

بررسی تاثیر توانایی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

رضوان حجازی*
صغری فصیحی**
بهنام کرشاهی***

چکیده

سیاست تقسیم سود یک از مهم ترین مباحث مطرح در ادبیات مالی است؛ زیرا سود تقسیمی بیانگر پرداخت های نقدی عمده شرکت ها و یکی از مهم ترین گزینه ها و تصمیمات فراروی مدیران به شمار می رود. این پژوهش به بررسی تاثیر توانایی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. این تحقیق از نوع تحقیقات شبه تجربی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است. این پژوهش برای توانایی مدیران از مدل دمیرجیان و همکاران (۲۰۱۲) و سیاست تقسیم سود از نسبت تقسیم سود نقدی به سود هر سهم استفاده می کند. با اعمال شرایط انتخاب نمونه، تعداد ۸۲ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۹۴ انتخاب شد. نتایج تحقیق بیانگر آن است که توانایی مدیران دارای رابطه مثبت و معناداری با سیاست تقسیم سود شرکت ها است. مدیران توانا تر سود تقسیمی بیشتری پرداخت می کنند.
واژگان کلیدی: کارایی شرکت، توانایی مدیران، سیاست تقسیم سود.

* استاد گروه حسابداری دانشگاه الزهراء، تهران، ایران (نویسنده مسئول) hejazi33@gmail.com

** عضو هیئت علمی گروه حسابداری دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

*** عضو هیات علمی گروه حسابداری دانشگاه شهید باهنر کرمان

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۰۴/۲۰

تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۰۶/۳۱

مقدمه

سیاست تقسیم سود، اندازه و الگوی توزیع وجه نقد به سهامداران را در طی زمان مشخص می‌کند (یوسف و اسماعیل، ۲۰۱۶). هدف اصلی مدیریت مالی در شرکت‌ها، حداکثر سازی ثروت سهام‌داران است که به دو روش افزایش سود سهام و افزایش قیمت سهام (عایدی سرمایه) امکان‌پذیر است. شرکت‌ها برای رسیدن به این هدف، باید از مجموع دو رقم سود سهام و افزایش قیمت در بازار، مطلوب‌ترین ترکیب را به دست آورند. از این رو شرکت‌ها باید در مورد سیاست تقسیم سود خود، یعنی مقدار سود نقدی که باید بین سهام‌داران توزیع شود، تصمیم‌گیری کنند (سلیمانی امیری و گودرزی، ۱۳۸۶). سیاست تقسیم سود، یکی از تصمیمات بلندمدت و استراتژیک شرکت بوده و روی تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری شرکت نیز اثرگذار است. هرچند بسیاری از شرکت‌ها بخشی از سود خود را به صورت نقدی میان سهامداران تقسیم می‌کنند، ولی اختلاف نظر زیادی در خصوص پرداخت نقدی مطرح شده است. فیشر بلک در مقاله «معمای تقسیم سود» ادعا می‌کند که پاسخ پرسش‌هایی از این دست که به طور اساسی چرا شرکت‌ها سود نقدی پرداخت می‌کنند؟ یا چرا سرمایه‌گذاران به سود نقدی توجه می‌کنند؟ مبهم و نامشخص است و با تأمل دقیق‌تر در مورد سود نقدی به نظر می‌رسد که سیاست تقسیم سود یک معماست (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۴)

بحث درباره اهمیت سیاست تقسیم سود برای نخستین بار از سوی میلر و مودیلیانی^۱ در سال ۱۹۶۱ ارائه شد. به عقیده‌ی آن‌ها در بازار سرمایه کامل، بین سیاست تقسیم سود و ارزش بازار سهام شرکت‌ها هیچ ارتباطی وجود ندارد. در بازار سرمایه کامل، ارزش شرکت تنها به جریان‌ات نقدی آینده بستگی دارد که ناشی از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده است (پورحیدری و دلدار، ۲، ۱۳۹۱). بعد از میلر و مودیلیانی، محققان تعدادی از نقیصه‌های بازار همچون عدم تقارن اطلاعاتی (دی انجلو، دی انجلو و استولز،^۲ ۲۰۰۶)، تضادهای نمایندگی (جیراپورن و نینج،^۳ ۲۰۰۶)، (جیراپورن، کیم و کیم،^۴ ۲۰۱۱) و (میکائیلی و روبرت،^۵ ۲۰۱۲)، تمایلات رفتاری (بیکر و وارگلر،^۶ ۲۰۰۴) و مالیات (میکائیلی و

-
1. Miller & Modiglian
 2. DeAnjelo & L.DeAnjelo & Stulz
 3. Jiraporn & Ning
 4. Jiraporn & Kim & Kim
 5. Michaely & Roberts
 6. Baker & Wurgler

وایل^۱، ۱۹۹۶) و (رانتا پوسکا^۲، ۲۰۰۸) را به مدل وارد کردند. نظریه هزینه نمایندگی نشان می‌دهد که پرداخت سود تقسیمی یک مکانیزم ممکن برای کاهش هزینه‌های نمایندگی مربوط به عامل‌هایی مانند جریان نقد آزاد، تامین مالی بدهی، رشد شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اندازه شرکت، سهام‌داران بزرگ و ریسک است. به عبارت دیگر این عامل‌ها به طور بالقوه بر روی سیاست تقسیم سود تاثیر گذار هستند (یوسف و اسماعیل^۳، ۲۰۱۶).

یکی دیگر از عامل‌هایی که می‌تواند بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها تاثیر گذار باشد ویژگی‌ها و توانایی‌های مدیران شرکت‌هاست. بر طبق مفروضات بازار کارا، مدیران بدیل-های کاملی هستند و یک مدیر همتا و مشابه دیگری است. با این وجود، این فرضیه به طور آشکارا و مشخص غیرواقعی است و برخی از مدیران با استعدادتر و توانمندتر از دیگران می‌باشند (جیراپرن، لیلالی و تونگ^۴، ۲۰۱۶). مدیران تواناتر از منابع شرکت به صورت کاراتری استفاده می‌کنند بنابراین اگر مدیری که در تبدیل منابع به سود از طریق فعالیت‌های عملیاتی کارا توانا باشد، توانایی پرداخت سود تقسیمی بیشتری نیز خواهد داشت و یا برعکس به دلیل کسب بازده بیشتر از بازده مورد انتظار سهام‌داران در سرمایه-گذاری‌های شخصی آن‌ها، سود نقدی کمتری را پرداخت می‌کنند. تحقیقات پیشین در حوزه سیاست تقسیم سود به بررسی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود به‌عنوان تابعی از ویژگی‌های سطح شرکت پرداخته‌اند ولی به ویژگی‌های مدیران شرکت‌ها و توانایی آن‌ها توجهی نشده است. با توجه به شکاف پژوهشی در این حوزه در این تحقیق بر آنیم تا به بررسی این موضوع بپردازیم که آیا توانایی‌های مدیران بر سیاست تقسیم سود اثر می-گذارد یا خیر؟ و اگر چنین است، این اثر مثبت است یا منفی؟ پیامد حل مسئله پیش روی به‌طور خلاصه بدین شرح است: ۱- در ادبیات قبل نشان داده شده است که ویژگی‌های خاص یک مدیر (مانند، توانایی، استعداد، شهرت و لقب) بر روی ستانده‌های اقتصادی مانند درآمد و سود اثر گذار هستند. این مقاله با بررسی تاثیر توانایی مدیران بر سیاست تقسیم سود، در غنا بخشیدن به ادبیات مربوط به سیاست تقسیم سود و توانایی مدیران کمک می‌کند. ۲- از آنجا که یکی از عناصر کلیدی ارزش‌گذاری شرکت‌ها جریان‌های نقدی آتی آن‌ها مبتنی بر سودهای تقسیم شده است، نتایج این تحقیق به فعالان بازار سرمایه

1. Michaely & Vila
2. Rantapuska
3. Yusof & Ismail
4. Jiraporn & Leelalai & Tong

کمک می‌کند یکی از عوامل تأثیرگذار بر توزیع سود نقدی را به حساب گرفته و پیش‌بینی‌های خود را با دقت بیشتری انجام دهند. ۳. یکی از مهم‌ترین گروه‌های ذی‌نفعان شرکت سهام‌داران آن می‌باشند و سیاست تقسیم سود شرکت برای آن‌ها از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است، آن‌ها می‌توانند از نتایج ارائه‌شده در این مقاله در راستای تخصیص منابع خود و سرمایه‌گذاری استفاده کنند.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

سیاست تقسیم سود یک از مهم‌ترین مباحث مطرح در ادبیات مالی است؛ زیرا سود تقسیمی بیانگر پرداخت‌های نقدی عمده شرکت‌ها و یکی از مهم‌ترین گزینه‌ها و تصمیمات فراروی مدیران به شمار می‌رود. مدیر باید تصمیم بگیرد که چه میزان سود شرکت تقسیم و چه میزان در قالب سود انباشته مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری شود. به‌رغم این که پرداخت سود تقسیمی مستقیماً سهام‌داران را بهره‌مند می‌سازد، ولی توانایی شرکت در انباشت سود به‌منظور بهره‌گیری از فرصت‌های رشد را تحت تأثیر قرار می‌دهد (بیکر، لیلالی و تونگ، ۲۰۰۲). بدیهی است در هر صورت مدیران باید چگونگی حداکثرسازی ثروت سهام‌داران را در نظر بگیرند. مدیران نه‌تنها باید این سؤال را که چه مقدار عایدات شرکت باید سرمایه‌گذاری شوند را در نظر بگیرند، همچنین باید اثر محتمل تصمیماتشان را بر قیمت سهام را نیز لحاظ کنند (جبارزاده کنگرلوئی و متوسل، ۱۳۹۱).

مطالعات نشان داده که تجربه و تخصص مدیران، گرایش‌ها و رویکردهای محافظه-کارانه مدیریت، فشار بازار سرمایه‌بر مدیران و تأکید مدیران برای دستیابی به معیارها و استانداردهای صنعت همگی از جمله موارد تأثیرگذار بر ارزش یک شرکت و سیاست‌ها و راهبردهای آن می‌باشند. توانایی مدیریت یکی از بعدهای سرمایه انسانی شرکت‌هاست که به‌عنوان دارایی نامشهود طبقه‌بندی می‌شود. دمرجیان و همکاران توانایی مدیریت را به‌عنوان کارایی مدیران نسبت به رقبا در تبدیل منابع شرکت به درآمد تعریف می‌کنند. این منابع در شرکت‌ها شامل هزینه‌های فروش، اداری و عمومی، بهای موجودی‌ها، دارایی‌های ثابت مشهود، اجاره‌های عملیاتی، هزینه‌های تحقیق و توسعه و دارایی‌های نامشهود شرکت می‌شود (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۳). توانایی مدیریتی بالاتر می‌تواند منجر به مدیریت کارآتر عملیات شرکت شود، به‌ویژه در دوره‌های بحرانی عملیات که تصمیم‌گیری‌های مدیریتی می‌تواند تأثیر بسزایی بر عملکرد شرکت داشته باشد. مدیران توانا تر به‌احتمال

بیشتر در طرح‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که ارزش فعلی خالص مثبت بالاتری دارد و همچنین توانایی بیشتری در اجرای مناسب آن خواهند داشت. افزون بر این، در دوره‌هایی که شرکت با بحران روبه‌رو است، مدیران تواناتر، تصمیم‌گیری مناسب‌تری در ارتباط با تأمین منابع موردنیاز خواهند داشت (اندرو، دفنا و لوکا^۱، ۲۰۱۳).

اعتقاد بر این است که مدیران توانمندتر درک مناسب‌تری از فن‌آوری و روند صنعت دارند و با اتکای بیشتری می‌توانند تقاضای محصولات را پیش‌بینی کنند. همچنین سرمایه‌گذاری مناسب‌تر در طرح‌های با ارزش‌تر و مدیریت کارای کارمندان نیز از ویژگی مدیران توانمند است. انتظار می‌رود در کوتاه‌مدت این مدیران بتوانند درآمد بیشتری با استفاده از سطح معینی از منابع کسب کنند یا با استفاده از منابع کم‌تر، بتوانند به سطح معینی از درآمد دست یابند (بیشینه کردن کارایی منابع مورد استفاده) (حاجب و همکاران، ۱۳۹۳). تصمیم‌های ضعیف و مهارت پائین مدیر در رهبری می‌تواند شرکت را به سمت ورشکستگی سوق دهد (لورتی و مک‌گریک^۲، ۲۰۱۲). مدیران کاراتر و دارای توانایی‌های ذاتی بالاتر می‌توانند به سرعت از شرایط واحد اقتصادی تحت تصدی و صنعت مورد فعالیت خود، شناخت کافی به دست آورده و نسبت به انتخاب پروژه‌های با کیفیت‌تر و دارای ریسک پائین‌تر اقدام نمایند. بنابراین توانایی مدیران می‌تواند به‌طور مستقیم بر پایداری سود اثر گذاشته و به تبع آن تصمیمات استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی را تحت تأثیر قرار دهد. (بزرگ اصل و صالح زاده، ۱۳۹۴)

در ارتباط با تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تقسیم سود دو تئوری مطرح می‌شود. نخست این که مدیران توانا شرکت را به صورت کاراتری اداره می‌کنند و برای سهام‌داران نرخ بازده بالاتر از آنچه خودشان می‌توانستند کسب نمایند به ارمغان می‌آورند. در چنین حالتی فرضیه ارزش-فرانشیز مطرح می‌شود؛ به این معنی که شرکت‌های با مدیران تواناتر از کار آیی بالاتری برخوردار بوده و حاضر نیستند با افزایش بدهی‌ها، سودها و ارزش فرانشیز آینده خود را با خطر مربوط به هزینه‌های ورشکستگی و بحران مالی مواجه سازند. در نتیجه آن‌ها برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودهای انباشته را به جای تقسیم بین سهام‌داران، در پروژه‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند. بنابراین این تئوری بحث می‌کند که شرکت‌های با مدیران توانمند سود نقدی کمتری پرداخت می‌نمایند (جیراپورن و لیلالی و تونگ، ۲۰۱۶). دوم این که، مدیران تواناتر، به احتمال بیشتری بازده بالاتری کسب می‌کنند

1. Andreou & Daphna & C.Louca
2. Leverty & Grace

و این بازده بالاتر می‌تواند به‌عنوان سپری در مقابل خطر پرتفوی عمل‌کننده (مارگاریتس و پسلاکی^۱، ۲۰۱۰). لذا، چنین شرکت‌هایی ترجیح می‌دهند به‌جای استفاده از سودهای انباشته در پروژه‌های سرمایه‌گذاری از طریق استقراض تأمین مالی کنند و سود نقدی بیشتری را بین سهام‌داران تقسیم نمایند. به دلیل این که طبق تئوری پرنده در دست، سرمایه‌گذاران سود نقدی را به سود سرمایه‌ای ترجیح می‌دهند. زیرا اعتقاد دارند که ریسک (عدم اطمینان) سود نقدی جاری کمتر از سود سرمایه‌ای مورد انتظار سال‌های آتی است و پرداخت سود نقدی به‌صورت یکنواخت نشانه ثبات شرکت در سودآوری است (رهنمای رودپشتی، ۱۳۹۴). از طرف دیگر بر طبق نظریه علامت‌دهی، اعلام سود تقسیمی اطلاعاتی را درباره عملکرد شرکت به بازار مخابره می‌کند که سبب می‌شود سهام‌داران به این اعلام سود واکنش نشان دهند. به طور ضمنی مبالغ بالاتر پرداخت سود نقدی، نشان دهنده سودآوری بیشتر شرکت است و از سویی توانایی شرکت برای ایجاد جریان‌های نقدی آتی را نشان می‌دهد (یوسف و اسماعیل، ۲۰۱۶). بنابراین احتمال کمی وجود دارد که شرکت‌های با مدیران توانا، سود نقدی را کاهش دهند و یا آن را قطع نمایند. مدیران توانا با اعتماد به قابلیت‌های خودشان در حفظ سودآوری شرکت از پرداخت سود یا افزایش آن هراسی ندارند (جیراپورن و لیلالی و تونگ، ۲۰۱۶). این نظریه پیش‌بینی می‌کند که توانایی مدیران منجر به سود تقسیمی بیشتری می‌شود.

دوی یانتی و رهادیان^۲ (۲۰۱۷) در پژوهشی نشان دادند که جریان نقدی آزاد، چرخه عمر شرکت و اهرم مالی به‌طور هم‌زمان تأثیر بااهمیتی بر سیاست تقسیم سود دارند و در شرکت‌های با مالکیت دولتی بدین گونه است که جریان‌های نقدی آزاد و چرخه عمر شرکت بر سیاست تقسیم سود اثر مثبت بااهمیت دارند و این در حالی است که اهرم مالی بر روی تقسیم سود اثر منفی دارد.

توراکپ و لگاگا^۳ (۲۰۱۷) در تحقیق به بررسی رابطه سود تقسیمی و عملکرد شرکتی پرداختند. آن‌ها دریافتند که سود هر سهم و بازده دارایی‌ها رابطه مثبت معناداری با سیاست تقسیم سود دارد. و این در حالی است که سود پس از کسر مالیات با تقسیم سود رابطه منفی دارد.

جیراپورن و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی توانایی‌های مدیران بر سیاست

1. Margarits & Psillaki
2. Dwiyantri & Rahadian
3. Turakpe & Legaaga

تقسیم سود پرداختند. آنها برای اندازه‌گیری توانایی مدیران از الگوی تحلیل پوششی داده‌ها ارائه شده به وسیله دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) استفاده کردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که شرکت‌های با مدیران توانا تر 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.

آندرو و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی نشان دادند که توانایی مدیریت با عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری دارد. نتایج پژوهش آنان نشان داد که شرکت‌های با مدیران توانا تر در دوره‌های بحرانی خود، سرمایه‌گذاری بیشتری انجام می‌دهند، سود بیشتری عاید شرکت می‌کنند و چنانچه روند سودآوری مناسب نباشد، از ابزار تأمین مالی بدهی به نحو مناسب استفاده می‌کنند. همچنین، توانایی مدیریت با نامتقارنی اطلاعات رابطه منفی و معناداری دارد. به بیان بهتر، مدیر توانمند می‌تواند موجب عملکرد بهتر شرکت، افزایش سرمایه‌گذاری، افزایش سودآوری، استفاده مناسب از منابع و کاهش نامتقارنی اطلاعات شود.

دمرجیان و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی با عنوان توانایی مدیریتی و کیفیت سود، به آزمون رابطه بین توانایی مدیریت و کیفیت سود پرداختند و به این نتیجه رسیدند که توانایی مدیریتی با کیفیت سود رابطه مثبت دارد.

لورتی و گریس (۲۰۱۲) دریافتند که توانایی مدیران بر عملکرد شرکت‌هایی که با بحران مواجه هستند، تأثیر بسزایی دارد. آنها نتیجه گرفتند که توانایی مدیران ارتباط معکوس با مدت‌زمان باقی ماندن شرکت در بحران مالی و احتمال ورشکستگی دارد؛ به طوری که مدیران شرکت‌های ورشکسته مهارت و توانایی کمتری نسبت به مدیران سایر شرکت‌ها دارند.

سیلوا^۱ (۲۰۱۰) در پژوهشی الگویی ارائه کرد که با استفاده از آن بتوان تأثیر توانایی مدیر بر بهره‌وری کل و الگوی جریان‌های سرمایه را تشریح کرد. وی برای سنجش توانایی مدیران از سرمایه انسانی و فیزیکی، آموزش و کارآفرینی استفاده کرد. نتایج پژوهش سیلوا حاکی از آن است که کشورهای با مدیریت توانمندتر، طرح‌های با خطر بالاتر را بکار می‌برند و بهره‌وری بالاتری دارند. همچنین کشورهای با درآمد متوسط نسبت به

کشورهای فقیر و ثروتمند، بازده بیشتری از سرمایه خود کسب می کنند. بامبر و همکاران^۱ (۲۰۱۰) در پژوهشی با عنوان لقب من چیست؟ به بررسی نقش مدیران مستقل در میزان افشای اطلاعات داوطلبانه شرکت‌ها پرداختند. آن‌ها دریافتند که مدیران اجرایی رده بالا تأثیرات مهم و منحصر به فردی را روی میزان افشای اطلاعات مالی و داوطلبانه شرکت‌ها اعمال می کنند.

مراد زاده فرد (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه گذاری و ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداخت. یافته‌های او نشان داد که توانایی مدیریتی، سرمایه گذاری کمتر از حد را کاهش، سرمایه گذاری بیش از حد را تقویت و در مجموع سبب افزایش انحراف در سطح سرمایه گذاری مورد انتظار می شود. همچنین توانایی مدیریتی، ریسک سقوط قیمت آتی سهام را به طور معناداری افزایش می دهد.

خانقاه و بادآور نهندي (۱۳۹۴) به بررسی رابطه بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود شرکت‌های دارویی در بورس اوراق بهادار با استفاده از معادلات هم‌زمان پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها حاکی از آن است که بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها رابطه متقابل منفی و معنادار وجود دارد. بنابراین با کاهش (افزایش) هر یک از آن‌ها افزایش (کاهش) دو متغیر دیگر را به دنبال خواهد داشت. همچنین مالکیت مدیریتی و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها روش‌های جایگزین برای کاهش هزینه‌های جریان نقد آزاد محسوب می شود.

فرج زاده و آقایبی (۱۳۹۴) نشان دادند شرکت‌هایی که سود تقسیم می کنند با احتمال کمتری مرتکب گزارشگری مالی متقلبانه می شوند. همچنین سطح سود تقسیمی نیز رابطه‌ای منفی با گزارشگری مالی متقلبانه دارد. یافته‌های تحقیق آن‌ها نشان داد که سود تقسیمی حاوی اطلاعاتی در خصوص کیفیت گزارشگری مالی شرکت، به ویژه انگیزه‌های منجر به تجدید ارائه صورت‌های مالی است.

حاجب و همکاران (۱۳۹۴) در مطالعه‌ای تأثیر توانایی مدیریت بر ساختار سرمایه در صنعت مواد و محصولات دارویی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از پژوهش آن‌ها نشان داد که شرکت‌های با مدیران تواناتر از اهرم مالی بیشتری استفاده می کنند. همچنین، متغیرهای اندازه، دارایی‌های ثابت مشهود و دارایی‌های نامشهود تأثیر معناداری بر اهرم ندارد. آن‌ها چنین استنباط کردند که کارایی بیشتر بنگاه اقتصادی که دستاورد مدیران

تواناست، این امکان را برای بنگاه اقتصادی فراهم می‌کند تا دسترسی بهتر به منابع استقرایی داشته و همچنین ثبات و پایداری بیشتری در مقابل خطر ناشی از افزایش بدهی ایجاد شود.

منصور فرد و همکاران (1394) در پژوهشی به بررسی توانایی مدیریت بر کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که توانایی مدیریت تأثیر مثبت و معناداری بر کیفیت سود گذاشته، همچنین باعث پایداری بیشتر سود و کیفیت بهتر ارقام تعهدی می‌شود. بر اساس تحلیل‌های انجام‌شده، بین توانایی مدیریت و معیار تجدید ارائه سود رابطه معناداری یافت نشد.

پیری و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر کیفیت گزارشگری مالی در طول چرخه عمر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۸۱-۱۳۹۰ پرداختند. نتایج تحقیق بیانگر آن بود که در دوره رشد، توانایی مدیریتی تأثیر مستقیم معناداری بر روی کیفیت گزارشگری مالی ندارد. در دوره بلوغ و افول، توانایی مدیریتی شرکت‌ها نمی‌تواند به افزایش کیفیت گزارشگری این شرکت‌ها منجر می‌گردد. بزرگ اصل و صالح زاده (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی رابطه توانایی مدیریت و پایداری سود با تأکید بر اجزای تعهدی و جریان‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها وجود رابطه مثبت بین توانایی مدیریت و پایداری سود و همچنین توانایی مدیریت و پایداری اجزای تعهدی و نقدی سود را تأیید کرد و نشان داد که رابطه بین توانایی مدیریت و پایداری بخش تعهدی نسبت به بخش نقدی قوی‌تر است.

جبار زاده کنگرلویی و متوسل (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی تئوری ارضای سهامدار و شناسایی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رگرسیون توییت پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که مدیران شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس برای ارضای سهام‌داران تلاش نکرده و سیاست تقسیم سود باثباتی ندارند. به‌علاوه، چرخه عمر شرکت و ریسک سیستماتیک عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود نیستند، درحالی‌که عدم اطمینان به جریان‌های نقدی، دارایی‌های ثابت و، وجه نقد، اندازه شرکت و فرصت‌های سرمایه‌گذاری عوامل مؤثر بر تقسیم سود هستند.

همان‌طور که در مروری بر ادبیات پژوهش گفته شد بر طبق نظریه ارزش-فرانشیز شرکت‌های با مدیران توانمند سود نقدی کمتری پرداخت می‌کنند و بر طبق نظریه پرنده

در دست سهام‌داران سود نقدی را بر سود سرمایه ترجیح می‌دهند و مدیران توانمند برای نشان دادن ثبات شرکت در سودآوری و پرداخت سود، سود نقدی بیشتری را پرداخت می‌کنند. برای آزمون تجربی بررسی تأثیر توانایی مدیران بر سیاست تقسیم سود فرضیه تحقیق به صورت زیر تدوین می‌گردد:

بین توانایی مدیران و سیاست تقسیم سود رابطه معناداری وجود دارد.

روش تحقیق

این تحقیق از نوع تحقیقات شبه تجربی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است و از حیث هدف، از نوع تحقیقات بنیادی است. روش پژوهش حاضر از نوع استقرایی و پس رویدادی است. اطلاعات شرکت‌ها به صورت تلفیقی و به وسیله الگوی تحلیل پوششی داده‌ها و رگرسیون چندگانه مورد بررسی قرار گرفته است. اطلاعات مزبور از نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج و با اطلاعات صورت‌های مالی تطبیق یافت و برای آماده‌سازی اطلاعات، از صفحه گسترده اکسل و جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات برای سنجش کارایی شرکت‌ها از نرم‌افزار تحلیل پوششی داده‌ها DEAP و برای تعیین نمره توانایی مدیران و تحلیل مدل اصلی پژوهش از نسخه ۷ نرم‌افزار EVIEWS استفاده گردید.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۴ می‌باشند. برای سنجش توانایی مدیران از دوره ۱۳۸۶-۱۳۹۴ استفاده شده است و برای مدل اصلی پژوهش دوره‌های مالی ۱۳۸۸-۱۳۹۴ در نظر گرفته شده است. نمونه مورد نظر برای انجام این پژوهش به روش حذفی و با در نظر گرفتن معیارهای انتخاب شده‌اند:

- ۱- تا پایان اسفندماه سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- ۲- جز شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها یا واسطه‌گری مالی نباشند. این محدودیت به دلیل ساختار مالی و گزارشگری متفاوت این شرکت‌ها از دیگر شرکت‌های بورسی اعمال شده است.
- ۳- سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد.
- ۴- وقفه معاملاتی بیش از ۴ ماه نداشته باشند.

۵- تعداد شرکت‌های نمونه در هر صنعت حداقل ۴ شرکت باشد، به دلیل آنکه محاسبه کارایی شرکت‌ها و توانایی مدیران به تفکیک صنایع انجام می‌شود. در نهایت ۸۲ شرکت واجد شرایط مورد نظر برای استفاده در تحقیق حاضر شدند.

مدل و متغیرهای مورد استفاده

مدل اصلی پژوهش با استفاده از پژوهش جیراپرن و همکاران (۱۰) و سایر پژوهش‌های مرتبط به صورت رابطه (۱) است:

$$(1) DP = \alpha_0 + \alpha_1 MB \text{ Score} + \alpha_2 \text{Size} + \alpha_3 \text{Cash Holding} + \alpha_4 \text{Leverage} + \alpha_5 \text{ROA} + \epsilon$$

متغیر وابسته:

DP : برای انعکاس سیاست تقسیم سود از شاخص $(DP = \frac{\text{سود تقسیمی هر سهم}}{\text{سود هر سهم}})$ استفاده شده است (جهانخانی و همکاران، ۱۳۸۷؛ قالیباف و ولی زاده، ۱۳۹۵)

متغیر مستقل: توانایی مدیریت

در این پژوهش برای اندازه‌گیری توانایی مدیریت از الگوی ارائه‌شده توسط دمیرجیان و همکاران (۲۰۱۲) که مبتنی بر متغیرهای حسابداری است، استفاده شده است. در این الگو با استفاده از کار آبی شرکت به‌عنوان متغیر وابسته و کنترل ویژگی‌های ذاتی شرکت، توانایی مدیریت محاسبه می‌شود. دوره زمانی برای محاسبه این متغیر پژوهش ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۴ بوده است. به دلیل آنکه توانایی مدیران در هر صنعت به‌صورت جداگانه محاسبه شده است.

به‌منظور اندازه‌گیری کارایی شرکت، دمیرجیان و همکاران (۲۰۱۲) از الگوی تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) استفاده کرده‌اند. الگوی تحلیل پوششی داده‌ها، یک نوع الگوی آماری است که برای اندازه‌گیری عملکرد یک سیستم با استفاده از داده‌های ورودی و خروجی کاربرد دارد. در الگوی مورد استفاده در این پژوهش نیز دمیرجیان و همکاران (۲۰۱۳) درآمد حاصل از فروش را به‌عنوان خروجی و ۷ متغیر دیگر شامل بهای تمام‌شده کالای فروش رفته، هزینه‌های عمومی اداری و فروش، خالص اموال ماشین‌آلات و تجهیزات، هزینه اجاره عملیاتی، هزینه‌های تحقیق و توسعه، سرقتی و سایر دارایی‌های نامشهود را به‌عنوان ورودی در نظر گرفته‌اند که به مقدار زیادی حق انتخاب مدیریت در

دستیابی به درآمد مورد نظر را پوشش می دهند. در این تحقیق به شرط در دسترس بودن و مطابق شرایط شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، از چهار متغیر بهای تمام شده کالای فروش رفته، دارایی های نامشهود، خالص اموال ماشین آلات و تجهیزات و هزینه های عملیاتی به عنوان متغیرهای ورودی استفاده شده است.

(۲)

$$\text{Max } \theta = \text{sales} / (\text{COGS} + \text{SG\&A} + \text{PPE} + \text{Intangible})$$

کارایی شرکت ها متأثر از دو عامل ویژگی های شرکتی و توانایی مدیران است. از آنجای که نمره کارایی به دست آمده از طریق روش تحلیل پوششی داده ها دربرگیرنده ویژگی های شرکتی و توانایی مدیران است. لذا با استفاده از رگرسیون (۳) خطای باقیمانده مدل به عنوان کارایی مدیران در نظر گرفته می شود (۲۰)، جهت برازش معادله (۳) از رگرسیون توییت استفاده می شود. مدل توییت به مدل های رگرسیونی اشاره دارد که در آن دامنه متغیر وابسته در برخی موارد سانسور شده است (میشالی و رابرتز، ۲۰۱۲)، به دلیل آنکه متغیر وابسته مدل (۳) کارایی شرکت هاست که مقادیر آن بین صفر و یک است و شرکت هایی کارا هستند که نمره کارایی آن ها یک باشد به همین دلیل از مدل رگرسیون توییت در این مرحله استفاده می شود و باقی مانده رگرسیون به عنوان توانایی مدیران در نظر گرفته می شود.

(۳)

Firm Efficiency

$$= \alpha_0 + \alpha_1 \text{Ln}(\text{Total Assets}) + \alpha_2 \text{Market Share} \\ + \alpha_3 \text{Positive Free Cash Flow} + \alpha_4 \text{Ln}(\text{Age}) \\ + \alpha_5 \text{Foreign Currency Indicator} + \epsilon$$

در رابطه بالا:

Firm Efficiency: نشان دهنده کارایی شرکت است که از طریق تحلیل پوششی داده ها

به دست می آید.

Positive Free Cash Flow: جریان نقدی آزاد است. که از طریق معادله زیر

بدست می آید:

$$(۴) \quad FCF = OP - Fc In$$

در صورتی که مثبت باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر به آن اختصاص می یابد.

FCF: جریان های نقدی آزاد

OP: جریان نقدی عملیاتی

Fc Inv: سرمایه گذاری در دارایی های ثابت که از قسمت جریانات نقدی سرمایه گذاری در صورت جریان وجوه نقد به دست می آید.

MarketShare: نشان دهنده سهم بازار هر کدام از شرکت هاست که از رابطه زیر به دست می آید:

$$(5) \quad MarketShare = \frac{\text{مقدار فروش شرکت}}{\text{جمع کل فروش صنعت}}$$

Foreign Currency Indicator: نمایانگر ارزش خارجی است. اگر شرکت مورد نظر صادرات داشته باشد این متغیر برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.

متغیرهای کنترلی:

Size: بیانگر اندازه شرکت است. در این پژوهش از طریق لگاریتم طبیعی مجموع دارایی ها محاسبه می گردد.

ROA: بیانگر بازده دارایی های شرکت است و از تقسیم سود خالص بر جمع دارایی ها به دست می آید.

Leverage: بیانگر اهرم مالی شرکت است. اهرم مالی برابر است با جمع بدهی های بلندمدت تقسیم بر جمع دارایی ها در پایان دوره مالی.

Cash Holding: بیانگر وجه نقد در دسترس است. این نسبت از تقسیم مجموع وجه نقد و سرمایه گذاری کوتاه مدت بر جمع دارایی ها به دست می آید.

PPE: بیانگر نسبت مخارج سرمایه ای شرکت است و از تقسیم دارایی های ثابت مشهود بر جمع دارایی ها به دست می آید.

یافته های تحقیق

آمار توصیفی و تجزیه و تحلیل همبستگی

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
سیاست تقسیم سود	DP	/636	/640	1/97	0	/522
کارایی مدیران	MB Score	/005	/009	/087	-/122	/043
اندازه	SIZE	13/89	13/73	19	9/79	1/42

/192	/019	/857	/221	/271	PPE	نسبت دارایی ثابت
/111	0	/939	/054	/095	LEV	اهرم مالی
/156	-/293	/803	/142	/166	ROA	نرخ بازده دارایی‌ها
/07	0	/486	/036	/061	Cash Holding	وجه نقد در دسترس

مقدار میانه توانایی مدیریت (۰/۰۰۵) نزدیک به صفر است و مقدار بیشینه (۰/۰۸۷) و کمینه (۰/۱۲۲-) آن نشان‌دهنده پراکندگی زیاد توانایی مدیران فعال در شرکت‌های تحت بررسی است. متوسط نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم شرکت‌ها نشان می‌دهد به طور متوسط شرکت‌ها 63 درصد سود هر سهم خود را پرداخت نموده‌اند، علاوه بر اختلاف ناچیز میانه و میانگین متغیر سیاست تقسیم سود دلالت بر این موضوع دارد که متغیر وابسته از توزیع نرمالی برخوردار است. متوسط سودآوری شرکت‌ها 16 درصد است. متوسط وجه نقد در دسترس شرکت‌ها نیز ۶ درصد است.

جدول (۲): جدول ضرایب همبستگی

	DP	MB	SIZE	PPE	ROA	LEV	CASHHOLDING
DP	1						
MB	/076	1					
SIZE	/386	000	1				
PPE	/518	/901	/796	1			
ROA	000	/220	/791	/0895	1		
LEV	000-	/203-	/770	000	000-	1	
CASHHOLDING	/002	/043	/002-	000-	000	/001-	1

جدول شماره (۲) ضرایب همبستگی پیرسون میان متغیرهای تحقیق نشان داده شده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود میان توانایی مدیران و سیاست تقسیم سود در سطح معناداری ۱۰ درصد همبستگی معناداری وجود دارد. علاوه بر آن علاوه بر آن متغیرهای نرخ بازدهی، وجه نقد در دسترس و اهرم مالی نیز دارای همبستگی معناداری با متغیر سیاست تقسیم سود هستند.

آمار استنباطی

مطابق فرضیه انتظار بر این بود که توانایی مدیران بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها تأثیر

داشته باشد. بدین منظور ابتدا آزمون‌های تخمین مدل و فرض ناهمسانی واریانس مدل رگرسیونی انجام می‌شود و سپس مدل آزمون می‌شود. نتایج حاصل از آزمون‌های تخمین مدل و فرض ناهمسانی واریانس مدل رگرسیونی به صورت زیر است:

تخمین الگو

مدل پژوهش با استفاده از رگرسیون تلفیقی با اثرات ثابت تخمین زده شده است. برای انتخاب میان روش‌های حداقل مربعات تلفیقی، اثرات ثابت و تصادفی از آزمون چاو، بروش پاگان و آزمون هاسمن استفاده شده است. نتایج آزمون چاو جهت انتخاب بین الگوی داده‌های تلفیقی و الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت در جدول شماره (۳) آورده شده است.

جدول ۳: نتایج آزمون چاو

نتیجه		آزمون چاو (F limer)	
روش رگرسیون تلفیقی با اثرات ثابت انتخاب می‌شود.		2/48	/022

همان طوری که در جدول (۳) مشخص است، آماره آزمون چاو مؤید استفاده از روش داده‌های ترکیبی برای مدل تحقیق است.

جدول ۴: نتایج آزمون بروش پاگان

نتیجه		آزمون بروش پاگان	
روش رگرسیون تلفیقی با اثرات تصادفی انتخاب می‌شود.		15/68	000

در نهایت نیز برای انتخاب بین الگوهای داده‌های تابلویی با اثر تصادفی و الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت از آزمون هاسمن استفاده شده است. نتایج این آزمون که در جدول (۵) نشان داده شده است، بیان می‌کند که در این تحقیق باید از الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت استفاده کرد. این نتیجه هم راستا با نتیجه آزمون چاو است بنابراین برای تخمین مدل پژوهش رگرسیون تلفیقی با اثرات ثابت انتخاب می‌شود.

جدول ۵: نتایج آزمون هاسمن

نتیجه		آزمون هاسمن	
روش رگرسیون تلفیقی با اثرات ثابت انتخاب می‌شود.		14/89	/021

آزمون ناهمسانی واریانس

جهت آزمون ناهمسانی واریانس از آزمون وایت استفاده شده است. نتایج حاصل از آماره F (در سطح معناداری 0/53) نشان می‌دهد که فرض صفر آزمون (مبتنی بر همسانی واریانس‌ها) رد نمی‌شود.

جدول ۶: آزمون ناهمسانی واریانس

نتیجه	آزمون وایت (White)	
	سطح معناداری	آماره F
مدل دارای ناهمسانی واریانس نیست	0/53	1/493

در جدول شماره (۷) نتایج حاصل از برازش مدل پژوهش ارائه شده است.

جدول ۷: نتایج حاصل از برازش مدل پژوهش

نام متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	VIF
مقدار ثابت	0/07	0/114	0/673	0/501	
MB Score	0/90	0/410	2/20	0/028	1/060
Size	0/024	0/006	3/56	000	1/048
PPE	0/092	0/114	0/805	0/421	1/168
ROA	0/881	0/086	10/21	000	1/21
LEV	-0/36	0/197	-1/84	0/065	1/095
Cash Holding	0/58	0/174	3/34	000	1/085
آماره F	13/26	R^2 تعدیل شده		0/125	
احتمال آماره F	000	دوربین - واتسون		1/635	

در جدول شماره (۷) مقدار آماره F (13/26) در سطح معناداری (صفر) بیانگر معناداری مدل پژوهش است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل ۱۲ درصد است یعنی حدود ۱۲ درصد از تغییرات در سیاست سود تقسیمی با متغیرهای مدل قابل تبیین است. علاوه بر آن مقدار آماره دوربین واتسون 1/63 است که حاکی از عدم وجود خودهمبستگی سریالی بین باقی‌مانده‌های مدل است. مقدار معیار عامل تورم واریانس (VIF) نیز نشان‌دهنده عدم وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل و کنترلی مدل است. متغیر توانایی مدیر (سطح معناداری 0/۰۲۸) رابطه معناداری با متغیر سیاست تقسیم سود دارد، یعنی مدیران توانا تر سود تقسیمی بیشتری پرداخت نموده‌اند. نتیجه پژوهش با نتایج تحقیق جیراپرن و همکاران (۱۰) مطابقت دارد، این نتیجه این گونه استدلال می‌شود که مدیران توانا تر نسبت به حفظ سطح تقسیم سود در آینده اطمینان دارند در نتیجه آن‌ها کمتر

نسبت به پرداخت سودهای آتی و قطع پرداخت نگران هستند. یافته‌های پژوهش با یافته‌های جبار زاده و متوسل (۱۳۹۱) مغایرت دارد زیرا محققان بیان می‌کنند که مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای ارضای سهامداران تلاش نمی‌کنند. در واقع مطابق فرضیه ارزش-فرانشیز مدیران توانا تر تمایلی به پرداخت سود تقسیمی ندارند و ترجیح می‌دهند این وجوه را برای تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری خود مصرف کنند. بنابراین یافته‌های این پژوهش در راستای تئوری پرنده در دست است، یعنی سرمایه‌گذاران سود نقدی را بر سرمایه‌ای ترجیح می‌دهند و مدیران توانا تر به دلیل آنکه اعتماد بیشتری به سودآوری آتی شرکت دارند و نگرانی از بابت پرداخت سود نقدی در سال‌های آتی ندارند، سود تقسیمی بیشتری تقسیم می‌کنند.

نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نیز بیانگر آن است که متغیر اندازه شرکت با سیاست سود تقسیمی رابطه معنادار مثبتی دارد این یافته مطابق تئوری فرضیه سیاسی است یعنی شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل آنکه بیشتر در معرض دید عموم قرار دارند، سود بیشتری پرداخت می‌کنند. متغیر نرخ بازدهی دارایی‌ها نیز دارای رابطه مثبت و معنی‌داری با سیاست تقسیم سود شرکت‌ها دارد یعنی شرکت‌های که دارای سودآوری بیشتری هستند، سود بیشتری به سهامدار خود پرداخت نموده‌اند. متغیر کنترلی وجه نقد در دسترس نیز رابطه معناداری مستقیمی با سیاست تقسیم سود دارد، با این معنی که شرکت‌هایی که وجه نقد بیشتری دارند سود تقسیمی بیشتری پرداخت می‌کنند. در خصوص متغیرهای اهرم مالی شرکت رابطه معناداری یافت نشد.

بحث و نتیجه‌گیری

این پژوهش به بررسی تأثیر توانایی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می‌پردازد. توانایی مدیران از طریق روش دو مرحله‌ای دمیرچیان و همکاران (۲۰۱۲) سنجیده می‌شود. در ابتدا با استفاده از روش تحلیل پوششی داده‌ها کارایی شرکت‌ها سنجیده می‌شود و سپس با استفاده از مدل رگرسیونی توییت کارایی شرکت‌ها به‌عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده و عوامل خاص مرتبط با فعالیت شرکت به‌عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته می‌شود و در نهایت باقیمانده مدل رگرسیونی به‌عنوان معیار توانایی مدیران انتخاب می‌شود. در مدل اصلی پژوهش نمره توانایی مدیران به‌عنوان متغیر مستقل و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها به‌عنوان متغیر مستقل است. نتایج حاصل از

برازش مدل اصلی پژوهش بیانگر آن است که توانایی مدیران باسیاست تقسیم سود شرکت ها رابطه معنادار مثبتی دارد یعنی مطابق تئوری پرنده در دست مدیران توانا تر سود تقسیمی بیشتری پرداخت می کنند. این موضوع مطابق با یافته پژوهش جیراپرن و همکاران (۲۰۱۶) است که بیان می کنند مدیران توانا تر به دلیل آنکه در خصوص آینده شرکت دید مثبتی دارند لذا پیش بینی می کنند در آینده نیز سود تقسیمی بیشتری می توانند پرداخت کنند، بنابراین با افزایش توانایی مدیران نگرانی آن ها در خصوص پرداخت سود، کمتر است و سود بیشتری را بین سهامداران تقسیم می کنند. علاوه بر آن نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی بیانگر آن است که وجه نقد در دسترس دارای رابطه معنادار و مثبتی با سیاست تقسیم سود شرکت ها است به این معنی که شرکت های دارای وجه نقد در دسترس بیشتر، سود تقسیمی بیشتری پرداخت می کنند.

با توجه به یافته های پژوهش، به پژوهشگران آتی توصیه می شود که به بررسی تأثیر توانایی مدیران بر سایر ویژگی های کیفی اطلاعات حسابداری بپردازند و به نقش ویژگی های فردی مدیران مانند توانایی مدیران و بیش اعتمادی آنان 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 شرکت ها دارند، را نیز مدنظر قرار دهند. در این پژوهش از مدل دمیرجیان و همکاران (۲۰۱۲) برای سنجش توانایی مدیران استفاده شده است که توانایی مدیران را پس تعیین کارآیی شرکت اندازه گیری می کند که مبتنی بر داده ها و ستانده های مالی می باشد، به پژوهشگران آتی توصیه می شود برای سنجش توانایی مدیران، سایر ویژگی های مدیریت مانند تجربه و تخصص را نیز بکارگیرند. استفاده از پرسشنامه و ابزارهای کیفی مانند مصاحبه و به طور کلی ترکیب روش های کمی و کیفی نیز سبب می شود نتایج جامع تری حاصل شود.

محدودیتی که در این پژوهش وجود دارد این است که موسسات مالی و اعتباری را به دلیل ماهیت متفاوت فعالیت ها و شرکت های غیربورسی را به دلیل در دسترس نبودن اطلاعات آن ها در بر نمی گیرد و در عین حال برای اندازه گیری توانایی مدیران، از معیار کارآیی مبتنی بر ورودی ها و خروجی های مالی استفاده شده است که این کارآیی به دست آمده تنها مربوط به کارآیی مدیران نیست و عوامل دیگر نیز در آن دخیل هستند.

منابع:

- بزرگ اصل، موسی؛ صالح زاده، بیستون (۱۳۹۳)، توانایی مدیریت و کیفیت اقلام تعهدی، فصلنامه دانش حسابداری، دوره ۵، شماره ۱۷، صفحه ۱۳۹-۱۱۹.
- بزرگ اصل، موسی؛ صالح زاده، بیستون (۱۳۹۴)، رابطه توانایی مدیریت و پایداری سود با تاکید بر اجزای تعهدی و جریان های نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه دانش حسابداری، سال ۱۴، صفحه ۱۷۰-۱۵۳.
- پور حیدری، امید؛ دلدار، مصطفی (۱۳۹۱)، بررسی تأثیر گروه های تجاری بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه حسابداری مدیریت، دوره ۵، شماره ۱۴، صفحه ۸۴-۶۷.
- پیری، پرویز؛ دیدار، حمزه؛ خدایار یگانه، سیما (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر توانایی مدیران بر کیفیت گزارشگری مالی در طی چرخه عمر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات حسابداری مالی، دوره ۶، شماره ۳، صفحه ۱۱۸-۹۹.
- جبارزاده کنگرلویی، سعید؛ متوسل، مرتضی (۱۳۹۱)، نظریه رضایتمندی سهامداران و عامل های تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه دانش سرمایه گذاری، دوره ۱، صفحه ۱۰۴-۸۱.
- جهانخانی، علی، قربانی، عبدالله (۱۳۸۷)، بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه شهید بهشتی.
- حاجب، حمیدرضا؛ غیوری مقدم، علی؛ غفاری، محمد جواد (۱۳۹۳)، بررسی تاثیر توانایی مدیریت بر ساختار سرمایه شرکت های صنعت دارو، فصلنامه حسابداری سلامت، دوره ۳، شماره ۹، صفحه ۱۷-۱.
- خانقاه، وحید؛ بادآور نهندي، یونس (۱۳۹۴)، بررسی رابطه بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود شرکت های دارویی در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه حسابداری سلامت، دوره ۱۲، شماره ۲، صفحه ۸۶-۶۰.
- رهنمای رودپشتی، فریدون؛ بابالویان، شهرام؛ مظفری، مهرداد (۱۳۹۴)، سیاست تقسیم سود: آزمون تجربی نظریه کترینگ در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه راهبرد مدیریت مالی، دوره ۳، شماره ۱، صفحه ۲۰-۱.
- سلیمانی امیری، غلامرضا؛ گودرزی، نرگس (۱۳۹۲)، بنیان های رفتاری سیاست تقسیم

سود، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال ۱۱، شماره ۳۹، صفحه ۱۰۴-۸۳
فرج زاده دهکردی، حسن؛ آقایی، لیلا (۱۳۹۴)، سیاست تقسیم سود و گزارشگری مالی
مقابلانه، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال ۱۳، شماره ۴۵، صفحه ۱۱۴-
۹۷.

قالیباف اصل، حسن، ولی زاده، فرید (۱۳۹۵)، بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود با عدم
تقارن اطلاعاتی و نقد شوندگی سهام، فصلنامه راهبرد مدیریت مالی، سال ۴، شماره ۱۴،
صفحه ۲۳-۱.

مرادزاده فرد، مهدی (۱۳۹۵)، توانایی مدیریتی، کارآیی سرمایه گذاری و ریسک سقوط
قیمت سهام، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال ۱۳، شماره ۵۰، صفحه ۵۶-
۲۵.

منصورفر، غلامرضا؛ دیدار، حمزه؛ جاسین پور، وحید (۱۳۹۴)، بررسی توانایی مدیریت بر
کیفیت سود، تحقیقات حسابداری مالی، دوره ۷، شماره ۱، صفحه ۵۴-۳۷.

Andreou, P.; Daphna, E. and C. Louca (2013). " *Managerial Ability and Firm Performance: Evidence from the Global Financial Crisis*" Available at: <http://www.efmaefm.org>. [online] [15 April 2014]

Baker, M. and Wurgler, J. (2004) " A Catering Theort of Dividends." *The Journal of Finance*. Vol. 59, pp. 1125-1165

Baker. H. K. Powell. G.E. and Veit. T. (2002) " Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy" *Journal of economic and Finance*. Vol. 26, No. 3, pp. 205-230.

Bamber, L. Jiang, J. & Wang, I. (2010). "What's my style? The influence of top managers on voluntary corporate financial disclosure". *The Accounting Review*, Vol 85, No 4, pp 1131-1162

DeAnjelo, H. DeAnjelo, L. and Stulz, R.M. (2006). "Devidend Policy and the Earned/ Contributed Capital Mix: A Test of the life-cycle theory." *Journal of Financial Economic*. Vol. 81, pp. 227-254.

Demerjian, P. Lev, B. Lewis, M. and MacVay, S. (2013). "Managerial Ability and Earnings Quality". *The Accounting Review*. Vol. 88, No. 2, pp. 463-498

Demerjian, P. Lev, B. and MacVay, S. (2012). "Quantifying Managerial Ability: A new measure and validity test". *Management Science*. Vol. 58, No. 7, pp. 1229-1248.

Dwiyanti, I. Rahadian, D. (2017) . "The effects of free cash flow, life cycle and leverage on dividend policy of technology and media

- companies listed in the indonesia stock exchange". *International journal of Economics, Commerce and Management*, vol 5 , Issue 4.
- Jiraporn, P. Ning, Y. (2006). " Dividend Policy, Shareholder Rights, and Corporate Governance". *Journal of Applied Finance*. Vol. 16, pp.24-36.
- Jiraporn. P. Kim, J.C. and Kim, Y.S. (2011) "Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An Empirical Investigation." *The Financial Review*. Vol. 46, pp. 251-279.
- Jiraporn. P. Leelalai, V. Tong, S. (2016). "The effect of managerial ability on dividend policy: How do talent managers view dividend payouts". *Applied Economic Letters*. Online journal. www.tandfonline.com/loi/rael20
- Leverly, T. and Grace, M. (2012). "Dupes or Incompetents? An Examination of Management s Impact on Firm Distress", *The Journal of Risk Insurance*, Vol. 79, No. 3, pp. 751-783
- Margaritis. D. Psillaki. M. (2010). "capital Structure and Firm Performance". *Journal of Banking and Finance*. Vol. 9, No. 34, pp. 621-632.
- Michaely, R and Roberts, M.R. (2012). " Corporate Dividend Policies: Lessons from Private Firms". *Review of Financial Studies*. Vol. 25, pp. 711-746.
- Michaely. R.Vila. J.L. (1996) " Trading Volume with Private Valuation: Evidence from the Ex-Dividend day" *Review of Financial Study*. Vol. 9, pp. 471-509.
- Miller ,M.H. Modigliani.F.(1961). " Dividends and Taxes, *Journal of Financial Economics*, Vol 34, pp.333-364.
- Rantapuska .E. (2008) "Ex-Dividend Day Trading: Who, How and Why? Evidence from the Finnish Market" *Journal of Financial Economics*. Vol 88, pp. 355-374.
- Silva. A.C. (2010). " Managerial Ability and Capital Flows". *Journal of Development Economics*. Vol. 93, No.1, pp. 126-136.
- Turakpe, M. Legaaga, F.J. (2017). "Dividend policy and corporate performance: A multiple model analysis". *Journal of finance and management sciences*, vol 2 , issue 2, pp. 1-16.
- Yusof, Y. and Ismail, S (2016), "Determinants of Dividend Policy of Public Listed Companies in Malaysia", *Review of International Business and Strategy*. Vol. 26, Issue, 1.

