



Paper Type: Original Article



Managers' Experience and Banks' Capital Structure: Evidence from Iran

Ehsan Rajabi^{1*}, Masoud Amini²

¹ Institute for Planning Research, Agricultural Economics and Rural Development, Tehran, Iran; rajabi.ehsan63@gmail.com.

² Department of Public Administration, and Ahad Isfahan, Islamic Azad University, Isfahan, Iran; rae1363@yahoo.com.

Citation:



Rajabi, E., & Amini, M. (2025). Managers' experience and banks' capital structure: Evidence from Iran. *Financial and banking strategic studies*, 3(3), 264-279.

Received: 15/12/2024

Reviewed: 04/02/2025

Revised: 10/03/2025

Accepted: 09/04/2025

Abstract

Purpose: Management ability is part of the human capital of companies and is classified as part of intangible assets. Higher management ability can lead to more efficient management of company activities, especially in critical periods of operations when management decisions can have a significant impact on company performance. It is expected that capable managers will have an impact on the capital structure of companies and the speed of their adjustment. The main objective of this study is to investigate the effect of the experience of top-level managers on the capital structure of banks listed on the Iranian Stock Exchange.

Methodology: The statistical population of this study includes 18 banks in the period 2018-2023, and the systematic elimination method was used for sampling. The Generalized Method of Moments (GMM) regression was used to estimate the research model.

Findings: The results of the study showed that the experience of senior managers has a positive effect on the adjustment of the capital structure of banks. Experienced managers create higher productivity by better managing the organization's resources, engage in less profit management, and therefore, the quality of their accruals is higher. As a result, it can be expected that the experience of senior managers will affect the book value of total long-term debt, which is an indicator of capital structure. Companies with more capable managers are more likely to earn higher returns, and this higher return can act as a shield against portfolio risk. Therefore, such companies are in a better position to use debt instead of increasing capital.

Originality/Value: This paper separates the components of managerial skills from capital structure and allows for the possibility that senior managers' skills (such as experience) directly affect the company's capital structure. The use of an index of the number of years of experience of bank senior managers and the use of agency theory and equilibrium theory in maximizing the benefits of tax shield debt in bank capital structure are some of the ways in which this research differs from others.

Keywords: Capital structure, Managerial experience, Trade-off theory, Upper-echelons theory, System GMM, Managers' experience.



Corresponding Author: rajabi.ehsan63@gmail.com



10.22105/fbs.2025.537816.1164



Licensee. **Financial and Banking Strategic Studies**. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0>).



تجربه مدیران رده بالایی و ساختار سرمایه بانکها: شواهد تجربی بورس ایران

احسان رجبی^۱، مسعود امینی^۲

^۱موسسه پژوهش‌های برنامه‌ریزی، اقتصاد کشاورزی و توسعه روستایی، تهران، ایران.

^۲گروه مدیریت دولتی، و احد اصفهان، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران.

چکیده

هدف: توانایی مدیریت بخشی از سرمایه انسانی شرکت‌ها است و به‌عنوان بخشی از دارایی نامشهود طبقه‌بندی می‌شود. توانایی مدیریتی بالاتر می‌تواند منجر به مدیریت کارا تر فعالیت‌های شرکت شود، به‌ویژه در دوره‌های بحرانی عملیات که تصمیم‌گیری‌های مدیریتی می‌تواند تاثیر بسزایی بر عملکرد شرکت داشته باشد. انتظار می‌رود مدیران توانا بر ساختار سرمایه شرکت‌ها و سرعت تعدیل آن تاثیرگذار باشند. هدف اصلی این پژوهش بررسی تاثیر تجربه مدیران رده بالایی بر ساختار سرمایه بانک‌های فهرست شده در بورس اوراق بهادار ایران است.

روش‌شناسی پژوهش: جامعه آماری این پژوهش، شامل ۱۸ بانک و در دوره ۱۴۰۲-۱۳۹۸ است و از روش حذف سیستماتیک برای نمونه‌گیری و از روش رگرسیون گشتاورهای تعمیم‌یافته^۱ برای برآورد مدل پژوهش استفاده شده است.

یافته‌ها: نتایج تحقیق نشان داد که تجربه مدیران رده بالایی تاثیر مثبتی بر تعدیل ساختار سرمایه بانک‌ها دارد. مدیران باتجربه با مدیریت بهتر منابع سازمان، بهره‌وری بالاتری را ایجاد، کمتر دست به مدیریت سود می‌زنند و بنابراین، کیفیت ارقام تعهدی آن‌ها، بالاتر است. در نتیجه می‌توان انتظار داشت که تجربه مدیران رده بالایی بر ارزش دفتری کل بدهی‌های بلندمدت که شاخصی از ساختار سرمایه است تاثیرگذار باشد. شرکت‌های با مدیران توانا تر، به‌احتمال بیشتری بازده بالاتری کسب می‌کنند و این بازده بالاتر می‌تواند به‌عنوان سپری در مقابل خطر پرتفوی عمل کند. لذا، چنین شرکت‌هایی وضعیت بهتری برای استفاده از بدهی به‌جای افزایش سرمایه دارند.

اصالت/ارزش افزوده علمی: این پژوهش مولفه‌های مهارت‌های مدیریتی را از ساختار سرمایه جدا می‌کند و این امکان را فراهم می‌آورد که مهارت‌های مدیران ارشد (مانند تجربه) به‌طور مستقیم بر ساختار سرمایه شرکت تاثیر بگذارد. استفاده از شاخص میزان سال‌های تجربه مدیران ارشد بانک و استفاده از تئوری نمایندگی و تئوری توازن در به حداکثر رساندن مزایای بدهی سپر مالیاتی در ساختار سرمایه بانک از وجوه تمایز این پژوهش با سایرین است.

کلیدواژه‌ها: تجربه مدیران رده بالایی، ساختار سرمایه، سرعت تعدیل ساختار سرمایه، روش گشتاورهای تعمیم‌یافته تئوری توازن.

۱- مقدمه

مهارت‌های مدیران برتر، عامل غیرقابل مشاهده‌ای است که در تحقیقات ساختار سرمایه مورد توجه زیادی قرار گرفته است که می‌تواند تاثیر مهمی بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها داشته باشد. هانوسک و شامشور [1] و لمون و همکاران [2] به‌طور تجربی نشان داده‌اند که عوامل خاص مشاهده نشده شرکت، مانند مهارت‌های مدیران، اکثر تفاوت‌های مقطعی در ساختار سرمایه شرکت را توضیح می‌دهند. در واکنش به عوامل غیرقابل مشاهده، ناز و همکاران [3] تفاوت‌های قابل مشاهده‌ای را در تصمیمات مالی شرکت‌هایی که به اثرات ثابت مدیران مربوط می‌شوند را شناسایی می‌کنند. با این حال آن‌ها در بررسی نقش مدیران اجرایی در تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت‌ها، تمرکز می‌کنند. محققان به‌طور کلی اذعان می‌کنند که

¹ Generalized Moment Method (GMM)

مدیران ارشد تصمیم‌های مهم استراتژیک می‌گیرند، مانند تصمیم‌گیری در مورد نسبت مخارج مطلوب بدهی به سرمایه که ارزش شرکت را به حداکثر می‌رساند. باین‌وجود، شیوع استفاده بالا از بدهی در بعضی از شرکت‌ها این سوال را به وجود می‌آورد که آیا مدیران ارشد واقعا از مهارت‌های خود برای به حداکثر رساندن ارزش شرکت استفاده می‌کنند یا خیر [4].

عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه شرکت در تحقیقات گسترده‌ای موردبررسی قرار گرفته‌اند. در این میان، اکثریت شواهد موجود نشان می‌دهند که ساختار سرمایه شرکت، نه تنها تحت تاثیر ویژگی‌های شرکت، صنعت و بازار قرار می‌گیرد، بلکه تحت تاثیر ویژگی‌های شخصی مدیران ارشد نیز است. به‌تازگی، مطالعات خاصی آغاز شده است که نشان دهد چگونه قدرت تصمیم‌گیری مدیران اجرایی تصمیمات ساختار سرمایه را تحت تاثیر قرار می‌دهد [5]، [6]. مشخصه‌ای مانند تعداد سال‌های تجربه، به‌عنوان یک ویژگی مهم برای مهارت‌های مدیران برتر در زمینه تحقیقات مدیریتی مطرح شده است [7]. با ثابت نگه‌داشتن مابقی موارد، مدیران ارشد باتجربه، برای محافظت از سود شرکت در برابر مالیات‌ها، بدهی شرکت را به سایرین بیشتر می‌نمایند. شرکت‌ها باید توسط مدیران اجرایی باتجربه‌ای مدیریت شوند که می‌توانند ارزش شرکت را افزایش دهند؛ باین‌حال به نظر نمی‌رسد که برخی از شرکت‌ها از این الزامات پیروی کنند. مدیران اجرایی باتجربه احتمال بیشتری دارد که تصمیمات موثری را در حوزه ساختار سرمایه اتخاذ نمایند که این می‌تواند ارزش شرکت را افزایش دهد [4].

به همین ترتیب، پیش‌بینی‌های فوق و مطالعات مدیریتی گسترده در مورد اختیارات مدیریتی، نشان می‌دهد که قدرت مدیران تاثیر قابل‌توجهی در ساختار سرمایه دارد [8-10]. مطالعات پیشین حوزه‌های مالی در بازارهای نوظهور، اهمیت تخصص مدیران را به رسمیت شناخته‌اند. به‌عنوان مثال لین و همکاران [11] نقش تیم مدیریت ارشد را در رابطه بین رهبری تحول‌آفرین مدیران اجرایی و عملکرد شرکت بررسی می‌کنند و نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که فضای اطمینان تیم مدیریت ارشد، یک واسطه کلیدی است که می‌تواند رهبری تحول‌آفرین مدیر اجرایی را به نتایج عملکرد بهتر تبدیل کند. به همین ترتیب، ژانگ و همکاران [12] نشان می‌دهند که رهبری تحول‌آفرین شرکت‌های فرعی که به‌طور مساوی بر روی هر عضو تیم مدیریت ارشد تاثیر می‌گذارد، عملکرد شرکت و کارایی تیم را افزایش می‌دهد. علاوه بر این، سریواستاوا [13] اشاره می‌کند که مدیران اجرایی دارای توانایی‌های فوق‌العاده‌ای هستند که برای عملکرد سازمانی مهم است.

بر خلاف مطالعات پیشین، این پژوهش به سه صورت به پژوهش‌های مرتبط با ساختار سرمایه کمک می‌کند. در ابتدا، این پژوهش به تعیین میزان سال‌های تجربه مدیران ارشد بانک اقدام می‌نماید. این شاخص، این امکان را می‌دهد تا اثرات تجربه مدیران ارشد بر ساختار سرمایه بانک تعیین گردد. انتظار می‌رود که تجربه مدیران ارشد به‌طور مثبت با سنجش ارزش دفتری و ارزش بازار ساختار سرمایه در ارتباط باشد. با افزایش تجربه مدیران، ممکن است نسبت بدهی نیز افزایش یابد. در مرحله دوم، این پژوهش نگرش‌های ناشی از تئوری نمایندگی^۱ و تئوری توازن را برای توضیح رابطه بین تجربه مدیران ارشد و ساختار سرمایه، در چارچوب تئوری میرز [14] توضیح می‌دهد. با توجه به دارایی‌های تحت تملک شرکت و برنامه‌های سرمایه‌گذاری ثابت، هدف مدیران برتر به حداکثر رساندن مزایای بدهی سپر مالیاتی که در تئوری توازن^۲ به آن تاکید شده است و این منجر به استفاده از بدهی‌های بیشتر، در ساختار سرمایه می‌شود. ثالثا، بر خلاف برخی از مطالعات پیشین در حوزه تحقیقاتی مالی که به‌طور ضمنی فرض می‌کنند که تصمیمات ساختاری سرمایه‌گذاری منعکس‌کننده مهارت‌های مدیران ارشد است، این پژوهش مولفه‌های مهارت‌های مدیریتی را از ساختار سرمایه جدا می‌کند و این امکان را فراهم می‌آورد که مهارت‌های مدیران ارشد (مانند تجربه) به‌طور مستقیم بر ساختار سرمایه شرکت تاثیر بگذارد.

یکی از مهم‌ترین مسائلی که مدیران ارشد اجرایی از جمله مدیرعامل باید برای حداکثر کردن ثروت سهامداران در نظر بگیرند، تعیین ترکیب منابع شرکت یا همان ساختار سرمایه است. مدیران کارا تر (دارای توانایی بیشتر)، علاوه بر برآوردهای باکیفیتی که انجام می‌دهند، به‌واسطه شناخت و قدرت درک خود، پروژه‌های سودآور را شناسایی کرده و با سرمایه‌گذاری در آن‌ها می‌توانند در بهبود تصمیمات تامین مالی نقش بسزایی ایفا کنند [15]. از سوی دیگر از آنجاکه تصمیم‌گیری‌های مرتبط با ساختار سرمایه نقش تجربه مدیران بانک‌ها در فرآیند تصمیم‌گیری شرکت‌ها را نشان می‌دهد، بررسی تاثیر تجربه مدیران رده بالایی بر ساختار سرمایه بانک از اهمیت بسزایی برخوردار است.

¹ Agency theory

² Trade-off theory

در نتیجه، با توجه به مبانی نظری مطرح شده، این پژوهش به بررسی رابطه تجربه مدیران رده بالایی بر ساختار سرمایه بانکها در بورس اوراق بهادار می‌پردازد؛ بنابراین، سوال اصلی پژوهش می‌تواند این‌گونه مطرح شود که آیا بین تجربه مدیران رده بالایی و ساختار سرمایه بانکها در بورس اوراق بهادار رابطه معناداری وجود دارد؟

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

پيچيدگي فزاينده جامعه، پيشرفت علم و تکنولوژی و به تبع آن، افزایش نیازمندی‌ها و گسترش سازمان‌ها ایجاب می‌کند که از مدیران کارآمد و ماهر در اداره امور سازمان‌ها استفاده شود. در چنین شرایطی، عملکرد این مدیران، موجب بقا و رشد سازمان می‌شود. پژوهش‌های زیادی، بیانگر اهمیت برخورداری از یکسری ویژگی‌ها برای مدیریت است. کاتز [16] از اولین کسانی است که نشان داد که مدیران شایسته باید واجد مهارت‌هایی چون مهارت‌های فنی، انسانی و ادراکی باشند. پس از وی صاحب‌نظران دیگری به تکمیل این مفهوم پرداخته و با پایه قرار دادن این سه دسته مهارت، مهارت‌های دیگری را به آن‌ها اضافه نمودند. وی توانایی‌های مانند مدیریت منابع انسانی، مدیریت هدف‌ها و وظایف، رهبری، مدیریت اعضا و کنترل زیردستان را برای مدیریت ضروری دانست [17].

مدیران توانا، یعنی مدیرانی که بهتر می‌توانند از منابع سازمان استفاده کنند و بهره‌وری بالاتری دارند، کمتر دست به مدیریت سود می‌زنند و بنابراین، کیفیت ارقام تعهدی آن‌ها، بالاتر است. همچنین مدیران تواناتر نسبت به کسب و کارشان، آگاهی بیشتری داشته و قضاوت‌ها و برآوردهای بهتری را برای ارقام تعهدی خواهند داشت [15]. داینیتی و اندرسون [18]، قالبی را با عنوان "توانایی‌های اجرایی" بیان کردند. این توانایی‌ها با مهارت‌های رفتاری خاص، محدوده‌های دانش و فرایندهای شناختی در ارتباط است و به اعضا کمک می‌کند در نقش یک مدیر ارشد، عملکرد اثربخش را داشته باشند. آن‌ها یازده دسته توانایی را بیان کردند که به سه دسته کلی از توانایی‌ها تقسیم‌بندی می‌گردد:

۱. توانایی‌های فردی^۱: (توانایی شناختی-بلوغ-توسعه)
۲. توانایی‌های ارتباطی^۲: (نفوذ-رهبری-یکپارچه سازی)
۳. توانایی‌های هدایتی^۳: (تخصصی-توانایی بیرونی-توانایی سازمانی-عملکردی/ساختاری)

در حوزه تجربه مدیران و عملکرد شرکت، یکی از سرمایه‌های انسانی که نقش مهمی در تبدیل منابع شرکت به درآمد و خلق ثروت برای سهامداران را دارد، مدیران شرکت‌های تجاری هستند. اطلاعات مرتبط با قابلیت مدیران شرکت‌ها، از قبیل توانایی آن‌ها در استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تامین منابع، تخصیص بهینه منابع و دانش و تجربه آن‌ها، یکی از ابعاد مهم و ارزشمند دارایی‌های نامشهود شرکت‌های تجاری محسوب می‌شوند. این اطلاعات برای سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران و استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی دارای محتوای اطلاعاتی ارزشمند و بااهمیت هستند. پس افشای اطلاعات مرتبط با مدیران و قابلیت‌های آن‌ها، منجر به تخصیص بهینه منابع می‌گردد [19]. از آنجاکه هدف اصلی گزارشگری مالی آرایه اطلاعات مفید به استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی برای اخذ تصمیمی آگاهانه و تخصیص بهینه منابع محدود است، عدم شناسایی و گزارش دارایی‌های نامشهود مثل توانایی‌های مدیران موجب کاهش مفید بودن صورت‌های مالی می‌گردد؛ زیرا بیشتر ارزش شرکت‌های امروزی را دارایی‌های نامشهود تشکیل می‌دهند [20].

در متون حسابداری، توانایی مدیریت یکی از ابعاد سرمایه انسانی شرکت‌ها است که به‌عنوان دارایی نامشهود طبقه‌بندی می‌شود. به‌عنوان نمونه دم‌رجیان و همکاران [15] توانایی مدیریت را به‌عنوان کارایی مدیران نسبت به رقبای در تبدیل منابع شرکت به درآمد تعریف می‌کنند. این منابع تولید درآمد در شرکت‌ها شامل بهای موجودی‌ها، هزینه‌های اداری و توزیع و فروش، دارایی‌های ثابت، اجاره‌های عملیاتی، هزینه‌های تحقیق و توسعه و دارایی‌های نامشهود شرکت، می‌شود. توانایی مدیریتی بالاتر می‌تواند منجر به مدیریت کاراتر عملیات روزانه شرکت شود، خصوصاً در دوره‌های بحرانی عملیات که تصمیم‌گیری‌های مدیریتی می‌تواند تاثیر بسزایی بر روی عملکرد شرکت داشته باشد. افزون بر آن، در دوره‌هایی که شرکت با بحران روبه‌روست، مدیران تواناتر تصمیم‌گیری مناسب‌تری در ارتباط با تامین منابع موردنیاز خواهند داشت [21] و سرمایه‌گذاری مناسب‌تر در پروژه‌های باارزش‌تر و مدیریت کارای کارمندان نیز از ویژگی‌های مدیران توانمند است. در نتیجه در کوتاه‌مدت انتظار می‌رود، مدیران تواناتر بتوانند درآمد

¹ Individual capabilities
² Interpersonal capabilities

³ Directional capabilities

بیشتری با استفاده از سطح معینی از منابع کسب کنند یا با استفاده از منابع کمتر، به سطح معینی از درآمد دست یابند [15] و برعکس تصمیمات ضعیف و مهارت پایین مدیر در رهبری می‌تواند شرکت را به سمت ورشکستگی سوق دهد [22]. همچنین مدیران توانمندتر دانش و آگاهی بیشتری در ارتباط با مشتریان و شرایط کلان اقتصادی دارند و قادرند درک بهتری در ارتباط با استانداردهای پیچیده‌تر داشته و آن‌ها را به‌درستی اجرا کنند [15]. این مدیران، قادر به انجام قضاوت صحیح و همچنین انجام پیش‌بینی‌های دقیق نسبت به سایر افراد بوده و توانایی ترکیب بهتر اطلاعات را جهت انجام پیش‌بینی‌های قابل‌اعتمادتر که منجر به گزارش‌های باکیفیت‌تر می‌شود، دارند [23].

چن و همکاران [24] در مطالعه خود به این نتیجه رسیدند که توانایی مدیران یکی از اجزای اصلی موفقیت در تصمیم‌گیری‌های نوآوری بوده و دارای ارتباط مثبتی با ارزش بازار شرکت‌ها است. آندرو و همکاران [21] نیز در مطالعه خود بیان کردند که توانایی مدیران دارای رابطه مثبت و معنی‌داری با عملکرد شرکت است. آن‌ها همچنین نشان دادند توانایی مدیریت دارای رابطه منفی و معنی‌دار با عدم تقارن اطلاعاتی است. بار و زیمر [25] و لورتی و گریس [22] نیز با به‌کارگیری تحلیل پوششی داده‌ها دریافته‌اند توانایی بالاتر مدیران در شرکت منجر به کاهش احتمال ورشکستگی خواهد شد. کمانورا و پاگلیس [26] نشان دادند که شرکت‌هایی که توسط مدیران باکیفیت اداره می‌شوند در عرضه اولیه سهام، مجبور به فروش سهام خود به قیمتی پایین‌تر از قیمت بازار نبوده و همچنین سرمایه‌گذاران نهادی معتبر، علاقه زیادی به خرید سهام آن‌ها دارند که این خود منجر به کاهش هزینه‌های پذیره‌نویسی سهام می‌شود. شهرت مدیریت موجب کاهش مشکلات نمایندگی میان مدیر و مالک شده است که این امر مدیریت را تشویق به گردآوری منابع مالی کرده که در نتیجه باعث حداکثر شدن منافع سرمایه‌گذاران خواهد شد.

در بررسی ساختار سرمایه شرکت‌ها تلاش می‌شود تا ترکیب منابع مالی مختلف مورد استفاده آن‌ها در تامین مالی فعالیت‌ها و سرمایه‌گذاری‌های مورد نیاز، تبیین شود. همچنین می‌توان گفت که هدف از تعیین ساختار سرمایه مشخص کردن ترکیب منابع مالی هر شرکت به‌منظور بیشینه‌سازی ثروت سهامداران آن است. از آنجاکه هزینه سرمایه شرکت، تابعی از ساختار سرمایه آن تلقی می‌گردد، انتخاب ساختار سرمایه مناسب باعث کاهش هزینه سرمایه شرکت و افزایش ارزش بازار آن است.

یکی از با اهمیت‌ترین مسائلی که مدیران مالی باید برای حداکثر کردن ثروت سهامداران در نظر داشته باشند، مشخص کردن بهترین ترکیب منابع شرکت یا همان ساختار سرمایه می‌باشد. معمای ساختار سرمایه از با اهمیت‌ترین مسایل مدیریت مالی به شمار می‌آید و حتی از معمای سود سهام نیز پیچیده‌تر است. اطلاعات مدیران در زمینه ساختار سرمایه بسیار اندک است و هنوز معلوم نیست شرکت‌ها بر چه اساسی اوراق بهادار متضمن بدهی، مالکیت و یا مختلط را منتشر می‌کنند. با در نظر گرفتن هدف مدیریت مالی که افزایش ارزش ثروت سهامداران می‌باشد، هدف از مشخص کردن ساختار سرمایه نیز مشخص کردن ترکیب منابع مالی به‌منظور حداکثر نمودن ثروت سهامداران است. لذا در راستای تعیین ساختار سرمایه مطلوب به دو عامل ریسک و بازده توجه می‌شود، از نظر بازده، ساختار سرمایه‌ای مطلوب‌تر است که سود هر سهم را افزایش دهد و از نظر ریسک نیز ساختار سرمایه‌ای مطلوب‌تر است که ریسک شرکت را کاهش دهد؛ بنابراین، چون افزایش بازده باعث افزایش ارزش شرکت شده و افزایش ریسک موجب کاهش ارزش شرکت خواهد شد، باید ساختاری را مشخص کرد که همراه با افزایش بازده متناسب با ریسک به شکلی باشد که باعث افزایش ارزش شرکت شود. بر اساس ادبیات تئوری نمایندگی، استفاده بیشتر از بدهی‌ها در ساختار سرمایه شرکت، به‌عنوان یکی از راه‌های کاهش هزینه‌های نمایندگی معرفی می‌شود، چراکه استفاده بیشتر از بدهی‌ها در ساختار سرمایه شرکت، از طریق کاهش نیاز به تامین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام، باعث کاهش تعارضات و تضاد منافع بین سهامداران و مدیران می‌شود.

تصمیمات بودجه‌بندی و تامین مالی که در حال حاضر از اصلی‌ترین حوزه‌های تصمیم‌گیری مدیران مالی شرکت‌های سهامی عام به شمار می‌روند، باید در راستای حداکثر کردن ارزش شرکت برای صاحبان سهام اتخاذ شوند و آنچه در تصمیمات بودجه‌بندی سرمایه‌ای نقش اصلی را ایفا می‌کند، هزینه سرمایه شرکت است؛ زیرا از هزینه سرمایه به‌عنوان نرخ تنزیل جریان‌های نقدی حاصل از پروژه‌های سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود؛ بنابراین، رد یا قبول پیشنهادها سرمایه‌گذاری در گرو نرخ تنزیل و یا همان هزینه سرمایه است و این در حالی است که هزینه سرمایه شرکت، تابعی از ساختار سرمایه آن است در نتیجه می‌توان انتظار داشت که تغییر در ترکیب منابع تامین مالی (ساختار سرمایه) بر هزینه سرمایه و متعاقباً بر ارزش شرکت اثر داشته باشد. بر اساس رویکرد ارزشیابی، ساختار بهینه سرمایه هنگامی ایجاد می‌شود که ارزش شرکت حداکثر گردد یا هزینه سرمایه حداقل شود. دو دیدگاه متضاد در رابطه بین ساختار سرمایه با هزینه سرمایه یا ارزش شرکت وجود دارد. از یک طرف طرفداران نظریه سنتی ادعا می‌کنند که هزینه سرمایه یا ارزش واحد اقتصادی تحت تاثیر تغییرات ساختار سرمایه قرار دارد و از طرف دیگر مودیلیانی و میلر [27] معتقدند که ارزش شرکت یا هزینه سرمایه مستقل از تصمیمات ساختار سرمایه است. این دو دیدگاه متفاوت به روش سود خالص و سود عملیاتی خالص معروف‌اند.

تصمیمات ساختار سرمایه یکی از اساسی‌ترین موضوعاتی است که مدیران مالی با آن مواجه‌اند. این تصمیم به‌ظاهر ساده که به‌عنوان ترکیب بهینه منابع مختلف تامین مالی شرکت تعریف می‌شود از زوایای مختلف، موردتحقیق و بررسی قرار گرفته است. مودیلیانی و میلر [27] در سال ۱۹۵۸ با ارائه نظریاتی ابراز نمودند که تحت مفروضات خاص از جمله وجود بازار رقابت کامل، نبود مالیات بر درآمد، نبود هزینه‌های ورشکستگی، نبود هزینه‌های نمایندگی و وجود تقارن اطلاعاتی در میان فعالان بازار سرمایه، مدیران می‌توانند تنها به‌واسطه ایجاد تغییر در ترکیب منابع تامین مالی ارزش شرکت را تغییر دهند به‌عبارت‌دیگر ارزش شرکت مستقل از ساختار سرمایه آن است. بعد از تحقیقات اولیه انجام‌شده توسط مودیلیانی و میلر [27]، بسیاری از پژوهشگران به بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه شرکت‌ها پرداختند. کیلا و محمود [28] عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه را موردبررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که متغیرهای اندازه شرکت، سودآوری، میزان دارایی ثابت مشهود و نرخ‌های بهره بر تصمیمات تامین مالی شرکت‌ها موثر است. اهداف مدیران مالی در شرکت‌ها، حداکثر نمودن ارزش حقوق صاحبان سهام است. به‌عبارت‌دیگر حداکثر نمودن ارزش شرکت و سهام آن، نیازمند استفاده بهینه از منابع مالی و کسب بازده و ریسک مطلوب است. نظریه‌های مختلفی پیرامون ساختار سرمایه شرکت‌ها وجود دارد همچنین از لحاظ نظری به نظر می‌رسد که توانایی مدیران یک سازمان، زمینه را برای تغییر ساختار سرمایه فراهم خواهند کرد؛ بنابراین، می‌تواند بین توانایی مدیران و ساختار سرمایه رابطه وجود داشته باشد [11]. اکثر مطالعات، به‌ویژه مطالعات تجربی، بر هشت عامل اساسی تعیین‌کننده ساختار سرمایه تمرکز دارند. این عوامل تعیین‌کننده شامل سودآوری، اندازه، دارایی‌های مشهود، رشد، نقدینگی، سپر مالیاتی غیربدهی، سن و نوسانات سود هستند و به‌عنوان عوامل تعیین‌کننده سطح شرکت توصیف می‌شوند [29-31]. در ادامه به‌صورت خلاصه، این عوامل توضیح داده خواهد شد.

سودآوری به‌عنوان ابزاری برای بقای سازمان‌های تجاری در نظر گرفته می‌شود و ساختار سرمایه، اهمیت سودآوری را بدیهی می‌داند. بین سودآوری و ساختار سرمایه (اهرم) ارتباطی وجود دارد؛ بنابراین، محققان داسیلاس و پاپاسیریوپولوس [32] و رانی و همکاران [33]، ارتباط مثبتی بین اهرم و سودآوری نشان می‌دهند. از سوی دیگر، مطالعات عبدالله [34]، چیتا و درسا [35]، ماتیس و سراسکوئیرو [36]، رشید و همکاران [37]، سوفات و سینگ [38]، سهرابی و موغاری [39] و ژونگ و ژانگ [40] ارتباط منفی را نشان می‌دهند. اندازه سازمان تجاری در تصمیم‌گیری در مورد بهترین تصمیم ساختار مالی مرتبط است. رابطه‌ای بین اندازه و ساختار سرمایه (اهرم) در ادبیات مطرح شده است. به‌عنوان مثال، محققان از جمله بوکایر [29]، چیتا و درسا [35]، ماتمیلا و همکاران [4]، سهرابی و مووگاری [39]، ژانگ و لیو [41] و ژونگ و ژانگ [40] رابطه مثبتی بین اندازه و اهرم را تایید می‌کنند. در مقابل، مطالعات هاندو و شارما [42]، رانی و همکاران [33] و وو [43] نشان می‌دهد که رابطه منفی بین اندازه و اهرم وجود دارد.

مزایای حاصل از اقلامی (مانند استهلاك) به‌غیراز مزایای تامین مالی از طریق بدهی (سود حاصل از بهره)، نقش مهمی در تصمیمات ساختار سرمایه سازمان‌های تجاری ایفا می‌کنند. در موضوع سپر مالیاتی غیربدهی، مدیران تجاری سطح مولفه بدهی را در ساختار سرمایه قرار می‌دهند [30]. نویسندگان ارتباطی بین سپر مالیاتی غیربدهی و ساختار سرمایه (اهرم) برقرار کرده‌اند. نویسندگانی مانند سانچز-ویدال [44] به ارتباط مثبت [41] اشاره کرده‌اند. از سوی دیگر، داکالاکیس و همکاران [45]، ماتمیلا و همکاران [4]، راملی و همکاران [46]، سویکان و اولوچاک [47] و ژانگ و لیو ارتباط منفی را نشان می‌دهند.

نوسانات سود سازمان تجاری بر تصمیمات ساختار سرمایه سازمان تاثیر می‌گذارد. طبق گفته سیف-الیوسفی و همکاران [48] نوسان سود به‌صورت تجربی به‌عنوان انحراف معیار سود عملیاتی به‌کل دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود. محققان در ادبیات پژوهش، رابطه‌ای بین نوسان سود و ساختار سرمایه (اهرم) مطرح کرده‌اند. پژوهشگران از جمله هانگ و همکاران [49]، سوفات و سینگ [38]، سویکان و اولوچاک [47] و ژانگ و لیو [41] رابطه مثبتی بین نوسان سود و اهرم مالی را تایید می‌کنند، اما نوس و همکاران [31] رابطه منفی را نشان می‌دهند. از آنجاکه مواضع نظری و یافته‌های تجربی متناقضی در پیشینه پژوهش یافت شد، انجام مطالعه حاضر ضروری است. طبق درک محقق از مطالعه تجربی، مطالعات زیادی در مورد عوامل موثر بر ساختار سرمایه در صنعت بانکداری در ایران انجام نشده است؛ بنابراین، در یک دوره زمانی ۱۳۹۸ الی ۱۴۰۲، این مطالعه به بررسی ساختار سرمایه و عامل تعیین‌کننده آن بر صنعت بانکداری در ایران که با ۴ روش متفاوت اهرم (ارزش دفتری کل بدهی‌ها، ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت^۱، ارزش بازار کل بدهی‌ها و ارزش بازار بدهی‌های بلندمدت) اندازه‌گیری می‌شود، می‌پردازد و هم عوامل خاص شرکت (دارایی‌های ثابت، سودآوری، اندازه، ارزش دفتری بدهی‌ها، نوسانات سود عملیاتی، سپرهای مالیاتی) را در نظر می‌گیرد.

¹ Long-Term Debt Book Value (LDBV)

۳- روش تحقیق

در ادبیات پژوهش استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته برای بررسی تجربه مدیریتی مدیران ارشد به‌عنوان تعیین‌کننده ساختار سرمایه توصیه شده است. استفاده از روش حداقل مربعات معمولی برای تخمین پارامترها در یک مدل پویا که شامل اثرات خاص شرکت و متغیر وابسته با وقفه است، ضرایب اریب ایجاد می‌کند [50]؛ بنابراین، در این پژوهش از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته سیستم پانلی استفاده شده است، زیرا به‌عنوان یکی از بهترین روش‌ها برای تخمین پارامترهای ساختار سرمایه هدف در حضور اثرات خاص شرکت و متغیر وابسته با وقفه شناخته می‌شود [50]. روش گشتاورهای تعمیم‌یافته سیستمی، مشکلات علیت درون‌زا و معکوس بین متغیرها را با استفاده از تکنیک‌های متغیر ابزاری کارآمد اصلاح می‌کند [51]. به‌طور خاص، این پژوهش از روش لمون و همکاران [2] پیروی می‌کند و از مدل تعدیل جزئی استاندارد برای ثبت تعدیل پویا به سمت ساختار سرمایه هدف استفاده می‌کند، یعنی

$$Debt_{it} - Debt_{it-1} = \lambda(Debt^*_{it} - Debt_{it-1}) + \mu_{it} \quad (1)$$

که در آن λ میانگین سرعت تعدیل به ساختار سرمایه هدف در هر دوره برای همه شرکت‌های نمونه است، $Debt^*_{it}$ سطح بدهی هدف است، درحالی‌که $Debt_{it-1}$ و $Debt_{it}$ ترتیب نسبت‌های بدهی جاری و با تاخیر یک دوره هستند. بدهی یا ساختار سرمایه هدف غیرقابل مشاهده است؛ بنابراین، ما آن را با مقادیر برازش شده از رگرسیون بدهی مشاهده‌شده بر روی مجموعه‌ای از عوامل تعیین‌کننده خاص شرکت‌ها برای ساختار سرمایه هدف که در معادله (۲) نشان داده شده است، جایگزین می‌نماییم.

$$Debt_{it} = \beta X_{it} + \theta_i + \eta_i + \alpha_t + \mu_{it} \quad (2)$$

که در آن X_{it} نشان‌دهنده عوامل تعیین‌کننده خاص شرکت برای ساختار سرمایه، θ_i اثرات صنعت، η_i و α_t به ترتیب اثرات خاص شرکت و اثرات ثابت سال هستند. پس از جایگزینی بدهی هدف یا ساختار سرمایه هدف از معادله (۲) در مدل تعدیل جزئی در معادله (۱) و مرتب‌سازی مجدد عبارات، تخمین در یک معادله واحد به‌صورت زیر خواهد بود:

$$Debt_{it} = (1-\lambda) Debt_{it-1} + \lambda \beta X_{it} + \theta_i + \eta_i + \alpha_t + \mu_{it} \quad (3)$$

$$Debt_{it} = (1-\lambda)Debt_{it-1} + \lambda(\beta_1 + \beta_2 ME_{it} + \beta_3 FA_{it} + \beta_4 PRF_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Risk_{it} + \beta_7 PB_{it} + \beta_8 Ndt_{it}) + \theta_i + \eta_i + \alpha_t + \mu_{it} \quad (4)$$

$Debt_{it}$ که در آن ساختار سرمایه که با استفاده از چهار معیار ($LDBV, TDBV, TDMV$ و $LDMV$) اندازه‌گیری می‌شود و برای هرکدام، مدل (۴) به‌صورت جداگانه برآورد می‌شود.

$TDBV$: ارزش دفتری کل بدهی‌ها (نسبت مجموع بدهی‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت به کل دارایی‌ها)

$LDBV$: ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت (نسبت ارزش دفتری کل بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها)

$TDMV$: ارزش بازار کل بدهی‌ها (ارزش دفتری کل بدهی‌ها تقسیم بر مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام عادی و ارزش دفتری کل بدهی‌ها)

$LDMV$: ارزش بازار بدهی‌های بلندمدت (ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام عادی به اضافه ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت)

X_{it} : شامل متغیرهای زیر است:

ME : تجربه مدیران رده بالایی که برابر است با تعداد سال‌های متوالی که مدیران عامل در شرکت فعالیت داشته‌اند.

FA : نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به ارزش دفتری کل دارایی‌ها

PRF : نسبت سود خالص به ارزش دفتری کل دارایی‌ها

$Size$: لگاریتم طبیعی کل فروش

PB : ارزش دفتری بدهی‌ها به اضافه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها

$Risk$: انحراف معیار سود عملیاتی در سه سال گذشته

$Ndts$: سپرده‌های مالیاتی (نسبت هزینه استهلاک به کل دارایی‌ها)

θ_i : اثرات ثابت صنعت

η_i : اثرات ثابت شرکت

α_i : اثرات ثابت سال

μ_{it} : پسماند مدل

جامعه آماری این پژوهش بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است و قلمروی مکان این پژوهش نیز ۱۸ بانک پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. همچنین قلمرو زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۹۸ الی ۱۴۰۲ است.

۴- یافته‌ها

جدول ۱ آمار توصیفی متغیرهای مدل را نشان می‌دهد که در برگیرنده اطلاعات مربوط به میانگین، میانه، بیشینه و کمینه، انحراف معیار است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای مدل.

Table 1- Descriptive statistics of model variables.

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
FA	0.0357	0.0239	0.2218	0.0035	0.0321
LDBV	0.0000	-0.0027	0.4263	-0.5946	0.2114
LDMV	0.0000	0.0000	0.5827	-0.6561	0.3080
ME	2.2556	2.0000	6.0000	1.0000	1.4577
Ndts	0.0013	0.0010	0.0055	0.0002	0.0010
PB	0.8734	1.0111	1.1091	0.0374	0.3169
PRF	0.0096	0.0085	0.0521	-0.0556	0.0152
RISK	1.737	0.605	12.590	0.012	2.668

جدول ۱- ادامه.

Table 1- Continued.

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
SIZE	19.1310	19.1583	21.3268	16.0633	1.2162
TDBV	0.0000	-0.0266	0.7972	-0.7417	0.3633
TDMV	0.0000	-0.0029	0.2968	-0.1662	0.0797

FA: نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به ارزش دفتری کل دارایی‌ها. LDBV: ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت. LDMV: ارزش بازار بدهی‌های بلندمدت. ME: تجربه مدیران رده بالایی. Ndots: سپرده‌های مالیاتی (نسبت هزینه استهلاک به کل دارایی‌ها). PB: ارزش دفتری بدهی‌ها به اضافه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام. PRF: نسبت سود خالص به ارزش دفتری کل دارایی‌ها. Risk: انحراف معیار سود عملیاتی در سه سال گذشته. Size: لگاریتم طبیعی کل فروش. TDBV: ارزش دفتری کل بدهی‌ها. TDMV: ارزش بازار کل بدهی‌ها.

قبل از برآورد مدل رگرسیون، مانایی یک‌یک متغیرها مطالعه شود، زیرا در صورتی که متغیرها نامانا باشند، موجب بروز مشکل رگرسیون کاذب می‌گردد. در این پژوهش برای بررسی مانایی متغیرها برای داده‌های ترکیبی، آزمون لوین-لین چوی به کار گرفته شده است. فرض صفر در این آزمون وجود ریشه واحد یا به طور معادل، عدم مانایی متغیرها است که اگر مقدار سطح معنی داری کمتر از 0.05 باشد فرض صفر پذیرفته نمی‌شود و متغیرها مانا هستند. خلاصه نتایج این آزمون در جدول ۲ بیان شده است.

جدول ۲- نتایج آزمون مانایی متغیرهای مدل.

Table 2- Results of the stationarity test of model variables.

احتمال	آماره آزمون	نماد متغیر
0.000	*15.1	FA
0.000	-103.0	LDBV
0.000	-165.9	LDMV
0.000	-2.5	ME
0.000	-6.6	Ndots
0.000	-19.8	PB
0.000	-4.7	PRF
0.000	-1.7	RISK
0.000	-15.0	SIZE
0.000	-14.3	TDBV
0.000	-22.1	TDMV

با توجه به جدول ۲ مقدار p -value آزمون لوین-لین چوی برای همه متغیرها کمتر از 0.05 می‌باشد (p -value ≤ 0.05)، در نتیجه فرض صفر رد می‌شود و متغیرها ایستا (مانا) هستند.

در معادلاتی که در تخمین آن‌ها اثرات غیرقابل مشاهده خاص هر بانک و وجود وقفه متغیر وابسته در متغیرهای توضیحی مشکل اساسی است، از تخمین زن گشتاورهای تعمیم‌یافته که مبتنی بر مدل‌های پویای پانلی است استفاده می‌شود. این تخمین زن از روش کاهش تورش نمونه، پایداری تخمین را افزایش می‌دهد. قبل از تخمین مدل GMM جهت آزمون فرضیه، ابتدا باید آزمون‌های مورد نیاز از جمله آزمون سارگان، آزمون همبستگی سریالی جز پسماند (مرتب اول و دوم) ارایه شود و پس از صحت و برقرار بودن این آزمون‌ها، مدل جهت آزمون فرضیه برازش داده می‌شود.

در ابتدا لازم است اعتبار و سازگاری متغیرهای ابزاری، باید بین ابزارها و جملات خطا همبستگی وجود نداشته باشد. نتایج آزمون سارگان هر چهار متغیر سنجش ساختار سرمایه به تفکیک در جدول ۳ نشان داده شده است. برای این که ابزارها معتبر باشند، باید میان ابزارها و جملات خطا

همبستگی موجود نباشد. فرضیه صفر برای این آزمون این می‌باشد که ابزارها تا آنجا معتبر هستند که با خطاها در معادله تفاضلی مرتبه اول همبسته نباشند. عدم رد فرضیه صفر می‌تواند شواهدی را دال بر مطلوب بودن ابزارها فراهم کند.

جدول ۳- نتایج آزمون سارگان (اعتبار ابزارها).

Table 3- Results of Sargan test (validity of instruments).

p-value	مقدار آماره	متغیر سنجش ساختار سرمایه
		آزمون سارگان (Sargan)
0.08	6.7	ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت (LDBV)
0.43	2.74	ارزش بازار بدهی‌های بلندمدت (LDMV)
0.84	0.86	ارزش دفتری کل بدهی‌ها (TDBV)
0.07	7.10	ارزش بازار کل بدهی‌ها (TDMV)

همان‌طور که در جدول ۳ مشاهده می‌شود مقدار p -value آزمون سارگان برای هر ۴ روش سنجش متغیر ساختار سرمایه، بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، در نتیجه فرض صفر آزمون (معتبر بودن ابزارها) پذیرفته می‌شود و می‌توان گفت که متغیرهای ابزاری استفاده‌شده در این مدل‌ها مناسب هستند. نتایج دو آزمون همبستگی مرتبه اول و دوم در جدول ۴ نشان داده شده است.

جدول ۴- نتایج آزمون همبستگی سریالی و اعتبار متغیرهای ابزارهای.

Table 4- Results of serial correlation test and validity of instrument variables.

p-value	مقدار آماره	آزمون	متغیر سنجش ساختار سرمایه
0.85	-0.19	همبستگی سریالی مرتبه اول	ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت (LDBV)
0.24	1.17	همبستگی سریالی مرتبه دوم	
0.49	0.69	همبستگی سریالی مرتبه اول	ارزش بازار بدهی‌های بلندمدت (LDMV)
0.08	1.75	همبستگی سریالی مرتبه دوم	
0.39	0.86	همبستگی سریالی مرتبه اول	ارزش دفتری کل بدهی‌ها (TDBV)
0.56	0.57	همبستگی سریالی مرتبه دوم	
0.39	-0.86	همبستگی سریالی مرتبه اول	ارزش بازار کل بدهی‌ها (TDMV)
0.39	0.86	همبستگی سریالی مرتبه دوم	

همان‌طور که در جدول ۴ مشاهده می‌شود با توجه به مقدار p -value آماره آزمون همبستگی سریالی مرتبه اول و دوم برای تمامی روش سنجش متغیر ساختار سرمایه بیشتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه فرض صفر (جملات خطا در رگرسیون تفاضلی مرتبه اول همبستگی سریالی مرتبه دوم را نشان نمی‌دهند) پذیرفته می‌شود که نشان می‌دهد همبستگی سریالی مرتبه اول و دوم در هیچ از مدل‌های برآوردی وجود ندارد. همان‌گونه که در روش تحقیق بیان شد متغیر وابسته ساختار سرمایه از طریق ۴ شاخص متفاوت سنجیده می‌شود. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها و برآورد مدل (۴) در جدول ۵ با سنجش ساختار سرمایه توسط ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت منعکس شده است.

جدول ۵- برآورد مدل پژوهش با سنجش ساختار سرمایه توسط ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت (LDBV).

Table 5- Estimation of the research model by measuring capital structure by long-term debt book value (LDBV).

p-value	آماره t	انحراف استاندارد	ضریب	متغیر
0.000	-5.831	0.268	-1.560	C
0.000	-8.787	0.037	-0.323	LDBV(-1)
0.009	2.747	0.002	0.005	ME
0.804	0.250	0.346	0.086	FA
0.005	2.970	0.153	0.454	PRF
0.008	2.776	0.014	0.038	SIZE
0.002	3.270	0.000	0.000	RISK
0.000	37.013	0.026	0.949	PB
0.002	-3.222	4.366	-14.068	Ndts
0.96	Adjusted	0.97		R-squared

FA: نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به ارزش دفتری کل دارایی‌ها. LDBV: ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت. ME: تجربه مدیران رده بالای. Ndts: سپرهای مالیاتی (نسبت هزینه استهلاک به کل دارایی‌ها). PB: ارزش دفتری بدهی‌ها به اضافه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام. PRF: نسبت سود خالص به ارزش دفتری کل دارایی‌ها. Risk: انحراف معیار سود عملیاتی در سه سال گذشته. Size: لگاریتم طبیعی کل فروش.

با توجه به جدول ۵ و مقدار p -value آماره t برای متغیر ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت با یک وقفه ($LDBV(-1)$) برابر $0/000$ و کمتر از سطح خطای $0/05$ است (p -value ≤ 0.05). متغیر ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت با یک وقفه، معنی‌دار است که نشان‌دهنده پویایی ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت در طی زمان است و با توجه به اینکه ضریب این متغیر منفی است، ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت در دوره جاری به دوره بعد کاهش می‌یابد. مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل برابر $0/96$ است که نشان می‌دهد 96% تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل تشریح شده است؛ به عبارت دیگر 96% تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود.

با توجه به جدول ۵ و مقدار p -value آماره t برای متغیر تجربه مدیران رده بالایی (ME) که برابر $0/009$ می‌باشد و کمتر از سطح خطای $0/05$ است (p -value ≤ 0.05)، فرض صفر (فرض عدم تاثیر تجربه مدیران رده بالایی بر تعدیل ساختار سرمایه) رد می‌شود و در نتیجه تجربه مدیران رده بالایی بر تعدیل ساختار سرمایه تاثیر دارد. همچنین با توجه مثبت بودن به ضریب متغیر تجربه مدیران رده بالایی، بر تعدیل ساختار سرمایه تاثیر مثبت دارد. در نتیجه فرضیه "تجربه مدیران رده بالایی بر تعدیل ساختار سرمایه تاثیر مثبتی است" با مدل اول پذیرفته می‌شود. همچنین می‌توان بیان کرد که هدف از مشخص کردن ساختار سرمایه، تعیین ترکیب منابع مالی هر شرکت به منظور بیشینه‌سازی ثروت سهامداران آن است زیرا هزینه سرمایه شرکت، تابعی از ساختار سرمایه آن تلقی می‌شود. انتخاب ساختار سرمایه مطلوب موجب کاهش هزینه سرمایه شرکت و افزایش ارزش بازار آن می‌شود؛ بنابراین، یک شرکت با داشتن مدیران باتجربه و کارآزموده توان انتخاب یک ساختار سرمایه مناسب برای پیشبرد اهداف و حسن عملکرد سازمان را خواهد داشت. انتظار می‌رود که تجربه مدیران رده بالایی بر ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت که شاخصی از ساختار سرمایه است تاثیرگذار باشد.

با توجه به جدول ۵ و مقدار p -value آماره t برای متغیر نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به ارزش دفتری کل دارایی‌ها (FA) برابر $0/804$ می‌باشد و بیشتر از سطح خطای $0/05$ است (p -value ≥ 0.05)، در نتیجه نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به ارزش دفتری کل دارایی‌ها (FA) بر تعدیل ساختار سرمایه تاثیر ندارد. علاوه بر این با توجه به مقدار p -value آماره t و علامت مثبت ضریب برآوردی برای متغیرهای نسبت سود خالص به ارزش دفتری کل دارایی‌ها (PRF)، لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها ($Size$)، ارزش دفتری بدهی‌ها به اضافه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها (PB)، انحراف معیار سود عملیاتی در سه سال گذشته ($Risk$)، کمتر از سطح خطای $0/05$ است (p -value ≤ 0.05)، در نتیجه همگی بر ساختار سرمایه تاثیر معنادار و مثبت دارند ولی با توجه به ضریب منفی متغیر سپرده‌های مالیاتی (نسبت هزینه استهلاک به کل دارایی‌ها) ($Ndts$) این متغیر بر ساختار سرمایه تاثیر معنادار و منفی دارد. در مرحله دوم، مدل پژوهش با سنجش ساختار سرمایه توسط ارزش بازار بدهی‌های بلندمدت ($LDMV$) برآورد شد و نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها و برآورد مدل (۴) در جدول ۶ منعکس شده است.

جدول ۶- برآورد مدل پژوهش با سنجش ساختار سرمایه توسط ارزش بازار بدهی‌های بلندمدت ($LDMV$).

Table 6- Estimation of the research model by measuring capital structure by long-term debt market value ($LDMV$).

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	p -value
C	-0.609	0.519	-1.175	0.245
$LDMV(-1)$	0.189	0.085	2.230	0.029
ME	-0.020	0.012	-1.746	0.086
FA	1.339	0.885	1.514	0.135
PRF	-0.357	1.920	-0.186	0.853
SIZE	0.030	0.027	1.108	0.272
RISK	-0.001	0.001	-1.146	0.256
PB	-0.013	0.048	-0.278	0.782
NDTS	33.533	18.115	1.851	0.069
R-squared		0.16	Adjusted	0.1

FA: نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به ارزش دفتری کل دارایی‌ها. $LDMV$: ارزش بازار بدهی‌های بلندمدت. ME: تجربه مدیران رده بالایی. $Ndts$: سپرده‌های مالیاتی (نسبت هزینه استهلاک به کل دارایی‌ها). PB: ارزش دفتری بدهی‌ها به اضافه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام. PRF: نسبت سود خالص به ارزش دفتری کل دارایی‌ها. Risk: انحراف معیار سود عملیاتی در سه سال گذشته. Size: لگاریتم طبیعی کل فروش.

با توجه به جدول ۶ و مقدار p -value آماره t برای متغیر ارزش بازار بدهی‌های بلندمدت با یک وقفه ($LDMV(-1)$) که برابر $0/029$ و کمتر از

سطح خطای ۰/۰۵ است ($p\text{-value} \leq 0.05$)، متغیر ارزش بازار بدهی های بلندمدت با یک وقفه، معنی دار است که نشان دهنده پویایی ارزش بازار بدهی های بلندمدت در طی زمان است و با توجه به اینکه ضریب این متغیر مثبت است، ارزش بازار بدهی های بلندمدت در دوره جاری به دوره بعد افزایش می یابد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر ۰/۱۰ است که بیان می کند ۱۰٪ تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل تشریح شده است. لازم به ذکر است که ضریب این مدل رگرسیونی خیلی پایین است و اساسا مدل رگرسیونی که بر اساس LDMV ساخته شده، قابلیت بالایی برای تبیین متغیر ساختار سرمایه ندارد.

با توجه به جدول ۶ و مقدار $p\text{-value}$ آماره t برای متغیر تجربه مدیران رده بالایی (ME) که برابر ۰/۰۸ است و بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است ($p\text{-value} \geq 0.05$)، فرض صفر (فرض عدم تاثیر تجربه مدیران رده بالایی بر تعدیل ساختار سرمایه) تایید می شود و در نتیجه تجربه مدیران رده بالایی بر تعدیل ساختار سرمایه تاثیر معنای داری ندارد. فرضیه "تجربه مدیران رده بالایی بر تعدیل ساختار سرمایه تاثیر مثبتی است" با مدل دوم پذیرفته نمی شود.

با توجه به جدول ۶ و مقدار $p\text{-value}$ آماره t ضرایب برآوردی برای متغیرهای نسبت دارایی های ثابت مشهود به ارزش دفتری کل دارایی ها (FA) و لگاریتم طبیعی کل فروش (Size)، ارزش دفتری بدهی ها به اضافه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی ها (PB)، انحراف معیار سود عملیاتی در سه سال گذشته (Risk)، سپرهای مالیاتی (نسبت هزینه استهلاک به کل دارایی ها) (Ndots)، بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است ($p\text{-value} \geq 0.05$)، در نتیجه این متغیرها بر ساختار سرمایه بانکها تاثیر ندارد. در مرحله سوم، مدل پژوهش با اندازه گیری ساختار سرمایه توسط ارزش دفتری کل بدهی ها (TDBV) نیز برآورد شده است و نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده ها و برآورد مدل (۴) در جدول ۷ منعکس شده است.

جدول ۷- نتایج تجزیه و تحلیل داده ها جهت آزمون فرضیه با متغیر وابسته ارزش دفتری کل بدهی ها (TDBV).

Table 7 - Results of data analysis to test the hypothesis with the dependent variable total book value of debts (TDBV).

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	p-value
C	0.670	0.440	1.523	0.133
TDBV (-1)	0.199	0.159	1.248	0.217
ME	0.015	0.005	2.712	0.009
FA	-1.555	0.534	-2.910	0.005
PRF	-0.235	2.198	-0.107	0.915
SIZE	-0.030	0.024	-1.243	0.218
RISK	0.001	0.0005	1.701	0.094
PB	-0.079	0.061	-1.288	0.203
NDTS	-20.872	13.647	-1.529	0.131
R-squared	0.38		Adjusted	0.37

FA: نسبت دارایی های ثابت مشهود به ارزش دفتری کل دارایی ها. TDBV: ارزش دفتری کل بدهی ها. ME: تجربه مدیران رده بالایی. Ndots: سپرهای مالیاتی (نسبت هزینه استهلاک به کل دارایی ها). PB: ارزش دفتری بدهی ها به اضافه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام. PRF: نسبت سود خالص به ارزش دفتری کل دارایی ها. Risk: انحراف معیار سود عملیاتی در سه سال گذشته. Size: لگاریتم طبیعی کل فروش.

با توجه به جدول ۷ و مقدار $p\text{-value}$ آماره t برای متغیر ارزش دفتری کل بدهی ها با یک وقفه ($TDBV(-1)$) که برابر ۰/۲۱۷ و بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است ($p\text{-value} \geq 0.05$)، لذا، متغیر ارزش دفتری کل بدهی ها با یک وقفه معنی دار نیست. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر ۰/۳۷ است که نشان می دهد ۳۷٪ تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل تشریح می شود. با توجه به جدول ۷ و مقدار $p\text{-value}$ آماره t برای متغیر تجربه مدیران رده بالایی (ME) که برابر ۰/۰۰۹ است و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است ($p\text{-value} \leq 0.05$)، لذا فرض صفر (فرض عدم تاثیر تجربه مدیران رده بالایی بر تعدیل ساختار سرمایه) رد می شود و در نتیجه تجربه مدیران بر ساختار سرمایه بانک تاثیر معنادار دارد. همچنین با توجه به علامت مثبت ضریب متغیر، می توان گفت که تجربه مدیران رده بالایی بر ساختار سرمایه بانک تاثیر مثبتی دارد. فرضیه "تجربه مدیران رده بالایی بر تعدیل ساختار سرمایه تاثیر مثبتی دارد" با مدل سوم پذیرفته می شود.

مدیران توانا، یعنی مدیرانی که بهتر می‌توانند از منابع سازمان استفاده کنند و بهره‌وری بالاتری دارند، کمتر دست به مدیریت سود می‌زنند و بنابراین کیفیت افلام تعهدی آن‌ها، بالاتر است. همچنین مدیران تواناتر نسبت به کسب و کارشان آگاهی بیشتری داشته و قضاوت‌ها و برآوردهای بهتری را برای افلام تعهدی خواهند داشت. سرمایه‌گذاری مناسب‌تر در پروژه‌های با ارزش‌تر و مدیریت کارای کارمندان نیز از ویژگی مدیران توانمند است؛ بنابراین هراندازه تجربه مدیران در تشخیص ترکیب ساختار سرمایه شرکت بالا باشد، می‌توان انتظار داشت که تجربه مدیران رده بالایی بر ارزش دفتری کل بدهی‌های بلندمدت که شاخصی از ساختار سرمایه است تاثیرگذار باشد.

با توجه به جدول ۷ و مقدار p -value آماره t برای متغیر نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به ارزش دفتری کل دارایی‌ها (FA) برابر با 0.05 است و کمتر از سطح خطای 0.05 است (p -value ≤ 0.05) و با توجه به علامت منفی ضریب این متغیر در نتیجه نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به ارزش دفتری کل دارایی‌ها (FA) بر ساختار سرمایه بانک‌ها تاثیر منفی دارد. ضمناً متغیرهای نسبت سود خالص به ارزش دفتری کل دارایی‌ها (PRF)؛ لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها ($Size$)؛ ارزش دفتری بدهی‌ها به اضافه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها (PB)؛ انحراف معیار سود عملیاتی در سه سال گذشته ($Risk$)؛ سپرده‌های مالیاتی (نسبت هزینه استهلاک به کل دارایی‌ها) ($Ndts$) بر تعدیل ساختار سرمایه تاثیر معنادار ندارند. در مرحله چهارم، ساختار سرمایه با متغیر وابسته ارزش بازار کل بدهی‌ها ($TDMV$) برآورد و نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها و برآورد مدل (۴) در جدول ۸ منعکس شده است.

جدول ۸- نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه با متغیر وابسته ارزش بازار کل بدهی‌ها ($TDMV$).

Table 8- Results of data analysis to test the hypothesis with the dependent variable of total debt market value ($TDMV$).

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	p -value
C	1.047	0.220	4.754	0.000
$TDMV(-1)$	-0.329	0.065	-5.063	0.000
ME	0.004	0.001	3.553	0.001
FA	0.577	0.388	1.488	0.144
PRF	0.214	0.362	0.591	0.558
SIZE	-0.042	0.010	-4.098	0.000
RISK	-0.0003	0.00003	-10.374	0.000
PB	-0.308	0.030	-10.352	0.000
NDTS	-4.931	6.000	-0.822	0.416
R-squared	0.83		Adjusted	0.74

FA: نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به ارزش دفتری کل دارایی‌ها. $TDMV$: ارزش بازار کل بدهی‌ها. ME: تجربه مدیران رده بالایی. $Ndts$: سپرده‌های مالیاتی (نسبت هزینه استهلاک به کل دارایی‌ها). PB: ارزش دفتری بدهی‌ها به اضافه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام. PRF: نسبت سود خالص به ارزش دفتری کل دارایی‌ها. Risk: انحراف معیار سود عملیاتی در سه سال گذشته. Size: لگاریتم طبیعی کل فروش.

با توجه به جدول ۸ و مقدار p -value آماره t برای متغیر ارزش بازار کل بدهی‌ها با یک وقفه ($TDMV(-1)$) که برابر 0.000 است و کمتر از سطح خطای 0.05 است (p -value ≤ 0.05) لذا متغیر ارزش بازار کل بدهی‌ها با یک وقفه، معنی دار است که نشان‌دهنده پویایی ارزش بازار کل بدهی‌ها در طی زمان است. با توجه به اینکه ضریب این متغیر منفی است، ارزش بازار کل بدهی‌ها در از دوره جاری به دوره بعد کاهش می‌یابد. مقدار R^2 تعدیل شده مدل برابر 0.74 می‌باشد که نشان می‌دهد 74% تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تشریح می‌شود.

با توجه به جدول ۸ و مقدار p -value آماره t برای متغیر تجربه مدیران رده بالایی (ME) که برابر 0.001 است و کمتر از سطح خطای 0.05 است (p -value ≤ 0.05)، فرض صفر (فرض عدم تاثیر تجربه مدیران رده بالایی بر تعدیل ساختار سرمایه) رد می‌شود و در نتیجه تجربه مدیران رده بالایی بر تعدیل ساختار سرمایه تاثیر دارد. همچنین با توجه به ضریب متغیر تجربه مدیران رده بالایی که مثبت است، تجربه مدیران رده بالایی بر ساختار سرمایه بانک‌ها تاثیر مثبتی دارد. فرضیه "تجربه مدیران رده بالایی بر تعدیل ساختار سرمایه تاثیر مثبتی است" با مدل چهارم پذیرفته می‌شود.

مدیران توانمندتر دانش و آگاهی بیشتری در ارتباط با مشتریان و شرایط کلان اقتصادی دارند و قادرند درک بهتری در ارتباط با استانداردهای پیچیده‌تر داشته و آن‌ها را به درستی اجرا کنند. چیزی که باعث ساختار سرمایه می‌گردد نیل شرکت‌ها برای تامین منابع مالی مورد احتیاج می‌باشد. بدین منظور، شرکت ابتدا به منابع داخلی روی می‌آورد و اگر منابع داخلی کفاف نیازهای مالی شرکت را نکرد به ترتیب به سراغ بدهی‌های جاری از ریسک یا با ریسک ناچیز، بدهی‌های ریسکی و سهام می‌رود که این عوامل ممکن است بر ارزش بازار شرکت نیز تاثیر گذار باشد؛ بنابراین، اگر تجربه مدیران در انتخاب این منابع بالا باشد شرکت‌ها قادر خواهند بود که با هزینه پایین سرمایه مورد نیاز خود را تامین کرده و باعث افزایش کارایی

و بهره‌وری شرکت شوند. در نتیجه انتظار می‌رود که تجربه مدیران رده بالایی بر ارزش بازار کل بدهی‌های بلندمدت که شاخصی از ساختار سرمایه است تاثیر گذار باشد.

با توجه به جدول ۸ و مقدار p -value آماره t برای نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به ارزش دفتری کل دارایی‌ها (FA)، متغیرهای نسبت سود خالص به ارزش دفتری کل دارایی‌ها (PRF)، سپرده‌های مالیاتی (نسبت هزینه استهلاک به کل دارایی‌ها) ($Ndts$)؛ به ترتیب برابر با ۰/۱۴۴، ۰/۵۵۸ و ۰/۴۱۶ است و بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است (p -value ≥ 0.05)، در نتیجه متغیرهای نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به ارزش دفتری کل دارایی‌ها (FA)، متغیرهای نسبت سود خالص به ارزش دفتری کل دارایی‌ها (PRF)، سپرده‌های مالیاتی (نسبت هزینه استهلاک به کل دارایی‌ها) ($Ndts$) بر تعدیل ساختار سرمایه تاثیر ندارند. همچنین با توجه به مقدار p -value آماره t برای متغیرهای لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها ($Size$)، ارزش دفتری بدهی‌ها به اضافه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها (PB)، انحراف معیار سود عملیاتی در سه سال گذشته ($Risk$)، کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است (p -value ≤ 0.05)، با توجه به ضریب متغیرهای لگاریتم طبیعی کل فروش ($Size$)، ارزش دفتری بدهی‌ها به اضافه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها (PB)، انحراف معیار سود عملیاتی در سه سال گذشته ($Risk$) که منفی می‌باشد تاثیر منفی بر تعدیل ساختار سرمایه دارند. خلاصه نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش در جدول ۹ ارائه شده است که نشان می‌دهد تجربه مدیران رده بالایی بر تعدیل ساختار سرمایه تاثیر مثبتی دارد.

جدول ۹- خلاصه نتایج پژوهش.
Table 9- Summary of research results.

نتایج	معیار/شاخص	فرضیه
رد نمی‌شود.	ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت (LDBV)	تجربه مدیران رده بالایی بر تعدیل ساختار سرمایه تاثیر مثبتی دارد.
رد می‌شود.	ارزش بازار بدهی‌های بلندمدت (LDMV)	تجربه مدیران رده بالایی بر تعدیل ساختار سرمایه تاثیر مثبتی دارد.
رد نمی‌شود.	ارزش دفتری کل بدهی‌ها (TDBV)	تجربه مدیران رده بالایی بر تعدیل ساختار سرمایه تاثیر مثبتی دارد.
رد نمی‌شود.	ارزش بازار کل بدهی‌ها (TDMV)	تجربه مدیران رده بالایی بر تعدیل ساختار سرمایه تاثیر مثبتی دارد.

نتایج به دست آمده در آزمون فرضیه پژوهش مبنی بر ارتباط معنادار بین تجربه مدیران رده بالایی و ساختار سرمایه، با نتایج پژوهش‌های ماتمیولا و همکاران [4]، لی و همکاران [11]، ژانگ و همکاران [12]، علی نژاد ساروکلانی و تارفی [52] همخوانی دارد.

۵- خلاصه و پیشنهادها

هدف این پژوهش مطالعه ارتباط تجربه مدیران رده بالایی و ساختار سرمایه بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است که در نهایت ۱۸ بانک در دوره زمانی ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۲ انتخاب شدند. فرضیه پژوهش عبارت است از تجربه مدیران رده بالایی تاثیر مثبتی بر تعدیل ساختار سرمایه دارد. متغیر ساختار سرمایه با چهار معیار ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت، ارزش بازار بدهی‌های بلندمدت، ارزش دفتری کل بدهی‌ها و ارزش بازار کل بدهی‌ها سنجیده شده است. لذا مدل پژوهش با هر چهار معیار برازش شده است. نتایج نشان داد که (به جز ارزش بازار بدهی‌های بلندمدت) تجربه مدیران رده بالایی بر تعدیل ساختار سرمایه تاثیر دارد.

تجربه مدیران، عاملی است که می‌تواند موجب مدیریت کارای عملیات روزانه شرکت شود. مدیران توانا و دارای قدرت تصمیم‌گیری بالا می‌توانند بر روی بیشتر جنبه‌های سازمان از جمله بهبود حاکمیت شرکتی، انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری مطلوب‌تر، کاهش هزینه‌های تامین مالی و بهبود عملکرد شرکت موثر واقع شوند. همچنین مدیران شرکت‌ها می‌بایست بخشی از توانایی‌های خود را برای حداکثر کردن ثروت سهامداران صرف کنند. دستیابی به این هدف مستلزم این موضوع است که مدیران از توانایی تعیین ترکیب مناسبی از منابع شرکت برخوردار باشند. مدیران توانمند به واسطه شناخت و قدرت درک خود، پروژه‌های سودآور را شناسایی کرده و می‌توانند با سرمایه‌گذاری در آن‌ها در بهبود تصمیم‌های تامین مالی و ساختار سرمایه نقش بسزایی را ایفا کنند؛ بنابراین، می‌توان گفت توانایی تصمیم‌گیری مدیران می‌تواند بر ساختار سرمایه و اهرم مالی شرکت‌ها تاثیرگذار باشد. با توجه به نتایج این پژوهش، به سهامداران و مالکان بانک‌ها مورد بررسی پیشنهاد می‌شود که در انتخاب و گزینش مدیران خود دقت کرده و فردی متخصص و توانا را انتخاب کنند؛ زیرا چنین فردی خواهد توانست کارایی را افزایش داده و با استفاده بهینه از ابزار مالی، احتمال ورشکستگی را کاهش و به دنبال آن منافع بیشتری به مالکان برساند. همچنین، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود هنگام انتخاب مقصد سرمایه‌گذاری خود به

توانایی مدیریت توجه ویژه‌ای داشته باشند. البته، لازمه توجه به این نکته، وجود اطلاعات در این زمینه است؛ بنابراین، به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها را موظف به ارائه اطلاعاتی در مورد توانایی مدیران کند تا سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل و همچنین اعتباردهندگان بتوانند از آن در تصمیم‌گیری‌های خود استفاده کنند. این پژوهش سهم مهمی در تحقیقات ساختار سرمایه دارد. اولاً برخلاف مطالعات قبلی که از متغیر مجازی (تغییر در عرض از مبدا) برای کنترل تجربه یا مهارت‌های مدیریتی در حوزه‌های مالی استفاده می‌کنند، این پژوهش کل تجربه مدیران ارشد را کمی می‌کند و این معیار را مستقیماً در مدل ساختار سرمایه لحاظ می‌کند. این معیار، امکان می‌دهد تا اثرات تجربه مدیران ارشد (از طریق شیب) بر ساختار سرمایه تعیین شود. ثانیاً پژوهش ما بینش‌هایی از نظریه رده‌های بالا و نظریه توازن را برای توضیح رابطه بین تجربه مدیران ارشد و ساختار سرمایه ادغام می‌کند. همان‌طور که مدیران ارشد با تجربه تصمیمات استراتژیک موثری (مثلاً تصمیمات ساختار سرمایه) می‌گیرند که مزایای سپر مالیاتی بدهی را به حداکثر می‌رساند. سوماً، برخلاف برخی مطالعات قبلی که به‌طور ضمنی فرض می‌کنند که تصمیم موثر ساختار سرمایه منعکس‌کننده تخصص مدیران ارشد است، این پژوهش مولفه تخصص مدیریتی را از ساختار سرمایه جدا می‌کند و اجازه می‌دهد تجربه مدیران ارشد مستقیماً بر ساختار سرمایه شرکت‌ها تأثیر بگذارد.

این پژوهش محدودیت‌هایی دارد. به دلیل در دسترس نبودن داده‌ها، بین انواع تجربه مدیران عامل تمایز قایل نشده‌ایم. مدیران عامل با تجربه مالی و حسابداری ممکن است بر تصمیمات استراتژیک مانند ساختار سرمایه تأثیر بگذارند. تحقیقات آینده ممکن است این موضوع را در حوزه‌های تحقیقات ساختار سرمایه با در دسترس قرار گرفتن داده‌های مربوط به کل تجربه مدیران عامل بررسی کنند. علاوه بر این، مقاله ویژگی‌های نهادی، حاکمیتی و سایر ویژگی‌های مدیران عامل را کنترل نمی‌کند زیرا این پژوهش بر عوامل تعیین‌کننده در سطح شرکت (با علامت پیش‌بینی شده واضح بر اساس نظریه توازن) در رابطه ساختار سرمایه و تجربه مدیران عامل متمرکز شده است.

منابع

- [1] Hanousek, J., & Shamshur, A. (2011). A stubborn persistence: Is the stability of leverage ratios determined by the stability of the economy? *Journal of corporate finance*, 17(5), 1360–1376. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.07.004>
- [2] Lemmon, M. L., Roberts, M. R., & Zender, J. F. (2008). Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure. *The journal of finance*, 63(4), 1575–1608. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01369.x>
- [3] Naz, I., Shah, S. M. A., & Kutan, A. M. (2017). Do managers of sharia-compliant firms have distinctive financial styles? *Journal of international financial markets, institutions and money*, 46, 174–187. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.05.005>
- [4] Matemilola, B. T., Bany-Arifin, A. N., Azman-Sann, , & aa ss,, M. (2018). oo ettpo managexxxxennnne aeæ sssss scaptta uuuuuæ? *Research in international business and finance*, 45, 488–498. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.184>
- [5] Jiraporn, P., Chintrakarn, P., & Liu, Y. (2012). Capital structure, CEO dominance, and corporate performance. *Journal of financial services research*, 42(3), 139–158. <https://doi.org/10.1007/s10693-011-0109-8>
- [6] 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. <https://doi.org/10.1080/13504851.2013.875102>
- [7] Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of management review*, 9(2), 193–206. <https://doi.org/10.5465/amr.1984.4277628>
- [8] Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *Quarterly journal of economics*, 118(4), 1169–1208. <https://doi.org/10.1162/00335530332252775>
- [9] Adams, R. B., Almeida, H., & Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *The review of financial studies*, 18(4), 1403–1432. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhi030>
- [10] Cronqvist, H., Makhija, A. K., & Yonker, S. E. (2012). Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage. *Journal of financial economics*, 103(1), 20–40. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.08.005>
- [11] Li, T., Munir, Q., & Abd Karim, M. R. (2017). Nonlinear relationship between CEO power and capital structure: Evidence oon hh nra iieeal SMss. *International review of economics & finance*, 47, 1–21. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2016.09.005>
- [12] Zhang, X., Li, N., Ullrich, J., & van Dick, R. (2015). Getting everyone on board: The effect of differentiated transformational leadership by CEOs on top management team effectiveness and leader-rated firm performance. *Journal of management*, 41(7), 1898–1933. <https://doi.org/10.1177/0149206312471387>
- [13] Srivastava, A. (2013). Do CEOs possess any extraordinary ability? Can those abilities justify large CEO pay? *Asia-pacific journal of accounting & economics*, 20(4), 349–384. <https://doi.org/10.1080/16081625.2013.828670>
- [14] Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147–175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- [15] Demerjian, P. R., Lev, B., Lewis, M. F., & McVay, S. E. (2013). Managerial ability and earnings quality. *Accounting review*, 88(2), 463–498. <https://doi.org/10.2308/accr-50318>
- [16] Katz, R. L. (2009). *Skills of an effective administrator*. Harvard Business Review Press. The capable executive: effective performance in senior management

- [17] Horton, R., Thompson, M. L., & McBride, J. F. (1987). Method of estimating the travel time of noninteracting solutes through compacted soil material. *Soil science society of america journal*, 51(1), 48–53. <https://doi.org/10.2136/sssaj1987.03615995005100010009x>
- [18] Dainty, P. H., & Anderson, M. (1996). *The capable executive: effective performance in senior management*. Springer. <https://doi.org/10.1007/978-1-349-13663-6>
- [19] Namazi, M., & Ghafari, M. J. (2015). The importance and role of managerial ability information and financial ratios as a criterion for the optimal stock portfolio selection in Tehran Stock Exchange (via data envelope analysis). *Financial accounting*, 7(26), 1-29. (In Persian). <https://www.sid.ir/paper/168273/en>
- [20] Dahmash, F. N., Durand, R. B., & Watson, J. (2009). The value relevance and reliability of reported goodwill and identifiable intangible assets. *The british accounting review*, 41(2), 120–137. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2009.03.002>
- [21] Andreou, P. C., Ehrlich, D., Karasamani, I., & Louca, C. (2015). *Managerial ability and firm performance: Evidence from the global financial crisis*. [https://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA ANNUAL MEETINGS/2013-Reading old/papers/EFMA2013_0542_fullpaper.pdf](https://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2013-Reading%20old/papers/EFMA2013_0542_fullpaper.pdf)
- [22] vveyyy .. , & Gaace, M. F. 2012.. uu pe o incompenr?nn examnaion o managemen impac on ssssss *Journal of risk and insurance*, 79(3), 751–783. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2011.01443.x>
- [23] Libby, R., & Luft, J. (1993). Determinants of judgment performance in accounting settings: Ability, knowledge, motivation, and environment. *Accounting, organizations and society*, 18(5), 425–450. [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(93\)90040-D](https://doi.org/10.1016/0361-3682(93)90040-D)
- [24] Chen, X., Sun, Y., & Xu, X. (2016). Free cash flow, over-investment and corporate governance in China. *Pacific basin finance journal*, 37, 81–103. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.06.003>
- [25] Barr, R. S., & Siems, T. F. (1997). Bank failure prediction using DEA to measure management quality. In *Interfaces in computer science and operations research: advances in metaheuristics, optimization, and stochastic modeling technologies* (pp. 341–365). Springer. https://doi.org/10.1007/978-1-4615-4102-8_15
- [26] Chemmanur, T. J., & Paeglis, I. (2005). Management quality, certification, and initial public offerings. *Journal of financial economics*, 76(2), 331–368. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.10.001>
- [27] Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The american economic review*, 48(3), 261–297. <https://www.jstor.org/stable/1809766>
- [28] Kila, S. M., & Mahmood, W. M. W. (2008). Capital structure and firm characteristics: Some evidence from Malaysian companies. *Munich personal repec archive*, 14616, 1–17. https://d1wqtxts1xzle7.cloudfront.net/49079399/Capital_Structure_and_Firm_Characteristi20160924-22051-17oy7sr-libre.pdf?1474703683=&response-content-disposition=inline%3B+filename%3DCapital_Structure_and_Firm_Characteristi.pdf&Expires=1764146703&Signature
- [29] uu ka,, 2019.. Facoo nnuuncnrg aaam bank captta uuuuuee nndeveoqnrng economie *Journal of islamic accounting and business research*, 10(1), 2–20. <https://doi.org/10.1108/JIABR-02-2014-0008>
- [30] Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: a review and future directions. *International journal of managerial finance*, 13(2), 106–132. <https://doi.org/10.1108/IJMF-09-2014-0135>
- [31] Neves, M. E., Serrasqueiro, Z., Dias, A., & Hermanto, C. (2020). Capital structure decisions in a period of economic intervention: Empirical evidence of Portuguese companies with panel data. *International journal of accounting & information management*, 28(3), 465–495. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-08-2019-0094>
- [32] Dasilas, A., & Papasyriopoulos, N. (2015). Corporate governance, credit ratings and the capital structure of Greek SME and large listed firms. *Small business economics*, 45(1), 215–244. <https://doi.org/10.1007/s11187-015-9648-y>
- [33] Rani, N., Yadav, S. S., & Tripathy, N. (2020). Capital structure dynamics of Indian corporates. *Journal of advances in management research*, 17(2), 212–225. <https://doi.org/10.1108/JAMR-12-2017-0125>
- [34] Abdulla, Y. (2017). Capital structure in a tax-free economy: Evidence from UAE. *International journal of islamic and middle eastern finance and management*, 10(1), 102–116. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-11-2015-0144>
- [35] Chipeta, C., & Deressa, C. (2016). Firm and country specific determinants of capital structure in Sub Saharan Africa. *International journal of emerging markets*, 11(4), 649–673. <https://doi.org/10.1108/IJoEM-04-2015-0082>
- [36] Matias, F., & Serrasqueiro, Z. (2017). Are there reliable determinant factors of capital structure decisions? Empirical study of SMEs in different regions of Portugal. *Research in international business and finance*, 40, 19–33. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.09.014>
- [37] Rashid, M., Hj, D. S. N. K. P., & Izadi, S. (2023). National culture and capital structure of the Shariah compliant firms: Evidence from Malaysia, Saudi Arabia and Pakistan. *International review of economics & finance*, 86, 949–964. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.10.006>
- [38] Sofat, R., & Singh, S. (2017). Determinants of capital structure: an empirical study of manufacturing firms in India. *International journal of law and management*, 59(6), 1029–1045. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-05-2016-0051>
- [39] Sohrabi, N., & Movaghari, H. (2020). Reliable factors of Capital structure: Stability selection approach. *The quarterly review of economics and finance*, 77, 296–310. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2019.11.001>
- [40] hhong, .. , & Zhang, .. (2018). “Pee eeeæ””nncaptta uuuuuee decoooon o hh inese firms-empirical investigation based on Chinese a-share listed firms. *Nankai business review international*, 9(3), 289–315. <https://doi.org/10.1108/NBRI-08-2017-0042>
- [41] Zhang, D., & Liu, D. (2017). Determinants of the capital structure of Chinese non-listed enterprises: Is TFP efficient? *Economic systems*, 41(2), 179–202. <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2016.12.003>
- [42] Handoo, A., & Sharma, K. (2014). A study on determinants of capital structure in India. *IIMB management review*, 26(3), 170–182. <https://doi.org/10.1016/j.iimb.2014.07.009>

- [43] Vo, X. V. (2017). Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam. *Research in international business and finance*, 40, 105–113. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.12.001>
- [44] Sánchez-ddda, F. .. 22014.. ii gh debt compansss vveaage demmmmn nn Spanr quanii eegeesson approach. *Economic modelling*, 36, 455–465. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2013.08.043>
- [45] Daskalakis, N., Balios, D., & Dalla, V. (2017). The behaviour o SM captta uuutuee demmmmn nn deeeeeeet macroeconomic states. *Journal of corporate finance*, 46, 248–260. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.07.005>
- [46] Ramli, N. A., Latan, H., & Solovida, G. T. (2019). Determinants of capital structure and firm financial performance—A PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The quarterly review of economics and finance*, 71, 148–160. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.07.001>
- [47] Soykan, M. E., & Ulucak, R. (2016). The determinants of capital structure choice: Empirical evidence from Turkish non-financial firms. *Journal of economic & management perspectives*, 10(2), 34–42. <https://www.proquest.com/openview/db81ece4cafa2ba58379353c71986cac/1?pq-origsite=gscholar&cbl=51667>
- [48] Saif-Alyousfi, A. Y. H., Md-Rus, R., Taufil-Mohd, K. N., Mohd Taib, H., & Shahar, H. K. (2020). Determinants of capital structure: Evidence from Malaysian firms. *Asia-pacific journal of business administration*, 12(3/4), 283–326. <https://doi.org/10.1108/APJBA-09-2019-0202>
- [49] Hang, M., Geyer-Klingeberg, J., Rathgeberg, A. W., & Stockl, S. (2017). Measurement matters-A meta-Study of the determinants of corporate capital structure. *The quarterly review of economics and finance*, 68, 211–225. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2017.11.011>
- [50] Flannery, M. J., & Hankins, K. W. (2013). Estimating dynamic panel models in corporate finance. *Journal of corporate finance*, 19, 1–19. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.09.004>
- [51] Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of econometrics*, 87(1), 115–143. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)
- [52] Alinezhad Sarokolaei, M., & Tarofi, S. (2017). Impact of management ability on financing policy. *Journal of accounting knowledge*, 8(2), 159-180. (In Persian). <https://doi.org/10.22103/jak.2017.1679>

