

قدرت مدیر عامل و ساختار سرمایه مبتنی بر مدل لی

فریدون رهنمای رود پشته^۱، آناهیتا زندی^۲

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۴/۰۱

تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۷/۱۷

چکیده

این مطالعه، به بررسی تأثیر قدرت مدیر عامل بر روی اهرم مالی شرکت‌ها با استفاده از یک نمونه شامل ۱۵۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶ پرداخت. به طور اخص، این مطالعه درصدد بررسی رابطه بین قدرت مدیریت ارشد اجرایی و اهرم مالی بر اساس تئوری نمایندگی است. برای اندازه‌گیری شاخص قدرت مدیر عامل از یک شاخص مبتنی بر ویژگی‌های چهار متغیر قدرت مرتبط با هم استفاده گردید، سپس از روش OLS برای برآورد رگرسیون استفاده شد. نتایج نشان داد که هرچه قدر قدرت مدیر عامل افزایش پیدا کند به همان نسبت ساختار سرمایه شرکت‌ها و نسبت اهرم مالی در جهت منفی حرکت خواهد کرد. و باعث کاهش بدهی در ساختار سرمایه شرکت‌ها خواهد شد.

واژه‌های کلیدی: قدرت مدیر ارشد اجرایی، ساختار سرمایه، اهرم مالی.

طبقه‌بندی موضوعی: G32, G34, G31

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

DOI: 10.22051/ijar.2019.20896.1411

^۱ استاد گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران، تهران، ایران. (rahnama.roodposhti@gmail.com)

^۲ دانشجوی دکتری گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، واحد سمنان، دانشگاه آزاد اسلامی، سمنان، ایران. (نویسنده مسئول).

(zandi_anna@yahoo.com)

مقدمه

مطالعات پیشین به طور جدی به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه شرکتی و ویژگی های متنوع از سطح صنعت و شرکت پرداخته اند. با این حال، هنوز شرکت هایی که از حیث این اصول و مبانی مشابه هم هستند، اغلب اهرم شرکتی متفاوتی را انتخاب می کنند (کرانگویست، ماخيجا و یانکر ۲۰۱۲). این مسئله موجب شده است تا محققان اخیراً به مطالعه اثر ویژگی های فردی و شخصیتی مدیران ارشد شرکت ها بپردازند. زیرا مدیران ارشد اجرایی از عوامل بسیار مهم از حیث تصمیم گیری های مالی (برتراند و اسکولار ۲۰۰۳ لئو و جیراپورن ۲۰۱۲، کرانگویست و همکاران ۲۰۱۲) و سایر انتخاب های راهبردی می باشند (فینکلشتین ۱۹۹۲). با این حال، مطالعات مربوط به این موضوع نادر است (جیراپورن، کینتراکارن و لئو ۲۰۱۲). این مطالعه به طور ویژه بر قدرت تصمیم گیری مدیران ارشد اجرایی (CEOs) تأکید دارد. در دهه های اخیر، توجه خاصی به میزان تأثیر مدیران اجرایی ارشد در سطح سازمانی شده است. آدامز، المیدا و فرریزا (۲۰۰۵) استدلال می کنند که در برخی از شرکت ها، مدیر عامل همه تصمیمات مهم و اصلی را اتخاذ می کند. اگرچه در سایر شرکت ها، تصمیمات مشخصاً حاصل اجماع و توافق نظر میان مدیران ارشد اجرایی است. در صورتی که افراد مختلف دارای نظرات متفاوتی (اختلاف نظر) باشند، آنگاه توزیع قدرت تصمیم گیری در داخل شرکت ها می تواند بر نوع تصمیمات اتخاذ شده تأثیرگذار باشد. مطالعات پیشین با استناد به این ایده ها، فرضیه ای را در خصوص شیوه تأثیرگذاری تسلط مدیر عامل در میان مدیران ارشد بر انتخاب ساختار سرمایه شرکتی توسعه داده اند. به طور ویژه، این مطالعات تلاش کرده اند تا ساختار سرمایه شرکت را بر اساس میزان قدرت مدیر عامل توضیح دهند. مبنای نظری برای این فرضیه، تئوری نمایندگی است که نخستین بار توسط جنسن و مکلینگ (۱۹۷۶) پیشنهاد شد.

اولین تئوری ساختار سرمایه به قبل از سال ۱۹۵۸ باز می گردد، زمانی که مودیلیانی و میلر استدلال کردند که ساختار سرمایه تحت فرض بازار سرمایه کامل، بی اهمیت و نامربوط است. از آن زمان به بعد، تئوری های مختلفی برای توضیح این که نقائص و اصطکاکات بازاری در تصمیم گیری در خصوص انتخاب ساختار سرمایه شرکت مهم هستند توسعه یافته است. تئوری تایید شده از دیدگاه تجربی تئوری نمایندگی است (جیراپورن و همکاران ۲۰۱۲). محور اصلی نظریه نمایندگی این است که ساختار سرمایه از طریق هزینه های نمایندگی تعیین می شود که این

هزینه‌ها ناشی از همسویی ناقص منافع بین دو طرف در شرکت می‌باشد. برای مثال، مدیران از جمله مدیر عامل ممکن است از یک ساختار سرمایه بهینه برای بیشینه سازی ثروت سهامداران استفاده نکنند. بلکه این مدیران ممکن است از یک ساختار سرمایه استفاده کنند که موجب بهبود و افزایش منافع شخصی آن‌ها شود.

از دیدگاه نظری، در خصوص این مسئله که آیا هزینه‌های نمایندگی منجر به اهرم بسیار بالا و یا بسیار پایین می‌شود، ابهام وجود دارد (کینتراکان، جیراپورن و سینگ ۲۰۱۴). از یک سو، شرکت‌ها ممکن است به این دلیل از اهرم بالا استفاده کنند که ادعاهای مقطوع نظیر بدهی به عنوان یک مکانیسم حاکمیت جایگزین برای کاهش هزینه‌های نمایندگی با کاهش دسترسی مدیران به گردش نقدی آزاد (مهران، تاگارت و یرماک ۱۹۹۹) در نظر گرفته می‌شوند. به علاوه، با افزایش سطوح نسبت بدهی، پایه حقوق صاحبان سهام می‌تواند کاهش یابد و به این ترتیب درصد حقوق صاحبان سهام تحت مالکیت مدیران افزایش می‌یابد (جیراپورن و همکاران ۲۰۱۲). در نتیجه، اختلافات و تضاد نمایندگی بین مدیران و سهامداران می‌تواند کاهش یابد (جنسن و مک‌لینگ ۱۹۷۶). برعکس، مدیران ارشد اجرایی ممکن است از اهرم کم‌تری برای دست یابی به منافع شخصی نظیر فرصت طلبی مدیریتی و استفاده آزاد از گردش وجوه استفاده کنند. این استدلال‌های متناقض منجر به مطرح شدن این فرضیه می‌شود که قدرت مدیر ارشد اجرایی نقش مهمی در ایجاد ساختار سرمایه دارد و می‌تواند ارتباط منفی و مثبتی با اهرم شرکت داشته باشد. به عبارت دیگر، شرکت‌های با مدیران ارشد اجرایی با قدرت کم‌تر تمایل دارند تا از مبلغ بدهی و وام زیاد برای کاهش هزینه‌های نمایندگی استفاده کنند زیرا مدیران ارشد اجرایی قوی قادرند تا ساختار سرمایه را برای دست یابی به منافع شخصی خود تغییر دهند.

بر اساس همین فرضیه، مطالعات اخیر بر وجود یک رابطه احتمالی بین قدرت مدیر عامل و ساختار سرمایه تأکید کرده‌اند. با این وجود، مطالعات و منابع مربوط به این موضوع نادر بوده و بیشتر در کشورهای غربی صورت گرفته‌اند. اگرچه یافته‌ها و نتایج در کشورهای غربی در دیگر کشورها نیز معتبر هستند، ویژگی‌های سازمانی، بازاری و فرهنگی متفاوت ممکن است منجر به بروز تفاوت‌های معنی داری شوند. در واقع، در خصوص این که آیا یافته‌های تجربی و تئوری کلاسیک برگرفته از کشورهای غربی، در کشورهای در حال توسعه که دارای محیط‌های قانونی و نظارتی غیر تجویزی و ماهیت جمع‌گرایی عمیق هستند، معتبر و مؤثر هستند یا خیر،

ابهام وجود دارد. در مطالعات قبلی، بیشتر محققان یا از یک متغیر برای سنجش سطح قدرت مدیر عامل استفاده کرده بودند (برای مثال چیتراکارن و همکاران ۲۰۱۴، جیراپورن و همکاران ۲۰۱۲، لئو و جیراپورن ۲۰۱۰، پاتان ۲۰۰۹) و یا یک متغیر رتبه بندی قدرت مدیر عامل را بر اساس این فرض که همه ویژگی‌های قدرت تصمیم‌گیری سهم برابر و یکسانی در شاخص قدرت مدیر عامل دارند ایجاد کرده‌اند (لئو ۲۰۱۵، تیگ ۲۰۱۳).

پژوهش حاضر دارای چندین اهمیت است. اولاً، با استفاده از یک مجموعه داده جدید، این پژوهش به غنای مطالعات انجام شده در خصوص ارزیابی اثر مدیران ارشد اجرایی بر روی تصمیمات مالی شرکت کمک می‌کند. به طور اخص، شواهد این پژوهش مکمل شواهد چیتراکن و همکاران (۲۰۱۴) می‌باشد و به طور ضمنی نشان می‌دهد که یک رابطه بین قدرت مدیر عامل و اهرم شرکت در کشورهای در حال توسعه وجود دارد.

این پژوهش به دنبال بررسی این موضوع می‌باشد که چگونه قدرت مدیر عامل بر ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر می‌گذارد.

مبانی نظری

آدامز و همکاران (۲۰۰۵) استدلال می‌کنند که مدیران ارشد اجرایی قدرتمندتر تصمیماتی با پیامدهای غیرعادی می‌گیرند؛ به این ترتیب، شرکت‌هایی که CEO آنها قدرت بیشتری نسبت به هیئت مدیره دارند، احتمال بیشتری دارد که عملکرد متفاوتی نشان دهند.

قدرت مدیرعامل به عنوان یکی از موارد بسیار بااهمیت و تأثیرگذار بر ساختار سرمایه شرکت‌ها محسوب می‌شود. هرچقدر قدرت مدیرعامل و تعداد سال‌هایی که مدیرعامل در سمت مدیریت می‌باشد افزایش پیدا کند، به همان نسبت میزان تأثیرگذاری آن بر نوسانات نسبت اهرم مالی شرکت‌ها افزایش خواهد کرد (بیچوک و همکاران، ۲۰۱۱).

از زمانی که مودیگلیانی و میلر در سال ۱۹۵۸ برای اولین بار تئوری MM مبنی بر این که ساختار سرمایه در تعیین ارزش شرکت در یک بازار بدون اصطکاک (کامل) نقشی ندارد را مطرح کردند، مسئله ساختار سرمایه توجه بسیاری را در میان اقتصاد دانان مالی به خود جلب کرده است. در طی چندین دهه اخیر، یک سری از مدل‌های نظری توسعه یافته‌اند که تصمیمات تأمین مالی شرکت از جمله نظریه توازن (میلر ۱۹۷۷)، تئوری هزینه نمایندگی (جنسن و ملینگ

(۱۹۷۶)، چارچوب نظری سلسله مراتبی (میرز و ماجلوف ۱۹۸۴) و نظریه زمان بندی بازار سهام (بیکر و والگر ۲۰۰۲) را توضیح می‌دهند. استدلال این است که هزینه‌های نمایندگی ناشی از تضاد بین طرفین یعنی نماینده و کارگزار (مالک و مدیر) در داخل شرکت‌ها است. فرض متعارف بیان می‌دارد که مدیران تصمیماتی را می‌گیرند که به بهبود مطلوبیت و منافع خود و نیز پیشینه سازی منافع مالکان کمک می‌کند. این اقدامات آسیب زیادی را به ارزش شرکت وارد می‌کند. دو شیوه برای کاهش مسئله نمایندگی مطرح شده است. نخستین مورد، همسو سازی منافع مدیران و مالکان از طریق شیوه‌های مؤثر نظیر افزایش مالکیت مدیران و پرداخت پاداش مدیران از ثروت مالکان است. دومین شیوه، تقویت نظارت و پایش مدیران می‌باشد.

اهرم به عنوان ابزاری برای کاهش هزینه‌های نمایندگی بر اساس دلایل زیر مطرح شده است. اولاً، استفاده از بدهی به طور مؤثر موجب جا به جایی سرمایه سهام و کاهش پایه سهام و افزایش درصد حقوق صاحبان سهام تحت مالکیت مدیریت می‌شود (جیراپورن و همکاران ۲۰۱۲). دوماً، استقرار در سطوح بالا موجب افزایش احتمال ورشکستگی و از دست دادن شغل و حل مسئله گردش نقدی آزاد می‌شود (جنسن ۱۹۸۶). گراسمن و هارت (۱۹۸۳) بیان داشته است که ریسک بیشتر به کاهش سواستفاده از اختیارات قانونی و افزایش کارایی مدیران کمک می‌کند. بر طبق استدلال‌های فوق، اهرم شرکت بایستی در سطح بالایی حفظ شود. به علاوه، مدیران می‌توانند به طور اختیاری از بدهی (وام) بیشتر در برخی موارد استفاده کنند. برای مثال، مدیران می‌توانند از سطوح بالایی از بدهی برای پیشگیری از چالش‌های کنترل و دست‌یابی به اهداف خود استفاده کنند (زیوبول ۱۹۹۶). با این حال، برعکس، مدیران دارای محرک‌های بیشتری برای استفاده از بدهی کم‌تر جهت رسیدن به منافع شخصی نظیر ریسک پایین‌تر، حفظ فرصت طلبی مدیریتی و استفاده آزاد از گردش نقدی مطابق با یافته‌های قبلی مبنی بر این که شرکت‌های با قدرت کنترل مدیریتی قوی‌تر، کم‌تر از وام استفاده می‌کنند (برگر، افک و یرماک ۱۹۹۷) می‌باشند.

در واقع، بر اساس استدلال‌های مخالف، مطالعات تجربی پیشین یک رابطه بین اهرم شرکت و قدرت مالکیت مدیریتی را نشان داده‌اند. برای مثال، فلوراکیس و ازکان (۲۰۰۹) و سان، دینگ، ایو و لی (۲۰۱۵) پی بردند که رابطه بین مالکیت سهام مدیریت (MSO) و اهرم شرکت در شرکت‌های بریتانیایی غیر خطی است. یعنی رابطه در درجات پایین MSO مثبت و در

درجات بالاتر منفی است. روان و همکاران (۲۰۱۱) نشان دادند که در شرکت‌های خصوصی چین، یک رابطه منفی بین نسبت‌های اهرم و MSO در زمانی وجود دارد که MSO در هر دو سطح پایین‌تر و بالاتر قرار دارند و در سطوح متوسط، نسبت اهرم با افزایش MSO، افزایش می‌یابد. مطالعاتی که به بررسی اثر محرک‌های مدیریتی بر روی سطوح بدهی شرکت پرداخته‌اند بر مدیران اجرایی در شرکت تأکید دارند و تنها قدرت مالکیت را در نظر می‌گیرند.

با این حال در برخی از شرکت‌ها، تصمیمات، نتیجه و برابند اجماع میان مدیران است، در حالی که در شرکت‌های دیگر، مدیر عامل همه تصمیمات اصلی را می‌گیرد (ادامز و همکاران ۲۰۰۵). آن‌ها همچنین استدلال می‌کنند که زمانی که افراد مختلف (مدیران اجرایی) دارای اختلاف نظر باشند، آنگاه توزیع قدرت تصمیم‌گیری در شرکت‌ها بر نوع تصمیمات اتخاذ شده اثر می‌گذارد. به علاوه، قدرت مدیریتی تنها ناشی از قدرت مالکیت نیست بلکه ناشی از سایر منابع رسمی و غیر رسمی از جمله قدرت ساختاری و قدرت اعتباری است (فرنکلستین ۱۹۹۲، پفلر ۱۹۹۲). با استفاده از تئوری نمایندگی و بر اساس استدلال‌های فوق، مدیر ارشد اجرایی قدرت کم‌تری دارد، و شرکت‌ها بیشتر از وام برای هم سو سازی منافع سهام داران و مدیران ارشد اجرایی و کاهش هزینه‌های نمایندگی گردش نقدی آزاد استفاده می‌کنند. با این حال وقتی که مدیران ارشد اجرایی قدرت بیشتری داشته باشند، اختیار بیشتری برای دستکاری و تغییر سطوح بدهی شرکت دارند. این رابطه منفی نشان می‌دهد که آن‌ها تمایل به استفاده کم‌تر از اهرم برای کاهش ریسک ورشکستگی و اجتناب از تأدیب و پایش مرتبط با تأمین مالی بدهی دارند.

پیشینه پژوهش

سنو (۲۰۱۷) به بررسی ساختار سرمایه و واکنش شرکت‌های بزرگ به شوک منفی بازده سهام پرداخته است. این مطالعه به بررسی تأثیر تصمیمات بر ساختار سرمایه شرکت‌ها در قیمت سهام آن‌ها پرداخته است. متغیرهای مقاله فوق شامل تغییرات اهرم، نگهداشت وجه نقد، بازده سهام و.. هستند. شواهد ارائه شده معمولاً نشان داده است که خرید مجدد سهام برای افزایش قیمت سهام بوده است ولی نتایج این مقاله نشان داده است که مشوق‌های مدیریتی و سیاست‌های مالی شرکت‌ها (بعنوان مثال، نگهداشت وجه نقد) نقش مهمی در تعیین واکنش‌ها در قبال شوک قیمت سهام دارد.

گومبالا (۲۰۱۶) به بررسی اثراهرم مالی و نقدینگی بر ساختار سرمایه پرداخته است. این مطالعه به بررسی اثراهرم و نقدینگی بر رفتار درآمد و ساختار سرمایه در بانکهای تجاری ایالات متحده در طول دوره ۱۹۹۹ تا ۲۰۱۳ پرداخته است. نتایج نشان دهنده یک رابطه مثبت و معنادار بین ساختار سرمایه و نسبت سرمایه دارد و رابطه منفی و معنی دار با نسبت های نقدینگی دارا است. این نتایج نشان داد که تنظیم همه اشکالات رفتار مدیریتی امکان پذیر نیست. همچنین شواهدی پس از بحران تنظیم اضافی بازار را نشان میدهد که با یک رابطه مثبت و معنادار بین نقدینگی و مدیریت سود توأم شده است.

جیانگ و کیم (۲۰۱۵)، در پژوهشی تحت عنوان "الگوهای راهبری شرکتی و تأثیرگذاری آن بر مدیرعامل و ساختار سرمایه شرکت ها" به بررسی روابط بین متغیرهای فوق در بورس شانگهای پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که هرچقدر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بهینه تر و به روزتر باشد، به همان نسبت باعث افزایش قدرت مدیرعامل شرکت ها شده و در نهایت باعث کاهش ساختار سرمایه شرکت ها خواهد شد. همچنین نتایج تحقیق آنها نشان داد که هرچقدر منابع نقدینگی موجود در دست مدیرعامل افزایش پیدا کند باعث کاهش نسبت اهرم مالی شرکت ها خواهد شد.

هانگ و وانگ (۲۰۱۵)، در پژوهشی تحت عنوان "سازوکارهای حاکمیت شرکتی و تأثیرگذاری آن بر ریسک و ساختار سرمایه شرکت ها" پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که هرچقدر سازوکارهای حاکمیت شرکتی در راستای اعمال قوانین و مقررات از قبل تعیین شده افزایش پیدا کند، به همان نسبت باعث کاهش ریسک و افزایش میزان سودآوری شرکت ها خواهد شد. همچنین نتایج تحقیق آنها نشان داد که هرچقدر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بهینه تر و به روزتر باشد به همان نسبت باعث کاهش نوسانات منفی ساختار سرمایه خواهد شد. همچنین نتایج تحقیق آنها نشان داد که ساختار سرمایه شرکت ها در بلندمدت تحت تأثیر اندازه شرکت ها قرار گرفته و امکان دارد که باعث افزایش یا کاهش نرخ رشد شرکت ها شود.

سان و همکاران (۲۰۱۵)، در پژوهشی تحت عنوان "ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و تصمیمات تامین مالی" به بررسی روابط بین متغیرهای فوق با استفاده از داده های روزانه پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که هرچقدر ساختار مالکیت شرکت ها بهینه تر شده و نسبت سهامداران نهادی کاهش پیدا کند و در راستای آن نسبت اهرم مالی شرکت ها کاهش

پیدا کرده و ساختار سرمایه شرکت‌ها بهینه شود، به همان نسبت تصمیمات مالی شرکت‌ها بهینه‌تر و به روزتر و باصرفه‌تر خواهد بود. همچنین نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که تصمیمات تامین مالی شرکت‌ها تحت تأثیر نوسانات اهرم مالی قرار گرفته و در بازه‌های زمانی بلندمدت با افزایش قدرت تصمیم‌گیری مدیرعامل باعث افزایش میزان سودآوری شرکت‌ها خواهد شد.

چانگ و همکاران (۲۰۱۴)، در پژوهشی تحت عنوان "بررسی اهمیت میزان تأثیرگذاری عوامل مالی بر ساختار سرمایه و رابطه آن با میزان پاداش‌های پرداختی به مدیرعامل" به بررسی روابط بین متغیرهای فوق با استفاده از روش آماری پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که هرچقدر میزان پاداش‌های پرداختی به مدیرعامل شرکت‌ها افزایش پیدا کند و میزان انگیزه مدیران نیز در جهت افزایش سودآوری شرکت‌ها افزایش پیدا کند، به همان نسبت ساختار سرمایه شرکت‌ها تحت کنترل مدیرعامل درآمده و در بازه‌های زمانی بلندمدت باعث افزایش نسبت دارایی‌های ثابت مشهود مولدزا خواهد شد. همچنین نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که اندازه شرکت نیز تحت تأثیر قدرت تصمیم‌گیری مدیرعامل قرار گرفته و در بازه‌های زمانی بلندمدت با افزایش ساختار سرمایه میزان اندازه شرکت‌ها نیز افزایش پیدا خواهد کرد.

چیتکاران و همکاران (۲۰۱۴)، در پژوهشی تحت عنوان "قدرت تصمیم‌گیری مدیرعامل و تأثیر آن بر ساختار سرمایه" به بررسی روابط بین متغیرهای فوق با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که هرچقدر قدرت مدیرعامل شرکت‌ها در ارتباط با نقدینگی افزایش پیدا کند و با افزایش قدرت تصمیم‌گیری مدیرعامل می‌توان به این نتیجه رسید که ساختار سرمایه شرکت‌ها تحت تأثیر منفی قرار خواهد گرفت. همچنین نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که با کاهش میزان ساختار سرمایه شرکت‌ها، نرخ رشد شرکت افزایش پیدا کرده و در نهایت باعث کاهش ریسک و افزایش میزان سودآوری شرکت‌ها خواهد شد.

چن و النجار (۲۰۱۲)، در پژوهشی تحت عنوان "بررسی تأثیر اندازه هیات مدیره و استقلال هیات مدیره بر ساختار سرمایه شرکت‌ها" به بررسی روابط بین متغیرهای فوق با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که هرچقدر اندازه هیات مدیره شرکت‌ها افزایش پیدا کند و به همان نسبت استقلال هیات مدیره شرکت‌ها نیز افزایش پیدا کند، و در نهایت باعث کاهش میزان ساختار سرمایه شرکت‌ها خواهد شد. همچنین نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که زمانی که نسبت اهرم مالی شرکت‌ها به سمت منفی حرکت می‌کند، قدرت

تصمیم‌گیری مدیرعامل افزایش پیدا کرده و باعث افزایش میزان سودآوری شرکت‌ها در کوتاه مدت و بلندمدت خواهد شد.

مسعودی (۱۳۹۵) به بررسی رابطه بین دوگانگی وظیفه مدیر عامل و ساختار سرمایه پرداخته است. هدف از این پژوهش بررسی رابطه بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و ساختار سرمایه شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۸-۱۳۹۳ می باشد. پس از اعمال محدودیتها بر جامعه آماری ۱۱۷ شرکت برای نمونه انتخاب شده است. بنابراین در این پژوهش از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. در نتیجه داده‌ها با استفاده از تکنیک آماری رگرسیون خطی و نرم افزار Eviews مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج حاصل از این تجزیه و تحلیل حاکی از آن است بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و ساختار سرمایه رابطه معنی داری وجود دارد.

یاری (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر قدرت تصمیم‌گیری مدیرعامل بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. برای اندازه‌گیری قدرت تصمیم‌گیری مدیرعامل، از سه شاخص درصد تملک سهام مدیر عامل، تنها عضو موظف بودن مدیرعامل و دوگانگی وظیفه مدیرعامل استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که بین درصد تملک سهام مدیر عامل، تنها عضو موظف بودن مدیر عامل و دوگانگی وظیفه مدیر عامل با عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

فتحی و همکاران (۱۳۹۳)، در پژوهشی تحت عنوان "فرا تحلیل عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه در سطح شرکت" به بررسی روابط بین این متغیرها پرداختند. آن‌ها اظهار کردند نتایج تحلیل آماری ۱۲۷ شرکت طی سال‌های ۱۳۶۹ تا ۱۳۹۲ بر مبنای ادبیات موجود، نشان می‌دهد که اندازه، ساختار دارایی، فرصت‌های رشد، سودآوری، نقدینگی و نوسان پذیری نقش تعیین کننده ای در تصمیم‌گیری در مورد ساختار سرمایه ایفا می‌کنند. به علاوه، 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.

اسدی و جلالیان (۱۳۹۱)، در پژوهشی با عنوان "بررسی تأثیر ساختار سرمایه، سهامداران و بزرگی شرکت بر میزان اعمال محافظه کاری در شرکت‌ها" به بررسی روابط بین متغیرهای ساختار سرمایه و میزان اعمال محافظه کاری پرداخته‌اند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که طبق

مدل اول و دوم، رابطه مستقیم و معناداری بین محافظه کاری و اهرم مالی به عنوان نماینده ساختار سرمایه وجود دارد و بین محافظه کاری و تمرکز مالکیت رابطه ای مشاهده نشد. در مدل اول، بین درصد سهامداران نهادی و محافظه کاری رابطه ای مشاهده نشد. در مدل اول، بین درصد سهامداران نهادی و محافظه کاری رابطه ای مشاهده نشد ولی در مدل دوم رابطه معکوس و معنادار مشاهده شد. در مدل دوم، بین اندازه شرکت و محافظه کاری رابطه ای مشاهده نشد ولی در مدل اول رابطه معکوس و معنادار مشاهده شد.

فرضیه پژوهش

بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.

روش پژوهش

در این پژوهش روش پژوهش مورد استفاده، رگرسیون خطی چند متغیره بوده که با الگو برداری از پژوهش لی و هکاران (۲۰۱۷) انجام می شود.

جامعه آماری در این تحقیق شامل کلیه شرکت هایی می باشند که در بازه زمانی ۱۳۸۹-۱۳۹۶ در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته اند. نمونه آماری این تحقیق آن دسته از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار هستند که از طریق غربالگری و با توجه به محدودیت های زیر انتخاب می شوند:

۱. نمونه تغییر سال مالی نداشته باشد به عبارتی پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد. اگر شرکت ها تغییر سال مالی داشته باشند داده ها در بازه زمانی مشخصی برای انجام تحقیق قرار نمی گیرند.

۲. قبل از سال ۱۳۸۹ در بورس پذیرفته شده و تا پایان دوره تحقیق در بورس فعال باشند. اگر در دوره زمانی در بورس نباشد نمی توانیم از اطلاعات آنها جهت انجام تحلیل داده ها استفاده کنیم.

۳. اطلاعات مورد نیاز شرکت ها برای مطالعات و محاسبات تحقیق، در طول دوره در دسترس باشد.

۴. بیش از ۳ ماه وقفه معاملاتی نداشته باشند. در صورتی که فعالیتی نداشته باشند نمی توانند متغیرهای ما را پوشش دهند.

۵. شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها) از نمونه آماری حذف گردیدند. به دلیل تفاوت فعالیت‌ها و صورت‌های مالی حذف می‌گردند. از میان جامعه آماری تنها ۱۵۰ شرکت در ۸ سال تمام معیارهای مذکور را احراز کرده‌اند و لذا از آنها به عنوان نمونه در پژوهش حاضر استفاده شده است.

مدل پژوهش

مدل پژوهش برگرفته از پژوهش لی و همکاران (۲۰۱۷)، به صورت زیر برآورد شده است:

$$\text{LEVERAGE}_{it} = b_0 + b_1 (\text{CEOp})_{it} + b_2 \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon$$

مدل (۱)

متغیرها و نحوه محاسبه آنها

متغیر وابسته

جهت اندازه‌گیری ساختار سرمایه مطابق با پژوهش (لی، ۲۰۱۷) از اهرم مالی استفاده می‌شود: اهرم مالی شرکت: میزان استفاده از بدهی‌ها برای تامین مالی دارایی‌های شرکت می‌باشد (مرادزندی، ۱۳۹۴). و به صورت زیر محاسبه می‌گردد:

$$\text{LEV} = \frac{\text{جمع بدهی‌ها}}{\text{جمع دارایی‌ها}} \quad \text{مدل (۲)}$$

متغیر مستقل:

CEOp: قدرت مدیر عامل

متغیر عددی که اگر مدیر عامل قدرتمند باشد برابر یک است و در غیر این صورت صفر می‌باشد.

بر اساس پژوهش (لی و همکاران، ۲۰۱۷) آثار مربوط به قدرت CEO بررسی گردید (مانند هانگ و همکاران (۲۰۱۶)، جیراپورن و همکاران (۲۰۱۴)، بالدینوس و همکاران (۲۰۱۴)، چیچ

و فیلیپ (۲۰۱۱)، لیو و جیراپورن (۲۰۱۰)؛ هایدن و فنگ (۲۰۱۸)، آدامز و همکاران (۲۰۰۵) و استفاده از چهار ابعاد قدرت پیشنهادی توسط فینکلستین (۱۹۹۲)، به شرح زیر مطرح گردید.

CEO's tenure: اگر مدت زمان تصدی مدیر عامل بیشتر از میانه مدت زمان تصدی مدیر عامل های آن صنعت باشد یک در غیر این صورت صفر است.

TITLE: اگر مدیر عامل شرکت رئیس هیئت مدیره باشد یک و در غیر این صورت صفر است.

CEOWNP: اگر مدیر عامل شرکت بیش از ۱۰ درصد از سهام شرکت را دارا باشد ۱ و در غیر این صورت ۰ است.

Founder CEO: اگر مدیر عامل از اعضای بنیانگذار شرکت باشد یک و در غیر این صورت صفر است.

Specialist CEO: اگر مدیر عامل دارای مدرک کارشناسی ارشد به بالا در رشته های مالی از قبیل حسابداری، مدیریت و اقتصاد باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر است. در نهایت برای محاسبه شاخص قدرت مدیر عامل تمام معیارها را باهم جمع نموده و بر تعداد معیارها تقسیم می گردد. اگر شاخص قدرت CEO بیشتر از مقدار متوسط باشد CEO در دسته ی قدرتمند قرار می گیرد.

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (SIZE):

اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی خالص دارایی ها به دست می آید. (زندگی، ۱۳۹۶)

رشد شرکت (GROW):

جهت اندازه گیری رشد شرکت از Q تویین استفاده می شود

نحوه محاسبه متغیر Q تویین به شرح زیر می باشد:

$$Q - \text{Tobin} = \frac{\text{بدهی ها} + \text{ارزش بازار سهام}}{\text{جمع دارایی ها}} \quad \text{مدل (۳)}$$

نسبت دارایی‌های ثابت مشهود (TANG): دارایی‌های ثابت تقسیم بر کل دارایی

نسبت سودآوری (PROF): سود عملیاتی تقسیم بر کل دارایی

ترکیب هیات مدیره (BCOPN): نسبت تعداد مدیران مستقل در هیئت مدیره بر تعداد اعضای هیئت مدیره

اندازه هیات مدیره (BSIZE): لگاریتم طبیعی تعداد اعضای هیات مدیره

ریسک شرکت (RISK): نسبت کوارینانس بازده سهام با بازده بازار به بازده سهام

یافته‌های پژوهش:

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آماره توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره شماره (۱) ارائه شده است.

نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

| متغیرها | میانگین | ماکزیمم | مینیمم | انحراف معیار | چولگی | کشیدگی |
|------------------------|----------|---------|----------|--------------|-----------|----------|
| ساختار سرمایه | ۰/۶۳۷ | ۰/۹۷ | ۰/۰۶۷۵ | ۰/۲۶۹ | ۱۳/۹۵ | ۲/۲۳ |
| شاخص قدرت مدیر عامل | ۰/۴۶ | ۱ | ۰ | ۰/۴ | ۰/۱۵ | ۱/۰۱ |
| اندازه شرکت | ۲۵/۹۹۵ | ۲۸/۲۹۷ | ۲۴/۳۵۶ | ۰/۶۶۲ | ۱/۰۲ | ۰/۷۹۱ |
| رشد شرکت | ۱/۲۸ | ۲/۰۶۵ | ۰/۶۵ | ۰/۶۲۷ | ۱۲/۴۸ | ۲/۵۲۹ |
| نسبت دارایی ثابت مشهود | ۰/۲۶ | ۰/۸۹ | ۰ | ۰/۱۸ | ۰/۹۵ | ۳/۴۳۳ |
| سودآوری | ۰/۱ | ۰/۶۳۱ | -۰/۴۵ | ۰/۱۳۹ | ۱/۵۰۷ | ۰/۲۰۴ |
| اندازه هیات مدیره | ۵/۱۳ | ۷ | ۵ | ۰/۵ | ۳/۳۹ | ۱۲/۵ |
| ریسک شرکت | ۰/۱ | ۲۹/۳ | ۰ | ۱/۴ | ۲۰/۶ | ۴۲/۴ |
| ترکیب هیات مدیره | ۰/۳۹۱۶۳۵ | ۰/۴ | ۰/۲۸۵۷۱۴ | ۰/۰۲۹۷۷۸ | -۰/۲۷۷۴۸۳ | ۱۱/۷۴۱۸۹ |

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده است. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر

ساختار سرمایه برابر ۰/۶۳۷ می باشد که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند. بطور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است.

آزمون فرضیه پژوهش

همانطور که در نگاره شماره ۲ (مشاهده می شود) برای بررسی درستی مدل، از معیارهای ضریب تعیین (R^2) و ضریب تعیین تعدیل شده ($Adj. R^2$) و دورین واتسون (D-W) و برای بررسی معنی داری مدل نیز از آماره F استفاده می شود. همان طور که در نگاره (۲) مشاهده می شود، مقدار ضریب تعیین ۰/۴۵ و ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۴۴ می باشد و بدین معنی است که قدرت توضیح دهندگی و برازش مدل در سطح خوبی قرار دارد. آماره دورین-واتسون برابر با ۱/۸۱ می باشد و از آن جا که بازه ۱/۵ تا ۲/۵ نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی از مرتبه اول می باشد، در نتیجه خود همبستگی از مرتبه اول در جزء خطای مدل وجود ندارد. در نهایت مقدار آماره F برابر با ۴۲,۱۳۳۳ و مقدار احتمال آن برابر با ۰/۰۰۰۰ می باشد و از آنجایی که مقدار احتمال آن کمتر از ۰/۰۵ است لذا معنی داری مدل تایید می شود.

با توجه به سطح معناداری آزمون تی استودنت برای تعیین معناداری اثر متغیر قدرت مدیر عامل که کوچک تر از خطای نوع اول ۰/۰۵ درصد برآورد شده است ($P-Valu = ۰/۰۰۰۰$)، می توان پذیرفت که این متغیر دارای رابطه معناداری با متغیر ساختار سرمایه می باشد. هم چنین با توجه به ضریب رگرسیونی مدل ($Beta = -۰/۱۲۷۵۲$) اثر گذاری این متغیر بر روی متغیر وابسته در جهت منفی می باشد.

بنابراین، میتوان گفت، بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

هم چنین با توجه به سطح معناداری آزمون تی استودنت برای تعیین معناداری اثر متغیرهای کنترلی رشد شرکت و اندازه شرکت که کوچک تر از خطای نوع اول ۰/۰۵ درصد برآورد شده است ($P-Valu = 0/000$)، می توان پذیرفت که این متغیرها دارای رابطه معناداری با متغیر ساختار سرمایه می باشد. هم چنین با توجه به ضریب رگرسیونی مدل، اثر گذاری این متغیرها بر روی متغیر وابسته در جهت منفی می باشد.

نگاره (۲): برازش مدل فرضیه اول پژوهش

| احتمال | t-آزمون | ضریب | متغیر | Variable |
|--------|-----------|-----------|------------------------|----------|
| ۰/۰۱۸۷ | -۲/۳۵۱۱۱۴ | -۴/۸۵۷۶۵۳ | عرض از مبدا | C |
| ۰/۰۴۳۴ | -۲/۰۲۸۹۸۶ | -۰/۱۲۷۵۲ | شاخص قدرت مدیرعامل | CEOP |
| ۰/۰۰۰ | ۱۶/۵۳۱۰۰ | -۰/۵۰۴۲۴۲ | اندازه شرکت | SIZE |
| ۰/۰۰۰ | -۷/۲۸۰۴۱۸ | -۰/۸۷۱۶۴۲ | رشد شرکت | LGROW |
| ۰/۰۰۰ | -۶/۹۸۵۵۰۶ | -۰/۲۰۲۵۹۲ | نسبت دارایی ثابت مشهود | LTANG |
| ۰/۰۲۸۳ | ۲/۲۰۳۳۷۳ | ۰/۴۷۹۰۶۹ | سود آوری | LPROF |
| ۰/۰۰۰ | -۶/۳۵۵۹۱۶ | -۰/۱۷۵۷۱۸ | اندازه هیئت مدیره | LBSIZE |
| ۰/۰۰۰۲ | ۳/۷۳۵۶۱۳ | ۰/۲۲۰۲۱۳ | ترکیب هیئت مدیره | LBCPON |
| ۰/۰۰۰ | ۱۴/۹۷۶۲۹ | ۰/۶۴۸۰۹۵ | ریسک شرکت | RISK |
| | | ۰/۴۵ | ضریب تعیین | |
| | | ۰/۴۴ | ضریب تعیین تعدیل شده | |
| | | ۱/۸۱ | دوربین واتسون | |
| | | ۳۳۳۱/۴۲ | آماره F | |
| | | ۰/۰۰۰ | احتمال آماره F | |

نتیجه گیری

این مطالعه، به بررسی تأثیر قدرت مدیر عامل بر روی اهرم شرکت‌ها با استفاده از یک نمونه شامل ۱۵۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶ پرداخت. به طور اخص، این مطالعه درصدد بررسی رابطه بین قدرت مدیریت ارشد اجرایی و اهرم مالی بر اساس تئوری نمایندگی است. برای این منظور، ابتدا از PCA گسسته برای ایجاد شاخص قدرت مدیریت ارشد اجرایی استفاده گردید که بیانگر یک شاخص مبتنی بر ویژگی‌های چهار متغیر قدرت مرتبط با هم است. سپس از روش OLS برای برآورد رگرسیون استفاده شد.

طبق نتایج پژوهش شاخص قدرت مدیر عامل، دارای تأثیر منفی بر ساختار سرمایه می‌باشد. که این تأثیر گذاری از لحاظ آماری معنادار می‌باشد. بنابراین فرضیه پژوهش پذیرفته می‌شود. در واقع هرچه قدر منابع قدرت مدیر عامل شرکت‌ها افزایش پیدا کند و به همان نسبت قدرت مدیر عامل نیز نرخ رشد مثبتی را تجربه کرده باشد، باعث کاهش بدهی خواهد شد. مطابق با دیدگاه

کینتراکانی و همکاران (۲۰۱۴)، نتایج تجربی وجود رابطه را بین قدرت مدیریت ارشد اجرایی و اهرم شرکت، حتی پس از کنترل ویژگی‌های شرکت را نشان می‌دهد. به طور ویژه طبق نتایج به دست آمده نسبت بدهی با افزایش سطح قدرت مدیریت ارشد اجرایی کاهش می‌یابد. نتایج این پژوهش با پژوهش (جنسن و مک‌لینگ ۱۹۷۶) در تضاد می‌باشد. به علاوه، اهرم مالی زیاد موجب کاهش مسائل گردش نقدی آزاد و افزایش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. در نتیجه، شرکت‌های با مدیریت ارشد اجرایی دارای قدرت کم‌تر، تمایل بیشتری برای استفاده از وام و بدهی بیشتر دارند. اهرم بالا موجب کاهش رشد شرکت ناشی از بدهی و وام و کاهش قابلیت دسترسی به گردش نقدی آزاد می‌شود. به این ترتیب، این رابطه منفی تر می‌شود.

رشد و اندازه شرکت نیز به عنوان متغیرهای کنترلی دارای تأثیر منفی و معنادار بر ساختار سرمایه می‌باشند در واقع نرخ رشد شرکت‌ها از قدرت مدیرعامل و منابع قدرت در دست مدیرعامل نیز تأثیر می‌پذیرد. هرچقدر قدرت مدیرعامل در راستای افزایش میزان سودآوری شرکت استفاده شود و قدرت تصمیم‌گیری مدیرعامل در ارتباط با انجام سرمایه‌گذاری‌های جدید بهینه باشد، به همان نسبت منابع قدرت مدیرعامل شرکت‌ها افزایش پیدا کرده و در نهایت باعث کاهش اهرم شرکت‌ها خواهد شد. این نتایج با نتایج پژوهش بیچوک و همکاران، (۲۰۱۱) همسو می‌باشد. اندازه شرکت نیز به عنوان عاملی می‌باشد که از قدرت مدیرعامل تأثیر پذیرفته و هرچقدر اندازه شرکت با توجه به عمر شرکت افزایش پیدا کند، به همان نسبت شاخص صنعت مورد فعالیت شرکت، کارایی بیشتری را از خود نشان داده و در نهایت در بازه‌های زمانی بلندمدت باعث افزایش میزان سودآوری و کاهش ساختار سرمایه شرکت‌ها خواهد شد این نتایج با پژوهش سان، (۲۰۱۵) همسو می‌باشد.

یافته‌های این پژوهش اهمیت زیادی برای سهام داران و سیاست گذاران داشته و امکان مقایسه ارزشمند را با دیدگاه‌های نظری و یافته‌های تجربی مشاهده شده در منابع و مطالعات قبلی می‌دهد. برای مثال، این مطالعه نشان می‌دهد که مدیران ارشد اجرایی با درجات بالای قدرت، تمایل کمتری برای استفاده از بدهی دارند. این عمل نمی‌تواند بر مزایا و سود سهام داران خدشه وارد کند. مطالعات قبلی، عدم اثر بخشی را از طرف اعضای هیئت مدیره مستقل نشان داده‌اند (چن و النجار ۲۰۱۲). برای سیاست گذاران و قانون گذاران، آن‌ها می‌توانند از این یافته‌ها برای

بهبود رویکردهای توسعه خط مشی از حیث توازن قدرت مدیریتی که موجب تعدیل فعالیت‌ها و اقدامات مدیران ارشد اجرایی می‌شود استفاده کنند.

علی‌رغم کاربردها و پیامدهای فوق‌الذکر، این مطالعه دارای برخی محدودیت‌هاست که بسیاری از آن‌ها می‌توانند زمینه‌های سودمندی برای تحقیقات آینده باشند. در نهایت، تنها قدرت مدیر ارشد اجرایی و ویژگی‌های سطح شرکت با ساختار سرمایه شرکت در این مطالعه به صورت مرتبط در نظر گرفته می‌شوند. با این حال، سایر ویژگی‌های مدیر ارشد اجرایی نظیر سن، جنسیت و درجه اعتماد نیز بر اهرم شرکت اثر دارد. مطالعات آینده بایستی این فاکتورهای بالقوه را در معادلات اهرم مورد استفاده در این مطالعه در نظر بگیرند.

منابع

- Adams, R. B., Almeida, H., & Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *Review of Financial Studies*, 18(4), 1403–1432.
- Asadi, Gholam Hossein and Jalalian, Ramin (2012). "Investigating the Effect of Capital Structure, Shareholders and Big Company on Conservatism in Companies", *Quarterly Journal of Accounting and Auditing*. Volume 19, Issue 67, Spring 1391, p. 14-1. (in Persian).
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, 57(1), 1–32.
- Baldenius, T., N. Melumad, and X. Meng. (2014). Board composition and CEO power. *Journal of Financial Economics* 112 (1):53-68.
- Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *Journal of Finance*, 52(4), 1411–1438.
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169–1208.
- Chang, C., Chen, X., & Liao, G. (2014). What are the reliably important determinants of capital structure in china? *Pacific-Basin Finance Journal*, 30, 87–113.
- Chen, C. H., & Al-Najjar, B. (2012). The determinants of board size and independence: Evidence from China. *International Business Review*, 21(5), 831–846.
- Chikh, S., and J.-Y. Filbien. (2011). Acquisitions and CEO power: Evidence from French networks. *Journal of Corporate Finance* 17 (5):1221-1236.
- 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.

- Cronqvist, H., Makhija, A. K., & Yonker, S. E. (2012). Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage. *Journal of financial economics*, 103(1), 20-40.
- Faghani Makrani, Khosrow, Zandi, Anahita (2017). The Impact of Market Response to Cash Surplus, *Journal of Accounting Accounting and Management Audit*, Vol. 6, No. 22, Summer 2012, Page (1 to 12)..(in Persian).
- Fathi, Saeed; Aberi, Mehdi and Habibi, Salmaz (2014). "Meta-analysis of determinants of capital structure at company level", *Journal of Asset Management and Financing Management*. Second year, No. 4, Spring 2014, pp. 74-55..(in Persian).
- Finkelstein, S. (1992). Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation. *Academy of Management Journal*, 35(3), 505-538.
- Florackis, C., & Ozkan, A. (2009). Managerial incentives and corporate leverage: Evidence from the United Kingdom. *Accounting Finance*, 49(3), 531-553.
- Gombola, M. J., Ho, A. Y. F., & Huang, C. C. (2016). The effect of leverage and liquidity on earnings and capital management: Evidence from US commercial banks. *International Review of Economics & Finance*, 43, 35-58.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1983). Corporate financial structure and managerial incentives. *NBER Working Paper* No. R0398.
- Huang, R., K. J. K. Tan, and R. W. Faff.)2016). CEO overconfidence and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance* 36:93-110.
- 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.
- Jiang, F., & Kim, K. A. (2015). Corporate governance in China: A modern perspective.
- Jiraporn, P., Chintrakarn, P., & Liu, Y. (2012). Capital structure, CEO dominance, and corporate performance. *Journal of Financial Services Research*, 42(3), 139-158.
- Jiraporn, P., Y. Liu, and Y. S. Kim.)2014). How Do Powerful CEOs Affect Analyst Coverage? *European Financial Management* 20 (3):652-676.
- Li, T., Munir, Q., & Karim, M. R. A. (2017). Nonlinear relationship between CEO power and capital structure: Evidence from China's listed SMEs. *International Review of Economics & Finance*, 47, 1-21.
- Liu, Y., & Jiraporn, P. (2010). The effect of CEO power on bond ratings and yields. *Journal of Empirical Finance*, 17(4), 744-762.
- Liu, Y., and P. Jiraporn.)2010). The effect of CEO power on bond ratings and yields. *Journal of Empirical Finance* 17 (4):744-762.
- Luo, Y. (2015). CEO power, ownership structure and pay performance in Chinese banking. *Journal of Economics and Business*, 82, 3-16.
- Masoudi, Farzaneh Sadat, Khadijeh Eslami and Mohammad Reza Abdoli (۲۰۱۶),
The Relationship Between Duality of Managing Director and Capital Structure

in Companies Acquired in Tehran Stock Exchange, Third National Accounting Conference.(in Persian).

- Mehran, H., Taggart, R. A., & Yermack, D. (1999). CEO ownership, leasing, and debt financing. *Financial Management*, 28(2), 5–14.
- Miller, M. H. (1977). Debt and taxes. *Journal of Finance*, 32(2), 261–275.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Moradzandi, Anahita, Tonani, Mohsen (۲۰۱۵). Effect of Free Cash Flow and Cash Flow Level on Financial Flexibility, Financial Accounting and Audit Research, Vol. 7, No. 27, Autumn 2013, pp. 57-71.(in Persian).
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Pathan, S. (2009). Strong boards, CEO power and bank risk-taking. *Journal of Banking and Finance*, 33(7), 1340–1350.
- Pfeffer, J. (1992). *Managing with power: Politics and influence in organizations* Boston, MA: *Harvard Business Press*.
- Ruan, W., Tian, G., & Ma, S. (2011). Managerial ownership, capital structure and firm value: Evidence from China's civilian-run firms. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 5(3), 73–92.
- Seo, S. W., & Chung, H. J. (2017). Capital structure and corporate reaction to negative stock return shocks. *International Review of Economics & Finance*, 49, 292-312.
- Sun, J., Ding, L., Guo, J. M., & Li, Y. (2015). Ownership, capital structure and financing decision: Evidence from the UK. *British Accounting Review*. <http://dx.doi.org/10.1016/j.bar.2015.04.001> (Available online 2015).
- Ting, Hsiu-I. (2013). CEO turnover and shareholder wealth: Evidence from CEO power in Taiwan. *Journal of Business Research*, 66(12), 2466–2472.
- Yari, Frank (2016). Impact of CEO's decision-making power on financial performance of listed companies in Tehran Stock Exchange. *Accounting Accounting*..(in Persian).
- Zwiebel, J. (1996). Dynamic capital structure under managerial entrenchment. *American Economic Review*, 86(5), 1197–1215.

CEO's Power and Capital Structure Based on Lee's Model

Fereydoon Rahnamay Roodposhti¹, Anahita Zandi²

Received: 2018/06/22

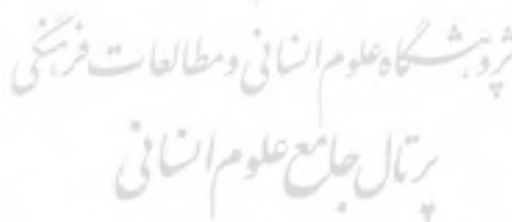
Accepted: 2018/10/09

Abstract

This study examines the effect of CEO's power on corporate leverage by using a sample of 150 listed companies in Tehran Stock Exchange during the period from 2010 to 2017. In particular, this study seeks to investigate the relationship between the power of senior management and financial leverage based on the theory of Agency. To measure the CEO's power index, an index based on the characteristics of four power-related power variables was used, then OLS method was used for estimating regression. The results showed that as CEO increases, the corporate capital structure and the leverage ratio will move in the negative direction and will reduce debt in the corporate capital structure.

Keywords: Capital Structure, CEO Power, Leverage.

JEL classification: G32, G34, G3



DOI: 10.22051/ijar.2019.20896.1411

¹ Professor of Accounting, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran, (rahnama.roodposhti@gmail.com)

² PhD Student of Accounting, Semnan Branch, Islamic Azad University, Semnan, Iran, Corresponding Author, (zandi_anna@yahoo.com)