

## **The effect of institutional shareholders on the relationship between CEO power and capital structure in companies**

**Mohammad Ali Aghaei \* , Ali Fateri \*\*,  
Soraya Weysihsar \*\*\***

### **Abstract**

The main purpose of this study is to investigate the effect of institutional shareholders on the relationship between CEO power and capital structure decisions in companies listed on the Tehran Stock Exchange. The statistical population of the research is the companies listed on the Tehran Stock Exchange and the research period is from 2011 to 2018. To test the research hypotheses, 106 companies were selected by systematic elimination method. The research method used is descriptive post-event and the combined data method was used to analyze the data and the multiple regression method was used to test the hypotheses. The results of the test showed that there is a positive and significant relationship between CEO power and the book value leverage, market value leverage, and short-term leverage. Also, there is a negative and significant relationship between the CEO power and the long-term leverage. In addition, institutional shareholders have a moderating effect on the relationship between CEO power and market value leverage.

**Keywords: CEO power; Structural power; Expert power; Capital structure; Institutional shareholders.**

---

Received: 2020.May.30, Accepted: 2020.August.25.

\*Associate Prof, Department of Accounting, Tarbiat Modares University, Tehran, Iran.

\*\*Ph.D. Candidate in Accounting, Kish International Campus, University of Tehran, Iran.

(Corresponding Author). Email: Ali.fateri@ut.ac.ir

\*\*\*MSc. of Accounting, KAR Higher Education Institute, Qazvin, Iran.

## تأثیر سهامداران نهادی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه در شرکتها

محمدعلی آقایی\*، علی فاطری\*\*، ثریا ویسی حصار\*\*\*

### چکیده

هدف اصلی این پژوهش، بررسی تأثیر سهامداران نهادی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و تصمیمات ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بازه زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۹۰ لغایت ۱۳۹۷ است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش ۱۰۶ شرکت به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده است. روش پژوهش مورد استفاده، توصیفی از نوع پس‌رویدادی بوده و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش داده‌های ترکیبی و برای آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون چندگانه استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که بین قدرت مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش دفتری، اهرم مبتنی بر ارزش بازار و اهرم کوتاه‌مدت رابطه مثبت و معنادار و بین قدرت مدیرعامل و اهرم بلندمدت رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین، سهامداران نهادی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش بازار اثر تعدیل‌کننده دارند.

کلیدواژه‌ها: قدرت مدیرعامل؛ قدرت ساختاری؛ قدرت تخصص؛ ساختار سرمایه؛ سهامداران نهادی.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۹/۰۳/۱۰، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۹/۰۶/۰۴.

\*دانشیار، گروه حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران.

\*\*دانشجوی دکتری حسابداری، پردیس بین‌المللی کیش، دانشگاه تهران، ایران (نویسنده مسئول).

E-Mail: Ali.fateri@ut.ac.ir

\*\*\*کارشناسی ارشد حسابداری، مؤسسه آموزش عالی کار، قزوین، ایران.

## ۱. مقدمه

اولین سؤالی که در زمینه تأمین مالی شرکت‌های سهامی به ذهن می‌رسد این است که این شرکت‌ها چگونه تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه را اتخاذ می‌کنند؟ طبق نظریه توازن<sup>۱</sup>، اهرم مالی بهینه باید بر اساس توازن بین منافع و هزینه‌های بدهی انتخاب شود. از منافع بدهی: صرفه-جویی مالیاتی، هزینه نمایندگی کاهش یافته بین مدیر و سهامدار و از هزینه‌های بدهی: هزینه‌های ورشکستگی / هزینه‌های بحران مالی، تعارضات نمایندگی بین سهامداران و اعتباردهندگان را می-توان نام برد [۲۳]. نظریه اولویت‌بندی<sup>۲</sup> مایرز و ماجلوف<sup>۳</sup> [۴۷] بیان می‌کند " ... شرکت‌ها از یک سلسله مراتب تأمین مالی تبعیت می‌کنند که به منظور به حداقل رساندن هزینه‌های انتخاب نادرست انتشار اوراق بهادار طراحی شده است" [۲۳].

عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه شرکت به میزان وسیعی در ادبیات پژوهشی مورد بررسی قرار گرفته است که در این بین، اکثریت شواهد موجود نشان می‌دهد ساختار سرمایه شرکت نه تنها تحت تأثیر ویژگی‌های شرکت، صنعت و سطح بازار است، بلکه به واسطه صفات و ویژگی‌های شخصی مدیران ارشد نیز تحت تأثیر قرار می‌گیرد. آدامز و همکاران<sup>۴</sup> [۱] 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 ارشد اجرایی است. اگر افراد متفاوت دیدگاه‌های متفاوت داشته باشند، بنابراین توزیع قدرت تصمیم‌گیری در شرکت می‌تواند تصمیماتی را که اتخاذ می‌شود، تحت تأثیر قرار دهد. پژوهش‌های اخیر به‌طور خاص به این مسأله پرداخته‌اند که چطور قدرت تصمیم‌گیری مدیرعامل تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه را شکل می‌دهد [۳۵، ۱۴]. با این حال، پژوهش‌های تجربی در خصوص این موضوع هنوز کم بوده و نتایج یکسان و پایداری در زمینه رابطه بین قدرت مدیرعامل و اهرم شرکت وجود ندارد. لذا، در این مطالعه تلاش می‌شود تا ساختار سرمایه شرکت‌ها بر اساس درجه قدرت تصمیم‌گیری که مدیرعامل دارد توضیح داده شود. افزون بر آن، رویه‌های حاکمیت شرکتی می‌تواند بر تصمیمات استراتژیک شرکت مانند رویه‌های تأمین مالی، تأثیر با اهمیتی داشته باشد. حاکمیت شرکتی مجموعه سازوکارهایی است که موجب تصمیم‌گیری مدیران در جهت حداکثرسازی ارزش شرکت برای مالکان می‌شود. اجرای نظام حاکمیت شرکتی می‌تواند موجب اختصاص بهینه منابع و ارتقای شفافیت اطلاعات منتشر شده توسط شرکت و در نهایت رشد و توسعه اقتصادی شود [۲۰]. با توجه به اهمیت بالای ساختار سرمایه در استفاده و تخصیص بهینه منابع و همچنین، به دلیل مطرح شدن موضوع حاکمیت شرکتی در سال‌های اخیر در ایران و از آنجا که این انتظار وجود دارد که سازوکارهای حاکمیت شرکتی بتواند تا حدودی بر تصمیمات ساختار سرمایه تأثیرگذار باشد، در این پژوهش تأثیر

1. Trade-off theory  
 2. Pecking order theory  
 3. Myers & Majluf  
 4. Adams, Almeida & Ferreira

سهامداران نهادی به‌عنوان یکی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است. ضرورت انجام این پژوهش از چند بعد حائز اهمیت است: اول، قدرت مدیرعامل و تأثیر آن بر تصمیمات مالی و عوامل بالقوه‌ای که رابطه بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه را تعدیل می‌کنند، موضوع جدیدی است که کمتر در پژوهش‌های داخلی و خارجی به آن پرداخته شده است که در این پژوهش این موضوع به اشکال مختلف بررسی می‌شود. دوم اینکه، ساختار سرمایه شرکت‌ها برای کلیه ذینفعان شرکت به خصوص سهامداران بالفعل و بالقوه همیشه از اهمیت خاصی برخوردار بوده است و می‌تواند به‌عنوان عامل مؤثری در انتخاب سرمایه‌گذاری مطلوب مورد استفاده قرار گیرد. ضمن اینکه این مقوله در تداوم فعالیت شرکت‌ها، ارزش آن‌ها و به تبع آن در موفقیت و شکستشان در محیط پیچیده امروزی اهمیت فزاینده‌ای دارد. سوم، نتایج این پژوهش می‌تواند موجب بسط مبانی نظری متون مرتبط با قدرت مدیرعامل و تصمیمات ساختار سرمایه گردد و ایده‌های جدیدی برای انجام پژوهش‌های بعدی در خصوص موضوع پژوهش پیشنهاد نماید. شایان ذکر است که تأثیر بالقوه سهامداران نهادی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و تصمیمات ساختار سرمایه، موضوعی بسیار با اهمیت است که نمونه آن در داخل کشور تاکنون مورد مطالعه قرار نگرفته است.

در ادامه، پس از بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های مورد آزمون و روش‌های به‌کار گرفته شده جهت آزمون فرضیه‌ها ارائه می‌گردد. در پایان نیز پس از ارائه یافته‌های پژوهش، به بحث و نتیجه‌گیری پیرامون موضوع پژوهش پرداخته می‌شود.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### ۲-۱. قدرت مدیرعامل

توافقی در خصوص تعریف قدرت مدیرعامل در پژوهش‌های اقتصاد یا مدیریت وجود ندارد. به‌طور کلی، مدیرعامل‌هایی قدرتمند در نظر گرفته می‌شوند که بتوانند علی‌رغم مخالفت بالقوه از سوی دیگر مدیران اجرایی و اعضای هیأت مدیره، بر تصمیمات استراتژیک شرکت به‌صورت پیوسته تأثیر بگذارند [۵۵، ۶۰]. پفر<sup>۱</sup> [۴۹] معتقد است قدرت مدیرعامل به‌طور مستقیم قابل مشاهده نیست و می‌تواند نشأت گرفته از منابع رسمی و غیررسمی زیادی باشد. اغلب مطالعات اولیه جایگاه مدیرعامل به‌عنوان مؤسس / رئیس هیأت مدیره را برای اندازه‌گیری قدرت مدیرعامل مورد استفاده قرار داده‌اند [۶۵، ۱۰، ۶۶، ۲، ۵۲، ۱، ۶۳، ۱۶]. بعضی از مطالعات اخیر پاداش مدیرعامل را به‌عنوان معیار قدرت مدیرعامل استفاده کرده‌اند [۶، ۱۳، ۳۴، ۱۵، ۳۸]. با این حال، شاخص‌های فوق فقط

1. Pfeffer

یک جنبه خاص از قدرت را اندازه‌گیری کرده و سایر ابعاد مهم را نادیده می‌گیرند. زاگونوف و سالگانیک شوشان<sup>۱</sup> [۶۷] معتقدند معیار پاداش مدیرعامل از محدودیت‌های خاص خود برخوردار بوده و باید در کنار دیگر معیارها مثل اختلاف بین حقوق مدیرعامل و بالاترین پرداختی مدیر اجرایی بعدی مورد استفاده قرار گیرد. به‌علاوه، استفاده از دوگانگی وظیفه مدیرعامل یا جایگاه گروه مؤسس شرکت منتج به یک متغیر دوگانه می‌شود که مدیرعامل را قدرتمند و یا غیرقدرتمند طبقه‌بندی می‌کند. ذکر این نکته ضروری است مدیرعاملی که در یک بعد قدرتمند طبقه‌بندی شده است ممکن است لزوماً در دیگر ابعاد قدرتمند نباشد. لذا، فینکلشتاین<sup>۲</sup> [۱۸] معتقد است که قدرت مدیرعامل یک مفهوم چند وجهی است و مدیران عامل، قدرت را از منابع متفاوت کسب می‌کنند. به اعتقاد وی مدیرعامل، قدرت را در طول زمان و به واسطه چهار بعد هیأت مدیره به‌دست می‌آورد: قدرت ساختاری<sup>۳</sup>، قدرت مالکیت<sup>۴</sup>، قدرت تخصص<sup>۵</sup> و قدرت اعتبار<sup>۶</sup>. قدرت ساختاری به ساختار سازمانی سلسله مراتب رسمی شرکت مربوط می‌شود. قدرت مالکیت، ارتباط مدیرعامل با گروه مؤسس و مالکیت سهام شرکت را نشان می‌دهد. قدرت تخصصی مدیر، درک جامع مدیر از محیط عملیاتی شرکت را بیان می‌کند. قدرت تخصص وقتی به‌دست می‌آید که مدیران عامل از تخصص خود در مدیریت موفق شرکت طی دوره زمانی طولانی استفاده کنند. قدرت اعتبار حاصل از شهرت و پرستیژ کلی مدیرعامل است. تانگ و همکاران<sup>۷</sup> [۵۸] معتقدند وجه اعتبار یا پرستیژ قدرت مدیرعامل یک اندازه‌گیری تقریبی نسبت به دیگر ابعاد نیست و نباید در اندازه‌گیری قدرت مدیرعامل مورد استفاده قرار گیرد.

به تبعیت از مطالعات قبلی [۱۸، ۴۰، ۳۵، ۶۲، ۵۹، ۴۱، ۵۵]، در این پژوهش نیز، از ابعاد ساختاری، مالکیت و تخصص برای اندازه‌گیری قدرت مدیرعامل استفاده شده است. قدرت ساختاری با استفاده از دوگانگی / سه‌گانگی وظیفه مدیرعامل، قدرت مالکیت با استفاده از سهامدار بودن مدیرعامل و قدرت تخصص با استفاده از دوره تصدی مدیرعامل اندازه‌گیری شده است. دوگانگی وظیفه مدیرعامل: یک متغیر مجازی است که اگر مدیرعامل و رئیس یا نایب رئیس هیأت مدیره یک شخص باشند ارزش یک و در غیراینصورت ارزش صفر لحاظ شده است. درصد مالکیت مدیرعامل: یک متغیر مجازی است که اگر مدیرعامل مالک یا نماینده بیش از ده درصد سهام شرکت باشد ارزش یک و در غیراینصورت ارزش صفر لحاظ شده است. مدت تصدی مدیرعامل: یک متغیر مجازی است که اگر مدت تصدی مدیرعامل از دو سال (طبق قانون تجارت) بیشتر باشد ارزش یک و در غیراینصورت ارزش صفر لحاظ شده است. شاخص قدرت با استفاده از مجموع سه متغیر

1. Zagonov & Salganik-Shoshan
2. Finkelstein
3. Structural power
4. Ownership power
5. Expert power
6. Prestige power
7. Tang, Crossan & Rowe

مذکور سنجیده شده است. این شاخص در دامنه‌ای بین صفر و سه قرار داشته و منعکس‌کننده درجه قدرت مدیرعامل است. این شاخص بدین صورت در الگو آورده شده است که اگر مجموع این شاخص برابر یا بزرگتر از دو باشد ارزش یک و در غیراینصورت ارزش صفر لحاظ شده است. بدین ترتیب، شرکت‌هایی که ارزش یک گرفته‌اند، مدیرعامل آن‌ها از نفوذ و قدرت مدیریتی بیشتری برخوردار است [۵۰].

دوگانگی / سه‌گانگی وظیفه "مدیرعامل"، "رئیس یا نایب رئیس هیأت مدیره" و "رئیس شرکت"، جریان اطلاعاتی به دیگر اعضای هیأت مدیره را محدود کرده و بنابراین، باعث کاهش قدرت نظارتی هیأت مدیره شده و افزایش قدرت مدیرعامل را به همراه خواهد داشت [۳۲، ۲۸، ۱، ۵۸، ۴۶]. هرمالین و ویزباچ<sup>۱</sup> [۳۰] معتقدند مدیرعاملی که در موقعیت رئیس هیأت مدیره نیز است، گرایش به قدرت تصمیم‌گیری بیشتری دارد. سهامدار بودن مدیرعامل نیز می‌تواند به قدرت تصمیم‌گیری او اضافه کند [۴۱، ۵۳]. همچنین، احتمالاً تعارضات بین مدیران و سهامداران را کاهش می‌دهد زیرا مدیرعامل در اینجا هم مالک و هم مدیر است [۴۸]. از آنجایی که در صورت افزایش مدت تصدی مدیرعامل، جایگاه آنان ثابت و قدرت بیشتری پیدا می‌کند، پژوهشگران از این معیار برای اندازه‌گیری قدرت مدیرعامل استفاده می‌کنند. بر اساس مشاهدات هرمالین و ویزباچ [۳۱، ۳۰] مدیرعاملی که قبلاً عضو هیأت مدیره شرکت بوده قدرت نسبی بیشتری در مقایسه با مدیرعامل جدید دارد. زیرا با افزایش دوره تصدی مدیران، تجربه آنان بیشتر می‌شود. مدیر با حضور بلندمدت در شرکت دارای اطلاعات و دانش جامع درباره محیط عملیاتی شرکت (به‌عنوان مثال، اقتصاد کلان، صنعت، زنجیره تأمین و رقابت در بازار کالا) و درک کامل از روابط با ذینفعان شرکت است. مدیران عاملی که در پست خود برای بلندمدت می‌مانند قادر به تضعیف قدرت نظارتی هیأت مدیره خود با ایجاد روابط نفوذی هستند [۳۰، ۲۲، ۵۴، ۲۴]. همچنین، مدیرانی که تصدی طولانی‌تری دارند ممکن است پیشینه‌ای از شهرت و اعتبار بیشتر، عملکرد موفق و ایجاد ارزش را نشان دهند [۵۶].

## ۲-۲. رابطه بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه

اولین نظریه ساختار سرمایه را می‌توان در سال ۱۹۵۸ دنبال کرد، وقتی مودیلیانی و میلر<sup>۲</sup> [۴۴] معتقد بودند ساختار سرمایه بر اساس فرضیه بازارهای سرمایه کامل غیرمرتبط است. از آن پس نظریه‌های متفاوتی توسعه پیدا کرده است برای توضیح این مسأله که نقائص و اصطکاک‌های بازار در تصمیم‌گیری گزینه‌های ساختار سرمایه شرکت اهمیت فوق‌العاده‌ای دارد. یک نظریه که حمایت تجربی نیرومندی را دریافت کرده است نظریه نمایندگی<sup>۳</sup> است [۳۵]. محور اصلی نظریه نمایندگی این است که ساختار سرمایه به واسطه هزینه‌های نمایندگی تعیین می‌شود که ناشی از تنظیم ناقص

1. Hermalin & Weisbach  
2. Modigliani & Miller  
3. Agency theory

منافع بین دو طرف در یک شرکت است. به عنوان مثال، مدیران اجرایی مثل مدیرعامل ممکن است ساختار سرمایه بهینه را که منافع سهامداران را به حداکثر برساند، اتخاذ نکنند. بلکه، ممکن است ساختار سرمایه‌ای را انتخاب کنند که منافع خودشان را ارتقاء می‌بخشد.

به لحاظ نظری، این مسأله غیرقطعی است که آیا هزینه‌های نمایندگی می‌تواند منجر به اهرم خیلی بالا یا خیلی پایین شود؟ [۱۴]. از یک سو، شرکت‌ها ممکن است اهرم بالایی را به واسطه ادعاهای تثبیت شده‌ای مثل بدهی اتخاذ کنند که به عنوان یک مکانیسم نظارتی جایگزین برای کاهش هزینه‌های نمایندگی با کاهش دسترسی‌پذیری جریان وجوه نقد آزاد برای مدیران اجرایی به کار گرفته می‌شود [۴۲]. به علاوه، با افزایش سطوح نسبت بدهی، مبنای پایه حق مالکیت می‌تواند متراکم شود. بنابراین، می‌تواند افزایش درصد مالکیت توسط مدیران اجرایی را به دنبال داشته باشد [۳۵]. در نتیجه، تضاد نمایندگی بین مدیران و سهامداران می‌تواند کاهش پیدا کند [۳۳]. در مقابل، مدیران اجرایی می‌توانند اهرم کمی را برای دستیابی به منافع خود مثل حفظ فرصت طلبی مدیریتی و استفاده آزادانه از جریان وجوه نقد دنبال کنند. چنین مباحث و موضوعات متناقضی این فرضیه را به دنبال داشت که قدرت مدیرعامل نقش مهمی در تأثیرگذاری بر ساختار سرمایه ایفا کرده و می‌تواند هم رابطه منفی و هم مثبت با اهرم شرکت داشته باشد. به عبارت دیگر، شرکت‌هایی با مدیرعامل‌های کم قدرت‌تر گرایش به استفاده از مقادیر بالایی بدهی برای کاهش هزینه‌های نمایندگی دارند. با این حال، وقتی مدیرعامل قدرت بالاتری داشته و به فراتر از یک آستانه معین می‌رسد، احتمال بیشتری دارد که اهرم شرکت را به منظور دنبال کردن منافع خود مورد اعمال نفوذ قرار دهد. در این مورد، مدیرعامل گرایش به سطوح پایین‌تر بدهی برای اجتناب از نقش نظم‌دهی آن دارد.

در راستای این فرضیه مطالعات اخیر بر رابطه احتمالی بین 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 و همکاران<sup>۱</sup> [۱۴] با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های غیرمالی امریکا یک رابطه منحنی شکل بین قدرت مدیرعامل و اهرم پیدا کردند. به طوری که رابطه در درجات پایین‌تر قدرت مدیرعامل، مثبت و معنادار و در درجات بالاتر قدرت مدیرعامل، منفی و معنادار است. تانگیا و همکاران<sup>۲</sup> [۶۰] در پژوهشی رابطه بین قدرت تصمیم‌گیری مدیران اجرایی و ساختار سرمایه شرکت را مورد بررسی قرار دادند. نتایج آنان برای دوره زمانی سال‌های ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۳ نشان‌دهنده یک رابطه غیرخطی قوی بین قدرت مدیرعامل و اهرم است. به علاوه، تأثیر سلب مالکیت قدرت مدیرعامل بر اهرم بازار شرکت در شرکت‌های با مالکیت دولتی شدیدتر است. این در حالی است که تأثیر سلب مالکیت قدرت مدیرعامل بر اهرم دفتری شرکت در شرکت-

1. Chintrakarn, Jiraporn & Singh  
2. Tongxia Li, Munir & Karim

های با مالکیت دولتی ضعیف‌تر است. چاوو و همکاران<sup>۱</sup> [۱۲] در پژوهشی به تأثیر قدرت مدیرعامل بر ساختار سرمایه شرکت پرداختند. نتایج آنان برای دوره زمانی سال‌های ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۳ بیانگر این است که در شرکت‌های با سطح پایین قدرت مدیرعامل، قدرت مدیرعامل تأثیر مثبت قوی بر ساختار سرمایه دارد، اما در شرکت‌های با سطح بالای قدرت مدیرعامل، قدرت مدیرعامل تأثیر منفی بر ساختار سرمایه دارد. حجازی و یوسفی [۲۹] به بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج آنان 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.

### ۳-۲. تأثیر سهامداران نهادی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه

ادبیات مالی نشان داده است که وجود سازوکارهای حاکمیت شرکتی، به نوبه خود می‌تواند تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد [۳۹]. سهامداران نهادی به‌عنوان یکی از سازوکارهای مؤثر حاکمیت شرکتی که دارای اهمیت فزاینده‌ای بوده، با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها، از نفوذ قابل ملاحظه‌ای برخوردارند و می‌توانند رویه‌های حسابداری و گزارشگری مالی شرکت را تحت تأثیر قرار دهند [۴۳]. مطابق با تعریف بوش<sup>۲</sup> [۱۱] سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ مانند بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... هستند. سهامداران نهادی می‌توانند با دانش و تجربه کافی در زمینه‌های مالی و تخصصی مربوط، بر مدیریت شرکت نظارت داشته باشند. این امر می‌تواند مبنایی برای همسو کردن منافع مدیریت با منافع گروه سهامداران در راستای حداکثرسازی ثروت سهامداران باشد (فرضیه نظارت فعال<sup>۳</sup>). بوش [۱۱] بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی از طریق جمع‌آوری اطلاعات و قیمت‌گذاری تصمیمات مدیریت، به‌طور ضمنی و از طریق اداره نحوه عمل شرکت، به‌طور صریح بر شرکت نظارت می‌کنند. مطابق با این موضوع، گیلان و استارکس<sup>۴</sup> [۲۱] فعال بودن یک سهامدار را در گروه چند عامل مانند مذاکره مستقیم با مدیریت و همچنین شرکت در جلسات تعیین اهداف شرکت می‌دانند. در صورتی که سطح مالکیت نهادی به اندازه کافی بالا باشد، نظارت‌های مالکان نهادی مانع از ارائه گزارش‌های مالی بی‌اساس مدیران خواهد شد. در این مورد، تأثیر انگیزشی سهامداران نهادی می‌تواند باعث تعدیل تأثیر قدرت مدیرعامل بر ساختار سرمایه شود. با این وجود، مالکیت سهامداران نهادی می‌تواند تأثیرات منفی هم داشته باشد، مانند دسترسی به اطلاعات محرمانه که عدم تقارن اطلاعاتی را بین آنان و سهامداران کوچک‌تر ایجاد می‌کند (فرضیه منافع شخصی<sup>۵</sup>)

1. Chao, Hu, Munir & Li

2. Bushee

3. Active Monitoring Hypothesis

4. Gillan & Starks

5. Private Benefits Hypothesis



[۵۱]. به عبارت دیگر، وقتی سهامداران نهادی فقط مراقب منافع خود هستند، گاهی به قیمت منافع سهامداران اقلیت دست به عمل می‌زنند. در این مورد، تأثیر سلب مالکیت سهامداران نهادی باعث تعدیل تأثیر قدرت مدیرعامل بر ساختار سرمایه می‌شود.

سان و همکاران<sup>۱</sup> [۵۷] در پژوهشی به تأثیر تضاد منافع در ساختار مالکیت بر نسبت‌های بدهی شرکت‌ها پرداختند. آنان از دو معیار متمایز درصد مالکیت مدیران و درصد مالکیت سهامداران نهادی برای ساختار مالکیت بهره گرفتند. نتایج پژوهش آنان نشان داد مالکیت مدیران با نسبت‌های بالای بدهی، رابطه منفی و با نسبت‌های پایین‌تر بدهی، رابطه مثبت دارد. به طور خاص، شرکت‌ها با انتخاب سطح بالاتر بدهی، منافع مدیران و سهامداران را در سطح پایین‌تر مالکیت مدیران تطبیق می‌دهند. با این حال، هنگامی که مالکیت مدیران بالا است، مدیران شرکت‌هایی که بیشتر سلب مالکیت شده‌اند، احتمالاً منافع خود را دنبال می‌کنند که نتیجه آن نسبت پایین‌تر بدهی است. این نتیجه با مطالعات برایلzfورد و همکاران<sup>۲</sup> [۹] و فلوراکیس و اوزکان<sup>۳</sup> [۱۹] مطابقت دارد. برای بررسی بیشتر نتایج، آنان متغیر مالکیت مدیران را با اقتباس از پژوهش مورک و همکاران<sup>۴</sup> [۴۵] به سه دسته تفکیک و ارتباط بین مالکیت مدیران و ساختار سرمایه را مجدد آزمون کردند. همسو با یافته‌های قبلی، آنان نشان دادند هنگامی که مالکیت مدیران زیر ۲۵٪ است رابطه مثبت و معناداری بین مالکیت مدیران و ساختار سرمایه وجود دارد. زمانی که مالکیت مدیران بالای ۲۵٪ است این رابطه منفی است. از آنجایی که توزیع مالکیت مدیران در پژوهش آنان چوله به راست است، آنان بیان داشتند رابطه مثبت بین مالکیت مدیران و ساختار سرمایه غالب است. به طور خلاصه، نتایج شواهدی قوی در حمایت از فرضیه همسویی منافع [۳۳] ارائه می‌دهد. با این حال، از آنجا که این رابطه برای نسبت کوچکی از شرکت‌های با درصد مالکیت مدیریتی بالاتر منفی است، می‌توان آن را با فرضیه سلب مالکیت مدیریتی<sup>۵</sup> [۱۷] توضیح داد. مدیران شرکت‌هایی که درصد بالایی از سهام شرکت را دارا هستند، در موقعیت بهتری قرار دارند تا از منافع شخصی خود در برابر خطر ورشکستگی وابسته به یک نسبت بدهی بالا محافظت کنند. این بدان معنی است که تنها نسبت کوچکی از مدیران با مالکیت نسبتاً زیاد، گرایش به سلب مالکیت داشته و مستعد سطوح پایین‌تر بدهی برای دنبال کردن منافع خود هستند. نتایج آنان در خصوص تأثیر مالکان نهادی بر سطوح بدهی شرکت نشان داد رابطه مثبت و معناداری بین مالکان نهادی و ساختار سرمایه وجود دارد. نتایج بیانگر این است شرکت‌هایی با مالکان نهادی بالاتر، مستعد نگه‌داشت بدهی بیشتری در ساختار سرمایه خود هستند. سازگار با استدلال بجراج و سنگوپتا<sup>۸</sup> [۸]، مالکان نهادی متمرکز به طور

1. Sun, Ding, Guo & Li
2. Brailsford, Oliver & Pua
3. Florackis & Ozkan
4. Morck, Shleifer & Vishny
5. Managerial Entrenchment Hypothesis
6. Bhojraj & Sengupta

مؤثری هزینه سرمایه بدهی را از طریق نظارت خارجی قوی، کاهش می‌دهند. توفانو<sup>۱</sup> [۶۱] نیز، یکی دیگر از توضیحات بالقوه را ارائه می‌دهد: اکثر سهامداران نهادی، در انواع مختلف شرکت‌ها با ریسک‌های متنوع سرمایه‌گذاری می‌کنند. بنابراین، آنان ممکن است تنها در عملکرد کوتاه‌مدت شرکت مورد توجه قرار گیرند. از این‌رو، برای جذب مؤسسات بیرونی، شرکت‌ها ممکن است از طریق تأمین مالی بدهی، سرمایه را برای اتخاذ استراتژی‌های سرمایه‌گذاری که نیازهای سرمایه‌گذاران نهادی را تأمین می‌کنند، افزایش دهند.

با توجه به مبانی نظری فوق، در پژوهش حاضر، به بررسی دو نگرش رقیب (یعنی فرضیه نظارت فعال و فرضیه منافع شخصی) درباره سرمایه‌گذاران نهادی پرداخته شده است. در مورد تأثیر سهامداران نهادی بر ساختار سرمایه نتایج متفاوتی به دست آمده است. حسن و بوت<sup>۲</sup> [۲۶] در پژوهش خود رابطه معناداری میان مالکیت نهادی و ساختار سرمایه پیدا نکردند. نتایج حساس یگانه و همکاران [۲۷] بیانگر وجود یک رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاری نهادی و ارزش شرکت و مؤید فرضیه نظارت کارآمد است. ایشان نتایج پژوهش را این‌گونه تفسیر نمودند که سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به انگیزه‌هایی که برای بهبود عملکرد شرکت‌های سرمایه‌پذیر دارند، نظارتی کارآمد بر آن‌ها اعمال نموده، مدیران این شرکت‌ها را به اتخاذ تصمیمات بهینه و در نتیجه بهبود عملکرد شرکت ترغیب می‌کنند. نتایج کریمی و اشرفی [۳۶] نشان‌دهنده وجود رابطه‌ای مثبت و معنادار میان مالکیت نهادی و ساختار سرمایه است. احمدپور و همکاران [۳] نشان دادند که میان تمرکز حاکمیت و نسبت حضور سرمایه‌گذاران نهادی و دوگانگی نقش رئیس هیأت مدیره با ساختار سرمایه شرکت‌ها رابطه معکوس وجود دارد. آزادی و محمدزاده [۵] در پژوهش خود نشان دادند که منفک شدن مدیرعامل یا بالاترین مقام اجرایی شرکت‌ها تأثیر معناداری بر سیاست‌های بدهی ندارد. نتایج پژوهش زارعی و عبدالله‌زاده شقاقی [۶۸] بیانگر این است که مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت، بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی از طریق انتشار سهام و اخذ وام شرکت‌ها تأثیر مثبت و معناداری دارند.

### ۳. فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری ارائه شده در قسمت‌های قبل، فرضیه‌های پژوهش به شرح ذیل تدوین شده است:

- فرضیه اول: بین قدرت مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش دفتری رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه دوم: بین قدرت مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش بازار رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه سوم: بین قدرت مدیرعامل و اهرم کوتاه‌مدت رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه چهارم: بین قدرت مدیرعامل و اهرم بلندمدت رابطه معناداری وجود دارد.

1. Tufano  
2. Hasan & Butt

فرضیه پنجم: سهامداران نهادی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش دفتری اثر تعدیل کننده دارند.

فرضیه ششم: سهامداران نهادی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش بازار اثر تعدیل کننده دارند.

فرضیه هفتم: سهامداران نهادی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و اهرم کوتاه مدت اثر تعدیل کننده دارند.

فرضیه هشتم: سهامداران نهادی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و اهرم بلندمدت اثر تعدیل کننده دارند.

#### ۴. روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر بر اساس نتایج از نوع کاربردی، از نظر هدف از نوع تحلیلی، شبه تجربی و همبستگی و از بعد زمانی داده‌ها از نوع گذشته‌نگر و پس‌رویدادی است. برای گردآوری داده‌های پژوهش از بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین و گزارش‌های منتشره در سایت کدال استفاده شده است. به منظور بررسی و تحلیل داده‌های پژوهش، از نرم‌افزار ایویوز و برای برآورد الگوهای پژوهش، از تحلیل رگرسیون با داده‌های ترکیبی استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش از کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که از ابتدای سال ۱۳۹۰ تا پایان سال ۱۳۹۷ در بورس فعال بوده‌اند، تشکیل شده است. در انتخاب شرکت‌ها شرایط زیر در نظر گرفته شده است: قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند؛ نوع فعالیت شرکت‌ها، تولیدی بوده و لذا جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی (به دلیل تفاوت در ماهیت و نوع فعالیت) نباشد؛ به منظور همگن‌سازی جامعه آماری، شرکت‌ها در طول دوره پژوهش تغییر سال مالی نداده باشند؛ با هدف کنترل اثر زمانی و به منظور افزایش قابلیت مقایسه، پایان سال مالی شرکت‌های مورد مطالعه منتهی به ۲۹ اسفندماه در هر سال باشد؛ اطلاعات لازم برای اجرای پژوهش در دسترس باشد. با اعمال شروط بالا، تعداد ۱۰۶ شرکت انتخاب و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از داده‌های آن‌ها استفاده شده است.

#### الگوها و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه اول تا چهارم پژوهش الگوی (۱) به شرح ذیل برآورد شده است:  
الگوی (۱)

$$\text{LEVERAGE}_{it} = \alpha_1 + \beta_1 \text{POWER}_{it} + \Phi_1 \text{SIZE}_{it} + \Phi_2 \text{TANG}_{it} + \Phi_3 \text{PROF}_{it} + \Phi_4 \text{RISK}_{it} + \Phi_5 \text{GROWTH}_{it} + \Phi_6 \text{BCOPN}_{it} + \Phi_7 \text{BSIZE}_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای آزمون فرضیه پنجم تا هشتم پژوهش الگوی (۲) به شرح ذیل برآورد شده است:

الگوی (۲)

$$\text{LEVERAGE}_{it} = \alpha_i + \beta_1 \text{POWER}_{it} + \beta_2 \text{INIST}_{it} + \beta_3 \text{INIST}_{it} \times \text{POWER}_{it} \\ + \Phi_1 \text{SIZE}_{it} + \Phi_2 \text{TANG}_{it} + \Phi_3 \text{PROF}_{it} + \Phi_4 \text{RISK}_{it} \\ + \Phi_5 \text{GROWTH}_{it} + \Phi_6 \text{BCOPN}_{it} + \Phi_7 \text{BSIZE}_{it} + \varepsilon_{it}$$

تعاریف عملیاتی و نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱. تعاریف عملیاتی و نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

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 [۳۵، ۷]
	اهرم مبتنی بر ارزش بازار	MLVE	نسبت ارزش دفتری کل بدهی‌ها به مجموع ارزش دفتری کل بدهی‌ها و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام [۳۵، ۷]
	نسبت اهرم کوتاه‌مدت	STDTA	نسبت ارزش دفتری بدهی‌های کوتاه‌مدت به ارزش دفتری کل دارایی‌ها [۶۴]
	نسبت اهرم بلندمدت	LTDTA	نسبت ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت به ارزش دفتری کل دارایی‌ها [۶۴]
مستقل	قدرت مدیرعامل	POWER	قدرت مدیرعامل با استفاده از معیارهای دوگانگی وظیفه مدیرعامل، مدت تصدی مدیرعامل و درصد مالکیت مدیرعامل اندازه‌گیری شده است. بدین ترتیب که شاخص قدرت مدیرعامل از جمع کردن سه متغیر مجازی از صفر تا ۳ (= ۰ کمترین تا ۳ بالاترین) به دست می‌آید. مقدار متوسط (میانگین) شاخص قدرت مدیرعامل در این حالت برابر با ۲ است. اگر مقدار شاخص قدرت مدیرعامل برابر یا بزرگتر از ۲ باشد، ارزش یک می‌گیرد و به این معنی است که مدیرعامل قدرتمند است. [۴۱، ۵۹]
تعدیل-گر	سهامداران نهادی	INIST	نسبت تعداد سهام مالکان نهادی به کل تعداد سهام عادی شرکت
کنترلی	اندازه شرکت	SIZE	لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها
	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 و همکاران [۴] به دست می‌آید. از این معیار در پژوهش‌های حقیقت

و بشیری [۲۵] و خواجهی و قدیریان آرنی [۳۷] نیز بهره گرفته شده است.

$$Z = 0/517 - 0/460X_1 + 9/320X_2 + 0/388X_3 + 1/158X_4$$

$X_1$ : 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

نسبت مجموع ارزش دفتری کل بدهی‌ها بعلاوه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری کل دارایی‌ها	GROWTH	فرصت‌های رشد
نسبت تعداد مدیران مستقل (غیرموظف) هیأت مدیره به کل تعداد اعضای هیأت مدیره	BCOPN	موقعیت هیأت مدیره
کل تعداد اعضای هیأت مدیره شرکت	BSIZE	اندازه هیأت مدیره

## ۵. تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش

### آمار توصیفی

به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات، ابتدا آمار توصیفی داده‌های تحت بررسی محاسبه و در جدول ۲ ارائه شده است.

نتایج جدول ۲ نشان می‌دهد که میانگین اهرم مبتنی بر ارزش دفتری و اهرم مبتنی بر ارزش بازار به‌طور متوسط حدود ۰/۵۸۵ و ۰/۴۴۱ است. همچنین، میانگین اهرم کوتاه‌مدت و اهرم بلندمدت به‌طور متوسط حدود ۰/۵۱۸ و ۰/۰۶۷ است. با توجه به نتایج، به‌طور میانگین، حدود ۵۹ درصد سرمایه شرکت‌های مورد بررسی از محل بدهی‌ها تأمین شده است. میانگین سهامداران نهادی شرکت‌های مورد بررسی به‌طور متوسط حدود ۷۲٪ است. دارایی‌های ثابت حدود ۲۴ درصد از کل دارایی‌های شرکت‌ها را تشکیل می‌دهند. سود عملیاتی معادل ۱۵ درصد کل دارایی‌هاست. ارزش بازار دارایی‌های شرکت‌ها ۱/۵۷ برابر ارزش دفتری آن‌هاست. ۶۷٪ از کل تعداد اعضای هیأت مدیره را اعضای غیرموظف تشکیل می‌دهند. به‌طور متوسط ۲۸٪ از مدیرعامل‌های شرکت‌های مورد بررسی قدرتمند هستند.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نماد متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
BLVE	۰/۵۸۵	۰/۶۰۴	-۰/۹۳۸	۰/۰۹۰	۰/۱۷۵
MLVE	۰/۴۴۱	۰/۴۳۶	-۰/۹۲۱	۰/۰۲۸	۰/۲۰۵
STDTA	۰/۵۱۸	۰/۵۳۲	-۰/۹۳۵	۰/۰۶۷	۰/۱۷۴
LTDTA	۰/۰۶۷	۰/۰۴۳	-۰/۵۳۰	۰/۰۰۰	۰/۰۷۴
INIST	۰/۷۱۶	۰/۷۸۵	-۰/۹۹۵	۰/۰۰۰	۰/۳۴۱
SIZE	۱۳/۸۸۵	۱۳/۷۵۱	۱۹/۰۶۶	۱۰/۰۳۱	۱/۴۴۸
TANG	۰/۲۳۵	۰/۱۸۸	-۰/۸۳۹	۰/۰۰۴	۰/۱۷۴
PROF	۰/۱۴۸	۰/۱۲۷	-۰/۶۷۱	-۰/۲۶۸	۰/۱۲۷
RISK	۱/۴۲۰	۱/۲۰۶	۶/۵۰۸	-۲/۸۶۱	۱/۳۲۰
GROWTH	۱/۵۷۰	۱/۳۵۷	۶/۱۲۴	۰/۶۲۳	۰/۷۱۴
BCOPN	۰/۶۷۱	۰/۶۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۷۸
BSIZE	۵/۰۰۶	۵/۰۰۰	۷/۰۰۰	۴/۰۰۰	۰/۱۱۴
POWER	۰/۲۸۳	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۵۱

### نتایج آزمون فرضیه اول تا چهارم پژوهش

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 جدول ۳ آورده شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون تشخیصی F لیمر و آزمون هاسمن

الگو	نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	روش پذیرفته شده
۱	F لیمر	۵/۶۹۰	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی
	هاسمن	۵۰/۷۸۰	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت
۲	F لیمر	۷/۳۴۱	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی
	هاسمن	۷۷/۹۸۳	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت
۳	F لیمر	۱۲/۳۰۸	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی
	هاسمن	۴۳/۰۷۲	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت
۴	F لیمر	۱۰/۸۶۰	۰/۲۶۲	روش داده‌های ترکیبی معمولی

نتیجه حاصل از تخمین الگوها به همراه آزمون‌های تعیین اعتبار باقیمانده‌های الگو در جدول ۴ ارائه شده است:

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه اول تا چهارم پژوهش

LTDTA		STDTA		MLVE		BLVE		متغیر
سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری	ضرایب	
۰/۰۰۰	۰/۲۵۷	۰/۰۰۰	۰/۷۹۸	۰/۰۰۰	۰/۹۳۹	۰/۰۰۲	۰/۶۳۸	C
۰/۵۸۴	-۰/۰۰۱	۰/۱۴۳	۰/۰۰۶	۰/۶۷۴	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۰	۰/۰۴۵	POWER
۰/۰۰۰	-۰/۰۰۶	۰/۳۵۰	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰	-۰/۰۱۴	۰/۰۰۰	۰/۰۲۲	SIZE
۰/۰۰۴	۰/۰۲۷	۰/۰۰۰	-۰/۲۷۵	۰/۰۱۳	-۰/۰۶۷	۰/۰۰۴	-۰/۰۷۵	TANG
۰/۷۹۱	-۰/۰۰۲	۰/۴۶۳	۰/۰۳۱	۰/۰۷۵	۰/۰۹۳	۰/۰۰۰	۰/۳۶۶	PROF
۰/۰۰۶	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	-۰/۰۶۴	۰/۰۰۰	-۰/۰۴۷	۰/۰۰۰	-۰/۱۱۹	RISK
۰/۰۵۹	۰/۰۰۱	۰/۷۷۳	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	-۰/۱۴۴	۰/۰۱۵	۰/۰۱۹	GROWTH
۰/۰۰۰	-۰/۰۱۹	۰/۵۷۰	-۰/۰۰۵	۰/۸۸۱	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	-۰/۰۹۰	BCOPN
۰/۰۰۰	-۰/۰۱۹	۰/۰۰۳	-۰/۰۳۵	۰/۹۶۸	-۰/۰۰۲	۰/۲۸۸	-۰/۰۴۲	BSIZE
(۰/۸۰۳)	۰/۸۳۰	(۰/۸۸۵)	۰/۹۰۰	(۰/۹۱۵)	۰/۹۲۶	(۰/۴۶۳)	۰/۴۷۲	ضریب تعیین (تعدیل شده)
۲/۲۰		۲/۳۵		۱/۵۲		۱/۵۲		آماره دوربین واتسون
(۰/۰۰۰) ۳۱/۶۰۵		(۰/۰۰۰) ۵۸/۶۴۹		(۰/۰۰۰) ۸۱/۴۸۲		(۰/۰۰۰) ۴۹/۶۸۱		آماره F فیشر (سطح معناداری)

نتایج جدول ۴ نشان می‌دهد که مقدار آماره دوربین-واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بنابراین عدم همبستگی در اجزاء باقیمانده الگوهای رگرسیونی را تأیید می‌کند. با توجه به اینکه سطح معنی‌داری آماره F فیشر کمتر از ۵٪ است، لذا معناداری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده الگوها نشان می‌دهد که مجموعاً ۴۶٪، ۹۲٪، ۸۹٪ و ۸۰٪ از تغییرات حاصله در متغیرهای وابسته می‌تواند توسط متغیرهای مستقل و معنی‌دار شده در این الگوها توضیح داده شود. با توجه به نتایج به دست آمده در جدول ۴ از برآورد الگو با متغیر وابسته اهرم مبتنی بر ارزش دفتری (BLVE)، ضریب متغیر قدرت مدیرعامل (POWER) برابر ۰/۰۴۵ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۰۰ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین، بین قدرت مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش دفتری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، سودآوری و فرصت‌های رشد شرکت رابطه مثبت و معنادار و متغیرهای نسبت دارایی‌های مشهود، ریسک و موقعیت هیأت مدیره رابطه منفی و معناداری با اهرم مبتنی بر ارزش

دفتری دارند. نتایج برآورد الگو با متغیر وابسته اهرم مبتنی بر ارزش بازار (MLVE) نشان می‌دهد بین قدرت مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش بازار رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین، متغیر کنترلی سودآوری رابطه مثبت و معنادار و متغیرهای اندازه شرکت، نسبت دارایی‌های مشهود، ریسک و فرصت‌های رشد شرکت رابطه منفی و معناداری با اهرم مبتنی بر ارزش بازار دارند. نتایج برآورد الگو با متغیر وابسته اهرم کوتاه‌مدت (STDTA) بیانگر آن است که بین قدرت مدیرعامل و اهرم کوتاه‌مدت رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین، متغیرهای کنترلی نسبت دارایی‌های مشهود، ریسک و اندازه هیأت مدیره رابطه منفی و معناداری با اهرم کوتاه‌مدت دارند. نتایج برآورد الگو با متغیر وابسته اهرم بلندمدت (LTDTA) حاکی است بین قدرت مدیرعامل و اهرم بلندمدت رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین، متغیرهای کنترلی نسبت دارایی‌های مشهود و فرصت‌های رشد شرکت رابطه مثبت و معنادار و متغیرهای اندازه شرکت، ریسک، موقعیت هیأت مدیره و اندازه هیأت مدیره رابطه منفی و معناداری با اهرم بلندمدت دارند.

### نتایج آزمون فرضیه پنجم تا هشتم پژوهش

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 جدول ۵ آورده شده است.

جدول ۵. نتایج آزمون تشخیصی F لیمر و آزمون هاسمن

الگو	نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	روش پذیرفته شده
۱	F لیمر	۱۲/۹۲۶	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی
	هاسمن	۴۴/۱۸۰	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت
۲	F لیمر	۶/۶۱۹	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی
	هاسمن	۶۸/۱۴۰	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت
۳	F لیمر	۴/۸۶۰	۰/۵۵۲	روش داده‌های ترکیبی معمولی
۴	F لیمر	۵/۲۰۸	۰/۷۱۴	روش داده‌های ترکیبی معمولی

نتیجه حاصل از تخمین الگوها به همراه آزمون‌های تعیین اعتبار باقیمانده‌های الگو در جدول ۶ ارائه شده است:



جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه پنجم تا هشتم پژوهش

متغیر	BLVE		MLVE		STDTA		LTDTA	
	ضرایب	سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری
C	۰/۷۴۸	۰/۰۰۰	۰/۸۶۱	۰/۰۰۰	۰/۶۰۹	۰/۰۰۰	۰/۰۷۳	۰/۰۰۰
POWER	۰/۰۱۵	۰/۱۷۱	۰/۰۳۶	۰/۰۴۶	۰/۰۴۳	۰/۰۶۶	۰/۰۰۹	۰/۰۷۲
INIST	۰/۰۴۴	۰/۰۰۱	۰/۰۶۴	۰/۰۰۰	۰/۱۲۸	۰/۰۰۰	۰/۰۲۸	۰/۰۰۰
INIST*POWER	۰/۰۱۸	۰/۱۹۷	۰/۰۵۲	۰/۰۱۳	۰/۰۱۳	۰/۶۶۶	۰/۰۰۱	۰/۸۴۴
SIZE	۰/۰۰۸	۰/۰۱۳	۰/۰۱۱	۰/۰۰۱	۰/۰۱۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۲	۰/۰۰۵
TANG	۰/۱۷۷	۰/۰۰۰	۰/۰۶۱	۰/۰۱۷	۰/۲۴۵	۰/۰۰۰	۰/۰۸۶	۰/۰۰۰
PROF	۰/۰۲۳	۰/۵۵۷	۰/۰۹۰	۰/۰۷۴	۰/۳۳۹	۰/۰۰۰	۰/۰۳۰	۰/۰۶۶
RISK	۰/۰۶۷	۰/۰۰۰	۰/۰۴۸	۰/۰۰۰	۰/۱۰۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۴	۰/۰۰۱
GROWTH	۰/۰۰۴	۰/۲۳۷	۰/۱۴۴	۰/۰۰۰	۰/۰۱۳	۰/۰۰۴	۰/۰۰۶	۰/۰۰۰
BCOPN	۰/۰۳۶	۰/۰۰۶	۰/۰۰۳	۰/۸۳۳	۰/۰۵۸	۰/۰۰۱	۰/۰۱۶	۰/۰۰۳
BSIZE	۰/۰۲۹	۰/۱۲۰	۰/۰۰۳	۰/۹۴۳	۰/۰۳۸	۰/۰۲۵	۰/۰۰۴	۰/۱۸۱
ضریب تعیین (تعدیل شده)	۰/۹۲۳	(۰/۹۱۱)	۰/۹۲	(۰/۹۱۵)	۰/۷۰۴	(۰/۷۰۰)	۰/۲۸۱	(۰/۳۷۲)
آماره دوربین واتسون	۲/۲۶		۱/۵۴		۱/۷۹		۱/۷۴	
آماره F فیشر (سطح معناداری)	۷۶/۳۰۰	(۰/۰۰۰)	۸۰/۳۷۲	(۰/۰۰۰)	۱۹۸/۹۰۸	(۰/۰۰۰)	۳۲/۷۱۷	(۰/۰۰۰)

نتایج جدول ۶ نشان می‌دهد که مقدار آماره دوربین-واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بنابراین عدم همبستگی در اجزاء باقیمانده الگوهای رگرسیونی را تأیید می‌کند. با توجه به اینکه سطح معنی‌داری آماره F فیشر کمتر از ۵٪ است، لذا معناداری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده الگوها نشان می‌دهد که مجموعاً ۹۱٪، ۹۲٪، ۷۰٪ و ۲۷٪ از تغییرات حاصله در متغیرهای وابسته می‌تواند توسط متغیرهای مستقل و معنی‌دار شده در این الگوها توضیح داده شود. با توجه به نتایج به دست آمده در جدول ۶ از برآورد الگو با متغیر وابسته اهرم مبتنی بر ارزش دفتری (BLVE)، بین قدرت مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش دفتری رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین، سهامداران نهادی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش دفتری اثر تعدیل‌کننده ندارند. علاوه بر این، متغیرهای سهامداران نهادی و اندازه شرکت رابطه مثبت و معنادار و متغیرهای نسبت دارایی‌های مشهود، ریسک و موقعیت هیأت مدیره رابطه منفی و معناداری با اهرم مبتنی بر ارزش دفتری دارند. نتایج برآورد الگو با متغیر وابسته اهرم

مبتنی بر ارزش بازار (MLVE) نشان می‌دهد بین قدرت مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش بازار رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، سهامداران نهادی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش بازار اثر تعدیل‌کننده دارند. علاوه بر این، متغیرهای سهامداران نهادی و سودآوری رابطه مثبت و معنادار و متغیرهای اندازه شرکت، نسبت دارایی‌های مشهود، ریسک و فرصت‌های رشد شرکت رابطه منفی و معناداری با اهرم مبتنی بر ارزش بازار دارند. نتایج برآورد الگو با متغیر وابسته اهرم کوتاه‌مدت (STDTA) نشان می‌دهد بین قدرت مدیرعامل و اهرم کوتاه‌مدت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، سهامداران نهادی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و اهرم کوتاه‌مدت اثر تعدیل‌کننده ندارند. علاوه بر این، متغیرهای سهامداران نهادی، اندازه شرکت، سودآوری و فرصت‌های رشد شرکت رابطه مثبت و معنادار و متغیرهای سهامداران نهادی، نسبت دارایی‌های مشهود، ریسک، موقعیت هیأت مدیره و اندازه هیأت مدیره رابطه منفی و معناداری با اهرم کوتاه‌مدت دارند. در نهایت، نتایج برآورد الگو با متغیر وابسته اهرم بلندمدت (LTDTA) نشان می‌دهد بین قدرت مدیرعامل و اهرم بلندمدت رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین، سهامداران نهادی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و اهرم بلندمدت اثر تعدیل‌کننده ندارند. علاوه بر این، متغیرهای سهامداران نهادی، نسبت دارایی‌های مشهود و موقعیت هیأت مدیره رابطه مثبت و معنادار و متغیرهای اندازه شرکت، سودآوری، ریسک و فرصت‌های رشد شرکت رابطه منفی و معناداری با اهرم بلندمدت دارند.

#### ۶. بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش به تأثیر سهامداران نهادی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و تصمیمات ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. نتایج آزمون مدل پژوهش بدون حضور سهامداران نهادی نشان می‌دهد که؛ بین قدرت مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش دفتری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، بین قدرت مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش بازار، اهرم کوتاه‌مدت و اهرم بلندمدت رابطه معناداری وجود ندارد. نتایج آزمون مدل پژوهش وقتی که سهامداران نهادی به مدل اضافه می‌شوند نشان می‌دهد؛ بین قدرت مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش دفتری رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین، سهامداران نهادی بر رابطه مذکور اثر تعدیل‌کننده ندارند. بین قدرت مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش بازار رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، سهامداران نهادی بر رابطه مذکور اثر تعدیل‌کننده دارند. بین قدرت مدیرعامل و اهرم کوتاه‌مدت رابطه مثبت و معنادار و بین قدرت مدیرعامل و اهرم بلندمدت رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین، سهامداران نهادی بر روابط فوق اثر تعدیل‌کننده ندارند. یافته‌های پژوهش با شواهد چینتراکارن و همکاران [۱۴] و تانگیا و همکاران [۶۰]، در تطابق است. در توجیه این نتایج می‌توان بیان کرد که رابطه مثبت بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه (اهرم مبتنی بر ارزش دفتری، اهرم مبتنی بر ارزش بازار و اهرم کوتاه‌مدت) شواهدی برای تطبیق منافع و

فرضیه‌های نظارت ارائه می‌کند [۳۳]. به این دلیل که بدهی نقش مهمی در تطبیق منافع مدیران و مالکین ایفا می‌کند. به علاوه، اهرم بالا می‌تواند مشکلات جریان نقدی آزاد را کاهش دهد، بنابراین، باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. در نتیجه، شرکت‌هایی با مدیرعامل‌های قدرتمند احتمالاً بدهی بیشتری را مورد استفاده قرار می‌دهند. در مقابل، در توجیه رابطه منفی بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه (اهرم بلندمدت) می‌توان بیان کرد که مدیران اجرایی می‌توانند اهرم کمی را برای دستیابی به منافع خود مثل حفظ فرصت‌طلبی مدیریتی و استفاده آزادانه از جریان وجوه نقد دنبال کنند.

## ۷. پیشنهادهای و محدودیت‌ها

یافته‌های پژوهش اهمیت زیادی برای سهامداران و سیاست‌گذاران داشته و همچنین، به مقایسه ارزشمند نتایج با دیدگاه‌های نظری و یافته‌های تجربی مشاهده شده در پژوهش‌های قبلی کمک می‌نماید. با توجه به نتایج پژوهش پیشنهاد می‌شود استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی به قدرت مدیرعامل به عنوان یکی از عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌ها توجه داشته باشند. طبق دستورالعمل‌های راهبری شرکتی، مدیرعامل به عنوان منبعی از قدرت اجرایی بر هیأت مدیره نفوذ دارد. در همین راستا، اگر منافع مدیرعامل با منافع سهامداران همسو نباشد، در این صورت نفوذ و قدرت مدیرعامل مشکل‌ساز می‌گردد. واقعیت این است که منفی و مثبت بودن قدرت مدیرعامل به قضاوت و نوع کاربرد آن بستگی دارد، به گونه‌ای که اگر هدف از قدرت، اهداف سازمانی باشد می‌تواند پدیده‌ای مثبت و کاربردی به شمار آید و اگر هدف دستیابی به اهداف شخصی و فردی باشد، مطمئناً پدیده‌ای منفی و نامناسب خواهد بود. نتایج پژوهش به عنوان بخشی از ساختار حاکمیت شرکتی دارای اهمیت می‌باشد. مدیران شرکت‌ها به ناچار تأثیر بیشتری بر اطلاعات حسابداری خواهند گذاشت و میزان تأثیر آن‌ها به میزان قدرت مدیریت بستگی دارد. تأثیر قدرت رهبری بر کیفیت اطلاعات حسابداری نباید نادیده گرفته شود. این بدان معنی است که در زمینه وضعیت فعلی نظام اقتصادی بازار سوسیالیستی کشور اگر به دنبال بهبود کیفیت اطلاعات حسابداری هستیم، باید ساختار سازمانی شرکت‌ها و ساختار حاکمیت شرکتی را به طور مؤثر بهبود بخشید و قوانین و مقرراتی تدوین شود که محدودیت‌های مدیریتی را تقویت کند تا کیفیت اطلاعات حسابداری و عملکرد شرکت بهبود یابد. برای نمونه، نتایج پژوهش نشان می‌دهد مدیرعامل‌های قدرتمند به احتمال بیشتری اهرم بلندمدت را به منظور دستیابی به منافع خود دنبال می‌کنند. 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. همچنین، نتایج نشان می‌دهد سهامداران نهادی

تضادهای نمایندگی را به واسطه وجود خود در مقام مالک عمده شدیدتر می‌کنند. این بدان معنی است که سهامداران نهادی در کنار مدیرعامل‌های قدرتمند، مستعد سطوح پایین‌تر بدهی برای دنبال کردن منافع خود هستند. بنابراین، سیاست‌گذاران در سیستم حاکمیت شرکتی درونی نیاز دارند که توجه ویژه‌ای به توسعه چارچوب‌های حاکمیت شرکتی نموده و راهکارهایی در زمینه تقویت سازوکارهای حاکمیت شرکتی ارائه گردد. طوری که ضمن در نظر گرفتن نقش مهم سرمایه-گذاری نهادی، راهکارهای توسعه بازار را تعیین و تدوین نمایند.

در پایان به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود که در پژوهش‌های آتی از سایر معیارهای اندازه‌گیری قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه شرکت‌ها استفاده نموده و نتایج را مقایسه نمایند. همچنین، به بررسی تأثیر سایر سازوکارهای حاکمیت شرکتی، متغیرهای کلان اقتصادی و هزینه‌های نمایندگی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه شرکت‌ها پرداخته شود. علاوه بر این، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی از مدل‌های غیرخطی برای تبیین موضوع پژوهش استفاده شود. به منظور بررسی بیشتر نتایج نیز پیشنهاد می‌شود پژوهشگران موضوع پژوهش را در سطح صنایع مختلف و نیز در شرکت‌های کوچک، متوسط و بزرگ، آزمون کنند. در نهایت، با توجه به نتایج پژوهش‌های انجام شده مبنی بر اینکه شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی با دولت، دسترسی آسان‌تری به منابع مالی دارند، پیشنهاد می‌شود به تأثیر روابط سیاسی با دولت بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها پرداخته شود. از آنجا که در زمینه ویژگی‌های مدیرعامل از جمله قدرت، پژوهش‌های اندکی در سطح داخلی صورت گرفته است؛ پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی، رابطه قدرت مدیرعامل با سایر موضوعات مالی و حسابداری از جمله عملکرد، هزینه سرمایه و کیفیت و شفافیت گزارشگری مالی، مورد بررسی قرار گیرد.

لازم به ذکر است که در این پژوهش از معیارهای دوگانگی وظیفه مدیرعامل، سهامدار بودن مدیرعامل و دوره تصدی مدیرعامل برای اندازه‌گیری قدرت مدیران عامل استفاده شده است. اگر در کنار معیارهای مذکور، از پاداش مدیرعامل، مؤسس بودن مدیرعامل و اعتبار مدیرعامل هم بهره گرفته می‌شد، یافته‌های پژوهش از سطح اطمینان بالاتری برخوردار می‌گردید. به دلیل محدودیت در وجود بانک‌های اطلاعاتی قابل اعتماد و عدم امکان گردآوری اطلاعات مذکور، بهره‌گیری از این شاخص اندازه‌گیری میسر نبوده است. لذا، در استفاده از نتایج پژوهش باید این محدودیت را در نظر داشت. از طرف دیگر، سایر ویژگی‌های مدیرعامل مانند سن، جنس، تحصیلات و متغیرهایی مانند وضعیت بازار سرمایه نیز می‌تواند ساختار سرمایه شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. لذا، در به‌کارگیری نتایج احتیاط لازم به عمل آید.

## منابع

1. Adams, R. B., Almeida, H., & Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *Review of Financial Studies*, 18(4), 1403-1432.
2. Agrawal, A., & Knoeber, C.R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 31(3), 377-397.
3. Ahmadpour, A., Jafari Samimi, A., & Golmohammadi, H. (2012). The effect of corporate governance variables on capital structure of listed firms in Tehran Stock Exchange (automotive & components industry). *Journal of Accounting and Auditing Studies*, 1(1), 52-63. (In Persian)
4. Altman, E. I., Zhang, L., & Yen, J. (2007). *Corporate financial distress diagnosis in China*. Working paper. NY: New York University Salomon Center.
5. Azadi, M., Mohamadzadeh, A. (2018). Investigating Factors Affecting Debt Policies of Companies Accepted in Tehran Stock Exchange. *Financial Management Perspective*, 8(22), 51-72. (In Persian)
6. Bebchuk, L., Cremers, K.J.M., & Peyer, U.C. (2011) *The CEO pay slice*. *Journal of Financial Economics*, 102(1), 199-221.
7. Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438.
8. Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2003). Effect of corporate governance on bond ratings and yields: the role of institutional investors and outside directors. *Journal of Business*, 76(3), 455-475.
9. Brailsford, T. J., Oliver, B. R., & Pua, S. L. H. (2002). On the relation between ownership structure and capital structure. *Journal of Accounting and Finance*, 42(1), 1-26.
10. Brickley, J.A., Coles, J.L., & Terry, R.L. (1994). Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics*, 35(3), 371-390.
11. Bushee, B. J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review*, 73(3), 305-333.
12. Chao, C.C., Hu, M., Munir, Q., & Li, T. (2017). The impact of CEO power on corporate capital structure: New evidence from dynamic panel threshold analysis. *International Review of Economics and Finance*, 51(C), 107-120.
13. Chen, Z., Huang, Y., & Wei, K.C.J. (2013). Executive pay disparity and the cost of equity capital. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(3), 849-885.
14. 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.
15. Chintrakarn, P., Jiraporn, P., & Tong, S. (2014). How do powerful CEOs view corporate risk-taking? Evidence from the CEO pay slice (CPS). *Applied Economics Letters*, 22(2), 104-109.
16. Fahlenbrach, R. (2009). Founder-CEOs, investment decisions, and stock market performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2), 439-466.
17. Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
18. Finkelstein, S. (1992). Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation. *Academy of Management Journal*, 35(3), 505-538.
19. Florackis, C., & Ozkan, A. (2009). Managerial incentives and corporate leverage: evidence from the United Kingdom. *Accounting and Finance*, 49(3), 531-553.

20. Ghaemi, M.H., & Shahriyari, M. (2009). Corporate governance and corporate financial performance. *Journal of Accounting Advances*, 1(1), 113-128. (In Persian)
21. Gillan, S.G., & Starks, L.T. (1998). A survey of shareholder activism: Motivation and empirical evidence. *Contemporary Finance Digest*, 2(3), 10-34.
22. Goyal, P., & Park, C.W. (2002). Board leadership structure and CEO turnover. *Journal of Corporate Finance*, 8(1), 49-66.
23. Graham, J. R., & Leary, M. T. (2011). A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future. *Annual Review of Financial Economics*, 3(1), 309-345.
24. Graham, J. R., Kim, H., & Leary, M. (2017). *CEO power and board dynamics*. Working paper, Duke University.
25. Haghghat, H., & Bashiri, V. (2012). Relationship between Financial Flexibility and Capital Structure. *Journal of Accounting Knowledge*, 3(8), 49-71. (In Persian)
26. Hasan, A., & Butt, S. (2009). Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies. *International Journal of Business and Management*, 4(2), 50-57.
27. Hasas Yeganeh, Y., Moradi, M., & Eskandar, H. (2008). The relationship between institutional investors and corporate value. *Accounting and Auditing Review*, 15(3), 107-122. (In Persian)
28. Hayward, M., & Hambrick, D. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. *Administrative Science Quarterly*, 42(1), 103-127.
29. Hejazi, R., & Yousefi, A. (2018). Nonlinear relationship between CEO power and capital structure. *Journal of New Researches in Accounting & Auditing*, 2(1), 9-26. (In Persian)
30. Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, 88(1), 96-118.
31. Hermalin, B., & Weisbach, M. (2012). Information disclosure and corporate governance. *Journal of Finance*, 67(1), 195-233.
32. Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
33. 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.
34. Jiraporn, P., & Chintrakarn, P. (2013). How do powerful CEOs view corporate social responsibility (CSR)? *An empirical note. Economics Letters*, 119(3), 344-347.
35. Jiraporn, P., Chintrakarn, P., & Liu, Y. (2012). Capital structure, CEO dominance, and corporate performance. *Journal of Financial Services Research*, 42(3), 139-158.
36. Karimi, F., & Ashrafi, M. (2011). Investigate relationship between corporate governance mechanisms and capital structure in Tehran stock exchange. *Journal of Financial Accounting Researches*, 3(2), 79-92. (In Persian)
37. Khajavi, S., & Ghadirian Arani, M. (2018). Managerial ability, financial performance and bankruptcy risk. *Journal of Accounting Knowledge*, 9(1), 35-61. (In Persian)
38. Lee, J., Park, J., & Park, S. (2015). Revisiting CEO power and firm value. *Applied Economics Letters*, 22(8), 597-602.

39. Lin, C.-M., Chan, M.-L., Chien, I.-H., & Li, K.H. (2018). The relationship between cash value and accounting conservatism: the role of controlling shareholders. *International Review of Economics and Finance*, 55(C), 233-245.
40. Liu, Y., & Jiraporn, P. (2010). The effect of CEO power on bond ratings and yields. *Journal of Empirical Finance*, 17(4), 744-762.
41. Luo, Y. (2015). CEO power, ownership structure and pay performance in Chinese banking. *Journal of Economics and Business*, 82(C), 3-16.
42. Mehran, H., Taggart, R. A., & Yermack, D. (1999). CEO ownership, leasing, and debt financing. *Financial Management*, 28(2), 5-14.
43. Mehrani, S., Karami, G., Moradi, M., & Eskandar, H. (2010). The relationship between institutional investors and quality of financial reporting. *Journal of Accounting Advances*, 2(1), 227-249. (In Persian)
44. Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
45. Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1&2), 293-315.
46. Morse, A., Nanda, V., & Seru, A. (2011). Are incentive contracts rigged by powerful CEOs? *Journal of Finance*, 66(5), 1779-1821.
47. 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.
48. Pathan, S. (2009). Strong boards, CEO power and bank risk-taking. *Journal of Banking and Finance*, 33(7), 1340-1350.
49. Pfeffer, J. (1992). *Managing with power: Politics and influence in organizations*. Boston, MA: Harvard Business Press.
50. Pourheidari, O., & Forughi, A. (2019). Effect of management influence on disclosure quality of accounting information. *Empirical Studies in Financial Accounting Quarterly*, 15(61), 27-53. (In Persian)
51. Rezaei, F., & Weysihesar, S. (2014). The effect of political connections with the government on the relationship between ownership concentration with quality of financial reporting and the cost of equity capital. *Accounting and Auditing Review*, 21(4), 449-470. (In Persian)
52. Rosenstein, S., & Wyatt, J.G. (1997). Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 44(2), 229-250.
53. 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.
54. Ryan, H.E., & Wiggins, R.A. (2004). Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics*, 73(3), 497-524.
55. Sheikh, S. (2018). CEO power, product market competition and firm value. *Research in International Business and Finance*, 46(C), 373-386.
56. Simsek, Z. (2007). CEO tenure and organizational performance. *Strategic Management Journal*, 28(6), 653-662.
57. Sun, J., Ding, L., Guo, J.M., & Li, Y. (2015). Ownership, capital structure and financing decision: Evidence from the UK. *The British Accounting Review*, 48(4), 448-463.

58. Tang, J., Crossan, M., & Rowe, W. G. (2011). Dominant CEO, deviant strategy, and extreme performance: The moderating role of a powerful board. *Journal of Management Studies*, 48(7), 1479-1503.
59. Ting, H-I. (2013). CEO turnover and shareholder wealth: Evidence from CEO power in Taiwan. *Journal of Business Research*, 66(12), 2466-2472.
60. Tongxia Li, 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 and Finance*, 47(January 2017), 1-21.
61. Tufano, P. (1996). Who manages risk? An empirical examination of risk management practices in the gold mining industry. *Journal of Finance*, 51(4), 689-705.
62. Veprauskaitė, E., & Adams, M. (2013). Do powerful chief executives influence the financial performance of UK firms? *British Accounting Review*, 45(3), 229-241.
63. Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417.
64. Vo, X.V., (2017). Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 40(April 2017), 105-113.
65. Weisbach, M.S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), 431-460.
66. Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.
67. Zagonov, M., & Salganik-Shoshan, G. (2018). CEO pay slice as a measure of CEO dominance. *Research in International Business and Finance*, 45(C)(October 2018), 571-576.
68. Zarei, G., Abdollahzadeh shaghghi, A. (2018). The Relationship Between Information Disclosure Quality and Foreign Financing of Companies Acquired in Tehran Stock Exchange: The Moderator of Corporate Growth and Ownership Structure. *Financial Management Perspective*, 8(23), 33-60. (In Persian)