

بررسی تاثیر گردش مالی مدیرعامل بر سیاست تقسیم سود

علی دانا

کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه امام صادق، تهران، ایران.

Dana1351@yahoo.com

دکتر فرحناز اورجلی زاده

دکتری مالی گرایش ریسک، دانشگاه یو تی ام مالزی. (نویسنده مسئول).

Drfalizadeh963@gmail.com

حسن دلشادی

کارشناسی ارشد مدیریت مالی، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

Delshadi232@yahoo.com

سمیرا احمدبزرگی

کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی سهروردی، قزوین، ایران.

Samirabozorgi1369@gmail.com

چکیده

سیاست تقسیم سود دستورالعملی است که شرکت‌ها در مورد پرداخت سود سهام دارند. این شامل پرداخت یا عدم پرداخت، میزان پرداخت، زمان پرداخت و دفعات پرداخت است. سیاست تقسیم سود یک تعهد مهم است که عملکرد گذشته و چشم‌انداز آینده شرکت‌ها را نشان می‌دهد. بر این اساس، سیاست تقسیم سود توسط محققان با هدف درک بیشتر عوامل تعیین‌کننده سیاست پرداخت شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفته است. لذا هدف این تحقیق، بررسی تاثیر گردش مالی مدیرعامل بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در راستای هدف پژوهش، یک فرضیه تدوین شد. جهت آزمون این فرضیه با استفاده از روش حذف سیستماتیک، نمونه‌ای متشکل از ۱۰۴ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۹۴ لغایت ۱۴۰۱ انتخاب گردید. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه از مدل رگرسیون لجستیک استفاده شده است. در نتیجه گردش مالی مدیرعامل بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر گذار است.

واژگان کلیدی: گردش مالی، مدیرعامل شرکت، سیاست تقسیم سود.

مقدمه

سیاست تقسیم سود دستورالعملی است که شرکت‌ها در مورد پرداخت سود سهام دارند. این شامل پرداخت یا عدم پرداخت، میزان پرداخت، زمان پرداخت و دفعات پرداخت است. سیاست تقسیم سود یک تعهد مهم است که عملکرد گذشته و چشم‌انداز آینده شرکت‌ها را نشان می‌دهد. بر این اساس، سیاست تقسیم سود توسط محققان با هدف درک بیشتر عوامل تعیین‌کننده سیاست پرداخت شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفته است. دستور کار تحقیقاتی معیاری از توافق را در مورد سیاست پرداخت سود به دست آورده است و تأکید می‌کند که سود سهام یا تغییرات در سود سهام منبع مهمی از اطلاعات برای مدیریت، سهامداران و سرمایه‌گذاران بالقوه است.

جایجایی مدیر اجرایی (CEO) زمانی اتفاق می‌افتد که مدیر عامل شرکت را به طور داوطلبانه یا غیرارادی ترک می‌کند. در نتیجه، گردش مالی مدیر عامل سیگنالی را در مورد عملکرد گذشته، فعلی و مورد انتظار شرکت به سرمایه‌گذاران منتقل می‌کند. اگرچه هر دو موضوع - گردش مالی مدیر عامل و سیاست تقسیم سود - نسبتاً به خوبی مورد تحقیق قرار

گرفته اند، مطالعات در مورد رابطه بین آنها در مرحله نوپایی است و هنوز توافقی حاصل نشده است. تا به امروز، جریان اصلی مطالعات در مورد جابجایی مدیرعامل مربوط به عملکرد شرکت بوده است، با یافته‌ها که از رابطه منفی بین عملکرد شرکت و جابجایی مدیرعامل حمایت می‌کند (هوسون و همکاران، ۲۰۰۴). اگر عملکرد نسبت به شرکت‌های همتای یک شرکت اندازه‌گیری شود، این اثر حتی منفی‌تر است (جنتر و کنان، ۲۰۱۵). با این حال، شواهد کمی در مورد رابطه بین گردش مالی مدیرعامل و سیاست تقسیم سود وجود دارد.

هدف این مطالعه تقویت ادبیات مربوط به سیاست تقسیم سود و گردش مالی مدیران عامل با ارائه بینشی در مورد رابطه بین آنها است. از یک طرف، مدیران عامل ممکن است با برنامه‌ها و اهداف شخصی خود انگیزه داشته باشند - به عنوان مثال، برای به حداکثر رساندن پاداش‌ها و مشوق‌هایی که قرار است در هنگام خروج دریافت کنند. برای دستیابی به این اهداف، آنها ممکن است وسوسه شوند که درآمدهای شرکت را دستکاری کنند تا از طرح تشویقی که اندازه بسته پاداش آنها به آن بستگی دارد، بهره‌مند شوند. برای مثال، مدیران عامل در این شرایط ممکن است با کاهش سطوح سرمایه‌گذاری، مانند کسانی که در تحقیق و توسعه هستند، به سمت افزایش درآمد جذب شوند (به عنوان مثال، دچاو و اسلون، ۱۹۹۱؛ چن و هنگ، ۲۰۱۴). در واقع، تحقیقات قبلی نمونه‌هایی از تلاش‌های مدیران برای دستکاری درآمد را در زمانی که کارشان در شرکت به پایان رسیده است، مستند کرده است (به عنوان مثال، کالیتا، ۲۰۰۹؛ علی و ژانگ، ۲۰۱۵). به طور مشابه، مدیریت سود به شدت با جابجایی مدیران اجباری مرتبط است، اما زمانی که جابجایی‌ها داوطلبانه باشد، ارتباط معنی‌داری وجود ندارد (هزاریکا و همکاران، ۲۰۱۲). از سوی دیگر، مدیران ممکن است نگران مسائل مربوط به شهرت و اعتبار باشند و بنابراین، می‌توانند انگیزه خود را برای ادامه مسیر، دستیابی به اهداف مالی (مانند گراهام و همکاران، ۲۰۰۵) و ارائه اهداف سیاست تقسیم سود مورد انتظار داشته باشند. در این صورت نمی‌توان تأثیری بر سیاست تقسیم سود پیش‌بینی کرد. بنابراین هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر گردش مالی مدیرعامل بر سیاست تقسیم سود است و در صدد پاسخگویی به این پرسش است که آیا گردش مالی مدیرعامل بر سیاست تقسیم سود تأثیر گذار است؟

واژه‌ها و اصطلاحات پژوهش گردش مدیرعامل شرکت

منظور جایگزینی مدیرعامل شرکت است بدین معنا که اگر مدیرعامل جایگزین شده باشد یعنی سمت مدیرعاملی شرکت گردش داشته است (هو و لین، ۲۰۱۵).

سیاست تقسیم سود

به عنوان تصمیمات بلندمدت مدیریت در باره چگونگی استفاده جریان نقد تعریف می‌شود. به این صورت که چه مقدار از سود، در فعالیتهای تجاری سرمایه‌گذاری و چه مقدار به سهامداران پرداخت شود (فروغی و همکاران، ۱۳۸۸).

پیشینه تحقیق

بروس و همکاران (۲۰۲۲)، در مطالعه با استفاده از نمونه‌ای از ۴۰۴۳ مشاهدات سالانه شرکت از مؤلفه‌های S&P500 از سال ۱۹۹۲ تا ۲۰۱۷، شواهدی مبنی بر تأثیر گردش مالی مدیرعامل بر سیاست تقسیم سود ارائه می‌کند. دریافتند که شرکت‌ها به احتمال زیاد پس از چرخش مدیرعامل، سود سهام پرداخت می‌کنند، اگرچه احتمال آن است. در مورد شرکت‌های با عملکرد ضعیف جبران شود. سود سهام به دنبال جابجایی مدیرعامل، پایدارتر و بیشتر است. به طور کلی،

یافته‌های ما دانش موجود در مورد تأثیر گردش مالی مدیرعامل در رابطه با جنبه‌های مختلف سیاست تقسیم سود را افزایش می‌دهد. یعنی تصمیم برای پرداخت سود سهام، ثبات سیاست تقسیم سود و بازده سود. برنارد و همکاران (۲۰۲۱)، اثر گردش مدیرعامل شرکت بر عملکرد پایداری شرکتها با شناسایی تأثیر دو نوع عمده از جانشینی (جانشینی داخلی و خارجی) و نیز دلایل تغییر را در شرکت‌های فرانسوی مورد مطالعه قرار دادند. آنها با استفاده از تجزیه و تحلیل داده‌های پنل برای ۸۸ شرکت دولتی در طول دوره ۱۳ ساله در فرانسه، به این نتیجه رسیدند که تغییر مدیرعامل رابطه مثبت و معناداری با عملکرد پایداری شرکت ۵ سال بعد از تغییر دارد. این رابطه مثبت زمانی قویتر است که مدیرعامل جدید از خارج از شرکت به خدمت گرفته شده باشد. این تأثیر بر عملکرد پایداری شرکت، به جز برای خروج داوطلبانه مدیرعامل، همواره مثبت و قابل توجه می‌باشد. آنها در ادامه پژوهش خود استدلال کردند که زمانی که شرکت در حال حاضر یک استاندارد بالا از عملکرد پایداری شرکت را به دست آورد، ورود یک مدیرعامل جدید کمتر عملکرد پایداری شرکتها را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

هو و لین (۲۰۲۱)، تأثیر هزینه سرمایه و سرمایه گذاری بر گردش مدیرعامل شرکت را بررسی کرده و به این نتیجه رسیدند که بعد از کنترل درآمد و عملکرد سهام، هزینه سرمایه رابطه مثبتی با گردش مدیرعامل شرکت دارد. آنها در ادامه تحقیق خود تأثیر سرمایه گذاری شرکت بر گردش مدیرعامل را مورد آزمون قرار داده و دریافتند که تأثیر هزینه سرمایه بر گردش مدیرعامل در شرکت‌هایی که سرمایه گذاری ناکافی دارند، برجسته تر است و ارتباط بین هزینه سرمایه و احتمال گردش مدیرعامل شرکت با فرصت‌های سرمایه گذاری شرکت افزایش می‌یابد.

محمدزاده مقدم و همکاران (۱۳۹۹)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین کیفیت سود و تقسیم سود پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که بین کیفیت ارقام تعهدی و سیاست تقسیم سود رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. همچنین نتایج پژوهش آنها نشان داد که بین مدیریت سود و سیاست تقسیم سود رابطه معناداری وجود دارد. آنها بیان می‌کنند که رابطه بین کیفیت ارقام تعهدی و سیاست تقسیم سود نشان از قابلیت اعتماد ارقام تعهدی دارد. و در خصوص رابطه بین مدیریت سود و سیاست تقسیم سود بیان می‌کنند که در شرکت‌های ایرانی روند پرداخت سود تقسیمی تابعی از مدیریت سود نیست و این خبر خوبی برای سهامداران بازار سرمایه کشور به شمار می‌رود.

اخگر و زاهد دوست (۱۳۹۹)، به بررسی رابطه بین هزینه سرمایه و گردش مدیرعامل شرکت با تأکید بر فرصت‌های سرمایه گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت، توصیفی - همبستگی است. به منظور دستیابی به هدف پژوهش، تعداد ۱۸۸ شرکت از میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ به روش نمونه گیری حذف سیستماتیک انتخاب و در مجموع ۱۵۰۴ سال - شرکت جهت انجام تحلیل در نظر گرفته شد. در این راستا دو فرضیه تدوین گردید و برای اندازه گیری فرصت‌های سرمایه گذاری از دو سنجه نرخ رشد ارزش بازار جمع داراییها و کیوتوبین استفاده گردید؛ برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش رگرسیون لجستیک و داده‌های ترکیبی استفاده شد. یافته‌های پژوهش در مدل کیوتوبین نشان می‌دهد که بین هزینه سرمایه و گردش مدیرعامل شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد بدین معنا که هزینه سرمایه قدرت توضیح دهنده‌گی جایگزینی مدیرعامل شرکت را دارد و جایگزینی مدیرعامل تحت تأثیر هزینه سرمایه بالا می‌باشد. همچنین فرصت‌های سرمایه گذاری باعث تشدید رابطه بین هزینه سرمایه و گردش مدیرعامل شرکت می‌شود. اما در مدل نرخ رشد ارزش بازار جمع داراییها، اثری از وجود رابطه بین هزینه سرمایه و گردش مدیرعامل شرکت یافت نشد.

فرضیه پژوهش

✓ گردش مالی مدیرعامل بر سیاست تقسیم سود تاثیر گذار است.

روش تحقیق

از نظر نوع هدف جزء پژوهش‌های کاربردی و شبه تجربی است. تحقیقات کاربردی تحقیقاتی هستند که نظرها، قانون‌مندی‌ها، اصول و فئونی که در تحقیقات پایه تدوین می‌شوند را برای حل مسائل اجرایی و واقعی بکار می‌گیرد. روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی همبستگی می‌باشد. در تحقیق همبستگی هدف اصلی آن است که مشخص می‌شود آیا رابطه‌ای بین دو یا چند متغیر کمی (قابل سنجش) وجود دارد یا نه؟ و اگر وجود دارد اندازه و حد آن چقدر است؟ هدف از مطالعه همبستگی ممکن است که برقراری یک رابطه یا نبود آن و بکارگیری روابط در انجام پیش‌بینی‌ها است. مطالعه همبستگی تعدادی از متغیرهایی را که تصور می‌رود با یک متغیر پیچیده عمده مرتبط هستند ارزیابی می‌کند. این پژوهش از لحاظ نوع استدلال در چارچوب استدالات قیاسی - استقرایی صورت گرفته است. بدین ترتیب که مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه مطالعات کتابخانه‌ای، مقالات و سایت‌ها در قالب قیاسی و گردآوری اطلاعات و آزمون (تایید یا رد) فرضیه‌ها به روش استقرایی انجام گرفته است.

جامعه و نمونه آماری تحقیق

جامعه آماری این پژوهش را کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بر می‌گیرد. شرکت‌های مورد مطالعه جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش بدین صورت انتخاب گردیده‌اند؛ ابتدا کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ فهرست گردیده، سپس از میان آنها شرکت‌هایی انتخاب شده‌اند، که تمامی شرایط زیر را دارا باشند و آن دسته از شرکت‌های پذیرفته شده که این شرایط را نداشته‌اند از جامعه آماری مورد مطالعه حذف گردیده‌اند.

- ✓ شرکت‌های که اطلاعات آن‌ها در بخش تعریف متغیرها در دسترس باشد.
 - ✓ شرکت‌ها باید قبل از سال ۹۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 - ✓ شرکت‌ها در طول دوره مورد بررسی توقف عملیات بیش از سه ماه نداشته باشند.
 - ✓ شرکت‌هایی که پایان سال مالی آنها به پایان اسفند ماه ختم می‌شود.
 - ✓ شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌های مالی، هلدینگ، بیمه و بانک نباشند.
- در پایان ۱۰۴ شرکت به عنوان نمونه پژوهش باقی مانده و مورد بررسی قرار گرفته‌اند. در جدول ۱ انتخاب نمونه پژوهش شرح داده شده است.

جدول (۱): چگونگی انتخاب شرکت‌های مورد مطالعه در پژوهش

| تعداد | شرح |
|-------|---|
| ۵۰۴ | جمع کل اعضای جامعه آماری در پایان سال ۱۴۰۱ |
| (۷۰) | شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها در دسترس نبوده است. |
| (۸۵) | شرکت‌هایی که قبل از سال ۹۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته نشده باشند. |
| (۸۲) | شرکت‌ها در طول دوره مورد بررسی توقف عملیات بیش از سه ماه داشته باشند. |
| (۷۹) | شرکت‌هایی که پایان سال مالی آنها به پایان اسفند ماه ختم نمی‌شود. |
| (۸۴) | شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌های مالی، هلدینگ، بیمه و بانک باشند. |
| (۴۰۰) | جمع شرکت‌های حذف شده از جامعه آماری |

| | | |
|-------|-----|-----------------------|
| مانده | ۱۰۴ | جمع شرکتهای عضو نمونه |
|-------|-----|-----------------------|

مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

مدل رگرسیون آزمون فرضیه پژوهش به صورت زیر ارائه می‌شود:

$$DIV = \beta_0 + \beta_1 CEO_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 EPS_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 CASH_{it} + \beta_7 OWN_{it} + \epsilon_{it}$$

متغیر وابسته

سیاست تقسیم سود (Dividend):

در این تحقیق متغیر وابسته سیاست تقسیم سود است که مشابه پژوهش رحمان (۲۰۱۸)، در صورتیکه شرکت سود پرداخت کند عدد یک و غیراینصورت صفر اتخاذ می‌گردد. اما با توجه به اینکه طبق ماده ۹۰ اصلاحیه قانون تجارت کشورمان، شرکت‌هایی که بیش از ۱۰ درصد سود نقدی تقسیم می‌کنند، عدد ۱ و شرکت‌هایی که ۱۰ درصد سود را تقسیم می‌کنند، عدد صفر اختصاص داده شده است.

متغیر مستقل

گردش مدیرعامل (CEO):

به پیروی از مطالعات قبلی (مانند چن و همبریک، ۲۰۱۲؛ برونلو و همکاران، ۲۰۰۳)، یک متغیر دو وجهی برای اندازه‌گیری گردش مدیرعامل شرکت در نظر گرفته شده است بدین صورت که اگر مدیرعامل سال جاری متفاوت از مدیرعامل سال قبلی باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد ۰ به خود می‌گیرد.

متغیر کنترلی

- ✓ اهرم مالی: کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها
- ✓ اندازه شرکت: لگاریتم مجموع دارایی‌ها
- ✓ سود خالص هر سهم: به عنوان سود هر سهم تعریف می‌شود
- ✓ فرصت‌های رشد: رشد کل دارایی‌ها طی یک سال گذشته
- ✓ ساختار مالکیت: درصد سهام در اختیار سهام‌داران داخلی
- ✓ وجوه نقد: سطح کل وجه نقد و معادل‌های نقدی

آمار توصیفی

آمار توصیفی شامل مجموعه روش‌هایی است که برای جمع‌آوری، خلاصه کردن، طبقه‌بندی و توصیف حقایق عددی به کار می‌رود. در واقع این آمار، داده‌ها و اطلاعات پژوهش را توصیف می‌کند و طرح یا الگوی کلی از داده‌ها برای استفاده سریع و بهتر از آنها به دست می‌دهد. در یک جمع‌بندی با استفاده مناسب از آمار توصیفی می‌توان ویژگی‌های یک دسته از اطلاعات را بیان کرد. پارامترهای مرکزی و پراکندگی به همین منظور به کار می‌روند. کارکردهای این معیارها این است که می‌توان خصوصیات اصلی مجموعه‌ای از داده‌ها را به صورت یک عدد بیان کنند و بدین ترتیب افزون بر

آن که به فهم بهتر نتایج یک آزمون کمک می کنند، مقادیر نتایج آن آزمون را با آزمون‌ها و مشاهدات دیگر نیز تسهیل می نماید.

در جدول (۲) برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها، شامل میانگین، میانه، حداقل مشاهدات، حداکثر مشاهدات و انحراف معیار ارائه شده است. نتایج نشان می دهد که میانگین سیاست تقسیم سود برابر ۰.۷۷ می باشد که نشان دهنده تقسیم سود در بسیاری از شرکت‌ها می باشد. همچنین میانگین گردش مدیرعامل برابر ۱۵.۶۸ می باشد که مقادیر حاصله نشان دهنده آن است که تقریباً گردش مدیرعامل در وضعیت تقریباً مناسبی برخوردار است.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

| نام متغیر | نماد | مشاهدات | میانگین | میانه | حداکثر | حداقل | انحراف معیار | احتمال چارک-برای |
|------------------------|------|---------|----------|----------|----------|----------|--------------|------------------|
| سیاست تقسیم سود | DIV | ۸۳۲ | ۰.۷۷۶۴۴ | ۱ | ۱ | ۰ | ۰.۴۱۶۰۷۹ | ۰ |
| گردش مالی مدیرعامل | CEO | ۸۳۲ | ۱۵.۶۸۸۷ | ۱۶ | ۲۳ | ۷ | ۳.۴۸۱۱۴۶ | ۰ |
| اندازه شرکت | SIZE | ۸۳۲ | ۶.۵۵۰۱۳۶ | ۶.۴۴۸۳۰۲ | ۹.۲۶۲۴۷۱ | ۴.۸۲۷۹۲۸ | ۰.۷۲۷۳۰۶ | ۰ |
| اهرم مالی | LEV | ۸۳۲ | ۰.۵۴۹۸۳۵ | ۰.۵۵۴۹۶۶ | ۱.۳۴۲۵۸۱ | ۰.۰۱۲۷۳۳ | ۰.۲۳۳۸۱۱ | ۰.۹۸۹۸۳۶ |
| سود خالص هر سهم | EPS | ۸۳۲ | ۱.۱۴۱۸۷۱ | ۰.۴۹۷۳۳۵ | ۱۴.۷۸۹۵۴ | -۲.۸۵۵۶۱ | ۱.۷۸۰۸۱۳ | ۰ |
| رشد دارایی‌ها | GROW | ۸۳۲ | ۰.۳۳۹۶۶۴ | ۰.۲۱۸۰۰۱ | ۲.۶۲۹۶۹۵ | -۰.۳۲۹۱۹ | ۰.۴۱۷۳۷۸ | ۰ |
| نسبت وجه نقد | CASH | ۸۳۲ | ۰.۰۳۹۱۷۵ | ۰.۰۲۴۰۸۳ | ۰.۴۲۶۶۸۶ | ۰.۰۰۰۲۲۵ | ۰.۰۴۴۰۳۱ | ۰ |
| مالکیت سهامداران داخلی | OWN | ۸۳۲ | ۰.۵۸۵۹۶۴ | ۰.۶۷ | ۰.۹۶۱۹ | ۰ | ۰.۲۶۲۵۷ | ۰ |

بررسی مانایی متغیرهای پژوهش

لازم است که قبل از تخمین مدل، مانایی متغیرهای آن مورد بررسی قرار بگیرد. یک متغیر، وقتی ماناست که میانگین، واریانس و کواریانس آن در طول زمان ثابت باقی بماند. به طور کلی اگر مبدأ زمانی یک متغیر، تغییر کند و میانگین و واریانس و کواریانس تغییری نکند، در آن صورت متغیرماناست و در غیر این صورت متغیر، نامانا خواهد بود. فرضیه‌های مربوط به مانایی متغیرها به صورت زیر می باشد:

$$\begin{cases} H_0: \text{متغیر ناماناست} \\ H_1: \text{متغیر ماناست} \end{cases}$$

مانایی متغیرها در سه حالت "در سطح"، "روی تفاضل اول" و "روی تفاضل دوم" می تواند بررسی شود. متغیرهایی که احتمال حاصل از آزمون آنها "در سطح" کمتر از ۵٪ می باشد فرضیه صفر در مورد آن رد شده و آن متغیر در سطح ماناست در صورتیکه بیشتر از ۵٪ باشد، نامانا است.

نتایج آزمون مانایی در جدول (۳) درج گردیده است. بر اساس آزمون «لوین، لین و چو»^۱ چون مقدار احتمال همه متغیرها کمتر از ۵٪ بوده است، همه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی در دوره پژوهش در سطح پایا^۲ بوده‌اند پایایی بدین معنی است که میانگین و واریانس متغیرهای پژوهش در طول زمان و کواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است.

¹ Levin, Lin & Chu.

² Stationarity

همانگونه که در جدول (۳) ملاحظه می شود همه متغیرها مانا هستند و نیازی به آزمون هم جمعی^۱ وجود ندارد. بنابراین مشکل رگرسیون کاذب در ضرایب برآوردی وجود نخواهد داشت در رگرسیون کاذب معنی دار ضرایب به صورت کاذب است.

جدول (۳): نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

| نتایج | لوین، لین و چو | | نماد | متغیرها |
|-------|----------------|----------|------|------------------------|
| | احتمال | آماره | | |
| مانا | ۰.۰۰۰۰ | -۴.۱۹۹۲ | DIV | سیاست تقسیم سود |
| مانا | ۰.۰۰۰۰ | -۲۱.۷۳۴۲ | CEO | گردش مالی مدیرعامل |
| مانا | ۰.۰۰۰۰ | -۷.۳۶۴۶ | SIZE | اندازه شرکت |
| مانا | ۰.۰۰۰۰ | -۱۲.۷۳۲۳ | LEV | اهرم مالی |
| مانا | ۰.۰۰۰۰ | -۴.۰۸۴۳ | EPS | سود خالص هر سهم |
| مانا | ۰.۰۰۰۰ | -۶.۵۹۴۷ | GROW | رشد دارایی ها |
| مانا | ۰.۰۰۰۰ | -۲۱.۸۳۴۱ | CASH | نسبت وجه نقد |
| مانا | ۰.۰۰۰۰ | -۴۱.۵۱۱۰ | OWN | مالکیت سهامداران داخلی |

تخمین مدل و تجزیه و تحلیل نتایج

بعد از اینکه مانایی متغیرها مورد بررسی قرار گرفت، حال نوبت آن است که مدل پژوهش برآورد گردد. با توجه به باینری (صفر و یک) بودن متغیر وابسته پژوهش در مدل پژوهش، به منظور تخمین این مدل از تکنیک رگرسیون لجیت بهره گرفته می شود. برای اینکه در مدل رگرسیون خطی، تخمین زن های ضرایب رگرسیون، بهترین تخمین زن های بدون تورش خطی باشند، لازم است تا واریانس جزء خطای مدل ثابت باشد و بین متغیرهای توضیحی هم خطی وجود نداشته باشد. لذا در ادامه، این مسأله بررسی شده و سپس نتایج حاصل از برآوردهای انجام شده تشریح می گردد. در همین راستا از نرم افزار Eviews#10 برای تشخیص رابطه موجود بین متغیرها استفاده شده است.

آزمون ثابت بودن واریانس جزء خطا (باقیمانده ها)

یکی از فروض رگرسیون خطی این است که، تمامی جملات باقیمانده دارای واریانس برابر باشند. در عمل ممکن است این فرض چندان صادق نبوده و به دلایل مختلفی از قبیل: شکل نادرست تابع مدل، وجود نقاط پرت، شکست ساختاری در جامعه آماری، و ... شاهد پدیده ناهمسانی واریانس باشیم. برای بررسی این مشکل آزمون های مختلفی توسط اقتصاددانان معرفی شده است. در این مطالعه همانطور که ذکر شد به منظور تخمین مدل های پژوهش از رگرسیون لجیت بهره گرفته شده است بنابراین هنگام تخمین مدل، گزینه وایت^۲ نیز انتخاب شده است تا در صورت وجود ناهمسانی واریانس، این مشکل برطرف شود.

¹ Cointegration test

² White

آزمون عدم وجود هم خطی بین متغیرهای توضیحی

هم خطی به معنای وجود رابطه شدید بین متغیرهای مستقل و کنترل می موجود در مدل می باشد. در صورت وجود هم خطی، ضرایب برآوردی الگو دارای خطای معیار بالایی خواهد بود و در نتیجه این مسأله باعث می شود که تعداد متغیرهای معنی دار در معادله کاهش یابد. در این معادله برای بررسی عدم وجود هم خطی از معیار عامل تورم واریانس^۱ (VIF) استفاده شد. وقتی که شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰ باشد، نشان دهنده عدم وجود هم خطی می باشد. با توجه به جدول (۴) نتایج حاصل از این آزمون نشان می دهد. که میزان تورم واریانس متغیرهای مستقل و کنترل می پژوهش در حد مجاز خود قرار داشته و لذا از این بابت مشکلی وجود ندارد.

جدول (۴): نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی مدل پژوهش

| متغیر | نماد | واریانس ضریب | عامل تورم واریانس |
|------------------------|------|--------------|-------------------|
| گردش مالی مدیرعامل | CEO | ۱.۴۵E-۰۵ | ۱.۰۰۸۹۳۸ |
| اندازه شرکت | SIZE | ۰.۰۰۰۳۶ | ۱.۰۹۸۵۴۹ |
| اهرم مالی | LEV | ۰.۰۰۳۹۰۳ | ۱.۱۲۶۵۵۹ |
| سود خالص هر سهم | EPS | ۶.۶۸E-۰۵ | ۱.۲۱۹۹۵۲ |
| رشد دارایی ها | GROW | ۰.۰۰۱۲۰۲ | ۱.۲۰۶۶۶۶ |
| نسبت وجه نقد | CASH | ۰.۰۹۴۳۴۸ | ۱.۰۵۳۹۱۵ |
| مالکیت سهامداران داخلی | OWN | ۰.۰۰۲۷۳۳ | ۱.۰۸۵۶۹۳ |

نتایج آزمون فرضیه پژوهش

فرضیه: گردش مالی مدیرعامل بر سیاست تقسیم سود تأثیر گذار است.

به منظور آزمون این فرضیه از نتایج تخمین مدل ارائه شده در جدول (۵) بهره گرفته شده است. مقدار آماره نسبت راستنمایی (LR) در سطح اطمینان ۹۵٪ بیانگر معناداری کلی مدل پژوهش است. نتایج مربوط به ضریب تعیین مک فادن نشان می دهد، که تقریباً ۲۸٪ متغیر وابسته را داده های بین ۰ و ۱ می توانند توضیح دهند.

نتایج نشان می دهد که با توجه به احتمال آماره Z متغیر گردش مالی مدیرعامل که برابر ۰.۰۴۶۷ است و از آنجا که این احتمال کمتر از ۰/۰۵ می باشد و با توجه به اینکه این تحقیق در سطح اطمینان ۰/۹۵ و سطح خطای ۰/۰۵ صورت می گیرد میتوان بیان نمود گردش مالی مدیرعامل تأثیر معناداری بر سیاست تقسیم سود دارد. با توجه به این که ضریب متغیر گردش مالی مدیرعامل، ۰.۰۵۵۷ بوده که نشان دهنده تأثیر مستقیم گردش مالی مدیرعامل بر سیاست تقسیم سود می باشد که در سطح اطمینان ۹۵٪، با توجه به آماره Z ضریب متغیر گردش مالی مدیرعامل، در مدل معنادار می باشد، با توجه به موارد فوق می توان در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه پژوهش را تأیید نمود.

جدول (۵): نتایج تخمین مدل پژوهش

| $DIV = \beta_0 + \beta_1 CEO_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 EPS_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 CASH_{it} + \beta_7 OWN_{it} + \varepsilon_{it}$ | | | | | |
|--|------|------|------|---------|--------|
| متغیر | نماد | ضریب | خطای | آماره Z | احتمال |

¹ Variance Inflation Factor (VIF)

| | | استاندارد | برآوردی | | |
|-----------|----------|-----------|----------|------|------------------------|
| ۰.۰۴۶۷ | ۱.۹۸۸۹۸۱ | ۰.۰۲۸۰۳۸ | ۰.۰۵۵۷۶۶ | CEO | گردش مالی مدیرعامل |
| ۰.۸۸۱۶ | ۰.۱۴۸۹۴ | ۰.۱۴۲۴۷۱ | ۰.۰۲۱۲۲ | SIZE | اندازه شرکت |
| ۰ | -۴۸۳۱۹ | ۰.۵۳۶۶۵۱ | -۲.۵۹۳۰۵ | LEV | اهرم مالی |
| ۰ | ۷.۹۸۴۳۹۹ | ۰.۲۳۱۸۵ | ۱.۸۵۱۱۸۴ | EPS | سود خالص هر سهم |
| ۰.۰۰۴۷ | -۲.۸۲۶۲۵ | ۰.۲۴۸۹۲ | -۰.۷۰۳۵۱ | GROW | رشد دارایی ها |
| ۰.۰۲۶۷ | -۲.۲۱۶۲۵ | ۲.۴۹۷۶۲۸ | -۵.۵۳۵۳۶ | CASH | نسبت وجه نقد |
| ۰.۱۹۱۷ | -۱.۳۰۵۶۶ | ۰.۴۰۳۱۴۲ | -۰.۵۲۶۳۷ | OWN | مالکیت سهامداران داخلی |
| ۰.۱۲۲۳ | ۱.۵۴۵۲۳۴ | ۱.۰۱۶۹۰۷ | ۱.۵۷۱۳۶ | C | مقدار ثابت |
| ۰.۲۷۷۴ | | | | | ضریب تعیین مک فادن |
| -۳۱۸.۵۵۲۷ | | | | | آماره راست نمایی |
| ۲۴۴.۶۰۴۱ | | | | | آماره LR |
| ۰.۰۰۰۰ | | | | | احتمال (آماره LR) |

خلاصه پژوهش

هدف این پژوهش بررسی تاثیر گردش مالی مدیرعامل بر سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. نوع پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر نحوه تحلیل داده ها از نوع توصیفی همبستگی است. جامعه پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشند که دارای یکسری شرایط خاص باشند که در نتیجه ۱۰۴ شرکت از صنایع مختلف انتخاب شدند. قلمرو مکانی این پژوهش بورس اوراق بهادار تهران، قلمرو زمانی دوره زمانی ۱۳۹۴ لغایت ۱۴۰۱، و قلمرو موضوعی نیز در محدوده حسابداری مالی می باشد. اطلاعات مورد نیاز جهت محاسبه متغیرها با استفاده از نرم افزارهای مالی ره آورد نوین و وبسایت های بورس اوراق بهادار تهران و مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار و سایت کدال جمع آوری گردید. سپس مدل مورد بررسی رابطه بین متغیرهای تحقیق ارائه شد. در نهایت در مورد آزمون های مربوط به مدل تحقیق توضیحاتی ارائه شد. با استفاده از نرم افزارهای اکسل و ایویوز در دو سطح آمار توصیفی و استنباطی صورت گرفت. در بخش آمار توصیفی شاخص هایی از جمله میانگین، انحراف معیار، مقادیر حداقل و حداکثر برای هر یک از متغیرها ارائه شد. سپس در بخش آمار استنباطی، فرضیه های پژوهش مورد بررسی قرار گرفت. در ادامه ضمن تفسیر نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها و بیان محدودیت های پژوهش، با ارائه پیشنهادهای کاربردی و نیز پیشنهادهایی برای پژوهش های آتی، فرآیند پژوهش خاتمه می یابد.

تحلیل نتایج آزمون فرضیه های پژوهش

پژوهش حاضر درصدد پاسخگویی به این موضوع است که آیا گردش مالی مدیرعامل بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد؟ در این پژوهش برای بررسی چنین تأثیری یک فرضیه مطرح شده است.

تحلیل نتایج آزمون فرضیه پژوهش

فرضیه پژوهش بدین نحو تدوین شده است که: گردش مالی مدیرعامل بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد. در نتیجه فرضیه پژوهش پذیرفته می شود. نتایج حاصل از آزمون فرضیه تحقیق نشان داد که گردش مالی مدیرعامل بر سیاست تقسیم سود تأثیر گذار است. در نتیجه فرضیه این تحقیق تایید میگردد؛ در هر حال نتیجه حاصل از آزمون این فرضیه با تئوری نمایندگی و تئوری عدم تقارن اطلاعاتی و مدیریت مبهم مطابقت دارد. زیرا از جمله عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود، اطلاعات و به طور اخص، کیفیت اطلاعات ارائه شده در گزارش های مالی است و با توجه به تئوری نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات و فرضیه مدیریت مبهم می توان استدلال کرد در اکثر مواقع مدیران نسبت به سهامداران شرکت ها، اطلاعات بیشتری دارند که این امر منتج به عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سهامداران می شود. فرضیه ی مدیریت مبهم نشان می دهد مدیران انگیزه دارند تا در شرایط بد اطلاعات صورت های مالی را به صورت پیچیده ارایه نمایند و یا به طور استراتژیک شفافیت افشا را کمتر کنند. شفافیت پایین نشان می دهد که اطلاعات کافی و قابل فهم برای سرمایه گذاران وجود ندارد که منجر به بروز ریسک اطلاعاتی و افزایش سیاست تقسیم سود می شود. بروس و همکاران (۲۰۲۲)، در مطالعه با استفاده از نمونه ای از ۴۰۴۳ مشاهدات سالانه شرکت از مؤلفه های S&P500 از سال ۱۹۹۲ تا ۲۰۱۷، شواهدی مبنی بر تأثیر گردش مالی مدیرعامل بر سیاست تقسیم سود ارائه می کند. دریافتند که شرکت ها به احتمال زیاد پس از چرخش مدیرعامل، سود سهام پرداخت می کنند، اگرچه احتمال آن است. در مورد شرکت های با عملکرد ضعیف جبران شود. سود سهام به دنبال جابجایی مدیر عامل، پایدارتر و بیشتر است. به طور کلی، یافته های ما دانش موجود در مورد تأثیر گردش مالی مدیرعامل در رابطه با جنبه های مختلف سیاست تقسیم سود را افزایش می دهد. یعنی تصمیم برای پرداخت سود سهام، ثبات سیاست تقسیم سود و بازده سود. که با نتایج پژوهش ما مطابقت دارد.

محدودیت های پژوهش

در فرایند هر پژوهش و پژوهش علمی و عملی، مجموعه شرایط و مواردی وجود دارند که خارج از کنترل و اختیارات محقق است، ولی به طور بالقوه می تواند نتایج پژوهش و تعمیم پذیری آن را تحت تأثیر قرار دهد و یا با مشکل مواجه سازد. توجه به این محدودیتها می تواند فهم خواننده را در برداشت از نتایج پژوهش و تعمیم آن به موارد مشابه بیشتر سازد. پژوهش حاضر نیز از این موارد مستثنی نبوده و برخی از مهم ترین محدودیتها عبارتند از:

یکی از محدودیت هایی که تعمیم نتایج را با مشکل مواجه می کند محدود بودن دوره زمانی پژوهش است. چون این پژوهش در بازه زمانی ۱۳۹۴ الی ۱۴۰۱ انجام شده است لذا در تعمیم نتایج به دوره های قبل و بعد از قلمرو پژوهش این پژوهش با احتیاط عمل شود.

داده های مورد استفاده از بابت تورم تعدیل نشده اند در صورت تعدیل از این بابت ممکن است نتایج متفاوتی حاصل شود. با توجه به محدود بودن جامعه آماری به شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و این که سال مالی آن ها منتهی به پایان اسفندماه است، تسری نتایج به سایر شرکتهای و به ویژه به شرکتهای با تاریخ سال مالی متفاوت بایستی با احتیاط انجام گیرد.

پیشنهادها

با توجه به نتایج حاصل از پژوهش و اهمیت موضوع می توان پیشنهادهای زیر را ارائه نمود:

پیشنهادهای مبتنی بر نتایج پژوهش

با توجه به نتایج به دست آمده در این پژوهش به مدیران، اعتبار دهندگان، سرمایه گذاران و سازمان بورس پیشنهادهای به شرح زیر ارائه شده است:

با توجه به یافته های پژوهش، به پژوهشگران آتی توصیه می شود که به نقش ویژگی های فردی مدیران در سایر تصمیمات شرکت ها مانند سیاست های سرمایه گذاری و تأمین مالی آنان توجه خاص کنند. علاوه بر آن به سرمایه گذاران و تدوین کنندگان استاندارد پیشنهاد می گردد در ارزیابی و اتخاذ تصمیمات خود ویژگی مدیران و نقشی که در تصمیم گیری شرکتها دارند، را نیز مدنظر قرار دهند.

پیشنهاد برای پژوهش های آتی

پیشنهادها برای پژوهش های آتی می تواند راهنمایی برای پژوهش های بعدی درباره موضوع پژوهش باشد. در بررسی ارتباط بین گردش مدیرعامل و سیاست تقسیم سود می توان از متغیر های تعدیل گر دیگری استفاده کرد، لذا پیشنهاد می گردد متغیر های دیگری از جمله حاکمیت شرکتی، سررسید بدهی شرکت و ساختار سرمایه و ساختار مالکیت به عنوان متغیر تعدیل گر استفاده گردد.

در بررسی ارتباط گردش مالی مدیرعامل و سیاست تقسیم سود می توان گردش مدیرعامل را به عنوان عامل میانجی میانجی در نظر گرفت و عواملی چون فرهنگ و ویژگی های شخصی را در آنها لحاظ کرد.

منابع

- ✓ اسلام زاده، امید، حبیبی، رضا، (۱۴۰۱)، مطالعه تاثیر چرخه تجاری و تنوع بخشی درآمد بر سپر سرمایه و ریسک اعتباری بانکهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۵، شماره ۷۷، صص ۷۵-۹۳.
- ✓ اخگر، محمد امید، زاهد دوست حمزه، (۱۳۹۹)، هزینه سرمایه، گردش مدیرعامل و فرصت های سرمایه گذاری. فصلنامه علمی مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال ۱۷، شماره ۶۷، صص ۱۲۵-۱۵۲.
- ✓ Ali, A., Zhang, W., (2015). CEO tenure and earnings management. J. Account. Econ. 59 (1), 60-79.
- ✓ Barros v , Maria J, Pedro S, Joaquim M.(2022). Does CEO turnover influence dividend policy? Finance Research Letters.p22-46.
- ✓ Brunello G , Graziano C, Parigi B.M. (2003). CEO turnover in Insider-dominated Boards: The Italian case. Journal of Banking and Finance, 27(6), 1027-1051.
- ✓ Bernard, Y., Godard, L., & Zouaoui, M. (2016). The Effect of CEOs' Turnover on the Corporate Sustainability Performance of French Firms. Journal of Business Ethics, 1-21.
- ✓ Chen, G, Hambrick D.C. (2012) . CEO Replacement in Turnaround Situations: Executive (mis) Fit and its Performance Implications. Organization Science 23(1): 225-243.
- ✓ Cheng, Y.L., Heng, Y.C., (2014). How do the combined effects of CEO decision horizon and compensation impact the relationship between earnings pressure and R&D retrenchment? Technol. Anal. Strategic Manage. 26, 1057-1071.
- ✓ Dechow, P., Sloan, R., (1991). Executive incentives and the horizon problem: an empirical investigation. J. Account. Econ. 14, 51-89.
- ✓ Graham, J.R., Harvey, C.R., Rajgopal, S., (2005). The economic implications of corporate financial reporting. J. Account. Econ. 40, 3-73.
- ✓ Hu J. & Lin Z. (2015). The Implied Cost of Equity Capital, Corporate Investment and Chief Executive Officer Turnover. Accounting & Finance, 55(4), 1041-1070.

- ✓ Huson, M.R., Malatesta, P.H., Parrino, R., (2004). Managerial succession and firm performance. *J. Financ. Econ.* 74 (2), 237–275.
- ✓ Hazarika, S., Karpoff, J.M., Nahata, R., (2012). Internal corporate governance, CEO turnover, and earnings management. *J. Financ. Econ.* 104 (1), 44–69.
- ✓ Jenter, D., Kanaan, F., (2015). CEO turnover and relative performance evaluation: CEO turnover and relative performance evaluation. *J. Finance* 70 (5), 2155–2184.
- ✓ Hu, J., & Lin, Z. (2015). The implied cost of equity capital, corporate investment and chief executive officer turnover. *Accounting & Finance*, 55(4), 1041-1070.
- ✓ Rahman, S. (2018). Annual Report Readability and Dividend Payout Policy. Available at SSRN:<https://ssrn.com/abstract=3266147>