



An Investigation into the Relationship between CEO Power and Corporate Financial Leverage¹

Rohollah Arab², Seyedeh Zahra Hosseini³, Mohammad Gholamrezapoor⁴

Received: 2019/05/30

Accepted: 2020/07/11

Abstract

According to agency theory, which accentuates the separation of management and ownership, managers, particularly top-level managers, make operational and strategic decisions that significantly influence corporate financial leverage. Therefore, increasing CEO power tends to affect the corporate financial leverage through making individual decisions. This study is an attempt to examine the relationship between CEO power and financial leverage of the firms listed on the Tehran Stock Exchange during 2014-2018. To conduct this research, a sample of 106 companies listed on the Tehran Stock Exchange was selected, and the research hypotheses were tested using a multivariate regression model based on panel data technique. The findings indicate that the CEO tenure and CEO ownership have a negative effect on the financial leverage and the CEO duality has a positive effect on the financial leverage. Also, in the sensitivity analysis test, a general criterion for CEO power is considered. The result shows that CEO power has a negative effect on financial leverage.

Keywords: CEO Power, CEO's Tenure, CEO Duality, CEO Ownership, Financial Leverage.

JEL Classification: G32. H63. M12

1. DOI: 10.22051/JFM.2020.26457.2103
2. Assistant Professor, Accounting Dept, Faculty Member of Golestan Institute of Higher Education, Gorgan, Iran. Corresponding Author. **Email:** arabroohollah@gmail.com
3. Graduated with a master's degree in accounting. Golestan Higher Education Institute, Gorgan, Iran. **Email:** Zahra.asra97@gmail.com
4. Graduated with a master's degree in accounting. Golestan Higher Education Institute, Gorgan, Iran. **Email:** Mohammad.gh5736@gmail.com



مقاله پژوهشی

بررسی رابطه بین قدرت مدیرعامل و اهرم مالی شرکت^۱

روح اله عرب^۲، سیده زهرا حسینی^۳، محمد غلامرضا پور^۴

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۴/۲۱

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۳/۰۹

چکیده

بر اساس تئوری نمایندگی که به جدایی بین مالکیت و مدیریت شرکت‌ها اشاره دارد، مدیران به‌خصوص مدیران عامل که در رأس هرم مدیریت قرار دارند و تصمیمات مهم عملیاتی را اخذ می‌کنند بر اهرم مالی شرکت تأثیر به‌سزایی دارند. بنابراین با افزایش قدرت مدیرعامل، احتمال دارد تصمیمات فردی گرفته شود و اهرم مالی دچار نوسانات و تغییرات بیشتری گردد. بنابراین، پژوهش حاضر به بررسی رابطه قدرت مدیرعامل و اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ پرداخته است. برای این منظور، فرضیه‌های پژوهش با بهره‌گیری از الگوی رگرسیون چندمتغیره و مبتنی بر داده‌های نمونه‌ای آماری شامل ۱۰۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد آزمون قرار گرفت که نتایج نشان داد تصدی مدیرعامل و مالکیت مدیرعامل بر اهرم مالی تأثیر منفی دارد و دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر اهرم مالی تأثیر مثبت دارد. همچنین، در آزمون تحلیل حساسیت یک معیار کلی برای قدرت مدیرعامل در نظر گرفته شد و نتیجه نشان داد قدرت مدیرعامل بر اهرم مالی تأثیر منفی دارد.

واژگان کلیدی: قدرت مدیرعامل، تصدی مدیرعامل، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، مالکیت مدیرعامل، اهرم مالی.

طبقه‌بندی موضوعی: G32, H63, M12

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/JFM.2020.26457.2103

۲. استادیار گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی گلستان، گرگان، ایران. نویسنده مسئول، **Email:** arabroohollah@gmail.com

۳. دانش‌آموخته کارشناسی ارشد حسابداری. **Email:** Zahra.asra97@gmail.com

۴. دانش‌آموخته کارشناسی ارشد حسابداری، حسابرس موسسه امین محاسب پارس، تهران، ایران.

Email: Mohammad.gh5736@gmail.com

مقدمه

با پیدایش انقلاب صنعتی، مکانیزه شدن عملیات تولیدی شرکت‌ها به عنوان امری ضروری تلقی شد. با توسعه شرکت‌ها، نیاز به سرمایه بیشتر احساس شد و همین امر موجب پیدایش شرکت‌های سهامی گردید، به گونه‌ای که در عمل مدیریت از مالکیت جدا و منابع عظیم شرکت‌ها در اختیار کسانی غیر از مالکان آنها قرار گرفت (انصاری و کریمی، ۱۳۸۷). اما جدایی مالکیت از مدیریت باعث ایجاد تضاد منافع شد و هزینه‌های نمایندگی ناشی از این تضاد منافع بین سهامداران و مدیران به وجود آمد. بنابراین به‌طور بالقوه این امکان به وجود آمد که مدیران اقداماتی انجام دهند که در جهت منافع خود باشد و ضرورتاً با منافع سهامداران و ذینفعان دیگر هم‌راستا نباشد. بنابراین، اعمال نظارت و مراقبت در این زمینه ضروریست و تحقق این مهم مستلزم وجود سازوکارهای مناسب است. از جمله این سازوکارها، طراحی و اجرای حاکمیت شرکتی مناسب در شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی است تا باعث گردد منافع مدیران و مالکان در یک راستا قرار گیرد (نیکبخت و همکاران، ۱۳۸۹). منظور از نظام حاکمیت شرکتی نیز مجموعه روابط میان مدیریت اجرایی، هیأت‌مدیره، سهامداران و سایر طرف‌های ذینفع در یک شرکت است که با ایجاد ساختاری مناسب موجب تنظیم اهداف شرکت شده و راه‌های دستیابی به این اهداف و نظارت بر عملکرد آن را تعیین می‌کند (کریمی و اشرفی، ۱۳۹۰).

از سویی، مدیران و به‌ویژه مدیرعامل در اداره شرکت‌ها نقش مهمی دارد و موفقیت یا شکست بسیاری از سازمان‌ها در گرو تصمیم‌گیری آنها است (فیضی و مقدسی، ۱۳۸۴). به‌طور مشخص، مدیرعامل منابع فراوانی در اختیار دارد و در تصمیم‌گیری‌های راهبردی و تخصیص منابع نقش کلیدی دارد. همچنین مدیرعامل در نقش رهبر بر عملکرد گروهی تاثیر به‌سزایی دارد و رکن اساسی پیشبرد اهداف سازمان محسوب می‌گردد. در این بین، قدرت از جمله راه‌هایی نفوذ مدیرعامل در پیروان است. در واقع، قدرت ویژگی اساسی نقش مدیرعامل است و زمینه اثربخشی او در سازمان را فراهم می‌سازد. در نتیجه، مدیران با توجه به ماهیت وجودی قدرت و چگونگی استفاده از آن می‌توانند زمینه رشد و تعالی یا انحراف و فساد سازمان را فراهم آورند (پورقاز و محمدی، ۱۳۹۰).

از طرف دیگر، اهرم مالی که میزان بدهی شرکت به منظور تأمین منابع مالی مورد نیاز برای کسب دارایی را نشان می‌دهد یکی از اجزای ساختار سرمایه و مهم‌ترین عامل مؤثر بر ارزش‌گذاری شرکت‌ها و جهت‌گیری آنان در بازارهای سرمایه است (کوهر و راهول^۱، ۲۰۰۷). زیرا، اهرم مالی توانایی تغییر بازده و ریسک شرکت‌ها را دارد. زیرا، ساختار سرمایه هر شرکت با اهرم مالی آن رابطه متقابل و تنگاتنگ دارد. اما، میزان اهرم مالی یا استفاده شرکت‌ها از شیوه‌های مختلف تأمین مالی برای کسب دارایی از شرایط و متغیرهای اقتضایی تأثیر می‌پذیرد که گاهی ناشی از موقعیت و جهت‌گیری شرکت‌ها در بازار و گاهی ناشی از ارزیابی آنها توسط مؤسسات تأمین اعتبار است (کریستی^۲، ۱۹۸۲).

1. Kohher & Rahul
2. Christie

البته، شرکت‌ها از لحاظ تأمین مالی در دو دسته با درجه اهرم مالی بالا و پایین قابل تقسیم‌بندی هستند (میرزا^۱، ۱۹۸۴) و برخی معتقدند شرکت‌های با اهرم مالی بالا نمی‌تواند از فرصت‌های رشد آتی استفاده کنند (دموری و قدک فروشان، ۱۳۹۷). در مقابل برخی دیگر معتقدند بین اهرم مالی با فرصت‌های رشد شرکت‌ها رابطه‌ای همسو وجود دارد (رازانی و سلیمانی امیری، ۱۴۰۰). بنابراین، دستیابی به یک اهرم مالی بهینه از اهداف و الویت‌های اصلی مدیران مالی برای کسب عایدات بیشتر از محل مدیریت هزینه‌ها است و فقدان ساختار سرمایه مناسب، زمینه‌های مختلف فعالیت شرکت را تحت تأثیر قرار داده و می‌تواند به بروز مسائلی چون عدم کارایی منجر شود (ولیان و همکاران، ۱۳۹۷).

میزان اهرم مالی نیز بر اساس اطلاعات محرمانه مدیران انتخاب می‌شود (دموری و قدک فروشان، ۱۳۹۷). بنابراین، مدیرعامل می‌تواند بر اهرم مالی شرکت تأثیر بالایی داشته باشد. در این راستا، گراهام و همکاران^۲ (۲۰۱۳) شواهدی مبنی بر ارتباط میان مدیرعامل خوش‌بین و اهرم مالی بالا ارائه داده‌اند. به‌طور مشابه، بن دیوید و همکاران^۳ (۲۰۱۳) دریافتند مدیران عاملی که به چشم‌انداز آینده شرکت توجه دارند، به استفاده از اهرم مالی بیشتر متمایل هستند. این یافته‌ها در مطالعه هاکبارث^۴ (۲۰۰۸) نیز تأیید شد و وی نیز نشان داد مدیران عامل خوش‌بین و بیش از حد مصمم از اهرم مالی قوی‌تر استفاده می‌کنند. چاوا و همکاران^۵ (۲۰۱۰) معتقدند که مدت تصدی بیشتر مدیرعامل، توانایی مدیرعامل برای شکل دادن به ساختار مدیریتی شرکت را افزایش می‌دهد. هرمالین و ویسیج^۶ (۱۹۹۸) نیز دریافتند دوره تصدی بیشتر مدیر عامل می‌تواند بر ترکیب هیأت‌مدیره تأثیر بگذارد و استقلال آن را کاهش دهد. آدامز و همکاران^۷ (۲۰۰۵) دوگانگی مدیرعامل شرکت را یک ابزار اندازه‌گیری قدرت مدیرعامل معرفی می‌کند. لیو و جیراپورن^۸ (۲۰۱۵) استدلال نمودند که توانایی مدیران عامل با دوره تصدی بیشتر و نقش دوگانه برای اعمال نظر شخصی بر ساختار سرمایه شرکت بیشتر است.

بنابراین، با توجه به این که بررسی نقش ابعاد مختلف قدرت مدیرعامل شامل تصدی مدیرعامل، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و مالکیت مدیرعامل) بر اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران سابقه ندارد، این مطالعه با هدف پاسخگویی به این پرسش شکل گرفت که آیا قدرت مدیرعامل (تصدی مدیرعامل، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و مالکیت مدیرعامل) با اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد؟ و در صورت مثبت بودن پاسخ، نوع رابطه چگونه است؟.

1. Mayer
2. Graham et al
3. Ben-David et al
4. Hackbarth
5. Chava et al
6. Hermalin & Weisbach
7. Adams et al
8. Liu & Jiraporn



پاسخ به این پرسش‌ها ضمن بسط مبانی نظری ارتباط ویژگی‌های مدیرعامل و اهرم مالی شرکت‌ها در کشورهای در حال توسعه نظیر ایران، اطلاعات سودمندی در اختیار سرمایه‌گذاران، قانون‌گذاران بازار سرمایه، تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات حسابداری قرار می‌دهد و ایده‌های جدیدی برای پژوهش‌های آتی فراهم می‌نماید.

در ادامه، ساختار مقاله به این شکل است که ابتدا با ارائه مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش تبیین شده است. سپس، درباره روش‌شناسی، مدل پژوهش و نحوه اندازه‌گیری متغیرها توضیحات مبسوطی ارائه شده است. آن‌گاه مدل برآورد شده و نتایج حاصله مورد بحث و بررسی قرار گرفته است. در خاتمه نیز چند پیشنهاد کاربردی ارائه شده است.

مبانی نظری

اقتصاددانان مالی از زمان انتشار مقاله «ساختار سرمایه مدرن» مودیلیانی و میلر^۱ (۱۹۵۸)، برای فهم سیاست‌های تأمین مالی شرکت‌ها تلاش‌های زیادی کرده‌اند. در ضمن، چهار نظریه مهم ساختار سرمایه شامل نظریه هزینه نمایندگی (جنسن و مک‌لینگ^۲، ۱۹۷۶)، نظریه توازن (میلر^۳، ۱۹۹۷)، نظریه سلسله مراتب (میرز، ۱۹۸۴ و میرز و ماجلوف^۴، ۱۹۸۴) و نظریه زمان‌بندی بازار سرمایه (باکر و وورگلر^۵، ۲۰۰۲) توسعه یافته‌اند تا نشان دهند سیاست‌های تأمین مالی شرکت هنگام ظهور نواقص و اصطکاک‌های بازار از اهمیت زیادی برخوردارند.

بر این اساس می‌توان گفت خصوصیات مرتبط با شرکت، صنعت و کشور در تعیین ساختار سرمایه شرکت نقش مهمی ایفاء می‌کند. هرچند، شرکت‌هایی که در این اصول یکسان هستند نیز اغلب اهرم مالی متفاوتی را انتخاب می‌کنند (کرونگویست و همکاران^۶، ۲۰۱۲). به عبارت دیگر، بخش بزرگی از تغییرات ناشناخته ساختار سرمایه به اثرات ثابت شرکت بستگی دارد.

از جمله، خصوصیات شرکتی که اخیراً توجه زیادی را به خود جلب کرده، خصوصیات پرسنلی مدیران است (کرونگویست و همکاران، ۲۰۱۲). زیرا مدیران اجرایی ارشد شرکت به احتمال زیاد واجد برخی صفات شخصیتی همچون اعتماد به نفس بیش از حد، خوش بین بودن و خود شیفتگی زیاد هستند که هنگام اعمال تصمیمات شرکتی تأثیرگذار است. در نتیجه، تشخیص این که چگونه این صفات مدیریتی بازده شرکت و متعاقباً ثروت سهامداران را تحت تأثیر قرار می‌دهند، مهم است (هاکبارث، ۲۰۰۸). به نحوی که شرکت‌هایی با توانایی مدیریتی بالاتر، پس از کنترل دیگر عوامل تأثیرگذار بر نسبت اهرم مالی شرکت، اهرم

1. Modigliani & Miller
2. Jensen & Meckling
3. Miller
4. Myers & Majluf
5. Baker & Wurgler
6. Cronqvist et al



مالی پایین تری دارند (هو و همکاران^۱، ۲۰۱۸). همچنین، مدیران عاملی که به چشم انداز آینده شرکت توجه دارند، تمایل بیشتری به استفاده از اهرم مالی دارند (بن دیوید و همکاران، ۲۰۱۳). در نهایت این که دوگانگی وظیفه مدیرعامل می تواند بر اهرم مالی تأثیر مثبت داشته باشد. بنابراین، مدیران عاملی که در رأس هرم مدیریت شرکت قرار دارند و تصمیمات مهم عملیاتی و راهبردی اخذ می کنند بر اهرم مالی شرکت می توانند تأثیر به سزایی داشته باشند (کرکماکی و همکاران^۲، ۲۰۱۷).

مروری بر پیشینه پژوهش

شهابا و همکاران^۳ (۲۰۲۰) ارتباط قدرت مدیرعامل با ریسک سقوط قیمت سهام و اثر تعدیل کنندگی مدیران زن و ساختار مالکیت را در این رابطه در مورد شرکت های چینی طی دوره ۲۰۱۵-۲۰۱۵ بررسی کرده اند. نتایج نشان داد با افزایش قدرت مدیرعامل شرکت، احتمال ریسک سقوط قیمت سهام به طور معنی داری کاهش می یابد. ضمن این که درصد مدیران زن و مالکان نهادی این رابطه را تشدید می کنند. بریت و همکاران^۴ (۲۰۱۹) رابطه قدرت مدیرعامل با بهره وری، اثربخشی و هزینه نیروی کار را مورد بررسی قرار داده اند. نتایج پژوهش آنها نشان داد بین قدرت مدیرعامل و بهره وری نیروی کار رابطه مثبت وجود دارد. همچنین قدرت مدیرعامل، اثربخشی نیروی کار را افزایش و هزینه نیروی کار را کاهش می دهد. شیخ^۵ (۲۰۱۹) ارتباط بین قدرت مدیرعامل و مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت را مورد بررسی قرار داده است. نتایج پژوهش وی نشان داد بین قدرت مدیرعامل و مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت رابطه منفی وجود دارد. ضمناً این رابطه منفی تحت تأثیر نقاط قوت مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت قرار دارد و مدیران عامل قدرتمند، نقاط قوت مسئولیت پذیری اجتماعی را کاهش می دهند. اما نقاط ضعف مسئولیت پذیری اجتماعی را افزایش نمی دهند. شیخ (۲۰۱۸) به بررسی تأثیر رقابت بازار محصول در رابطه قدرت مدیرعامل و ارزش شرکت پرداخته است. نتایج بیانگر آن بود که بین قدرت مدیرعامل و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. همچنین رقابت بازار محصول در رابطه بین قدرت مدیرعامل و ارزش شرکت نقش تعدیلی دارد. هو و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی رابطه بین توانایی مدیریت و ساختار سرمایه شرکت پرداخته اند و به این نتیجه رسیده اند که شرکت هایی با توانایی مدیریتی بالاتر، پس از کنترل دیگر عوامل تأثیرگذار بر اهرم مالی شرکت، اهرم مالی پایین تری دارند. کرکماکی و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهشی بر روی شرکت های غیر مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار فنلاند طی سال های ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۵ به این نتیجه رسیده اند که دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر اهرم مالی تأثیر مثبت و معنی داری دارد. اما تصدی مدیرعامل و مالکیت مدیرعامل بر اهرم مالی تأثیر معنی داری ندارند. چاو و همکاران^۶ (۲۰۱۷) نشان دادند که بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و مالکیت مدیرعامل

1. Hu et al
2. Korkeamäki et al
3. Shahaba et al
4. Breit et al
5. Sheikh
6. Chao et al



با ساختار سرمایه رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. در واقع، هنگامی که قدرت یک مدیرعامل فراتر از آستانه مشخصی است، علاقه دارد ساختار سرمایه شرکت را در راستای منافع خود دستکاری نماید. لیو و جیراپورن (۲۰۱۵) ارتباط قدرت مدیرعامل، ساختار مالکیت و عملکرد پرداخت در صنعت بانکداری چینی طی دوره زمانی ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۲ را بررسی و نتیجه گرفته‌اند ساختار مالکیت (اندازه‌گیری شده توسط غلظت مالکیت و شناسایی مالکیت) و کمیته جبران خسارت در تعیین تعرفه اجرایی در بانکداری چین نقش دارد. ونگر و استینر^۱ (۲۰۱۴) به بررسی رابطه اهرم مالی و مالیات شرکت پرداخته‌اند و به این نتیجه رسیدند که نرخ مالیات اثر مثبت و معنی‌داری بر سودآوری شرکت‌ها دارد. همچنین، برای شرکت‌هایی که سود مثبت را گزارش می‌دهند، افزایش نرخ مالیات، اهرم مالی را افزایش می‌دهد. مک لیند و همکاران^۲ (۲۰۱۲) به بررسی اثر افق حرفه‌ای و دوره تصدی مدیرعامل بر عملکرد آینده شرکت پرداخته‌اند. نتایج نشان داد مدیرعامل با افق حرفه‌ای کوتاه‌مدت بر عملکرد آینده شرکت تأثیر منفی دارد و افزایش دوره تصدی مدیرعامل به عملکرد آینده شرکت آسیب وارد می‌کند.

در پژوهش‌های داخلی مرتبط با موضوع اما مطالعه‌ای با محوریت بررسی رابطه قدرت مدیرعامل و اهرم مالی شرکت وجود ندارد. با این حال، برخی از مرتبط‌ترین پژوهش‌های انجام شده با موضوع پژوهش در ادامه مرور می‌شوند.

طاهری نیا و همکاران (۱۳۹۹) با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۱۱۹ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ به بررسی تأثیر تمرکززدایی مالی بر رابطه بین اهرم مالی و گزارشگری مالی متهورانه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج نشان داد بین اهرم مالی و گزارشگری مالی متهورانه رابطه مستقیم و معنی‌داری وجود دارد. همچنین تمرکززدایی مالی بر رابطه بین اهرم مالی و گزارشگری مالی متهورانه تأثیر ندارد. رحیمی و فروغی (۱۳۹۸) به بررسی تأثیر مکانیزم‌های کنترلی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ارزش شرکت پرداخته‌اند. یافته‌های این پژوهش نشان داد رقابت در بازار محصول و حاکمیت شرکتی به‌عنوان دو مکانیزم کنترلی، رابطه بین قدرت مدیرعامل و ارزش شرکت را تقویت می‌کنند. ساعدی و رضاییان (۱۳۹۸) تأثیر بیش‌اعتمادی مدیرعامل بر بازده و ریسک غیرسیستماتیک سهام را با توجه به نقش دوگانگی وظیفه مدیرعامل در نمونه آماری شامل ۱۴۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۵-۱۳۸۸ مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج نشان داد مدیران بیش‌اعتماد هم باعث افزایش بازده سهام می‌شوند و هم ریسک بیشتری را تقبل می‌کنند. همچنین مدیرعامل بیش‌اعتماد اگر عضو هیأت‌مدیره نیز باشد بر بازده تأثیر مثبت و معنی‌دار و بر ریسک غیرسیستماتیک تأثیر منفی و معنی‌دار دارد. پورحیدری و فروغی (۱۳۹۸) تأثیر نفوذ مدیرعامل بر کیفیت افشای اطلاعات حسابداری در نمونه‌ای شامل ۱۲۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶ مورد بررسی قرار دادند. آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد به‌موقع بودن اطلاعات حسابداری با قدرت مدیریتی رابطه منفی و معنی‌داری دارد؛ اما بین کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و قابلیت اتکای اطلاعات حسابداری با قدرت مدیریتی رابطه معنی‌داری یافت نشد. اخگر و زاهد دوست (۱۳۹۷) با استفاده از داده‌های ۱۷۸ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۵

1. Dwenger & Steiner

2. McClelland et al



به بررسی رابطه عملکرد شرکت و گردش مدیرعامل با نقش تعدیلی نفوذ مدیرعامل پرداخته‌اند. نتایج نشان داد عملکرد شرکت با گردش مدیرعامل رابطه منفی و معنی‌داری دارد. اما نفوذ مدیرعامل بر رابطه بین عملکرد شرکت و گردش مدیرعامل تأثیر معنی‌داری ندارد. خدادادی و همکاران (۱۳۹۶) با بررسی رابطه بیش‌سرمایه‌گذاری و نوع مدیریت سود و دوره تصدی مدیرعامل نشان دادند بیش‌سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با مدیریت سود تعهدی و مدیریت سود واقعی ارتباط مثبت و معنی‌داری دارد. علاوه بر این، تأثیر بیش‌سرمایه‌گذاری بر مدیریت سود واقعی در مورد مدیران عامل با دوره تصدی بالا صادق است. اما دوره تصدی مدیرعامل بر ارتباط بین بیش‌سرمایه‌گذاری و مدیریت اقلام تعهدی تأثیری ندارد. لاری دشت بیاض و اورادی (۱۳۹۶) رابطه بین دوره تصدی و دانش مالی مدیرعامل با حق‌الزحمه حسابرسی را بررسی کرده‌اند که نتایج نشان داد بین دوره تصدی مدیرعامل و حق‌الزحمه حسابرسی رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. به بیان دیگر، افزایش تعداد سال‌های حضور مدیرعامل در شرکت، حق‌الزحمه حسابرسی را بیشتر می‌کند. همچنین نتایج نشان داد بین دانش مالی مدیرعامل و حق‌الزحمه حسابرسی ارتباط منفی و معنی‌داری برقرار است. بر این اساس، شرکت‌هایی که مدیرعامل آنها دانش مالی بیشتری دارد، حق‌الزحمه حسابرسی کمتری پرداخت می‌کنند. کریمی و همکاران (۱۳۹۶) تأثیر اهرم مالی بر نقدشوندگی عملیاتی در نمونه آماری شامل ۱۱۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ را بررسی کرده‌اند. نتایج نشان داد اهرم مالی بر بازده دارایی‌ها تأثیر مستقیم دارد. اما بر نسبت جاری و چرخه تبدیل وجه نقد تأثیر معکوس دارد. مضافاً اهرم مالی بر حاشیه جریان‌های نقدی تأثیری ندارد. عباسیان و همکاران (۱۳۹۵) تأثیر دوره تصدی مدیرعامل و ویژگی‌های هیأت‌مدیره بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرده‌اند. نتایج نشان داد بین دوره تصدی مدیرعامل، اندازه هیأت‌مدیره، ترکیب اعضای هیأت‌مدیره، تعداد جلسات اعضای هیأت‌مدیره و دانش مالی اعضای هیأت‌مدیره با مدیریت سود رابطه معنی‌داری وجود دارد. ابراهیمی و احمدی مقدم (۱۳۹۴) به بررسی رابطه اهرم مالی و محافظه‌کارانه بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداخته‌اند. نتایج نشان داد اهرم مالی و محافظه‌کاری با ناکارایی سرمایه‌گذاری رابطه منفی دارند. همان‌گونه که ملاحظه شد، این نخستین بار است که در داخل کشور، تأثیر قدرت مدیرعامل بر اهرم مالی در مورد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته و می‌تواند به توسعه ادبیات حسابداری و مالی درباره بازار سرمایه نوظهور ایران کمک شایانی توجهی نماید.

فرضیه‌های پژوهش

- ✓ فرضیه اول: تصدی مدیرعامل بر اهرم مالی تأثیر دارد.
- ✓ فرضیه دوم: دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر اهرم مالی تأثیر دارد.
- ✓ فرضیه سوم: مالکیت مدیرعامل بر اهرم مالی تأثیر دارد.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از منظر فرآیند اجراء (نوع داده‌ها) کمی، از منظر نتیجه اجراء کاربردی، از منظر هدف اجراء تحلیلی به روش همبستگی، از منظر منطق اجراء قیاسی - استقرایی و از منظر بعد زمانی، طولی (پس‌رویدادی) است. جامعه آماری مورد مطالعه پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران



طی سال‌های ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۷ تشکیل می‌دهد و نمونه انتخابی پژوهش شامل شرکت‌هایی است که مجموعه شرایط زیر را دارا بوده‌اند:

- ✓ پذیرش آنها در بورس قبل از سال ۱۳۹۳ انجام شده و تا پایان سال ۱۳۹۷ در فهرست شرکت‌های بورسی بوده‌اند.
- ✓ به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
- ✓ طی سال‌های مذکور تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.
- ✓ جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند (به علت تفاوت ماهیت فعالیت با دیگر شرکت‌ها).

پس از اعمال محدودیت‌های فوق تعداد ۱۰۶ شرکت (طبق جدول ۱) به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شدند. داده‌های مورد نیاز متغیرها نیز با مراجعه به صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی همراه صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موجود در سامانه کدال، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج گردیده است. جهت تجزیه و تحلیل نهایی داده‌ها نیز از نرم افزارهای اقتصادسنجی Eviews استفاده شده است.

جدول ۱. روند انتخاب نمونه آماری

ردیف	شرح	تعداد شرکت‌ها
۱	کل شرکت‌هایی که تا پایان سال ۱۳۹۷ عضو بورس بودند.	۳۴۱
۲	قبل از سال ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار پذیرفته نشده باشد و تا پایان سال ۱۳۹۷ از بورس خارج شده باشد	(۷۷)
۳	سال مالی آن منتهی به پایان اسفندماه نباشد	(۵۹)
۴	تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی داده باشد؛	(۳۵)
۵	جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی باشد	(۶۴)
۷	تعداد نمونه آماری منتخب	۱۰۶

مدل پژوهش

به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون چند متغیره زیر استفاده شده است:

$$LEV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CEOten_{i,t} + \beta_2 CEOdual_{i,t} + \beta_3 CEOown_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 BTM_{i,t} \quad \text{رابطه (۱)}$$

در رابطه بالا:

$LEV_{i,t}$ اهرم مالی شرکت i در سال t ؛ $CEOten_{i,t}$ دوره تصدی مدیرعامل شرکت i در سال t ؛ $CEOdual_{i,t}$ دوگانگی وظیفه مدیرعامل شرکت i در سال t ؛ $CEOown_{i,t}$ مالکیت مدیرعامل شرکت i در سال t ؛ $SIZE_{i,t}$ اندازه شرکت i در سال t ؛ $ROA_{i,t}$ سودآوری شرکت i در سال t ؛ $BTM_{i,t}$ ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت i در سال t و $\epsilon_{i,t}$ جزء خطای مدل رگرسیون است. در ادامه هر یک از متغیرهای پژوهش معرفی می‌شود.



متغیرهای وابسته

اهرم مالی (LEV): به پیروی از کرکماکی و همکاران (۲۰۱۷) و ابراهیمی و احمدی مقدم (۱۳۹۴) از نسبت بدهی (تقسیم مجموع بدهی‌ها به مجموع دارایی‌های شرکت) به عنوان جایگزین آن استفاده شده است.

متغیر مستقل

قدرت مدیرعامل متغیر مستقل پژوهش است که با ۳ شاخص زیر اندازه‌گیری شده است: تصدی مدیرعامل (CEOten): برابر با تعداد سال‌های عضویت مدیرعامل در هیأت‌مدیره شرکت است (کرکماکی و همکاران، ۲۰۱۷؛ خدادادی و همکاران، ۱۳۹۶؛ لاری دشت بیاض و اورادی، ۱۳۹۶ و عباسیان و همکاران، ۱۳۹۵)

دوگانگی وظیفه مدیرعامل (CEOdual): یک متغیر مجازی است و در صورتی که در سال مورد نظر مدیرعامل همزمان رئیس یا نایب رئیس هیأت‌مدیره باشد برابر ۱ و در غیر این صورت برابر ۰ است (کرکماکی و همکاران، ۲۰۱۷؛ لیو و جیراپورن، ۲۰۱۵ و اخگر و زاهد دوست، ۱۳۹۷).

مالکیت مدیرعامل (CEOown): برابر با نسبت سهام نگهداری شده توسط مدیرعامل به مجموع سهام شرکت است (چاو و همکاران، ۲۰۱۷؛ لیو و جیراپورن، ۲۰۱۵ و اخگر و زاهد دوست، ۱۳۹۷).

متغیرهای کنترلی

مهم‌ترین ویژگی‌های شرکت که از عوامل مؤثر بر اهرم مالی آن شناخته شده‌اند به شرح زیر به‌عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده است:

اندازه شرکت (SIZE): برابر لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت است.

سودآوری شرکت (ROA): برابر نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌های شرکت.

نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BTM): برابر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی به شرح جدول ۲ نشان می‌دهد میانگین متغیر اهرم ۰/۶۰۶ است. بنابراین به‌طور متوسط حدود ۶۰ درصد از دارایی‌های شرکت‌های مورد بررسی بدهی و استقراض است که بیشتر از مقادیر گزارش شده در پژوهش کرکماکی و همکاران (۲۰۱۷) می‌باشد. میانگین تصدی مدیرعامل (تعداد سال‌های عضویت مدیرعامل در هیأت‌مدیره) ۲/۲۸۱ است که کمترین و بیشترین مقدار آن به ترتیب ۱ و ۱۰ سال می‌باشد. همچنین، مالکیت مدیرعامل (درصد سهام در اختیار مدیران عامل) دارای مقدار میانگین ۰/۱۹۳ است. بنابراین مالکیت حدود ۱۹ درصد سهام شرکت‌های نمونه در اختیار مدیران عامل بوده است. درصد فراوانی عدد ۱ مربوط به متغیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل نشان می‌دهد به‌طور متوسط ۲۹ درصد از مدیران عامل شرکت‌های مورد بررسی همزمان

رئیس یا نایب رئیس هیأت مدیره نیز بوده‌اند. نکته قابل توجه دیگر این که میانگین متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار برابر ۰/۴۳۷ است و این نشان می‌دهد ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام اغلب شرکت‌های نمونه از ارزش بازار آنها کمتر است. سود خالص شرکت‌های نمونه نیز به طور متوسط، معادل ۱۰ درصد مجموع دارایی آنهاست. ضمناً از بین متغیرهای تحقیق، تصدی مدیرعامل بیشترین انحراف معیار را داشته است.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرها

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
اهرم مالی	LEV	۰/۶۰۶	۰/۵۹۳	۱/۷۸۸	۰/۱۶۷	۰/۲۱۶
تصدی مدیرعامل	CEOten	۲/۸۲۱	۲	۱۰	۱	۱/۹۴۱
مالکیت مدیرعامل	CEOown	۰/۱۹۳	۰	۰/۹۱۴	۰	۰/۲۷۴
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۷۵۴	۱۴/۴۸۸	۱۹/۷۷۴	۱۱/۱۱۶	۱/۵۲۱
سودآوری شرکت	ROA	۰/۱۰۱	۰/۰۷۵	۰/۶۵۱	-۰/۲۸۹	۰/۱۳۵
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	BTM	۰/۴۳۷	۰/۳۶۴	۱/۶۹۳	-۰/۳۸۹	۰/۳۱۴
نماد	متغیر	درصد فراوانی ۱	درصد فراوانی ۰			مد
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	CEOdual	% ۲۴/۷۲	% ۷۵/۲۸			۰

منبع: یافته‌های پژوهش

آمار استنباطی

داده‌های این پژوهش به صورت داده‌های ترکیبی است. بنابراین در ابتدا باید تلفیقی یا تابلویی بودن آنها با آزمون F لیمر^۱ مشخص گردد. سپس، در صورت تابلویی بودن، با آزمون هاسمن^۲ مشخص شود کدام یک از روش اثرات ثابت یا تصادفی برای برآورد مدل مناسب‌تر است. همچنین نرمال بودن توزیع اجزای اخلال مدل با آزمون جارک-برا^۳ و تشخیص ناهمسانی واریانس در مدل با آزمون بروش پاگان-گادفری^۴ بررسی گردد که نتایج این آزمون‌ها در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون‌های تشخیص

نوع آزمون	آماره آزمون	معناداری	نتیجه آزمون
آزمون F لیمر	۱۰/۳۷۸	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی
آزمون هاسمن	۶۴/۸۱۸	۰/۰۰۰	روش اثرات تصادفی
آزمون جارک برا	۲/۱۳۵	۰/۴۳۴	نرمال بودن اجزای اخلال
آزمون بروش پاگان-گادفری	۷/۳۴۲	۰/۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس

منبع: یافته‌های پژوهش

1. F Limer
2. Hausman
3. Jarque-Bera
4. Breusch-Pagan-Godfrey



نتایج مندرج در جدول بالا نشان داد آزمون F لیمر و معنی داری آن (۰/۰۰۰) کمتر از ۰/۰۵ است. بنابراین فرضیه صفر آزمون رد شده و این نشان داد باید از روش داده‌های تابلویی استفاده شود. همچنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن و معنی داری آن (۰/۰۰۰)، باید مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد گردد. معنی داری آزمون جاک برا (۰/۴۳۴) نیز نشان می‌دهد جمله خطا دارای توزیع نرمال است و نتایج آزمون بروش پاکان-گادفری و معناداری آن (۰/۰۰۰) بیانگر مشکل ناهمسانی واریانس است که برای رفع آن از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برای برآورد مدل استفاده شد. علاوه بر این، به منظور اطمینان از عدم وجود مشکل هم‌خطی بین متغیرهای توضیحی، آزمون هم‌خطی با استفاده از عامل تورم واریانس^۱ مورد بررسی قرار گرفت که نتایج به شرح جدول ۴ نشان داد مقادیر این آماره برای متغیرهای توضیحی کمتر از ۵ است و بین آنها هم‌خطی وجود ندارد.

جدول ۴. نتایج آزمون هم‌خطی

متغیر	نماد	عامل تورم واریانس (VIF)
تصدی مدیرعامل	CEO_{ten}	۱/۰۱۹
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	CEO_{dual}	۱/۰۲۱
مالکیت مدیرعامل	CEO_{own}	۱/۰۰۷
اندازه شرکت	$SIZE$	۱/۰۹۳
سودآوری شرکت	ROA	۱/۱۰۱
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	BTM	۱/۰۸۲

منبع: یافته‌های پژوهش

در نهایت نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

$LEV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CEO_{ten_{i,t}} + \beta_2 CEO_{dual_{i,t}} + \beta_3 CEO_{own_{i,t}} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 BTM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره تی	معناداری
B_0	۰/۰۰۸	۰/۰۰۵	۱/۵۸۲	۰/۱۱۴
CEO_{ten}	-۰/۱۵۲	۰/۰۳۰	-۴/۹۹۳	۰/۰۰۰
CEO_{dual}	۰/۰۳۱	۰/۰۱۵	۲/۰۵۵	۰/۰۴۱
CEO_{own}	-۰/۲۰۱	۰/۰۵۳	-۳/۷۶۵	۰/۰۰۰
$SIZE$	-۰/۱۲۳	۰/۲۶۶	-۰/۴۶۴	۰/۶۴۳
ROA	-۰/۰۶۷	۰/۰۱۷	-۳/۹۹۳	۰/۰۰۰
BTM	-۰/۰۳۷	۰/۰۷۲	-۰/۵۰۹	۰/۶۱۱
آماره F فیشر	۷۷/۹۶۶	آماره دوربین واتسون		۱/۹۸۹
معناداری آماره F فیشر	۰/۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۶۴۲

منبع: یافته‌های پژوهش



مقدار آماره F در این جدول بیانگر معنی داری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۹ درصد است. با توجه ضریب تعیین تعدیل شده مدل می توان ادعا نمود حدود ۶۴ درصد از تغییرات اهرم مالی توسط متغیرهای مدل توضیح داده می شود. همچنین، مقدار آماره دوربین- واتسن (۱/۹۸۹) حکایت از عدم وجود مشکل خود همبستگی میان جملات پسماند دارد. با توجه به معنی داری و مناسب بودن مدل رگرسیون برازش شده، می توان فرضیه های پژوهش را به صورت زیر تجزیه و تحلیل نمود:

فرضیه اول پژوهش بیان می کند تصدی مدیرعامل بر اهرم مالی تأثیر دارد. بنابراین، با توجه به این که ضریب برآوردی و آماره t متغیر تصدی مدیرعامل (CEOten) منفی و در سطح خطای ۵ درصد معنی دار است، بنابراین، فرضیه اول پژوهش پذیرفته شد.

فرضیه دوم پژوهش بیان می کند دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر اهرم مالی تأثیر دارد. بنابراین، با توجه به این که ضریب برآوردی و آماره t متغیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل (CEOdual) مثبت و در سطح خطای ۵ درصد معنی دار است، بنابراین فرضیه دوم تحقیق پذیرفته می شود.

فرضیه سوم پژوهش بیان می کند مالکیت مدیرعامل بر اهرم مالی تأثیر دارد. بنابراین، با توجه به این که ضریب برآوردی و آماره t متغیر مالکیت مدیرعامل (CEOown) منفی و در سطح خطای ۵ درصد معنی دار است، بنابراین، فرضیه سوم تحقیق پذیرفته می شود.

تجزیه و تحلیل حساسیت

به منظور بررسی استحکام و قابلیت اتکای نتایج پژوهش، رابطه بین قدرت مدیرعامل و اهرم مالی شرکتها براساس معیار جایگزین برای سنجش قدرت مدیرعامل مجدداً مورد بررسی قرار گرفت. برای اندازه گیری قدرت مدیرعامل از سه معیار تصدی مدیرعامل، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و مالکیت مدیرعامل استفاده شده است. از آنجا که به کارگیری هر یک از معیارهای فوق به طور مجزا، ممکن است باعث بروز ابهام و حصول نتایج غیرقابل اتکا در اندازه گیری قدرت مدیرعامل شود، بنابراین معیارهای مذکور در یک شاخص با یکدیگر ترکیب شدند. بدین منظور ابتدا متغیرهای تصدی مدیرعامل، مالکیت مدیرعامل پس از محاسبه، به صورت اعداد ۰ یا ۱ استاندارد شد. به طوری که اگر تصدی مدیرعامل شرکت بالاتر از میانه شرکت های نمونه باشد به آن عدد ۱ و در غیر این صورت عدد ۰، در صورتی که مالکیت مدیرعامل شرکت بیشتر از میانه شرکت های نمونه باشد به آن عدد ۱ و در غیر این صورت عدد ۰ اختصاص داده شد. متغیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل نیز خود به صورت ۰ و ۱ محاسبه می شود. در نهایت جمع مقادیر فوق برای هر شرکت- سال، بیانگر شاخص قدرت مدیرعامل آن شرکت خواهد بود. نتایج آزمون فرضیه های پژوهش به شرح جدول ۶ بر اساس معیار جایگزین برای اندازه گیری قدرت مدیرعامل بیانگر آن است که شاخص کلی قدرت مدیرعامل بر اهرم مالی تأثیر منفی دارد.



جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه پژوهش بر اساس معیار جایگزین قدرت مدیرعامل

$$LEV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CEOPOWER_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 BTM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره تی	معناداری
B ₀	۰/۰۰۱	۰/۰۴۷	۰/۰۲۳	۰/۹۸۲
CEOPOWER	-۰/۲۵۵	۰/۰۸۶	-۲/۹۵۱	۰/۰۰۳
SIZE	-۰/۰۱۶	۰/۰۱۲	-۱/۳۱۶	۰/۱۸۹
ROA	-۰/۰۲۶	۰/۰۰۹	-۲/۸۶۵	۰/۰۰۴
BTM	-۰/۰۰۵	۰/۰۰۳	-۱/۵۷۸	۰/۱۱۵
آماره F فیشر	۸۹/۸۸۲		آماره دوربین واتسون	۲/۰۱۰
معناداری آماره F فیشر	۰/۰۰۰		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۲۸

منبع: یافته‌های پژوهش

نتیجه‌گیری و بحث

میزان اهرم مالی شرکت‌ها همواره از موضوعات مورد توجه سرمایه‌گذاران و فعالان بازار بورس بوده است. از طرفی، نگرش مدیران عامل و قدرت آنها می‌تواند عاملی موثر بر میزان اهرم مالی شرکت‌ها باشد. بنابراین در این پژوهش تأثیر تصدی مدیرعامل، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و مالکیت مدیرعامل به‌عنوان شاخص‌های سنجش قدرت مدیرعامل بر اهرم مالی شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفته است.

آزمون فرضیه اول پژوهش مبنی بر تأثیر تصدی مدیرعامل بر اهرم مالی نشان داد تصدی مدیرعامل بر اهرم مالی تأثیر منفی دارد. به این معنا که هرچه دوره تصدی مدیرعامل بیشتر باشد اهرم مالی شرکت کمتر است. زیرا، مدیرعامل با افزایش دوره تصدی، ثبات و قدرت بیشتری پیدا می‌کند و نفوذ آن بر دیگران بیشتر می‌شود. از طرفی با افزایش دوره تصدی مدیرعامل، برنامه‌ها و چشم‌اندازهای بلندمدتی را اجرا می‌کند که باعث شده تأمین مالی شرکت کمتر از بدهی‌ها باشد. در نتیجه اهرم مالی شرکت کاهش یافته است که این نتیجه با یافته‌های کرکماکی و همکاران (۲۰۱۷) مغایرت دارد.

نتایج آزمون فرضیه دوم نشان داد دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر اهرم مالی تأثیر مثبت دارد. به این معنا که مدیران دوگانه باعث افزایش اهرم مالی شرکت می‌شوند. این نتیجه چنین قابل تحلیل است که مدیرعاملی که هر دو وظیفه را برعهده دارد، خود بر تصمیمات و فعالیت‌های خود نظارت می‌کند و با توجه به اختیارات بیشتری که دارد برای افزایش ارزش بازار و سود شرکت به تأمین مالی زیاد از طریق وام اقدام می‌کند و این باعث افزایش اهرم مالی شرکت می‌شود. البته بر اساس الزامات قانونی مقرر در ماده ۱۲۴ قانون تجارت، در بیشتر شرکت‌ها مدیرعامل همزمان رئیس هیأت‌مدیره شرکت نیست و این می‌تواند نتایج پژوهش را تحت تأثیر قرار داده باشد. ضمناً نتایج بررسی این فرضیه با دیدگاه کرکماکی و همکاران (۲۰۱۷) مبنی بر تأثیر مثبت دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر اهرم مالی مطابقت دارد.

نتایج آزمون فرضیه سوم نشان داد مالکیت مدیرعامل بر اهرم مالی تأثیر منفی دارد که این نتیجه را می‌توان این‌گونه توجیه کرد که مدیران عاملی که جزء مالکین شرکت هستند، وضعیت مالی شرکت برای آنها اهمیت بیشتری دارد. بنابراین، با توجه به اهداف بلندمدتی که دارند دنبال ریسک کمتر و حفظ ثبات



بیشتر شرکت هستند و این باعث شده تا اهرم مالی شرکت کاهش یابد. ضمناً این نتیجه با یافته‌های کرکماکی و همکاران (۲۰۱۷) مشابه است.

در نهایت نتایج نشان داد قدرت مدیرعامل بر اهرم مالی تأثیر منفی دارد. بر اساس این نتیجه می‌توان گفت مدیران عاملی که قدرت زیاد دارند به‌خاطر نگرانی‌های شغلی به‌ویژه موضوعاتی که با شهرت آنها مرتبط است، از ریسک پرهیز و وام کمتری استفاده می‌کنند. بنابراین اهرم مالی شرکت کاهش می‌یابد.

در نهایت با توجه به یافته‌های بالا مبنی بر تأثیر منفی تصدی و مالکیت مدیرعامل بر اهرم مالی به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه و افرادی که دنبال سرمایه‌گذاری با ریسک پایین هستند پیشنهاد می‌گردد در هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری به تصدی و مالکیت مدیرعامل شرکت‌ها توجه نموده و آن را به عنوان عاملی موثر بر اهرم مالی شرکت در تصمیم‌گیری خود لحاظ نمایند.

با توجه به وجود تأثیر مثبت دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر اهرم مالی به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود به عامل دوگانگی وظیفه مدیرعامل در تصمیمات سرمایه‌گذاری توجه نمایند. زیرا شرکت‌هایی که مدیران دوگانه دارند از ریسک و اهرم مالی بیشتری برخوردارند.

به‌علاوه به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار بورس پیشنهاد می‌شود در تصمیمات سرمایه‌گذاری به سه شاخص تصدی، دوگانگی وظیفه و مالکیت مدیرعامل که نشان‌دهنده معیار کلی قدرت مدیرعامل است به‌طور همزمان توجه داشته باشند. زیرا مدیران عامل قدرتمند در پی کاهش اهرم مالی شرکت هستند.

در نهایت، به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود سالانه گزارشی مجزا به‌منظور افشای اطلاعات مرتبط با قدرت مدیرعامل برای دسترسی آسان به اطلاعات شرکت‌ها از آنها اخذ کند. یا شرکت‌ها را به ارائه این اطلاعات در گزارش فعالیت هیأت‌مدیره ذیل یک بخش جداگانه ملزم نماید.

ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.

تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده است.



منابع

- ابراهیمی، سید کاظم و احمدی مقدم، منصور. (۱۳۹۴). تأثیر اهرم مالی و محافظه کاری شرطی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *حسابداری مالی*، ۲۷(۲۷)، ۱۲۰-۱۰۲.
- اخگر، محمد امید و زاهد دوست، حمزه. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر نفوذ مدیرعامل بر رابطه بین عملکرد شرکت و گردش مدیرعامل. *حسابداری مالی*، ۱۰(۳۹)، ۸۱-۶۰.
- انصاری، عبدالمهدی و کریمی، محسن. (۱۳۸۷). بررسی معیارهای مالی ارزیابی عملکرد مدیریت در ارزش آفرینی برای سهامداران با تأکید بر معیارهای اقتصادی. *مجله حسابدار*، ۲۳(۵)، ۱۱۶-۹۶.
- پورحیدری، امید و فروغی، عارف. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر نفوذ مدیرعامل بر کیفیت افشای اطلاعات حسابداری. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۶(۶۱)، ۵۳-۲۷.
- پورقاز، عبدالوهاب و محمدی، امین. (۱۳۹۰). بررسی رابطه منابع قدرت مدیران با ویژگی‌های شخصیتی کارآفرینی کارکنان. *پژوهش‌های مدیریت عمومی*، ۴(۱۲)، ۱۳۰-۱۱۱.
- خدادادی، ولی، افلاطونی، عباس، نوروزی، محمد و محب‌خواه، محمد. (۱۳۹۶). بیش سرمایه‌گذاری، نوع مدیریت سود متعاقب آن و دوره تصدی مدیرعامل: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابداری*، ۸(۳)، ۲۲۵-۲۰۳.
- دموری، داریوش و قدک فروشان، مریم. (۱۳۹۷). سیاست‌های تأمین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *راهبرد مدیریت مالی*، ۶(۴)، ۱۷۵-۱۵۷.
- رازانی، سارا و سلیمانی امیری، غلامرضا. (۱۴۰۰). بررسی عوامل مالی موثر بر رشد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *راهبرد مدیریت مالی*، ۹(۳)، ۰-۰.
- رحیمی، علیرضا و فروغی، عارف. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر مکانیزم‌های کنترلی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ارزش شرکت. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۱۱(۲)، ۱۸۲-۱۵۱.
- ساعدی، رحمان و رضاییان، وحید. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل بر بازده و ریسک غیرسیستماتیک سهام با توجه به نقش دوگانگی وظیفه مدیرعامل: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۱(۱)، ۱۰۰-۷۹.
- طاهری نیا، مسعود، جعفری، محمد و حسنوند، علی. (۱۳۹۹). بررسی تأثیر تمرکززدایی مالی بر رابطه بین اهرم مالی و گزار شگری مالی متهورانه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۱۳(۴۵)، ۸۰-۶۵.
- عباسیان، شهرام، صفتی، فرید و غیاثوند، علیرضا. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر دوره تصدی مدیرعامل و ویژگی‌های هیأت مدیره بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *کنفرانس بین‌المللی ایده‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری*.

- فیضی، کامران و مقدسی، علیرضا. (۱۳۸۴). کاربرد سیستم‌های پشتیبان تصمیم در تصمیم‌گیری مدیران. *مطالعات مدیریت*، ۱۲(۴۵)، ۱۶۰-۱۳۹.
- کریمی، فرزاد و اشرفی، مهدی. (۱۳۹۰). بررسی ارتباط سازوکارهای نظام راهبری شرکتی و ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۳(۲)، ۹۲-۷۹.
- کریمی، کامران، شاهوردیانی، شادی و نعیمی‌فر، افسانه. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر اهرم مالی بر نقدشوندگی عملیاتی شرکت‌ها (در چارچوب مدل GOEL). *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۸(۳۲)، ۲۰۵-۱۹۱.
- لاری دشت بیاض، محمود و اورادی، جواد. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین دوره تصدی و دانش مالی مدیرعامل با حق الزحمه حسابرسی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۴(۱)، ۱۰۲-۸۱.
- نیکبخت، محمدرضا، سیدی، سیدعزیز و هاشم‌الحسینی، روزبه. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر ویژگی‌های هیأت مدیره بر عملکرد شرکت. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۲(۱)، ۲۷۰-۲۵۱.
- ولیان، حسن، عبدلی، محمدرضا و استادهاشمی، علی. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر حساسیت تجدید ساختار دارایی‌ها بر اهرم مالی هدف شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *راهبرد مدیریت مالی*، ۶(۱)، ۱۴۲-۱۱۵.
- Abbasian, S., Sefati, F. & Ghiavvand, A. (2016). **Investigating the impact of managing director and board features on profit management in companies acquired in Tehran Stock Exchange.** *International Conference on New Ideas in Management, Economics and Accounting*. (In Persian)
- Abdul Rahman, R., Wan, W. M. & Zaki, N. S. (2011). **A panel data analysis on the effects of independent directors characteristics, ethnicity and the level of risks on discretionary accruals in Malaysian manufacturing companies.** *AFAANZ Conference*.
- Adams, R. B., Almeida, H. & Ferreira, D. (2005). **Powerful CEOs and their impact on corporate performance.** *Review of Financial Studies*, 18(4), 1403-1432.
- Akhgar, M. O. & Zaheddoust H. (2018). **The effect of CEO influence on the relationship between firm performance and CEO turnover.** *Quarterly Financial Accounting Journal*, 10(39), 60-81. (In Persian)
- Ansari, A. & Karimi, M. (2008). **Examining financial criteria for assessing the performance of management in value creation for shareholders with emphasis on economic criteria.** *Journal of Accounting*, 23(5), 96-116. (In Persian)
- Baker, M. & Wurgler, J. (2002). **Market timing and capital structure.** *Journal of Finance*, 57(1), 1-32.
- Ben-David, I., Graham, J. & Harvey, C. R. (2013). **Managerial miscalibration.** *The Quarterly Journal of Economics*, 128(4), 1547-1584.
- Breit, E., Song, X., Sun, L. & Zhang, J. (2019). **CEO power and labor productivity.** *Accounting Research Journal*, 3(2), 148-165.
- 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(1), 107-120.
- Chava, S., Kumar, P. & Warga, A. (2010). **Managerial agency and bond covenants.** *Review of Financial Studies*, 23(3), 1120-1148.



- Christie, A. A. (1982). **The stochastic behavior of common stock variances: Value, leverage and interest rate effects.** *Journal of Financial Economics*, 10(4), 407-432.
- Cronqvist, H., Makhija, A. & Yonker, S. (2012). **Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage.** *Journal of Financial Economics*, 103(1), 20-40.
- Damoori, D. & Ghadakfroshan, M. (2018). **Financial policies and investment efficiency in the companies listed in tehran stock exchange.** *Financial Management Strategy*, 6(4), 157-175. (In Persian)
- Dwenger, N. & Steiner, V. (2014). **Financial leverage and corporate taxation: evidence from German corporate tax return data.** *International Tax and Public Finance*, 21(1), 1-28.
- Ebrahimi, K. & Ahmadi Moghaddam, M. (2014). **The effect of financial leverage and conditional conservatism on the inefficiency of investment in companies admitted to the Tehran Stock Exchange.** *Financial Accounting Quarterly*, 7(27), 102-120. (In Persian)
- Faizi, K. & Moghadasi, A. (2005). **Implications of decision support systems In decision making of managers.** *Management Studies in Development and Evolution*, 12(45), 139-161. (In Persian)
- Graham, J. R., Harvey, C. R. & Puri, M. (2013). **Managerial attitudes and corporate actions.** *Journal of Financial Economics*, 109(1), 103-121.
- Hackbarth, D. (2008). **Managerial traits and capital structure decisions.** *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(4), 843-882.
- Hermalin, B. E. & Weisbach, M. (1998). **Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO.** *American Economic Review*, 88(1), 96-118.
- Hu, M., Li, T. & Lin, C. T. (2018). **Managerial ability and corporate capital structure.** Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3106642>
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure.** *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Karimi, F. & Ashrafi, M. (2011). **Investigate relationship between corporate governance mechanisms and capital structure in tehran stock exchange.** *Financial Accounting Research*, 3(2), 79-92. (In Persian)
- karimi, K., Shahverdiani, S. & Naemifar, A. (2016). **The effect of financial leverage on the Company's operating liquidity (within the model GOEL).** *Financial Engineering and Management of Securities*, 8(32), 191-205. (In Persian)
- khodadadi, V., Aflatooni, A., Noruzi, M. & Mohebkhah, M. (2017). **Overinvestment, type of subsequent earning management and CEO tenure: Evidences from TSE.** *Accounting Knowledge*, 8(3), 203-225. (In Persian)
- Kohher, M. & Rahul, B. (2007). **Strategic assets, capital structure, and firm performance.** *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 4(3), 23-36.
- Korkeamäki, T., Liljebloom, E. & Pasternack, D. (2017). **CEO power and matching leverage preferences.** *Journal of Corporate Finance*, 45(1), 19-30.
- Lari Dasht Bayaz, M., & Oradi, J. (2017). **The investigation of the association between CEO tenure and financial expertise to audit fee.** *Quarterly Journal of Accounting and Auditing*, 24(1), 81-102. (In Persian)
- Liu, Y. & Jiraporn, P. (2015). **The effect of CEO power on bond ratings and yields.** *Journal of Empirical Finance*, 17(4), 744-762.
- McClelland, P. L., Barkerm. M., Vincent, L. & Won-Yang. O. (2012). **CEO career horizon and tenure: Future performance implications under different contingencies.** *Journal of Business Research*, 65(9), 1387-1393.

- Miller, M. (1977). Debt and taxes. *Journal of Finance*, 32(2), 261-275.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958). **The cost of capital, corporation finance and the theory of investment.** *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Myers, S. & Majluf, N. (1984). **Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have.** *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Myers, S. C. (1984). **The capital structure puzzle.** *Journal of Finance*, 39(3), 575- 592.
- Nikbakht, M., Seyedi, A. & Hashemalhosseini, R. (2010). **Investigating the effect of board performance on company performance.** *Journal of Accounting Progress*, 2(1), 251-270. (In Persian)
- Poorghaz, A. & Mohammadi, A. (2011). **A study of relationship between managers sources of power and personality characteristics of staff entrepreneurship (A case study in Melli Bank).** *Management Researches*, 4(12), 111-130. (In Persian)
- Pourheidari, O. & Forughi, A. (2019). **Effect of management influence on disclosure quality of accounting information.** *Empirical Studies in Financial Accounting*, 16(61), 27-35. (In Persian)
- Rahimi, A. & Forughi, A. (2019). **Control mechanisms, CEO power and firm value.** *Accounting Advances*, 11(2), 151-152. (In Persian)
- Razani, S. & Soleimany Amiri, G. (2020). **Investigation of financial factors affecting the growth of listed companies.** *Financial Management Strategy*, 9(3), 0-0. (In Persian)
- Saedi, R. & Rezaein, V. (2019). **The effect of the manager's excessive self-confidence on stock returns and unsystematic stock risk given the dual role of managing director: Evidence from tehran stock exchange.** *Financial Research Journal*, 21(1), 79-100. (In Persian)
- Shahaba, Y., Ntimb, C. G., Ullaha, F., Yugangc, C. & Ye, Z. (2020). **CEO power and stock price crash risk in China: Do female directors' critical mass and ownership structure matter?.** *International Review of Financial Analysis*, 68(1), 17-32..
- Sheikh, S. (2018). **The impact of market competition on the relation between CEO power and firm innovation.** *Journal of Multinational Financial Management*, 44(1), 36-50.
- Sheikh, S. (2019). **An examination of the dimensions of CEO power and corporate social responsibility.** *Review of Accounting and Finance*, 18(2), 221-244.
- Taherinia, M., Jafari, M. & Hasanwand, A. (2020). **Investigating the effect of financial decentralization on the relationship between financial leverage and cautious financial reporting in companies admitted to tehran stock exchange.** *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 13(45), 65-80. (In Persian)
- Valiyan, H., Abdoli, M. & Ostadhashemi, A. (2018). **The effect of corporate asset restructuring sensitivity on the target leverage of companies listed in Tehran Stock Exchange.** *Financial Management Strategy*, 6(1), 115-142. (In Persian)

