

Investigating the Effect of CEO Power on Financial Performance of Firms Listed with Tehran Stock Exchange

Aref Forughi*
Alireza Rahimi**

Abstract

Objective: This study is supposed to investigate the relationship between CEO power and performance measurement. CEO tenure, management duality and board independence are the measures used to capture managerial power. Performance measurements are ROA, ROE and tobin's Q.

Methods: It is expected that manager power have positive effect on performance. To test this hypothesis we used there hypotheses with the the CEO power as independent variable and and ROA, ROE and tobin's Q as dependent variable in each of them. Control variables used in this study are firm size, firm growth and firm age. We used data from 122 firms listed with the Tehran Stock Exchange from 2012 to 2020, collected from CODAL database. This is an applied research and has an experimental methodology.

Findings: As was expected we found managerial power to be positively influencing ROE and Tobin's Q. To the contrary there is no relationship between manager power and ROA.

Conclusion: Agency conflicts are the most important downside in the separation of ownership and management. An efficient way of reducing negative effects of this issue is to coordinate owner and manager interests through accounting variables. Shareholders prefer to have the highest return on their investment, namely ROE. As manager is employed by the board of directors, representing the owners, it is highly expected that there be an emphasis on owners' performance measures in manager contact, rather than other measures interesting to other stakeholders. Owners are willing to grant higher power to manager only if this higher power leads to improvement of owners' performance measures. The positive relationship found between manager power and ROE could verify this claim. Improvement in owners' interests is expected to influence positively their investment value proxied by Tobin's Q. Findings are indicative of this claim as well.

Keywords: *Return on Assets, Return on Equity, CEO Power, Tobin's Q.*

Abstract

JEL Classification: .G15, M20, M12.

Paper Type: *Research Paper*.

Citation: Forughi, A., Rahimi, A.R. (2020). Investigating the effect of CEO power on financial performance of firms listed with Tehran Stock Exchange. *Journal of Development and Capital*, 6(1), 231-247 [In Persian].



انجمن تجارت الکترونیک ایران



مجله توسعه و سرمایه



دانشگاه شهید باهنر کرمان

شاپا جایی: ۲۰۰۸-۲۴۲۸ شاپا الکترونیک: ۲۶۴۵-۳۶۰۶

بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

عارف فروغی*

علیرضا رحیمی**

چکیده

هدف: هدف این پژوهش بررسی رابطه بین قدرت مدیرعامل و معیارهای عملکرد است. معیارهای عملکرد مورد بررسی در این پژوهش بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و کیو توین هستند. برای تعیین قدرت مدیرعامل از معیارهای دوره تصدی مدیرعامل، دوگانگی نقش مدیرعامل و استقلال هیئت مدیره استفاده شده است.

روش: انتظار می‌رود قدرت مدیرعامل بر معیارهای عملکرد تأثیرگذار باشد. به منظور بررسی این فرضیه داده‌های ۱۲۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۸ با استفاده از رگرسیون چندگانه مورد آزمون قرار گرفتند. این پژوهش کاربردی بوده و روش شناسی آن تجربی است.

یافته‌ها: طبق انتظار بین قدرت مدیرعامل و معیارهای بازده حقوق صاحبان سهام و کیو توین رابطه مثبت وجود دارد، اما بین قدرت مدیرعامل و بازده دارایی‌ها رابطه‌ای وجود ندارد.

نتیجه‌گیری: مسئله نمایندگی مهم‌ترین آسیب جدایی مالکیت از مدیریت است. یکی از راه‌های کاهش این آسیب هم سو کردن منافع مالک و مدیر با استفاده از متغیرهای حسابداری است. هر چند ذینفعان ترجیح می‌دهند بازده حاصل از بکارگیری منابع حداکثر شود اما ترجیح مالکان این است که بازده سرمایه‌گذاری آن‌ها به طور خاص حداکثر شود. بنابراین با توجه به اینکه هیئت مدیره به نمایندگی از مالکان مدیر را استخدام می‌کند احتمال اینکه در قرارداد مربوطه بر معیارهای عملکرد مدنظر مالکان تأکید شود بسیار بیشتر از معیارهای عملکردی است که سایر ذینفعان شرکت به آن اهمیت می‌دهند. بدیهی است مالکان در صورتی اختیار و قدرت بیشتری به

مجله توسعه و سرمایه، دوره ششم، شماره ۱، پیاپی ۱۰، صص. ۲۴۷-۲۳۱

* نویسنده مسئول، دانشجوی دکتری گروه حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران. (rahimi2010@gmail.com)

** استادیار گروه حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران. (forughiaref@aem.uk.ac.ir)

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱/۱۶

تاریخ دریافت: ۹۹/۸/۱۳

دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان.

DOI: 10.22103/jdc.2021.16703.1114

©The Authors.



مدیرعامل اعطا می‌کنند که احتمال بهبود معیارهای مذکور بیشتر شود. رابطه مثبت بین قدرت مدیرعامل و بازده حقوق صاحبان سهام می‌تواند تأیید این ادعا باشد. با بهبود معیارهای عملکرد مدنظر صاحبان سهام انتظار می‌رود ارزش سرمایه‌گذاری آنها که در معیار کیو توین منعکس می‌شود، بهبود یابد. یافته‌های پژوهش این ادعا را نیز تأیید می‌کنند.

واژه‌های کلیدی: بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام، قدرت مدیرعامل، کیو توین.

طبقه‌بندی JEL: G15, M20, M12.

نوع مقاله: پژوهشی.

استناد: فروغی، عارف؛ رحیمی، علیرضا. (۱۴۰۰). بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله توسعه و سرمایه*، ۶(۱)، ۲۴۷-۲۳۱.

مقدمه

مدیرعامل عموماً به عنوان یکی از قدرتمندترین اعضای شرکت‌ها شناخته می‌شود. قدرت مدیرعامل به طور معمول به سبب اختیارات قانونی و تخصص ایجاد می‌شود. لذا انتظار تأثیرپذیری اهداف و برنامه‌های شرکت‌ها، ساختار و فرآیندهای داخلی شرکت از قدرت مدیرعامل دور از انتظار نیست (دیلی و جوهرسون^۱، ۱۹۹۷)، به نحوی که تصمیمات اصلی و تا حد زیادی آینده شرکت تحت تأثیر قرار می‌گیرد. نمونه‌های بی‌شماری (مانند؛ استیو جابز، مدیرعامل شرکت اپل؛ مایون، مدیرعامل شرکت علی‌بابا و ایلان ماسک، مدیرعامل شرکت تسلا) نشان می‌دهد که مدیران قدرتمند، شرکت را کارآمدتر کرده و سرانجام موفقیت شرکت را تا حدودی تضمین می‌کنند (کین^۲، ۲۰۱۶). مدیرعامل در نقش رهبر شرکت بر عملکرد شرکت تأثیر بسزایی دارد و به عنوان یک رکن اساسی در پیشبرد اهداف شرکت‌ها مطرح است. بدون شک قدرت یکی از راه‌هایی است که مدیر به وسیله آن می‌تواند در رفتار کارکنان خود نفوذ کند. در واقع قدرت ویژگی اساسی نقش یک مدیر بوده و زمینه اثربخشی او را در شرکت فراهم می‌سازد. مدیران در سازمان‌ها وضع‌کننده خط مشی بوده و صاحبان قدرت هستند و عملکرد شرکت‌ها با قدرت آنان در ارتباط است. مدیران با به کارگیری منابع قدرت می‌توانند زمینه رشد و تعالی یا زمینه انحراف و فساد شرکت را فراهم آورند و این امر به ماهیت وجودی و چگونگی استفاده از قدرت و منابع آن بستگی دارد (حقیقی، ۱۳۸۰).

نتایج تحقیقات برتراند و شوار^۳ (۲۰۰۳) و مالدینر و تیت^۴ (۲۰۰۵) حاکی از وجود رابطه معنادار بین قدرت مدیریت و عملکرد شرکت‌ها است. آدامز و همکاران^۵ (۲۰۰۵) دریافتند که بازده سهام برای شرکت‌های با مدیریت قدرتمند دارای نوسان بیشتری است که نشان‌دهنده تأثیر قدرت مدیریت بر عملکرد شرکت است. مدیران منابع فراوانی را در اختیار دارند که منجر به افزایش قدرت آنها می‌شود. مدیران در تصمیم‌گیری‌های مربوط به اهداف و برنامه‌های شرکت‌ها و تخصیص سرمایه در سازمان‌ها نقش کلیدی را ایفا می‌کنند. از سوی دیگر قدرت مدیریت می‌تواند به مدیریت در اجرای اهداف و برنامه‌های کارآمدتر کمک کند، که به نوبه خود منجر به افزایش رقابت در بین شرکت‌ها و بهبود عملکرد شرکت و همچنین منجر به بهبود ساختار حاکمیت شرکت می‌شود (تینگ و همکاران^۶، ۲۰۱۷). مدیرعامل در سطح بالای ساختار سازمانی

شرکت قرار دارد، که تصمیمات وی تأثیر قابل توجهی بر فعالیت‌های شرکت دارد (وو و همکاران^۷، ۲۰۱۱). از جمله مهمترین اهداف شرکت‌ها ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهامداران در بلندمدت است و افزایش ثروت تنها در نتیجه عملکرد مطلوب شرکت حاصل خواهد شد. در این راستا، مدیران شرکت و به ویژه مدیرعامل نقش مهمی را در اداره شرکت ایفا می‌کنند، زیرا موفقیت و شکست بسیاری از سازمان‌ها در گرو تصمیم‌گیری مدیریت است (دفت^۸، ۲۰۰۵). لذا هدف این پژوهش بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

در ادامه، پیشینه نظری و تجربی پژوهش و همچنین فرضیه‌های برگرفته از مسئله و پیشینه نظری، روش شناسی پژوهش، جامعه آماری، مدل‌های آزمون فرضیه‌ها و متغیرهای پژوهش بیان می‌شود. در نهایت، نتایج آزمون فرضیه‌ها مطرح و نتیجه‌گیری صورت می‌گیرد.

مبانی نظری

در عصر حاضر و در دنیای کسب و کار کنونی، شرکت‌ها در تلاش و رقابت‌اند تا شایسته‌ترین مدیران را که به عنوان یک مزیت رقابتی است، شناسایی و جذب کنند به همین دلیل در این دوره نقش مدیرعامل بسیار حائز اهمیت است. موقعیت مدیرعامل که همیشه به عنوان یکی از قدرتمندترین موقعیت‌ها در شرکت‌ها مطرح بوده است از این جهت حائز اهمیت است که انتظار می‌رود مدیرعامل بتواند ثروت سهامداران و همچنین فرصت‌های آینده را برای سهامداران به حداکثر برساند، در واقع قدرت مدیرعامل بر عملکرد شرکت‌ها مؤثر است و مدیران قدرتمند و باهوش قادر به کاهش هزینه‌های تأمین مالی، بهبود حاکمیت شرکتی و انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری مطلوب‌تر و در نهایت بهبود عملکرد شرکت هستند (تین و همکاران^۹، ۲۰۱۳). بر طبق تئوری نمایندگی (جنسن و مک‌لینک^{۱۰}، ۱۹۷۶) و جدایی مدیریت از مالکیت، که منجر به ایجاد تضاد منافع بین مدیران و مالکان می‌شود، لازم است مدیران برای بهبود عملکرد شرکت به کاهش مشکلات نمایندگی توجه کنند (گمپرسی و همکاران^{۱۱}، ۲۰۰۳). سازوکارهای حاکمیت شرکتی در صورتی که به درستی اجرایی شوند می‌توانند موجب بهبود اتخاذ تصمیمات بهینه در شرکت شده و در نهایت ارزش شرکت را در بلندمدت ارتقا بخشد (پور^{۱۲}، ۲۰۱۵).

سطح قدرت مدیریت عاملی مهم در اثرگذاری بر عملکرد شرکت‌هاست، در حالی که مدیران از قدرت خود آگاه هستند، درک قدرت مدیریت توسط سرمایه‌گذاران نیز حائز اهمیت است، که منجر به موفقیت در سرمایه‌گذاری و تأثیر مثبت بر عملکرد شرکت‌ها می‌شود. مطالعات متعددی (جنسن و مورفی^{۱۳}، ۱۹۹۰ و وافیز^{۱۴}، ۱۹۹۹) پیوندهای تجربی بین قدرت مدیران شرکت و عملکرد شرکت‌ها را نشان می‌دهد، که بیانگر رابطه مثبت بین قدرت مدیرعامل و عملکرد شرکت‌ها است. تغییر در قدرت مدیران با نوسانات عملکرد رابطه مثبت دارد (آدامز و همکاران^{۱۵}، ۲۰۰۵). در واقع زمانی که قدرت مدیریت نسبتاً پایین است، باید نظر مدیرعامل در تصمیم‌گیری‌ها با نظرات سایر مدیران شرکت همسو باشد. در این شرایط تصمیم‌گیری گروهی فرآیند تصمیم‌گیری عملیاتی شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد که منجر به کاهش تغییرات در عملکرد شرکت می‌شود. چنگ^{۱۵} (۲۰۰۸) بیان می‌کند هرچه قدرت مدیریت بیشتر باشد نوسان در عملکرد شرکت افزایش می‌یابد وی استدلال می‌کند که هیئت مدیره مسئولیت بررسی و نظارت بر تصمیمات مدیران را بر عهده دارد.

قدرت مدیرعامل مزایایی برای شرکت‌ها به دنبال دارد که می‌توان به سرعت بالای واکنش به تغییرات بازار و اتخاذ تصمیمات در مواقع تحت فشار اشاره کرد، در واقع مدیران قدرتمند از اعتماد به نفس بالایی برخوردار هستند که با سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای ریسک معقول، باعث بهبود عملکرد شرکت و افزایش ثروت سهامداران می‌شوند (شیخ^{۱۶}، ۲۰۱۸). توسمن و رومانی^{۱۷} (۱۹۸۵) بیان کردند که رهبری اجرایی یک نیروی محرکه اساسی برای تکامل شرکت‌ها است که شرکت‌ها را در جهت منافع سهامداران هدایت می‌کند که منجر به افزایش ثروت سهامداران می‌شود در واقع شرکت‌هایی که حاکمیت قوی دارند بازده سهام بالاتری خواهند داشت که نشان از بهبود عملکرد شرکت است. میزان قدرت مدیران نتایج شرکت‌ها و به ویژه عملکرد شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد کارایی بالای شرکت‌هایی مانند مایکروسافت، اپل اغلب به مدیران قدرتمند خود، بیل گیتس و استیون پال جابز نسبت داده می‌شود. مدیران به عنوان منبع قدرت و معماران اصلی اهداف و برنامه‌های نوآورانه شرکت‌ها و رهبرانی موفق در ایجاد ارزش (ثروت) برای سهامداران هستند.

استدلال مطرح شده در مقابل ادعاهای فوق این است که مدیریت با مصرف بیشتر منابع، فعالیت‌هایی را برای افزایش رفاه خود انجام می‌دهد که منجر به افزایش هزینه سهامداران می‌شود (لئو^{۱۸}، ۲۰۱۵). مدیران قدرتمند از تأثیر قدرت خود برای ایجاد یک هیئت مدیره انعطاف‌پذیر استفاده می‌کنند تا بتوانند در جهت منافع شخصی خود هیئت مدیره را تحت تأثیر قرار دهند، در واقع مدیران قدرتمند با حرکت در جهت منافع شخصی خود به دنبال تسلط کامل بر شرکت هستند که منجر به کاهش ارزش و تضعیف عملکرد شرکت می‌شود (بالدنیوس و همکاران^{۱۹}، ۲۰۱۴). در واقع مدیران قدرتمند به دنبال کاهش تأثیر هیئت مدیره بر عملکرد شرکت هستند (دیلی و جوهرسون، ۱۹۹۷). برخی از محققان مانند ایزن‌هاورت و بورژوازی^{۲۰} (۱۹۸۸) و هالبلیان و فینکلشتاین^{۲۱} (۱۹۹۳) معتقدند که مدیران قدرتمند اغلب بیش از حد مصمم هستند و به احتمال زیاد اشتباهات گران‌بهایی را مرتکب می‌شوند زیرا چنین مدیرانی به نظرات افراد متخصص هیئت مدیره توجه کمتری دارند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که مدیران قدرتمند با بی‌توجهی به نظرات سایرین، ارزش شرکت را کاهش می‌دهند. جنسن و مک‌لینک^{۲۲} (۱۹۷۶) بیان داشتند که قدرت بیشتر مدیران موجب تقویت مدیریت شده و در نتیجه منافع سهامداران تحت تأثیر منفی قرار می‌گیرد. مدیران قدرتمند با ایجاد مزایای شخصی به هزینه سهامداران، منابع را از شرکت خارج می‌کنند و تأثیر منفی بر ارزش شرکت می‌گذارند. در مطالعه دیگری که لاندیر و همکاران^{۲۳} (۲۰۱۲) انجام دادند، دریافتند شرکت‌هایی با مدیران قدرتمند، کاهش در سودآوری و ارزش شرکت را تجربه می‌کنند. تعدادی از مطالعات تجربی رابطه بین عملکرد شرکت و قدرت مدیران اجرایی را بررسی کرده‌اند. برای نمونه آگرو و نواکر^{۲۴} (۱۹۹۶)، پرماک^{۲۴} (۱۹۹۶) و باقت و بلک^{۲۵} (۲۰۰۱) در مطالعات خود اثر منفی قدرت مدیریت بر عملکرد شرکت را گزارش کردند. موارد پیش گفته حاکی از این است که قدرت مدیرعامل می‌واند تأثیر مثبت یا منفی بر عملکرد شرکت داشته باشد. لذا پژوهش حاضر به دنبال پاسخ به این سؤال است، که در بازار سرمایه ایران مدیران قدرتمند چه اثری (مثبت یا منفی) بر عملکرد شرکت‌ها دارند؟ با توجه به موارد مطرح شده در مبانی نظری فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین شده‌اند:

فرضیه اول: بین قدرت مدیرعامل و بازده دارایی‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین قدرت مدیرعامل و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین قدرت مدیرعامل و کیو توبین رابطه معناداری وجود دارد.

پیشینه پژوهش

شیخ (۲۰۱۸) در پژوهشی قدرت مدیرعامل، رقابت در بازار محصول و ارزش شرکت را مورد بررسی قرار داد. نتایج پژوهش وی نشان داد که رقابت در بازار محصول، مدیران قدرتمند را به استفاده از قدرت خود برای تصمیم‌گیری در مورد افزایش ارزش شرکت ترغیب می‌کند. بنابراین نقش مؤثر قدرت مدیریتی توسط ایشان مورد تأیید قرار گرفت. **تینگ و همکاران (۲۰۱۷)** به بررسی قدرت مدیرعامل و تأثیر آن بر عملکرد شرکت پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان‌دهنده رابطه منفی قدرت مدیریت با عملکرد شرکت بود. **هان و همکاران^{۲۶} (۲۰۱۶)** در مطالعه‌ای تأثیر قدرت مدیرعامل بر عملکرد شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاکی از این بود که تصمیمات مختلف در شرکت تحت تأثیر قدرت مدیرعامل است، و از این رو بین قدرت مدیرعامل و عملکرد شرکت‌ها رابطه‌ای معناداری وجود دارد. **ژائو^{۲۷} (۲۰۱۵)** قدرت مدیرعامل، عملکرد مالی شرکت و فرصت‌های آربیتراژی را مورد بررسی قرار داد. نتایج نشان‌دهنده این بود که مدیران قدرتمند می‌توانند انگیزه‌هایی را برای افزایش قیمت سهام ایجاد کنند.

تین و همکاران (۲۰۱۳) طی پژوهشی قدرت مدیرعامل، میزان پرداخت حقوق و عملکرد شرکت را تحقیق کردند. نتایج نشان‌دهنده رابطه مثبت بین قدرت مدیرعامل با بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام بود. **وو و همکاران (۲۰۱۱)** در مطالعه‌ای قدرت مدیرعامل، کیفیت افشا و تنوع در عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاکی از این بود که شرکت‌هایی با مدیران اجرایی قدرتمند، نوسان بیشتری را در عملکرد شرکت‌ها منجر می‌شوند و کیفیت افشا می‌تواند رابطه بین قدرت اجرایی مدیران و نوسان عملکرد شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد. **سیگلر^{۲۸} (۲۰۱۱)** به بررسی پاداش مدیرعامل و عملکرد شرکت پرداخت. نتایج بیانگر این بود که رابطه مثبت و معناداری بین پاداش مدیران اجرایی و عملکرد شرکت با توجه به بازده حقوق صاحبان سهام وجود دارد. **ماتوسی و رایت^{۲۹} (۲۰۱۱)** پاداش مدیرعامل و عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاکی از این بود که شرکت‌هایی که در آن‌ها پاداش مدیران اجرایی با خصوصیات شرکت ناسازگار است عملکرد ضعیف‌تری نسبت به شرکت‌هایی دارند که پاداش مدیران اجرایی آن‌ها با خصوصیات شرکت سازگار است. **هارجوتو و جو^{۳۰} (۲۰۰۹)** به بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر عملکرد شرکت پرداختند. نتایج بیانگر این بود که قدرت مدیرعامل در سال‌های اولیه عمر شرکت بر عملکرد شرکت اثر مثبت دارد اما در سال‌های پایانی عمر شرکت اثر منفی بر عملکرد شرکت دارد.

لی و همکاران^{۳۱} (۲۰۰۸) در پژوهشی به بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر عملکرد شرکت پرداختند. نتایج حاکی از این بود که قدرت مدیرعامل و عملکرد شرکت‌ها رابطه مثبت بایکدیگر دارند. **آدامز و همکاران (۲۰۰۵)** در مطالعه‌ای به بررسی قدرت مدیرعامل و تأثیر آن بر عملکرد شرکت پرداختند. نتایج بیانگر تأثیر مدیران قدرتمند بر تصمیمات شرکت و ایجاد

تغییرات در شرکت بود. **پیرسه و زهرا^{۳۲} (۱۹۹۱)** طی پژوهشی قدرت نسبی مدیرعامل و هیئت مدیره و تأثیر آن بر عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار دادند. نتایج بیانگر این بود که تفاوت معناداری بین چهار ویژگی هیئت مدیره؛ فرآیندهای داخلی، روش‌های تصمیم‌گیری، اثربخشی و تأثیر بر عملکرد شرکت وجود دارد.

مشایخی و حاجی عظیمی (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی اثربخشی توانایی‌های مدیریتی بر عملکرد شرکت در مراحل چرخه عمر پرداختند. نتایج نشان‌دهنده تأثیر مثبت افزایش توانایی مدیریتی در بهبود عملکرد شرکت در قالب بازده سرمایه‌گذاری است. علاوه بر این، وجود رابطه مثبت و معنادار میان توانایی مدیران و عملکرد شرکت تنها در مراحل رشد و بلوغ مشاهده می‌شود و در مورد شرکت‌های فعال مرحله افول این رابطه مشاهده نمی‌گردد. **خواجوی و قدیریان‌آرانی (۱۳۹۷)** به بررسی توانایی مدیران، عملکرد مالی و خطر ورشکستگی پرداختند. نتایج بیانگر این بود که بین توانایی مدیران و خطر ورشکستگی شرکت‌ها، رابطه منفی وجود دارد و عملکرد مالی نقش متغیر میانجی کامل در رابطه بین توانایی مدیرعامل و خطر ورشکستگی بازی می‌کند. به بیان دیگر، توانایی مدیران از طریق بهبود عملکرد مالی شرکت‌ها، خطر ورشکستگی آن‌ها را کاهش می‌دهد.

اسعدی (۱۳۹۵) طی پژوهشی به بررسی حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های هلدینگ و تابعه در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج حاکی از این بود که ترکیب هیئت مدیره و ساختار مالکیت شرکت‌های هلدینگ بر عملکرد این شرکت‌ها تأثیر معناداری دارد. همچنین اثر عملکرد شرکت‌های هلدینگ بر عملکرد شرکت‌های تابعه آن‌ها نیز معنادار است. **ممتازیان و کاظم‌نژاد (۱۳۹۵)** در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین قابلیت‌های مدیریت و معیارهای عملکرد با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاکی از این بود که بین قابلیت مدیران و معیارهای عملکرد شرکت رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. **خدادادی و تاکر (۱۳۹۱)** به بررسی تأثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاکی از این بود که تمرکز مالکیت و مالکیت دولتی یا عملکرد و ارزش شرکت‌ها دارای رابطه مثبت معناداری هستند. سرمایه‌گذار نهادی عمده با ارزش شرکت دارای رابطه مثبت و با عملکرد شرکت دارای رابطه منفی است. دوگانگی وظیفه مدیرعامل با ارزش شرکت دارای رابطه منفی معنادار بوده و با عملکرد شرکت‌ها دارای رابطه معنادار نیست. همچنین ساختار حاکمیت شرکتی با ارزش شرکت و عملکرد آن دارای رابطه مثبت و معناداری است. **مشایخ و ماه‌آورپور (۱۳۸۸)** به بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که هرچه تمرکز مالکیت بیشتر باشد، کنترل بیشتری به مدیران اعمال شده و موجب بهبود عملکرد شرکت‌ها می‌شود.

فائمی و شهریاری (۱۳۸۸) در پژوهشی به بررسی حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت پرداختند. نتایج بیانگر این بود که بین افشای اطلاعات و عملکرد مالی شرکت‌ها رابطه مثبت معناداری وجود دارد. **حساس‌یگانه و همکاران (۱۳۸۸)** به بررسی رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج بیانگر این بود که رابطه معناداری بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود ندارد.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ نوع هدف، کاربردی و از لحاظ روش پژوهش تجربی از نوع پس‌رویدادی است. از لحاظ روش استدلال نیز این تحقیق از نوع پژوهش‌های استقرایی است که با استفاده از مشاهده اجزایی از جامعه (نمونه) نسبت به ارائه الگویی برای کل جامعه اقدام می‌نماید. پژوهش حاضر از لحاظ نظری در زمره پژوهش‌های اثباتی قرار دارد و از لحاظ آماری از نوع تحقیقات همبستگی است که برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، رگرسیون خطی چندمتغیره به کار می‌رود. به منظور پژوهش، داده‌های کمی مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از صورت‌های مالی حسابرسی منتشر شده در سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران (شبکه کدال) و نرم افزار ره‌آورد نوین استخراج شده است. در مرحله بعد، از نرم افزار آماری Excel استفاده شده است و برای آزمون‌های آماری مربوطه از نرم افزار Eviews نسخه ۹ و برای آزمون مقایسه بین دو جامعه از نرم افزار SPSS نسخه ۲۲ استفاده شده است.

جامعه و نمونه آماری

در این پژوهش، جامعه آماری کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸ است. از جامعه آماری پژوهش شرکت‌هایی انتخاب شدند که حائز شرایط زیر باشند:

۱. قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۳۹۸ در بورس حاضر باشند؛
 ۲. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و سایر واسطه‌گری‌های مالی نباشند؛
 ۳. سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند هر سال باشد؛ و
 ۴. اطلاعات مورد نیاز آن‌ها در دسترس باشد.
- باتوجه به محدودیت‌های بیان شده ۱۲۲ شرکت (در مجموع ۱۰۹۸ سال-شرکت) نمونه این پژوهش را تشکیل می‌دهند.

متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها

متغیر وابسته

عملکرد شرکت: با توجه به نظرات متخصصین مالی در این مطالعه از سه معیار حسابداری نرخ بازده دارایی (تینگ و همکاران، ۲۰۱۷ و انکوست و همکاران^{۳۳}، ۲۰۱۴)، نسبت کیو توین (تامسون و همکاران^{۳۴}، ۲۰۰۶ و کابلرو و همکاران^{۳۵}، ۲۰۱۴) و حقوق صاحبان سهام (صحت و همکاران، ۱۳۹۰) جهت ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌ها استفاده می‌شود.

۱. بازده دارایی‌ها: بازده مجموع دارایی‌ها (ROA)، از طریق رابطه زیر محاسبه شده است.

مجموع دارایی‌های پایان دوره / سود خالص دوره مالی پس از کسر مالیات = ROA

۲. بازده حقوق صاحبان سهام: بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) از طریق رابطه زیر محاسبه شده است.

حقوق صاحبان سهام در پایان دوره مالی / سود خالص دوره مالی پس از کسر مالیات = ROE

۳. نسبت کیو توین: نسبت کیو توین، از طریق رابطه زیر محاسبه شده است.

جمع دارایی‌های پایان دوره / ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی = Tobin's Q

متغیر مستقل

قدرت مدیرعامل (CEO Power): مطابق با پژوهش **هان و همکاران (۲۰۱۶)** و **هانگ و همکاران^{۳۶} (۲۰۱۷)** با استفاده از مجموع سه شاخص دوره تصدی مدیرعامل، دو مسئولیتی بودن وی و استقلال هیئت مدیره سنجیده شده است. در صورتی که این شاخص از ۲ بزرگتر باشد، عدد ۱ و در غیر اینصورت عدد ۰ لحاظ شده است.

۱. دوره تصدی مدیرعامل: سنوات مدیریت شخص مربوط در شرکت است. در صورتی که دوره تصدی مدیرعامل بالاتر از میانه در بین شرکت‌های نمونه باشد، عدد ۱ و در غیر اینصورت عدد ۰ می‌گیرد. بالاتر بودن دوره تصدی مدیرعامل نشان از قدرت بیشتر وی است.

۲. دوگانگی نقش مدیرعامل: در صورتی که مدیرعامل همزمان به عنوان رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره در شرکت به فعالیت پردازد نشان از نفوذ بیشتر وی در شرکت دارد، بنابراین در صورت دوگانگی نقش مدیرعامل عدد ۱ و در غیر اینصورت ۰ در نظر گرفته می‌شود.

۳. استقلال هیئت مدیره: به صورت تقسیم نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره و در صورتی که شاخص استقلال پایین‌تر از میانه در بین شرکت‌های نمونه باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت عدد ۰ می‌گیرد.

متغیرهای کنترلی:

اندازه شرکت (Firm Size): هرچه اندازه شرکت بزرگتر باشد، شرکت از اعتبار بیشتر برخوردار خواهد بود. شرکت‌های بزرگ به دلیل امکان تنوع بخشی بیشتر، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مختلف، امکان استفاده از منابع مالی متنوع و افشای منظم اطلاعات، ریسک کمتری دارند و در نتیجه از عملکرد مطلوبتری برخوردار هستند (چن و **لین^{۳۷}، ۲۰۱۲**). در این پژوهش از متغیر لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها برای سنجش اندازه شرکت استفاده شده است.

رشد شرکت (Firm Growth): رشد مستمر درآمد فروش شرکت منجر به آن می‌شود که بازار ریسک کمتری را برای شرکت در نظر بگیرد. رشد همواره به عنوان یکی از مهمترین موضوعات در دنیای تجارت مطرح بوده است. بقا و موجود بودن شرکت، ابتکار و نوآوری در تغییرات، برخی از دلایلی هستند که نشان دهنده اهمیت رشد است (آگیون و همکاران^{۳۸}، **۲۰۰۷**). شرکت‌هایی که رشد مناسبی دارند برای سرمایه‌گذاران اهمیت بیشتری دارند. در این پژوهش رشد شرکت برابر است با تغییر در فروش شرکت نسبت به ابتدای دوره، تقسیم بر فروش ابتدای دوره.

سن شرکت (Firm Age): امروزه، رویدادهای مالی در دوران حیات شرکت‌ها به موضوعی حیاتی برای تصمیم‌گیری در شرکت‌ها تبدیل شده است. پرداختن به امر تحقیقات و انجام تجزیه و تحلیل‌های همه‌جانبه مالی و اقتصادی در خصوص سن شرکت‌ها، سرعت رشد و شکوفایی بازار سرمایه، یکی از ابزارهای اصلی و پراهمیت در خصوص عملکرد مالی شرکت‌ها است (هاردویک و همکاران^{۳۹}، **۲۰۰۳**). در این پژوهش از متغیر لگاریتم تعداد سال‌هایی که شرکت در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده برای سنجش سن شرکت استفاده شده است.

مدل‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه اول، دوم و سوم پژوهش، به ترتیب از مدل‌های ۱، ۲ و ۳ استفاده شده است.

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{CEO Power}_{i,t} + \beta_2 \text{Firm Size}_{i,t} + \beta_3 \text{Firm Age}_{i,t} + \beta_4 \text{Firm Growth}_{i,t} + \varepsilon_0 \quad (1)$$

$$ROE_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{CEO Power}_{i,t} + \beta_2 \text{Firm Size}_{i,t} + \beta_3 \text{Firm Age}_{i,t} + \beta_4 \text{Firm Growth}_{i,t} + \varepsilon_0 \quad (2)$$

$$\text{Tobin's } Q_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{CEOPower}_{i,t} + \beta_2 \text{Firm Size}_{i,t} + \beta_3 \text{Firm Age}_{i,t} + \beta_4 \text{Firm Growth}_{i,t} + \varepsilon_0 \quad (3)$$

که در آن؛

α ، عرض از مبدأ؛ $ROA_{i,t}$ بازده دارایی‌های شرکت i در سال t ؛ $\text{CEO Power}_{i,t}$ ، قدرت مدیرعامل شرکت i در سال t ؛ $\text{Firm Size}_{i,t}$ ، اندازه شرکت i در سال t ؛ $\text{Firm Age}_{i,t}$ ، سن شرکت i در سال t ؛ $\text{Firm Growth}_{i,t}$ ، رشد فروش شرکت i در سال t ؛ $ROE_{i,t}$ ، بازده حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t ؛ $\text{Tobin's } Q_{i,t}$ ، ارزش بازار شرکت i در سال t ؛ ε_0 ، مقدار خطا است.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

یافته‌های توصیفی حاصل از این پژوهش شامل میانگین، میانه، انحراف معیار و اختلاف میانگین طی جداول ذیل ارائه می‌شود. همچنین شاخص‌های آمار توصیفی متغیرهای مربوط به هر یک از مدل‌های مورد استفاده در این پژوهش به صورت مجزا ارائه گردیده است. آمار توصیفی متغیرهای اصلی پژوهش به تفکیک کل گروه شرکت‌ها، گروه شرکت‌های با قدرت مدیریت و گروه شرکت‌های بدون قدرت مدیریت به ترتیب در جداول (۱) و (۲) ارائه شده است.

جدول ۱. شاخص‌های آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در سطح کل گروه شرکت‌ها

متغیرهای پژوهش	میانگین	میانه	انحراف معیار	بیشترین مقدار	کمترین مقدار
ROA	۰/۱۱	۰/۰۹	۰/۱۲	۰/۴۹	-۰/۱۹
Tobin's Q	۱/۵۰	۱/۳۵	۰/۵۱	۲/۹۶	۱
ROE	۰/۲۶	۰/۲۵	۰/۲۶	۰/۸۴	-۰/۴۷
CEO Power	۰/۳۷	۰	۰/۴۸	۱	۰
Firm Size	۱۴/۳۶	۱۴/۱۵	۱/۴۴	۱۸/۷۳	۱۱/۵۷
Firm Growth	۰/۱۵	۰/۱۲	۰/۳۲	۰/۹۵	-۰/۴۹
Firm Age	۲/۷۱	۲/۷۰	۰/۵۲	۳/۳۹	۰/۶۹

همانطور که در جدول ۱ مشاهده می‌شود در بین متغیرها اندازه شرکت با مقدار ۱۴/۳۶ دارای بالاترین میانگین و بازده دارایی‌ها با مقدار ۰/۱۱ دارای کمترین میانگین است و اندازه شرکت با مقدار ۱/۴۴ از انحراف معیار و دامنه گسترده‌تری بیشتری برخوردار است. بازده دارایی‌ها با مقدار ۰/۱۲ از انحراف معیار و دامنه گسترده‌تری کمتری برخوردار است. همچنین انحراف معیار متغیرهای استفاده شده صفر نیست، لذا می‌توان متغیرهای مدنظر را در مدل وارد کرد. میانگین مشاهدات و میانه آن‌ها اختلاف اندکی دارند. نزدیک بودن مقادیر میانگین و میانه مشخص می‌کند که داده‌ها از توزیع نرمال برخوردارند.

جدول (۲)، آمار توصیفی متغیرهای اصلی پژوهش در دو گروه شرکت‌های با قدرت مدیریتی و شرکت‌های بدون قدرت مدیریتی را نشان می‌دهد. اختلاف میانگین‌ها از طریق تفاضل میانگین شرکت‌های دارای قدرت مدیریت از میانگین شرکت‌های بدون قدرت مدیریت بدست آمده است.

جدول ۲. شاخص‌های آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در سطح گروه شرکت‌های دارای قدرت مدیریت و بدون قدرت مدیریت

متغیرهای پژوهش	شرکت‌های دارای قدرت مدیریت (۱)		شرکت‌های بدون قدرت مدیریت (۲)			اختلاف میانگین	آماره t آزمون مقایسه میانگین در دو جامعه مستقل
	۴۱۴ مشاهده (سال - شرکت)		۶۸۴ مشاهده (سال - شرکت)				
	میانگین	انحراف معیار	میانگین	میانگین	انحراف معیار		
ROA	۰/۱۰	۰/۰۹	۰/۱۱	۰/۰۹	۰/۱۲	-۰/۰۱	۱/۸۲
Tobin's Q	۱/۴۸	۱/۳۷	۱/۵۱	۱/۳۳	۰/۵۳	-۰/۰۳	۱/۰۸
ROE	۰/۲۷	۰/۲۹	۰/۲۵	۰/۲۴	۰/۲۶	۰/۰۱	-۰/۸۶
Firm Size	۱۴/۵۰	۱۴/۲۸	۱۴/۲۸	۱۴/۰۸	۱/۳۹	۰/۲۲	-۲/۴۶*
Firm Growth	۰/۱۷	۰/۱۴	۰/۱۴	۰/۱۱	۰/۳۲	۰/۰۲	-۱/۲۴
Firm Age	۲/۷۱	۲/۷۷	۲/۷۰	۲/۷۰	۰/۵۲	۰/۰۰	-۰/۲۳

با توجه به مقایسه دو جامعه مستقل که در ستون آخر جدول (۲) نشان داده شده است، ملاحظه می‌شود که بازده دارایی‌ها، کیو توین، بازده حقوق صاحبان سهام، رشد شرکت و سن شرکت در دو گروه شرکت‌های دارای قدرت مدیریت و بدون قدرت مدیریت تفاوت معناداری ندارند، در صورتی که اندازه شرکت در دو گروه شرکت تفاوت معناداری دارند، به گونه‌ای که در شرکت‌های دارای قدرت مدیریت اندازه شرکت کوچکتر از شرکت‌های فاقد قدرت مدیریت دارند.

بررسی مانایی متغیرهای پژوهش

برای بررسی ایستایی (مانایی) متغیرهای پژوهش از آزمون لوین و همکاران^{۴۰} (۲۰۰۲) استفاده گردیده است که نتایج آن در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو

متغیرهای پژوهش	علائم اختصاری	مقدار آماره آزمون	سطح معناداری	درجه مانایی
بازده دارایی‌ها	ROA	-۹/۴۸	۰/۰۰	I(0)
کیو توین	Tobin's Q	-۱۰/۳۰	۰/۰۰	I(0)
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	-۱۰/۹۶	۰/۰۰	I(0)
قدرت مدیرعامل	CEO Power	-۵/۴۸	۰/۰۰	I(0)
اندازه شرکت	Firm Size	-۵/۳۴	۰/۰۰	I(0)
رشد شرکت	Firm Growth	-۲۶/۷۸	۰/۰۰	I(0)
سن شرکت	Firm Age	-۷۴/۵۰	۰/۰۰	I(0)

بر اساس آزمون ریشه واحد لوین و همکاران (۲۰۰۲)، چنانچه معناداری آماره آزمون کمتر از سطح خطای مورد نظر (در اینجا ۰/۰۵) باشد، متغیر مورد آزمون ایستا است. همانطور که در جدول فوق مشاهده می‌شود، در کلیه متغیرها سطح معناداری در آزمون کوچکتر از ۰/۰۵ است و نشان‌دهنده این است که متغیرها پایا هستند، این بدان معنی است که میانگین و

واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است و در نتیجه، شرکت‌های مورد بررسی تغییرات ساختاری نداشته و استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.

نتایج آزمون فرضیه‌ها

پیش از تخمین مدل‌های پژوهش، ضمن تعیین روش تخمین داده‌های ترکیبی، به بررسی مفروضات الگوهای رگرسیونی پرداخته شد. آزمون‌های چاو، هاسمن و بروش پاگان از روش اثرهای ثابت برای تخمین داده‌های ترکیبی پژوهش حمایت کرد که نتایج آن در قسمت پایین جداول ۴، ۵ و ۶ آورده شده است. جداول ۴، ۵ و ۶ نتایج رگرسیون مدل اول، دوم و سوم پژوهش را نشان می‌دهند.

جدول ۴. نتایج آزمون آماری فرضیه اول پژوهش

$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{ CEO Power}_{i,t} + \beta_2 \text{ Firm Size}_{i,t} + \beta_3 \text{ Firm Age}_{i,t} + \beta_4 \text{ Firm Growth}_{i,t} + \varepsilon_0$			
متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری
CEO Power	۰/۰۰	۰/۹۶	۰/۳۳
Firm Size	۰/۰۱	۳/۱۳	۰/۰۱
Firm Growth	۰/۰۶	۹/۱۵	۰/۰۲
Firm Age	-۰/۱۱	-۸/۵۷	۰/۰۰
ضریب تعیین	۰/۷۹	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۷
آماره F	۳۰/۷۸	سطح معناداری F	۰/۰۰
آماره آزمون پرورش پاگان	۶۳۷/۸۱	سطح معناداری آزمون پرورش پاگان	۰/۰۰
آماره آزمون چاو	۱۷/۶۱	سطح معناداری آزمون چاو	۰/۰۰
آماره آزمون هاسمن	۳۴/۲۵	سطح معناداری آزمون هاسمن	۰/۰۰
نتیجه جهت برازش مدل	مدل با اثرات ثابت		

با توجه به آماره F بدست آمده و سطح معناداری آن (۰/۰۰) می‌توان گفت که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، الگوی پژوهش معنادار است. میزان ضریب تعیین (۰/۷۹) نشان می‌دهد حدود ۸۰ درصد از تغییرات مربوط به تأثیر قدرت مدیریت و متغیرهای کنترلی معرفی شده تبیین می‌شود، همچنین مقدار ضریب تعیین تعدیل شده (۰/۷۷) اختلاف چندانی با ضریب تعیین ندارد و نشان دهنده عدم وجود رگرسیون کاذب است.

سطح معناداری متغیر مستقل پژوهش، یعنی قدرت مدیریت (۰/۳۳) حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین قدرت مدیریت و بازده دارایی‌ها است. این موضوع نشان دهنده این است که مدیریت از قدرت خود در جهت اثرگذاری بر بازده دارایی‌های شرکت استفاده نمی‌کند. همچنین براساس نتایج جدول (۴) متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، رشد شرکت و سن شرکت با سطح معناداری کمتر از (۰/۰۵) نشان دهنده وجود رابطه مثبت و معنادار بین این متغیرها با بازده دارایی‌ها است. پس از این، به منظور بررسی فرضیه دوم پژوهش مبنی بر وجود رابطه مثبت و معنادار میان قدرت مدیریت و بازده حقوق صاحبان سهام، مدل دوم پژوهش برازش می‌شود. نتیجه برآورد مدل ۲ در جدول (۵) درج شده است.

جدول ۵. نتایج آزمون آماری فرضیه دوم پژوهش

$ROE_{i,t} = \alpha + \beta_1 CEO Power_{i,t} + \beta_2 Firm Size_{i,t} + \beta_3 Firm Age_{i,t} + \beta_4 Firm Growth_{i,t} + \varepsilon_0$			
متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری
CEO Power	۰/۰۱	۲/۲۷	۰/۰۲
Firm Size	۰/۰۲	۲/۹۴	۰/۰۰
Firm Growth	۰/۱۲	۱۲/۶۶	۰/۰۰
Firm Age	-۰/۲۲	-۱۰/۴۲	۰/۰۱
ضریب تعیین	۰/۸۳	ضریب تعیین تعدیل شد	۰/۸۰
آماره F	۳۸/۱۸	سطح معناداری F	۰/۰۰
آماره آزمون پرورش پاگان	۷۹۷/۲۶	سطح معناداری آزمون پرورش پاگان	۰/۰۰
آماره آزمون چاو	۸/۰۹	سطح معناداری آزمون چاو	۰/۰۰
آماره آزمون هاسمن	۱۹/۶۵	سطح معناداری آزمون هاسمن	۰/۰۰
نتیجه جهت برازش مدل		مدل با اثرات ثابت	

آماره F و سطح معناداری آن (۰/۰۰) در فرضیه دوم، همانند فرضیه اول بیان کننده معناداری الگوی پژوهش است. میزان ضریب تعیین (۰/۸۳) نشان می‌دهد ۸۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. همچنین مقدار ضریب تعیین تعدیل شده (۰/۸۰) اختلاف چندانی با ضریب تعیین ندارد و نشان دهنده عدم وجود رگرسیون کاذب است.

سطح معناداری متغیر مستقل پژوهش، یعنی قدرت مدیریت (۰/۰۲) حاکی از وجود رابطه مثبت و معنادار میان قدرت مدیریت و بازده حقوق صاحبان سهام است. لذا با افزایش قدرت مدیریت بازده حقوق صاحبان نیز افزایش می‌یابد. به بیان دیگر، مدیران قدرتمند با افزایش بازده حقوق صاحبان سهام در جهت منافع سهامداران حرکت می‌کنند. همچنین براساس نتایج جدول (۵) تمامی متغیرهای کنترلی با سطح معناداری کمتر از (۰/۰۵) نشان دهنده وجود رابطه مثبت و معنادار بین این متغیرها با بازده حقوق صاحبان سهام است. پس از این، به منظور، بررسی فرضیه سوم پژوهش مبنی بر وجود رابطه مثبت و معنادار بین قدرت مدیریت و کیو توبین، مدل سوم پژوهش برازش می‌شود. نتیجه برآورد مدل ۳ در جدول (۶) درج شده است.

جدول ۶. نتایج آزمون آماری فرضیه سوم پژوهش

$Tobin's Q_{i,t} = \alpha + \beta_1 CEO Power_{i,t} + \beta_2 Firm Size_{i,t} + \beta_3 Firm Age_{i,t} + \beta_4 Firm Growth_{i,t} + \varepsilon_0$			
متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری
CEO Power	۰/۰۱	۱/۰۸	۰/۰۲
Firm Size	-۰/۰۹	-۲/۰۸	۰/۰۳
Firm Growth	۰/۱۰	۰/۰۴	۰/۰۱
Firm Age	۰/۴۱	۷/۵۱	۰/۰۰
ضریب تعیین	۰/۶۴	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۹
آماره F	۱۳/۹۴	سطح معناداری F	۰/۰۰

آماره آزمون پرورش پاگان	۹۸۸/۷۹	سطح معناداری آزمون پرورش پاگان	۰/۰۰
آماره آزمون چاو	۱۲/۷۶	سطح معناداری آزمون چاو	۰/۰۰
آماره آزمون هاسمن	۴/۳۷	سطح معناداری آزمون هاسمن	۰/۰۰
نتیجه جهت برازش مدل		مدل با اثرات ثابت	

آماره F و سطح معناداری آن (۰/۰۰) در فرضیه سوم، همانند فرضیه اول و دوم بیان کننده معناداری الگوی پژوهش است. همانطور که از جدول فوق بر می آید ۶۴ درصد از تغییرات کیو توین توسط قدرت مدیریت در کنار متغیرهای کنترلی معرفی شده تبیین می شود. اختلاف اندک بین ضریب تعیین تعدیل شده (۰/۵۹) و ضریب تعیین نشان دهنده عدم وجود رگرسیون کاذب است.

سطح معناداری متغیر مستقل پژوهش، یعنی قدرت مدیریت (۰/۰۲) حاکی از وجود رابطه مثبت و معنادار میان قدرت مدیریت و نسبت کیو توین است. همچنین براساس نتایج جدول (۶) تمامی متغیرهای کنترلی با سطح معناداری کمتر از (۰/۰۵) نشان دهنده وجود رابطه مثبت و معنادار بین این متغیرها با کیو توین است.

بحث و نتیجه گیری

در پژوهش حاضر تأثیر قدرت مدیرعامل بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی گردید. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش نشان دهنده عدم وجود رابطه معنادار میان قدرت مدیریت و بازده دارایی ها است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش، مطابق با پژوهش سیگلر (۲۰۱۱) و در تضاد با پژوهش تینگ و همکاران (۲۰۱۷) است. بنابراین می توان گفت که مدیریت از قدرت خود در جهت اثرگذاری بر بازده دارایی های شرکت استفاده نمی کند. لذا بر طبق تئوری نمایندگی، این احتمال وجود دارد که مدیرعامل در جهت منافع شخصی خود حرکت کند.

احتمالاً بتوان این موضوع را اینگونه نیز توضیح داد که مسائل نمایندگی به خوبی در شرکت های نمونه این پژوهش خود را بروز می دهد. به اینصورت که با توجه به سهم اندک اعتبار دهندگان بر تعیین و نیز حدود اختیارات مدیرعامل، توجه مدیرعامل از ارزشمندی شرکت (برای کل سرمایه گذاران) به ارزشمند شدن شرکت برای سهامداران معطوف شده است. این تحلیل بر گرفته از عدم وجود رابطه بین قدرت مدیرعامل و بازده دارایی ها و هم زمان تأثیرپذیری بازده حقوق صاحبان سهام از قدرت مدیرعامل است که در ادامه ذکر شده است.

نتایج آزمون فرضیه دوم نشان دهنده وجود رابطه مثبت و معنادار میان قدرت مدیریت و بازده حقوق صاحبان سهام است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش مطابق با پژوهش تین و همکاران (۲۰۱۳) و در تضاد با پژوهش لی و همکاران (۲۰۰۸) است. در واقع با افزایش قدرت مدیریت، بازده حقوق صاحبان نیز افزایش می یابد. به بیان دیگر مدیران قدرتمند با افزایش بازده سهام در جهت افزایش منافع سهامداران حرکت می کنند. طبق تئوری نمایندگی مدیر جهت رسیدن به منافع خود (با در نظر گرفتن عامل نظارتی حاکمیت شرکتی) تلاش می کند حتی الامکان با ترغیب مالکان به اعطای قدرت بالا در کنار ابقاء در پست مدیرعاملی علاوه بر منافع جاری به منافع بلند مدت خود نیز دست یابند و لذا از طریق افزایش منافع

سهامداران، به طور غیر مستقیم در جهت منافع خود حرکت می‌کند. این موضوع از بررسی میزان تأثیر پذیری شاخص دیگر منافع سهامداران (کیو توین) از قدرت مدیرعامل تأیید بیشتری پیدا می‌کنند که در ادامه ذکر شده است. در نهایت نتایج حاصل از فرضیه سوم پژوهش نشان دهنده وجود رابطه مثبت و معنادار میان قدرت مدیریت و نسبت کیو توین است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش مطابق با پژوهش **هان و همکاران (۲۰۱۶)** و در تضاد با پژوهش **هارجوتو و جو (۲۰۰۹)** است.

با توجه به اینکه حوزه قدرت مدیریت حوزه مهمی است و در این زمینه پژوهش‌های داخلی کمی انجام شده لازم است، مطالعاتی جهت بررسی تأثیر قدرت مدیریت بر کیفیت افشای اطلاعات حسابداری شرکت‌ها، تأثیر قدرت مدیریت بر بازده سهام و رتبه نقدشوندگی و همچنین رابطه بین رقابت در بازار محصول، قدرت مدیریت و ارزش بازار شرکت انجام شود.

یادداشت‌ها

1. Daily and Johnson
2. Qin
3. Bertrand and Schoar
4. Malmendier and Tate
5. Adams
6. Ting
7. Wu
8. Daft
9. Tien
10. Jensen and Meckling
11. Gompers
12. Pour
13. Jensen and Murphy
14. Vafeas
15. Cheng
16. Sheikh
17. Tushman and Romanelli
18. Luo
19. Baldenius
20. Eisenhardt and Bourgeois
21. Haleblan and Finkelstein
22. Landier
23. Agrawal and Knoeber
24. Yermack
25. Bhagat and Black
26. Han
27. Zhou
28. Sigler
29. Matolcsy and Wright
30. Harjoto and Jo
31. Li et al
32. Pearce and Zahra
33. Enqvist
34. Thomsen
35. Caballero
36. Huang
37. Chen and Lin
38. Aghion
39. Hardwick
40. Levin

منابع

- اسعدی، عبدالرضا. (۱۳۹۵). حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های هلدینگ و تابعه در بورس اوراق بهادار تهران. *راهبرد مدیریت مالی*، ۴(۱۵)، ۱۵۱-۱۲۹.
- حقیقی، محمدعلی. (۱۳۸۰). مدیریت رفتار سازمانی، تهران، نشر ترمه.
- حساس یگانه، یحیی؛ رئیسی، زهره، حسینی، سیدمجتبی. (۱۳۸۸). رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *علوم مدیریت ایران*، ۴(۱)، ۷۵-۱۰۰.
- خدادادی، ولی؛ تاکر، رضا. (۱۳۹۱). تأثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۴(۱۵)، ۲۱-۱.
- خواجوی، شکراله؛ قدیریان آرانی، محمد حسین. (۱۳۹۷). توانایی مدیران، عملکرد مالی و خطر ورشکستگی. *دانش حسابداری*، ۹(۱)، ۶۱-۳۵.

صحت، سعید؛ شریعت پناهی، مجید؛ مسافری راد، فراز. (۱۳۹۰). رابطه بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۹(۳۲)، ۱۴۰-۱۲۱.

قائمی، محمدحسین؛ شهریاری، مهدی. (۱۳۸۸). حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌ها. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۱(۱)، ۵۷-۳.

مشایخی، بیتا؛ حاجی عظیمی، فرزاد. (۱۳۹۷). اثربخشی توانایی‌های مدیریتی بر عملکرد شرکت در مرحله چرخه عمر، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۷(۳)، ۵۴-۲۹.

ممتازیان، علیرضا؛ کاظم‌نژاد، مصطفی. (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین قابلیت‌های مدیریت و معیارهای عملکرد با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۵(۲)، ۸۸-۶۵.

مشایخ، شهرناز؛ ماه‌آورپور، رضیه. (۱۳۸۸). اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۳(۲۳)، ۱۲۲-۱۰۷.

Reference

- Asadi, A. (2017). Corporate Governance and Holding Companies and Subsidiaries Performance in Tehran Stock Exchange. *Financial Management Strategy*, 4(4), 129-151 [In Persian].
- Adams, R.B., Almeida, H., Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *The Review of Financial Studies*, 18(4), 1-56.
- Aghion, P., Fally, T., Scarpetta, S. (2007). Credit constraints as a barrier to the entry and post-entry growth of firms. *Economic Policy*, 22 (52), 731-790.
- Agrawal, A., Knoeber, C.R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of financial and quantitative analysis*, 31(3), 377-397.
- Bertrand, M., Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169-1208.
- Bhagat, S., Black, B. (2001). The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law*, 27(2), 231-245.
- Baldenius, T., Melumad, N., Meng, X. (2014). Board composition and CEO power. *Journal of Financial Economics*, 112(1), 53-68.
- Cheng, S. (2008). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of financial economics*, 87(1), 157-176.
- Caballero, S.B., Teruel, P.G., Solano, P.M. (2014). Working capital management, corporate performance and financial constraints. *Journal of Business Research*, 67(3), 332-338.
- Chen, I.J., Lin, S.H. (2012). Will managerial optimism affect the investment efficiency of a firm? *Procedia Economics and Finance*, 2, 73-80.
- 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.
- Daft, R.L. (2005). *Fundamentals of organization theory and design*. Thomson Learning.
- Enqvist, J., Graham, M., Nikkinen, J. (2014). The impact of working capital management on firm profitability in different business cycles: Evidence from Finland. *Research in International Business and Finance*, 32(4), 36-49.
- Eisenhardt, K.M., Bourgeois III, L.J. (1988). Politics of strategic decision making in high-velocity environments: Toward a midrange theory. *Academy of Management Journal*, 31, 737-770.
- Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 1-70
- Harjoto, M.A., Jo, H. (2009). CEO Power and firm performance: A test of the life cycle theory. *Asia Pacific Journal of Financial Studies*, 38(1), 35-66.

- Han, S., Nanda, V.K., Silveri, S. (2016). CEO power and firm performance under pressure. *Financial Management*, 45(2), 369-400.
- Hardwick, P., Adams, M., Zou, H. (2003). Corporate governance and cost efficiency in the United Kingdom life insurance industry. European Business Management School, University of Wales, Swansea.
- Haleblian, J., Finkelstein, S. (1993). Top management team size, CEO dominance, and firm performance: The moderating roles of environmental turbulence and discretion. *Academy of Management Journal*, 36(3), 844-863.
- Huang, J., Jain, B.A., Shao, Y. (2017). CEO power, product market competition and the acquisition motive for going public. *Accounting & Finance, Online Early*, 31(2), 1-29.
- Haghighi, M. A. (2001). Organizational Behavior Management, Tehran, Termeh Publishing [In Persian].
- Hasasyeghaneh, y., Raisi, Z., Hosseini., M. (2009). Relationship between Quality of Corporate Governance and Corporate Performance in Tehran Stock Exchange. *Iranian journal of management sciences*, 4(Number 13), 75-100 [In Persian].
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 30(2), 305-360.
- Jensen, M.C., Murphy, K.J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.
- Khodadadi, V., Takor, R. (2012). Investigation the impact corporate governance structure on financial Performance and valuation in public firms. *Accounting and Auditing Research*, 4(15), 88-101 [In Persian].
- Khajavi (Ph.D), S., Ghadirian Arani, M. (2018). Managerial Ability, Financial Performance and Bankruptcy Risk. *Journal of Knowledge Accounting*, 9(1), 35-61 [In Persian].
- Landier, A., Sauvagnat, J., Sraer, D., Thesmar, D. (2012). Bottom-up corporate governance. *Review of Finance*, 17(1), 161-201.
- Li, H., Han, L., Li, D. (2008). CEO power on corporate performance in Chinese market. In wireless communications, networking and mobile computing. WiCOM'08. *4th International Conference*, 25(1), 1-5.
- Luo, Y. (2015). CEO power, ownership structure and pay performance in Chinese banking. *Journal of Economics and Business*, 82(3), 1-14.
- Levin, A., Lin, C.F., Chu, C.S.J. (2002). Unit root tests in panel data: Asymptotic and finite-sample properties. *Journal of econometrics*, 108(1), 1-24.
- Matolcsy, Z., Wright, A. (2011). CEO compensation structure and firm performance. *Accounting & Finance*, 51(3), 745-763.
- Malmendier, U., Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700.
- Mashayekhi, B., haji azimi, F. (2018). Managerial Ability and Company Performance in Life Cycle Stages. *Empirical Research in Accounting*, 8(1), 29-54 [In Persian].
- Momtazian, A., Khazemnezhad, M. (2016). Managerial Abilities and Performance Measures. *Empirical Research in Accounting*, 6(2), 65-88 [In Persian].
- Mashayekh, S., Mahavarpour, R. (2008). Investigating the Effects of Ownership Concentration on Performance in the Firms Listed in Tehran Stock Exchange. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 6(23), 107-122 88 [In Persian].
- Pearce, J.A., Zahra, S.A. (1991). The relative power of CEOs and boards of directors: Associations with corporate performance. *Strategic Management Journal*, 12(2), 135-153.
- Pour, E.K. (2015). IPO survival and CEOs' decision-making power: The evidence of China. *Research in International Business and Finance*, 33(1), 247-267.
- Qin, Y. (2016). Relationship between CEO power and corporate performance. *SSRN Electronic Journal*, 20(3), 1-20.

- Qaemi, M.H., Shariari, M. (2009). Corporate governance and financial performance of companies. *Journal of accounting Advances*, 1(1), 113-128 [In Persian].
- Sheikh, S. (2018). CEO power, product market competition and firm value. *Research in International Business and Finance*, 46(3), 373-386.
- Sigler, K.J., Carolina, N. (2011). CEO compensation and company performance. *Business and Economics Journal*, 31(1), 1-8.
- Sheikh, S. (2018). The impact of market competition on the relation between CEO power and firm innovation. *Journal of Multinational Financial Management*, 44(2), 36-50.
- Sehhat, S., Mosaferi Rad, F., Shariat Panahi, M. (2010). Investigating the Relationship among Economic Value Added, Return on Equity and Return on Investments in Insurance Companies. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 8(32), 121-140 [In Persian].
- Tushman, M.L., Romanelli, E. (1985). Organizational evolution: A metamorphosis model of convergence and reorientation. *Research in organizational behavior*, 31(7), 171-222.
- Tien, C., Chen, C.N., Chuang, C.M. (2013). A study of CEO power, pay structure, and firm performance. *Journal of Management & Organization*, 19(4), 424-453.
- Ting, H.I., Chueh, H., Chang, P.R. (2017). CEO power and its effect on performance and governance: Evidence from Chinese banks. *Emerging Markets Review*, 33(2), 42-61.
- Thomsen, S., Pedersen, T., Kvist, H. (2006). Block holder ownership: Effects on firm value in market and control based governance systems, *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 246-269.
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113-142.
- Wu, S., Quan, X., Xu, L. (2011). CEO power, disclosure quality and the variability of firm performance: Evidence from China. *Nankai Business Review International*, 2(1), 79-97.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.
- Zhou, J. (2015). CEO power, financial performance and arbitrage opportunity: Evidence from Chinese capital market. *International Journal of Chinese Culture and Management*, 3(4), 380-402.