



## رابطه غیرخطی بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه

رضوان حجازی<sup>۱</sup>  
علی یوسفی<sup>۲</sup>

### چکیده

هدف اصلی این پژوهش، بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در راستای بررسی این موضوع، فرضیه پژوهش بر مبنای یک نمونه آماری متشکل از ۹۲ شرکت طی یک دوره ۱۲ ساله از سال ۱۳۸۴ لغایت ۱۳۹۵ و با استفاده از الگوهای رگرسیونی چند متغیره مورد آزمون قرار گرفت. بدین منظور از اهرم مبتنی بر ارزش دفتری و اهرم مبتنی بر ارزش بازار به‌عنوان نماینده ساختار سرمایه استفاده شده است. همچنین، متغیرهای دوگانگی وظیفه مدیرعامل و مدت تصدی مدیرعامل به‌عنوان نماینده قدرت مدیرعامل در نظر گرفته شدند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که رابطه غیرخطی بین قدرت مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش دفتری از نظر آماری معنادار نیست. در مقابل، رابطه غیرخطی بین قدرت مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش بازار تأیید می‌شود.

**واژه‌های کلیدی:** دوگانگی وظیفه مدیرعامل، مدت تصدی مدیرعامل، قدرت مدیرعامل، ساختار سرمایه

JEL: G32

<sup>۱</sup> استاد گروه حسابداری، دانشگاه خاتم، دانشکده مدیریت و مالی، تهران، ایران. Hejazi33@gmail.com

<sup>۲</sup> کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد الکترونیکی، دانشکده مدیریت و حسابداری، تهران، ایران.

(نویسنده مسئول) Yousefi\_a@mapnamd2.com

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۰۱/۱۵

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۸/۲۱

## مقدمه

افراد برای تصمیم‌گیری نیاز به اطلاعات مالی دارند. از منابع اطلاعاتی، اطلاعات حسابداری است. در میانی نظری گزارشگری مالی به نقش اطلاعات مالی و مفید بودن آن در تصمیم‌گیری افراد اشاره شده است. هیأت استانداردهای حسابداری مالی و هیأت تدوین استانداردهای حسابداری ایران در میانی نظری گزارشگری مالی به لزوم تهیه اطلاعات مالی به گونه‌ای که در تصمیم‌گیری افراد مفید واقع شود تأکید کرده‌اند (خوش‌طینت و اسماعیلی، ۱۳۸۵). یکی از اقلام حسابداری که در گزارش‌های مالی تهیه و ارائه می‌شود «بدهی‌ها» است. معمولاً بدهی‌ها به‌عنوان یکی از منابع ساختار سرمایه شرکت‌ها، عاملی برای پیش‌بینی و از همه مهم‌تر راهنمایی برای سرمایه‌گذاری و تصمیم‌گیری بشمار می‌آید. سرمایه‌گذاران با استفاده از اطلاعات حسابداری در مورد ساختار سرمایه شرکت، می‌توانند تصمیم‌گیری بهتری در مورد خرید یا فروش سهام داشته باشند.

از سوی دیگر ادبیات مالی همچنین نشان داده است که وجود مسائل نمایندگی، به نوبه خود می‌تواند تصمیمات تأمین مالی (ساختار سرمایه) شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد (اندرسون، مانسی و ریب<sup>۱</sup>، ۲۰۰۴؛ برگر، افک و یرماک<sup>۲</sup>، ۱۹۹۷).

آدامز، آلمیدا و فریرا<sup>۳</sup> (۲۰۰۵) معتقدند که در بعضی از شرکت‌ها مدیرعامل‌ها همه تصمیمات عمده را اتخاذ می‌کنند؛ در حالی که در دیگر شرکت‌ها تصمیمات به وضوح حاصل توافق بین مدیران اجرایی رده بالا است. اگر افراد متفاوت دیدگاه‌های متفاوت داشته باشند، بنابراین توزیع قدرت تصمیم‌گیری در شرکت می‌تواند تصمیماتی را که اتخاذ می‌شود، تحت تأثیر قرار دهد. براساس این ایده‌ها، مطالعات قبلی فرضیه‌هایی را در مورد نحوه تسلط مدیرعامل در بین مدیران اجرایی و ارشد رده بالا توسعه داده‌اند که انتخاب‌های ساختار سرمایه‌ای شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. به‌طور خاص آن‌ها تلاش می‌کنند تا ساختار سرمایه شرکت را براساس درجه قدرت تصمیم‌گیری مدیرعامل، توضیح دهند. اساس نظری این فرضیه «نظریه نمایندگی» است که در ابتدا توسط جنسن و مک‌لینگ<sup>۴</sup> (۱۹۷۶) پیشنهاد شد. به لحاظ نظریه، این مسأله غیرقطعی است که آیا هزینه‌های نمایندگی منجر به اهرم خیلی بالا یا خیلی پایین می‌شود؟ (چیتراکارن، جیراپورن و سینگ<sup>۵</sup>، ۲۰۱۴). از یک سو، شرکت‌ها ممکن است

<sup>1</sup> Anderson, Mansi & Reeb

<sup>2</sup> Berger, Ofek & Yermack

<sup>3</sup> Adams, Almeida & Ferreira

<sup>4</sup> Jensen & Meckling

<sup>5</sup> Chintrakarn, Jiraporn & Singh

اهرم بالایی را به واسطه ادعاهای تثبیت شده‌ای مثل بدهی اتخاذ کنند که به‌عنوان سازوکار نظارتی جایگزین برای کاهش هزینه‌های نمایندگی با کاهش دسترسی‌پذیری جریان وجوه نقد آزاد برای مدیران اجرایی به کار گرفته می‌شود (مهران، تقارت و یرماک<sup>۱</sup>، ۱۹۹۹). به‌علاوه، با افزایش سطوح نسبت بدهی، مینا یا پایه حق مالکیت می‌تواند متراکم شود، بنابراین می‌تواند افزایش درصد مالکیت توسط مدیران اجرایی را به‌دنبال داشته باشد (جیراپورن، چیتراکارن و لین، ۲۰۱۲). در نتیجه، تضاد نمایندگی بین مدیران و سهامداران می‌تواند کاهش پیدا کند (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). در مقابل، مدیران اجرایی می‌توانند اهرم کمی را برای دستیابی به منافع خود مثل حفظ فرصت‌طلبی مدیریتی و استفاده آزادانه از جریان وجوه نقد دنبال کنند. چنین مباحث و موضوعات متناقضی این فرضیه را به‌دنبال داشت که قدرت مدیرعامل نقش مهم در تأثیرگذاری بر ساختار سرمایه ایفا کرده و می‌تواند هم ارتباط منفی و هم مثبت با اهرم شرکت داشته باشد.

در راستای این فرضیه مطالعات اخیر بر رابطه غیرخطی احتمالی قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه متمرکز شده‌اند. با این وجود پژوهش‌ها در این زمینه کم بوده و اغلب مطالعات در کشورهای غربی صورت گرفته است. برای مثال، چیتراکارن، جیراپورن و سینگ (۲۰۱۴) با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های غیرمالی آمریکا (US)، رابطه کوژی شکل بین قدرت مدیرعامل و اهرم پیدا کردند. اگر چه یافته‌های کشورهای غربی با کشورهای از زمینه‌های غیرغربی مشابه است، فرهنگ، بازار و ویژگی‌های سازمانی متفاوت ممکن است منجر به تفاوت‌های معناداری شود. در حقیقت، یک شکاف پژوهشی در این خصوص وجود دارد که آیا نظریه کلاسیک و یافته‌های تجربی برگرفته از کشورهای غربی قابل کاربرد در کشورهای در حال توسعه خواهد بود. این پژوهش تلاش می‌کند این شکاف را پر کند.

اکثر مطالعات انجام شده روی ساختار سرمایه عمدتاً بر تجزیه و تحلیل برخی از ویژگی‌های شرکت به‌عنوان عوامل تعیین‌کننده اهرم تمرکز دارند. از سوی دیگر، برخی مطالعات علاوه بر ویژگی‌های سطح شرکت، تأثیر عوامل کلان را بررسی کرده‌اند. اندکی از پژوهش‌ها نیز در این زمینه به نقش صنعت توجه کرده‌اند (فتحی، ابزری و حبیبی، ۱۳۹۳). با این حال، تاکنون پژوهشی در داخل کشور نقش مدیران اجرایی رده بالای شرکت‌ها را در تأثیر بر تصمیمات مالی و پیامدهای شرکت مورد بررسی قرار نداده‌اند. بنابراین، در این پژوهش، به این مسأله پرداخته می‌شود. به طور خاص هدف ما بررسی نحوه تأثیر قدرت تصمیم‌گیری مدیرعامل بر ساختار سرمایه است.

با توجه به مبانی نظری مطرح شده، فرضیه پژوهش به شرح ذیل بیان می‌شود:

<sup>1</sup> Mehran, Taggart & Yermack

**فرضیه پژوهش:** بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه، رابطه غیرخطی وجود دارد. در ادامه، پس از بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه مورد آزمون و روش‌های به کار گرفته شده برای آزمون فرضیه ارائه می‌گردد. در پایان نیز پس از ارائه یافته‌های پژوهش، به بحث و نتیجه‌گیری پیرامون موضوع پژوهش پرداخته می‌شود.

### پیشینه پژوهش

آن، لی و یو<sup>۱</sup> (۲۰۱۶) در پژوهشی تأثیر مدیریت سود بر اهرم مالی را بررسی کرده و به این موضوع پرداختند که چطور این ارتباط توسط محیط‌های نهادی تحت تأثیر قرار می‌گیرد. بدین منظور یک پزل بزرگ از ۲۵۷۷۷ شرکت بین ۳۷ کشور اسپانیایی بین سال‌های ۱۹۸۹ تا ۲۰۰۹ بررسی شدند. نتایج آن‌ها نشان داد که شرکت‌هایی با مدیریت سود بالاتر، اهرم مالی بالاتری دارند. مهم‌تر اینکه این ارتباط مثبت توسط محیط‌های نهادی قوی، کاهش پیدا می‌کند.

تانگیا، کاسیر و رحیمی<sup>۲</sup> (۲۰۱۶) در پژوهشی رابطه بین قدرت تصمیم‌گیری مدیران اجرایی و ساختار سرمایه شرکت را در زمینه بازار نوظهور مورد بررسی قرار دادند. با استفاده از نمونه ۲۹۷ شرکت پذیرفته شده در هیأت SMEs بورس سنژن از سال ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۳، نتایج یک رابطه کوژ مانند بین قدرت مدیرعامل و اهرم نشان داد که پیشنهادکننده رابطه غیرخطی قوی بین این دو متغیر است. به علاوه، نتایج نشان می‌دهد که تأثیر سنگربندی قدرت مدیرعامل بر اهرم شرکت در شرکت‌های با مالکیت دولتی شدیدتر است. یافته‌های آن‌ها در فرایندهای محاسبه جایگزین برای شاخص قدرت مدیرعامل و تکنیک‌های تخمین جایگزین و متفاوت نیرومند است.

یوان وین وو<sup>۳</sup> (۲۰۱۶) در پژوهشی به تعیین‌کننده‌های ساختار سرمایه در ویتنام پرداختند. بدین منظور تعداد ۱۹۹۷ سال-شرکت طی دوره زمانی ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۵ مورد آزمون قرار گرفتند. در این پژوهش متغیرهای توضیحی شرکت شامل: رشد دارایی، نسبت دارایی‌های مشهود، سودآوری، اندازه شرکت و نقدینگی در تشریح ساختار سرمایه در نظر گرفته شدند. یافته‌های مطالعه نشان می‌دهد که تعیین‌کننده‌های ساختار سرمایه برای اهرم بلندمدت و کوتاه‌مدت متفاوت است.

<sup>1</sup> An, Li & Yu,

<sup>2</sup> Tongxia Li, Qaiser Munir and Mohd Rahimie Abd Karim

<sup>3</sup> Vo, Xuan Vinh

ابوموامر<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) در پژوهشی با عنوان «عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های فلسطینی» به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و طول عمر بدهی در میان شرکت‌های فهرست شده در بازار سهام فلسطین پرداخته‌اند. نتایج نشان می‌دهد که کل بدهی‌ها، رابطه مثبت و معنی‌داری با دارایی‌های مشهود دارد و هیچ رابطه با اهمیتی بین بدهی‌های بلندمدت، بدهی‌های کوتاه‌مدت، سن، رشد، نقدینگی، دارایی‌های مشهود و اندازه شرکت با کل بدهی‌ها وجود ندارد.

احمد شیخ و وانگ<sup>۲</sup> (۲۰۱۱) در پژوهشی با عنوان «عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه» به بررسی اینکه آیا مدل ساختار سرمایه عامل اصلی ارائه توضیحات قانع برای تصمیم‌گیری در ساختار سرمایه شرکت‌های پاکستان می‌باشد؟ پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد سودآوری، نقدینگی، نوسانات درآمد و دارایی‌های مشهود رابطه منفی با نسبت بدهی دارند. در حالی که اندازه شرکت، رابطه مثبت با نسبت بدهی دارد. همچنین فرصت‌های رشد با نسبت بدهی‌ها رابطه ندارد.

نیبی و نوروزی (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر نظریه سلسله مراتبی پرداختند. این پژوهش با هدف بررسی عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران، با تأکید بر نظریه سلسله مراتبی، با استفاده از دو مدل ایستا و پویا به بررسی نحوه اثرگذاری متغیرهای بازده سرمایه‌گذاری، دارایی‌های ثابت مشهود، خالص دارایی‌های در گردش، اندازه شرکت و شاخص سودآوری بر نسبت بدهی می‌پردازد. به همین منظور با جمع‌آوری اطلاعات مالی منتشر شده ۱۰۱ شرکت بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۸۰ الی ۱۳۹۰، مدل‌های مربوط تصریح شد که براساس روش حداقل مربعات معمولی به آزمون فرضیات پرداخته شد. نتایج حاصل از این پژوهش، تأییدکننده استفاده از مبانی نظریه سلسله مراتبی در حالت ایستا برای تصمیم‌های تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، که تمام متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده در این مدل دارای رابطه معنادار با نسبت بدهی هستند که مطابق با مبانی نظری ارائه شده نیز است. اما در نتایج مربوط به آزمون فرضیات مدل پویا، تنها اثر مثبت دارایی‌های ثابت و تأثیر منفی خالص دارایی‌های در گردش مورد تأیید قرار گرفت. فتحی، ایزری و حبیبی (۱۳۹۳) در پژوهشی به فراتحلیل عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه در سطح شرکت پرداختند. به این منظور، از نتایج تحلیل آماری ۱۲۷ مطالعه در این زمینه طی سال‌های ۱۳۶۹ تا ۱۳۹۲ استفاده شده است. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد، اندازه، ساختار دارایی، فرصت‌های

<sup>1</sup> Abu Mouamer

<sup>2</sup> Ahmed Sheikh & Wang

رشد، سودآوری، نقدینگی و نوسان‌پذیری نقش تعیین‌کننده‌ای در تصمیم‌گیری در مورد ساختار سرمایه ایفا می‌کنند. به‌علاوه، عوامل مورد بررسی در این پژوهش در کشورهای با درجه توسعه یافتگی متفاوت، تأثیر متفاوتی بر ساختار سرمایه دارند و نیز تأثیر این عوامل در زمان‌های مختلف متفاوت بوده است. احمدپور، جعفری صمیمی و گل محمدی (۱۳۹۱) با بررسی رابطه میان نظام راهبری شرکت و ساختار سرمایه شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که میان تمرکز حاکمیت و نسبت حضور سرمایه‌گذاران نهادی و دوگانگی نقش رئیس هیأت‌مدیره با ساختار سرمایه شرکت‌ها رابطه معکوس وجود دارد. همچنین، میان وجود حسابرسان داخلی با ساختار سرمایه رابطه مثبت وجود دارد. در ضمن، نتایج حاصل از این پژوهش رابطه معناداری را میان متغیر استقلال هیأت‌مدیره با ساختار سرمایه نشان نمی‌دهد.

خلیفه سلطانی، ساعدی و اخلاقی (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی تأثیر ویژگی‌های خاص شرکت و ابزارهای راهبری شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت با استفاده از مدلی به نام توبیت پرداختند. جامعه آماری این پژوهش شامل تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۹ می‌باشد و همچنین به منظور نمونه‌گیری از روش نمونه‌گیری هدفمند (روش حذف سیستماتیک) استفاده شد. با توجه به مبانی نظری و ادبیات موضوع ده فرضیه تدوین گردیده است. آزمون فرضیه‌های این مطالعه با استفاده از الگوی رگرسیون توبیت انجام شده است. در این پژوهش برای انجام تجزیه و تحلیل‌های نهایی، از نسخه ۱۱ نرم‌افزار Stata استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که بین فرصت رشد، اندازه شرکت، دارایی‌های مشهود و درصد مالکیت نهادی با ساختار سرمایه ارتباط معناداری وجود دارد. همچنین بین سودآوری، ریسک تجاری، مالکیت مدیریتی، اندازه هیأت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و درصد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره با ساختار سرمایه ارتباط معناداری وجود ندارد.

صادقی شاهدانی، چاوشی و محسنی (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان بررسی رابطه میان ساختار بازار و ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه بین ساختار بازار (قدرت بازاری) و ساختار سرمایه (نسبت اهرمی) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را به شکل ایستا و پویا تجزیه و تحلیل کرده‌اند. این پژوهش با بهره‌گیری از پانل متوازن داده‌های ۱۰۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره پنج ساله ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹، معنی‌داری رابطه بین ساختار سرمایه و ساختار بازار را به‌عنوان فرضیه اصلی پژوهش، بررسی و آزمون کرده و به وسیله رگرسیون تلفیقی روابط بین ساختار سرمایه و ساختار بازار و پنج متغیر تعدیلی، شامل: سودآوری، اندازه، رشد، ارزش دارایی‌های

قابل وثیقه‌گذاری و یکتایی دارایی‌ها برآزش شده است. نتایج پژوهش گویای آن است که رابطه بین ساختار بازار و ساختار سرمایه به شکل غیرخطی (مکعبی) است و این امر می‌تواند ناشی از روابط پیچیده موجود در بازار، مسائل نمایندگی و هزینه‌های ورشکستگی باشد. در میان متغیرهای بررسی شده، رابطه منفی معنی‌دار سودآوری و مثبت معنی‌دار اندازه با ساختار سرمایه تأیید می‌شود. نتایج حاصل، نظریه‌های نمایندگی (رویکرد بدهی محدود) و سپر مالیاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس را تأیید می‌کند. در نهایت، کاربرد سیستم گشتاوری تعمیم یافته نشان می‌دهد که مدیران سهم بدهی در ساختار سرمایه شرکت خود را به شکل پویا در طول زمان تغییر می‌دهند.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر، توصیفی از نوع همبستگی و بر مبنای هدف از نوع پژوهش کاربردی است و به روش پس‌رویدادی انجام شده است. جامعه آماری این پژوهش از کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که از ابتدای سال ۱۳۸۴ تا پایان سال ۱۳۹۵ در بورس فعال بوده‌اند، تشکیل شده است. نمونه آماری، با توجه به معیارهای گزینشی زیر انتخاب گردید:

- ۱- شرکت‌ها در طول دوره پژوهش تغییر سال مالی نداده باشند، ۲- نوع فعالیت شرکت‌ها، تولیدی باشد، ۳- پایان سال مالی شرکت‌های مورد مطالعه منتهی به ۲۹ اسفندماه در هر سال باشد، ۴- وقفه معاملات بیش از ۶ ماه نداشته باشند و ۵- ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت‌های نمونه مثبت باشد. مجموعه ۹۲ شرکت که حائز شرایط فوق بودند به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند.

### الگوها و متغیرهای پژوهش

به پیروی از مطالعه تانگیا، کاسیر و رحیمی (۲۰۱۶)، برای آزمون فرضیه پژوهش الگوی شماره‌های (۱) و (۲) به شرح ذیل برآورد می‌شود:

(۱)

$$\text{LEVERAGE}_{it} = \alpha_i + \beta_1 \text{PINDX}_{it} + \Phi_1 \text{SIZE}_{it} + \Phi_2 \text{TAX}_{it} + \Phi_3 \text{TANG}_{it} + \Phi_4 \text{PROF}_{it} + \Phi_5 \text{RISK}_{it} + \Phi_6 \text{GROWTH}_{it} + \Phi_7 \text{BCOPN}_{it} + \Phi_8 \text{BSIZE}_{it} + \varepsilon_{it}$$

(۲)

$$\text{LEVERAGE}_{it} = \alpha_i + \beta_1 \text{PINDX}_{it} + \beta_2 \text{PINDX}_{it}^2 + \Phi_1 \text{SIZE}_{it} + \Phi_2 \text{TAX}_{it} + \Phi_3 \text{TANG}_{it} + \Phi_4 \text{PROF}_{it} + \Phi_5 \text{RISK}_{it} + \Phi_6 \text{GROWTH}_{it} + \Phi_7 \text{BCOPN}_{it} + \Phi_8 \text{BSIZE}_{it} + \varepsilon_{it}$$

رفتار  $PINDX^2$  در الگوی شماره (۲) ارتباط غیرخطی بین اهرم و قدرت مدیرعامل را نشان می‌دهد. مطالعات قبلی (چینتراکرن، جیراپورن و سینگ، ۲۰۱۴) نشان دادند که در سطح پایین، قدرت مدیرعامل ارتباط مثبت با اهرم شرکت دارد. در سطح بالا، قدرت مدیرعامل ارتباط منفی با اهرم شرکت دارد. بنابراین برای تحلیل فرضیه باید به ضریب  $\beta_1$  و  $\beta_2$  توجه شود. در صورتی که  $\beta_2 > 0$  باشد نشان‌دهنده ارتباط غیرخطی بین قدرت مدیرعامل و اهرم است. تعاریف عملیاتی متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها در نگاره شماره (۱) آورده شده است.

نگاره شماره ۱: تعاریف عملیاتی متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها

نوع متغیر	نام متغیر	نماد متغیر	نحوه محاسبه
وابسته	اهرم مبتنی بر ارزش دفتری	BLVE	نسبت ارزش دفتری کل بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها
	اهرم مبتنی بر ارزش بازار	MLVE	نسبت ارزش دفتری کل بدهی‌ها به مجموع ارزش دفتری کل بدهی‌ها و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام
مستقل	دوگانگی وظیفه مدیرعامل	TITLE	یک متغیر مجازی که اگر مدیرعامل و رئیس یا نایب رئیس هیأت‌مدیره یک شخص باشند ارزش یک و در غیراینصورت ارزش صفر می‌گیرد.
	مدت تصدی مدیرعامل	CEO Tenure	تعداد سال‌های تصدی مدیرعامل
	قدرت مدیرعامل	PINDX	شاخص قدرت مدیرعامل که با استفاده از روش تحلیل عناصر اصلی (PCA) و با استفاده از معیارهای دوگانگی وظیفه مدیرعامل و مدت تصدی مدیرعامل به دست می‌آید.
کنترل	اندازه شرکت	SIZE	لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها
	مالیات	TAX	نرخ مالیات رسمی شرکت
	نسبت دارایی‌های مشهود	TANG	نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها
	سودآوری	PROF	نسبت سود عملیاتی به کل دارایی‌ها
	ریسک	RISK	بر مبنای فرمول Z-Score آلتمن (پژوهش آلتمن و همکاران، ۲۰۰۷) به دست می‌آید. $Z=0/517-0/460X_1+9/320X_2+0/388X_3+1/158X_4$ $X_1$ : نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها $X_2$ : نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها $X_3$ : نسبت سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها $X_4$ : نسبت سود باقیمانده به کل دارایی‌ها
	فرصت‌های رشد شرکت	GROWTH	نسبت مجموع ارزش دفتری کل بدهی‌ها بعلاوه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری کل دارایی‌ها
	موقعیت هیأت مدیره	BCOPN	نسبت تعداد مدیران مستقل (غیرموظف) هیأت مدیره به کل تعداد اعضای هیأت مدیره
	اندازه هیأت مدیره	BSIZE	کل تعداد اعضای هیأت مدیره شرکت

منبع: نانگیا، کاسیر و رحیمی (۲۰۱۶)



### یافته‌های پژوهش

به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات، ابتدا آمار توصیفی داده‌های تحت بررسی محاسبه گردید و در نگاره شماره (۲) شاخص‌های مرکزی و پراکندگی ارائه می‌شود.

نگاره شماره ۲: آمار توصیفی کل متغیرهای پژوهش

مشاهدات	کشیدگی	چولگی	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	میانه	میانگین	نماد متغیر
۱۰۱۲	۲/۸۳۷	-۰/۴۸۰	۰/۱۷۰	۰/۰۹۰	۰/۹۶۵	۰/۶۱۵	۰/۵۹۱	BLVE
۱۰۱۲	۲/۱۰۲	-۰/۰۰۳	۰/۲۰۴	۰/۰۲۸	۰/۹۱۴	۰/۴۵۷	۰/۴۵۷	MLVE
۱۰۱۲	۳/۷۵۱	۱/۶۵۹	۰/۳۸۵	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۸۱	TITLE
۱۰۱۲	۴/۲۲۷	۱/۳۴۷	۲/۳۷۸	۱/۰۰۰	۱۱/۰۰۰	۲/۰۰۰	۳/۰۹۵	CEO Tenure
۱۰۱۲	۴/۰۷۲	۱/۲۷۸	۱/۷۶۴	۰/۷۲۷	۸/۷۲۴	۱/۴۵۴	۲/۳۸۱	PINDX
۱۰۱۲	۹/۰۰۱	۲/۴۰۹	۱۲/۹۲۶	۰/۵۲۹	۷۶/۱۰۸	۲/۱۱۴	۸/۷۸۰	PINDX <sup>2</sup>
۱۰۱۲	۳/۷۸۳	-۰/۵۷۱	۱/۴۸۵	۹/۷۹۷	۱۸/۷۳۹	۱۳/۵۸۹	۱۳/۶۷۱	SIZE
۱۰۱۲	۲۰/۴۰۵	-۱۴/۱۲۱	-۰/۰۰۴	۰/۲۲۰	۰/۲۲۵	۰/۲۲۵	۰/۲۲۵	TAX
۱۰۱۲	۳/۶۳۸	۱/۰۴۵	۰/۱۷۳	۰/۰۰۳	۰/۸۳۹	۰/۱۹۵	۰/۲۴۰	TANG
۱۰۱۲	۴/۲۷۰	-۰/۷۸۶	۰/۱۲۰	-۰/۳۴۹	۰/۶۵۴	۰/۱۴۳	۰/۱۶۴	PROF
۱۰۱۲	۴/۴۹۴	-۰/۸۵۲	۱/۲۴۷	-۲/۷۶۷	۷/۰۶۵	۱/۴۶۴	۱/۶۷۳	RISK
۱۰۱۲	۸/۸۳۷	۱/۹۲۹	۰/۶۶۰	۰/۵۴۲	۶/۴۵۷	۱/۳۲۰	۱/۵۱۴	GROWTH
۱۰۱۲	۲/۹۲۷	-۰/۳۶۶	۰/۱۸۳	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۶۰۰	۰/۶۵۳	BCOPN
۱۰۱۲	۱۴/۴۱۶	۷/۸۲۴	۰/۲۰۵	۴/۰۰۰	۷/۰۰۰	۵/۰۰۰	۵/۰۰۰	BSIZE

نتایج نگاره شماره (۲) نشان می‌دهد که میانگین اهرم مبتنی بر ارزش دفتری و اهرم مبتنی بر ارزش بازار به طور متوسط طی یک سال حدود ۰/۵۹۱ و ۰/۴۵۷ است. همچنین، دوره تصدی مدیرعامل‌های شرکت‌های نمونه به طور متوسط حدود ۴ سال است. به علاوه، به طور متوسط ۲۴ درصد از کل دارایی‌های شرکت‌های نمونه را دارایی‌های ثابت تشکیل می‌دهد. در نهایت، ۶۵ درصد از کل تعداد اعضای هیأت‌مدیره را اعضای غیرموظف تشکیل می‌دهد.

### نتایج آزمون فرضیه پژوهش با اهرم مبتنی بر ارزش دفتری

قبل از برآزش الگوهای پژوهش، ابتدا لازم است آزمون تشخیصی F لیمر برای انتخاب از بین الگوهای داده‌های ترکیبی معمولی در مقابل الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت انجام شود که نتایج آن در نگاره شماره (۳) آورده شده است. براساس این آزمون، در صورتی که سطح معناداری به دست آمده از آزمون F لیمر، کمتر از ۵ درصد باشد فرضیه صفر (داده‌های تلفیقی) رد و روش داده‌های تابلویی پذیرفته می‌شود. در صورت انتخاب روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت لازم است تا آزمون هاسمن نیز انجام شود. از آزمون هاسمن برای تعیین استفاده از الگوی اثرات ثابت در مقابل الگوی اثرات تصادفی استفاده می‌شود. براساس این آزمون، در صورتی که سطح معناداری به دست آمده از آزمون هاسمن کمتر از ۵ درصد باشد فرضیه صفر (روش اثرات تصادفی) رد و روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود.

نگاره شماره ۳: نتایج آزمون تشخیصی F لیمر و آزمون هاسمن

الگو	نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	روش پذیرفته شده
۱	F لیمر	۱۱/۳۹۴	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی
	هاسمن	۵۱/۴۴۸	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت
۲	F لیمر	۱۱/۳۷۶	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی
	هاسمن	۵۵/۴۰۳	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت

با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده از آزمون F لیمر، کمتر از ۵ درصد می‌باشد فرضیه صفر (داده‌های تلفیقی) رد و روش داده‌های تابلویی پذیرفته می‌شود و از آنجا که سطح معناداری به دست آمده از آزمون هاسمن، کمتر از ۵ درصد می‌باشد فرضیه صفر (روش اثرات تصادفی) رد و روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود. بنابراین، برای تخمین الگو از روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت استفاده می‌شود.

نتیجه حاصل از تخمین این الگوها به همراه آزمون‌های تعیین اعتبار باقیمانده‌های الگو در نگاره شماره (۴) ارائه شده است:

نگاره شماره ۴: نتایج آزمون فرضیه پژوهش با اهرم مبتنی بر ارزش دفتری (BLVE)

متغیر	الگوی (۱)				الگوی (۲)			
	ضرایب	آماره t	سطح معناداری	VIF	ضرایب	آماره t	سطح معناداری	VIF
C	۴/۷۶۳	۳/۰۲۴	۰/۰۰۳	-	۴/۱۲۰	۱/۴۶۱	۰/۱۴۵	-
PINDEX	-۰/۰۰۱	-۰/۹۳۴	۰/۳۵۰	۱/۱۴۸	-۰/۰۰۲	-۰/۳۵۷	۰/۷۲۲	۱/۹۳۸
PINDEX^2					-۴/۳۱E-۰۵	-۰/۰۵۹	۰/۹۵۳	۲/۷۴۷
SIZE	۰/۰۴۰	۸/۲۴۱	۰/۰۰۰	۱/۱۰۷	۰/۰۲۹	۳/۹۰۳	۰/۰۰۰	۱/۲۱۷
TAX	-۲۰/۴۰۹	-۲/۹۰۳	۰/۰۰۴	۱/۰۱۴	-۱۶/۸۵۰	-۱/۳۴۰	۰/۱۸۱	۱/۰۱۵
TANG	-۰/۱۳۳	-۵/۱۷۳	۰/۰۰۰	۱/۱۷۰	-۰/۱۲۴	-۳/۹۷۲	۰/۰۰۰	۱/۱۷۲
PROF	۰/۰۸۶	۲/۱۶۵	۰/۰۳۱	۴/۸۹۴	۰/۱۰۶	۲/۰۰۲	۰/۰۴۶	۴/۸۹۵
RISK	-۰/۰۸۱	-۱۹/۴۳۷	۰/۰۰۰	۴/۸۷۶	-۰/۰۷۸	-۱۶/۰۴۵	۰/۰۰۰	۴/۹۸۲
GROWTH	۰/۰۰۷	۱/۶۱۷	۰/۱۰۶	۱/۶۹۷	۰/۰۰۳	۰/۵۲۱	۰/۶۰۲	۱/۷۳۱
BCOPN	-۰/۰۱۳	-۰/۹۴۵	۰/۳۴۵	۱/۰۵۲	-۰/۰۰۷	-۰/۳۵۵	۰/۷۲۳	۱/۰۷۴
BSIZE	-۰/۰۰۱	-۰/۰۷۳	۰/۹۴۲	۱/۰۳۸	-۰/۰۰۱	-۰/۰۹۴	۰/۹۲۵	۱/۰۴۰
AR (1)	۰/۴۲۹	۱۶/۹۹۸	۰/۰۰۰	۱/۵۷۷	۰/۴۶۰	۱۷/۹۵۷	۰/۰۰۰	۱/۵۷۹
	ضریب تعیین (تعدیل شده)	آماره دوربین واتسون	آماره F فیشر	سطح معناداری آماره F فیشر	ضریب تعیین (تعدیل شده)	آماره دوربین واتسون	آماره F فیشر	سطح معناداری آماره F فیشر
	۰/۹۲۹ (۰/۹۲۰)	۱/۶۵	۱۰۵/۳۳۷	۰/۰۰۰	۰/۸۷۰ (۰/۸۵۴)	۱/۷۹	۵۳/۷۷۰	۰/۰۰۰

نتایج نگاره شماره (۴) نشان می‌دهد که مقدار آماره دوربین- واتسون بعد از برآورد الگوی خود رگرسیو مرتبه ۱ بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بنابراین عدم همبستگی در اجزاء باقیمانده الگوهای رگرسیونی فوق را تأیید می‌کند. مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ می‌باشد، بنابراین مشکل هم‌خطی بین متغیرها وجود ندارد. با توجه به اینکه سطح معنی‌داری آماره F فیشر کمتر از ۵ درصد است، لذا معناداری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده الگو نشان می‌دهد که مجموعاً ۹۲ درصد و ۸۵ درصد از تغییرات حاصل در متغیر وابسته می‌تواند توسط متغیرهای مستقل و معنی‌دار شده در این الگو توضیح داده شود.

با توجه به نتایج به دست آمده در نگاره شماره (۴) از برآورد الگو، ضریب متغیر قدرت مدیرعامل (PINDX) در الگوی (۱) برابر  $-0/001$  و سطح معناداری آن برابر با  $0/350$  و بیشتر از سطح خطای  $0/05$  است. بنابراین، بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه رابطه منفی وجود دارد، اما این رابطه از نظر آماری معنادار نیست. همچنین، ضریب این متغیر در الگوی (۲) برابر  $-0/002$  و سطح معناداری آن برابر با  $0/722$  و بیشتر از سطح خطای  $0/05$  است. به علاوه، ضریب متغیر توان دوم قدرت مدیرعامل (PINDX<sup>2</sup>) برابر  $-4/31E-05$  و سطح معناداری آن برابر با  $0/953$  و بیشتر از سطح خطای  $0/05$  است. بنابراین، بین سطوح پایین و بالای قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه رابطه منفی وجود دارد، طوری که وقتی قدرت مدیرعامل از یک حد آستانه‌ای عبور می‌کند شدت این رابطه منفی کمتر می‌شود، اما این رابطه از نظر آماری معنادار نیست. در نتیجه این فرضیه در سطح اطمینان  $0/95$  مورد تأیید قرار نمی‌گیرد.

### نتایج آزمون فرضیه پژوهش با اهرم مبتنی بر ارزش بازار

قبل از برازش الگوهای پژوهش، ابتدا لازم است آزمون تشخیصی F لیمر برای انتخاب از بین الگوهای داده‌های ترکیبی معمولی در مقابل الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت انجام شود که نتایج آن در نگاره شماره (۵) آورده شده است. براساس این آزمون، در صورتی که سطح معناداری به دست آمده از آزمون F لیمر، کمتر از ۵ درصد باشد فرضیه صفر (داده‌های تلفیقی) رد و روش داده‌های تابلویی پذیرفته می‌شود. در صورت انتخاب روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت لازم است تا آزمون هاسمن نیز انجام شود. از آزمون هاسمن برای تعیین استفاده از الگوی اثرات ثابت در مقابل الگوی اثرات تصادفی استفاده می‌شود. براساس این آزمون، در صورتی که سطح معناداری به دست آمده از آزمون هاسمن کمتر از ۵ درصد باشد فرضیه صفر (روش اثرات تصادفی) رد و روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود.

نگاره شماره ۵: نتایج آزمون تشخیصی F لیمر و آزمون هاسمن

الگو	نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	روش پذیرفته شده
۱	F لیمر	۹/۰۷۲	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی
	هاسمن	۹۲/۵۹۹	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت
۲	F لیمر	۹/۰۹۶	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی
	هاسمن	۹۲/۲۰۳	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت

با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده از آزمون F لیمر، کمتر از ۵ درصد می باشد فرضیه صفر (داده های تلفیقی) رد و روش داده های تابلویی پذیرفته می شود و از آنجا که سطح معناداری به دست آمده از آزمون هاسمن، کمتر از ۵ درصد می باشد فرضیه صفر (روش اثرات تصادفی) رد و روش اثرات ثابت پذیرفته می شود. بنابراین، برای تخمین الگو از روش داده های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت استفاده می شود.

نتیجه حاصل از تخمین این الگوها به همراه آزمون های تعیین اعتبار باقیمانده های الگو در نگاره شماره (۶) ارائه شده است:

نگاره شماره ۶: نتایج آزمون فرضیه پژوهش با اهرم مبتنی بر ارزش بازار (MLVE)

الگوی (۲)				الگوی (۱)				متغیر
VIF	سطح معناداری	آماره t	ضرایب	VIF	سطح معناداری	آماره t	ضرایب	
-	۰/۸۲۰	۰/۲۲۷	۰/۷۴۱	-	۰/۸۹۷	۰/۱۲۹	۰/۴۲۲	C
۱/۹۴۸	۰/۰۲۶	۱/۱۱۱	۰/۰۰۷	۱/۱۴۸	۰/۰۴۳	-۲/۰۲۹	-۰/۰۰۵	PINDX
۲/۷۴۷	۰/۰۳۸	-۲/۰۸۰	-۰/۰۰۲					PINDX^2
۱/۲۱۷	۰/۵۴۳	-۰/۶۰۹	-۰/۰۰۵	۱/۱۰۷	۰/۳۱۰	-۱/۰۱۵	-۰/۰۰۸	SIZE
۱/۰۱۵	۰/۹۹۹	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۵	۱/۰۱۴	۰/۹۰۹	۰/۱۱۴	۱/۶۶۶	TAX
۱/۱۷۲	۰/۲۴۳	-۱/۱۷۰	-۰/۰۴۲	۱/۱۷۰	۰/۱۹۴	-۱/۳۰۰	-۰/۰۴۷	TANG
۴/۸۹۵	۰/۱۵۷	۱/۴۱۶	۰/۰۸۹	۴/۸۹۴	۰/۱۴۲	۱/۴۷۱	۰/۰۹۲	PROF
۴/۹۸۲	۰/۰۰۰	-۹/۶۲۲	-۰/۰۵۵	۴/۸۷۶	۰/۰۰۰	-۹/۵۷۳	-۰/۰۵۴	RISK
۱/۷۳۱	۰/۰۰۰	-۲۰/۳۸۴	-۰/۱۲۹	۱/۶۹۷	۰/۰۰۰	-۲۰/۵۵۶	-۰/۱۳۰	GROWTH
۱/۰۷۴	۰/۶۵۴	۰/۴۴۸	۰/۰۱۱	۱/۰۵۲	۰/۶۹۸	۰/۳۸۸	۰/۰۰۹	BCOPN
۱/۰۴۰	۰/۵۵۸	۰/۵۸۷	۰/۰۱۰	۱/۰۳۸	۰/۵۲۳	۰/۶۳۹	۰/۰۱۱	BSIZE
۱/۵۷۹	۰/۰۰۰	۱۳/۸۲۶	۰/۴۵۰	۱/۵۷۷	۰/۰۰۰	۱۳/۹۰۸	۰/۴۵۴	AR (1)
سطح معناداری	آماره F	آماره دوربین و اتسون	ضریب تعیین (تعدیل شده)	سطح معناداری	آماره F	آماره دوربین و اتسون	ضریب تعیین (تعدیل شده)	
۰/۰۰۰	۵۸/۹۹۷	۱/۹۶	۰/۸۸۰ (۰/۸۶۶)	۰/۰۰۰	۵۹/۲۹۸	۱/۹۵	۰/۸۸۰ (۰/۸۶۵)	

نتایج نگاره شماره (۶) نشان می‌دهد که مقدار آماره دوربین - واتسون بعد از برآورد الگوی خود رگرسیون مرتبه ۱ بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بنابراین عدم همبستگی در اجزاء باقیمانده الگوی رگرسیونی فوق را تأیید می‌کند. مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ می‌باشد، بنابراین مشکل هم‌خطی بین متغیرها وجود ندارد. با توجه به اینکه سطح معنی‌داری آماره F فیشر کمتر از ۵ درصد است، لذا معناداری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده الگو نشان می‌دهد که مجموعاً ۸۶ درصد و ۸۷ درصد از تغییرات حاصل در متغیر وابسته می‌تواند توسط متغیرهای مستقل و معنی‌دار شده در این الگو توضیح داده شود.

با توجه به نتایج به‌دست آمده در نگاره شماره (۶) از برآورد الگو، ضریب متغیر قدرت مدیرعامل (PINDX) در الگوی (۱) برابر  $-0/005$  و سطح معناداری آن برابر با  $0/043$  و کمتر از سطح خطای  $0/05$  است. بنابراین، بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین، ضریب این متغیر در الگوی (۲) برابر  $0/007$  و سطح معناداری آن برابر با  $0/026$  و کمتر از سطح خطای  $0/05$  است. بعلاوه، ضریب متغیر توان دوم قدرت مدیرعامل ( $PINDX^2$ ) برابر  $-0/002$  و سطح معناداری آن برابر با  $0/038$  و کمتر از سطح خطای  $0/05$  است. بنابراین، بین سطوح پایین قدرت مدیرعامل (PINDX) و ساختار سرمایه رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، سطوح بالاتر قدرت مدیرعامل ( $PINDX^2$ ) ارتباط منفی و معناداری با ساختار سرمایه دارد. در نتیجه این فرضیه در سطح اطمینان  $0/95$  مورد تأیید قرار می‌گیرد.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

به‌طور کلی نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که رابطه غیرخطی بین قدرت مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش دفتری از نظر آماری معنادار نیست. در مقابل، رابطه غیرخطی بین قدرت مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش بازار تأیید می‌شود. یافته اخیر با شواهد چیتراکارن، جیراپورن و سینگ (۲۰۱۴) و تانگیا، کاسیر و رحیمی (۲۰۱۶) در تطابق است که رابطه U معکوس را بین اهرم شرکت و قدرت مدیرعامل گزارش کرده‌اند. در توجیه این یافته می‌توان بیان کرد که وقتی دستورات مدیرعامل قدرت کمتری دارد، شرکت بدهی بیشتری را برای تطبیق منافع سهامداران و مدیران اجرایی و برای کاهش هزینه‌های نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد مورد استفاده قرار می‌دهند. با این حال، وقتی قدرت مدیرعامل از یک نقطه آستانه عبور می‌کند، آن‌ها اختیارات بیشتری برای اعمال نفوذ در سطوح بدهی شرکت‌ها خواهند داشت. این رابطه منفی پیشنهاد می‌کند آن‌ها گرایش به استفاده از اهرم پایین‌تر

برای کاهش ریسک‌های ورشکستگی و اجتناب از نظارت و کنترل مربوط به تأمین مالی از طریق بدهی دارند. از آنجا که پژوهش مشابه‌ای در داخل کشور انجام نشده است امکان مقایسه نتایج پژوهش با پژوهش‌های داخلی امکان‌پذیر نمی‌باشد.

با توجه به نتایج پژوهش پیشنهاد می‌شود استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی به قدرت مدیرعامل به‌عنوان یکی از عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌ها توجه داشته باشند. همچنین، از آنجا که مدیرعامل‌های با درجات بالاتر قدرت تصمیم‌گیری به احتمال بیشتری ساختار سرمایه را به‌منظور دنبال کردن منافع خویش دستکاری و در آن اعمال نفوذ می‌کنند. یک چنین اقداماتی می‌تواند به منافع سهامداران آسیب برساند. بنابراین مالکان باید ابزارهای مؤثرتری برای مدیریت منظم اتخاذ کنند. برای مثال: تنظیم دقیق منافع مالکین و مدیران به چند روش مؤثر، مثل افزایش مالکیت مدیران و پاداش به مدیران اجرایی مطابق با ثروت و دارایی مالکین. دومین روش تقویت کنترل مدیران از طریق هیأت مدیره است.

به‌منظور انجام تحقیقات آتی، پیشنهاداتی به‌شرح زیر که تاکنون به آن‌ها پرداخته نشده است، ارائه می‌گردد:

- انجام پژوهش حاضر با استفاده از سایر معیارهای اندازه‌گیری قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه در شرکت‌ها و مقایسه نتایج؛
- بررسی ارتباط بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه در شرکت‌های کوچک و بزرگ؛
- انجام این تحقیق به تفکیک صنایع مختلف بورس.

## منابع و مأخذ

- 1- Abu Mouamer, F.M. (2011), the determinants of capital structure of Palestine-listed companies, *The Journal of Risk Finance*, Vol 12, pp. 226-241.
- 2- Adams, R. B., Almeida, H., & Ferreira, D. (2005), Powerful CEOs and their impact on corporate performance, *Review of Financial Studies*, 18 (4), 1403-1432.
- 3- Ahmadpour, A., Jafari Samimi, A., Golmohamadi, H. (2012), Investigating the impact of the company's characteristics on the capital structure of the companies accepted in Tehran Stock Exchange, *Accounting and Auditing Studies*, (1): 18-30. (In Persian)
- 4- Ahmed Sheikh, N. Wang, Z (2011), Determinants of capital structure. *Managerial Finance*, Vol. 37, pp. 117-133.
- 5- An, Z., Li, D., Yu, J., (2016). Earnings Management, Capital Structure, and the Role of Institutional Environments, *Journal of Banking & Finance*, doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.02.007>.
- 6- Anderson, R., Mansi, S., Reeb, D (2004), Board characteristics, accounting report integrity and the cost of debt, *Journal of Accounting and Economics*, 37, 315-342.
- 7- Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions, *Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438.
- 8- 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.
- 9- Fathi, S., Abzari, M., Habibi, S. (2014), Meta-analysis of the determinants of corporate capital structure, *The Quarterly Journal of Asset Management and Financing*, 2 (4): 55-74. (In Persian)



- 10- 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.
- 11- Jiraporn, P., Chintrakarn, P., & Liu, Y. (2012), Capital structure, CEO dominance, and corporate performance, *Journal of Financial Services Research*, 42 (3), 139-158.
- 12- Khalifeh Soltani, S.A., Saedi, R., Akhlaghi, H. (2012), Investigating the effect of company specific features and corporate steering tools on capital structure using Tobit model, *Quarterly Financial Accounting*, 4 (16): 112-135. *(In Persian)*
- 13- Khoshtinat, M., Esmaeili, Sh. (2005), Investigate the relationship between earnings quality and stock returns, *Quarterly journal of accounting studies*, 12, 13.
- 14- Mehran, H., Taggart, R. A., & Yermack, D. (1999), CEO ownership, leasing, and debt financing, *Financial Management*, 28 (2). 5-14.
- 15- Modigliani, F. & Miller, M. (1958), the Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, 48 (3), 261-297.
- 16- Nabiei Brojeni, H., Nourozi, M. (2015), investigating the factors determining the capital structure of companies accepted in Tehran Stock Exchange with an emphasis on Pecking order Theory, *Journal of Accounting Research*, 4 (16): 65-84. *(In Persian)*
- 17- Sadeghi Shahdani, M., Chavoshi, K., Mohseni, H. (2012), Investigating the relationship between market structure and capital structure in Tehran Stock Exchange, *Journal of Economic Modeling Research*, 3 (9): 21-50. *(In Persian)*
- 18- Tongxia Li, Qaiser Munir and Mohd Rahimie Abd Karim, (2016). Nonlinear Relationship between CEO Power and Capital Structure: Evidence from China's Listed SMEs, *International Review of Economics and Finance*, <http://dx.doi.org/10.1016/j.iref.2016.09.005>.

- 19- Vo, Xuan Vinh, (2016). Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam, *Research in International Business and Finance*, <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.12.001>.