

## بررسی اثر تعدیلی عدم اطمینان اقتصادی در تاثیر بین عملکرد بازار و قدرت مدیر عامل در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مسعود زارعی سودانی

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد خوراسگان، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران. (نویسنده مسئول).

masud\_zarei@yahoo.com

آرش محمدی نافچی

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد فارسان، دانشگاه آزاد اسلامی، فارس، ایران.

arashmohammadi70nafchi@gmail.com

### چکیده

هدف از انجام پژوهش حاضر، تبیین و تفسیر نقش تعدیلگر عدم اطمینان اقتصادی در تاثیر بین عملکرد بازار و قدرت مدیر عامل متشکل از ۷۴ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در افق زمانی ۱۳۹۸-۱۴۰۲ (یک دوره ۵ ساله) با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره با داده‌های تابلویی مورد بررسی قرار گرفت. روش تحقیق در این پژوهش به لحاظ هدف، کاربردی و به لحاظ روش، از نوع توصیفی همبستگی می‌باشد. داده‌های مورد نیاز جهت تست فرضیه‌ها از صورت‌های مالی و یادداشت‌های صورت‌های مالی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است و سپس توسط نرم‌افزار اکسل پردازش اولیه بر روی آنها انجام گرفت و جهت تجزیه و تحلیل نهایی داده‌ها به کمک نرم‌افزار اقتصادسنجی ایویوز و استاتا استفاده شد. نتایج مبین آن است که بین قدرت مدیر عامل بر عملکرد بازار رابطه مثبت و معنادار وجود دارد و بین قدرت مدیر عامل بر عدم اطمینان اقتصادی رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

**واژگان کلیدی:** عدم اطمینان اقتصادی، عملکرد بازار، قدرت مدیر عامل.

### مقدمه

مدیر عامل عموماً به عنوان یکی از قدرتمندترین و عالی‌ترین مقام اجرایی شرکت‌ها شناخته می‌شود. قدرت مدیر عامل<sup>۱</sup> به طور معمول به سبب اختیارات قانونی و تخصص ایجاد می‌شود. لذا انتظار تاثیرپذیری اهداف و برنامه‌های شرکت‌ها، ساختار و فرآیندهای داخلی شرکت از قدرت مدیر عامل دور از انتظار نیست (شیخ<sup>۲</sup>، ۲۰۱۸). قدرت مدیر عامل بیانگر تعداد سال‌هایی که مدیریت شرکت پست مدیر عاملی را در اختیار داشته که از جمله موضوعات کلیدی در مطالعات سازمان و مدیریت بوده است و از مباحث بحث برانگیز در امر هیئت مدیره قلمداد می‌گردد. (هینتینگالا<sup>۳</sup>، ۲۰۱۱) معتقد است که قدرت مدیر عامل به عنوان منبعی از توانائی و نفوذ بر هیئت مدیره تعریف می‌شود. (اسمیت و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۶) توزیع قدرت مدیر عامل را در به دست آوردن موفقیت‌های اعضای هیئت مدیره و مواجهه با شرایط محیطی و ... امری حیاتی و مهم تلقی می‌نمایند که این موفقیت و توانمندی مدیر عامل مستلزم استقلال هیئت مدیره است. لین و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۴) معتقدند که قدرت مدیر عامل می‌تواند ترکیب هیئت مدیره را تعیین کند و بر تصمیم‌های آنها اثر بگذارد. مدیر عامل را می‌توان بالاترین قدرت اجرایی در شرکت‌ها دانست که دارای مسئولیت‌های متفاوتی است که مهم‌ترین مسئولیت وی

<sup>1</sup> CEO power

<sup>2</sup> Sheikh

<sup>3</sup> Heenetigala

<sup>4</sup> Smith

<sup>5</sup> Lin et al

توسعه و پیاده‌سازی استراتژی‌های تجاری، گرفتن انواع تصمیمات مدیریتی، مدیریت منابع و مصارف سازمان و ارتباط کارایی با هیئت مدیره و سایر ارکان اجرایی شرکت دانست (چلوژیو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰). همچنین (وی‌تینگ<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶) بیان می‌دارد که دوره تصدی مدیر عامل شرکت یکی از معیارهای اندازه‌گیری کیفیت مدیریتی است که به تعداد سال‌هایی که یک شخص در پست مدیر عامل یک شرکت می‌باشد، اطلاق می‌گردد. انجام عملیات مدیریتی شرکت توسط یک شخص طی سنوات متمادی، به دلیل آشنایی تیم مدیریتی با عملیات مدیریتی شرکت، می‌تواند موثرتر صورت گیرد. در باب اهمیت و نقش مدیر عامل می‌توان اذعان نمود که مدیر عامل را باید به عنوان عالی رتبه‌ترین و مشهورترین فرد اجرایی در یک سازمان دانست که وظیفه اداره فعالیت‌های شرکت را بر عهده دارد. قدرت مدیر عامل یکی از عواملی است که می‌تواند موجب تسهیل معاملات مدیریتی در شرکت‌ها شود. از این جهت، مدیر عامل به عنوان منبعی از قدرت اجرایی بر هیئت مدیره نفوذ دارد. اگر منابع مدیر عامل با منافع سهامداران همسو و همراستا نباشد در این صورت نفوذ و قدرت مدیر عامل مشکل‌ساز می‌شود (سایدو<sup>۳</sup>، ۲۰۱۹). در این راستا، مدیرانی را می‌توان کارا و توانمند نامید که نظارت موثری بر فعالیت‌های متقلبانه و گزارشگری نادرست داشته باشند (بوشمن و کلین<sup>۴</sup>، ۲۰۱۹). همچنین مدیر عامل در نقش رهبر یک شرکت بدون تردید بر عملکرد بازار تاثیر بسزایی دارد و به عنوان یک رکن اساسی در پیشبرد اهداف شرکت مطرح است. مدیران در یک شرکت یا سازمان وضع‌کننده خط‌مشی بوده و صاحبان قدرت هستند و عملکرد بازار مرتبط با قدرت و توانمندی آنان است و می‌تواند زمینه رشد یا تعالی یا زمینه انحراف یا فساد شرکت را فراهم نماید (بوچهالز و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۹). به سخن بهتر، در شرکت‌هایی که مدیر عامل از قدرت و نفوذ بیشتری برخوردار است، انتظار می‌رود که عملکرد و ارزش شرکت به واسطه تثبیت جایگاه و همچنین کسب شهرت و اعتبار مدیران در بازار فزونی یابد. (وانگ<sup>۶</sup>، ۲۰۱۶) اعتقاد دارد که قدرت مدیر عامل سبب می‌شود تا مزیت رقابتی و نوآوری ایجاد شده که خود بیانگر نگرش و قابلیت‌های مدیران است که به نوبه خود ویژگی‌های شرکت را تغییر می‌دهد. وجود مدیر عامل با قدرت بالا می‌تواند به عنوان یک پیش‌برنده و عضو اساسی نقش مثبتی در تصمیم‌گیری و سودآوری عملکرد بازار دارد (آکتاس و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۱۶). با عنایت به اهمیت و نقش بی‌بدیل قدرت مدیر عامل به عنوان یک ضرورت جدائی‌ناپذیر، شناسایی عوامل موثر بر قدرت مدیر عامل یکی از مسایل حیاتی و بنیادی امروزی است. یکی از این عوامل برجسته و کلیدی عملکرد بازار<sup>۸</sup> است. عملکرد بازار بخش عمده‌ای از مباحث حسابداری، مدیریت و اقتصاد را تشکیل می‌دهد و همواره مورد مورد تاکید بازار قرار داشته تعیین عملکرد بازار است و به عنوان یکی از مهم‌ترین و اساسی‌ترین منابع اطلاعاتی و یک معیار ارزیابی با اهمیت است که دستاوردهای بازتابی در فروش، سهم بازار و رضایت مشتری را در نظر می‌گیرد و توانایی شرکت را در انطباق با تغییرات محیطی افزایش می‌دهد (فونسکا و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۱۹). ارزیابی عملکرد بازار، عاملی اساسی در کسب و کار، بشمار می‌رود؛ زیرا اطلاعات لازم در مورد شرایط مالی و عملکرد مدیریتی «قدرت مدیر عامل» را برای مدیران و سرمایه‌گذاران فراهم می‌کند. ارزیابی عملکرد بازار، پیشرفت مداوم به سمت اهداف تعیین شده را ممکن می‌سازد و نقاط رکود و رونق را شناسایی می‌نماید. عملکرد بازار به توانایی شرکت در راستای کسب سهم بازار، جذب مشتریان جدید، حفظ مشتریان فعلی، بهبود کیفیت محصول، ارتقای موقعیت رقابتی شرکت و همچنین دستیابی به اهداف

<sup>1</sup> Chelogoi et al

<sup>2</sup> Wei Ting

<sup>3</sup> Saidu

<sup>4</sup> Boumosleh & Cline

<sup>5</sup> Buchholz et al

<sup>6</sup> Wang

<sup>7</sup> Aktas et al

<sup>8</sup> Market Performance

<sup>9</sup> Fonseca et al

سازمانی با توجه به معیارهایی نظیر رشد فروش و ارزش بازار گفته می‌شود (قهرمان‌پور و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹). لازم به ذکر است که یکی از مهم‌ترین مفاهیم هر سازمانی در هر اندازه و هر بخش، عملکرد بازار آن شرکت یا سازمان است. به بیان دیگر، موفقیت شرکت یا سازمان در بازار در نتیجه عملکرد بازار شرکت یا سازمان است. عملکرد بازار ممکن است تحت تأثیر بسیاری از عوامل از جمله کمبود منابع، مشکلات نقدینگی، ساختار سرمایه و فرصت‌های رشد قرار گیرد اما تأثیر نهایی محیط درونی شرکت‌ها بر عملکرد بازار همواره قابل بحث است. ارزیابی عملکرد بازار یعنی اندازه‌گیری این موضوع که شرکت تا چه حدی به اهداف تعیین شده در برنامه‌های خود دست یافته است. نتیجه حاصل شده از ارزیابی عملکرد بازار، ابزاری برای پیش‌بینی برنامه‌های آتی و نیز بهبود نقاط قوت و برطرف کردن نقاط ضعف می‌باشد (تونیا و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۹). لازم به ذکر است که تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر عملکرد بازار نیز تحت تأثیر رقابت بازار محصول و اصطکاک مالی است. عملکرد بازار به منظور حفظ مزیت رقابتی شرکت‌ها و سوق دادن آنها به سمت رشد بیشتر اقتصادی نقش با اهمیتی ایفا می‌نماید. شرکت‌ها در بازار رقابتی برای افزایش و حفظ جایگاه خود و ایجاد موانع برای ورود رقبا از استراتژی‌های گوناگونی بهره می‌جویند و تعیین هر استراتژی بیانگر پذیرش سطح متفاوتی قدرت مدیر عامل را می‌طلبد (ژانگ و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۲۱). در همین راستا، اقتصاددانان عملکرد بازار را به عنوان میزانی که یک بازار خوب کار می‌کند توصیف می‌شود، اما برای اینکه بتواند اندازه‌گیری شود باید گروه‌ها و ابعاد عملکرد خوب را به وضوح مشخص نمود. لذا، عملکرد مناسب بازار در صورتی محقق می‌شود که عرضه و تقاضای آن به موثرترین روش مدیریت شود و این بدان معنی است که حداکثر سود برای شرکت به دست آید. همچنین عدم اطمینان «عدم ثبات» نقطه مقابل اطمینان است. وقتی که به این معنا است که شرایط برای یک حادثه معین «اطمینان داریم» گفته می‌شود، کاملاً قابل پیش‌بینی است. اما وقتی که یک تصمیم‌گیرنده دانش و اطلاعات کامل و یا فهم دقیقی از تصمیم پیشنهادی و یا نتایج احتمالی آن ندارد، گفته به سر می‌برد (موری<sup>۴</sup>، ۲۰۱۷). عدم اطمینان اقتصادی<sup>۵</sup> به عدم توانایی شرکت در بررسی دقیق و در نظر گرفتن چگونگی تغییر سیاست‌های اقتصادی یک کشور یا حوزه خاص در طول فرآیند توسعه، از جمله عدم اطمینان در مورد سیاست‌های مالی، پولی و تجاری اشاره دارد (بیکر و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۶). به بیان بهتر، عدم اطمینان اقتصادی می‌تواند یک نااطمینانی را در اقتصاد به وجود بیاورد که به آن نااطمینانی اقتصادی گفته می‌شود (بورگارد<sup>۷</sup>، ۲۰۱۲). عدم اطمینان اقتصادی وضعیتی است که در آن احتمالات مربوط به وقایع، قابل تشخیص و تعیین نیستند. تصمیم‌گیرنده ممکن است تمامی رخدادهای ممکن را بداند، اما هیچ راهی برای تعیین احتمالات مربوط به آنها وجود ندارد و یا تنها برخی از گزینه‌ها یا رخدادهای مربوط به آنها شناخته شده است (خدادادی و همکاران، ۱۳۹۰). به سخن شیواتر، در بیان مفهوم نااطمینانی می‌توان گفت وضعیتی که وقایع آینده و یا احتمال رخ دادن آنها پیش‌بینی شده نباشد. نااطمینانی وقتی وجود دارد که یا اتفاقات آینده مشخص و معلوم نباشد و یا با وجود مشخص بودن اتفاقات آینده احتمال آنها قابل پیش‌بینی نیست. عدم اطمینان اقتصادی نه تنها به طور جدی بر اقتصاد کلان بلکه بر جنبه‌های خرد شرکت و سازمان تأثیر می‌گذارد و پیامد آن نگرانی بیشتر دولت‌ها، شرکت‌ها و سازمان‌ها را به خود جلب نموده است (شن و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۲۱). در شرایط عدم اطمینان، فرآیند برنامه‌ریزی و تصمیم‌گیری و همچنین سیاست‌گذاری در همه بخش‌های اقتصادی از جمله بازار مالی با اختلال مواجه می‌شود، چرا که امکان پیش‌بینی کاهش می‌یابد و تحقق

<sup>1</sup> Ghahramanpour et al

<sup>2</sup> Tunyi et al

<sup>3</sup> Zhang et al

<sup>4</sup> Moore

<sup>5</sup> Economic Policy Uncertainty (EPU)

<sup>6</sup> Baker et al

<sup>7</sup> Brogaard

<sup>8</sup> Shen et al

چشم‌اندازهای آینده برای عواملان اقتصادی نیز دشوار می‌شود. وجود عدم اطمینان سبب عدم تشخیص سرمایه‌گذاران نسبت به اطمینان در خصوص اینکه آیا شرکت قادر به پرداخت بدهی‌ها و تعهدات خود است یا خیر. در چنین شرایطی عواملان اقتصادی در مورد تصمیمات مربوط به مصرف، پس‌انداز و یا سرمایه‌گذاری با عدم قطعیت مواجه است. در باب ارزش و جایگاه عدم اطمینان اقتصادی می‌توان اذعان نمود که می‌تواند بر عملکرد بازار هنگام تصمیم‌گیری تاثیر بسزایی داشته باشد و بر رفتار و کارایی سرمایه‌گذاری تمرکز وافر دارد و از پیامدهای آن می‌توان در قیمت‌گذاری دارایی‌های شرکت استفاده نمود. از مهم‌ترین عوامل ایجاد و تشدید نااطمینانی اقتصادی را می‌توان سیاست‌های دولت عنوان کرد که با توجه به افق زمانی محدود خود، سیاست‌های مورد نظر را طراحی می‌کنند و منافع ناشی از کاهش بیکاری حال را به هزینه‌های تورم آینده ارجح می‌دانند و با توجه به اینکه دولت بالاترین نقش را در اقتصاد ایران دارد، می‌توان انتظار داشت که در ایجاد نااطمینانی و بی‌ثباتی اقتصادی نیز بیشترین تاثیر را دارد. نااطمینانی حاصل از منابع مختلف، موجب تغییر در روش و نوع تصمیم‌های بالقوه و بالفعل اقتصادی و بازار می‌شود که این تصمیم‌ها در نهایت بر روی فعالیت‌های واقعی آنها تاثیر می‌گذارد (شن و همکاران، ۲۰۲۱). در باب ارزش و نقش عدم اطمینان اقتصادی می‌توان گفت نااطمینانی زمانی بروز می‌یابد که اتفاق‌های آینده نامشخص است یا احتمال وقوع آنها پیش‌بینی‌پذیر نیست. نبود دانش پیش‌بینی «کمبود اطلاعات»، علت اصلی نااطمینانی است. تصمیم‌گیری برای آینده، در چنین وضعیتی پیچیده و مشکل می‌شود و بر تصمیم‌های عواملان اقتصادی تاثیر می‌گذارد. از عوامل بسیار مهم ایجاد و تشدید نااطمینانی اقتصادی، طراحی سیاست‌ها در افق زمانی محدود و ترجیح منافع کوتاه‌مدت بر منافع درازمدت است. با مشخص نبودن اتفاق‌های آینده یا پیش‌بینی ناپذیری احتمال رخدادهای آتی، نااطمینانی ایجاد می‌شود. در چنین وضعیتی، تصمیم‌گیری‌های آتی پیچیده و مشکل می‌شود و نااطمینانی ایجاد شده، تصمیم‌های عواملان اقتصادی را متاثر می‌سازد (مغیره و عبده، ۲۰۲۰). عدم اطمینان به طور قابل توجهی تئوری‌های پشتوانه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را تحت تاثیر قرار داده است. عدم اطمینان در محیط اقتصادی باعث شده است تا تصمیم‌گیری‌های اقتصادی اغلب همراه با ریسک باشند. به این مفهوم که گاهی نتایج با انتظارات منطبق نخواهد بود. پذیرش این ویژگی محیط اقتصادی و اینکه کسب اطلاعات ارزشمند می‌تواند این عدم اطمینان را کاهش دهد، تمامی منابع اطلاعاتی را تحت تاثیر قرار داده است. عدم اطمینان تغییرات غیرقابل پیش‌بینی در یک متغیر اقتصادی است که چون نمی‌توان این تغییرات را در آینده پیش‌بینی کرد، می‌تواند تاثیر زیادی بر سایر متغیرهای اقتصادی بگذارد. لذا، از منظر تئوریک چنین استدلال می‌شود که بر اساس تئوری نمایندگی و تئوری مشروعیت در شرایط عدم اطمینان اقتصادی بدون تردید شرکت‌ها ممکن است با کمبود نقدینگی و بازپرداخت بدهی‌های معوقه روبرو شوند که در چنین مواقعی حضور مدیران توانمند به این بحران اقتصادی کمک نموده و ایجاد انگیزه در سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و تعیین میزان کنترل و نظارت داخلی موجب موفقیت و ارتقاء شرکت خواهد شد. لذا، انتظار می‌رود که تاثیر قدرت مدیر عامل بر ارزش عملکرد بازار تحت تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی همچون بحران‌های اقتصادی قرار گیرد، زیرا قدرت مدیر عامل یکی از عوامل برجسته و کلیدی است که همه ابعاد شرکت را در بر دارد. از سوی دیگر، انتظار می‌رود که زمانی شرایط عدم اطمینان اقتصادی بر شرکت‌ها حکمفرما است، ارتباط قدرت مدیر عامل با عملکرد بازار شرکت تحت تاثیر تئوری مشروعیت و تئوری نمایندگی همراستا قرار گیرد. رابطه نمایندگی منجر می‌شود که اقدامات مدیر عامل کمتر دیده شود و شرکت در معرض یک محیط ناامن قرار گیرد. بر طبق تئوری محدودیت مالی، افزایش عدم اطمینان اقتصادی، افزایش مشکلات مالی شرکت‌ها را به دنبال خواهد داشت. بنابراین، تحت چنین شرایطی تامین مالی شرکت و به تبع آن هزینه‌های مالی، افزایش می‌یابد و عملکرد بازار با نوسان و ابهام مواجه است (شن و

<sup>1</sup> Maghyereh & Abdoh

همکاران، ۲۰۲۱). پیرو تئوری ریسک‌گریزی، عدم اطمینان اقتصادی بالا اثرات جدی بر عملکرد بازار دارد (نارایان و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹).

نتایج این پژوهش به صورت تجربی و کاربردی برای مدیران، تحلیل‌گران مالی، شرکت‌های سرمایه‌گذار، سرمایه‌گذاران بالقوه، اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی مورد استفاده قرار می‌گیرد. همچنین نتایج این پژوهش برای مجامع حرفه‌ای و سهامداران شرکت‌ها نیز قابل توجه خواهد بود تا نتایج مثبت بیشتری را رقم بزنند و در نهایت به بهبود و پیشبرد عملکرد شرکت‌ها منجر شود.

مروری بر پیشینه پژوهش‌های انجام شده حاکی از آن است که در ایران بررسی نقش تعدیلگر عدم اطمینان اقتصادی در تاثیر بین عملکرد بازار و قدرت مدیر عامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد توجه و تحقیق قرار نگرفته است و در این حوزه پژوهش کافی و منسجم انجام نگرفته است و با اینکه در ارتباط با موضوع فوق پژوهش‌های متعدد و متنوع انجام شده است، اما در داخل کشور پژوهشی که کاملاً مشابه با پژوهش حاضر باشد وجود ندارد. بنابراین، با توجه به بررسی‌های ایراندک این اولین پژوهش و از جمله معدود پژوهش‌هایی در ایران می‌باشد که به بررسی نقش تعدیلگر عدم اطمینان اقتصادی در تاثیر بین عملکرد بازار و قدرت مدیر عامل می‌پردازد. لذا، با توجه به مراتب فوق پژوهش حاضر در صدد پاسخگویی به این سوال است که آیا عدم اطمینان اقتصادی نقش تعدیلگر در تاثیر بین عملکرد بازار و قدرت مدیر عامل دارد یا خیر؟

### مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

برخی از معتبرترین و بروزترین پیشینه‌های پژوهش در رابطه با عوامل تاثیرگذار قدرت مدیر عامل شرکت به شرح ذیل می‌باشند:

#### پیشینه خارجی

مارتینز و الورز<sup>۲</sup> (۲۰۲۴) در پژوهشی تحت عنوان "قدرت مدیر عامل و ایجاد فرهنگ نوآوری در استراتژی تجاری شرکت‌ها" شامل بنگاه‌های ۳۷ کشور جهان پرداخت. جهت انجام پژوهش از پایگاه داده تامسون رویترز استفاده نمود و روش کلی را Moments (GMM) در نظر گرفت. یافته‌ها نمایانگر این است که قدرت مدیرعامل تأثیر مثبتی در فرهنگ نوآوری استراتژی تجاری شرکت‌ها دارد و به نوبه خود، ابعاد فرهنگ ملی مورد استفاده در اینجا تأثیر تعدیل کننده‌ای در رابطه بین قدرت مدیرعامل و نوآوری ندارد. فاصله قدرت و جلوگیری از عدم اطمینان، ارتباط مثبت بین قدرت مدیرعامل و نوآوری را تعدیل می‌کند. فردگرایی و افراط و تفریط تأثیر مثبت قدرت مدیرعامل بر نوآوری را تقویت می‌کند. مردانگی و جهت‌گیری طولانی مدت بر رابطه تأثیر نمی‌گذارد.

ماکی‌را و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۳) در پژوهشی تحت عنوان "بررسی تاثیر نقش تعدیل‌گر تمرکز مالکیت و جریان وجوه نقد آزاد بر رابطه بین سیاست‌های تقسیم سود و عدم اطمینان اقتصادی" در افق زمانی ۲۰۰۵ - ۲۰۱۶ جامعه آماری متشکل از ۱۳۳ شرکت «با استفاده از مشاهدات ۱۰۳۴ سال-شرکت» در کشور شیلی پرداختند. نتایج بیانگر آن است که الف: رابطه غیرخطی و U شکل بین سیاست‌های تقسیم سود و عدم اطمینان اقتصادی وجود دارد، ب: این رابطه زمانی که عدم اطمینان اقتصادی بالا وجود دارد و چنانچه عدم اطمینان اقتصادی در سطح پایین باشد ممکن نیست، همچنین بین سیاست‌های تقسیم سود و جریان وجوه نقد آزاد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و تمرکز مالکیت و جریان وجوه نقد

<sup>1</sup> Narayan et al

<sup>2</sup> Martínez & ALVAREZ

<sup>3</sup> Maquieira et al

آزاد به عنوان متغیرهای تعدیلگر «توضیحی» می‌باشند و رابطه مثبت و معناداری بین این دو متغیر با سیاست‌های تقسیم سود وجود دارد.

هوانگ و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۱) در پژوهشی تحت عنوان "بررسی ارتباط بین عدم اطمینان اقتصادی و تغییر مدیران اجرایی" در کشور چین در افق زمانی ۲۰۱۰-۲۰۱۹ پرداختند. نتایج یافته‌ها حاکی از آن است که بین عدم اطمینان اقتصادی و تغییر مدیران اجرایی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین یافته‌ها بیانگر آن است که ریسک‌پذیری شرکت رابطه عدم اطمینان اقتصادی و تغییر مدیران اجرایی را تقویت می‌نماید.

ژو (۲۰۲۰) در پژوهشی تحت عنوان "بررسی تاثیر عدم اطمینان اقتصادی و هزینه سرمایه بر سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه شرکت" در شرکت‌های آمریکایی در افق زمانی ۲۰۱۰-۲۰۱۶ پرداختند. جامعه آماری آنها شامل ۱۲۴۰۸ مشاهده بوده است. نتایج یافته‌ها حاکی از آن است که عدم اطمینان اقتصادی بر سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه شرکت اثر منفی دارد. از سویی، با افزایش نرخ هزینه سرمایه، سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه شرکت کمتر خواهد شد.

راشید و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۰) در پژوهشی تحت عنوان "قدرت مدیر عامل و مسئولیت اجتماعی" در بین شرکت‌های بنگلادش متشکل از ۹۸۶ در بازه زمانی ۲۰۰۲-۲۰۱۲ پرداختند. نتایج نشان داد که شرکت‌هایی که سطح قدرت مدیرعامل بالاتری دارند با افشای مسئولیت اجتماعی ارتباط منفی دارند. با این حال، این ارتباط منفی بین قدرت مدیرعامل و سطح افشای مسئولیت اجتماعی به طور مثبت توسط میزان نفوذ ذی‌نفعان تعدیل می‌شود. به عبارت دیگر، این یافته نشان داد که در حالی که قدرت مدیرعامل باعث کاهش سطح افشای مسئولیت اجتماعی در بنگلادش می‌شود، نفوذ ذی‌نفعان اثر منفی قدرت مدیرعامل در سطح افشای مسئولیت اجتماعی را کاهش می‌دهد.

## پیشینه داخلی

کوهی‌نژاد (۱۴۰۲) در پژوهشی تحت عنوان "بررسی تاثیر یکپارچگی زنجیره تامین و ارزش ویژه برند بر عملکرد بازار" پرداخت. جهت نمونه‌گیری از روش نمونه‌گیری تصادفی شد و مورد مطالعه قرار گرفتند. برای یکپارچگی زنجیره تامین از یکپارچگی زنجیره تامین فلین و همکاران استفاده شد که شامل سه بخش یکپارچگی مشتری، یکپارچگی تامین کننده و یکپارچگی داخلی بود. پرسشنامه ارزش ویژه برند آکر برای ارزش ویژه استفاده شد و دارای ۸ سوال و سه بعد کیفیت درک شده، آگاهی از برند و وفاداری به برند بود. برای عملکرد بازار نیز از پرسشنامه چری و همکاران استفاده شد که دارای ۷ گویه بود. نتایج نشان داد که یکپارچگی مشتری، یکپارچگی تامین کننده و یکپارچگی داخلی بترتیب ۴۱/۲۰ درصد، ۳۶/۵۰ درصد، و ۶۵/۷۰ درصد از واریانس عملکرد بازار را تبیین کردند. نتایج همچنین نشان داد که کیفیت درک شده، آگاهی از برند و وفاداری به برند بترتیب ۴۵/۱۰ درصد، ۶۵/۲۰ درصد و ۵۱/۴۰ درصد از واریانس عملکرد بازار را تبیین کردند. در مجموع نتایج نشان می‌دهد که یکپارچگی زنجیره تامین و ارزش ویژه برند بر عملکرد بازار تاثیر مثبتی داشتند و می‌توانند برای بهبود عملکرد بازار مورد استفاده قرار گیرند.

محمدتقوی (۱۴۰۲) در پژوهشی تحت عنوان "تاثیر قدرت مدیرعامل و استقلال هیات مدیره بر رابطه بین کیفیت حسابرسی و تجدید ارایه صورت‌های مالی در شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران" پرداخت. جامعه آماری مورد بررسی مشتمل بر ۸۱ شرکت می‌باشد که برای بازه زمانی ۵ ساله ۱۳۹۱-۱۳۹۵ انتخاب شده‌اند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین قدرت مدیرعامل بر رابطه بین کیفیت حسابرسی و تجدید ارایه صورت‌های مالی مورد آزمون قرار گرفت. نتیجه حاصل از آزمون، حاکی از آن است که تاثیر قدرت مدیرعامل بر رابطه بین کیفیت حسابرسی و تجدید ارایه

<sup>1</sup> Huang et al

<sup>2</sup> Rashid et al

صورت‌های مالی تایید شده و در نتیجه فرضیه پژوهش پذیرفته می‌شود. تاثیر استقلال هیات مدیره رابطه بین کیفیت حسابرسی و تجدید آرایه صورت‌های مالی مورد آزمون قرار گرفت. نتیجه حاصل از آزمون، حاکی از آن است که تاثیر استقلال هیات مدیره رابطه بین کیفیت حسابرسی و تجدید آرایه صورت‌های مالی تایید شده و در نتیجه فرضیه پژوهش پذیرفته می‌شود.

طوفانی چهارده و محمدی (۱۴۰۲) در پژوهشی تحت عنوان "بررسی تاثیر قدرت مدیر عامل بر خطر سقوط قیمت سهام" توسط نمونه‌ای متشکل از ۱۲۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ - ۱۴۰۰ پرداختند. روش رگرسیون خطی چند متغیره برای آزمون فرضیه انتخاب شد. نتایج پژوهش نشان داد قدرت مدیرعامل بر خطر سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

ذبیح‌زاده و قلی‌پورپاشا (۱۴۰۲) در پژوهشی تحت عنوان "بررسی تاثیر قدرت مدیر عامل و مسئولیت اجتماعی با نقش تعدیلی ویژگی‌های مدیرعامل" توسط نمونه‌ای متشکل از ۱۶۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۵ - ۱۴۰۰ پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد قدرت مدیرعامل بر مسئولیت اجتماعی شرکت تاثیرگذار است. همچنین ویژگی‌های مدیرعامل نقش تعدیل کننده بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و مسئولیت اجتماعی شرکت دارد.

اسکویی و رستمی (۱۴۰۲) در پژوهشی تحت عنوان "بررسی ارتباط عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مقایسه پذیری صورت مالی" شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران شامل ۵۹ شرکت در افق زمانی ۱۳۹۴ - ۱۴۰۰ پرداختند. این پژوهش به روش توصیفی - همبستگی انجام شده و از نوع تحقیقات کاربردی است. داده‌های پژوهش از صورت‌های مالی شرکت‌ها استخراج گردیده و با استفاده از مدل رگرسیونی با روش پانل دیتا مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. یافته‌های پژوهش نشان داد که عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر سود تقسیمی تاثیر مثبت و معناداری دارد.

خراشادی (۱۴۰۱) در پژوهشی تحت عنوان "تاثیر دوره تصدی مدیرعامل بر عملکرد مسئولیت پذیری اجتماعی توسط نمونه‌ای متشکل از ۸۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ - ۱۳۹۶ پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که بین دوره تصدی مدیرعامل تاثیر معناداری بر عملکرد مسئولیت پذیری اجتماعی ندارد. همچنین استقلال هیئت مدیره تاثیر معناداری بر رابطه بین دوره تصدی مدیرعامل و عملکرد مسئولیت پذیری اجتماعی ندارد.

تنانی و صادقی (۱۴۰۱) در پژوهشی تحت عنوان "بررسی تاثیر عدم اطمینان اقتصادی بر تغییر اختیاری حسابرسی" در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران شامل ۱۲۶ شرکت در افق زمانی ۱۳۹۲ - ۱۳۹۹ پرداختند. از آزمون (t) برای مقایسه تغییر حسابرسی در دوره‌های عدم اطمینان حسابرسی استفاده شد. سپس با استفاده از برآوده رگرسیون لوجیت، به صحت بررسی تاثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته پرداخته شد. نتیجه پژوهش حاکی از آن است که رابطه مثبت و معناداری بین عدم اطمینان اقتصادی و تغییر اختیار حسابرسی وجود دارد.

### تبیین فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری مطرحه و پژوهش‌های پیشین، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین شده است.

**فرضیه (۱):** قدرت مدیر عامل بر عملکرد بازار اثر مثبت و معنادار دارد. (رابطه مستقیم)

**فرضیه (۲):** قدرت مدیر عامل بر عدم اطمینان اقتصادی اثر مثبت و معنادار دارد.

**فرضیه (۳):** عدم اطمینان اقتصادی بر عملکرد بازار اثر مثبت و معنادار دارد.

## روش‌شناسی پژوهش (متدولوژی)

این پژوهش با توجه به شیوه جمع‌آوری داده‌ها توصیفی و از نوع تحلیل همبستگی و از نظر هدف کاربردی است. جامعه آماری در برگیرنده کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران<sup>۱</sup> است، پژوهش طی بازه زمانی ۱۳۹۸-۱۴۰۲ انجام شده است. گردآوری داده‌های پژوهش از راه کتابخانه‌ای، مجلات و سایر سایت‌های معتبر از جمله کدال<sup>۲</sup>، نرم‌افزار ره‌آورد نوین و گزارش‌های منتشر شده توسط بورس اوراق بهادار تهران<sup>۳</sup> استخراج شده است. حجم نمونه پژوهش شامل ۷۴ شرکت برای دوره پنج ساله است. در این پژوهش ابتدا آمار توصیفی متغیرها، بررسی می‌شود و سپس همبستگی بین متغیرهای مربوط به قدرت مدیر عامل بررسی می‌گردد. برای تشخیص همگن یا ناهمگن بودن داده‌ها از آزمون چاو یا  $F$  لیمر<sup>۴</sup> و برای تشخیص مدل‌های ثابت یا اثرات تصادفی از آزمون هاسمن<sup>۵</sup>، به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها و استخراج نتایج پژوهش از نرم‌افزار اقتصادسنجی استاتا<sup>۶</sup> (۱۴/۱) استفاده شده است. در این پژوهش جهت تعیین نمونه آماری از نمونه‌گیری به صورت سامانمند «حذف سیستماتیک» استفاده شده، بدین صورت که در هر مرحله شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر نبوده‌اند، حذف شده و مابقی جهت انجام آزمون طبق شرایط زیر انتخاب شده‌اند.

۱. به دلیل شفاف نبودن مرزبندی بین فعالیت‌های عملیاتی و تامین مالی «ماهیت متفاوت عملیات این شرکت‌ها از سایر شرکت‌ها» شرکت‌های مالی زیر شامل بانک‌ها، واسطه‌گری مالی<sup>۷</sup>، لیزینگ و شرکت‌های بیمه، صندوق بازنشستگی از نمونه حذف شده‌اند.
۲. سهام شرکت در تمام سال‌های دوره پژوهش معامله شده باشد.
۳. از لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، توان هم‌سنجی، همسان‌سازی پایان سال مالی شرکت به پایان اسفند ماه هر سال ختم شود. «جهت حفظ رویه شناسایی انتساب به دوره مالی در اصل تطابق»
۴. شرکت‌ها نباید توقف فعالیت داشته و دوره فعالیت خود را تغییر داده باشند.
۵. تمام داده‌های مورد نیاز پژوهش از سال‌های ۱۳۹۸ لغایت ۱۴۰۲ به طور کامل و پیوسته در دسترس باشند.
۶. اطلاعات مربوط به شرکت‌ها در دسترس باشند.

## تصریح مدل‌ها و معرفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش حاضر در سه گروه وابسته «قدرت مدیر عامل»، مستقل «عملکرد بازار» و تعدیلگر «عدم اطمینان اقتصادی» قرار می‌گیرند.

<sup>1</sup> Tehran Exchange Market (TSE)

<sup>2</sup> www.codal.ir

<sup>3</sup> www.tsetmc.com

<sup>4</sup> F- Leamer Test

<sup>5</sup> Hausman test

<sup>6</sup> Stata

<sup>۷</sup> به دلیل وجود تفاوت در ماهیت فعالیت شرکت‌ها، نهادها و مؤسسه‌های مالی، تفاوت در ساختار اصول راهبری شرکتی، تفاوت در قوانین، مقررات و ضوابط محیط عملیاتی، تمایز در افشای اطلاعات و گزارش‌های مالی تفاوت در شکل و نحوه طبقه‌بندی اقلام، تفاوت در معیارهای ارزیابی عملکرد، تفاوت در اقلام دارایی‌ها و بدهی‌های تجاری و سیاست‌های سرمایه‌دگرش و عوامل مؤثر بر آن و اینکه مؤسسه‌ها و نهادهای مالی ضوابط خاصی دارند که موارد مشابه به آن برای شرکت‌های غیرمالی لازم‌الاجرا نیست، این گروه از شرکت‌ها از نمونه نهایی پژوهش حذف گردیدند.



## متغیر وابسته

### قدرت مدیر عامل (CEO POWER)

قدرت توان بالقوه‌ای است که هر فرد دارا است تا به وسیله آن بر فرد یا افراد دیگر و همچنین به تصمیم‌گیری آنها اثرگذار باشد، به گونه‌ای که افراد مجبور می‌شوند کاری را انجام دهند (لی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸). این دو معیار از طریق مجموع دو معیار اندازه‌گیری می‌شود. به این صورت که اگر مدیر عامل شرکت رئیس هیات مدیره باشد و یا حداقل ۱۰٪ از سهام شرکت را در اختیار داشته باشد. قدرت مدیر عامل با استفاده از معیارهای مدت تصدی مدیر عامل و درصد مالکیت مدیر عامل سنجیده می‌شود:

### معیارهای قدرت مدیر عامل

دوره تصدی: به طول مدت خدمت مدیر عامل در یک شرکت گفته می‌شود (گلدمن و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷). به سخن دیگر، تعداد سال‌هایی که فرد مدیر عامل چنین نقشی را در شرکت دارا می‌باشد.

### درصد مالکیت سهام مدیر عامل

مالکیت مدیر عامل به صورت سهام متعلق به مدیر عامل شرکت تعریف می‌شود (عبدالراشد و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۹). در صورتی که مدیر عامل مالکیت بالای یک درصد سهام شرکت را داشته باشد. جزء سهامداران عمده تلقی می‌شود و نام او در یادداشت‌های صورت‌های مالی و همچنین در سامانه بورس اوراق بهادار در قسمت سهامداران افشا می‌شود.  
الف: دوره تصدی:

سنوات مدیریت شخص مربوط در شرکت است. در صورتی که دوره تصدی مدیر عامل بالاتر از میانه در بین شرکت‌های نمونه باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد ۰ می‌گیرد. بالاتر بودن دوره تصدی مدیر عامل نشان از قدرت بیشتر وی دارد (هان و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۶).

ب: درصد مالکیت سهام مدیر عامل:

درصد مالکیت مستقیم سهام در اختیار شرکت‌های دولتی و وابسته به دولت و نهادهای حکومتی محاسبه و اندازه‌گیری می‌گردد (هان و همکاران، ۲۰۱۶).

## متغیر مستقل

### عملکرد بازار (Tobin's Q)

در این پژوهش، عملکرد بازار شرکت «ارزش شرکت» متغیر مستقل پژوهش است که جهت سنجش و اندازه‌گیری آن از طریق ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به اضافه ارزش دفتری کل بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها که به عنوان متداول‌ترین روش سنجش عملکرد بازار است، به دست می‌آید شاخص کیوتوبین نشان‌دهنده افق‌های سرمایه‌گذاری مناسب‌تری است (ژیو و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۹).

## متغیر تعدیلگر

### عدم اطمینان اقتصادی (EPU)

<sup>1</sup> Li et al

<sup>2</sup> Goldman et al

<sup>3</sup> Abdul Rasheed et al

<sup>4</sup> Han et al

<sup>5</sup> Xu et al

در این پژوهش، عدم اطمینان اقتصادی متغیر مستقل پژوهش است که جهت سنجش و اندازه‌گیری آن بدین منوال عمل می‌کنیم:

به پیروی از شکرخواه و همکاران (۱۴۰۲) از نرخ تورم به عنوان معیار نااطمینانی سیاستی اقتصادی استفاده می‌شود. بنابراین، این متغیر برابر است با (تورم سال جاری منهای تورم سال قبل) تقسیم بر تورم سال قبل.

### متغیرهای کنترلی

دلیل استفاده از متغیرهای کنترلی مشابه این مورد بوده است که بررسی ادبیات پژوهش نشان داده است که شرکت‌هایی که عملکرد مطلوب‌تری دارند، ارزش بالاتری داشته‌اند. بنابراین، در این پژوهش برای متغیرهای کنترلی از مجموعه‌ای از متغیرها که با عوامل تعیین کننده مرتبط هستند، نظیر اندازه شرکت، اهرم مالی، نسبت بازده کل دارایی و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام استفاده می‌کنیم.

### اندازه شرکت (SIZE)

اندازه شرکت یکی از فاکتورهای درونی شرکت‌ها است که بر ساختار مالی و سودآوری شرکت‌ها تاثیر دارد و اغلب به عنوان نماینده‌ای که بیانگر اطلاعات قابل دسترس در بازار می‌باشد مورد استفاده قرار گرفته که برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌های شرکت (حسن و حبیب<sup>۱</sup>، ۲۰۱۵). شایان ذکر است که هر چه اندازه شرکت بزرگ‌تر باشد، شرکت از اعتبار بیشتر برخوردار خواهد بود.

$$SIZE_{i,t} = \text{Log}(\text{Asset}_{i,t})$$

SIZE = اندازه شرکت *i* در سال مالی *t*.

Log = لگاریتم طبیعی شرکت *i* در سال مالی *t*.

ASSET = کل دارایی‌های شرکت *i* در سال مالی *t*.

### اهرم مالی<sup>۲</sup> (LEV)

اهرم مالی بیانگر ریسک مالی است، این نسبت از تقسیم کل بدهی‌ها (کوتاه‌مدت و بلندمدت) بر مجموع کل دارایی‌ها (جاری و غیرجاری) محاسبه می‌شود (حیدر و فانگ<sup>۳</sup>، ۲۰۱۸).

$$\frac{\text{کل بدهی‌ها}}{\text{کل دارایی‌ها}} = \frac{\text{بدهی کوتاه مدت} + \text{بدهی بلند مدت}}{\text{کل دارایی‌ها}}$$

### نرخ بازده دارایی‌ها (ROA)<sup>۴</sup>

نسبت بازده کل دارایی یا نسبت سودآوری، از تقسیم سود سالیانه، به کل دارایی شرکت، محاسبه می‌شود. بازده دارایی به صورت درصد بیان می‌شود (آتینک و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۲۱). شاخصی جهت ارزیابی عملکرد شرکت است. به بیان شیواتر، سود خالص در سال ... و کل دارایی‌ها در پایان سال اندازه‌گیری شده‌اند. این امر ایده‌ای را می‌دهد که با چه کارایی مدیریت از دارایی‌ها برای تولید سود استفاده می‌کند.

<sup>1</sup> Hasan & Habib

<sup>2</sup> Financial Leverage (LEV)

<sup>3</sup> Haider & Fang

<sup>4</sup> Return on Asset

<sup>5</sup> Attig et al

<sup>6</sup> Luo & Zhang

$$\frac{\text{سود خالص}}{\text{جمع داراییها}} = \frac{\text{سود قبل از کسر بهره و مالیات}}{\text{جمع داراییها}}$$

### نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)

برابر است با سود خالص تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (لو و ژانگ<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰). میزان کارایی و عملکرد مطلوب و مناسب یک شرکت، در خلق سود خالص برای سهامداران، نمایانگر استفاده بهینه از قدرت مدیر عامل است.

$$\text{نرخ بازده حقوق صاحبان سهام} = \frac{\text{سود خالص}}{\text{حقوق صاحبان سهام}}$$

### الگوهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌ها و نقش تعدیلگر عدم اطمینان اقتصادی در تاثیر بین عملکرد بازار و قدرت مدیر عامل از روش زیر استفاده می‌شود که مراحل اجرای روش و مدل‌های این پژوهش بر اساس روابط زیر محاسبه و اندازه‌گیری می‌شود:

### الگوی فرضیه اول پژوهش

اجرای رگرسیون بین قدرت مدیر عامل بر عملکرد بازار (رابطه مستقیم).  
رابطه (۱)

$$CEO\ POWER_{i,t} = \beta_0 + \beta_1\ Tobin's\ Q_{i,t} + \beta_2\ SIZE_{i,t} + \beta_3\ ROE_{i,t} + \beta_4\ LEV_{i,t} + \beta_5\ ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$EPU_{i,t}$  = عدم اطمینان اقتصادی.

$CEO\ POWER_{i,t}$  = قدرت مدیر عامل.

$Tobin's\ Q_{i,t}$  = عملکرد بازار.

$LEV_{i,t}$  = اهرم مالی.

$SIZE_{i,t}$  = اندازه شرکت.

$ROA_{i,t}$  = نسبت بازده کل دارایی.

$ROE_{i,t}$  = نسبت بازده حقوق صاحبان سهام.

$\beta$  = «ضریب متغیرها»، ضریب همبستگی رگرسیون، بردار سطری ضرائب شیب رگرسیون‌ها، ضریب متغیر مستقل.

$\beta_0$  = عرض از مبدا.

$i, t$  = شرکت  $i$  زمان  $t$ .

$\varepsilon_{i,t}$  = جزء خطای تصادفی شرکت (جملات اخلاص)، برای هر دوره مستقل است، دارای توزیع نرمال و مستقل از عوامل رگرسیونی است یا خطای برآورد مدل.

### الگوی فرضیه دوم پژوهش

اجرای رگرسیون بین قدرت مدیر عامل بر عدم اطمینان اقتصادی.

رابطه (۲)

$$CEO\ POWER_{i,t} = \beta_0 + \beta_1\ EPU_{i,t} + \beta_2\ SIZE_{i,t} + \beta_3\ ROE_{i,t} + \beta_4\ LEV_{i,t} + \beta_5\ ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

## الگوی فرضیه سوم پژوهش

اجرای رگرسیون بین عدم اطمینان اقتصادی بر عملکرد بازار.  
رابطه (۳)

$$EPU_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Tobin's } Q_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{ROE}_{i,t} + \beta_4 \text{LEV}_{i,t} + \beta_5 \text{ROA}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

## توصیف داده‌های پژوهش

در نگاره ۱ آمار توصیفی<sup>۱</sup> داده‌های پژوهش ارائه شده است، شامل «میانگین، انحراف معیار، واریانس، چولگی<sup>۲</sup> و کشیدگی<sup>۳</sup>» می‌باشد که به صورت کلی محاسبه شده است. جدول آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش برای بازه زمانی ۱۳۹۸-۱۴۰۲ بعد از ترمیم داده‌های پرت می‌باشد. داده پرت<sup>۴</sup> به داده‌ای اطلاق می‌گردد که معمولاً در یک مجموعه داده نسبت به سایر مقادیر موجود بزرگ‌تر یا کوچک‌تر است. این گونه داده‌ها به دلایلی مختلفی از جمله اشتباه در جمع‌آوری داده‌ها، ابزار اندازه‌گیری نادرست، وجود افراد غیرمعمول در نمونه و ... به وجود می‌آیند. تشخیص و حذف این داده‌ها از این رو حائز اهمیت است که این داده‌ها در صورت حذف نشدن در تمامی مراحل داده‌کاوی حضور داشته و باعث نتایج نادرست و بعضاً غیر منطقی خواهند شد (هاوکینز و همکاران<sup>۵</sup>، ۱۹۸۰).

جدول (۱): نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش پارامتر	نماد متغیر	نوع متغیر	میانگین	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی
قدرت مدیر عامل	(CEO POWER)	وابسته	۰/۳۷	۱	۰	۰/۴۸	۰/۸۷	۰/۶۵
عملکرد بازار	(Tobin's Q)	مستقل	۱/۵۳۲	۲/۸۸۶	۰/۵۴۶	۰/۴۲۶	۰/۸۵۰	۰/۱۵۲
عدم اطمینان اقتصادی	(EPU)	تعدیلگر	۰/۰۵۱	۰/۱۲۲	۰/۰۱۵	۰/۰۲۵	۰/۸۰۳	۴/۰۲۲
اندازه شرکت	(SIZE)	کنترلی	۴۴/۳	۱۷/۹۲	۱۱/۰۵	۱/۱۳۲	۰/۳۴۲	۳/۳۴۲
اهرم مالی	(LEV)	کنترلی	۰/۵۱۸	۰/۶۵	۴/۰۲	۰/۵۹	۲/۱۰۰	۲۵/۳۰
نسبت بازده کل دارایی	(ROA)	کنترلی	۰/۸۵	۰/۱۰۳	-۳۰	۰/۱۲	۶/۳۸	۴/۲۳
نسبت بازده حقوق صاحبان سهام	(ROE)	کنترلی	۰/۲۸	۰/۸۶	-۰/۴۸	۰/۲۷	۰/۵۵	۳/۱۸

تعداد مشاهدات ۷۴ شرکت

با توجه به نگاره فوق، بالاترین میانگین مربوط به متغیر اندازه شرکت و کمترین میانگین مربوط به متغیر عدم اطمینان اقتصادی می‌باشد. بیشترین و کمترین انحراف معیار به ترتیب مربوط به اندازه شرکت و نسبت بازده کل دارایی است. بیشترین کشیدگی مربوط به متغیر اهرم مالی و کمترین کشیدگی مربوط به عملکرد بازار است. بیشترین چولگی مربوط به متغیر اهرم مالی و کمترین چولگی مربوط به نسبت بازده حقوق صاحبان سهام است.

<sup>1</sup> Descriptive Statistics

<sup>2</sup> Skewness

<sup>3</sup> Kurtosis

<sup>۴</sup> - یک داده پرت (outliers) مشاهده‌ای است، که به طور غیر عادی یا اتفاقی از وضعیت عمومی داده‌های تحت آزمایش و نسبت به قاعده‌ای که بر اساس آن آنالیز می‌شوند، انحراف داشته است. به طور ساده‌تر، داده پرت مقداری است، که نسبت به مجموع نمرات توزیع در حد افراط یا تفریط قرار داشته باشد.

<sup>۵</sup> Hawkins et al

جدول (۲): نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش با استفاده از روش اثرات ثابت

تعداد مشاهدات: ۷۴ سال - شرکت		متغیر وابسته: قدرت مدیر عامل			
سال مورد بررسی: ۱۳۹۸-۱۴۰۲		روش آماری برآوردی: پانل دیتا - اثرات ثابت GLS			
رابطه	سطح معناداری	آماره T	ضریب	علامت متغیر	عنوان متغیر
مثبت	۸/۵۴	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۱	(CEO POWER)	قدرت مدیر عامل
مثبت	۱/۳۹۳	۰/۰۹۳۵	۰/۱۳۰۳	(Tobin's Q)	عملکرد بازار
بی‌معنی	-۳/۲۸	-۰/۲۹۴	-۰/۰۶۳	(EPU)	عدم اطمینان اقتصادی
مثبت	۰/۴۷۷۶	۰/۷۱۰۷	۰/۰۰۹۷	LNSIZE <sub>j,t</sub>	اندازه شرکت
مثبت	۰/۶۶۶۴	۰/۴۳۱۳	۰/۰۰۳۴	LEV <sub>j,t</sub>	اهرم مالی
مثبت	۰/۰۰۰۳	۳/۶۵۵۴	۰/۰۰۷۷	ROA <sub>j,t</sub>	نسبت بازده کل دارایی
مثبت	۴/۰۴۰	۰/۹۱۶	۰/۳۸۸	(ROE)	نسبت بازده حقوق صاحبان سهام
۰/۷۴۸۹	ضریب تعیین مدل				
۱/۱۵۳	آماره F				
۰/۰۰۰۰	سطح اهمیت				

جدول (۳): نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش با استفاده از روش اثرات ثابت

تعداد مشاهدات: ۷۴ سال - شرکت		متغیر وابسته: قدرت مدیر عامل			
سال مورد بررسی: ۱۳۹۸-۱۴۰۲		روش آماری برآوردی: پانل دیتا - اثرات ثابت GLS			
رابطه	سطح معناداری	آماره T	ضریب	علامت متغیر	عنوان متغیر
	۰/۰۲۳	-۰/۴۷۳	۰/۶۳۶	(CEO POWER)	قدرت مدیر عامل
بی‌معنی	-۰/۷۱	۰/۰۵۱۸	-۰/۰۳۸۶	(Tobin's Q)	عملکرد بازار
	-۹/۲۴۶	۱/۱۶۷	-۱۰/۷۸۶	(EPU)	عدم اطمینان اقتصادی
مثبت	۰/۰۱۴	۰/۰۰۲	۵/۰۶۸	LNSIZE <sub>j,t</sub>	اندازه شرکت
	-۰/۹۴	۰/۰۰۸	-۰/۰۰۷	LEV <sub>j,t</sub>	اهرم مالی
	-۲/۴۸۸	۰/۰۱۱	-۰/۰۲۷	ROA <sub>j,t</sub>	نسبت بازده کل دارایی
	-۱/۸۹۲	۰/۰۲۶۵	-۰/۰۵۰۱	(ROE)	نسبت بازده حقوق صاحبان سهام
۰/۵۷۵۲	ضریب تعیین مدل				
۰/۹۶۲۱	آماره F				
۰/۰۰۰۰	سطح اهمیت				

جدول (۴): نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش با استفاده از روش اثرات ثابت

تعداد مشاهدات: ۷۴ سال - شرکت		متغیر وابسته: قدرت مدیر عامل			
سال مورد بررسی: ۱۳۹۸-۱۴۰۲		روش آماری برآوردی: پانل دیتا - اثرات ثابت GLS			
رابطه	سطح معناداری	آماره T	ضریب	علامت متغیر	عنوان متغیر
بی‌معنی	-۰/۰۹۴	۰/۰۲۸	-۳/۲۸۸	(CEO POWER)	قدرت مدیر عامل
مثبت	۲/۰۲	۰/۰۴۲	۰/۰۸۶	(Tobin's Q)	عملکرد بازار
	۲۲/۱۵۰	۰/۱۱۵	۲/۵۴۸	(EPU)	عدم اطمینان اقتصادی
منفی	۰/۰۰۹۹	-۲/۵۹۰۷	-۰/۱۷۳۲	LNSIZE <sub>j,t</sub>	اندازه شرکت
مثبت	۰/۰۱۷۵	۲/۳۸۴۴	۰/۱۲۳۵	LEV <sub>j,t</sub>	اهرم مالی
منفی	۰/۰۰۰۳	-۲/۵۹۷۶	-۰/۰۰۷۱	ROA <sub>j,t</sub>	نسبت بازده کل دارایی

نسبت بازده حقوق صاحبان سهام	(ROE)	۰/۶۷۷	۰/۵۴۹	-۱/۲۳	بی معنی
ضریب تعیین مدل					
آماره $F$					
سطح اهمیت					
۹۲/۳۸					۰/۲۰۸
۰/۰۰۰۰					

#### جدول (۵): نتایج آزمون‌های مربوط به مفروضات

آماره چارکیو-برای <sup>۱</sup>		آماره بروش - پاگان <sup>۲</sup>		آماره دوربین - واتسون <sup>۳</sup>		آماره رمزی	
$\phi^2$	سطح اهمیت	$F$	سطح اهمیت	D	$F$	سطح اهمیت	
۱/۷۴۴۰	۰/۶۵۴۷	۳۲/۸۸	۶۳/۸۱	۱/۹۳۹	۳/۷۲۳	۰/۰۰۰۰	

#### جدول (۶): نتایج آزمون چاو و هاسمن

آزمون	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	سطح اهمیت
چاو	$F$	۶۵/۱۸	۳۴۲/۵	۰/۰۰۰۰
هاسمن	$\phi^2$	۸۵/۱۶	۰۰۰۰/۷	۰/۰۰۲۶

نتایج جدول آزمون  $F$  لیمر، بیانگر رد شدن فرضیه صفر و وجود ناهمگنی مقاطع می‌باشد، در واقع بیانگر مناسب بودن روش پانل دیتا برای برآورد مدل رگرسیون فرضیه‌ها می‌باشد. نتایج آزمون هاسمن<sup>۴</sup> بیانگر آن است که مقدار سطح معنی‌داری برای فرضیه‌ها کمتر از ۵ درصد بوده در نتیجه فرضیه صفر مبنی بر مناسب بودن اثرات تصادفی<sup>۵</sup> را نمی‌توان پذیرفت و اثرات ثابت ارجح‌تر می‌باشد. لذا، در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل اثرات ثابت ارجح است.

#### جدول (۷): آزمون بروش گادفری برای بررسی وجود خود همبستگی

مدل	آماره کای - دو	سطح معناداری	آماره دوربین - واتسون	نتیجه آزمون
اول	۸/۷۳۱	۰/۰۰۰	۲/۱۱۷	مشکل خودهمبستگی وجود دارد.
دوم	۶/۳۷۳	۰/۰۰۰	۱/۹۹۶	مشکل خودهمبستگی وجود دارد.
سوم	۷/۶۲۴	۰/۰۰۰	۱/۲۵۴	مشکل خودهمبستگی وجود دارد.

همانطور که ملاحظه می‌شود، آماره دوربین - واتسون برای کلیه مدل‌ها، بین ۱/۵ تا ۲/۵ با توجه به اینکه سطح معناداری آزمون بروش گادفری در مدل اول و دوم، کمتر از پنج درصد است، می‌توان گفت که بر طبق این آزمون در دو مدل پژوهش، بین خطاهای مدل‌ها، مشکل خود همبستگی وجود دارد.

#### بحث و نتیجه‌گیری

هدف این پژوهش، بررسی و تفسیر نقش تعدیلگر عدم اطمینان اقتصادی در تاثیر بین عملکرد بازار و قدرت مدیر عامل بود. بدین منظور سه فرضیه برای بررسی این موضوع تدوین و داده‌های موجود مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج پژوهش حاکی از آن است که نتایج فرضیه اول نشان داد که رابطه مثبت، معنادار و مستقیم بین قدرت مدیر عامل بر عملکرد بازار در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. نتایج پژوهش فوق با پژوهش هان و همکاران (۲۰۱۶) و تینگ و همکاران (۲۰۱۷) همخوان و همراستا است و با پژوهش هارجوتو و جو (۲۰۰۹) در تضاد

<sup>1</sup> Jarque-Bera  
<sup>2</sup> Breusch-Pagan  
<sup>3</sup> Durbin-Watson  
<sup>4</sup> Hausman  
<sup>5</sup> Random Effects Model

می‌باشد. بدون شک وجود مدیر عامل توانمند و کارا ارزیابی در تعیین موقعیت عملکرد بازار و حتی امکان وجود احتمال ورشکستگی را در شرکت پیش‌بینی می‌نماید. قدرت مدیر عامل منجر به بهبود و پیشرفت شرکت می‌شود. بنابراین، مادامی که شرکت‌ها ساختار حکمرانی مناسب و مطلوبی داشته باشند، بهتر قادر به رقابت در بازار هستند و می‌توانند انگیزه‌هایی را برای افزایش عملکرد مناسب در بین کارکنان ایجاد نمایند. به سخن رساتر، تاثیر مدیران قدرتمند بر تصمیمات شرکت و ایجاد تغییرات در شرکت حائز اهمیت است و نقش بسزایی دارد.

بر اساس نتایج فرضیه دوم چنین استدلال می‌شود که بین قدرت مدیر عامل بر عدم اطمینان اقتصادی رابطه معنادار و منفی وجود دارد. عدم اطمینان در شرایط اقتصادی، بدان معنی است که سیاست‌گذاران و فعالین محیط اقتصادی نمی‌توانند پیش‌بینی دقیقی درباره اینکه شرایط آتی اقتصادی چگونه خواهد بود، داشته باشند و سبب افزایش ریسک مدیر عامل می‌شود. از سوی دیگر، عدم اطمینان اقتصادی بر استراتژی‌ها، شرایط کلی و عملکرد بازار تاثیر می‌گذارد. نتایج پژوهش فوق با پژوهش‌های زینال و همکاران (۲۰۲۴) و شن و همکاران (۲۰۲۱) و نیفر و آجلی (۲۰۱۹) مطابقت دارد. نتایج مؤید آن است که اغلب افزایش عدم اطمینان ناشی از سیاست‌های اقتصادی و متغیرهای اقتصاد کلان، عملکرد بازار را کاهش می‌دهد. پیش‌بینی سودآوری را در محیط‌های تجاری و غیرتجاری با مشکل مواجه می‌کند، سبب اختلال در سیستم قیمت‌ها و تصمیم‌گیری شده و باعث می‌شود شرکت‌ها در ارتباط با مشتریان و جذب آنها دقت بیشتری داشته باشند و در هزینه‌های خود محتاط‌تر باشند.

نتایج به دست آمده فرضیه سوم نشان داد که بین عدم اطمینان اقتصادی بر عملکرد بازار رابطه منفی و معنادار دارد. به بیان گویاتر، می‌توان اذعان داشت عملکرد بازار یک عامل کلیدی و برجسته برای بقای کسب و کار، پیشرفت، بهبود بهره‌وری و رقابت است و عدم اطمینان اقتصادی نمایانگر بی‌ثباتی و اختلال در عملکرد بازار است در چنین شرایطی مدیر عامل قادر به تصمیم‌گیری قطعی نمی‌باشد. عدم اطمینان اقتصادی شرایطی است که در آن پیشامدهای ممکن که در آینده اتفاق می‌افتد مشخص و معلوم نیست. این شرایط نامعلوم می‌تواند اثرات منفی بالقوه‌ای بر عملکرد بازار داشته باشد. این نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌ها در شرایط نااطمینانی و بی‌ثباتی عملکرد مطلوب خود را کاهش می‌دهند. در واقع، بخشی از عملکرد شرکت‌ها به پایداری و اطمینان و اعطای اعتبار به مشتریان بستگی دارد. این دیدگاه مطابق و همسو با نظر دابتر و همکاران (۲۰۱۸) است.

#### جدول (۸): خلاصه نتایج فرضیات تحقیق

ردیف	عنوان	معنادار بودن / نبودن	نتیجه
H1	قدرت مدیر عامل بر عملکرد بازار اثر مثبت و معنادار دارد.	معنادار	عدم رد فرضیه
H2	قدرت مدیر عامل بر عدم اطمینان اقتصادی اثر مثبت و معنادار دارد.	معنادار	رد فرضیه
H3	عدم اطمینان اقتصادی بر عملکرد بازار اثر مثبت و معنادار دارد.	معنادار	رد فرضیه

#### منابع

- ✓ اسکویی، وحید، رستمی، مهدی، (۱۴۰۲)، بررسی ارتباط عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مقایسه‌پذیری صورت مالی، فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، سال هفتم، شماره ۹۰، صص ۶۳-۸۱.
- ✓ تنانی، محسن، صادقی، محمد، (۱۴۰۱) بررسی تاثیر عدم اطمینان اقتصادی بر تغییر اختیاری حسابرسان، هفتمین کنفرانس بین‌المللی و ملی مطالعات مدیریت، حسابداری و حقوق.

- ✓ خدادادی، ولی، عربی، مهدی، آلبوعلی، صادق، (۱۳۹۰)، اثر تعدیل کننده عدم اطمینان محیطی بر رابطه بین مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۷، شماره ۲۶، صص ۵۱-۶۶.
- ✓ خراشادی، محمد، (۱۴۰۰)، تاثیر دوره تصدی مدیرعامل بر عملکرد مسئولیت اجتماعی، دومین کنفرانس بین المللی چالش ها و راهکارهای نوین در مهندسی صنایع و مدیریت و حسابداری، دامغان.
- ✓ شکرخواه، جواد، آسیایی، محمدرضا، محمودی، مهدی، (۱۴۰۲)، رابطه بین عدم اطمینان اقتصادی و همزمانی بازده سهام، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال شانزدهم، شماره ۶۲، صص ۲۲۵-۲۵۲.
- ✓ طوفانی چهارده، جواد، محمدی، کیاناسادات، (۱۴۰۲)، بررسی تاثیر قدرت مدیر عامل بر خطر سقوط قیمت سهام، چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، دوره ششم، شماره ۷۹، صص ۲۳۹-۲۵۴.
- ✓ کوهی‌نژاد، کیوان، (۱۴۰۲) تاثیر یکپارچگی زنجیره تامین و ارزش ویژه برند بر عملکرد بازار، پژوهش‌های علوم مدیریت، شماره ۱۴، صص ۱۱۵-۱۲۳.
- ✓ محمدتقوی، سیدعلی، (۱۴۰۲)، تاثیر قدرت مدیرعامل و استقلال هیات مدیره بر رابطه بین کیفیت حسابرسی و تجدید ارزیابی صورت‌های مالی در شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران، ششمین کنفرانس بین‌المللی تحولات نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد دهدشت، کهگیلویه و بویراحمد، ایران.
- ✓ Abdul Rasheed, P., Mallikarjunappa, T., & Thomachan, K. (2019) Promoter Ownership, Related Party Transactions and Firm Performance: A Study Among Select Companies in India, FIIB Business Review, <https://doi.org/10.1177/2319714519834400>.
- ✓ Aktas, N., Bodt, E., Bollaert, H., & Roll. R. (2016). "CEO narcissism and the takeover process: From private initiation to deal completion". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(1), 113-137.
- ✓ Attig, N., Boubakri, N., El Ghouli, S., & Guedhami, O. (2016). The global financial crisis, family control, and dividend policy. *Financial Management*, 45(2), 291-313. <https://doi.org/10.1111/fima.12115>.
- ✓ Baker, S.R; Bloom, N; Davis, S.J; 2016. Measuring economic policy uncertainty. *Q. J. Econ.* 131 (4), 1593-1636.
- ✓ Buchholz, F., Lopatta, K., & Maas, K. (2019). "The deliberate engagement of narcissistic CEOs in earnings management". *Journal of Business Ethics*, 1-24.
- ✓ Drobetz W, El Ghouli S, Guedhami O, Janzen M, (2018), Policy Uncertainty, Investment, and the Cost of Capital, *Journal of Financial Stability*. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2018.08.005>
- ✓ Fonseca, T., Faria, P. & Lima, F. (2019). Human capital and innovation: the importance of the optimal organizational task structure. *Research Policy*, 48(3), 616-627.
- ✓ Ghahramanpour, P., Zanzouzi, S. J., & Abolfazli, S. A. (2019). Investigating the effect of flexibility capacity and organizational learning on marketing performance: examining the mediating effects of product innovation and environmental turbulence modifier. *Business Management*, 1(12), 183-197. (In Persian).
- ✓ Goldman, N.C., Powers, K. and Williams, B.M. (2017). How does CEO Tenure Affect Corporate Income Tax Planning and Financial Reporting Decisions?. Available at <https://papers.ssrn.com/ol3/Delivery.cfm?abstractid=2969662>.
- ✓ Haider, J. & Fang, H. X (2018). "CEO power, corporate risk taking and role of large shareholders", *Journal of Financial Economic Policy*.
- ✓ Han, S., Nanda, V.K., Silveri, S. (2016). CEO power and firm performance under pressure. *Financial Management*, 45(2), 369-400.



- ✓ Hasan, M.M., Hossain, M. and Habib, A. (2015), "Corporate life cycle and cost of equity capital", *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, Vol. 11 No. 1, pp. 46-60, doi: 10.1016/j.jcae.2014.12.002.
- ✓ Heenetigala, K. 2011. Corporate Governance Practices and Firm Performance of Listed Companies in Sri Lanka, Heenetigala Thesis submitted in fulfilment of the requirement of the degree of Doctor of Business Administration. Victoria Graduate School Faculty of Business and Law Victoria University Melbourne.
- ✓ Huang, K, S. M., Moghadam, A., Raiessi, Z. & Ahmadi, Gh (2021) *Business analysis and valuation*, 5th Ed.
- ✓ Li, M., Lu, Y., & Phillips, G. (2018). When are powerful CEOs beneficial? Working paper. Tuck School of Business at Dartmouth College.
- ✓ Luo, Y; Zhang, C; (2020). Economic policy uncertainty and stock price crash risk, *Research in International Business and Finance*, 51, 1-14.
- ✓ Maghyereh, A. & Abdoh, H. (2020). Asymmetric effects of oil price uncertainty on corporate investment. *Energy Economics*, 86, 104622.
- ✓ Maquieira, Carlos P., Arias, José T. & Christian Espinosa-Méndez (2023) The relationship between dividend payout and economic policy uncertainty (EPU), ownership concentration and free cash flow in Chile, *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 36:3, 2203208, DOI: 10.1080/1331677X.2023.2203208.
- ✓ Moore, A. (2017). Measuring economic uncertainty and its effects. *Economic record*, 93(303), 550-575.
- ✓ Narayan, P.K; Phan, D.H.B; Sharma, S.S; (2019). Does Islamic stock sensitivity to oil prices have economic significance? *Pac. Basin Finance. J.* 53, 497-512.
- ✓ Pucheta-Martínez, M. C., & Gallego-Alvarez, I. (2024). Firm innovation as a business strategy of CEO power: Does national culture matter? *Business Strategy and the Environment*, 33(3), 1865-1886. <https://doi.org/10.1002/bse.3574>.
- ✓ Saidu, S. 2019. CEO characteristics and firm performance. *Journal of Global Entrepreneurship Research* 9(29): 1-15.
- ✓ Sheikh, S. (2018). The impact of market competition on the relation between CEO power and firm innovation. *Journal of Multinational Financial Management*, 44(2), 36-50.
- ✓ Shen, H., Liu, R., Xiong, H., Hou, F., & Tang, X. (2021). Economic policy uncertainty and stock price synchronicity: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 65, 101485.
- ✓ Smith, A., Houghton, S. M., Hood, J. N., & Ryman, J. A. (2006). Power relationships among top managers: Does top management team power distribution matter for organizational performance? *Journal of Business Research*, 59(5), 622-629
- ✓ Tunyi AA, Agyei-Boapeah H, Areneke G, Agyemang J. (2019). Internal capabilities, national governance and performance in African firms, *Research in International Business and Finance* (2019), <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.04.009>.
- ✓ Wang, O. J. 2016. The Role of Multinational Companies in Tax Evasion and Tax Avoidance: The Case of Nigeria. *Critical Perspectives on Accounting* 22(3): 316-332
- ✓ Wei Ting, S. (2016). Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal*, 37, 1597-1614.
- ✓ Xu, Q., and G. Fernando, K. Tam (2019). Trust and firm performance, *Journal of Advances in Accounting* 42:1-7
- ✓ Zhang, C., Yang, C. & Liu, C. (2021). Economic policy uncertainty and corporate risk-taking: Loss aversion or opportunity expectations. *Pacific-Basin Finance Journal*, 69, 101640.