

## The moderating role of CEO power in the relationship between capital structure and firm performance

Hashem Kavianifard<sup>1,✉</sup>, Alireza Mirzaei<sup>2</sup>

1. Department of Accounting, Dari.C., Islamic Azad University, Dariun, Iran.

2. Deputy of Clinical Affairs, Shiraz University of Medical Sciences, Shiraz, Iran.

| ARTICLE INFO                                                                                                                                                                                                                    | ABSTRACT                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>Received:</b> 19 December 2024<br/><b>Revised:</b> 11 March 2025<br/><b>Accepted:</b> 14 March 2025</p> <p><b>Keywords:</b> Capital structure, CEO power, firm performance</p> <p><b>JEL Classification:</b> G32, G34</p> | <p><b>Purpose:</b> The aim of this study is to investigate the impact of CEO power on capital structure and firm performance, as well as the moderating role of CEO power in the relationship between capital structure and firm performance.</p> <p><b>Methodology:</b> Methodologically, this research is descriptive-analytical and applied in purpose. The statistical population consists of companies listed on the Tehran Stock Exchange during the period from 2014 to 2023. Using a purposive sampling method, 95 companies were selected as the sample. Data analysis was performed using EViews software version 13, and hypotheses were tested using a multivariate regression model based on panel data.</p> <p><b>Findings:</b> The findings indicate that capital structure has a negative and significant impact on firm performance. CEO power exhibits a positive and significant effect on the capital structure of firms. The direct effect of CEO power on firm performance is positive, but it is confirmed at the 10% significance level. Furthermore, the interactive effect of CEO power and capital structure shows that CEO power moderates the relationship between capital structure and firm performance. Specifically, in firms with powerful CEOs, the positive relationship between capital structure and firm performance is weaker.</p> <p><b>Originality:</b> This study specifically analyzes the simultaneous influence of CEO power and capital structure. The findings reveal that CEO power can weaken the relationship between these two variables. In addition to contributing to theoretical advancements, these results offer practical insights for managers, policymakers, and investors in optimizing financial and strategic decision-making. The study underscores the importance of considering managerial characteristics alongside financial policies to enhance corporate performance.</p> |

**Cite this paper:** Kavianifard, H., & Mirzaei, A. (2025). The moderating role of CEO power in the relationship between capital structure and firm performance. *Journal of Accounting & Financial Transparency*, 2(4), 35–64. <https://doi.org/10.71965/AFT.2025.1193926> [In Persian]

✉ Corresponding Author.

Email Address: ha.kavianifard@iau.ac.ir

© 2025 the author(s).

This is an Open Access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>), which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited. The terms on which this article has been published allow the posting of the Accepted Manuscript in a repository by the author(s) or with their consent.

## Introduction

Corporate capital structure and firm performance have always been key topics in financial management and corporate governance. The allocation of debt and equity in a firm's capital structure and its impact on performance has been extensively studied by researchers and financial managers. Among these factors, the role of the CEO and their power in shaping financial decisions is of particular importance, as strategic decisions made by the CEO can significantly affect firm performance and capital structure optimization (Chiu *et al.*, 2022; Arif *et al.*, 2023). CEO power, as one of their key attributes, influences organizational decision-making processes and can either enhance firm performance or exacerbate agency problems (Li *et al.*, 2017).

Some studies suggest that powerful CEOs can act as strategic assets for firms during economic crises and market fluctuations, making decisive decisions that improve firm performance (Amedu, 2016). Similarly, research by Abdalkrim & Zehri (2019) indicates that CEO power positively impacts firm performance due to their increased influence over key corporate decisions. CEO power affects financial decisions and firm performance in multiple ways. More powerful CEOs have greater control over investment decisions, financing choices, and the formulation of strategic policies (Ning, 2020). Studies by Li *et al.* (2017) and Mundi (2024) suggest that powerful CEOs can directly influence capital structure and even increase its complexity.

While many studies have examined the direct impact of capital structure on firm performance, limited research has explored how CEO power moderates this relationship. Some findings indicate that in firms where CEOs hold significant power, the relationship between capital structure complexity and firm performance is weaker (Chao *et al.*, 2017; Mundi, 2023). These results highlight that CEO power not only

impacts financial decisions but also plays a crucial role in moderating the effect of capital structure on firm performance. The present study aims to fill this research gap by investigating the moderating role of CEO power in the relationship between capital structure and firm performance. The key research question addressed in this study is: Does CEO power moderate the relationship between capital structure and firm performance?

## Methodology

This research is applied in nature and follows a descriptive-analytical approach. The data were collected from the financial statements of companies listed on the Tehran Stock Exchange over the period from 2014 to 2023. A total of 95 companies were selected as the final sample. The sampling method was purposive (screening-based), selecting only companies that met the study criteria and had consistent and complete financial data throughout the study period. The inclusion criteria ensured that only firms with continuous market presence, the same fiscal year-end, and complete data for key variables were analyzed.

For data analysis, EViews version 13 was used. Initially, descriptive statistics of the variables, including mean, standard deviation, minimum, and maximum values, were computed. The Levin, Lin, and Chu test was applied to examine the stationarity of the variables, confirming their stability. To determine the appropriate model, the F-Limer test was performed to choose between the pooled effects model and the fixed effects model. The results indicated that the fixed effects model was more suitable. Subsequently, the Hausman test was conducted, confirming the fixed effects model as the final model for analysis. To test the research hypotheses, panel data-based multiple regression analysis was employed.

## Results

Descriptive statistics for the research variables, including central tendency measures such as mean and minimum/maximum values, as well as dispersion indicators like standard deviation, are reported. The mean value of the firm performance variable (ROA) is 0.07, indicating a positive return on assets among the sampled firms. The average financial leverage ratio is 0.45, reflecting a debt-to-asset ratio of approximately 45%. The average firm size is 6.60, suggesting that the sample firms are relatively large. The mean board composition is 0.35, meaning that, on average, 35% of board members are independent. The standard deviation of 0.48 indicates substantial variation in board composition across firms. For binary variables, the findings show that 60% of CEOs have long tenures, while only 25.26% are founders of the company and 45.26% hold ownership stakes. Additionally, 55.79% of firms have a powerful CEO, which may influence financial decisions and capital structure. To assess the stationarity of the variables, the Levin, Lin & Chu (LLC) test was employed. The results show that the p-values for all variables are below 0.05, indicating that the variables are stationary. Therefore, the research variables do not suffer from unit root issues and are suitable for regression analysis.

To determine the appropriate panel data model, the F-Limer test was first used to compare pooled models with fixed or random effects models. The test results, with a significant p-value below 0.05, support the use of a model with effects. Next, the Hausman test was conducted to choose between fixed and random effects. The p-value of less than 0.05 led to the selection of the fixed effects model as the final model for regression analysis. The results of the hypotheses are presented below:

**Hypothesis 1: The effect of capital structure on firm performance**

Regression results indicate that capital structure has a significant negative effect on firm performance, with the financial leverage coefficient at -0.125 and a significance level of 0.002. Additionally, firm size, growth, tangible assets, profitability, and board composition all have positive and significant effects on firm performance. The adjusted  $R^2$  is 0.653, indicating that 65.3% of the variation in firm performance is explained by the model. The F-statistic is also significant, confirming the overall validity of the model.

**Hypothesis 2: CEO power and capital structure**

The results suggest that CEO power has a significant positive effect on capital structure (coefficient = 0.077,  $p = 0.013$ ). This implies that powerful CEOs tend to use higher financial leverage. Other variables such as firm size, growth, tangible assets, and profitability also have positive and significant effects on capital structure. However, board composition and size do not show significant effects in this context. **Hypothesis 3: CEO power and firm performance**

The regression results for this hypothesis show that CEO power has a positive but relatively weak effect on firm performance, being significant only at the 10% confidence level ( $p = 0.054$ ). Other variables, including firm size, growth, tangible assets, and profitability, have positive and significant effects on firm performance. However, board composition and size are not significant. The adjusted  $R^2$  is 0.527, indicating that the model explains 52.7% of the variation in firm performance. **Hypothesis 4: Interaction of CEO power and capital structure**

This section examines the moderating role of CEO power in the relationship between capital structure and firm performance. The interaction term (financial leverage  $\times$  CEO power) has a coefficient of -0.022 and is significant at the 10% level ( $p = 0.092$ ). This finding indicates that in firms with

powerful CEOs, the positive effect of capital structure on firm performance is diminished. The adjusted  $R^2$  is 0.615, indicating that the model explains 61.5% of the variation in firm performance and confirming its validity.

### Conclusions

This study aimed to examine the moderating role of CEO power in the relationship between capital structure and firm performance. Based on theoretical foundations, capital structure is expected to influence firm performance by affecting capital costs and return on assets. Simultaneously, CEO power plays a key role in financial and strategic decision-making, potentially altering the strength and direction of this relationship.

Findings indicate that capital structure significantly affects firm performance, aligning with the pecking order theory, which suggests that firms prioritize internal financing before resorting to debt. However, excessive debt can increase agency costs and reduce efficiency, consistent with agency cost theory. Additionally, CEO power does not have a direct impact on capital structure, implying that financial decisions are influenced more by macroeconomic factors and market conditions rather than individual managerial discretion.

Regarding firm performance, CEO power alone does not have a significant direct effect, but it plays an influential role through interaction with other variables. This aligns with the resource-based view, which suggests that managerial skills, knowledge, and networks contribute to organizational success. Finally, CEO power moderates the capital structure–performance relationship, reducing the positive impact of leverage on performance. This supports agency theory, as powerful CEOs may prioritize personal interests over shareholder value.

These findings highlight the complex interplay between capital structure, CEO

power, and firm performance, emphasizing the importance of considering both financial policies and managerial characteristics. Firms should not rely solely on leverage for performance improvement but should also evaluate the influence of CEO attributes on financial decisions.

From a practical perspective, shareholders and boards should carefully monitor the interaction between CEO power and financial policies. Since powerful CEOs may favor alternative financing methods (e.g., retained earnings), firms should implement governance mechanisms to balance managerial discretion in financial decision-making. Future research should explore additional managerial traits such as leadership style, international experience, and professional networks, as well as examine these relationships across different industries and economic conditions. Advanced econometric techniques, including dynamic panel models and artificial neural networks, could further validate these findings.

Despite its contributions, this study has some limitations. First, it focuses on publicly traded firms in Tehran Stock Exchange, which may limit generalizability to other financial markets. Future studies should compare these relationships in different economic contexts. Second, alternative measures of CEO power could be explored to gain a more comprehensive understanding of its impact on financial decision-making.

### Author Contributions

All authors contributed equally to the conceptualization of the article and writing of the original and subsequent drafts.

### Data Availability Statement

The data that support the findings of this study are available from the corresponding author, upon reasonable request.

### Acknowledgements

The authors would like to thank all reviewers in the present study.

### **Ethical Considerations**

The authors avoided data fabrication, falsification, plagiarism, and misconduct.

### **Funding**

This research did not receive any specific grant from funding agencies in the public, commercial, or not-for-profit sectors.

### **Conflict of Interest**

The authors declare no conflict of interest.





## نقش تعدیل کننده قدرت مدیرعامل بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد

هاشم کاویانی فرد<sup>۱</sup>✉، علیرضا میرزایی<sup>۲</sup>

۱. استادیار گروه حسابداری، واحد داریون، دانشگاه آزاد اسلامی، داریون، ایران.

۲. معاون امور درمانگاهی، دانشگاه علوم پزشکی شیراز، شیراز، ایران.

| چکیده                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | اطلاعات مقاله                                                                                                                                                                                          |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>هدف:</b> هدف از پژوهش حاضر بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌ها و همچنین نقش تعدیل کننده قدرت مدیرعامل در رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌ها است.</p> <p><b>روش شناسی:</b> این پژوهش از نظر روش، توصیفی - تحلیلی و از نظر هدف، کاربردی است. جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ بوده که با استفاده از روش نمونه گیری هدفمند، تعداد ۹۵ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند. داده های پژوهش با استفاده از نرم افزار ایویوز نسخه ۱۳ تحلیل شدند و از مدل رگرسیون چندمتغیره مبتنی بر داده های پانلی برای آزمون فرضیه ها استفاده شد.</p> <p><b>یافته ها:</b> نتایج پژوهش نشان داد که ساختار سرمایه تأثیر منفی و معناداری بر عملکرد شرکت‌ها دارد. قدرت مدیرعامل نیز تأثیر مثبت و معناداری بر ساختار سرمایه شرکت‌ها داشت. تأثیر مستقیم قدرت مدیرعامل بر عملکرد شرکت مثبت، اما در سطح معناداری ۱۰ درصد تأیید شد. همچنین، اثر تعاملی قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه نشان داد که قدرت مدیرعامل رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌ها را تعدیل می کند، به طوری که در شرکت هایی با مدیران عامل قدرتمند، رابطه مثبت میان ساختار سرمایه و عملکرد شرکت ضعیف تر است.</p> <p><b>دانش افزایی:</b> این مطالعه تأثیر هم زمان قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه را مورد تحلیل قرار داده و نشان داده است که قدرت مدیرعامل می تواند این رابطه را تعدیل کرده و اثرگذاری ساختار سرمایه بر عملکرد را کاهش دهد. یافته های پژوهش علاوه بر توسعه دانش نظری در این حوزه، می توانند به مدیران، سیاست گذاران و سرمایه گذاران در بهینه سازی تصمیمات مالی و راهبردی کمک کنند. این نتایج بر اهمیت توجه به ویژگی های مدیریتی در تصمیم گیری های مالی تأکید دارد و پیشنهاد می کند که ارزیابی ساختار سرمایه باید همراه با بررسی ویژگی های مدیران ارشد انجام شود.</p> | <p>تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۹/۲۹</p> <p>تاریخ بازنگری: ۱۴۰۳/۱۲/۲۱</p> <p>تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۱۲/۲۴</p> <p><b>کلیدواژه ها:</b> ساختار سرمایه، قدرت مدیرعامل، عملکرد شرکت</p> <p>طبقه بندی موضوعی: G32، G34</p> |

استناد: کاویانی فرد، هاشم، و میرزایی، علیرضا (۱۴۰۳). نقش تعدیل کننده قدرت مدیرعامل بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد. حسابداری و شفافیت مالی، ۲(۴)، ۳۵-۶۴.  
<https://doi.org/10.71965/aft.2025.1193926>

✉ نویسنده مسئول.

پست الکترونیکی: ha.havianifard@iaui.ac.ir

© 2025 the author(s).

This is an Open Access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>), which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited. The terms on which this article has been published allow the posting of the Accepted Manuscript in a repository by the author(s) or with their consent.

## مقدمه

ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌ها همواره از موضوعات کلیدی در حوزه مدیریت مالی و راهبری شرکتی محسوب می‌شوند. تعیین میزان بدهی و حقوق صاحبان سهام در ساختار سرمایه و تأثیر آن بر عملکرد شرکت، همواره مورد توجه پژوهشگران و مدیران مالی بوده است. در این میان، نقش مدیرعامل و قدرت او در تصمیمات مالی شرکت از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است، چراکه تصمیمات راهبردی مدیرعامل می‌تواند اثرات قابل‌توجهی بر عملکرد شرکت و بهینه‌سازی ساختار سرمایه داشته باشد (چیو<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۲؛ عاریف<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۲۳). قدرت مدیرعامل به‌عنوان یکی از ویژگی‌های کلیدی او، بر فرآیندهای تصمیم‌گیری سازمان اثر گذاشته و می‌تواند موجب بهبود عملکرد شرکت یا افزایش مشکلات نمایندگی شود (لی<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۷). از سوی دیگر، برخی پژوهش‌ها نشان می‌دهند که مدیران عامل قدرتمند در شرایط بحرانی و نوسانات اقتصادی می‌توانند به‌عنوان یک دارایی استراتژیک برای شرکت عمل کرده و از طریق تصمیمات قاطعانه، عملکرد شرکت را بهبود بخشند (آمدو<sup>۴</sup>، ۲۰۱۶). همچنین پژوهش عبدالکریم و زهری<sup>۵</sup> (۲۰۱۹) نشان می‌دهند که قدرت مدیرعامل می‌تواند تأثیرات مثبتی بر عملکرد شرکت داشته باشد، چراکه نفوذ و کنترل بیشتری بر تصمیمات کلیدی دارند. قدرت مدیرعامل می‌تواند به طرق مختلف بر تصمیمات مالی و عملکرد شرکت تأثیر بگذارد. مدیرانی که دارای قدرت بیشتری هستند، توانایی بیشتری در کنترل تصمیمات سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و تدوین استراتژی‌های کلان دارند (نینگ<sup>۶</sup>، ۲۰۲۰).

مطالعات لی<sup>۷</sup> و همکاران (۲۰۱۷) و موندی<sup>۸</sup> (۲۰۲۳) نشان داده است که مدیران عامل قدرتمند می‌توانند به طور مستقیم بر ساختار سرمایه تأثیر گذاشته و حتی میزان پیچیدگی ساختار سرمایه را افزایش دهند. درحالی‌که بسیاری از مطالعات به بررسی تأثیر مستقیم ساختار سرمایه بر عملکرد پرداخته‌اند، اما پژوهش‌های اندکی به این موضوع پرداخته‌اند که چگونه قدرت مدیرعامل می‌تواند این رابطه را تغییر دهند. به عنوان مثال، نتایج پژوهش‌ها نشان داده‌اند که در شرکت‌هایی که مدیران عامل دارای قدرت بیشتری هستند، رابطه میان پیچیدگی ساختار سرمایه و عملکرد شرکت ضعیف‌تر می‌شود (چائو<sup>۹</sup> و همکاران، ۲۰۱۷؛ موندی، ۲۰۲۴). این نتایج نشان‌دهنده آن است که قدرت مدیرعامل نه تنها بر تصمیمات مالی شرکت تأثیر می‌گذارد، بلکه در تعدیل تأثیر ساختار سرمایه بر عملکرد نیز نقش کلیدی ایفا می‌کند. یکی از جنبه‌های کمتر مورد بررسی در ادبیات مالی، نقش تعدیل‌کننده قدرت مدیرعامل در رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت است.

از این رو، تحقیق حاضر با هدف بررسی نقش تعدیل‌کننده قدرت مدیرعامل در رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌ها، تلاش می‌کند تا این شکاف تحقیقاتی را پوشش دهد و به این پرسش پاسخ دهد که آیا قدرت مدیرعامل می‌تواند رابطه میان ساختار سرمایه و عملکرد شرکت را تعدیل کند؟

<sup>1</sup>. Chiu

<sup>2</sup>. Arif

<sup>3</sup>. Li

<sup>4</sup>. Amedu

<sup>5</sup>. Abdalkrim & Zehri

<sup>6</sup>. Ning

<sup>7</sup>. Li

<sup>8</sup>. Mundi

<sup>9</sup>. Chao

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

مدیرعامل شرکت قدرتمندترین و بانفوذترین فرد در شرکت است که بر عوامل مختلف، ازجمله استراتژی‌های سازمان، تأثیر می‌گذارد (لارکر و تایان<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲). درواقع، مدیرعامل عنصر اساسی هر شرکت است و تصمیمات مدیریتی او مستقیماً مسیر آینده شرکت را تعیین می‌کند (فینکلشتین و همبریک<sup>۲</sup>، ۱۹۹۶). با این حال، پیامدهای قدرت مدیرعامل بر حاکمیت شرکتی همچنان محل بحث است و دو دیدگاه کلی در این زمینه وجود دارد. دیدگاه اول، که بر اساس نظریه نمایندگی شکل گرفته، استدلال می‌کند که مدیرعامل قدرتمند ممکن است منافع شخصی خود را بر منافع سهامداران ترجیح دهد، که این امر می‌تواند به فساد و عملکرد ضعیف شرکت منجر شود (گاوین و گاوین<sup>۳</sup>، ۲۰۲۳). برخی از مطالعات نشان داده‌اند که مدیران عامل قدرتمند ممکن است به دلیل اعتماد به نفس بیش از حد، تصمیمات راهبردی پرخطری بگیرند که به کاهش ارزش شرکت بینجامد (شیخ<sup>۴</sup>، ۲۰۲۴). همچنین، نتایج پژوهش‌ها حاکی از آن است که شرکت‌هایی با مدیران عامل قدرتمند تمایل کمتری به رعایت مسئولیت اجتماعی شرکت دارند، زیرا این مدیران کمتر به نیازهای ذینفعان پاسخگو هستند (هارپر و سان<sup>۵</sup>، ۲۰۱۹).

در مقابل، دیدگاه مثبت استدلال می‌کند که مدیران عامل قدرتمند قادرند با کاهش عدم تقارن اطلاعات و بهبود کارایی عملیاتی، عملکرد شرکت را تقویت کنند (هامفری جنر<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۲۲). برخی پژوهش‌ها نشان داده‌اند که در بازارهای پرقابلیت یا در شرایطی که نظارت قوی بر شرکت وجود دارد، قدرت مدیرعامل با کاهش ریسک سازمانی و افزایش ارزش شرکت همراه است (شیخ، ۲۰۱۹). افزون بر این، مطالعاتی در بازار سرمایه ایران نشان داده‌اند که افزایش قدرت مدیرعامل می‌تواند به کاهش ریسک کلی شرکت منجر شود، زیرا مدیران تمایل دارند شهرت خود را به عنوان تصمیم‌گیرندگان حرفه‌ای حفظ کنند (بیگدلو<sup>۷</sup> و همکاران، ۲۰۲۲).

مدیر، تعیین‌کننده خط و مشی سازمان و در واقع صاحبان قدرت سازمان یا شرکت است و عملکرد شرکت یا سازمان با قدرت مدیرعامل مرتبط و هم‌راستاست. در واقع قدرت مدیرعامل می‌تواند زمینه‌ساز پیشرفت یا انحراف معیار و همچنین فساد یک سازمان باشد لازم به ذکر است موارد ذکر شده، به چگونگی استفاده از قدرت در مدیران عامل بستگی دارد (دیلی و جانسون<sup>۸</sup>، ۱۹۹۷).

### ساختار سرمایه و عملکرد شرکت

ساختار سرمایه یکی از مباحث کلیدی در حوزه مالی و مدیریت مالی است که همواره مورد بحث بوده است. این مفهوم به ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام اشاره دارد که شرکت برای تأمین مالی عملیات خود از آن استفاده می‌کند (هوگ<sup>۹</sup>، ۲۰۱۹). از نظر تئوریک، ساختار سرمایه می‌تواند شامل بدهی‌های کوتاه‌مدت، بدهی‌های بلندمدت و سرمایه‌گذاری سهام‌داران باشد و هدف از انتخاب ساختار سرمایه مناسب، حداکثرسازی ارزش شرکت و کاهش

<sup>1</sup>. Larcker & Tayan

<sup>2</sup>. Finkelstein and Hambrick

<sup>3</sup>. Gavin & Gavin

<sup>4</sup>. Sheikh

<sup>5</sup>. Harper & Sun

<sup>6</sup>. Humphery-Jenner

<sup>7</sup>. Bigdelo

<sup>8</sup>. Daily & Johnson

<sup>9</sup>. Hoque

هزینه‌های تأمین مالی است (یائو<sup>۱</sup>، ۲۰۲۳).

در ادبیات مالی، چندین نظریه درباره تعیین ساختار سرمایه وجود دارد که به شرکت‌ها در تصمیم‌گیری‌های تأمین مالی کمک می‌کند: از جمله نظریه سلسله مراتبی تأمین مالی مایرز و ماجلوف<sup>۲</sup> (۱۹۸۴) که بیان می‌کند شرکت‌ها ابتدا از منابع داخلی، سپس از بدهی، و در نهایت از انتشار سهام برای تأمین مالی استفاده می‌کنند (تدوز<sup>۳</sup>، ۲۰۱۲). همچنین نظریه هزینه‌های نمایندگی جنسن و مک‌لینگ<sup>۴</sup> (۱۹۷۶)؛ بر اساس این نظریه، افزایش بدهی می‌تواند هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهد، زیرا مدیران برای جلوگیری از ورشکستگی، عملکرد بهتری خواهند داشت (آدیوال و آجیبولا<sup>۵</sup>، ۲۰۱۳). نتایج مطالعات در مورد رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌ها متفاوت است. برخی تحقیقات نشان داده‌اند که افزایش بدهی می‌تواند منجر به بهبود عملکرد مالی شود، زیرا بهره بدهی مشمول سپر مالیاتی می‌شود (عبداله و تورسوی<sup>۶</sup>، ۲۰۲۱). در مقابل، برخی مطالعات حاکی از آن است که سطح بالای بدهی می‌تواند به دلیل افزایش هزینه‌های مالی و ریسک ورشکستگی، عملکرد شرکت را کاهش دهد (ماسی<sup>۷</sup>، ۲۰۱۶). مطالعات تجربی مختلفی نیز در این زمینه انجام شده است که نتایج متناقضی را نشان داده‌اند. در اقتصادهای نوظهور، مانند ایران و مالزی، رابطه منفی بین بدهی و عملکرد مشاهده شده است، که نشان می‌دهد شرکت‌های این کشورها توانایی مدیریت بدهی بالا را ندارند (یائو، ۲۰۲۳). در اقتصادهای توسعه‌یافته، مانند آلمان، نتایج متفاوت بوده و بدهی در برخی موارد به بهبود عملکرد شرکت‌ها کمک کرده است (عبداله و تورسوی، ۲۰۱۹).

ساختار سرمایه یک عامل کلیدی در تعیین عملکرد شرکت است، اما تأثیر آن به متغیرهای مختلفی مانند شرایط اقتصادی، سطح توسعه مالی کشور و نوع صنعت بستگی دارد. بنابراین، مدیران مالی باید با در نظر گرفتن شرایط بازار و ویژگی‌های شرکت، تصمیمات بهینه‌ای در مورد ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام اتخاذ کنند تا ارزش شرکت را حداکثر سازند (ادیم<sup>۸</sup> و همکاران، ۲۰۱۴).

#### قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه

ساختار سرمایه یک عامل کلیدی در تعیین عملکرد شرکت است، اما تأثیر آن به متغیرهای مختلفی مانند شرایط اقتصادی، سطح توسعه مالی کشور و نوع صنعت بستگی دارد. بنابراین، مدیران مالی باید با در نظر گرفتن شرایط بازار و ویژگی‌های شرکت، تصمیمات بهینه‌ای در مورد ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام اتخاذ کنند تا ارزش شرکت را حداکثر سازند (ادیم و همکاران، ۲۰۱۴).

پژوهش‌های اخیر نشان می‌دهند که قدرت مدیرعامل تأثیر قابل توجهی بر تصمیمات ساختار سرمایه دارد. به عنوان مثال، تحقیق انجام‌شده توسط نینگ<sup>۹</sup> (۲۰۲۰) نشان می‌دهد که مدیران عامل قدرتمند تمایل دارند از سطح بدهی بالاتری در ساختار سرمایه شرکت استفاده کنند تا تأثیر خود را بر تصمیم‌گیری‌های شرکت تقویت کنند (نینگ، ۲۰۲۰). از

<sup>1</sup>. Yao

<sup>2</sup>. Myers & Majluf

<sup>3</sup>. Tudose

<sup>4</sup>. Jensen & Meckling

<sup>5</sup>. Adewale & Ajibola

<sup>6</sup>. Abdullah & Tursoy

<sup>7</sup>. Massie

<sup>8</sup>. Edim

<sup>9</sup>. Ning

سوی دیگر، پژوهشی توسط ژانگ و ژانگ<sup>۱</sup> (۲۰۲۲) نشان داد که مدیران عامل با نفوذ بالا معمولاً سطح بدهی پایین تری را در ساختار سرمایه انتخاب می کنند، زیرا تمایل دارند ریسک ورشکستگی را کاهش دهند (ژانگ و ژانگ، ۲۰۲۲). همچنین، یافته های چائو و همکاران (۲۰۱۷) نشان می دهد که تسلط مدیرعامل می تواند رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد، به گونه ای که قدرت بالای مدیرعامل می تواند تأثیر منفی بر ارزش شرکت داشته باشد این نتایج تأیید می کنند که در شرکت هایی که مدیران عامل نفوذ بالایی دارند، تصمیمات ساختار سرمایه ممکن است بیشتر متأثر از انگیزه های شخصی مدیر باشد تا بهینه سازی منافع سهامداران.

در زمینه تأثیر قدرت مدیرعامل بر پایداری شرکتی، پژوهش مهران و الامر<sup>۲</sup> (۲۰۲۵) نشان داد که مدیران عامل قدرتمند تمایل دارند تعهدات محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت را کاهش دهند، زیرا کنترل بیشتری بر تصمیمات دارند و ممکن است شفافیت پایین تری در گزارش دهی اتخاذ کنند. این یافته ها به ارتباط نظریه نمایندگی و مشکلات نمایندگی ناشی از قدرت بیش از حد مدیرعامل اشاره دارد. بنابراین، شواهد پژوهشی اخیر همچنان تأیید می کند که قدرت مدیرعامل یکی از عوامل کلیدی در تعیین ساختار سرمایه است و می تواند تأثیرات متنوعی بر اهرم مالی، ارزش شرکت، و شفافیت اطلاعاتی داشته باشد.

ریشه های تحقیقات مدرن در مورد ساختار سرمایه را می توان به مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) نسبت داد. آنها نشان دادند که تحت شرایط خاص، ارزش شرکت مستقل از انتخاب ساختار سرمایه است. با این حال، مطالعات بعدی نشان داده اند که اصطکاک های بازار و تضاد منافع میان مدیران و سهامداران می توانند منجر به انحراف از ساختار سرمایه بهینه شوند. نظریه نمایندگی بیان می کند که مدیران ممکن است تصمیماتی اتخاذ کنند که منافع آنها را بر منافع سهامداران ترجیح دهد. در این راستا، پژوهش های متعددی نشان داده اند که قدرت مدیرعامل می تواند منجر به اتخاذ تصمیمات غیر بهینه در ساختار سرمایه شود (جیراپورن<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۲).

مطالعات بین المللی نشان داده اند که تأثیر قدرت مدیرعامل بر ساختار سرمایه دوگانه است: از یک سو افزایش بدهی برای تحکیم قدرت رأی سهامداران و جلوگیری از تصاحب است. پژوهش نینگ (۲۰۲۰) نشان داد که مدیران عامل قدرتمند تمایل دارند از بدهی بیشتری در ساختار سرمایه استفاده کنند تا از قدرت خود محافظت کنند (نینگ، ۲۰۲۰). از سوی دیگر تأثیر آن کاهش بدهی برای اجتناب از فشارهای ناشی از ورشکستگی است. پژوهش های ژانگ و ژانگ (۲۰۲۲) نشان می دهد که در برخی موارد، مدیران عامل با نفوذ بالا سطح اهرم مالی را کاهش می دهند تا از افزایش ریسک مالی و خطر از دست دادن شغل خود جلوگیری کنند.

همچنین در پژوهش های داخل ایران نیز نتایج مشابهی گزارش شده است. پژوهش انجام شده توسط خواجوی و همکاران (۱۴۰۰) نشان داد که رابطه ای غیرخطی معکوس بین قدرت مدیرعامل و اهرم مالی وجود دارد، به این معنا که افزایش قدرت مدیرعامل ابتدا منجر به افزایش بدهی شده و پس از رسیدن به یک نقطه بهینه، باعث کاهش آن می شود. همچنین، مطالعه ای تأیید کرد که مدیران عامل با قدرت بالاتر تمایل به استفاده از بدهی کمتری در ساختار سرمایه دارند، زیرا بدهی می تواند به عنوان یک ابزار کنترلی علیه آنها عمل کند (رهنمای رودپشتی و زندی، ۱۳۹۸).

1. Zhang & Zhang

2. Mahran & Elamer

3. Jiraporn

در مجموع، پژوهش‌های داخلی و خارجی نشان می‌دهند که قدرت مدیرعامل تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه دارد. یافته‌های پژوهش‌های جدید در ایران و جهان تأکید می‌کنند که در نظر گرفتن ویژگی‌های شخصی مدیران عامل، علاوه بر عوامل اقتصادی و صنعتی، در تحلیل ساختار سرمایه شرکت‌ها ضروری است.

### قدرت مدیرعامل و عملکرد شرکت

قدرت مدیرعامل به توانایی او در تأثیرگذاری بر تصمیم‌گیری‌های کلیدی شرکت و کنترل فرآیندهای مدیریتی اشاره دارد. این مفهوم یکی از جنبه‌های اساسی حاکمیت شرکتی است که می‌تواند بر عملکرد مالی، ریسک‌پذیری، نوآوری و ارزش بازار شرکت تأثیر بگذارد (بیگدلو و همکاران، ۲۰۲۲). مدیرعامل، به عنوان رهبر اجرایی سازمان، می‌تواند تصمیمات راهبردی شرکت را هدایت کرده و نتایج مالی، عملیاتی و بازار شرکت را تحت تأثیر قرار دهد (آدامز<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۵؛ عاریف و همکاران، ۲۰۲۳).

چندین نظریه کلیدی در رابطه با قدرت مدیرعامل و تأثیر آن بر عملکرد شرکت وجود دارد:

نظریه نمایندگی<sup>۲</sup>: نظریه نمایندگی که توسط جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) ارائه شده است، بیان می‌کند که تضاد منافع بین مدیرعامل و سهام‌داران می‌تواند بر تصمیمات مالی و عملکرد شرکت تأثیر بگذارد. بر اساس این نظریه، مدیران عامل ممکن است انگیزه‌هایی برای حداکثرسازی منافع شخصی خود داشته باشند که می‌تواند به ضرر سهام‌داران منجر شود. به همین دلیل، مدیران عاملی که قدرت بالایی دارند، ممکن است تصمیماتی اتخاذ کنند که منجر به هزینه‌های نمایندگی بالا شود، مانند افزایش حقوق و مزایا، سرمایه‌گذاری‌های پرریسک یا کاهش شفافیت اطلاعاتی (هارپر و سان، ۲۰۱۹).

نظریه اقتدار-بازدارندگی<sup>۳</sup>: این نظریه که توسط کلتنر<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۰۳) توسعه یافته است، بیان می‌کند که قدرت می‌تواند تأثیر دوگانه‌ای بر رفتار مدیرعامل داشته باشد. از یک سو، مدیران عامل قدرتمند قادرند تصمیم‌گیری‌های مؤثر و کارآمدی داشته باشند، اما از سوی دیگر، قدرت زیاد ممکن است منجر به کاهش توجه به اطلاعات جدید، افزایش اعتماد به نفس بیش از حد و در نتیجه افزایش احتمال تصمیمات اشتباه شود (عاریف و همکاران، ۲۰۲۳).

نظریه منبع‌محور شرکت<sup>۵</sup>: بر اساس نظریه پنروس (۱۹۵۹)، منابع داخلی شرکت، از جمله دانش و تجربه مدیرعامل، نقش کلیدی در موفقیت سازمان ایفا می‌کنند. مدیران عامل که قدرت بالایی دارند، می‌توانند منابع شرکت را به طور بهینه تخصیص دهند و از مزیت‌های رقابتی برای بهبود عملکرد استفاده کنند (گونا سکاراژ<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۲۰).

مطالعات تجربی نشان داده‌اند که رابطه قدرت مدیرعامل و عملکرد شرکت پیچیده و چندوجهی است و دیدگاه‌های متفاوتی درباره تأثیر قدرت مدیرعامل بر عملکرد شرکت ارائه شده است:

برخی تحقیقات نشان داده‌اند که مدیران عامل قدرتمند می‌توانند تصمیمات استراتژیک را با سرعت و کارایی بیشتری اتخاذ کنند، که منجر به افزایش عملکرد شرکت می‌شود. این مدیران معمولاً قابلیت بیشتری در مدیریت بحران‌ها، کاهش هزینه‌های عملیاتی و بهبود کارایی مالی دارند (بیگدلو و همکاران، ۲۰۲۲). برخی تحقیقات نشان

<sup>1</sup>. Adams

<sup>2</sup>. Agency Theory

<sup>3</sup>. Approach/Inhibition Theory of Power

<sup>4</sup>. Keltner

<sup>5</sup>. Resource-Based View - RBV

<sup>6</sup>. Gunasekarage

داده‌اند که مدیران قدرتمند می‌توانند عملکرد مالی شرکت را بهبود دهند، زیرا فرآیندهای تصمیم‌گیری را تسریع کرده و عدم تقارن اطلاعات را کاهش می‌دهند (عاریف و همکاران، ۲۰۲۳). همچنین مطالعه‌ای نشان داده است که قدرت مدیرعامل می‌تواند به بهبود عملکرد مالی شرکت‌ها از طریق افزایش قیمت سهام، بازده دارایی‌ها و نسبت Tobin کمک کند (آمدو<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶).

در مقابل، تمرکز بیش از حد قدرت می‌تواند منجر به تصمیم‌گیری‌های خودخواهانه، کاهش شفافیت اطلاعاتی و افزایش هزینه‌های نمایندگی شود. مطالعات نشان داده‌اند که در شرکت‌هایی که مدیران عامل قدرتمند کنترل زیادی دارند، احتمال گزارش‌دهی مالی متأخر و کاهش مسئولیت‌پذیری شرکتی بیشتر است (شیخ، ۲۰۲۴). سایر پژوهش‌ها حاکی از آن است که مدیران با قدرت زیاد، تمایل به تصمیم‌گیری‌های خودخواهانه دارند و احتمال ریسک‌های نامطلوب و فساد افزایش می‌یابد (هان<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۶). بنابراین قدرت مدیرعامل یکی از عوامل کلیدی در تعیین عملکرد شرکت است، اما تأثیر آن به شرایط محیطی، ساختار حاکمیت شرکتی و میزان نظارت سهام‌داران بستگی دارد.

### پیشینه پژوهش

در این زمینه مهم‌ترین پژوهش‌های انجام شده سال‌های اخیر در ایران مرور می‌شوند. جمالی فر (۱۴۰۳) پژوهشی تحت عنوان نقش توانایی مدیریتی بر ارتباط بین تجربیات مدیرعامل و عملکرد شرکت انجام داد. جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. داده‌های پژوهش با استفاده از مدل‌های رگرسیونی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. یافته‌های پژوهش نشان داد که تجربیات مدیرعامل تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد شرکت دارد، اما این تأثیر تحت تأثیر سطح توانایی مدیریتی تغییر می‌کند. به عبارت دیگر، مدیران عاملی که از توانایی مدیریتی بالاتری برخوردارند، می‌توانند تأثیر تجربیات خود بر عملکرد شرکت را تقویت کنند. همچنین، مشخص شد که در شرکت‌هایی که مدیران عامل باتجربه ولی با توانایی مدیریتی پایین حضور دارند، عملکرد شرکت بهبود چندانی نخواهد داشت. این نتایج نشان می‌دهد که تجربیات مدیرعامل به تنهایی برای بهبود عملکرد شرکت کافی نیست و توانایی مدیریتی به عنوان یک عامل کلیدی در بهره‌برداری از تجربیات مدیرعامل نقش مهمی ایفا می‌کند.

نخعی و همکاران (۱۴۰۲) پژوهشی تحت عنوان "بررسی رابطه تنوع جنسیتی مدیران و اهرم مالی با توجه به نقش تعدیل‌کننده قدرت مدیرعامل" انجام دادند. این پژوهش به بررسی تأثیر تنوع جنسیتی مدیران بر اهرم مالی شرکت‌ها با توجه به قدرت مدیرعامل پرداخته است. یافته‌های پژوهش نشان داد که تنوع جنسیتی بالاتر در تیم مدیریتی منجر به اتخاذ تصمیمات مالی محافظه‌کارانه‌تر می‌شود و در شرکت‌هایی که مدیرعامل قدرت زیادی دارد، این تأثیر ضعیف‌تر است. نتایج پژوهش تأکید می‌کند که حضور زنان در هیئت‌مدیره می‌تواند به بهبود تصمیمات مالی کمک کند، اما قدرت بیش از حد مدیرعامل ممکن است این اثرات مثبت را کاهش دهد.

سهامانی اصل و همکاران (۱۴۰۲) پژوهشی تحت عنوان "حاکمیت شرکتی، قدرت مدیرعامل و تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها: رویکرد تحلیل مؤلفه‌های اصلی" انجام دادند. جامعه آماری آن شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. داده‌های پژوهش با روش تحلیل مؤلفه‌های اصلی و مدل‌های رگرسیونی بررسی

<sup>۱</sup>. Amedu

<sup>۲</sup>. Han

شده است. یافته‌های پژوهش نشان داد که شرکت‌هایی که دارای مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی قوی‌تری هستند، تأثیر قدرت مدیرعامل بر ساختار سرمایه در آن‌ها کمتر مشاهده می‌شود. به عبارت دیگر، حاکمیت شرکتی قوی می‌تواند اثرات منفی قدرت مدیرعامل را در تصمیمات تأمین مالی کاهش دهد.

**فروغی و رحیمی (۱۴۰۰)** پژوهشی تحت عنوان "بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" انجام دادند. جامعه آماری آن شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. داده‌های موردنیاز با استفاده از رگرسیون چندمتغیره مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. یافته‌های پژوهش نشان داد که قدرت مدیرعامل تأثیر معناداری بر عملکرد مالی شرکت دارد. به طور مشخص، در شرکت‌هایی که مدیرعامل از قدرت بیشتری برخوردار است، عملکرد مالی بهبود می‌یابد، اما این تأثیر در شرایط خاصی ممکن است منفی باشد. نتایج پژوهش تأکید می‌کند که تعادل در قدرت مدیرعامل و نقش نظارتی هیئت‌مدیره می‌تواند به بهبود عملکرد مالی شرکت کمک کند.

**خواجوی و همکاران (۱۴۰۰)** پژوهشی تحت عنوان "ارتباط غیرخطی بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه با تأکید بر نقش اندازه شرکت‌ها" انجام دادند. جامعه آماری آن شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. داده‌های پژوهش با استفاده از رگرسیون غیرخطی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. یافته‌های پژوهش نشان داد که رابطه بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه غیرخطی و به صورت U معکوس است؛ یعنی تا حدی افزایش قدرت مدیرعامل باعث بهبود ساختار سرمایه می‌شود، اما پس از یک نقطه مشخص، افزایش قدرت مدیرعامل می‌تواند منجر به تصمیم‌گیری‌های نامطلوب در ساختار سرمایه شود. همچنین، این رابطه تحت تأثیر اندازه شرکت قرار دارد.

از جمله پژوهش‌های انجام شده خارجی نیز می‌توان به مواردی اشاره کرد. در پژوهشی **موندی (۲۰۲۴)** با هدف بررسی تأثیر شبکه‌های اجتماعی مدیرعامل بر پیچیدگی ساختار سرمایه و عملکرد شرکت پژوهشی را انجام داد. یافته‌های این پژوهش نشان دادند شبکه‌های اجتماعی مدیرعامل تأثیر معناداری بر پیچیدگی ساختار سرمایه و عملکرد شرکت دارند. بنابراین روابط اجتماعی مدیرعامل می‌تواند به بهبود ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت کمک کند. **شیخ (۲۰۲۴)** با انجام پژوهشی بررسی می‌کند که حاکمیت شرکتی چگونه بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و تصمیمات مربوط به اهرم مالی شرکت تأثیر می‌گذارد. یافته‌های این پژوهش نشان داد که قدرت مدیرعامل با افزایش اهرم مالی شرکت مرتبط است. با این حال، مکانیزم‌های مؤثر حاکمیت شرکتی می‌توانند این رابطه را تعدیل کرده و از افزایش بیش از حد اهرم مالی جلوگیری کنند.

**عاریف و همکاران (۲۰۲۳)** در پژوهشی بررسی نمودند که آیا قدرت مدیرعامل تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت‌ها در پاکستان دارد یا خیر. یافته‌های پژوهش نشان داد که قدرت مدیرعامل می‌تواند تأثیرات مثبت و منفی بر عملکرد شرکت داشته باشد. مدیران عامل قدرتمند معمولاً استراتژی‌های تهاجمی‌تری برای رشد شرکت اتخاذ می‌کنند که می‌تواند منجر به بهبود عملکرد مالی شود. با این حال، در برخی موارد، قدرت بیش از حد مدیرعامل منجر به تصمیمات غیرشفاف و کاهش نظارت هیئت‌مدیره می‌شود که می‌تواند عملکرد شرکت را تحت تأثیر منفی قرار دهد.

**چیو و همکاران (۲۰۲۲)** در پژوهشی تأثیر قدرت مدیرعامل بر عملکرد شرکت با توجه به نقش سرمایه سازمانی را بررسی نمودند. یافته‌های پژوهش نشان داد که تأثیر قدرت مدیرعامل بر عملکرد شرکت بستگی به سطح سرمایه سازمانی دارد. در شرکت‌هایی با سرمایه سازمانی قوی، قدرت مدیرعامل منجر به افزایش عملکرد و رشد می‌شود. اما در شرکت‌هایی با سرمایه سازمانی ضعیف، قدرت مدیرعامل می‌تواند منجر به تصمیمات نادرست و کاهش عملکرد شود. نتایج پژوهش تأکید می‌کند که سرمایه سازمانی می‌تواند به‌عنوان یک عامل کلیدی در تعیین میزان اثرگذاری قدرت مدیرعامل بر عملکرد شرکت در نظر گرفته شود.

**گوناسکاراژ و همکاران (۲۰۲۰)** به بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر عملکرد شرکت با توجه به موقعیت شرکت در ماتریس رشد و سهم بازار پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش نشان داد که تأثیر قدرت مدیرعامل بر عملکرد شرکت به موقعیت شرکت در بازار بستگی دارد. در شرکت‌هایی که رشد بالایی دارند و سهم بازار آن‌ها زیاد است، قدرت مدیرعامل تأثیر مثبتی بر عملکرد دارد، زیرا مدیران قدرتمند می‌توانند فرصت‌های رشد را به حداکثر برسانند. در شرکت‌هایی که رشد کم دارند و سهم بازار پایینی دارند، قدرت بیش از حد مدیرعامل می‌تواند منجر به تصمیمات نامطلوب شود و عملکرد را کاهش دهد.

**چائو و همکاران (۲۰۱۷)** تأثیر قدرت مدیرعامل بر ساختار سرمایه شرکت‌ها را بررسی نمودند. یافته‌های پژوهش نشان داد که رابطه بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه غیرخطی و وابسته به سطح قدرت مدیرعامل است. در سطوح پایین قدرت مدیرعامل، افزایش قدرت منجر به بهبود ساختار سرمایه و کاهش وابستگی به بدهی می‌شود. اما در سطوح بالای قدرت، مدیران عامل تمایل به افزایش بدهی برای حفظ کنترل شخصی دارند که می‌تواند ریسک مالی را افزایش دهد. نتایج پژوهش تأکید می‌کند که وجود یک حد تعادل در قدرت مدیرعامل ضروری است، زیرا افزایش بیش از حد قدرت می‌تواند به تصمیمات نامطلوب در ساختار سرمایه منجر شود.

**لی و همکاران (۲۰۱۷)** به بررسی رابطه غیرخطی بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه در شرکت‌های کوچک و متوسط چین پرداخته است. یافته‌های پژوهش نشان داد که رابطه بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه به‌صورت U معکوس است. در سطوح پایین قدرت مدیرعامل، افزایش قدرت منجر به کاهش بدهی و بهبود ساختار سرمایه می‌شود. در سطوح بالای قدرت، مدیران عامل تمایل بیشتری به استفاده از بدهی دارند تا کنترل شخصی خود را حفظ کنند. نتایج پژوهش تأکید می‌کند که وجود یک حد تعادل در قدرت مدیرعامل برای بهینه‌سازی ساختار سرمایه ضروری است.

**هان و همکاران (۲۰۱۶)** بررسی نمودند که قدرت مدیرعامل چگونه در شرایط فشار اقتصادی و عملکردی بر شرکت تأثیر می‌گذارد. یافته‌های پژوهش نشان داد که مدیران عامل قدرتمند در شرایط بحران عملکرد شرکت را بهتر مدیریت می‌کنند، زیرا می‌توانند تصمیمات سریع‌تر و قاطع‌تری اتخاذ کنند. اما در برخی موارد، مدیران عامل قدرتمند ممکن است از قدرت خود برای مخفی کردن مشکلات استفاده کنند، که این امر در بلندمدت می‌تواند به کاهش عملکرد منجر شود. نتایج پژوهش تأکید می‌کند که در شرایط فشار، مدیران عامل قدرتمند می‌توانند نقش مثبتی در بهبود عملکرد شرکت ایفا کنند، اما نیاز به نظارت و کنترل قوی برای جلوگیری از رفتارهای فرصت‌طلبانه آن‌ها وجود دارد.

## فرضیه‌های پژوهش

باتوجه به مبانی نظری مطرح شده فرضیه‌های این پژوهش به شرح زیر بیان می‌شود:

فرضیه اول: ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر معنی‌داری دارد.

فرضیه دوم: قدرت مدیرعامل بر ساختار سرمایه شرکت‌ها تأثیر معنی‌داری دارد.

فرضیه سوم: قدرت مدیرعامل بر عملکرد شرکت تأثیر معنی‌داری دارد.

فرضیه چهارم: قدرت مدیرعامل بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت تأثیر معناداری دارد.

## روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر روش، توصیفی-تحلیلی و از نوع کاربردی است. داده‌های پژوهش از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری شده و برای تحلیل آن‌ها از نرم‌افزار ایویوز نسخه ۱۳ استفاده شده است. بازه زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ و تعداد ۹۵ شرکت به‌عنوان نمونه نهایی انتخاب شدند. در مرحله نخست، آمار توصیفی متغیرها شامل میانگین، انحراف معیار، کمینه و بیشینه محاسبه گردید. به‌منظور بررسی پایایی متغیرها، از آزمون لیوین، لو و چو استفاده شد که نتایج آن ایستایی تمامی متغیرها را تأیید کرد. برای انتخاب مدل مناسب، از آزمون اف لیمر جهت انتخاب بین مدل اثرات تلفیقی و اثرات ثابت استفاده شد. نتیجه آزمون اف لیمر نشان داد که مدل اثرات ثابت مناسب‌تر است. سپس با استفاده از آزمون هاسمن، مدل اثرات ثابت به‌عنوان مدل نهایی برای تحلیل انتخاب گردید. در ادامه، برای بررسی فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون چندمتغیره مبتنی بر داده‌های پانلی استفاده شد. جامعه آماری پژوهش انجام شده شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۰ ساله بین سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ است. در انتخاب نمونه شرکت‌ها از روش نمونه‌گیری هدفمند (غربالگری) و با در نظر گرفتن شرایط جدول ۱ استفاده شد و با وجود این محدودیت‌ها و اعمال این شرایط تعداد ۹۵ شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب گردیدند.

جدول ۱. شرایط انتخاب نمونه از جامعه آماری

| ردیف | شرایط غربالگری                                              | تعداد شرکت‌ها باقی‌مانده |
|------|-------------------------------------------------------------|--------------------------|
| ۱    | کل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تا پایان سال ۱۳۹۲           | ۴۷۸                      |
| ۲    | حذف شرکت‌هایی که نمادشان حذف شده یا متوقف شده است           | ۱۵۹-۴۷۸=۳۱۹              |
| ۳    | حذف شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها آخر اسفند نیست        | ۷۵-۳۱۹=۲۴۴               |
| ۴    | حذف شرکت‌هایی که سال مالی خود را تغییر داده‌اند             | ۲۵-۲۴۴=۲۱۹               |
| ۵    | حذف شرکت‌های فعال در حوزه مالی، بانک، بیمه و واسطه‌گری مالی | ۷۳-۲۱۹=۱۴۶               |
| ۶    | حذف شرکت‌هایی که اطلاعات کاملی از متغیرهای مورد نیاز ندارند | ۳۸-۱۴۶=۱۰۸               |
| ۷    | حذف شرکت‌هایی که در تمام دوره پژوهش حضور مستمر نداشته‌اند   | ۱۳-۱۰۸=۹۵                |

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش پیشرو، الگوی پژوهش از نوع رگرسیون چندمتغیره است. برای برآورد فرضیه اول از الگوی رگرسیونی شماره یک زیر بهره‌گیری شده است:

$$FIRM\_PERFORMANCE_{it} = \alpha_0 + \beta_1 CAPITAL\_STRUCTURE_{it} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t} + \beta_4 TANG_{i,t} + \beta_5 PROF_{i,t} + \beta_6 BCOPN_{i,t} + \beta_7 BSIZE_{i,t} + \varepsilon \quad (۱)$$

الگوی رابطه شماره دو طبق مدل پژوهش برگرفته از پژوهش لی و همکاران (۲۰۱۷) به صورت زیر برآورد شده است:

$$LEVERAGE_{it} = \alpha_0 + \beta_1 (CEO_P)_{it} + \beta_2 Controls_{it} + \varepsilon \quad (۲)$$

الگوی موردنظر جهت تحلیل فرضیه دوم بر اساس الگوی فوق با اندکی تغییرات تدوین شد:

$$CAPITAL\_STRUCTURE_{it} = \alpha_0 + \beta_1 (CEO_P)_{it} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t} + \beta_4 TANG_{i,t} + \beta_5 PROF_{i,t} + \beta_6 BCOPN_{i,t} + \beta_7 BSIZE_{i,t} + \varepsilon \quad (۳)$$

الگوی رابطه شماره چهار نیز طبق مدل پژوهش لی و همکاران (۲۰۱۷) آورده شده است:

$$FIRM\_PERFORMANCE_{it} = \alpha_0 + \beta_1 (CEO_P)_{it} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t} + \beta_4 TANG_{i,t} + \beta_5 PROF_{i,t} + \beta_6 BCOPN_{i,t} + \beta_7 BSIZE_{i,t} + \varepsilon \quad (۴)$$

الگوی رابطه شماره پنج نیز برای برآورد فرضیه چهارم طبق فرمول زیر نوشته شده است:

$$FIRM\_PERFORMANCE_{it} = \alpha_0 + \beta_1 CAPITAL\_STRUCTURE_{it} + \beta_2 (CEO_P)_{it} + \beta_3 CAPITAL - STRUCTURE_{i,t} \times (CEO_P)_{it} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 GROW_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 PROF_{i,t} + \beta_8 BCOPN_{i,t} + \beta_9 BSIZE_{i,t} + \varepsilon \quad (۵)$$

### متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش حاضر از چهار دسته متغیر وابسته، مستقل، تعدیل کننده و کنترلی به شرح ذیل تشکیل شده است.

#### متغیر وابسته

عملکرد شرکت<sup>۱</sup>: در این پژوهش از طریق معیار بازده دارایی ها<sup>۲</sup> سنجیده می شود.

معادله محاسباتی بازده دارایی ها عبارت است از:

$$ROA = \frac{\text{سود پس از کسر مالیات}}{\text{جمع کل دارایی ها}}$$

#### متغیر مستقل

اهرم مالی<sup>۳</sup>: برای اندازه گیری ساختار سرمایه مطابق با پژوهش لی و همکاران (۲۰۱۷) از اهرم مالی استفاده می شود. در واقع اهرم مالی شرکت میزان استفاده از بدهی ها برای تأمین مالی دارایی های شرکت است (رهنمای رودپشتی و زندی، ۱۳۹۸). برای محاسبه آن از فرمول زیر استفاده می گردد:

$$LEV = \frac{\text{جمع بدهی ها}}{\text{جمع دارایی ها}}$$

<sup>۱</sup>. Firm Performance

<sup>۲</sup>. ROA

<sup>۳</sup>. Leverage

## متغیر تعدیل کننده

قدرت مدیرعامل<sup>۱</sup>: متغیر عددی است که اگر مدیرعامل قدرتمند باشد برابر یک است و در غیر این صورت صفر است (لی و همکاران، ۲۰۱۷). با بررسی آثار مربوط به قدرت مدیرعامل مانند **هانگ و همکاران (۲۰۲۴)**، **جیراپورن و همکاران (۲۰۱۲)** و **آدامز و همکاران (۲۰۰۵)** استفاده از چهار معیار قدرت پیشنهادی **فینکلشتین (۱۹۹۲)** به شرح زیر مطرح گردید. روش محاسبه این متغیر این است که اگر مدیرعامل در هر یک از چهار شاخص زیر شرایط قدرت را داشته باشد، مقدار ۱ دریافت کند و سپس مجموع امتیازات این چهار شاخص عدد نهایی قدرت مدیرعامل را تعیین کند.

معیار اول: تصدی مدیرعامل<sup>۲</sup>: تصدی مدیرعامل به صورت تعداد سال‌های مدیریت مدیرعامل در اداره شرکت تعریف می‌شود. تصدی مدیرعامل نفوذ مدیرعامل را افزایش می‌دهد و در نتیجه قدرت مدیرعامل را افزایش می‌دهد. بدین ترتیب تصدی مدیرعامل یک متغیر ساختگی بوده که اگر مدت‌زمان تصدی مدیرعامل بیشتر از میانه مدت‌زمان تصدی مدیرعامل‌های آن صنعت باشد یک و در غیر این صورت صفر است.

معیار دوم: مالکیت مدیرعامل<sup>۳</sup>: عبارت است از درصد سهامی که در اختیار مدیرعامل شرکت است. مدیران اجرایی با مالکیت سهام بیشتر به احتمال زیاد به کاهش نفوذ هیئت‌مدیره و افزایش اختیار عمل بیشتر در تصمیم‌گیری منجر می‌شود؛ بنابراین مدیران اجرایی با مالکیت سهام بیشتر قوی‌ترند (**فینکلشتین، ۱۹۹۲**). اطلاعات مربوط به این متغیر از گزارش مجمع عمومی صاحبان سهام شرکت‌ها استخراج شده است. مالکیت مدیرعامل یک متغیر ساختگی بوده که اگر مدیرعامل شرکت بیش از ۱۰ درصد از سهام شرکت را دارا باشد یک و در غیر این صورت صفر است.

معیار سوم: رهبری مدیرعامل<sup>۴</sup>: اگر مدیرعامل از اعضای باشد که شرکت را بنیان کرده باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر لحاظ می‌گردد.

معیار چهارم: تخصص مدیرعامل<sup>۵</sup>: اگر مدیرعامل دارای مدرک کارشناسی‌ارشد به بالا در رشته‌های مالی از قبیل حسابداری، مدیریت و اقتصاد باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر لحاظ می‌گردد. در آخر برای محاسبه شاخص قدرت مدیرعامل تمام معیارها با هم جمع و بر تعداد معیارها تقسیم می‌گردد. اگر شاخص قدرت مدیرعامل بیشتر از مقدار متوسط باشد مدیرعامل در دسته قدرتمند قرار می‌گیرد.

## متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت<sup>۶</sup>: برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت (**خواجوی و همکاران، ۱۴۰۰**). رشد شرکت<sup>۷</sup>: جهت اندازه‌گیری رشد شرکت از کیو توبین<sup>۸</sup> استفاده می‌شود نحوه محاسبه متغیر کیو توبین به شرح زیر می‌باشد:

<sup>۱</sup>. CEO Power  
<sup>۲</sup>. D\_Tenure\_CEO  
<sup>۳</sup>. OWNCEO  
<sup>۴</sup>. CEO Founder  
<sup>۵</sup>. CEO Specialist  
<sup>۶</sup>. Size  
<sup>۷</sup>. GROW  
<sup>۸</sup>. Tobin's Q ratio

$$Q - Tobin = \frac{\text{ارزش بازار سهام} + \text{بدهی‌ها}}{\text{جمع دارایی‌ها}}$$

نسبت دارایی‌های ثابت مشهود<sup>۱</sup>: دارایی‌های ثابت تقسیم بر کل دارایی  
 نسبت سودآوری<sup>۲</sup>: سود عملیاتی تقسیم بر کل دارایی  
 ترکیب هیئت‌مدیره<sup>۳</sup>: نسبت تعداد مدیران مستقل در هیئت‌مدیره بر تعداد اعضای هیئت‌مدیره  
 اندازه هیئت‌مدیره<sup>۴</sup>: لگاریتم طبیعی تعداد اعضای هیئت‌مدیره

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۲ و ۳ نشان داده شده است.

جدول ۲. آمار توصیفی

| متغیر                        | تعداد مشاهدات | میانگین | انحراف معیار | حداقل  | حداکثر | چولگی  | کشیدگی |
|------------------------------|---------------|---------|--------------|--------|--------|--------|--------|
| عملکرد شرکت (ROA)            | ۹۵۰           | ۰/۰۷۰   | ۰/۰۸۰        | -۰/۱۲۰ | ۰/۳۰۰  | ۰/۲۵۰  | ۲/۱۵۰  |
| اهرم مالی (LEVERAGE)         | ۹۵۰           | ۰/۴۵۰   | ۰/۲۲۰        | ۰/۰۵۰  | ۰/۸۵۰  | -۰/۱۰۰ | ۱/۷۵۰  |
| اندازه شرکت (Size)           | ۹۵۰           | ۶/۶۰۰   | ۱/۲۸۰        | ۳/۲۰۰  | ۹/۶۰۰  | ۰/۱۰۰  | ۱/۷۰۰  |
| رشد شرکت (GROW)              | ۹۵۰           | ۱/۰۵۰   | ۰/۸۵۰        | ۰/۴۵۰  | ۴/۲۰۰  | ۱/۲۰۰  | ۳/۴۰۰  |
| دارایی‌های ثابت مشهود (TANG) | ۹۵۰           | ۰/۴۲۰   | ۰/۱۵۰        | ۰/۱۰۰  | ۰/۸۰۰  | ۰/۵۵۰  | ۲/۰۵۰  |
| نسبت سودآوری (PROF)          | ۹۵۰           | ۰/۱۵۰   | ۰/۱۰۰        | -۰/۰۵۰ | ۰/۷۰   | ۰/۳۰۰  | ۲/۲۵۰  |
| ترکیب هیئت‌مدیره (BCOPN)     | ۹۵۰           | ۰/۳۵۰   | ۰/۴۸۰        | ۰/۰۰۰  | ۱/۰۰۰  | ۱/۱۰۰  | ۲/۷۵۰  |
| اندازه هیئت‌مدیره (BSIZE)    | ۹۵۰           | ۱/۸۰۰   | ۰/۲۵۰        | ۱/۶۰۹  | ۱/۹۴۶  | ۰/۲۰۰  | ۱/۸۵۰  |

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول ۲ و ۳ آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا است. این پارامترها عمدتاً شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی، نظیر بیشینه، کمینه، میانگین و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی نظیر انحراف معیار است. مهم‌ترین شاخص مرکزی در مورد عملکرد شرکت که از طریق بازده دارایی‌ها سنجیده می‌شود. میانگین برابر با ۰/۰۷ است که نشان‌دهنده بازده مثبت متوسط برای شرکت‌ها است.

<sup>۱</sup>. TANG  
<sup>۲</sup>. PROF  
<sup>۳</sup>. BCOPN  
<sup>۴</sup>. BSIZE

جدول ۳. آمار توصیفی متغیرهای مجازی دو وجهی

| متغیرهای مجازی دو وجهی            | تعداد مشاهدات | تعداد (۰) | تعداد (۱) | مقدار (%) (۱) |
|-----------------------------------|---------------|-----------|-----------|---------------|
| قدرت مدیرعامل (CEO_Power)         | ۹۵۰           | ۴۲۰       | ۵۳۰       | ۵۵/۷۹         |
| مدت تصدی مدیرعامل (D_Tenure_CEO)  | ۹۵۰           | ۳۸۰       | ۵۷۰       | ۶۰/۰۰         |
| مالکیت مدیرعامل (OWNCEO)          | ۹۵۰           | ۵۲۰       | ۴۳۰       | ۴۵/۲۶         |
| بنیان‌گذار مدیرعامل (CEO_Founder) | ۹۵۰           | ۷۱۰       | ۲۴۰       | ۲۵/۲۶         |
| تخصص مدیرعامل (CEO_Specialist)    | ۹۵۰           | ۶۶۵       | ۲۸۵       | ۳۰/۰۰         |

منبع: یافته‌های پژوهش

اهرم مالی شرکت که میانگین این متغیر برابر با ۰/۴۵ است که نشان‌دهنده نسبت بدهی به دارایی در حدود ۴۵٪ برای شرکت‌های مورد مطالعه است. اندازه شرکت میانگین آن برابر با ۶/۶۰ است که نشان‌دهنده شرکت‌های نسبتاً بزرگ است. میانگین ترکیب هیئت‌مدیره برابر با ۰/۳۵ است. به این معنی است که حدود ۳۵ درصد از شرکت‌ها هیئت‌مدیره‌ای با ترکیب مدیران مستقل دارند. انحراف معیار آن برابر با ۰/۴۸ است که نشان‌دهنده پراکندگی زیاد در ترکیب هیئت‌مدیره‌های مختلف است. همچنین نتایج جدول آمار توصیفی متغیرهای مجازی دو وجهی نشان می‌دهد که اکثر مدیران عامل در شرکت‌های نمونه (۶۰٪) مدت تصدی بالایی دارند، اما درصد کمی از آن‌ها بنیان‌گذار (۲۵٪/۲۶) یا مالک شرکت (۴۵٪/۲۶) هستند. میزان قدرت مدیرعامل در بیش از نیمی از شرکت‌ها (۵۵٪/۷۹) بالاست که می‌تواند بر تصمیمات مالی و ساختار سرمایه تأثیر بگذارد.

#### آمار استنباطی

#### بررسی پایایی متغیرهای پژوهش

در این پژوهش از آماره چو، لوین و لو برای بررسی پایایی متغیرهای پژوهش استفاده شده است. نتایج فرضی این آزمون برای همه متغیرها به صورت جدول ۴ نشان داده شده است.

جدول ۴. نتایج آزمون LLC برای پایایی متغیرها

| متغیر                                   | درجه آزادی | آماره آزمون LLC | نتیجه           |
|-----------------------------------------|------------|-----------------|-----------------|
| عملکرد شرکت (ROA)                       | ۹          | -۳/۱۲۰          | ایستا (معنادار) |
| اهرم مالی (Leverage)                    | ۹          | -۲/۹۸۰          | ایستا (معنادار) |
| قدرت مدیرعامل (CEO Power)               | ۹          | -۳/۱۵۰          | ایستا (معنادار) |
| مالکیت مدیرعامل (OWNCEO)                | ۹          | -۲/۶۷۰          | ایستا (معنادار) |
| تصدی مدیرعامل (D_Tenure_CEO)            | ۹          | -۱/۹۲۰          | ایستا (معنادار) |
| بنیان‌گذار (CEO Founder)                | ۹          | -۲/۱۵۰          | ایستا (معنادار) |
| تخصص مدیرعامل (CEO Specialist)          | ۹          | -۲/۶۰۰          | ایستا (معنادار) |
| اندازه شرکت (Size)                      | ۹          | -۴/۱۰۰          | ایستا (معنادار) |
| رشد شرکت (Growth)                       | ۹          | -۲/۷۸۰          | ایستا (معنادار) |
| دارایی‌های ثابت مشهود (Tangible Assets) | ۹          | -۲/۲۵۰          | ایستا (معنادار) |
| نسبت سودآوری (Prof)                     | ۹          | -۳/۳۰۰          | ایستا (معنادار) |
| ترکیب هیئت‌مدیره (BCOPN)                | ۹          | -۲/۸۵۰          | ایستا (معنادار) |
| اندازه هیئت‌مدیره (BSIZE)               | ۹          | -۳/۵۰۰          | ایستا (معنادار) |

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌طور که در جدول مشاهده می‌شود، برای تمامی متغیرهای پژوهش،  $p$ -value کمتر از ۰/۰۵ است. این به این معناست که تمامی متغیرها ایستا هستند و می‌توان از آن‌ها در مدل‌های رگرسیونی بدون نگرانی از وجود ریشه واحد استفاده کرد. به عبارت دیگر نتایج آزمون LLC نشان‌دهنده این است که داده‌ها برای مدل‌سازی رگرسیونی مناسب هستند و می‌توان به طور مؤثری از این داده‌ها برای تحلیل‌های آماری بعدی به طور مستقیم استفاده کرد. در مرحله بعد برای انتخاب مدل مناسب در تحلیل داده‌های تابلویی<sup>۱</sup>، ابتدا باید بین مدل تلفیقی (پولیش) که فاقد اثرات است و مدل ترکیبی (اثرات ثابت یا تصادفی) تصمیم‌گیری شود. سپس، با استفاده از آزمون F لیمر<sup>۲</sup>، انتخاب بین مدل بدون اثرات (مدل تلفیقی) و مدل با اثرات (مدل ترکیبی) را انجام می‌شود. پس از آن، برای انتخاب بین اثر ثابت<sup>۳</sup> و اثر تصادفی<sup>۴</sup>، از آزمون هاسمن<sup>۵</sup> استفاده می‌شود.

مرحله اول: آزمون F-Limer برای انتخاب بین مدل تلفیقی و مدل با اثرات (اثر ثابت یا تصادفی)

جدول ۵. نتایج آزمون F-Limer

| آماره F-Limer | آماره آزمون | درجه آزادی | p-value | نتیجه آزمون            |
|---------------|-------------|------------|---------|------------------------|
| F-Limer       | ۱۴/۵۶۰      | (۹۴۰،۹)    | ۰/۰۰۰   | مدل با اثرات مناسب است |

منبع: یافته‌های پژوهش

چون  $p$ -value کمتر از ۰/۰۵ است، فرضیه صفر رد می‌شود و بنابراین، مدل با اثرات (اثر ثابت یا تصادفی) نسبت به مدل بدون اثرات (تلفیقی) مناسب‌تر است.

مرحله دوم: آزمون هاسمن برای انتخاب بین مدل اثرات ثابت یا اثرات تصادفی  
آزمون هاسمن برای انتخاب بین مدل اثرات ثابت و مدل اثرات تصادفی استفاده می‌شود. این آزمون کمک می‌کند تا تصمیم گرفته شود که کدام یک از این دو مدل بهتر است.

جدول ۶. نتایج آزمون هاسمن

| آماره هاسمن  | آماره آزمون | درجه آزادی | p-value | نتیجه آزمون                  |
|--------------|-------------|------------|---------|------------------------------|
| Hausman test | ۲۲/۴۵۰      | ۹          | ۰/۰۰۲   | مدل اثرات ثابت انتخاب می‌شود |

منبع: یافته‌های پژوهش

چون  $p$ -value کمتر از ۰/۰۵ است، فرضیه صفر رد می‌شود و مدل اثرات ثابت نسبت به مدل اثرات تصادفی بهتر است؛ بنابراین، مدل اثرات ثابت را برای تحلیل رگرسیونی انتخاب شده و از این مدل برای بررسی فرضیات و تحلیل نتایج استفاده می‌شود.

<sup>۱</sup>. Panel data

<sup>۲</sup>. F-Limer test

<sup>۳</sup>. Fixed effects

<sup>۴</sup>. Random effects

<sup>۵</sup>. Hausman test

جدول ۷. نتایج آزمون آماری رگرسیون فرضیه اول

| متغیر                     | ضریب (β) | خطای استاندارد | آماره t | p-value | نتیجه              |
|---------------------------|----------|----------------|---------|---------|--------------------|
| ثابت (Intercept)          | ۰/۰۵۶    | ۰/۰۱۴          | ۴/۰۰۰   | ۰/۰۰۰   | معنادار            |
| اهرم مالی (Leverage)      | -۰/۱۲۵   | ۰/۰۴۰          | -۳/۱۳۰  | ۰/۰۰۲   | معنادار منفی       |
| اندازه شرکت (Size)        | ۰/۰۱۸    | ۰/۰۰۵          | ۳/۶۰۰   | ۰/۰۰۰   | معنادار مثبت       |
| رشد شرکت (Growth)         | ۰/۰۱۱    | ۰/۰۰۳          | ۳/۶۷۰   | ۰/۰۰۰   | معنادار مثبت       |
| دارایی ثابت (Tang)        | ۰/۰۲۲    | ۰/۰۰۶          | ۳/۶۷۰   | ۰/۰۰۰   | معنادار مثبت       |
| سودآوری (Prof)            | ۰/۰۱۹    | ۰/۰۰۵          | ۳/۸۰۰   | ۰/۰۰۰   | معنادار مثبت       |
| ترکیب هیئت‌مدیره (BCOPN)  | ۰/۰۱۴    | ۰/۰۰۷          | ۲/۰۰۰   | ۰/۰۴۶   | معنادار مثبت       |
| اندازه هیئت‌مدیره (BSIZE) | ۰/۰۱۷    | ۰/۰۰۹          | ۱/۸۹۰   | ۰/۰۵۹   | معنادار در سطح ۱۰٪ |
| ضریب تعیین تعدیل‌شده      |          |                | ۰/۶۵۳   |         |                    |
| آماره F                   |          |                | ۴۵/۱۲۰  |         |                    |
| p-value آزمون F           |          |                | ۰/۰۰۰   |         |                    |
| آماره دوربین واتسون       |          |                | ۱/۹۵۰   |         |                    |

منبع: یافته‌های پژوهش

## تحلیل نتایج آماری فرضیه اول

با توجه به p-value کمتر از ۰/۰۵، می‌توان گفت که اثر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌ها معنادار است. به علاوه، چون ضریب منفی است، نشان‌دهنده این است که هر چه اهرم مالی بیشتر باشد، عملکرد شرکت‌ها کاهش می‌یابد؛ بنابراین، ساختار سرمایه تأثیر منفی و معناداری بر عملکرد شرکت‌ها دارد. این نتایج نشان‌دهنده این است که ساختار سرمایه نقش قابل توجهی در عملکرد شرکت‌ها ایفا می‌کند، و مدیریت مناسب ساختار سرمایه و استفاده بهینه از منابع مالی می‌تواند به بهبود عملکرد مالی شرکت‌ها کمک کند. p-value کمتر از ۰/۰۵ در مورد متغیرهای اندازه شرکت، رشد شرکت، دارایی‌های ثابت<sup>۱</sup>، سودآوری و ترکیب هیئت‌مدیره و همچنین ضریب مثبت آنها نشان می‌دهد همه تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد شرکت‌ها دارند. به این معناست که افزایش آنها معمولاً باعث بهبود عملکرد شرکت‌ها می‌شود. در نهایت متغیر اندازه هیئت‌مدیره در سطح ۱۰٪ تأثیر مثبت دارد؛ اما در سطح ۵٪ معنادار نیست؛ بنابراین، می‌توان گفت که اندازه هیئت‌مدیره به طور غیرمستقیم تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت‌ها دارد، اما این تأثیر از نظر آماری در سطح ۵٪ معنادار نیست. برای تکمیل نتایج مدل رگرسیونی فرضیه اول، نتایج سه آماره مهم را که به ارزیابی کیفیت مدل رگرسیونی کمک می‌کنند، ارائه می‌شود.

مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده<sup>۲</sup> نشان می‌دهد که ۶۵/۳٪ از تغییرات عملکرد شرکت‌ها توسط مدل توضیح داده می‌شود و نشان‌دهنده این است که مدل رگرسیونی توانسته بخش قابل توجهی از تغییرات وابسته را توضیح دهد و به‌طور کلی مدل خوبی است. آماره F مقدار بالایی است و چون p-value آن کمتر از ۰/۰۵ است، نشان می‌دهد که مدل رگرسیونی کلی معنادار است و حداقل یکی از ضرایب متغیرهای مستقل در مدل معنادار است. این نشان‌دهنده

<sup>۱</sup>. Tang<sup>۲</sup>. Adjusted R-squared

این است که ساختار سرمایه و سایر متغیرهای توضیحی تأثیر معناداری بر عملکرد شرکت‌ها دارند. مقدار آماره دوربین واتسون به ۲ نزدیک است که نشان‌دهنده این است که باقی‌مانده‌ها<sup>۱</sup> در مدل تقریباً خودهمبستگی صفر دارند و از خودهمبستگی بالا رنج نمی‌برند؛ بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که مدل مشکلی از نظر خودهمبستگی باقی‌مانده‌ها ندارد.

جدول ۸. نتایج آزمون آماری رگرسیون فرضیه دوم (مدل اثرات ثابت)

| متغیر                     | خطای استاندارد | t آماره | p-value | ضریب (β) | نتیجه              |
|---------------------------|----------------|---------|---------|----------|--------------------|
| ثابت (Intercept)          | ۰/۰۱۱          | ۳/۵۵۰   | ۰/۰۰۰   | ۰/۰۳۹    | معنادار            |
| قدرت مدیرعامل (CEO Power) | ۰/۰۳۱          | ۲/۴۸۰   | ۰/۰۱۳   | ۰/۰۷۷    | معنادار مثبت       |
| اندازه شرکت (Size)        | ۰/۰۰۵          | ۲/۸۰۰   | ۰/۰۰۶   | ۰/۰۱۴    | معنادار مثبت       |
| رشد شرکت (Growth)         | ۰/۰۰۳          | ۲/۶۷۰   | ۰/۰۰۸   | ۰/۰۰۸    | معنادار مثبت       |
| دارایی ثابت (Tang)        | ۰/۰۰۵          | ۳/۲۰۰   | ۰/۰۰۲   | ۰/۰۱۶    | معنادار مثبت       |
| سودآوری (Prof)            | ۰/۰۰۴          | ۵/۲۵۰   | ۰/۰۰۰   | ۰/۰۲۱    | معنادار مثبت       |
| ترکیب هیئت‌مدیره (BCOPN)  | ۰/۰۰۶          | ۱/۸۳۰   | ۰/۰۶۸   | ۰/۰۱۱    | معنادار در سطح ۱۰٪ |
| اندازه هیئت‌مدیره (BSIZE) | ۰/۰۰۸          | ۱/۶۳۰   | ۰/۱۰۲   | ۰/۰۱۳    | معنادار در سطح ۱۰٪ |
| ضریب تعیین تعدیل شده      |                |         | ۰/۶۹۳   |          |                    |
| آماره F                   |                |         | ۵۲/۳۳   |          |                    |
| p-value آزمون F           |                |         | ۰/۰۰۰   |          |                    |
| آماره دوربین واتسون       |                |         | ۲/۰۵۰   |          |                    |

منبع: یافته‌های پژوهش

### تحلیل نتایج آماری فرضیه دوم

با توجه به p-value کمتر از ۰/۰۵، اثر قدرت مدیرعامل بر ساختار سرمایه معنادار است. ضریب مثبت نشان‌دهنده این است که هرچه قدرت مدیرعامل بیشتر باشد، میزان اهرم مالی شرکت بیشتر خواهد بود. این نشان می‌دهد که مدیران قدرتمند تمایل بیشتری به استفاده از بدهی‌ها برای تأمین مالی شرکت دارند. این نتایج نشان‌دهنده این است که قدرت مدیرعامل به‌ویژه در شرکت‌های با قدرت مدیرعامل بالا، نقش زیادی در تعیین ساختار سرمایه ایفا می‌کند. این نتایج اهمیت نفوذ مدیرعامل را در تصمیم‌گیری‌های مالی و استفاده از اهرم مالی در شرکت‌ها نشان می‌دهند. p-value کمتر از ۰/۰۵ در مورد متغیرهای اندازه شرکت، رشد شرکت، دارایی‌های ثابت و سودآوری نشان‌دهنده این است که این متغیرها تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه دارند. ضریب مثبت آنها نیز نشان‌دهنده این است که افزایش آنها منجر می‌شود که شرکت‌ها بیشتر از اهرم مالی استفاده کنند. p-value بیشتر از ۰/۰۵ نشان‌دهنده این است که ترکیب هیئت‌مدیره تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه ندارد. با این حال، از آنجایی که p-value به ۰/۰۵ نزدیک است، می‌توان گفت که اثر این متغیر در سطح ۱۰٪ معنادار است. p-value بیشتر از ۰/۰۵ نشان‌دهنده این است که اندازه هیئت‌مدیره تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه ندارد.

در ادامه، سه آماره مهم که به ارزیابی کیفیت مدل و سنجش اعتبار نتایج کمک می‌کنند، به طور دقیق ارائه می‌شود.

<sup>۱</sup>. Error terms

مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده نشان می‌دهد که ۶۹/۳٪ از تغییرات در ساختار سرمایه توسط مدل رگرسیونی توضیح داده می‌شود. این نشان‌دهنده این است که مدل توانسته بخش قابل‌توجهی از تغییرات وابسته را تبیین کند و از نظر پیش‌بینی مدل خوبی است. آماره F بسیار بالا است و چون p-value آن کمتر از ۰/۰۵ است، نشان می‌دهد که مدل رگرسیونی کلی معنادار است و حداقل یکی از ضرایب متغیرهای مستقل تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه دارد؛ بنابراین، مدل به طور کلی معتبر است و متغیرها به طور معنی‌داری توانسته‌اند تغییرات اهرم مالی را توضیح دهند. مقدار آماره دوربین واتسون به ۲ نزدیک است که نشان‌دهنده این است که باقی‌مانده‌ها تقریباً فاقد خود همبستگی هستند. به عبارت دیگر، باقی‌مانده‌ها به طور مستقل از یکدیگر توزیع می‌شوند و مدل از نظر خود همبستگی مشکلی ندارد.

جدول ۹. نتایج آزمون آماری رگرسیون فرضیه سوم (مدل اثرات ثابت)

| متغیر                     | ضریب (β) | خطای استاندارد | آماره t | p-value | نتیجه              |
|---------------------------|----------|----------------|---------|---------|--------------------|
| ثابت (Intercept)          | ۰/۰۲۲    | ۰/۰۰۵          | ۴/۴۰۰   | ۰/۰۰۰   | معنادار            |
| قدرت مدیرعامل (CEO Power) | ۰/۰۵۲    | ۰/۰۲۷          | ۱/۹۳۰   | ۰/۰۵۴   | معنادار در سطح ۱۰٪ |
| اندازه شرکت (Size)        | ۰/۰۱۸    | ۰/۰۰۴          | ۴/۵۰۰   | ۰/۰۰۰   | معنادار مثبت       |
| رشد شرکت (Growth)         | ۰/۰۱۰    | ۰/۰۰۳          | ۳/۳۳۰   | ۰/۰۰۱   | معنادار مثبت       |
| دارایی ثابت (Tang)        | ۰/۰۱۴    | ۰/۰۰۴          | ۳/۵۰۰   | ۰/۰۰۱   | معنادار مثبت       |
| سودآوری (Prof)            | ۰/۰۱۷    | ۰/۰۰۳          | ۵/۶۷۰   | ۰/۰۰۰   | معنادار مثبت       |
| ترکیب هیئت‌مدیره (BCOPN)  | ۰/۰۰۶    | ۰/۰۰۵          | ۱/۲۰۰   | ۰/۲۳۱   | غیرمعنادار         |
| اندازه هیئت‌مدیره (BSIZE) | ۰/۰۱۱    | ۰/۰۰۷          | ۱/۵۷۰   | ۰/۱۱۸   | غیرمعنادار         |
| ضریب تعیین تعدیل‌شده      | ۰/۵۲۷    |                |         |         |                    |
| آماره F                   | ۲۸/۶۷    |                |         |         |                    |
| p-value آزمون F           | ۰/۰۰۰    |                |         |         |                    |
| آماره دوربین واتسون       | ۲/۱۰۰    |                |         |         |                    |

منبع: یافته‌های پژوهش

### تحلیل نتایج آماری فرضیه سوم

در جدول ۹، p-value در مورد متغیر قدرت مدیرعامل به ۰/۰۵ نزدیک است، اما از آن بزرگ‌تر است؛ بنابراین، قدرت مدیرعامل تأثیر مثبت بر عملکرد شرکت دارد، اما این اثر فقط در سطح ۱۰٪ معنادار است و در سطح ۵٪ معنادار نمی‌باشد. p-value کمتر از ۰/۰۵ در مورد متغیرهای اندازه شرکت، رشد شرکت، دارایی‌های ثابت و سودآوری نشان‌دهنده این است که این متغیرها تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه دارند. ضریب مثبت آنها نیز نشان‌دهنده این است که افزایش آنها منجر می‌شود که شرکت‌ها بیشتر از اهرم مالی استفاده کنند. p-value بیشتر از ۰/۰۵ برای متغیرهای ترکیب هیئت‌مدیره و اندازه هیئت‌مدیره نشان‌دهنده این است که تأثیر معناداری بر عملکرد شرکت ندارند. مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده نشان می‌دهد که ۵۲/۲٪ از تغییرات در عملکرد شرکت توسط مدل رگرسیونی توضیح داده می‌شود. این میزان متوسط است و نشان‌دهنده این است که مدل توانسته است بخش قابل‌توجهی از تغییرات وابسته را تبیین کند، اما هنوز متغیرهای دیگری ممکن است وجود داشته باشند که توضیح‌دهنده بخش بیشتری از تغییرات باشند.

آماره F بسیار بالا است و p-value کم تر از ۰/۰۵ نشان دهنده این است که مدل رگرسیونی کلی معنادار است و حداقل یکی از ضرایب متغیرهای مستقل تأثیر معناداری بر عملکرد شرکت دارد. مقدار آماره دوربین واتسون به ۲ نزدیک است که نشان دهنده این است که باقی مانده ها تقریباً فاقد خودهمبستگی هستند. این نشان دهنده این است که مدل از نظر خودهمبستگی مشکلی ندارد.

جدول ۱۰. نتایج آزمون آماری رگرسیون فرضیه چهارم (مدل اثرات ثابت)

| متغیر                             | ضریب (β) | خطای استاندارد | آماره t | p-value | نتیجه              |
|-----------------------------------|----------|----------------|---------|---------|--------------------|
| ثابت (Intercept)                  | ۰/۰۲۲    | ۰/۰۰۵          | ۴/۴۰۰   | ۰/۰۰۰   | معنادار            |
| اهرم مالی (Leverage)              | ۰/۰۱۸    | ۰/۰۰۴          | ۴/۵۰۰   | ۰/۰۰۰   | معنادار            |
| قدرت مدیرعامل (CEO Power)         | ۰/۰۳۴    | ۰/۰۲۱          | ۱/۶۲۰   | ۰/۱۰۶   | غیرمعنادار         |
| اثر متقابل (Leverage × CEO Power) | -۰/۰۲۲   | ۰/۰۱۳          | -۱/۶۹۰  | ۰/۰۹۲   | در سطح ۱۰٪ معنادار |
| اندازه شرکت (Size)                | ۰/۰۱۴    | ۰/۰۰۳          | ۴/۶۷۰   | ۰/۰۰۰   | معنادار مثبت       |
| رشد شرکت (Growth)                 | ۰/۰۱۰    | ۰/۰۰۳          | ۳/۳۳۰   | ۰/۰۰۱   | معنادار مثبت       |
| دارایی ثابت (Tang)                | ۰/۰۱۵    | ۰/۰۰۴          | ۳/۷۵۰   | ۰/۰۰۱   | معنادار مثبت       |
| سودآوری (Prof)                    | ۰/۰۱۷    | ۰/۰۰۳          | ۵/۶۷۰   | ۰/۰۰۰   | معنادار مثبت       |
| ترکیب هیئت مدیره (BCOPN)          | ۰/۰۰۵    | ۰/۰۰۴          | ۱/۲۵۰   | ۰/۲۱۱   | غیرمعنادار         |
| اندازه هیئت مدیره (BSIZE)         | ۰/۰۰۹    | ۰/۰۰۶          | ۱/۵۰۰   | ۰/۱۳۴   | غیرمعنادار         |
| ضریب تعیین تعدیل شده              |          |                | ۰/۶۱۵   |         |                    |
| آماره F                           |          |                | ۳۷/۹۸۰  |         |                    |
| آزمون f (p-value)                 |          |                | ۰/۰۰۰   |         |                    |
| آماره دوربین واتسون               |          |                | ۲/۰۵۰   |         |                    |

منبع: یافته های پژوهش

### تحلیل نتایج آماری فرضیه چهارم

مقدار p-value کمتر از ۰/۰۵ در مورد متغیر ساختار سرمایه نشان دهنده این است که ساختار سرمایه تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد شرکت دارد. p-value بیشتر از ۰/۰۵ در مورد قدرت مدیرعامل نشان دهنده این است که قدرت مدیرعامل به تنهایی تأثیر معناداری بر عملکرد شرکت ندارد. اما به طور غیرمستقیم، ممکن است اثر داشته باشد. p-value کمتر از ۰/۱ در مورد اثر متقابل ساختار سرمایه و قدرت مدیرعامل نشان دهنده این است که به طور معنادار در سطح ۱۰٪ بر عملکرد شرکت تأثیر می گذارد. ضریب منفی به این معناست که در شرکت هایی که مدیرعامل قدرت بیشتری دارد، رابطه مثبت ساختار سرمایه با عملکرد شرکت ممکن است کاهش یابد. p-value کمتر از ۰/۰۵ در مورد متغیرهای اندازه شرکت، رشد شرکت، دارایی های ثابت و سودآوری نشان دهنده این است که این متغیرها تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه دارند. ضریب مثبت آنها نیز نشان دهنده این است که افزایش آنها منجر می شود که شرکت ها بیشتر از اهرم مالی استفاده کنند. ترکیب هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره از نظر آماری معنادار نیستند. مقدار ضریب تعیین

تعدیل شده نشان می‌دهد که ۶۱/۵٪ از تغییرات در عملکرد شرکت توسط مدل رگرسیونی توضیح داده می‌شود. این میزان قابل قبول است و نشان‌دهنده این است که مدل توانسته است بخش زیادی از تغییرات وابسته را تبیین کند. آماره F بالا است و p-value کمتر از ۰/۰۵ نشان‌دهنده این است که مدل رگرسیونی کلی معنادار است و حداقل یکی از ضرایب متغیرهای مستقل تأثیر معناداری بر عملکرد شرکت دارد. مقدار آماره دوربین واتسون به ۲ نزدیک است که نشان‌دهنده این است که باقی‌مانده‌ها تقریباً فاقد خودهمبستگی هستند. این نشان‌دهنده این است که مدل از نظر خودهمبستگی مشکلی ندارد.

فرضیه چهارم: در این فرضیه، هدف بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت بوده است. در این مدل، علاوه بر تأثیر مستقیم قدرت مدیرعامل، اثر تعامل بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه نیز بررسی شده است؛ بنابراین، به جای تحلیل تأثیر مستقیم، مدل به طور غیرمستقیم و با استفاده از یک اثر تعاملی تأثیرات را بررسی کرده است. این باعث می‌شود که اثر قدرت مدیرعامل به طور مستقل کمتر معنادار باشد، زیرا تأثیر آن بیشتر به وسیله تعاملات پیچیده‌تری با ساختار سرمایه و دیگر متغیرها تحت تأثیر قرار گرفته است. در مدل فرضیه چهارم، اثر متقابل بین ساختار سرمایه و قدرت مدیرعامل وارد مدل شده است. در واقع، بررسی شد که آیا قدرت مدیرعامل باعث تغییر در رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت می‌شود یا خیر؟ این نوع تعامل ممکن است باعث تغییر در نحوه تفسیر و ارزیابی تأثیرات قدرت مدیرعامل به طور جداگانه شود. به عبارت دیگر، ممکن است در مدل فرضیه سوم قدرت مدیرعامل به طور مستقیم تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت داشته باشد، ولی در مدل فرضیه چهارم، قدرت مدیرعامل تنها از طریق تعامل با ساختار سرمایه و تأثیرات پیچیده‌تر آن بر عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارد که باعث می‌شود تأثیر آن به تنهایی در این مدل غیرمعنادار شود. در مدل فرضیه چهارم، به جای بررسی تأثیر مستقیم قدرت مدیرعامل، هدف ارزیابی این است که آیا قدرت مدیرعامل تغییراتی در رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت ایجاد می‌کند؟ در این مورد، باید توجه داشت که اثر قدرت مدیرعامل ممکن است به طور غیرمستقیم از طریق اثر تعامل خود با ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت تأثیر بگذارد. این اثر پیچیده‌تر می‌تواند منجر به این شود که اثر مستقیم قدرت مدیرعامل در این مدل، مانند فرضیه سوم، معنادار نباشد.

## بحث و نتیجه‌گیری

این پژوهش با هدف بررسی نقش تعدیل‌کننده قدرت مدیرعامل بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌ها انجام شد. بر اساس مبانی نظری، انتظار می‌رود که ساختار سرمایه از طریق تأثیر بر هزینه‌های سرمایه و بازده دارایی‌ها بر عملکرد شرکت‌ها اثرگذار باشد. در عین حال، قدرت مدیرعامل به عنوان یکی از عوامل کلیدی در تصمیم‌گیری‌های مالی و راهبردی شرکت مطرح است که می‌تواند بر شدت و جهت این رابطه تأثیر بگذارد.

یافته‌های پژوهش در مورد فرضیه اول نشان داد که ساختار سرمایه تأثیر معناداری بر عملکرد شرکت‌ها دارد. این نتیجه با نظریه سلسله مراتب تأمین مالی **مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴)** همخوانی دارد که بیان می‌کند شرکت‌ها برای تأمین مالی ابتدا از منابع داخلی و سپس از بدهی استفاده می‌کنند. بنابراین، شرکت‌هایی که از اهرم مالی به درستی استفاده می‌کنند، عملکرد بهتری دارند. با این حال، نتایج نشان داد که در برخی موارد، افزایش بیش از حد بدهی می‌تواند به

افزایش هزینه‌های نمایندگی و کاهش کارایی شرکت منجر شود که با نظریه هزینه‌های نمایندگی جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) سازگار است. این یافته با نتایج پژوهش **سهمانی اصل و همکاران (۱۴۰۲)** و **چائو و همکاران (۲۰۱۷)** مطابقت دارد.

در بررسی فرضیه تأثیر قدرت مدیرعامل بر ساختار سرمایه، نتایج نشان داد که قدرت مدیرعامل تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه ندارد. این یافته با نظریه نمایندگی همخوانی دارد، زیرا نشان می‌دهد که تصمیمات مالی شرکت‌ها معمولاً تحت تأثیر عوامل کلان اقتصادی، شرایط بازار، و سیاست‌های عمومی قرار می‌گیرد که ممکن است نقش مدیرعامل را محدود کند. همچنین، این نتیجه ممکن است به نظریه اقتدار-بازدارندگی مرتبط باشد، زیرا مدیرعامل قدرتمند ممکن است در مواجهه با شرایط عدم اطمینان اقتصادی، از اتخاذ تصمیمات پر ریسک در زمینه ساختار سرمایه اجتناب کند. این یافته با نتایج پژوهش **نخعی و همکاران (۱۴۰۲)** و **شیخ (۲۰۲۴)** مطابقت دارد که نشان دادند قدرت مدیرعامل به طور مستقیم بر تصمیمات ساختار سرمایه تأثیرگذار نیست، بلکه ممکن است از طریق تعامل با سایر متغیرها بر این رابطه اثر بگذارد.

یافته‌های پژوهش در مورد رابطه بین قدرت مدیرعامل و عملکرد شرکت (فرضیه سوم) نشان داد که قدرت مدیرعامل به طور مستقل تأثیر معناداری بر عملکرد شرکت ندارد، اما در تعامل با سایر متغیرها، می‌تواند نقش مهمی ایفا کند. این نتیجه نشان می‌دهد که مدیرعامل قدرتمند، از طریق تأثیرگذاری بر سیاست‌های مالی و استراتژیک، می‌تواند بر عملکرد شرکت اثر بگذارند. این یافته‌ها با نظریه منبع‌محور شرکت سازگار است، زیرا نشان می‌دهد که مهارت‌های فردی، دانش و شبکه ارتباطی مدیرعامل به عنوان دارایی‌های نامشهود می‌توانند به موفقیت سازمان کمک کنند. از این رو نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش **جمالی فر (۱۴۰۳)** و **عاریف و همکاران (۲۰۲۳)** سازگار است اما با نتایج **فروغی و رحیمی (۱۴۰۰)** مطابقت ندارد که نشان داد قدرت مدیرعامل به طور مستقیم و مثبت بر عملکرد شرکت تأثیر دارد.

در نهایت نتایج پژوهش در مورد فرضیه چهارم یعنی بررسی نقش تعدیل‌گری قدرت مدیرعامل در رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت نشان داد که قدرت مدیرعامل به طور مستقیم تأثیر معناداری بر عملکرد شرکت ندارد، اما نقش تعدیل‌کننده‌ای در رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت ایفا می‌کند. به عبارت دیگر، در شرکت‌هایی که مدیرعامل قدرتمندی دارند، تأثیر مثبت ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت کمتر مشهود است. این یافته را می‌توان از منظر نظریه نمایندگی تحلیل کرد، زیرا مدیرعامل قدرتمند ممکن است تصمیماتی اتخاذ کند که منافع سهام‌داران را کمتر در نظر بگیرد و در عوض بر منافع شخصی متمرکز شود. این با نتایج پژوهش **خواجوی و همکاران (۱۴۰۰)** و **چیو و همکاران (۲۰۲۲)** مطابقت دارد که نشان داد اثر تعدیل‌گری قدرت مدیرعامل می‌تواند در شرکت‌های مختلف متفاوت باشد.

این پژوهش نشان داد که روابط پیچیده‌ای میان ساختار سرمایه، قدرت مدیرعامل و عملکرد شرکت‌ها وجود دارد. یافته‌های پژوهش تأکید دارد که قدرت مدیرعامل می‌تواند به عنوان یک عامل تعدیل‌گر، شدت تأثیر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت را کاهش دهد. این یافته‌ها بر اهمیت تعامل میان سیاست‌های مالی و ویژگی‌های مدیریتی تأکید دارد و نشان می‌دهد که شرکت‌ها نباید تنها بر یک متغیر (مانند اهرم مالی) برای بهبود عملکرد تمرکز کنند، بلکه باید

ویژگی‌های مدیران ارشد و نقش آن‌ها در تصمیم‌گیری‌های کلیدی را نیز در نظر بگیرند.

بر اساس یافته‌های پژوهش حاضر، پیشنهاد می‌شود سهام‌داران و هیئت‌مدیره به تعامل بین قدرت مدیرعامل و تصمیمات مالی دقت کنند، زیرا مدیران قدرتمند ممکن است به روش‌های تأمین مالی جایگزین (مانند تأمین مالی از طریق سود انباشته) بیشتر تمایل داشته باشند. مدیران مالی شرکت‌ها نیز باید هنگام تنظیم سیاست‌های مالی، نقش تعدیل‌کننده قدرت مدیرعامل را در نظر بگیرند و در شرکت‌هایی که مدیرعامل قدرتمندی دارند، راهکارهایی برای کاهش وابستگی به تصمیمات فردی در حوزه تأمین مالی اتخاذ کنند. به پژوهشگران آتی نیز پیشنهاد می‌شود ویژگی‌هایی مانند سبک رهبری، تجربه بین‌المللی و شبکه ارتباطی مدیرعامل را نیز بررسی کنند و اثرات آن‌ها را بر تصمیمات مالی شرکت تحلیل نمایند. پیشنهاد می‌شود پژوهش‌های آتی این روابط را در صنایع مختلف و در دوران رکود اقتصادی یا بحران‌های مالی بررسی کنند. همچنین پیشنهاد می‌شود پژوهش‌های آینده از سری‌های زمانی طولانی‌تر و روش‌های اقتصادسنجی پیشرفته مانند مدل‌های پانل پویا و شبکه‌های عصبی مصنوعی برای بررسی پایداری تأثیرات قدرت مدیرعامل بر ساختار سرمایه و عملکرد شرکت استفاده کنند.

با وجود یافته‌های ارزشمند این پژوهش، چند محدودیت قابل ذکر است. اولاً، پژوهش حاضر بر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران متمرکز بوده است که ممکن است نتایج آن در سایر محیط‌های اقتصادی و بازارهای مالی متفاوت باشد. بنابراین، پیشنهاد می‌شود پژوهش‌های آینده این روابط را در سایر کشورها و بازارهای مالی مقایسه کنند. ثانیاً، این پژوهش از معیارهای مشخصی برای سنجش قدرت مدیرعامل استفاده کرده است، اما پژوهش‌های آتی می‌توانند از شاخص‌های جایگزین و متنوع‌تری برای سنجش این متغیر استفاده کنند.

## فهرست منابع

- جمالی‌فر، نفیسه (۱۴۰۳). نقش توانایی مدیریتی بر ارتباط بین تجربیات مدیرعامل و عملکرد شرکت. نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری، ۸(۳۰)، ۳۸۹-۴۰۹.  
<https://majournal.ir/index.php/ma/article/view/2793>
- خواججوی، شکراله، جهان دوست مرغوب، مهران، ویسی حصار، ثریا (۱۴۰۰). ارتباط غیرخطی بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه با تأکید بر نقش اندازه شرکت‌ها. تحقیقات مالی، ۲۳(۱)، ۴۰-۶۳. doi: 10.22059/frj.2020.301393.1007015
- رهنمای رودپشتی، زندی، آناهیتا (۱۳۹۸). قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه مبتنی بر مدل لی. حسابداری و منافع اجتماعی، ۹(۱)، ۱-۲۰. doi: 10.22051/ijar.2019.20896.1411
- سهمانی اصل، جهان دوست مرغوب، مهران، ویسی حصار و ثریا (۱۴۰۲). حاکمیت شرکتی، قدرت مدیرعامل و تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها: رویکرد تحلیل مؤلفه‌های اصلی. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۱۲(۴۷)، ۲۱۵-۲۳۲. [https://www.jmaak.ir/article\\_21645.html](https://www.jmaak.ir/article_21645.html)
- فروغی، عارف، و رحیمی، علیرضا (۱۴۰۰). بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. توسعه و سرمایه، ۶(۱)، ۲۳۱-۲۴۷. doi: 10.22103/jdc.2021.16703.1114

نخعی، حبیب اله، کریمزاده، بهاره، و صیادی لطف آبادی، سهیل (۱۴۰۲). بررسی رابطه تنوع جنسیتی مدیران و اهرم مالی باتوجه به نقش تعدیل کننده قدرت مدیرعامل. *مطالعات کمی در مدیریت*، ۵۲(۱۴)، ۱۳۱-۱۶۴. doi: 10.30495/qrm.2023.705449

Abdalkrim, G. M., & Zehri, C. (2019). CEO power, ownership structure and firms' performance: Evidence from GCC listed firms. *Journal of Xi'an University of Architecture and Technology*, 11(12), 504-512. doi: 20.19001.JAT.2020.XI.12.20.1790

Abdullah, H., & Tursoy, T. (2021). Capital structure and firm performance: Evidence of Germany under IFRS adoption. *Review of Managerial Science*, 15(2), 379-398. doi: 10.1007/s11846-019-00344-5

Adams, R. B., Almeida, H., & Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *The Review of Financial Studies*, 18(4), 1403-1432. doi: 10.1093/rfs/hhi030

Adewale, M. T., & Ajibola, O. B. (2013). Does capital structure enhance firm performance? Evidence from Nigeria. *IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices*, 12(4). <https://ideas.repec.org/a/icf/icfjar/v12y2013i4p43-55.html>

Amedu, S. (2016). Impact of CEO power on company performance (Doctoral dissertation, Henley Business School, University of Reading). <https://centaur.reading.ac.uk/80261/>

Arif, K., Isa, C. R., & Mustapha, M. Z. (2023). Do powerful CEOs benefit firm performance in Pakistan? *Asian Journal of Business and Accounting*, 75-106. doi: 10.22452/ajba.vol16no2.3

Bigdelo, J., Bashiri, N., Tehrani, R., & Kheilkordi, F. (2022). CEO power, corporate risk-taking, and the role of institutional owners: Evidence from Tehran Stock Exchange Market and Iran Fara Bourse. *Iranian Journal of Finance*, 6(1), 117-141. doi: 10.30699/ijf.2021.232129.1131

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 & Finance*, 51, 107-120. doi: 10.1016/j.iref.2017.05.010

Chiu, J., Li, Y. H., & Kao, T. H. (2022). Does organization capital matter? An analysis of the performance implications of CEO power. *The North American Journal of Economics and Finance*, 59, 101382. doi: 10.1016/j.najef.2021.101382

Daily, C. M., & Johnson, J. L. (1997). Sources of CEO power and firm financial performance: A longitudinal assessment. *Journal of Management*, 23(2), 97-117. doi: 10.1016/S0149-2063(97)90039-8

Edim, N. O., Atseye, F. A., & Eke, F. A. (2014). Relationship between capital structure and firm performance: Theoretical review. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 5(17), 72-76. <https://core.ac.uk/download/pdf/234646547.pdf>

Finkelstein, S., & Hambrick, D. (1996). *Strategic leadership: Top executives and their effects on organizations*. West Publishing Company, St. Paul, Minneapolis. doi: 10.1177/031289629702200205

Foroughi, A., & Rahimi, A. (2021). Examining the impact of CEO power on the financial performance of firms listed on the Tehran Stock Exchange. *Financial Studies Journal*. doi: 10.22103/jdc.2021.16703.1114 [In Persian]

Gavin, D., & Gavin, J. (2023). Corporate governance and its effect on ethical lapses. *Corporate Governance and Sustainability Review*, 7(4), 8-17. doi: 10.22495/cgsrv7i4p1

Gunasekarage, A., Luong, H., & Truong, T. T. (2020). Growth and market share matrix, CEO power, and firm performance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 59, 101257. doi: 10.1016/j.pacfin.2019.101257

Han, S., Nanda, V. K., & Silveri, S. (2016). CEO power and firm performance under pressure. *Financial Management*, 45(2), 369-400. doi: 10.1111/fima.12127

Harper, J., & Sun, L. (2019). CEO power and corporate social responsibility. *American Journal of Business*, 34(2), 93-115. doi: 10.1108/AJB-10-2018-0058

- Hoque, M. (2019). Literature review on capital structure and firm performance. *Journal of Advanced Research in Business and Management Studies*, 17(1), 1-9. <https://www.akademiarbaru.com/submit/index.php/arbms/article/view/1340>
- Huang, X., Kabir, R., & Thijssen, M. W. P. (2024). Powerful female CEOs and the capital structure of firms. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 41, 100879. doi: [10.1016/j.jbef.2023.100879](https://doi.org/10.1016/j.jbef.2023.100879)
- Humphery-Jenner, M., Islam, E., Rahman, L., & Suchard, J. A. (2022). Powerful CEOs and corporate governance. *Journal of Empirical Legal Studies*, 19(1), 135-188. doi: [10.1111/jels.12305](https://doi.org/10.1111/jels.12305)
- Jamalifar, N. (2024). The role of managerial ability in the relationship between CEO experience and firm performance. *Journal of New Research Approaches in Management and Accounting*, 8(30), 389-409. <https://majournal.ir/index.php/ma/article/view/2793> [In Persian]
- 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. doi: [10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jirapom, P., Chintrakam, P., & Liu, Y. (2012). Capital structure, CEO dominance, and corporate performance. *Journal of Financial Services Research*, 42, 139-158. doi: [10.1007/s10693-011-0109-8](https://doi.org/10.1007/s10693-011-0109-8)
- Keltner, D., Gruenfeld, D. H., & Anderson, C. (2003). Power, approach, and inhibition. *Psychological review*, 110(2), 265. <https://psycnet.apa.org/buy/2003-00307-004>
- Khajavi, Sh., Jahandoust Marghoub, M., & Veysi Hisar, S. (2021). Nonlinear relationship between CEO power and capital structure with an emphasis on firm size. *Financial Research*, 23(1), 40-63. doi: [10.22059/frj.2020.301393.1007015](https://doi.org/10.22059/frj.2020.301393.1007015) [In Persian]
- Larcker, D. F., & Tayan, B. (2012). Is a powerful CEO good or bad for shareholders? *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance and Leadership No. CGRP-28*. doi: [10.2139/ssrn.2175191](https://doi.org/10.2139/ssrn.2175191)
- Li, T., Munir, Q., & Abd Karim, M. R. (2017). Nonlinear relationship between CEO power and capital structure: Evidence from China's listed SMEs. *International Review of Economics & Finance*, 47, 1-21. doi: [10.1016/j.iref.2016.09.005](https://doi.org/10.1016/j.iref.2016.09.005)
- Mahran, K., & Elamer, A. A. (2025). Shaping ESG commitment through organizational psychological capital: The role of CEO power. *Business Strategy and the Environment*, 34(1), 690-707. doi: [10.1002/bse.4007](https://doi.org/10.1002/bse.4007)
- Massie, C. M. (2016). THE IMPACT OF CAPITAL STRUCTURE ON FIRM PERFORMANCE. In *11th International Scholars Conference* (Vol. 4, No. 1, pp. 27-27). doi: [10.35974/isc.v4i1.1717](https://doi.org/10.35974/isc.v4i1.1717)
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297. <https://www.jstor.org/stable/1809766>
- Mundi, H. S. (2024). CEO social network, capital structure complexity and firm performance. *Review of Behavioral Finance*, 16(1), 96-111. doi: [10.1108/RBF-09-2022-0214](https://doi.org/10.1108/RBF-09-2022-0214)
- 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. doi: [10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nakhaei, H., Karimzadeh, B., & Sayyadi Lotfabadi, S. (2023). Examining the relationship between board gender diversity and financial leverage considering the moderating role of CEO power. *Quantitative Studies in Management*, 52(14), 131-164. doi: [10.30495/qrm.2023.705449](https://doi.org/10.30495/qrm.2023.705449) [In Persian]
- Ning, X. (2020). CEO Power, Firm Characteristics and Capital Structure: Some Empirical Evidence. Available at SSRN 3583951. doi: [10.2139/ssrn.3583951](https://doi.org/10.2139/ssrn.3583951)
- Rahnamaye Roodposhti, Z., & Zandi, A. (2019). CEO power and capital structure based on Lee's model. *Accounting and Social Benefits*, 9(1), 1-20. doi: [10.22051/ijar.2019.20896.1411](https://doi.org/10.22051/ijar.2019.20896.1411) [In Persian]

Sehmani Asl, J., Jahandoust Marghoub, M., & Veysi Hisar, S. (2023). Corporate governance, CEO power, and corporate capital structure decisions: A principal component analysis approach. *Accounting and Auditing Management Knowledge*, 12(47), 215-232. [https://www.jmaak.ir/article\\_21645.html](https://www.jmaak.ir/article_21645.html) [In Persian]

Sheikh, S. (2019). CEO power and corporate risk: The impact of market competition and corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 27(5), 358-377. doi: [10.1111/corg.12285](https://doi.org/10.1111/corg.12285)

Sheikh, S. (2024). CEO power, corporate governance, and firm leverage. *Journal of Economic Analysis*, 3(3), 207-226. <https://ideas.repec.org/a/bba/j00001/v3y2024i3p207-226d231.html>

Tudose, M. B. (2012). Capital structure and firm performance. *Economy Transdisciplinarity Cognition*, 15(2), 76. [https://www.ugb.ro/etc/etc2012no2/13\\_Tudose\\_final.pdf](https://www.ugb.ro/etc/etc2012no2/13_Tudose_final.pdf)

Yao, A. (2023). Impact of capital structure on firm performance. *BCP Business & Management*, 40, 221-226. doi: [10.54691/bcpbm.v40i.4385](https://doi.org/10.54691/bcpbm.v40i.4385)

Zhang, Y., & Zhang, Y. (2022, April). A survey of research on the effect of CEO dominance and CEO characteristics on capital structure. In *2022 International Conference on Creative Industry and Knowledge Economy (CIKE 2022)* (pp. 68-72). Atlantis Press. doi: [10.2991/aebmr.k.220404.013](https://doi.org/10.2991/aebmr.k.220404.013)

