

## ارتباط بین توانایی مدیریتی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه با توجه به نقش بیش اطمینانی مدیریتی

ام البنین دادار<sup>۱\*</sup>، محمد محمدی کنجانی<sup>۲</sup>

### چکیده

ساختار سرمایه یک جنبه مالی کلیدی از مدیریت شرکت است که به ترکیب و نسبت ارزش سرمایه شرکت اطلاق می‌شود و نتیجه فعالیت‌های تامین مالی شرکت است. در این پژوهش، ارتباط بین توانایی مدیریتی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه با توجه به نقش بیش اطمینانی مدیریتی مورد بررسی قرار گرفت. نوع پژوهش توصیفی بوده که به شیوه همبستگی صورت گرفته و از بعد هدف، از نوع پژوهش‌های کاربردی و از بعد روش گردآوری داده‌ها، نوع غیرتعاملی پس رویدادی است، که از داده‌های موجود در پایگاه اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، که بر اساس شرایط در نظر گرفته برای انتخاب نمونه، ۱۲۴ شرکت برای آزمون فرضیه‌های به روش حذف سیستماتیک طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۹، انتخاب و اطلاعات آنها جمع‌آوری و با استفاده از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته آزمون گردیده است نتایج این پژوهش حاکی از آن بود که توانایی مدیریتی، سرعت تعدیل ساختار سرمایه را افزایش می‌دهد و بیش اطمینانی مدیریتی می‌توان اثری مستقیم بر این رابطه به جای بگذارد. این یافته‌ها نقش توانایی مدیریتی و بیش اطمینانی را در تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه برجسته‌تر می‌نماید.

**کلیدواژه‌ها:** سرعت تعدیل ساختار سرمایه، توانایی مدیریتی، بیش اطمینانی مدیریتی.

### ۱- مقدمه

سرمایه بهینه ارائه شده است؛ ساختاری که با کمترین هزینه، منابع مورد نیاز شرکت را تأمین کند و ارزش شرکت آن را افزایش دهد [۵]. از این رو، هزینه‌های تأمین بدهی از جمله عواملی است که می‌تواند ساختارهای سرمایه و سرعت تعدیل آنها را تحت تأثیر قرار دهد. سرعت تعدیل ساختار سرمایه بسته به میزان هزینه‌های معاملاتی مرتبط با تغییرات مورد نیاز جهت دستیابی به ساختار سرمایه جدید، در بین شرکتها متفاوت است [۱۰].

تصمیم‌گیری در رابطه با تأمین منابع مالی مورد نیاز از جمله مسائلی است که بخش اعظمی از دغدغه‌های مدیران مالی شرکتها را به خود اختصاص داده است. ترکیب منابع مالی گوناگون هر شرکت، ساختار سرمایه آن را شکل می‌دهد [۴]. با توجه به آن که ساختار سرمایه شرکت می‌تواند بر ارزش و اعتبار شرکت به طور مستقیم اثرگذار باشد، در مباحث مالی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است؛ در این راستا، نظریه‌ها و پیشنهادهای مختلفی برای پیش‌بینی رفتار مدیریت در تعیین یک ساختار

فرصت‌های تجاری احتمالی و پروژه‌های سرمایه‌گذاری و مقابله با عدم اطمینان برخوردارند [۲۵]. بر این اساس، توانایی مدیریتی بر نحوه تفسیر و واکنش آنها به همان محرک‌های محیطی تأثیر می‌گذارد و در نتیجه آنها با احتمال بیشتری راهبردهای نوآورانه اتخاذ می‌نمایند و ریسک بیشتری را می‌پذیرند [۲۶].

مدیران با توانایی‌های متفاوت به چشم‌انداز آتی به گونه‌ای متفاوت می‌نگرند و این دیدگاه متفاوت در قضاوت، اعتماد به نفس آنها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. مدیران می‌توانند با سطوح مختلف از توانایی می‌توانند در معرض سوگیری شناختی همچون بیش اطمینانی قرار بگیرند که رایج‌ترین و قدرتمندترین سوگیری‌های شناختی در تصمیم‌گیری‌های مدیریتی است و تأثیرات مهمی بر نتایج مالی شرکت‌ها دارد [۲۰].

مدیران بیش اطمینان به توانایی خود در کنترل رویدادها باور دارند و بنابراین به طور سیستماتیک احتمال وقایع مطلوب (نامطلوب) بر عملکرد شرکت بیش از واقع (کمتر از واقع) ارزیابی می‌کنند [۷]. همچنین این مدیران توانایی خود را در تولید نتایج مطلوب از تصمیمات خود بیش از واقع ارزیابی کنند [۱۹]. این مدیران با خود اسنادی نتایج خوب را به اقدامات خود و نتایج بد را به شانس نسبت می‌دهند؛ در واقع آنها شکست خود را به عوامل خارج از کنترل نسبت می‌دهند و انگیزه‌ای برای شناسایی منابع اشتباهات پیشین و اصلاح آنها را ندارند [۱۱].

## ۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

### ۲-۱- مبانی نظری

ساختار سرمایه یک شرکت نسبت بدهی آن به حقوق صاحبان سهام را نشان می‌دهد و بسیار حائز اهمیت است که بر میانگین موزون هزینه سرمایه و توانایی بقای شرکت‌ها در یک محیط رقابتی تأثیر می‌گذارد [۱۳]. بیشتر مطالعات پیشین از اهرم به عنوان پروکسی ساختار سرمایه استفاده کردند. در تامین مالی، اصطلاح اهرم برای توضیح استفاده از بدهی یک شرکت استفاده می‌شود و سطح بدهی یک شرکت را نسبت به کل دارایی‌های آن نشان می‌دهد. دانستن نسبت بدهی بهینه بسیار مهم است، زیرا می‌تواند به مدیران مالی کمک کند تا یک سیاست تامین مالی مناسب را تدوین کنند و اقدامات پیشگیرانه

ساختار سرمایه یک جنبه مالی کلیدی از مدیریت شرکت است که به ترکیب و نسبت ارزش سرمایه شرکت اطلاق می‌شود و نتیجه فعالیت‌های تامین مالی شرکت است. نسبت ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام شرکت را منعکس می‌کند و این ساختار است که از فعالیت‌های تجاری مختلف و فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شرکت پشتیبانی می‌کند. در واقع در فرآیند اتخاذ تصمیمات تامین مالی، ساختار سرمایه عامل بسیار مهمی است که باید مورد توجه قرار گیرد چرا که فعالیت‌های تامین مالی نقطه شروع فعالیت‌های مختلف شرکتی است [۱۷].

هر شرکتی از یک نقطه بهینه در ساختار سرمایه خود برخوردار است که می‌تواند ارزش شرکت را به بیشینه خود برساند. ساختار سرمایه بهینه شامل ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام است که می‌تواند میانگین موزون هزینه سرمایه را به حداقل برساند و ارزش شرکت را از نظر ثروت سهامداران به بیشینه سازد [۲۳].

نحوه بهینه سازی ساختار سرمایه یک شرکت شامل دو موضوع است، اولی تعیین ساختار سرمایه بهینه شرکت و دومی تطبیق سریع با ساختار بهینه. میزان سرعت تعدیل برای تطبیق به هزینه‌های انحراف از ساختار سرمایه هدف و هزینه‌های تعدیل مجدد به نقطه هدف بستگی دارد.

توانایی مدیریتی تجلی‌گاه تفاوت‌ها در ویژگی‌های فردی مدیران است که به عنوان کسب درآمد بیشتر با استفاده از سطح معینی از منابع یا کسب سطح معینی از درآمد با استفاده از منابع کمتر (پیشینه کردن کارایی منابع مورد استفاده) در مقایسه با همتایانشان در صنعت، تعریف می‌شود [۱۶]. توانایی مدیریتی با درک بهتر محرک‌های عملیاتی و عملکردی شرکتی در ارتباط است. مدیران توانا تر درک بهتری از محصول، فناوری، کارکنان، رویه‌های صنعت، وضعیت کلان اقتصادی و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ارزش تر دارند و به صورت اثربخش‌تری می‌توانند کارکنان خود را مدیریت کنند. درک بهتر نیازمندی‌های صنعت می‌تواند مدیران را قادر سازد تا از منابع شرکت به طور کارآمدتر برای شناسایی و ایجاد درآمد سودمند استفاده کنند [۱۱]. بنابراین در کنار توانایی بهتر در استفاده از منابع سازمانی از سوی مدیران توانمندتر، آنها از توانایی بیشتری نیز برای ارزیابی

بیشتری منافع آنها را در نظر می‌گیرند و بر همین اساس، مدیران توانا تر با احتمال بیشتری به اهداف خود دست می‌یابند. توانایی زیاد مدیران به اثربخشی بیشتر در عملیات روزانه سازمان منجر می‌شود؛ به خصوص هنگامی که تصمیم‌گیری مدیران در عملکرد سازمان تاثیر شایان توجهی داشته باشد. افزون بر آن، در دوره‌هایی که شرکت با بحران روبه‌روست، مدیران توانا تر تصمیم‌گیری مناسب‌تری در ارتباط با تامین منابع مورد نیاز خواهند داشت بنابراین، توانایی زیاد مدیران موجب بهبود خالص ارزش فعلی برای سازمان می‌شود و بالعکس، تصمیم‌های ضعیف و مهارت پایین مدیر در رهبری می‌تواند شرکت را به سمت ورشکستگی سوق دهد [۸]. انتظار می‌رود مدیرانی که توانایی بهتری در تصمیم‌گیری‌های عملیاتی دارند ساختار سرمایه را با سرعت بالاتری به سمت سطوح هدف تعدیل نمایند، چرا که چنین مدیرانی با بستن شکاف بین ساختار سرمایه واقعی و هدف، ارزش شرکت بالاتری را دنبال می‌کنند و مدیران با توانایی بالا به دلیل پایین‌تر بودن هزینه‌های تامین مالی خارجی از هزینه تعدیل ساختار سرمایه کمتری برخوردارند [۹]، [۱۴].

## ۲-۲- پیشنهاد تحقیق

یونگ و لانگ (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان "بیش اطمینانی مدیرعامل و سرعت تعدیل اهرم و وجه نقد: شواهد مربوط به وجه نقد با بدهی منفی یکسان نیست" در شرکت‌های آمریکایی طی دوره ۱۹۹۳-۲۰۱۷ (۱۴۷۳۰ مشاهده) نشان دادند که مدیران عامل بیش اطمینان، در صورتی که اهرم شرکت بالاتر از (زیر) اهرم هدف باشد، سرعت تعدیل آن را افزایش (کاهش) می‌دهند. علاوه بر این، مدیران عاملی بیش اطمینان، تعدیل وجوه نقد شرکت را در صورتی که کمتر از (بالاتر) تراز بهینه باشد، سرعت می‌بخشند (آهسته می‌کنند). نتایج آنها حاکی از آن است که بیش اطمینانی مدیرعامل با دارایی‌های نقدی بالا و اهرم مالی پایین مرتبط هستند. آزمون‌های اضافی نشان می‌دهد که نتایج به معنای قابلیت جایگزینی وجه نقد و بدهی (منفی) نیست. آنها همچنین دریافتند که مدیران عامل بیش اطمینان، گاهی اوقات اهرم شرکت را به‌طور غیرمنتظره‌ای

برای جلوگیری از وضعیت مازاد بدهی انجام دهند. علاوه بر این، سیاستگذاران ممکن است نیاز به تعدیل نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام موجود در شرکت‌های بورسی داشته باشند تا از منافع و رفاه سرمایه‌گذاران محافظت کنند.

مفهوم ساختار سرمایه بهینه برای اولین بار در نظریه توازی ایستا مطرح شد. در نظریه توازی ایستا، شرکتها در جستجوی یک ساختار سرمایه (نسبت بدهی) بهینه هستند که با توازن بین مزایا و هزینه‌های انتشار بدهی ارزش شرکت را حداکثر سازد. صرفه جویی مالیاتی بهره (سپر مالیاتی) و کاهش تضاد منافع بین سهامداران و مدیران از جمله مزایای بدهی و هزینه‌های بالقوه بحرانهای مالی (ورشکستگی) و تضاد منافع بین سهامداران و اعتباردهندگان از جمله هزینه‌های انتشار بدهی است؛ بنابراین، در ساختار سرمایه بهینه، اهرم هدف یک شرکت بر اساس رقابت بین نیروهای مربوط به مزایای تامین مالی از طریق بدهی (مانند معافیت‌های مالیاتی) و هزینه‌های بدهی (مانند احتمال رخ دادن بحران مالی در شرکت) تعیین می‌گردد [۲۲]. در این نظریه، آنچه سرعت تعدیل ساختار سرمایه را کاهش می‌دهد و نزدیکی به ساختار بهینه را دشوار می‌سازد، هزینه‌های تعدیل ساختار سرمایه است [۲۴]. مطابق با تئوری توازی ایستا، عواملی مانند هزینه‌های فرصت ناشی از انحراف از ساختار سرمایه هدف و ریسک ورشکستگی در تعیین سرعت تغییر ساختار سرمایه شرکت از اهمیت ویژه‌ای برخوردارند [۲۱].

سرعت تعدیل ساختار سرمایه نشان می‌دهد که شرکت تا چه اندازه می‌تواند ساختار سرمایه خود را برای رسیدن به هدف (نقطه بهینه) خود در یک دوره زمانی خاص تغییر دهد. مطابق نظریه توازن ایستا شرکت‌ها با سرعت صددرصدی ساختار سرمایه خود را تعدیل می‌کنند.

مدیران با توانایی بالا، نسبت به همتایان خود از دانش و قضاوت بهتری برخوردارند که به آنها این امکان را می‌دهد که تغییرات آینده را بهتر پیش‌بینی نماید و قادر به مشاهده نتایج تصمیمات و انتخاب‌های خود بر ارزش کلی بلندمدت شرکت خود باشند. این مدیران با شناخت سهامداران خود به احتمال

مثبت از ساختار سرمایه بهینه و عدم تأثیر توان مدیریت بر انحراف منفی از ساختار سرمایه بهینه، با بازده واقعی دارایی‌ها یا عملکرد واقعی شرکت می‌باشد. بعلاوه تأثیر توان مدیریت بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه در شرکت‌های با ساختار سرمایه بیش اهرمی تأیید و کم اهرمی رد شده است. در نهایت، یافته‌ها مشخص می‌کند که تأثیر توان مدیریت بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه در حالت بیش اهرمی و کم اهرمی اختلاف معناداری با یکدیگر ندارند.

علی نژاد سارو کلایی و همکاران (۱۳۹۵)، در پژوهشی با عنوان "تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر ساختار سرمایه" دریافتند که میزان بیش اعتمادی مدیران تأثیری بر ارزش دفتری ساختار سرمایه ندارد، این در حالی است که در این پژوهش تأثیر بیش اعتمادی بر روی ارزش بازار ساختار سرمایه مشاهده شد.

حاجب، مقدم و غفاری (۱۳۹۳) تأثیر توانایی مدیریت را بر ساختار سرمایه شرکت‌های صنعت مواد و محصولات دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. آنان برای اندازه‌گیری توانایی مدیریت از مدل دم‌رجیان و همکاران (۲۰۱۲) استفاده کرده و رابطه آن را با اهرم مالی شرکت بررسی کردند. نتایج حاصل از پژوهش آنان نشان داد که شرکت‌های با مدیران توان‌تر از اهرم مالی بیشتری استفاده می‌کنند؛ همچنین، متغیرهای کنترلی اندازه، دارایی‌های ثابت مشهود و دارایی‌های نامشهود تأثیر معناداری بر اهرم مالی ندارند. شایان ذکر است که در مورد رابطه بین توانایی مدیر و ساختار سرمایه دو فرضیه رقیب خطر-کارایی و ارزش-فرانشیز وجود دارد. بر مبنای فرضیه خطر-کارایی، شرکت‌های با مدیران توان‌تر که احتمالاً از کارایی بالاتری برخوردارند، سطح اهرم بالاتری را انتخاب می‌کنند، چرا که کارایی بالاتر، خطر ناشی از هزینه‌های ورشکستگی و بحران مالی را کاهش می‌دهد و بر مبنای فرضیه ارزش-فرانشیز انتظار بر این است که شرکت‌هایی که در سایه مدیران توان‌تر از کارایی بالاتری برخوردارند از اهرم مالی کمتری استفاده کنند و منابع مورد نیاز خود را بیشتر از محل آورده مالکان تأمین کنند.

### ۳- فرضیه‌های تحقیق

پژوهش حاضر درصدد بررسی ارتباط بین توانایی مدیریتی و

کاهش می‌دهند. این مشاهدات با این دیدگاه مطابقت دارد که مدیران عامل بیش اطمینان، افرادی با اراده قوی هستند که دوست ندارند تحت نظارت باشند.

چو و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان "شناخت آیا توانایی مدیریتی با سرعت تعدیل ساختار سرمایه مرتبط است؟" در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس کره طی سال‌های ۲۰۰۱-۲۰۱۶ (۱۱۳۸۰ مشاهده) نشان دادند که شرکت‌هایی با مدیران توانمندتر سرعت تعدیل ساختار سرمایه کمتری را به سمت سطح هدف نشان می‌دهند. این نتیجه برای شرکت‌های جوان‌تر و کوچک‌تر قوی‌تر است. اینها را می‌توان با اجتناب مدیران توانمند از هزینه‌های معاملات و تصمیم آنها برای تمرکز بر فعالیت‌های اصلی به جای تعدیل ساختار سرمایه توضیح داد. در نهایت، رابطه منفی بین ارزش شرکت و انحراف از ساختار سرمایه هدف برای شرکت‌هایی که مدیران توانمندی دارند ضعیف‌تر است، به این معنی که بازار سهام ارزش شرکت‌هایی را که از ساختار سرمایه هدف منحرف می‌شوند تنزیل نمی‌کند، اگر توسط مدیران شایسته مدیریت شوند.

جیانگ (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان "شناخت کلان مدیریتی و سرعت تعدیل اهرم" در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس شانگهای و شنژن طی دوره ۲۰۰۲-۲۰۱۸ (۲۴۱۸۶ سال -شرکت) نشان داد که تحت شرایط یکسان، شرکت‌های اجرایی با شناخت کلان بالاتر می‌توانند ساختار سرمایه خود را سریع‌تر تعدیل کنند، که تأثیر افزایشی بر سرعت تعدیل اهرم ناشی از شناخت کلان مدیران زمانی آشکارتر است که شناخت در مورد آینده باشد. علاوه بر این، زمانی که شرکت با محدودیت‌های تامین مالی، سیاست‌های پولی سختگیرانه و تمرکز پایین حقوق صاحبان سهام مواجه می‌شود، تأثیر شناخت کلان مدیران بر سرعت تعدیل بازتر می‌گردد.

اولادغفاری و همکاران (۱۴۰۲)، در پژوهشی با عنوان "بررسی نقش توانایی مدیریت بر رابطه بین انحراف از ساختار سرمایه بهینه و عملکرد واقعی شرکت و سرعت اصلاح ساختار سرمایه" دریافتند که توان مدیریت تأثیر معناداری بر ارتباط بین انحراف از ساختار سرمایه بهینه و بازده واقعی دارد. همچنین، نتایج بیانگر تأثیر معنادار توان مدیریت بر ارتباط بین انحراف

صورت پراکنده و در طی سال های بیشتر داشته باشیم. در روش تلفیقی به واسطه ترکیب مشاهدات سری زمانی و مقطعی، مشکل ناهمسانی واریانس محدود شده، هم خطی بین متغیرها کاهش یافته و به واسطه افزایش درجه آزادی، برآورد کاراتر انجام می شود.

در این پژوهش با توجه به نوع داده ها و روش های تجزیه و تحلیل موجود، از روش رگرسیونی خطی چندگانه استفاده می شود. برای آزمون فرضیه پژوهش، پس از اندازه گیری متغیرها رگرسیون تخمین زده می شود. پس از محاسبه متغیرهای اساسی، فرضیه ها را با مدلها بصورت مدل رگرسیونی زیر آزمون می کنیم:

مدل اول - فرضیه اول

$$\Delta Lev_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta Lev_{i,t}^* + \gamma_2 MA_{i,t-1} + \gamma_3 \Delta Lev_{i,t}^* \cdot MA_{i,t-1} + \gamma_n controls + \varepsilon_{i,t}$$

مدل دوم - فرضیه دوم

$$\Delta Lev_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta Lev_{i,t}^* + \gamma_2 MA_{i,t-1} + \gamma_4 \Delta Lev_{i,t}^* \cdot MA_{i,t-1} + \gamma_5 MO_{i,t-1} + \gamma_6 \Delta Lev_{i,t}^* \cdot MO_{i,t-1} + \gamma_7 \Delta Lev_{i,t}^* \cdot MA_{i,t-1} \cdot MO_{i,t-1} + \gamma_n controls + \varepsilon_{i,t}$$

لازم به ذکر است که قبل از تخمین مدلهای رگرسیونی جهت آزمون فرضیه پژوهش، به انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیونی پرداخته می شود. ابتدا با استفاده از آزمون چاو یا لیمر به انتخاب مدل داده های تلفیقی (ادغام شده یا بدون اثرات) در برابر مدل داده های تابلویی (با اثرات ثابت یا اثرات تصادفی) پرداخته خواهد شد.

در صورتی که مقدار احتمال آماره چاو یا لیمر کمتر از سطح معنی داری ۵٪ باشد، استفاده از روش داده های تلفیقی منتفی است. در غیر این صورت اگر سطح معنی داری از ۵٪ بیشتر باشد، استفاده از روش داده های تلفیقی مناسب است. اگر مدل داده های تلفیقی (ادغام شده یا بدون اثرات) در برابر داده های تابلویی (با اثرات ثابت یا اثرات تصادفی) انتخاب نشود، به انجام

سرعت تعدیل ساختار سرمایه: با توجه به نقش بیش اطمینانی مدیریتی است. با توجه به این مقدمه این پژوهش دارای فرضیه های به شرح زیر است:

- فرضیه اول: بین توانایی مدیریتی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.

- فرضیه ۲: بیش اطمینانی مدیریتی بر رابطه توانایی مدیریتی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه اثرگذار است.

#### ۴- روش تحقیق

روش پژوهش حاضر بر حسب هدف پژوهش، از نوع کاربردی و بر حسب ماهیت، توصیفی و بر حسب روش پژوهش از نوع همبستگی است که به روش کتابخانه ای با بررسی گزارش ها تنظیم شده است. هدف پژوهش حاضر بررسی ارتباط بین توانایی مدیریتی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه با توجه به نقش بیش اطمینانی مدیریتی با استفاده از روش رگرسیون کمترین مربعات تعمیم یافته (GLS) است. با توجه به ماهیت پژوهش، داده ها به صورت روزانه و تلفیقی (پنل) جمع آوری گردیده و با استفاده از آمار استنباطی به بررسی ارتباط بین متغیرها پرداخته شده است.

قلمرو زمانی این پژوهش دربرگیرنده سال های ۱۳۹۱ الی پایان ۱۳۹۹ می باشد. قلمرو مکانی یا همان جامعه آماری این پژوهش شامل ۱۲۴ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران بوده، که طی این دوره زمانی تحقیق دارای شرایط زیر بوده اند. (جدول ۱)

۱- سال مالی شرکت ها منتهی به پایان اسفند هر سال باشد.

۲- طی قلمرو زمانی پژوهش، سه ماه پیاپی توقف معاملاتی نداشته باشند.

۳- جزء شرکت های بیمه و سرمایه گذاری نباشند.

۴- سهام شرکت در تمام سالهای دوره پژوهش معامله شده باشد.

دلیل انتخاب این بازه زمانی در این بوده که بتوانیم تحلیل بهتری از سرعت تعدیل ساختار سرمایه شرکتها در شرایط مختلف زمانی و همچنین ارزیابی رویدادها و حوادث مختلف به

آزمون هاسمن به منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی پرداخته می شود. در صورتی که مقدار احتمال آماره هاسمن کمتر از سطح معنی داری ۰.۵ باشد؛ دلیل کافی برای رد الگوی اثرات ثابت نداریم و برای آزمون فرضیه مذکور باید از الگوی اثرات ثابت استفاده کنیم در غیر این صورت اگر سطح معنی داری از ۰.۵ بیشتر باشد، استفاده از الگوی اثرات تصادفی مناسب است. در همه تکنیک های آماری از نرم افزارهای EXCEL و EViews استفاده می شود.

جدول ۱. روند غربالگری جامعه آماری

تعداد	معیارها:
۳۶۹	کل شرکت های پذیرفته شده فعال در بورس در پایان سال ۱۳۹۹
(۱۳۱)	شرکت های بعد از سال ۱۳۹۰ در بورس پذیرفته شده اند.
(۷۲)	شرکت های که سرمایه گذاری و واسطه گری مالی، هلدینگ بانک ها و بیمه ها بوده اند.
(۱۶)	شرکت های که در قلمرو زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۹ تعداد شرکت های فعال آنها بیش از ۸ شرکت نبوده است
(۲۴)	شرکت های تاریخ سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه نبوده یا در تغییر سال مالی داشته اند.
(۲)	شرکت های که در قلمرو زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۹ اطلاعات مورد آن ها در دسترس نبوده یا قابل استفاده نبودند.
۱۲۴	<b>تعداد شرکت های نمونه</b>

جدول شماره ۲: متغیرهای پژوهش

توضیح	نماد	متغیر	جایگاه متغیر
تخمین با استفاده از مدل تعدیل جزئی ( $Lev_{i,t} - Lev_{i,t-1}$ )	$\Delta Lev_{i,t}$	سرعت تعدیل ساختار سرمایه	وابسته
نسبت بدهی کل دارایی ها	Lev	اهرم مالی	وابسته
اندازه گیری بر طبق الگوی ارائه شده به وسیله دمرجیان (۲۰۱۲)	$MA_{i,t}$	توانایی مدیریت	توضیحی
لگاریتم طبیعی مجموع دارایی ها	Size	اندازه شرکت	کنترلی
نسبت بدهی میانه در صنعت مربوطه	MedLev	میانه اهرم مالی صنعت	کنترلی
نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	MB	فرصت های رشد	کنترلی
نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی ها	EBIT	سودآوری	کنترلی
نسبت دارایی های ثابت مشهود به کل دارایی ها	PPE	دارایی های ثابت مشهود	کنترلی
برابر است با ۱ اگر شرکت در سود نقدی تقسیم کرده باشد، در غیر این صورت برابر با صفر است.	Divi dend	سود تقسیمی	کنترلی
برابر است با نسبت هزینه استهلاک به کل دارایی ها	Dep	سپر مالیاتی غیربدهی <sup>۱</sup>	کنترلی
درصد سهام بازار شرکت نسبت به صنعت مربوطه	MS	سهام بازار	کنترلی
برابر است با خالص وجه نقد ناشی از فعالیت های عملیاتی منهای سود تقسیمی و بهره بدهی	FCF	جریان نقد آزاد	کنترلی
لگاریتم طبیعی تعداد سال های که شرکت در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده است	Age	سن شرکت	کنترلی
اگر فروش خارجی شرکت ا در سال t صفر نباشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر می پذیرد	FCI	فعالیت برون مرزی	توضیحی
مجازی، دوجهی، دارای ۲ معیار			
معیار اول (بیش سرمایه گذاری نسبت به صنعت) $MO_1$	OverCon	اعتماد به نفس بیش از حد	تعدیلگر
معیار دوم (سرمایه گذاری مازاد در دارایی ها) $MO_2$		مدیران	

۱. سپر مالیاتی هزینه استهلاک (غیربدهی)، از نسبت استهلاک به کل دارایی های شرکت بدست می آید. شرکتها از سایر اقلام غیربدهی مانند استهلاک و اعتبار مالیاتی به منظور کاهش مالیات استفاده می کنند. شرکتی که سپر مالیاتی غیربدهی دارد از بدهی کمتری استفاده خواهد کرد و انتظار بر این است که هر چه هزینه های استهلاک بیشتر شود، اهرم مالی کاهش یابد.

متغیر تعدیلگر این پژوهش، اعتماد به نفس بیش از حد مدیران (OverCon) است که به صورت یک متغیر مجازی و دووجهی در نظر گرفته شده است و با ۲ معیار قابل تعریف است. معیار اول: بیش سرمایه‌گذاری نسبت به صنعت ( $MO1_{i,t}$ ) است که اگر نسبت مخارج سرمایه‌ای به کل دارایی‌ها بزرگ‌تر از سطح میانه آن برای صنعت مربوط در آن سال باشد، متغیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران مقدار یک می‌گیرد و در غیر این صورت برای این متغیر مقدار صفر در نظر گرفته می‌شود [۷].

معیار دوم: سرمایه‌گذاری مازاد در دارایی‌ها ( $MO2_{i,t}$ ) است که از طریق باقیمانده رگرسیون رشد دارایی‌های بر کل رشد فروش برای هر صنعت جداگانه برآورد می‌شود و اگر باقی مانده رگرسیون بزرگتر از صفر باشد، متغیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران مقدار یک می‌گیرد و در غیر این صورت برای این متغیر مقدار صفر در نظر گرفته می‌شود [۷].

$$TAG_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

TAG: نشانگر رشد دارایی‌ها بوده و از تفاوت دارایی سال جاری نسبت به سال پیشین محاسبه می‌گردد.  
SG: نشانگر رشد فروش بوده و از تفاوت فروش سال جاری نسبت به سال پیشین محاسبه می‌گردد.

## ۵- تجزیه و تحلیل داده‌ها

### آمار توصیفی متغیرها

در روش‌های توصیفی تلاش بر آن است تا با ارائه نگاهی از نتایج آماره‌های توصیفی و استفاده از ابزارهای آمار توصیفی نظیر شاخص‌های مرکزی از جمله میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی از جمله انحراف معیار به توصیف داده‌های پژوهش پرداخته شود، تا این امر به شفافیت موضوع کمک کند. نتایج آماره‌های توصیفی در جدول ۳ ارائه شده است. نتایج تحلیل توصیفی نشان می‌دهد که میانگین و میانه متغیر وابسته پژوهش، اهرم مالی برای نمونه مورد بررسی به ترتیب برابر با ۰/۵۸۰ و ۰/۵۷۶ می‌باشد. یافته‌های میانگین و میانه در مورد توانایی مدیریتی به عنوان متغیر مستقل در ۱۱۱۶

متغیر وابسته این پژوهش، سرعت تعدیل ساختار سرمایه است که در طی ۲ گام قابل تخمین است.

در گام اول ابتدا با استفاده از رگرسیون حداقل مربعات معمولی با اثرات ثابت، مدل زیر تخمین زده می‌شود:

$$Lev_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Size_{i,t-1} + \beta_2 MedLev_{i,t-1} + \beta_3 MB_{i,t-1} + \beta_4 EBIT_{i,t-1} + \beta_4 PPE_{i,t-1} + \beta_5 Dividend_{i,t-1} + \beta_5 Dep_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

گام دوم: در این مرحله، سرعت تعدیل ساختار سرمایه را به سمت سطح هدف ( $Lev^*$ ) با استفاده از مدل تعدیل جزئی، تخمین می‌زنیم. سطح هدف ساختار سرمایه بر اساس ضرایب برآورد شده از مدل پیش است.

$$Lev_{i,t} - Lev_{i,t-1} = \gamma_0 + \gamma_1 (Lev^*_{i,t} - Lev_{i,t-1}) + \gamma_n Controls + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر مستقل این پژوهش عبارت است از توانایی مدیریتی شرکت  $i$  در پایان دوره مالی  $t$  ( $MA_{i,t}$ ).

به منظور اندازه‌گیری توانایی مدیریت از الگوی ارائه شده به وسیله دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) استفاده شده است. برای سنجش توانایی مدیران با استفاده از این الگو گام‌های زیر باید طی شود.

گام اول: ابتدا کارایی شرکت با استفاده از روش تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) و با در نظر گرفتن متغیرهای فروش (Sales)، بهای تمام شده کالای فروش رفته (CGS)، هزینه‌های فروش، اداری و عمومی (A&SG)، دارایی‌های ثابت مشهود (PPE) و دارایی‌های نامشهود (Intan) سنجیده می‌شود.

$$max_{\theta} = \frac{Sales}{CGS + SG\&A + PPE + Intan}$$

گام دوم: توانایی مدیریت با استفاده از کارایی بدست آمده در مرحله اول و معادله رگرسیون ترکیبی به شرح رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$MA_{i,t} = \partial_0 + \partial_1 Size_{i,t} + \partial_2 MS_{i,t} + \partial_3 FCF_{i,t} + \partial_4 Age_{i,t} + \partial_5 FCI_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

سال-شرکت مورد بررسی به ترتیب برابر با ۰/۰۰۱ و ۰/۰۲۶ می‌باشد. نتایج مرتبط با بیش اطمینانی مدیریتی به عنوان متغیر تعدیلگر نشان می‌دهد تقریباً ۳۴ درصد از مدیران شرکت‌ها با معیار اول (بیش سرمایه‌گذاری نسبت به صنعت) و ۳۸ درصد از مدیران شرکت‌ها با معیار دوم (سرمایه‌گذاری مازاد در دارایی‌ها) به بیش اطمینانی دچار هستند.

جدول ۳- آماره توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	تعداد	میانگین	میانه	کمینه	بیشینه	انحراف معیار
وابسته	اهرم مالی	1116	۰/۵۸۰	۰/۵۷۶	۰/۰۳۱	۲/۰۷۸	۰/۲۰۷
	اهرم مالی هدف	1116	۰/۵۸۱	۰/۵۸۴	۰/۲۶۸	۰/۹۰۱	۰/۱۰۶
مستقل	توانایی مدیریتی	1116	۰/۰۰۱	۰/۰۲۶	-۰/۸۶۵	۰/۱۲۹	۰/۰۷۹
	اعتماد به نفس بیش از حد ۱	1116	۰/۳۳۸	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۴۳۳
تعدیلگر	اعتماد به نفس بیش از حد ۲	1116	۰/۰۳۷۷	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۴۸۵
	اندازه شرکت	1116	۱۴/۴۰۵	۱۴/۲۰۶	۱۰/۳۵۲	۲۰/۱۸۳	۱/۴۸۸
تجزیه	میانه اهرم مالی صنعت	1116	۰/۶۰۵	۰/۶۱۵	۰/۳۹۹	۰/۸۰۰	۰/۰۸۷
	فرصت‌های رشد	1116	۲/۰۳۷	۱/۵۳۴	۰/۲۱۹	۲۰/۹۷۶	۱/۶۹۵
	سودآوری	1116	۰/۱۴۴	۰/۱۲۳	-۰/۳۲۶	۰/۶۳۹	۰/۱۳۴
	دارایی ثابت مشهود	1116	۰/۲۶۴	۰/۲۲۳	۰/۰۱۳	۰/۹۷۲	۰/۱۸۱
	تقسیم سود	1116	۰/۷۸۲	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۴۱۳
	سپر مالیاتی غیر بدهی	1116	۰/۰۲۲	۰/۰۱۷	۰/۰۰۰	۰/۱۳۳	۰/۰۱۹

### آزمون مانایی متغیرها

یکی از مشکلات بالقوه در تحلیل داده‌های مالی وجود ریشه واحد است. وجود ریشه‌های واحد به معنای نامانای بودن داده‌هاست و این امر می‌تواند به بروز مشکلاتی در اعتبار آزمون‌های انجام شده منجر شود. بنابراین پیش از تخمین مدل، مانایی متغیرهای مدل از طریق آزمون ریشه واحد دیکی فولر مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون ایستایی متغیرها در جدول ۴ مشاهده می‌شود.

جدول ۴: بررسی پایایی (آزمون دیکی فولر)

متغیر	نماد	مقدار آماره	احتمال آماره
اهرم مالی	Lev <sub>i,t</sub>	-۱۵/۱۱۷	۰/۰۰۰
اهرم مالی هدف	Lev* <sub>i,t</sub>	-۷/۱۰۶	۰/۰۰۰
توانایی مدیریتی	MA <sub>i,t-1</sub>	-۲۱/۴۱۳	۰/۰۰۰
اعتماد به نفس بیش از حد ۱	MO <sub>i,t-1</sub>	-۲۶/۸۱۰	۰/۰۰۰
اعتماد به نفس بیش از حد ۲	MO <sub>i,t-1</sub>	-۳۰/۳۹۹	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	Size <sub>i,t-1</sub>	-۶/۸۴۵	۰/۰۰۰
میانه اهرم مالی صنعت	MedLev <sub>i,t-1</sub>	-۵/۸۰۴	۰/۰۰۰
فرصت‌های رشد	MB <sub>i,t-1</sub>	-۷/۳۲۰	۰/۰۰۰
سودآوری	EBIT <sub>i,t-1</sub>	-۱۴/۲۸۶	۰/۰۰۰
دارایی ثابت مشهود	PPE <sub>i,t-1</sub>	-۱۱/۲۹۳	۰/۰۰۰
تقسیم سود	Dividend <sub>i,t-1</sub>	-۱۱/۰۹۸	۰/۰۰۰
سپر مالیاتی غیر بدهی	Dep <sub>i,t-1</sub>	-۱۱/۰۶۶	۰/۰۰۰



### آزمون هم‌انباشتگی

تخمین مدل در حالت نامانابودن متغیرها باعث ایجاد رگرسیون کاذب در مدل می‌شود که می‌توان برای رفع این مشکل از آزمون هم‌انباشتگی استفاده کرد. مفهوم هم‌انباشتگی تداعی‌کننده وجود یک رابطه تعادلی بلندمدت است که سیستم اقتصادی در طول زمان به سمت آن حرکت می‌کند [۶]. در صورت نامانایی متغیرهای مدل اگر بین آن‌ها هم‌انباشتگی برقرار باشد، نتایج حاصل از تخمین مدل قابل‌اعتماد خواهد بود. در اینجا به منظور بررسی آزمون هم‌انباشتگی در مدل‌های مورد استفاده از روش کائو استفاده شده است. این آزمون با استفاده از آماره آزمون‌های ریشه واحد DF و ADF انجام می‌شود. در این آماره‌ها فرضیه صفر برابر عدم وجود هم‌انباشتگی بین متغیرهای مدل است. نتایج آزمون هم‌انباشتگی کائو با استفاده از آماره ADF برای مدل تخمینی، در جدول ۵ نشان داده شده

است. نتایج نشان می‌دهد که فرضیه صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود و بر اساس آمار ADF آزمون کائو، هم‌انباشتگی در مدل برقرار است و مشکل رگرسیون کاذب در مدل تخمینی وجود نخواهد داشت.

### آزمون F لیمر

در این پژوهش از الگوی رگرسیون چندگانه برای آزمون فرضیه استفاده شده است و برای این که بتوان مشخص نمود که آیا داده‌های پانل برای برآورد تابع موردنظر کارآمدتر خواهد بود یا نه، فرضیه ای را آزمون می‌کنیم که در آن کلیه عرض از مبداها با یکدیگر برابر هستند. و طبق نتایج جدول ۵، سطح معناداری آماره F لیمر کمتر از ۵٪ است و نشان می‌دهد که فرضیه صفر مبنی بر برابری اثرات فردی رد شده و الگوی مناسب برای برآورد مدل مورد بررسی در طبقه پنل قرار دارد.

جدول ۵- نتایج آزمون هم‌انباشتگی کائو

آماره ADF	مقدار آماره t	prob	نتیجه آزمون
-۶/۴۶	۰/۰۰۰۰	فرضیه صفر مبتنی بر عدم هم‌انباشتگی در مدل رد می‌شود.	

جدول ۶- نتایج آزمون F لیمر

آزمون	مقدار آماره	prob	نتیجه آزمون
F لیمر	۲/۱۰۹	۰/۰۰۰۰	داده‌های پنلی

### آزمون مدل‌ها

نتایج حاصل از رگرسیون زمانی قابل‌انکاست که رگرسیون برازش شده در کل معنادار باشد. برای معنادار بودن رگرسیون از تحلیل واریانس (آزمون F) استفاده می‌کنیم. ضریب تعیین نیز معرف میزان تغییرپذیری در متغیر وابسته است که می‌توان بوسیله رگرسیون آن را توضیح داد. در واقع ضریب تعیین، یک ملاک برای قدرتمند بودن رابطه خطی است و مقدار آن برابر است با نسبت تغییرات توجیه شده توسط مدل به تغییرات کل، و هرچه مقدار آن به ۱ نزدیک‌تر باشد، رابطه قوی‌تری بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود دارد.

پیش از آزمون مدل‌های اصلی پژوهش، در مرحله اول باید عوامل موثر بر ساختار سرمایه تعیین گردد. برای برآورد اهرم هدف، از تخمین رگرسیون با روش حداقل مربع تعمیم یافته با کنترل اثرات سال و صنعت استفاده شده است که نتایج آن در جدول ۷ ارائه شده است. طبق نتایج حاصله، متغیرهای اهرم مالی با یک وقفه، اندازه شرکت، فرصت‌های رشد، سوآوری، سود تقسیمی و سپر مالیاتی غیر بدهی جزء عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه هستند و مقدار آماره F برابر با ۱۹/۸۹ در سطح اطمینان ۹۹ درصد، پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین نیز نشان می‌دهد که حدود ۷۵٪ از تغییرات ساختار سرمایه، تحت تاثیر متغیرهای مستقل و کنترلی مورد پژوهش بوده‌اند.

جدول ۷- عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه

متغیر	ضریب	P-Value
C	۰/۹۴	۰/۰۰۰
$Lev_{i,t-1}$	۰/۴۱	۰/۰۰۰
$Size_{i,t-1}$	-۰/۰۴	۰/۰۰۰
$MedLev_{i,t-1}$	۰/۱۳۸	۰/۱۱۶
$MB_{i,t-1}$	-۰/۰۰۳	۰/۰۰۱
$EBIT_{i,t-1}$	-۰/۱۷۴	۰/۰۰۲
$PPE_{i,t-1}$	-۰/۰۳۰	۰/۵۲۶
$Dividend_{i,t-1}$	۰/۰۲	۰/۰۴
$Dep_{i,t-1}$	۰/۳۹	۰/۰۵
ضریب تعیین ۰/۷۵	آماره دوربین واتسون	۱/۸۲
آماره F		۱۹/۸۹۲ (۰/۰۰۰)

برابر با ۱۳/۵۲ در سطح اطمینان ۹۹ درصد، پذیرفته می شود. ضریب تعیین نیز نشان می دهد که حدود ۶۳٪ از تغییرات توانایی مدیریت، تحت تاثیر متغیرهای مستقل و کنترلی مورد پژوهش بوده اند.

و نیز برای اندازه گیری توانایی مدیریت از الگوی ارائه شده به وسیله دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) استفاده شده که نتایج آن در جدول ۸ آمده است. طبق نتایج حاصله، مقدار آماره F

جدول ۸- عوامل تعیین کننده توانایی مدیریت

متغیر	روش حداقل مربعات تعمیم یافته		
	ضریب	خطای استاندارد	آماره t
C	۰/۶۳۶	۰/۱۰۴	۶/۰۶۰
$Size_{i,t-1}$	۰/۰۱۴	۰/۰۰۷	۲/۰۵۷
$age_{i,t-1}$	-۰/۰۰۷	۰/۰۱۱	-۰/۶۳۹
$fcf_{i,t-1}$	-۰/۰۰۳	۰/۰۰۵	-۰/۷۲۱
$fcf_{i,t-1}$	-۰/۰۰۴	۰/۰۰۴	-۱/۱۰۴
$ms_{i,t-1}$	-۰/۲۲۵	۰/۰۳۱	-۷/۱۳۸
ضریب تعیین ۰/۶۳	آمار دوربین-واتسون		۱/۴
آماره F		۱۳/۵۲	(۰/۰۰۰)

گفت شاخص اعتبار برازش مدل، یعنی آماره F معنادار است و در نتیجه رگرسیون معنادار است. معنادار بودن آماره به این معناست که همبستگی محاسبه شده، با درجه معینی از

آزمون فرضیه ها مطابق با داده های جدول ۹، نظر به اینکه سطح معناداری آماره F برابر با (۰/۰۰۰) و کم تر از ۰/۰۵ است، بنابراین می توان

اطمینان، با صفر تفاوت دارد.

فرضیه ۱: بین توانایی مدیریتی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.

طبق نتایج حاصل در جدول ۹، با توجه به ضریب تعاملی متغیر توانایی مدیریتی و انحراف ساختار سرمایه واقعی از هدف  $(\Delta Lev_{it}^* \times MA_{it-1})$  در مدل برآورد شده ۱ برابر با  $0/68$  و  $P-Value$  ( $0/08$ ) می‌باشد، که به معنای رابطه مثبت و معنادار بین توانایی مدیریتی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه است. بنابراین، فرضیه فوق مبنی بر وجود ارتباط معنادار بین توانایی مدیریتی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه، در سطح اطمینان ۹۰٪ مورد تایید واقع گردید. این نتیجه بدان معنا است که مدیران با توانایی مدیریتی بالاتر نسبت به مدیران با توانایی مدیریتی کمتر خواستار سرعت تعدیل پایین‌تری برای اهرم مالی به سمت سطوح هدف هستند. اجتناب از هزینه‌های معالجات تامین مالی خارجی، حتی در صورت ارزان‌تر بودن آن و تمرکز بر فعالیت‌های اصلی‌تر به جای صرف تلاش و زمان بر روی ساختار سرمایه به عنوان یک تصمیم غیرعملیاتی. نتایج این فرضیه با یافته‌های پژوهش‌های چو و همکاران (۲۰۲۱)، سازگار است.

فرضیه ۲: بیش اطمینانی مدیریتی بر رابطه توانایی مدیریتی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه اثرگذار است.

نتایج حاصل در جدول ۹ و ضرایب بدست آمده از برآورد رگرسیونی مدل ۱-۲ نشان می‌دهد که ضریب تعاملی متغیر توانایی مدیریتی و انحراف ساختار سرمایه واقعی از هدف برای مدیران با بیش اطمینانی نوع اول (بیش سرمایه‌گذاری نسبت به صنعت)  $(\Delta Lev_{it}^* \times MA_{it-1} \times MOI_{it-1})$  برابر با  $0/52$  و  $P-Value$   $0/29$  می‌باشد، که به معنای عدم وجود رابطه معنی دار بین توانایی مدیریتی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه برای مدیران با بیش اطمینانی نوع اول است. بنابراین، این فرضیه مورد تایید واقع نگردید.

و اما در مورد رگرسیون مدل ۲-۲، ضرایب بدست آمده نشان می‌دهد که ضریب تعاملی متغیر توانایی مدیریتی و انحراف ساختار سرمایه واقعی از هدف برای مدیران با بیش اطمینانی نوع دوم (سرمایه‌گذاری مازاد در دارایی‌ها)  $(\Delta Lev_{it}^* \times MA_{it-1} \times MO2_{it-1})$  برابر با  $0/78$  و  $P-Value$  ( $0/05$ ) می‌باشد، که به معنای وجود رابطه مثبت و معنی دار بین توانایی مدیریتی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه برای مدیران با بیش اطمینانی نوع دوم است. بنابراین، فرضیه فوق مبنی بر وجود ارتباط معنادار بین توانایی مدیریتی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه با بیش اطمینانی نوع دوم (سرمایه‌گذاری مازاد در دارایی‌ها)، در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تایید واقع گردید.

جدول ۹- آزمون مدل رگرسیون

نام متغیر	مدل ۱	مدل ۲-۱	مدل ۲-۲
C	$-0/23$	$-0/23$	$-0/21$
	$(-0/04)^{**}$	$(-0/03)^{**}$	$(-0/04)^{**}$
$\Delta Lev_{it}$	$0/57$	$0/57$	$0/55$
	$(0/000)^{***}$	$(0/000)^{***}$	$(0/000)^{***}$
$MA_{it-1}$	$-0/06$	$-0/18$	$-0/14$
	$(0/89)$	$(0/68)$	$(0/72)$
$\Delta Lev_{it}^* \times MA_{it-1}$	$0/68$	-	-
	$(-0/08)^*$	-	-
$MOI_{it-1}$	-	$0/05$	-
	-	$(0/49)$	-

	-0.008	-	$\Delta Lev_{it}^* \times MO1_{it-1}$
-	(0.186)	-	
	-0.052	-	$\Delta Lev_{it}^* \times MA_{it-1} \times MO1_{it-1}$
-	(0.299)	-	
0.005	-	-	$MO2_{it-1}$
(0.333)			
0.05	-	-	$\Delta Lev_{it}^* \times MO2_{it-1}$
(0.30)			
0.078	-	-	$\Delta Lev_{it}^* \times MA_{it-1} \times MO2_{it-1}$
(0.05)**			
-0.016	-0.017	-0.02	$Size_{it-1}$
(0.000)***	(0.001)***	(0.001)***	
-0.07	-0.07	-0.07	$MedLev_{it-1}$
(0.38)	(0.37)	(0.42)	
-0.004	-0.004	-0.004	$MB_{it-1}$
(0.30)	(0.35)	(0.31)	
0.15	0.16	0.16	$EBIT_{it-1}$
(0.001)	(0.000)	(0.000)	
0.07	0.073	0.08	$PPE_{it-1}$
(0.33)	(0.35)	(0.25)	
0.04	0.04	0.04	$Dividend_{it-1}$
(0.000)***	(0.000)***	(0.000)***	
-0.058	-0.061	-0.068	$Dep_{it-1}$
(0.04)**	(0.02)**	(0.01)***	
0.31	0.31	0.31	ضریب تعیین
3/40	3/37	3/45	آماره F (احتمال)
(0.000)***	(0.000)***	(0.000)***	
1/82	1/83	1/81	دوربین و واتسون

\*\*\* در سطح ۱٪، \*\* در سطح ۵٪ و \* در سطح ۱۰٪ معنی دار است و نبود ستاره به معنی عدم معناداری آن ضریب است.

## ۵- نتیجه گیری و پیشنهادها

توانایی مدیریتی با درک بهتر محرک‌های عملیاتی و عملکردی شرکتی در ارتباط است. مدیران توان‌تر درک بهتری از محصول، فناوری، کارکنان، روبه‌های صنعت، وضعیت کلان اقتصادی و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بارزتر دارند و به صورت اثربخش‌تری می‌توانند کارکنان خود را مدیریت کنند. سطح توانایی بالاتر باعث افزایش کارایی مدیریتی می‌شود. ادبیات موجود شواهدی را ارائه می‌کنند که شرکت‌های برخوردار

از مدیرانی با توانمندی بیشتر، از مخارج سرمایه‌ای بیشتر، سرمایه‌گذاری کارتر، انعطاف‌پذیری مالی بیشتر، رشد بالاتر سهم بازار، عملکرد جاری بالاتر، نوسان کمتر در عملکرد آتی و پرداخت سود سهام بیشتر برخوردار هستند.

توانایی مدیریتی بر تصمیمات مالی در شرکت اثرگذار است. پژوهش‌های پیشین توانایی مدیریتی بالاتر به رتبه اعتباری بالاتر و اعتبار تجاری دریافتی بیشتر همراه است. در نتیجه مدیران توانمندتر از اهرم مالی بالاتری استفاده می‌کنند و با

مورد نتیجه فرضیه ۲، می توان گفت که نتیجه حاصل با نتایج پژوهش یولانگ و لانگ (۲۰۲۲) و علی نژاد (۱۳۹۵) سازگار است.

در پژوهش های آتی، پژوهشگران می توانند پژوهش هایی در زمینه ارتباط خوش بینی مدیران و سرعت تعدیل ساختار سرمایه و ارتباط خوش شیفتگی مدیران و سرعت تعدیل ساختار سرمایه را مد نظر داشته باشند.

به سرمایه گذاران بالقوه و بالفعل و اعتباردهندگان پیشنهاد می شود اگر از دیدگاه آنها دستیابی به ساختار سرمایه بهینه به منظور بیشینه بودن ارزش شرکت دارای اهمیت است، وجود مدیران با توانایی بالا و دارای بیش اطمینان حائز اهمیت خواهد بود، بنابراین، آنها باید این دو مشخصه مدیران را به طور ویژه مورد توجه قرار دهند.

به شرکت ها توصیه می گردد که مدیران توانا را به در جهت افزایش سرعت تعدیل ساختار سرمایه سوق دهند، تا ارزش شرکت برای صاحبان اصلی آن یعنی سهامداران در بیشترین حالت ممکن خود باشد.

## منابع

۱. اولادغفاری، حمید. خسروی پور، نگار. (۱۴۰۲). نقش توانایی مدیریت بر رابطه بین انحراف از ساختار سرمایه بهینه و عملکرد واقعی شرکت و سرعت اصلاح ساختار سرمایه. فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت. دوره ۱۲، شماره ۴۵ - شماره پیاپی ۴۵ - فروردین ۱۴۰۲ - صفحه ۸۵-۱۰۴.
۲. حاجب، حمیدرضا. غیوری مقدم، علی. غفاری، محمدجواد (۱۳۹۳). تأثیر توانایی مدیریت را بر ساختار سرمایه شرکت های صنعت مواد و محصولات دارویی حسابداری سلامت. دوره: ۳، شماره: ۳ (پیاپی ۹). صفحات: ۱-۱۷.
۳. علی نژاد سارو کلایی، مهدی. صبحی، مریم. (۱۳۹۵). تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر ساختار سرمایه. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. دوره ۸، شماره ۳۱، صفحه ۹۳-۱۰۹
۴. قالیباف اصل، حسن (۱۳۸۴)، مدیریت مالی، مفاهیم و کاربردها، چاپ دوم، تهران: انتشارات پوران پژوهش.

محدودیت مالی کمتر مواجه هستند و مدیران با توانایی بالا از بدهی کوتاه مدت استفاده می کنند. همچنین انتظار می رود مدیرانی که توانایی بهتری در تصمیم گیری های عملیاتی دارند ساختار سرمایه را با سرعت بالاتری به سمت سطوح هدف تعدیل نمایند، چرا که چنین مدیرانی با بستن شکاف بین ساختار سرمایه واقعی و هدف، ارزش شرکت بالاتری را دنبال می کنند و مدیران با توانایی بالا به دلیل پایین تر بودن هزینه های تامین مالی خارجی از هزینه تعدیل ساختار سرمایه کمتری برخوردارند. مدیران بیش اطمینان در حالیکه شکست خود را با عوامل بیرونی مرتبط می دانند، موفقیت خود را به نتیجه اقدامات خود نسبت می دهد. همچنین، این مدیران، موفقیت های خود را با وضوح بیشتری نسبت به شکست های خود به یاد می آورند. بنابراین، به دنبال موفقیت ها بیش اطمینانی مدیران افزایش می یابد در حالیکه به دنبال شکست ها به طور متناسب کاهش نمی یابد. بیش از واقع منابع و نتایج تحت کنترل، باعث می گردد این مدیران تمایل زیادی به اتخاذ تصمیمات سریع و ریسک پذیری داشته باشند.

جنبه مفید بیش اطمینانی این است که ارتباط آن با درک مثبت از توانایی های خود و توانایی های شرکت، مسیری به سوی تاب آوری فراهم می کند، زیرا "توهمات مثبت" به افراد کمک می کنند تا با نامالایمات کنار بیایند، انعطاف پذیری خود را در برابر شکست ها توسعه دهند و خلاقیت بیشتری از خود نشان دهند. البته بیش اطمینانی مدیران ممکن است پیامدهای مثبتی هم بر سرمایه گذاری بیشتر روی نوآوری و دستیابی بیشتر به موفقیت های نوآورانه نیز همراه باشد.

مدیران دارای بیش اطمینانی با پرداخت سود تقسیمی کمتر سعی در حفظ وجه نقد در داخل شرکت را دارند و در نبود وجه نقد، تامین مالی از طریق بدهی را به عنوان اولویت خود در تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه انتخاب کنند. مدیران بیش اطمینان، در صورتی که اهرم شرکت بالاتر از (زیر) اهرم هدف باشد، سرعت تعدیل آن را افزایش (کاهش) می دهند.

در مورد نتیجه فرضیه ۱، می توان گفت که نتیجه حاصل با نتایج پژوهش چو (۲۰۲۱) و جیانگ (۲۰۲۰) سازگار ولی با نتیجه پژوهش اولادغفاری (۱۴۰۲) ناسازگار است و در نیز در

14. Cornaggia, J. K., Krishnan, G. V. Wang. C. (2017). Managerial Ability and Credit Ratings. *Contemporary Accounting Research*, 34(4): 2094-2122.
15. Demerjian P. R., Lewis-Western M, F., & McVay S. E. (2020). How Does Intentional Earnings Smoothing Vary With Managerial Ability? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 35(2):406-437.
16. Demerjian, P. R., Lev B., & McVay, S. E. (2012). Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests. *Management Science*, 58(7): 1229-1248.
17. Gan, L., & Lv, W., & Chen, Y. (2021). Capital Structure Adjustment Speed over the Business Cycle. *Finance Research Letters*, 39(C): 101574
18. Jiang, Y. (2020) Managerial Macro-Cognition and the Speed of Leverage Adjustment. *American Journal of Industrial and Business Management*, 10: 75-98.
19. Kubick, T. R., & Lockhart, G. B. (2017). Overconfidence, CEO Awards, and Corporate Tax Aggressiveness. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(5-6): 728-754.
20. Lee, Y-C., Lu, Y-C., & Wang, Y-C. (2019). Corporate Social Irresponsibility, CEO Overconfidence, and Stock Price Crash Risk. *Applied Economics Letters*, 26(14): 1143-1147.
21. Muchiri, M. J.; Muturi, Willy M; Ngumi, Patrick M. (2016). Relationship between Financial Structure and Financial Performance of Firms Listed at East Africa Securities Exchanges, *Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking (JEIEFB) An Online International*
۵. نیبیی بروجنی، حسین؛ نوروزی، محمد. (۱۳۹۳). "بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر نظریه سلسله مراتبی"، پژوهش حسابداری، ۴(۴): ۸۴-۶۵.
۶. نوفرستی، محمد. (۱۳۹۱). "ریشه واحد و هم جمعی در اقتصادسنجی". انتشارات رسا
7. Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2013). Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism. *Journal of Accounting Research*, 51(1): 1-30.
8. Berk, J., R. Stanton. (2007). Managerial Ability, Compensation and the Closed-End Fund Discount. *The Journal of Finance*, 62(2): 529-556.
9. Bonsall, S. B. IV, Holzman, E. R., & Brian P. Miller, B. P. (2016) Managerial Ability and Credit Risk Assessment. *Management Science*, 63(5): 1425-1449.
10. Casrto, Paula; Fernandez, Maria; Tapia, Borja Amor; Miguel, Alberto. (2016). "Target leverage and speed of adjustment along the life cycle of European listed firms". *BRQ Business Research Quarterly*. 19(3), 188-205.
11. Chen, S-S., & Lin, C-Y. (2018). Managerial Ability and Acquirer Returns. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 68(C): 171-182.
12. Cho, H., Choi, G.-Y. & Choi, S. (2021). Is Managerial Ability Associated with Capital Structure Adjustment Speed?. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 50(3): 308-333.
13. Chowdhury, A., & Chowdhury, S. P. (2010). Impact of Capital Structure on Firm's Value: Evidence from Bangladesh. *Business and Economic Horizons*, 3(3): 111-122.

24. Titman, S., Tsyplakov, S. (2007). "A dynamic model of optimal capital structure", *Rev. Finance. Stud.* 11 (3), 401-451.
25. Yuan, Y., Tian, G., Lu, L. Y., & Yu, Y. (2017). CEO Ability and Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics, Springer*, 157(2): 391-411.
26. Yung, K., & Chen, C. (2018). Managerial Ability and Firm Risk-Taking Behavior. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 51(4): 1005-1032.
- Research Journal (ISSN: 2306-367X), 5(1), 1734-17.
22. Myers, S., (1977). "Determinants of corporate borrowing", *J. Finance. Econ.* 5(2), 147-175.
23. Royer, J. & McKee, G. (2021). Optimal Capital Structure in Agricultural Cooperatives and Implications for Equity Retirement. *Agricultural Finance Review*, 81(2): 277-291