۱۷۴.

عرب، روح‌الله، غلامرضا پور، محمد، امیرنیا، نرجس و کاظمی، سیدپوریا. (۱۴۰۰). قدرت مدیرعامل، مالکیت خانوادگی و حق‌الزحمه حسابرسی: واکاوی نظریه‌های همسویی و سنگربندی. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۸(۷۰)، ۱۶۷-۱۹۳.

فخاری، حسین و یوسفعلی تبار، نصیبه. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۷(۶۲)، ۶۹-۸۴.

فروغی، عارف و رحیمی، علیرضا. (۱۴۰۰). بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *توسعه و سرمایه*، ۶(۱)، ۲۳۱-۲۴۷.  
کامیابی، یحیی، نیکروان فرد، بیتا و سلمانی، رسول. (۱۳۹۳). مطالعه رابطه بین نوسانات جریان نقدی و حساسیت جریان‌های نقدی-وجوه نقد با سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۱(۲)، ۲۱۱-۲۲۸.

تأثیر قدرت مدیرعامل بر احتمال پرداخت سود تقسیمی...؛ خواجهی و ویسی حصار | ۳۹

مرادی، محمد، ویسی حصار، ثریا و محقق، فاطمه. (۱۳۹۶). بررسی رابطه سیاست تقسیم سود و سرمایه‌گذاری: با تأکید بر نقص عدم اطمینان در جریان وجه نقد. *پژوهش‌های نوین در حسابداری و حسابرسی*، ۱(۲)، ۶۵-۸۴.

مشایخ، شهناز و بهزادپور، سمیرا. (۱۳۹۳). تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۱(۴)، ۴۸۵-۵۰۴.

نیکبخت، محمدرضا، جهان دوست مرغوب، مهران و ویسی حصار، ثریا. (۱۴۰۰). قدرت مدیرعامل، کیفیت حسابرسی و معیارهای ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌ها. *دانش حسابرسی*، ۲۱(۸۵)، ۴۵۴-۴۸۶.

## References

- Adams, R. B., Almeida, H., & Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and their impact on Corporate Performance. *Review of Financial Studies*, 18, 1403-32.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D.W., Kinney, W.R., & Lafond, R. (2009). The effect of SOX internal control deficiencies on firm risk and cost of equity. *Journal of Accounting Research*, 47(1), 1-43.
- 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.
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 301-330.
- Bilel, H. (2020). Does entrenchment of managers affect entrepreneurial dividend decision and investor sentiment? *Asia Pacific Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 14 (3), 275-288.
- Bradley, M., Capozza, D. R., & Seguin, P. J. (1998). Dividend policy and cash-flow uncertainty. *Real Estate Economics*, 26(4), 555-580.
- Bulow, J., & Rogoff, K. (1989). Sovereign debt: Is to forgive to forget?. *The American Economic Review*, 79(1), 43-50.
- Chao, C.C., Hu, M., Munir, Q., & Li, T. (2017). The impact of CEO power on corporate capital structure: new evidence from dynamic panel threshold analysis. *International Review of Economics and Finance*, 51, 107-120. doi: 10.1016/j.iref.2017.05.010.
- Chay, J.B., & Suh, J. (2009). Payout Policy and Cash Flow Uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 88-107.
- Chen, Z., Huang, Y., & Wei, K.C.J. (2013). Executive pay disparity and the

- cost of equity capital. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(3), 849-885.
- Cheng, M., Dhaliwal, D., & Zhang, Y. (2013). Does investment efficiency improve after the disclosure of material weaknesses in internal control over financial reporting? *Journal of Accounting and Economics*, 56(1), 1-18.
- 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). *International Review of Economics & Finance*, 58, 49-64.
- Chintrakarn, P., Jiraporn, P., & Singh, M. (2014). Powerful CEOs and capital structure decisions: Evidence from the CEO pay slice (CPS). *Applied Economics Letters*, 21(8), 564-568.
- Collins, D., & Huang, H. (2011). Management entrenchment and the cost of equity capital. *Journal of Business Research*, 64(4), 356-362.
- DeAngelo, H., DeAngelo, H., & Stulz, R.M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254.
- Deshmukh, S., Goel, A.M., & Howe, K.M. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 440-463.
- Easterbrook, F.H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- Fama, E.F., & French, K. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.
- Fazzari, S.M., Hubbard, R.G., Peterson, B.C., Blinder, A.S., & Poterba, J.M. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, (1), 141-206.
- Ferrando, A., & Mulier, K. (2015). Firms' financing constraints: do perceptions match the actual situation? *The Economic and Social Review*, 46(1), 87-117.
- Fluck, Z. (1999). The dynamics of the management-shareholder conflict. *The Review of Financial Studies*, 12(2), 379-404.
- Gyimah, D., & Gyapong, E. (2019). Managerial entrenchment and payout policy: A catering effect. *International Review of Financial Analysis*, 73, 101600.
- Hackbarth, D. (2008). Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(4), 843-882.
- Halaoua, S., & Boukattaya, S. (2023). Does gender diversity in the audit committee influence corporate dividend policy? Evidence from French listed firms. *Green Finance*, 5(3), 373-391.
- Hamori, M., & Kakarika, M. (2009). External labor market strategy and



- career success: CEO careers in Europe and the United States. *Human Resource Management*, 48(3), 355-378.
- Hu, A., & Kumar, P. (2004). Managerial entrenchment and payout policy. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(4), 759-790.
- Hubbard, R.G. (1998). Capital-market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature*, 36(1), 193-225.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-339.
- Jiraporn, P., Chintrakarn, P., & Liu, Y. (2012). Capital structure, CEO dominance, and corporate performance. *Journal of Financial Services Research*, 42(3), 139-158.
- Jiraporn, P., Leelalai, V., & Tong, S. (2016). The effect of managerial ability on dividend policy: how do talented managers view dividend payouts. *Applied Economic Letters*, 23(12), 857-862.
- Jo, H., & Pan, C. (2009). Why are firms with entrenched managers more likely to pay dividends? *Review of Accounting and Finance*, 8(1), 87-116.
- John, K., & Knyazeva, A. (2006). *Payout Policy, Agency Conflicts, and Corporate Governance*. Working Paper. New York University and University of Rochester.
- Kaiser, H. F. (1960). The application of electronic computers to factor analysis. *Educational and Psychological Measurement*, 20, 141-151.
- Kaplan, S.N., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169-215.
- La Porta, R., Lopez-De Salinas, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Agency problems and dividend policy around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1-33.
- Lee, M.S., Low, A., & Teoh, S.H. (2018). *CEO Connectedness and Cost of Capital*. Working Paper. Nanyang Business School, Nanyang Technological University, Singapore.
- Li, T., Munir, Q., & Abd Karim, M. R. (2017). Nonlinear relationship between CEO power and capital structure: Evidence from China's listed SMEs. *International Review of Economics & Finance*, 47, 1-21.
- Luo, Y. (2015). CEO power, ownership structure and pay performance in Chinese banking. *Journal of Economics and Business*, 82, 3-16.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO optimism and corporate investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700.
- Minton, B.A., & Schrand, C. (1999). The impact of cash flow volatility on

- discretionary investment and the costs of debt and equity financing. *Journal of Financial Economics*, 54(3), 423-460.
- Myers, S.C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Neilsen, A.E.B. (2006). *Corporate Governance, Leverage and Dividend Policy*. Working Paper. Princeton University.
- Officer, M.S. (2006). *Dividend Policy, Dividend Initiations, and Governance*. Working Paper. University of Southern California.
- Onali, E., Galiakhmetova, R., Molyneux, P., & Torluccio, G. (2016). CEO power, government monitoring, and bank dividends. *Journal of Financial Intermediation*, 27, 89-117.
- Pan, Y., Wang, T.Y., & Weisbach, M.S. (2016). CEO investment cycles. *The Review of Financial Studies*, 29(11), 2955-2999.
- Pfeffer, J. (1981). *Power in Organizations*. Pitman, Marshfield, MA.
- Rozeff, M. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259.
- Ruan, W., Tian, G., & Ma, S. (2011). Managerial ownership, capital structure and firm value: Evidence from China's civilian-run firms. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 5(3), 73-92.
- Sheikh, S. (2018). CEO Power, Product Market Competition and Firm Value. *Research in International Business and Finance*, 46, 373-386. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.04.009>.
- Sheikh, S. (2018). The impact of Market Competition on the relation between CEO Power and Firm Innovation. *Journal of Multinational Financial Management*, 44, 36-50.
- Sheikh, S. (2022). CEO power and the likelihood of paying dividends: Effect of profitability and cash flow volatility. *Journal of Corporate Finance*, 73(2022), 102186.
- Veprauskaitė, E., & Adams, M. (2013). Do powerful chief executives influence the financial performance of UK firms?. *British Accounting Review*, 45(3), 229-241.
- Zhu, F. (2014). Corporate governance and the cost of capital: an international study. *International Review of Finance*, 14(3), 393-429.
- Zwiebel, J. (1996). Dynamic capital structure under managerial entrenchment. *The American Economic Review*, 86(5), 1197-1215.

#### References [In Persian]

- Abbasi, M., & Kalantari, E. (2014). Investigating the effect of corporate governance system on the duality of CEO duties: Selected companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Ravand*, 21(65, 66), 145-174. [In Persian]
- Aflatouni, A., & Nikbakht, L. (2010). *Application of econometrics in*

- accounting research, financial management and economics*. Tehran: Termeh Publications, first edition. [In Persian]
- Akhgar, M. O., & Zaheddoust, H. (2019). The effect of CEO influence on the relationship between firm performance and CEO turnover. *Financial Accounting*, 10(39), 60-81. [In Persian]
- Arab, R., Gholamrezapoor, M., Amirnia, N., & Kazemi, S. P. (2021). CEO Power, Family Ownership and Audit Fees: Analysis of Alignment and Entrenchment Theories. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 18(70), 167-193. [In Persian]
- Dastgir, M., & Honarmand, M. (2014). Examining the Effect of Corporate Governance Mechanisms on Efficient working Capital Management. *Management Accounting*, 7(3), 69-88. [In Persian]
- Esmailzadeh Magharry, A., Jalili, M., & Zandeabasabadi, A. (2010). A Review Influence of Corporate Governance on Earning Quality in TSE Companies. *Management Accounting*, 3(4), 79-91. [In Persian]
- Fakhari, H., & Yousef Alitabar, N. (2010). The study of relationship between dividend policy & corporate governance in Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Review*, 17(4), 69-84. [In Persian]
- Foroghi, A., & Rahimi, A. (2021). Investigating the Effect of CEO Power on Financial Performance of Firms Listed with Tehran Stock Exchange. *Journal of Development and Capital*, 6(1), 231-247. [In Persian]
- Hejazi, R., Fasihi, S., & Karamshahi, B. (2017). Investigating the Effect of Management Ability on Dividend Policy Companies listed in Tehran Stock. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 14(54), 73-94. [In Persian]
- Hejazi, R., & Yousefi, A. (2018). Nonlinear Relationship between CEO Power and Capital Structure. *Operational and Performance Research in Accounting and Auditing*, 2(01), 9-26. [In Persian]
- Kamyabi, Y., Nikravan Fard, B., & Salmani, R. (2014). The relationship between cash flow volatility and cash flow sensitivity of cash with dividend policy in Tehran stock exchange. *Accounting and Auditing Review*, 21(2), 211-228. [In Persian]
- Khajavi, S., Jahandoust Marghoub, M., & Weysihsar, S. (2021). Investigating the Relationship between CEO Power and Capital Structure: Emphasizing the Role of Firms Size. *Financial Research Journal*, 23(1), 40-63. [In Persian]
- Mashayekh, S., & Behzadpur, S. (2014). The effect of managers' overconfidence on dividend policy in the firms listed in Tehran stock market. *Accounting and Auditing Review*, 21(4), 485-504. [In Persian]
- Moradi, M., Weysihsar, S., & Mohaghegh, F. (2017). Dividend Policy and investment: Role of cash flow uncertainty. *Operational and Performance Research in Accounting and Auditing*, 1(2), 65-84. [In Persian]

Persian]

- Nikbakht, M.R., Jahandoust Marghoub, M., & Weysihsar, S. (2021). CEO power, audit quality and corporate financial performance evaluation criteria. *Journal of Audit Science*, 21(85), 454-486. [In Persian]
- Pourheidari, O., & Forughi, A. (2019). Effect of management influence on disclosure quality of accounting information. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 16(61), 27-53. [In Persian]
- Rahimi, A., & Forughi, A. (2019). Control Mechanisms, CEO Power and Firm Value. *Accounting Advances*, 11(2), 151-182. [In Persian]
- Sarlak, N., & Kalavani, D. (2015). Relationship between different types of institutional ownership and conservatism in listed companies in Tehran stock Exchange. *Empirical Research in Accounting*, 5(1), 149-164. [In Persian]
- Souri, A. (2014). *Preliminary econometrics*. Tehran: Farhangology publishing. [In Persian]
- Taheri, M., & Jafari, M. (2023). The Moderating Effect of Management Entrenchment on the Relationship between Dividend and Debt Policy with Investor Sentiment. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 19(76), 39-64. [In Persian]
- Taheri Abed, R., Alinezhad Sarokolaei, M., & Faghani Makerani, K. (2019). Impact of Reputation and Chief Executive Officer's Job Security on Financial Reporting Transparency. *Accounting Knowledge*, 9(4), 185-215. [In Persian]
- Tavangar Hamzeh Kalaei, A., & Eskafi Asl, M. (2019). Relationship between CEO power, audit committee characteristics, and quality of internal control. *Financial Accounting and Auditing Research*, 10(38), 187-207. [In Persian]
- Tehrani, R., & Hesarzadeh, R. (2009). The effect of free cash flow and financing constraints on over-investment and under-investment. *Accounting and Auditing Research*, 1(3), 50-67. [In Persian]

**استناد به این مقاله:** خواجهی، شکرالله، ویسی حصار، ثریا. (۱۴۰۲). تأثیر قدرت مدیرعامل بر احتمال پرداخت سود تقسیمی: نقش سودآوری و نوسان جریان وجه نقد، *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۷(۹)، ۴۴-۱.  
DOI: 10.22054/qjma.2023.75096.2484



Empirical Studies in Financial Accounting is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License.