

## تأثیر قدرت مدیر عامل بر سیاست‌های تأمین مالی

علی تامرادی<sup>۱\*</sup>، رضا رستمی‌نیا<sup>۲</sup> و فاطمه خیاطان<sup>۳</sup>

۱ مدرس گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، واحد رامهرمز، رامهرمز، ایران (نویسنده مسئول)

۲ مربی گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد شوشتر، شوشتر، ایران

۳ کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بین‌المللی خرمشهر - خلیج فارس، خرمشهر، ایران

### چکیده

از آنجاکه قدرت مدیر عامل، تصمیمات تأمین مالی و نتایج عملیات شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد، در ادبیات پژوهشی اخیر توجه قابل ملاحظه‌ای را به خود جلب کرده است. این پژوهش به بررسی تأثیرات قدرت مدیر عامل بر سیاست‌های تأمین مالی با استفاده از رویکرد رگرسیون آستانه‌ای هانسن می‌پردازد. به همین منظور ۱۵۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ مورد بررسی قرار گرفت. تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها توسط نرم‌افزار آماری ایویوز و به کمک رگرسیون آستانه‌ای هانسن با رویکرد داده‌های تلفیقی و در سطوح معناداری ۵ درصد انجام شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه تحقیق حاکی از آن است که در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، قدرت مدیر عامل بر سیاست تأمین مالی، تأثیر آستانه‌ای دارد و در شرکت‌ها با قدرت مدیریت پایین، قدرت مدیر عامل تأثیر مثبت بر ساختار بدهی دارد، ولی در شرکت با قدرت مدیریت بالا، قدرت مدیر عامل تأثیر منفی بر ساختار بدهی دارد. لذا می‌توان بیان کرد قدرت مدیر عامل بر سیاست بدهی یک تأثیر غیرخطی آستانه‌ای "U شکل معکوس" دارد.

واژه‌های کلیدی: قدرت مدیر عامل، سیاست‌های تأمین مالی، رویکرد رگرسیون هانسن.

## ۱. مقدمه

محیط متحول و متغیر کنونی درجه‌بندی شرکت‌ها را از لحاظ اعتباری به ساختار سرمایه آنها منوط ساخته‌است. این امر برنامه‌ریزی استراتژیک آنها را بعنوان منابع مؤثر بر هدف حداکثرسازی ثروت سهامداران نزدیک کرده‌است. به طور کلی ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها از دو بخش تشکیل گردیده‌است: نخست میزان سرمایه‌ی مورد نیاز و دوم ترکیب منابع تأمین مالی. وام و سهام دو گونه‌ی اصلی شکل دهنده‌ی ساختار سرمایه محسوب می‌شوند. با توجه به منابع تأمین مالی، شرکت‌ها دارای بازده و ریسک متفاوتی در عرصه‌ی بازارهای تأمین سرمایه هستند. بنابراین تصمیمات مربوط به تأمین مالی نقش مؤثری در کارایی و اعتبار شرکت‌ها خواهد داشت (داریوانی و همکاران، ۱۳۹۴). از سوی دیگر مدیران به ویژه مدیرعامل نقش مهمی را در اداره شرکت ایفا می‌کند، زیرا موفقیت و شکست بسیاری از شرکت‌ها در گرو تصمیم‌گیری مدیران است. مدیر در نقش رهبر بر عملکرد گروهی تأثیر بسزایی دارد و به عنوان یک رکن اساسی در پیشبرد اهداف شرکت مطرح است. بدون شک قدرت یکی از ابزارهایی است که با آن مدیران می‌توانند با استفاده از آن در سیاست‌ها و تصمیم‌های راهبردی شرکت اعمال نفوذ نمایند. در واقع قدرت، ویژگی اساسی نقش یک مدیر بوده و زمینه اثربخشی او را در شرکت فراهم سازد (مونیر و همکاران، ۲۰۱۷).

قدرت مدیریتی مدیرعامل به دلیل مسائل و موضوعات با تأثیر خاص برای سیاست‌های تأمین مالی شرکت و مدیریت سرمایه‌گذاری در ادبیات پژوهشی توجهات زیادی را خود معطوف ساخته است. دلیل تأثیر قدرت مدیر عامل بر سیاست‌های تأمین مالی، ریشه در نظریه نمایندگی دارد. شواهد نظریه کارگزاری نشان می‌دهد مدیر در راستای منافع شخصی خود عمل می‌کند و منافع خود را بر منافع دیگران (سهامداران) مقدم می‌شناسد. دلیل وقوع چنین رفتاری از سوی مدیر، قدرت و اختیار تصمیم‌گیری است که از سوی مالکان به وی تفویض شده است (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). از آنجایی که مالکان نمی‌توانند بر هر تصمیم مدیر نظارت داشته باشند و مدیران در پیگیری منافع خود آزادی عمل دارند. از این رو، مدیر در مدت تصدی خود ممکن است استراتژی‌هایی را انتخاب نماید که بیشترین منافع را برای خود داشته باشد. این موضوع مشکلی به نام مشکل نمایندگی به وجود می‌آورد (لئو، ۲۰۱۷). مطابق با ادبیات نوین تأمین مالی نیز، مشکلات نمایندگی به عنوان یکی از عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه شرکت‌ها محسوب می‌شود. همچنین، تصمیمات تأمین مالی، به عنوان یکی از تصمیمات استراتژیک در اداره‌ی شرکت‌ها، تحت تأثیر قدرت مدیر عامل قرار دارد (مونیر و همکاران، ۲۰۱۷).

در راستای نظریه نمایندگی، مطالعات اخیر شروع به تمرکز بر ممکن بودن رابطه استانه‌ای بین قدرت مدیرعامل و سیاست تأمین مالی کرده‌اند. با این وجود ادبیات پژوهشی در رابطه با این موضوع نادر بوده و غالباً به مطالعات در کشورهای غربی محدود شده است. در واقع یک شکاف در ادبیات در این خصوص وجود دارد و این تحقیق تلاش می‌کند تا این خلاء و شکاف را با بکارگیری داده‌های بدست آمده از بازار بورس اوراق بهادار ایران پر کند. هدف ما بطور خاص بررسی نحوه تأثیرگذاری توان و قدرت تصمیم‌گیری مدیران عامل بر سیاست‌های تأمین مالی با استفاده از رویکرد استانه‌ای در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

## ۲. مبانی نظری پژوهش

قدیمی‌ترین نظریه ساختار سرمایه را می‌توان به سال ۱۹۵۸ نسبت داد یعنی زمانی که مودیگلیانی و میلر<sup>۱</sup> استدلال کردند که ساختار سرمایه با فرض بازارهای سرمایه کامل ارتباطی ندارند. از آن زمان، نظریه‌های متفاوتی برای توضیح نواقص بازار سرمایه و تفاوت‌ها تصمیم‌گیری انتخاب‌های ساختار سرمایه شرکت‌های بزرگ ارائه شده است. از لحاظ تئوری، اینکه چرا هزینه‌های نمایندگی در برخی شرکت‌ها به اهرم مالی بالا و یا اهرم مالی پایین منجر می‌شود بی نتیجه ماند. از یک طرف شرکت‌ها ممکن است نسبت بدهی بالا را به دلیل اینکه بدهی به عنوان یک مکانیزم حاکمیت شرکتی جایگزین برای کاهش هزینه‌های نمایندگی از طریق کاستن دسترس پذیری مدیران اجرایی به جریان نقدی آزد را بکارگیرند (مهران و همکاران، ۱۹۹۹). علاوه بر این استفاده بیشتر از بدهی‌ها در ساختار سرمایه‌ی شرکت، از طریق کاهش نیاز به تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام، باعث کاهش تعارضات و تضاد منافع بین مدیران و سهامداران می‌شود (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). در مقابل مدیران اجرایی ممکن است برای دستیابی به منافع شخصی از جمله حفظ فرصت طلبی مدیریتی و استفاده آزادانه از جریان

نقدی آزاد به دنبال نسبت اهرمی پایین باشند. آدامز و همکاران<sup>[۲۰۰۵]</sup> استدلال کردند که در برخی از شرکت‌ها، مدیرعامل تصمیمات اصلی و عمده را اتخاذ می‌کند در حالی که در شرکت‌های دیگر تصمیمات به صورت روشن در نتیجه اجماع و توافق نظر مدیران ارشد است. اگر افراد مختلف دارای نظرات متفاوت باشند، سپس توزیع قدرت تصمیم‌گیری در داخل شرکت‌ها می‌تواند تصمیم‌گیری‌ها را تحت الشعاع قرار دهد. براساس این ایده‌ها، مطالعات قبلی فرضیه‌ای را راجع به نحوه تاثیر تسلط مدیرعامل در میان مدیران ارشد بر انتخاب‌های ساختار سرمایه شرکت ایجاد و توسعه داده‌اند به طوری که در تلاشند تا ساختار سرمایه شرکت را براساس درجه قدرت تصمیم‌گیری مدیر عامل توصیف می‌کنند.

چنین نتایج متناقضی این فرضیه را القا می‌کنند که قدرت مدیرعامل نقش مهمی را در تاثیرگذاری بر سیاست‌های تامین مالی بازی می‌کند و می‌تواند با نسبت بدهی شرکت هم ارتباط مثبت و یا هم ارتباط منفی داشته باشد. به عبارت دیگر شرکت‌ها با مدیران عامل توانمند تمایل به استفاده از مقادیر بدهی بالای برای کاهش هزینه‌های نمایندگی دارند. با این حال با رشد و افزایش قدرت مدیران عامل به سطحی بالاتر از یک حد آستانه، شرکت‌ها ممکن است نسبت بدهی را که پایین‌تر از میزان بهینه است بپذیرند چراکه مدیران عامل با ثبات می‌توانند ساختار سرمایه را به نفع تامین منافع شخصی دستکاری کنند (لی و همکاران<sup>[۲۰۱۶]</sup>).

در راستای این فرضیه، مطالعات اخیر شروع به تمرکز بر ممکن بودن رابطه آستانه‌ای بین قدرت مدیرعامل و سیاست تامین مالی کرده‌اند. برای مثال چینتراکارن و همکاران<sup>[۲۰۱۴]</sup> با استفاده از یک نمونه از شرکت‌های آمریکایی غیرمالی، به یک رابطه آستانه‌ای بین قدرت مدیرعامل و اهرم مالی پی بردند. مونیرو و همکاران (۲۰۱۷) نیز در تحقیق خود نشان دادند که قدرت مدیر عامل بر سیاست‌های تامین مالی شرکت‌های چینی تاثیر آستانه‌ای دارد و در رتبه‌های پایین قدرت مدیر عامل تاثیرات بر سیاست‌های تامین مالی مثبت و در رتبه‌های بالا قدرت مدیر عامل بر سیاست‌های تامین مالی تاثیرات منفی دارد. گرچه این نتایج در کشورهای غربی با کشورهای غیرغربی نیز معتبر است، فرهنگ متمایز و ویژگی‌های نهادی و بازاری می‌توانند به تفاوت‌های معنی دار و قابل توجهی بینجامد.

### ۳. پیشینه پژوهش

مونیر و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی رابطه قدرت مدیر عامل و سیاست تامین مالی با استفاده از رویکرد آستانه‌ای هانسن پرداختند. نمونه تحقیق شامل ۲۹۷ شرکت چینی طی سال‌های ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۲ استفاده شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق نشان می‌دهد که قدرت مدیر عامل بر سیاست‌های تامین مالی شرکت‌های چینی تاثیر آستانه‌ای دارد و در رتبه‌های پایین قدرت مدیر عامل تاثیرات بر سیاست‌های تامین مالی مثبت و در رتبه‌های بالا قدرت مدیر عامل بر سیاست‌های تامین مالی تاثیرات منفی دارد.

لئو (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی تاثیر قدرت مدیر عامل بر ساختار سرمایه شرکت پرداخت. در این پژوهش از اطلاعات ۲۱۳ شرکت چینی طی دوره زمانی سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۲ استفاده شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق نشان می‌دهد که قدرت مدیریتی تاثیر معناداری بر روی اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار چین ندارد. لی و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی رابطه غیر خطی بین قدرت مدیر عامل و ساختار سرمایه پرداختند. در این پژوهش از اطلاعات ۲۹۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار چین طی سال‌های ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۳ استفاده شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیات تحقیق نشان داد یک رابطه غیر خطی قوی بین قدرت مدیر عامل و ساختار سرمایه شرکت‌ها وجود دارد.

لئو (۲۰۱۵) در پژوهشی به تحت عنوان "قدرت مدیر عامل شرکت، ساختار مالکیت و عملکرد پرداخت در بانکداری چین" تاثیر قدرت مدیر عامل و ساختار مالکیت بر عملکرد پرداخت را مورد بررسی قرار داد. در این پژوهش از اطلاعات بانک‌های چین طی سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۲ استفاده شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق نشان می‌دهد بین قدرت مدیر عامل و پرداختی به مدیر عامل رابطه معناداری وجود ندارد. اما نتایج حاصل از آزمون فرضیات نشان می‌دهد تمرکز مالکیت تاثیر معناداری بر عملکرد پرداخت دارد.

چینتراکارن و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهشی به بررسی تاثیر قدرت مدیر عامل بر ساختار سرمایه پرداختند. در این پژوهش با استفاده از یک نمونه (۱۲۸۹۵ سال- شرکت) از اطلاعات مالی شرکت‌های آمریکایی طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۲۰۱۰، به یک رابطه منحنی شکل بین قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه پی بردند.

ال مک لیلند و همکاران<sup>□□</sup> (۲۰۱۳) به بررسی افق حرفه ای و دوره تصدی مدیرعامل بر روی عملکرد آینده شرکت پرداختند. آن‌ها معتقد بودند که مدیرعامل با افق حرفه ای کوتاه مدت (این متغیر با استفاده از سن آنها اندازه گیری شده است) استراتژی ریسک‌گریزی را استفاده خواهد کرد که این به طور متوسط باعث تاثیر منفی بر روی عملکرد آینده شرکت می‌شود. علاوه بر این آنها اعتقاد داشتند که سطح مالکیت بالای مدیرعامل به دلیل قدرت همراه آن، این رابطه را تشدید می‌کند. افزایش دوره تصدی مدیریت با استفاده از این پارادایم به عملکرد آینده شرکت به خصوص در صنایع پویا آسیب وارد می‌کند. به هر حال ممکن است این پارادایم در شرکت‌های ایستا باعث تاثیر منفی بر روی عملکرد نشود. با استفاده از نمونه ای مشتمل بر ۵۱۱ شرکت، از شرکت‌های مستقر در ایالات متحده آمریکا، آنها از مفروضات خود دفاع کردند.

آنتیا و همکاران<sup>□</sup> (۲۰۱۲) به بررسی این موضوع پرداختند که افق تصمیم‌گیری کوتاه مدت مدیرعامل با بیشتر شدن هزینه‌های نمایندگی، کاهش ارزش شرکت و سطح بالاتر ریسک اطلاعاتی در ارتباط می‌باشد. این نتایج با این دیدگاه مطابقت دارد که افق تصمیم‌گیری کوتاه مدت مدیرعامل باعث می‌شود سرمایه‌گذاری‌هایی در ارجحیت قرار گیرد که دارای بازده سریعتر می‌باشد و از سرمایه‌گذاری‌هایی که باعث ایجاد ارزش‌های بلند مدت می‌شود چشم‌پوشی خواهد شد.

شیر غلامی و صادق زاده (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت پرداختند. در این پژوهش از اطلاعات ۹۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ استفاده شده است. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیون چند متغیره بهره گرفته شده است؛ نتایج آزمون فرضیه‌ی پژوهش نشان می‌دهد در شرکتهایی که عملکرد پایینی دارند، رابطه منفی و معناداری بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌ها وجود دارد.

کاظمی نوجه ده و نونهال نهر (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی تاثیر مالکیت مدیر عامل بر رابطه بین قدرت سهامداران و مدیریت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش، داده‌های مربوط به ۱۱۲ شرکت، برای دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۹۲، با استفاده از مدل رگرسیون چند متغیره داده‌های تابلویی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. یافته‌های این پژوهش بیانگر آن است که مالیکت مدیر عامل بر رابطه بین قدرت سهامداران و مدیریت سود، تاثیر ندارد.

خلیفه شریفی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر هزینه‌های نمایندگی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل آماری فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که ساختار سرمایه و نسبت گردش داراییها معیار معکوس هزینه‌های نمایندگی رابطه منفی و معنادار وجود دارد. همچنین بین ساختار سرمایه با نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش نسبت هزینه‌های اداری و عمومی به فروش نوسانات سود عملیاتی و نوسانات سود خالص رابطه ای منفی و معنادار مشاهده شد.

غنی زاده (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تاثیر قدرت مدیر عامل به عنوان متغیر مستقل بر رابطه بین ویژگی‌های هیات مدیره و عملکرد شرکت پرداخت. در این پژوهش اطلاعات مربوط به تعداد ۱۳۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۸۹ مورد بررسی قرار گرفته است. بنابر نتایج به دست آمده در این تحقیق رابطه معکوسی میان عملکرد شرکت و استقلال هیأت مدیره وجود دارد، قدرت مدیرعامل باعث تشدید رابطه بین عملکرد شرکت و استقلال هیأت مدیره نمی‌شود، رابطه مستقیم میان عملکرد شرکت و اندازه هیأت مدیره وجود دارد بطوری که با بهبود عملکرد شرکت‌ها اندازه هیأت مدیره آن‌ها افزایش می‌یابد و همچنین قدرت مدیرعامل باعث تقویت و تشدید رابطه بین عملکرد شرکت و اندازه هیأت مدیره می‌شود.

مقدم و مومنی یانسری (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی تأثیر برخی ویژگی‌های نظام راهبری شرکت بر تصمیم‌های ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. بدین منظور تعداد ۹۰ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۸۳ به‌عنوان نمونه آماری تحقیق انتخاب گردید. در این مطالعه اندازه هیئت مدیره، دوگانگی مسئولیت مدیر عامل و درصد مدیران غیر موظف هیئت مدیره به‌عنوان متغیرهای مستقل و نسبت بدهی (معیار ساختار سرمایه) به‌عنوان متغیر وابسته در قالب مدل رگرسیونی چندگانه مبتنی بر داده‌های تابلویی مورد آزمون تجربی قرار گرفتند. نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه‌ها حاکی از آن است که در شرکت‌هایی که وظایف ریاست هیئت مدیره و مدیر عامل از یکدیگر تفکیک شده و همچنین شرکت‌های با تعداد اعضای هیئت مدیره کمتر، تمایل بکارگیری بدهی افزایش می‌یابد. در حالیکه هیچ رابطه معناداری میان نسبت مدیران غیر موظف هیئت مدیره و ساختار سرمایه یافت نشد.

رسائیان (۱۳۸۹) در پژوهشی به بررسی تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. بدین منظور، نود مورد از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۸۱، به‌عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شدند. در این پژوهش، اندازه هیئت‌مدیره، دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و درصد مدیران غیرموظف هیئت‌مدیره به‌عنوان متغیرهای مستقل و نسبت بدهی (معیار ساختار سرمایه) به‌عنوان متغیر وابسته مورد بررسی قرار گرفته‌اند. به منظور آزمون فرضیه‌ها، یک مدل رگرسیون چندمتغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی برآزش گردید. نتایج نشان می‌دهد در شرکت‌هایی که وظایف رئیس هیئت‌مدیره و مدیرعامل از یکدیگر تفکیک نشده است و نیز در شرکت‌های با تعداد کمتر اعضای هیئت‌مدیره، میزان استفاده از بدهی افزایش می‌یابد. در حالی که، هیچ رابطه معناداری میان نسبت مدیران غیرموظف هیئت‌مدیره و ساختار سرمایه یافت نشد.

#### ۱-۴. فرضیه‌های پژوهش

**فرضیه پژوهش:** قدرت مدیر عامل بر سیاست‌های تامین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر استانه‌ای دارد.

#### ۵. روش پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش‌های کمی است که از روش علمی ساخت و اثبات تجربی استفاده می‌کند، و بر اساس فرضیه و طرح پژوهش از قبل تعیین شده انجام می‌شود. از این دسته پژوهش‌ها زمانی استفاده می‌شود که معیار اندازه‌گیری داده‌ها کمی است، و برای استخراج نتیجه‌ها از فن‌های آماری استفاده می‌شود (نمازی، ۱۳۸۲). به منظور جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. در خصوص جمع‌آوری اطلاعات مربوط به بخش مبانی نظری و پیشینه پژوهش از کتب، مجلات و سایت‌های تخصصی فارسی و لاتین استفاده شده است. اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها نیز از طریق نرم‌افزار تدبیر پرداز و سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار گردآوری شده‌اند. در نهایت داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار اکسل آماده و سپس با استفاده از نرم‌افزار ۹ Eviews تجزیه و تحلیل نهایی انجام گرفته است.

#### ۲-۶. ۱. متغیرهای پژوهش

#### ۲-۱-۶. ۱. ۱. متغیر مستقل

#### قدرت مدیر عامل (Power)

در این تحقیق برای اندازه‌گیری قدرت مدیرعامل از برآیند چهار عامل زیر مشابه پژوهش آدامز و همکاران (۲۰۰۵) و کو (۲۰۱۵) استفاده می‌کنیم.

۱. دوره تصدی مدیرعامل: اگر دوره تصدی مدیرعامل، بیش از سه سال باشد، از عدد یک و اگر سه سال و یا کمتر از سه سال باشد، از عدد صفر استفاده می‌شود.

۲. دوگانگی نقش مدیرعامل: اگر مدیرعامل، رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره باشد، از عدد یک و برعکس چنانچه رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره نباشد، از عدد صفر استفاده می‌شود.

۳. مالکیت مدیرعامل: اگر مالکیت سهامی برای مدیرعامل شرکت وجود داشته باشد از عدد یک و در صورتی که مالکیت سهامی برای مدیرعامل وجود نداشته باشد از عدد صفر استفاده می‌شود.

۴. نفوذ مدیرعامل: اگر مدیر عامل تنها عضو موظف هیئت مدیره باشد از عدد یک و در صورتی که مدیر عامل تنها عضو موظف هیئت مدیره نباشد از عدد صفر استفاده می‌شود.

با توجه به مطالب فوق، قدرت مدیرعامل را مجموع چهار عامل فوق برای هر شرکت در سال مورد نظر تعیین می‌کند. بنابراین قدرت مدیرعامل برای هر شرکت در هر سال عددی است بین صفر تا چهار. در شرکتی که مجموع عوامل صفر باشد قدرت مدیرعامل بسیار کم و در شرکتی که مجموع عوامل چهار باشد قدرت مدیرعامل بسیار زیاد خواهد بود.

۲-۲-۶. ۱. ۲. متغیرهای وابسته

### نسبت بدهی (DEBT)

این نسبت نشان می‌دهد که چه مقدار از دارایی‌های شرکت از طریق بدهی و استقراض تامین شده است. از جمع مقدار کل بدهی‌های شرکت تقسیم بر جمع کل دارایی‌های شرکت در سال مورد نظر بدست می‌آید.  
رابطه (۲)

$$DEBT = \text{Total Debt} / \text{Total Assets}$$

که در آن DEBT نسبت بدهی، Total Debt کل بدهی‌ها و Total Assets کل دارایی‌ها می‌باشد. این متغیر در تحقیقات لی و همکاران (۲۰۱۶) و لئو (۲۰۱۷) با همین عنوان به کار رفته است.

۲-۳-۶. ۱. ۳. متغیرهای کنترلی

### اندازه شرکت (FS)

برای تعیین اندازه شرکت از لگاریتم دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی استفاده می‌شود. این متغیر در تحقیقات لی و همکاران (۲۰۱۶) و لئو (۲۰۱۷) با همین عنوان به کار رفته است.

### نرخ موثر مالیاتی (ETR)

نرخ موثر مالیاتی از نسبت هزینه مالیات سالانه به درآمد پیش از کسر مالیات شرکت قابل اندازه گیری است. این متغیر در تحقیقات لی و همکاران (۲۰۱۶) و مونیر و همکاران (۲۰۱۷) با همین عنوان به کار رفته است.

### نسبت دارایی‌های ثابت (TANG)

این متغیر از نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌های شرکت قابل اندازه گیری است. این متغیر در تحقیقات لی و همکاران (۲۰۱۶) و مونیر و همکاران (۲۰۱۷) با همین عنوان به کار رفته است.

### استقلال هیئت مدیره (IB)

استقلال هیئت مدیره از تقسیم تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضای موظف و غیر موظف هیئت مدیره به دست می‌آید. اعضای غیرموظف سمت اجرایی در شرکت ندارند. این متغیر در تحقیقات لی و همکاران (۲۰۱۶) با همین عنوان به کار رفته است.

### اندازه هیئت مدیره (BS)

در این تحقیق برای اندازه گیری اندازه هیئت مدیره از مجموع تعداد مدیران (اعم از موظف و غیرموظف) که عضو هیئت مدیره هستند استفاده می‌شود. این متغیر در تحقیقات لی و همکاران (۲۰۱۶) با همین عنوان به کار رفته است.

۲-۴-۶. ۲. الگوی پژوهش

۲-۵- جهت آزمون فرضیه تحقیق به ترتیب از مدل‌های رگرسیون چند متغیره زیر استفاده خواهد شد.

مدل (۱)

$$DEBT_{it} = \beta_0 + \beta_1 POWER_{it} + \beta_2 FS_{it} + \beta_3 ETR_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 IB_{it} + \beta_6 BS_{it} + \mu_{it}$$

۳- که در مدل فوق الذکر: **DEBT**: نسبت بدهی (متغیر وابسته)، **POWER**: قدرت مدیر عامل (متغیر مستقل)، **FS**: اندازه شرکت، **ETR**: نرخ موثر مالیاتی، **TANG**: نسبت دارایی‌های ثابت، **IB**: استقلال هیئت مدیره و **BS**: اندازه هیئت مدیره (متغیرهای کنترلی) می‌باشند.

۴- ۳، ۶. جامعه آماری و نمونه پژوهش

جامعه آماری پژوهش حاضر کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۵ است. در پژوهش حاضر از نمونه‌گیری آماری استفاده نشده است اما شرکت‌های مورد بررسی بر اساس محدودیت‌های زیر انتخاب شده‌اند:

۱. سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه و در بازه زمانی مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند. تا شاخص‌های محاسبه‌شده در پایان سال مالی دارای تطابق زمانی لازم باشند.
  ۲. به دلیل تفاوت نوع فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، هلدینگ، بانک و لیزینگ این شرکت‌ها از نمونه خارج شده‌اند.
  ۳. اطلاعات مالی مورد نیاز به منظور استخراج داده‌ها در دسترس باشد.
- با توجه به شرایط و اعمال محدودیت‌های یاد شده، تعداد ۱۵۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۵ به‌عنوان نمونه انتخاب شده است.

## ۷. یافته‌های پژوهش

### ۷.۱. آمار توصیفی

آماره‌های توصیفی در جدول ۱ نشان داده شده است. میانگین متغیر وابسته یعنی نسبت بدهی (تامین مالی) ۰،۶۰ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی می‌باشد که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همانطور که مشاهده می‌شود میانه این متغیر نیز ۰،۶۴ می‌باشد که نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند.

جدول (۱): آماره‌های توصیفی پژوهش

شرح	میانگین	میانه	میانه	حداقل	انحراف معیار
نسبت بدهی	۰،۶۰	۰،۶۴	۰،۷۹	۰،۱۰	۰،۱۶
قدرت مدیرعامل	۲،۲۴	۲	۴	۱	۰،۰۳
اندازه شرکت	۵،۹۴	۵،۸۸	۷،۹۱	۴،۴۷	۰،۷۵
نرخ موثر مالیاتی	۰،۱۸	۰،۱۷	۰،۵۵	۰،۲۳	۰،۱۳
نسبت دارایی ثابت	۰،۳۱	۰،۲۶	۰،۸۵	۰،۰۲	۰،۱۷
استقلال هیئت مدیره	۰،۴۸	۰،۴۰	۰،۶	۰،۲۰	۰،۲۰
اندازه هیئت مدیره	۵،۱۲	۵	۷	۵	۰،۴۸

۵- ۲، ۷. تخمین مقدار آستانه

همان‌طور که در جدول زیر مشاهده می‌شود، مجموع مجزورات باقیمانده‌ها هنگامی که مقدار ۱،۶۱۸ بدست آمده، حداقل مقدار ممکن را به خود اختصاص داده است. چان (۱۹۹۳)، نشان می‌دهد که در صورت نامعلوم بودن پارامتر آستانه‌ای،

می‌توان با حداکثر کردن ضریب تعیین ( $R^2$ ) یا حداقل کردن مجموع مجدورات باقیمانده‌ها تخمین‌های سازگار از پارامتر آستانه‌ای بدست آورد.

جدول (۲): نتایج آزمون تعیین آستانه

شرح	ضریب	تی استیودنت	سطح خطا	مقدار آستانه	سطح خطای آستانه
قدرت مدیرعامل	۰,۲۳	۴۷,۷۰	۰,۰۰	۱,۶۱۸	۰,۰۰

پس معادله‌ی اصلی مدل به صورت زیر خواهد بود:

مدل (۲)

$$DEBT_{it} = \mu_i + \beta_1'POWER_{it} + \beta_2'POWER_{it} I(POWER_{it} \leq 1.618) + \beta_3'POWER_{it} I(POWER_{it} > 1.618) + \beta_4 FS_{it} + \beta_5 ETR_{it} + \beta_6 TANG_{it} + \beta_7 IB_{it} + \beta_8 BS_{it} + e_{it}$$

رابطه‌ی بالا نمایانگر آن است که مقدار ۱,۶۱۸ مقداری است که نمونه را به دو گروه شرکت‌های مدیرعامل با قدرت بالا و مدیرعامل با قدرت پایین تقسیم خواهد کرد. مدیریت دارای قدرت بالا، مدیرانی هستند که قدرت آنها بیش از ۱,۶۱۸ می‌باشد (یعنی مجموع ۴ معیار اندازه‌گیری قدرت مدیرعامل حداقل ۱,۶۱۸ باشد) و در مقابل مدیرانی که عدد قدرت آنها کمتر از ۱,۶۱۸ می‌باشد، در گروه مدیران دارای قدرت پایین طبقه‌بندی شده‌اند.

۶-۳.۷. آزمون فرضیه‌های پژوهش

به طور کلی در این پژوهش از اثرات آستانه‌ای در داده‌های ترکیبی با روش تلفیقی استفاده نمودیم. مقدار آستانه ۰,۶۱۸ برآورد گردید و بر اساس آن قدرت مدیرعامل بر ساختار سرمایه اثر دوگانه‌ای خواهد داشت. به منظور رفع مشکلات ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی از رگرسیون وزنی به صورت رگرسیون به ظاهر نامرتب مقطعی استفاده شده است. نتایج بدست آمده از تخمین مدل در جدول زیر آمده است:

جدول (۳): نتایج برآورد الگوی آستانه‌ای

POWER < 1,618			POWER > 1,618			شرح
سطح خطا	تی استیودنت	ضریب	سطح خطا	تی استیودنت	ضریب	
۰,۰۰	۶,۳۰	۰,۸۸	۰,۰۰	۷,۸۲	۰,۶۷	$\mu$
۰,۰۰	۳,۱۶	۰,۱۰	۰,۰۰	-۲,۷۵	-۰,۰۷	POWER
۰,۰۱	-۲,۴۵	-۰,۰۲	۰,۰۰	-۲,۸۵	-۰,۰۴	FS
۰,۰۲	۲,۲۳	۰,۱۶	۰,۰۱	۲,۴۱	۰,۱۷	ETR
۰,۰۳	-۲,۱۱	-۰,۰۱	۰,۰۴	-۲,۱۰	-۰,۰۲	TANG
۰,۰۲	-۲,۳۳	-۰,۰۱	۰,۰۰	-۳,۹۰	-۰,۰۳	IB
۰,۰۰	-۲,۷۳	-۰,۰۱	۰,۰۰	-۳,۳۳	-۰,۰۲	BS
۰,۵۹۱			ضریب تعیین تعدیل شده			
(۰,۰۰۰۰)			۱۹۸,۱۲۵			آماره F (سطح خطا)
			۲,۱۱			دوربین واتسون

همان طوری که در جدول فوق مشاهده می‌شود سطح معناداری آماره فیشر (۱۹۸,۱۲۵) در سطح ۵ درصد حاکی از معناداری کلی مدل برآورد شده است. مقدار آماره دوربین واتسون (۲,۱۱) حاکی از عدم وجود مشکل خودهمبستگی سریالی



مرتب اول در اجزای اخلاص مدل برآورد شده است، لذا نتایج مدل برآورد شده کاذب نیست و تخمین مدل قابل اتکاست (نرمال آن باید بین ۱،۵ تا ۲،۵ باشد). علاوه بر این ضریب تعیین تعدیل شده ( $R^2$ ) ۰،۵۹ است. این عدد نشان می‌دهد که تقریباً ۰،۵۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته را می‌توان به متغیرهای مستقل و کنترلی نسبت داد و ۰،۴۱ درصد دیگر ناشی از سایر عوامل بوده که از دسترس محقق خارج می‌باشد. هر چه مقدار این شاخص بزرگتر باشد پراکندگی نقاط حول خط رگرسیون بیشتر خواهد بود.

علامت حاصل از اثر قدرت مدیرعامل در دو حالت کمتر از حد آستانه و بیشتر از آن متفاوت می‌باشد. به این صورت که مقدار آستانه‌ی تخمین زده شده، تأثیر قدرت مدیرعامل را بر سیاست‌های تامین مالی در دو گروه مختلف، به صورت متفاوت در نظر می‌گیرد. افزایش قدرت مدیرعامل تا قبل از حد آستانه ۱،۶۱۸ منجر به افزایش سیاست‌های تامین مالی (ساختار بدهی) می‌شود اما با افزایش قدرت مدیرعامل و عبور از حد آستانه ۱،۶۱۸ افزایش قدرت مدیرعامل اثری منفی بر ساختار بدهی خواهد داشت. بنابراین، ارتباط غیرخطی بین قدرت مدیرعامل و ساختار بدهی مبین آن است که در شرکت‌های با قدرت مدیریت پایین، قدرت مدیریت اثر مثبت بر ساختار بدهی دارد، ولی در شرکت با قدرت مدیریت بزرگ، قدرت مدیریت اثر منفی بر ساختار بدهی دارد. لذا می‌توان بیان نمود که قدرت مدیر عامل بر سیاست‌های تامین مالی شرکت های ایرانی تأثیر آستانه‌ای دارد و قدرت مدیر عامل در رتبه های پایین بر سیاست‌های تامین مالی تأثیر مثبت و در رتبه های بالا قدرت مدیر عامل بر سیاست‌های تامین مالی تأثیرات منفی دارد.

#### ۸. بحث و نتیجه‌گیری

در فرضیه پژوهش تأثیر آستانه‌ای قدرت مدیر عامل بر سیاست‌های تامین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد توجه و بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش نشان می‌دهد که قدرت مدیر عامل بر سیاست‌های تامین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر آستانه‌ای دارد و فرضیه پژوهش پذیرفته می‌شود. این بدان معناست که رابطه غیرخطی بین قدرت مدیر عامل و اهرم مالی وجود دارد به گونه ای که تا یک حد خاصی (نقطه بهینه) قدرت مدیر عامل شرکت باعث افزایش سطح بدهی می‌شود اما بعد از آن این رابطه منفی می‌شود و لذا می‌توان بیان کرد قدرت مدیر عامل بر سیاست بدهی یک تأثیر غیرخطی آستانه‌ای "U شکل معکوس" دارد.

نتایج حاصل از این فرضیه تحقیق با نتایج تحقیق مونیرو و همکاران (۲۰۱۷) و لی و همکاران (۲۰۱۶) همراستا می‌باشد. مونیرو و همکاران (۲۰۱۷) نیز در تحقیق خود نشان دادند که قدرت مدیر عامل بر سیاست‌های تامین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر آستانه‌ای دارد. بر اساس نتایج تحقیق قدرت مدیر عامل در سطوح پایین تأثیر مثبت بر اهرم مالی شرکت دارد. به طور خاص، مطابق با نظریه جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) که بیان می‌کند اهرم مالی با کاهش مشکلات جریانات نقدی؛ نقش مهمی در هماهنگی بین منافع مدیران و سهامداران و کاهش مشکلات نمایندگی در پی دارد؛ با افزایش سطح قدرت مدیرعامل، اهرم مالی نیز افزایش پیدا می‌کند تا زمانی که نقطه اهرم مالی به نقطه عطف (آستانه) برسد و بعد از آن نسبت بدهی با افزایش قدرت مدیرعامل شروع به کاهش یافتن پیدا می‌کند. در واقع هرچه مدیرعامل دارای قدرت بیشتری باشد که این قدرت از طریق دریافت پاداش و داشتن سهام مالکیت و ... بدست آمده باشد باعث می‌شود تا مدیریت اعتماد به نفس بیشتری داشته و در بلندمدت بتواند وابستگی به دیون خارجی را کاهش داده و شرکت را به سمت سوددهی و کاهش اتکا به بدهی سوق دهد. همچنین این موضوع باعث تداوم فعالیت مدیریت و همچنین تداوم سوددهی سهامداران و کاهش تضاد نمایندگی بین آنها می‌شود. به طور کلی استفاده از بدهی‌ها تا نقطه بهینه خاصی در ساختار سرمایه‌ی شرکت، از طریق کاهش نیاز به تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام، باعث کاهش تعارضات و تضاد منافع بین مدیران و سهامداران می‌شود (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). جنسن (۱۹۸۶) نیز بیان می‌کند که افزایش اهرم مالی به دلیل فشار ناشی از قراردادهای بدهی، باعث کاهش فرصت رفتارهای فرصت‌طلبانه از سوی مدیران می‌شود و به عبارت دیگر آنها را محتاط‌تر می‌کند.

با توجه به اهمیت قدرت مدیر عامل، به استفاده کنندگان از صورت‌های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که تصمیمات سرمایه‌گذاری خود و همچنین در ارزیابی ساختار سرمایه شرکت‌های مورد نظر، به

تاثیرات کوتاه مدت و بلند مدت قدرت مدیر عامل در تخصیص بیهنه منابع و دستیابی به ساختار مطلوب سرمایه توجه ویژه داشته باشند. همچنین با توجه به اینکه قدرت مدیر عامل در رتبه‌های پایین بر سیاست‌های تامین مالی تاثیر مثبت و در رتبه‌های بالا قدرت مدیر عامل بر سیاست‌های تامین مالی تاثیرات منفی دارد، پیشنهاد می‌شود اعتباردهندگان در زمان اطای اعتبار به شرکت‌ها اثر ناشی از قدرت مدیر عامل را مد نظر قرار دهند.

## ۹. منابع

### ۹.۱. منابع فارسی

خلیفه شریفی، علی؛ جمالی، امیر حسین و سید مسعود سعیدی. (۱۳۹۴)، بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر هزینه های نمایندگی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سومین کنفرانس بین المللی پژوهشهای کاربردی در مدیریت و حسابداری، [http://www.civilica.com/Paper-AMSCONF03-AMSCONF03\\_379.html](http://www.civilica.com/Paper-AMSCONF03-AMSCONF03_379.html)

دیانتی دیلمی، زهرا؛ مراد زاده فرد، مهدی و علی مظاهری. (۱۳۹۲) اثر دوره تصدی مدیریت بر ارزش شرکت، هزینه های نمایندگی و ریسک الاعماتی، پژوهش های تجربی حسابداری، شماره ۹، صص ۲۱-۳۹.

داریوانی، فرانک؛ برزگری خانقاه، جمال و مهدی ناظمی اردکانی. (۱۳۹۴)، شاخصه های اندازه گیری قدرت مدیرعامل در چارچوب حاکمیت شرکتی، [http://www.civilica.com/Paper-CAEI01-CAEI01\\_040.html](http://www.civilica.com/Paper-CAEI01-CAEI01_040.html)

رستایان، امیر. (۱۳۸۹)، بررسی تاثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه برنامه ریزی و بودجه، شماره ۱، صص ۱۹۱-۲۰۴.

شیر غلامی، فاطمه و افتخار صادق زاده. (۱۳۹۵)، بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت، مطالعات حسابداری و مدیریت، شماره ۱، صص ۲۲۴-۲۳۲.

غنی زاده، محمد تقی. (۱۳۹۱) بررسی تاثیر قدرت مدیرعامل بر رابطه بین ویژگی های هیات مدیره و عملکرد شرکت، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران .

کاظمی نوجه ده، معصومه و علی اکبر نونهال نهر (۱۳۹۴) بررسی تاثیر مالکیت مدیر عامل بر رابطه بین قدرت سهامداران و مدیریت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین کنفرانس بین المللی مدیریت، اقتصاد، حسابداری و علوم تربیتی. [http://www.civilica.com/Paper-MEAE01-MEAE01\\_0733.html](http://www.civilica.com/Paper-MEAE01-MEAE01_0733.html)

مقدم، عبدالکریم و ابوالفضل مومنی یانسری. (۱۳۹۱)، در پژوهشی به بررسی تأثیر برخی ویژگی‌های نظام راهبری شرکت بر تصمیم‌های ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۸، صص ۱۲۳-۱۳۶.

نمازی، محمد. (۱۳۸۲). نقش پژوهش‌های کیفی در علوم انسانی، مجله جغرافیا و توسعه، شماره ۱، صص ۶۳-۸۷.

### ۹.۲. منابع لاتین

- Adams, R. B., Almeida, H., & Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *Review of Financial Studies*, 18(4), 1403-1432.
- Antia. Christos Pantzalis. Jung Chul Park b. (2012) CEO decision horizon and firm performance: An empirical investigation. *Journal of Corporate Finance* 1-14.
- Chintrakarn, P., Jiraporn, P., & Singh, M. (2014). Powerful CEOs and capital structure decisions: Evidence from the CEO pay slice (CPS). *Applied Economics Letters*, 21(8), 564-568.
- Fama, Eugene & Kenneth French, (2002), "Testing Trade-off and pecking Order Predictions about Divided and Debt", *Review of Financial Studies* 15.
- Hansen, B. E. (1999). Threshold effects in non-dynamic panels: Estimation, testing, and inference. *Journal of Econometrics*, 93(2), 345-368.
- Hansen, B. E. (2000). Sample splitting and threshold estimation. *Econometrica*, 68(3), 575-603.

- 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.
- Koo, K. (2015). The Effects of CEO Power on Firm Value: Evidence from the Financial Crisis of 2008. *Accounting and Finance Research*, Vol. 4, No. 4.
- L. McClelland. Vincent L. Barker III , Won-Yang Oh, (2013). " CEO career horizon and tenure: Future performance implications under different contingencies". *Journal of Business Research*, 07351 ; No of Pages 7.
- Luo, Y (2015). CEO power, ownership structure and pay performance in Chinese banking, *Journal of Economics and Business*, Volume 82, , Pages 3–16.
- Liu, Y., & Jiraporn, P. (2010). The effect of CEO power on bond ratings and yields. *Journal of Empirical Finance*, 17(4), 744-762.
- Li, T , Mohd Rahimie, Q & Abd Karim (2016). Nonlinear Relationship between CEO Power and Capital Structure: Evidence from China's Listed SMEs. *International Review of Economics and Finance*, <http://dx.doi.org/10.1016/j.iref.2016.09.005>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3). 261-297
- Mehran, H., Taggart, R. A., & Yermack, D. (1999). CEO ownership, leasing, and debt financing. *Financial Management*, 28(2). 5-14.
- Munir, Q, Kok,S, Teplova,T & Tongxia Li (2017), Powerful CEOs, debt financing, and leasing in Chinese SMEs: Evidence from threshold model, *North American Journal of Economics and Finance* . 487–503
-