

بررسی رابطه بین نرخ تنزیل، هزینه سرمایه و ساختار سرمایه

با مدیریت سود شرکت

سینا خردیار^۱، علیرضا وزیری^۲

^۱ استادیار گروه حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران

^۲ دانشجوی دکتری حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران

arv.vaziry@gmail.com

چکیده

اهمیتی که سود حسابداری برای استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی دارد، باعث شده است که مدیریت واحد تجاری توجه خاصی به مبلغ، نحوه تهیه و ارائه آن نماید. بنابراین همواره این نگرانی و مشکل وجود دارد که سود به عنوان یکی از مهم‌ترین شاخص‌های عملکرد مالی شرکت‌ها، توسط مدیران که در تضاد منافع بالقوه با سهام‌داران عادی قرار دارند، با اهداف خاصی، مدیریت شده باشد. از این رو هدف اصلی این تحقیق بررسی رابطه بین نرخ تنزیل، هزینه سرمایه و ساختار سرمایه با مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. روش این تحقیق از نظر هدف، کاربردی و از نوع، توصیفی است. نرخ تنزیل، هزینه سرمایه و ساختار سرمایه به عنوان متغیرهای مستقل و مدیریت سود به عنوان متغیر وابسته تحقیق مطرح شدند. به منظور سنجش مدیریت سود از مدل اقلام تعهدی استفاده شد. در این تحقیق تعداد ۱۷۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۵ به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. فرضیه‌های تحقیق با استفاده از برازش مدل‌های رگرسیون خطی داده‌های ترکیبی مورد آزمون قرار گرفت. در نهایت نتایج نشان داد که نرخ تنزیل، هزینه سرمایه و ساختار سرمایه به طور مثبت و معنادار با مدیریت سود شرکت‌ها ارتباط دارد.

واژگان کلیدی

هزینه سرمایه، ساختار سرمایه، نرخ تنزیل، مدیریت سود و اقلام تعهدی.

مقدمه

هدف از هرگونه فعالیت اقتصادی، کسب سود و ایجاد ارزش افزوده از محل سرمایه‌گذاری انجام شده می‌باشد. به عبارتی دیگر هر فعال اقتصادی جهت کسب سود اقدام به فعالیت اقتصادی اعم از تولیدی یا خدماتی می‌کنند (حسین‌زاده و جهان‌شاد، ۱۳۹۶: ۴۶). در سال‌های اخیر در حوزه تحقیقات حسابداری، موضوع مدیریت سود مورد توجه محققان قرار گرفته است (Mindzak & Zeng, 2018: 3). مدیریت سود یکی از جریان‌های اصلی تحقیقات در ادبیات گزارشگری مالی است (اثنی‌عشری و نادری نورعیتی، ۱۳۹۶: ۲). با توجه به اقلام صورت‌های مالی، سود یکی از مهم‌ترین عوامل موثر بر تصمیم‌گیری‌های اقتصادی می‌باشد، چنان‌چه این قلم از صورت‌های مالی کیفیت بالا و قابل اتکایی داشته باشد در تصمیمات استفاده‌کنندگان تاثیر بسزایی دارد. یکی از اهداف اساسی وضع استانداردهای حسابداری این است که استفاده‌کنندگان بتوانند با اتکا بر صورت‌های مالی تصمیمات نسبتاً مربوط و صحیحی اتخاذ کنند. از طرفی نیز، مدیران برای رسیدن به اهداف خاصی که منطبقاً منافع عده‌ای خاص را تامین می‌کند ممکن است سود را طوری گزارش کنند که با هدف تامین منافع عمومی استفاده‌کنندگان مغایرت داشته باشد (مشایخی و حسین‌پور، ۱۳۹۵: ۳۰). مدیریت بر سود به معنی تلاش مقامات ارشد شرکت برای اثرگذاری یا تغییر دادن سود گزارش شده در دوره کوتاه مدت است (میرزمانی و رضایی، ۱۳۹۷: ۹۱). مدیریت سود، فعالیتی است که از دیدگاه افشای کامل در گزارشگری مالی می‌تواند با پیامدهای نامطلوب همراه باشد. این فعالیت‌ها متناسب با انگیزه مرتکبین می‌تواند موجب افزایش یا کاهش سود شود. برای شناسایی مدیریت سود الگوهای مختلفی توسط پژوهش‌گران معرفی شده است که به نظر می‌رسد توان آن‌ها یکسان نباشد. این الگوها اغلب بر پایه متغیرهای حسابداری طراحی شده است، زیرا از متغیرهای حسابداری در مدیریت سود استفاده می‌شود (بزرگ‌اصل و غفارپور، ۱۳۹۱: ۲۸). از سوی دیگر تصمیم‌گیری و قضاوت در مناسب‌ترین شیوه سرمایه‌گذاری با هدف حداکثرسازی ثروت سهام‌داران از جمله موضوعات بسیار مهم در حوزه مدیریت مالی است. برای کسب این هدف، افزایش عایدات حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها و کمینه نمودن سرمایه، دو راهکار مناسب به حساب می‌آید. بر همین اساس اطلاع از هزینه سرمایه همواره در تصمیمات شرکتی نقشی اساسی داشته است. دستیابی به نرخ هزینه مناسب در تعیین ترکیب بهینه ساختار سرمایه شرکت‌ها و به ویژه در کسب بهترین نتایج حاصل از عملیات به شکل سودآوری و افزایش قیمت سهام از اهمیت خاصی برخوردار می‌باشد (زارع بهنمیری و همکاران، ۱۳۹۴: ۱۴۲). حال پرسش اصلی تحقیق این است که آیا ارتباط معناداری بین نرخ تنزیل، هزینه سرمایه و ساختار سرمایه با مدیریت سود وجود دارد؟

مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

مدیریت سود

در ادبیات حسابداری، تعاریف مختلفی از مدیریت سود توسط پژوهشگران بیان شده است؛ هرچند ارائه تعریفی مناسب از مدیریت سود، مستلزم شناخت اهداف و انگیزه‌های مدیریت سود و کاربرد آن است. اسکات^۱ (۲۰۰۰) به مدیریت سود به عنوان اختیار در

¹ Scott

انتخاب سیاست‌های حسابداری برای دستیابی به برخی از اهداف خاص مدیر، می‌نگرد. فرن^۱ و همکاران (۱۹۹۴) مدیریت سود را به عنوان دستکاری سود توسط مدیریت به منظور دستیابی به قسمتی از پیش داورهای مربوط به سود مورد انتظار تعریف می‌کنند. دی‌جورج^۲ و همکاران (۱۹۹۹)، مدیریت سود را به عنوان نوعی دستکاری سود توسط مدیریت جهت حصول به سطح سود مورد انتظار برای دستیابی به برخی اهداف خاص (از جمله حصول به پیش بینی تحلیل‌گران و برآورد روند سودهای قبلی برای پیش بینی سودهای آتی) تعریف کرده‌اند (باغومیان و همکاران، ۱۳۹۶: ۳۱). هلی و والن^۳ (۱۹۹۹) معتقدند مدیریت سود هنگامی رخ می‌دهد که مدیران از قضاوت‌های شخصی خود در گزارشگری مالی استفاده کنند و ساختار معاملات را جهت تغییر گزارشگری مالی عوض کنند (مرادی، ۱۳۹۵: ۸). در ادبیات موجود، فرضیه‌ها و نظریه‌های متفاوتی برای توضیح مدیریت سود توسط مدیران و پیامدهای آن مورد استفاده قرار گرفته که عبارت‌اند از: فرضیه مکانیکی^۴، فرضیه بازار کار^۵، تئوری اثباتی و نظریه رفتار فرصت طلبانه مدیران (قربانی و همکاران، ۱۳۹۶: ۲۵). فرضیه مکانیکی که در دهه ۱۹۶۰ مطرح گردید، بیان‌گر آن بود که استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی، منابع اطلاعاتی به غیر از گزارش‌های مالی شرکت‌هایی را مورد استفاده قرار نمی‌دهند و سرمایه‌گذاران صرفاً براساس ارزش-های ظاهری منعکس در اطلاعات مالی شرکت‌ها تصمیم‌گیری می‌کنند. طبق این فرضیه سرمایه‌گذاران ممکن است به طور سیستماتیک به وسیله گزینه‌ها و روش‌های حسابداری گمراه شوند. رقیب فرضیه مکانیکی، فرضیه بازار کار^۶ نامیده می‌شود (نگین تاجی و هاشمی گل‌سفیدی، ۱۳۹۴: ۱۰۰). فرضیه بازار کار^۶، پارادایم حاکم بر تحقیقات حسابداری مالی در دهه ۱۹۷۰، بیانگر آن است که قیمت‌های بازار تمام اطلاعات در دسترس را به طور کامل منعکس می‌نمایند. در شکل نیمه قوی فرضیه بازار کار^۶ که پذیرفته‌ترین سطح آن است گفته می‌شود که بازار می‌تواند اثر تغییرات حسابداری مصنوعی را تشخیص دهد، لذا مدیریت نمی‌تواند با این نوع تغییرات به طور سیستماتیک بازار را گمراه نماید. مطالعات زیادی وجود دارد که در آن‌ها از فرضیه‌های مکانیکی و بازار کار^۶ استفاده شده، لیکن محققین در تأیید پیش‌بینی‌های هر یک با شکست مواجه شده‌اند. علاوه بر این، هم فرضیه مکانیکی و هم فرضیه بازار کار^۶ به دلیل ساده بودن مبانی که بر آن‌ها استوار هستند مورد انتقاد قرار گرفته‌اند. برای مثال یکی از انتقادات این است که برخلاف مبانی سرمایه‌گذاران از نظر توانایی کسب اطلاعات حسابداری و تجزیه و تحلیل آن‌ها، هم سطح و متجانس نیستند. به دلیل فقدان شواهد پشتیبانی‌کننده برای هر یک از این فرضیه‌ها، مشخص نیست که چرا شرکت‌ها به تغییرات حسابداری مصنوعی یا به عبارتی مدیریت سود مبادرت می‌ورزند. در پاسخ به این سؤال واتر و زیمرمن^۶ (۱۹۷۸) تئوری اثباتی خود را به عنوان جایگزینی برای توضیح تغییرات حسابداری مصنوعی مطرح نمودند (رمضان‌احمدی و همکاران، ۱۳۹۵: ۷۴).

تئوری اثباتی انگیزه‌هایی به غیر از انگیزه‌های مرتبط با بازار سرمایه را برای توضیح مدیریت سود توسط مدیران مطرح می‌نماید. برای این کار، تئوری اثباتی فرضیه‌های قبلی را نقض نمی‌کند، بلکه به جای آن برای بکارگیری گزینه‌های متفاوت حسابداری، بر انگیزه‌های قراردادی داخلی شرکت تأکید می‌کند. مطابق تئوری اثباتی حسابداری، از آنجایی که متغیرهای حسابداری مبنایی را برای تصمیم‌گیری مربوط به تخصیص منابع، جبران خدمات مدیریت و اجتناب از نقض قراردادهای بدهی فراهم می‌کنند، مدیریت

¹ Fern

² DeGeorge

³ Healy and Wahlen

⁴ Mechanical Hypothesis

⁵ Efficient-market hypothesis

⁶ Watta & Zimmerman

می‌تواند از طریق برآوردها و گزینش رویه‌های حسابداری سود را مدیریت نموده و بر نتایج و پیامدهای این تصمیم‌ها تأثیر گذارد. بنابراین، تئوری اثباتی سمت و سوی تحقیقات مدیریت سود را از آزمون انگیزه‌های مبتنی بر بازار سرمایه به طرف دلایل قراردادی داخلی شرکت برای تغییرات حسابداری مصنوعی سوق داد. اما مطالعات اخیر درباره مدیریت سود مجدداً تأکید خود را از تئوری اثباتی به سمت انگیزه‌های بازار سرمایه‌ای نظیر رفتار فرصت طلبانه مدیران تغییر داده‌اند از جمله می‌توان به مطالعه درباره کوشش‌های مدیران برای تحت تأثیر قراردادن عرضه‌های سهام از طریق مدیریت سود و با هدف تحقق بخشیدن به انتظارات تحلیل‌گران مالی اشاره کرد (نیکومرام و پازوکی، ۱۳۹۴: ۶۳).

به طور کلی انگیزه‌های مدیریت سود را می‌توان به پنج دسته طبقه‌بندی کرد: ۱- انگیزه‌های بازار سرمایه، ۲- انگیزه‌های قراردادی، ۳- انگیزه‌های سیاسی، ۴- انگیزه‌های مالیاتی و ۵- انگیزه‌های شخصی. برای آزمون آن‌ها نیز از سه رویکرد به شرح زیر استفاده می‌شود (مهدوی و رضالوئی، ۱۳۹۵: ۱۹۵):

- رویکرد جمع اقلام تعهدی^۱ که بوسیله هیل^۲ (۱۹۸۵)، دی‌آنجلو^۳ (۱۹۸۶) و جونز^۴ (۱۹۹۱) به کار گرفته شد و از جمع اقلام تعهدی استفاده می‌کند؛
- رویکرد اقلام تعهدی خاص^۵ که به وسیله مک نیکولز و ویلسون^۶ (۱۹۸۸) و نلسون^۷ (۲۰۰۰) استفاده شد و برخی از اقلام تعهدی را بررسی می‌کند؛
- رویکرد توزیع سود که نخستین بار به وسیله برگستالر و دیچف^۸ (۱۹۹۷) به کار گرفته شد و توزیع فراوانی سود حول یک آستانه و معیاری خاص مانند سود صفر را به منظور تعیین هر گونه الگوی غیرعادی نشان‌دهنده مدیریت سود بررسی می‌کند.

از بزرگ‌ترین نقاط ضعف روش‌های مبتنی بر اقلام تعهدی، دشواری سنجش اقلام تعهدی غیرعادی است که نشان‌دهنده مدیریت سود است. از دیگر کاستی‌های این روش‌ها در نظر نگرفتن مدیریت سود واقعی است. با توجه به این که سود خالص متشکل از دو جزء نقدی و تعهدی است مدیران شرکت‌ها می‌توانند جزء نقدی سود را از طریق انحراف عملیات شرکت از عملیات عادی به وسیله روش‌هایی مانند تغییر زمان‌بندی معاملات افزایش دهند که این موضوع در روش‌های مبتنی بر اقلام تعهدی نادیده گرفته می‌شود (Chen et al., 2010: 673). با توجه به کاستی‌های روش مبتنی بر اقلام تعهدی، در سالیان اخیر استفاده از رویکرد توزیع سود در پژوهش‌های مدیریت سود گسترش یافت. در این روش توزیع فراوانی سود گزارش شده‌ی شرکت حول یک آستانه مشخص بررسی می‌شود که نشان‌دهنده هدف‌های مورد نظر شرکت است و با فرض این که توزیع فراوانی سود به نسبت هموار است هرگونه بی‌نظمی در فواصل مجاور این آستانه حاکی از مدیریت شدن سود است (Burgstahler & Chuk, 2015: 170).

¹ Total Accrual Approach

² Healy

³ Deangelo

⁴ Jones

⁵ The Specific Accrual Approach

⁶ McNichols and Wilson

⁷ Nelson

⁸ Burgstahler & Dichev

نرخ تنزیل

تنزیل در لغت از ریشه «ن، ز، ل» به معنی پایین آوردن، کاستن و جایگزین کردن می‌باشد که از این میان، معنای اول با بحث ما متناسب است. همچنین سودی که به پول وام داده شده تعلق می‌گیرد و نیز به پولی که برای پرداخت وجه برات یا سفته قبول از سررسید کسور کنند، تنزیل می‌گویند. در مفهوم تنزیل بین دو واژه نرخ بازگشت و نرخ بهره تفاوت وجود دارد. نرخ بازگشت موضوعی است که از فعالیت‌های واقعی سرمایه‌گذاری نشأت می‌گیرد در حالی که مفهوم دیگر یعنی نرخ بهره، از ارتباط بین قرض گیرنده و قرض دهنده سخن می‌گوید. تنزیل دو معنا و مفهوم در فرهنگ‌های علوم اقتصادی و تجاری دارد. یک معنای تنزیل در اسناد و اوراق تجاری است در این معنا تنزیل در ارتباط با فردی است که مالک قرض و سند اعتباری مدت‌دار است و طلب خود را به دیگری که اغلب بانک است می‌فروشد این بهره تامین مالی سرمایه است. به عبارت دیگر در این مفهوم تنزیل «معامله و فروش حق دریافت مبلغ مدت‌دار در مقابل مبلغی کمتر و نقد» می‌باشد. حال مفهوم دیگر و کاملاً متفاوت از تنزیل وجود دارد که در بودجه-ریزی سرمایه‌گذاری مورد بحث و در ادبیات ارزیابی طرح و نظریه سرمایه‌گذاری مطرح می‌شود (عبادی و میرمحمدی، ۱۳۹۴: ۲). نرخ تنزیل یا بازده مورد انتظار هر دارایی نشانگر بازدهی از دست رفته تحت شرایط ریسک مساوی ناشی از تحصیل آن دارایی است. در این مورد که بازده مورد انتظار تابعی از میزان ریسک یا نوسان‌پذیری جریان‌های نقدی است بین صاحب‌نظران اختلاف نظری وجود ندارد. اما در عین حال الگوی کاملی موجود نیست که اول بیانگر رابطه ریسک و بازده باشد و دوم به طور فراگیری مورد پذیرش عموم دست اندرکاران و خبرگان بازار سرمایه باشد. اهمیت رابطه ریسک و بازده و فقدان الگوی کامل و مورد پذیرش اهل فن موجب شده است تا پژوهشگران زیادی بخش عمده‌ای از تحقیقات خود را به این موضوع اختصاص دهند (پورزمانی و فانیانی، ۱۳۹۴).

مهم‌ترین ابزارهایی سال‌های اخیر در بانکداری متعارف مورد استفاده قرار گرفته‌اند عبارتند از: تغییر نرخ ذخیره قانونی، تغییر نرخ تنزیل مجدد، عملیات بازار باز (خرید و فروش اوراق قرضه) و کنترل مستقیم و کیفی اعتبارات است. از این میان، تغییر نرخ تنزیل مجدد از اهمیت فوق‌العاده‌ای برخوردار است. بانک‌های تجاری علاوه بر تنزیل اسناد تجاری، به اشکال دیگر نیز از بانک مرکزی تسهیلات اعتباری دریافت می‌کنند. هر چه شرایط بانک مرکزی در تنزیل مجدد و اعطای تسهیلات آسان و هزینه استفاده از آن (نرخ تنزیل مجدد و نرخ بهره تسهیلات اعطایی بانک مرکزی) کمتر باشد، بانک‌های تجاری اعتبارات بیشتری دریافت کرده، منابع مازاد خود را جهت اعطای اعتبارات گسترش می‌دهند و به عکس، با سخت‌تر شدن شرایط و گران شدن هزینه تنزیل و تسهیلات بانک مرکزی، بانک‌ها کمتر می‌توانند از منابع بانک مرکزی استفاده کنند (دادجوی توکلی و همکاران، ۱۳۹۴: ۲). بر این اساس، هرگاه مقامات بانک مرکزی به اجرای سیاست پولی انقباضی تصمیم بگیرند نرخ تنزیل مجدد را افزایش داده شرایط را سخت می‌کنند و به این ترتیب منابع مازاد بانک‌های تجاری و به دنبال آن قدرت اعتبار دهی آن‌ها را کاهش داده، در نتیجه در کل اقتصاد عرضه پول را کاهش می‌دهند و از این طریق بر متغیرهای اساسی اقتصاد چون سرمایه‌گذاری، تولید، اشتغال و سطح عمومی قیمت-ها تأثیر می‌گذارند، و بر عکس هر وقت تصمیم به اجرای سیاست انبساطی داشته باشند، شرایط را آسان کرده نرخ تنزیل را کاهش می‌دهند. بنابراین، تنزیل مجدد یک ابزار معمولی نیست بلکه بانک مرکزی می‌تواند استفاده‌های مختلفی از آن داشته باشد. نرخ تنزیل مجدد و تغییر نرخ آن، آثار و نتایج متعددی به همراه دارد که مهم‌ترین آن‌ها عبارتند از: به جریان انداختن منابع بانک مرکزی (اندوخته‌های حاصل از ذخایر بانک‌های تجاری)، کسب درآمد برای تأمین هزینه‌های ذخایر قانونی و احتیاطی بانک‌ها، اعمال

سیاست پولی از طریق تغییر نرخ تنزیل و کنترل کیفی بانکها و بخشهای اقتصادی از طریق اعمال نرخهای تبعیضی (کریمیان و همکاران، ۱۳۹۰: ۲).

بطور کلی نرخ تنزیل از عوامل مختلفی اثرپذیری دارد. در بسیاری از کشورهای جهان، میزان اعطای تنزیل مجدد و تغییرات نرخ آن، مطابق سیاستهای پولی و اعتباری تعیین می‌شود. تغییرات نرخ تنزیل مجدد روی تمایل بانکها به استفاده از منابع بانک مرکزی تاثیر می‌گذارد و به تبع آن نرخ تنزیل اولیه نیز تغییر می‌کند. معمولاً بانکهای مرکزی نرخ تنزیل مجدد را مستقیماً اعلام می‌نمایند. در برخی از موارد امکان دارد که نرخ تنزیل مجدد به نرخ بهره دیگری ارتباط داشته باشد که در چنین حالتی، تغییرات نرخ بهره مورد نظر، تغییراتی را در نرخ تنزیل مجدد به وجود می‌آورد. در این گونه موارد، نرخ تنزیل مجدد، مستقیماً در اختیار بانکهای مرکزی قرار نخواهد داشت (مرادی و ضیایی بیگدلی، ۱۳۹۵: ۹).

هزینه سرمایه

هزینه سرمایه یکی از مفاهیم اساسی درحوزه ادبیات مالی به شمار می‌رود. هزینه سرمایه در تصمیمات مالی نقش مهمی ایفا می‌کند. مدیران شرکتها در راستای تعیین منابع مالی، باید هزینه تامین منابع مالی را مشخص و عوامل موثر بر آن را تعیین نمایند. هزینه سرمایه را می‌توان حداقل نرخ بازدهی دانست که نرخ بازده مورد انتظار گروههای سرمایه‌گذار را تامین می‌نماید. از آنجا که هزینه سرمایه مبتنی بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران است، با میزان ریسک پذیرفته شده توسط آنها مرتبط است (پورحیدری و همکاران، ۱۳۹۶: ۵). به عبارت دیگر، هزینه سرمایه هر شرکت نرخ بازدهی است که بایستی آن شرکت نسبت به سرمایه‌گذاریهای خود به دست آورد تا بتواند انتظارات سرمایه‌گذارانی که وجوه بلندمدت شرکت را فراهم کرده‌اند تامین کند (نگین تاجی و هاشمی گل سفیدی، ۱۳۹۴: ۱۰۰). بر اساس تئوری هزینه سرمایه، هزینه سرمایه به عنوان نرخ مانع محسوب می‌شود. به این معنی که سرمایه‌گذاری شرکتها در پروژه‌هایی با نرخ بازده بیش‌تر از هزینه سرمایه موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود (محسنی، ۱۳۹۷: ۲۷۸).

ساختار سرمایه

توانایی شرکتها در تعیین منابع مالی مناسب، از عوامل اصلی بقا و رشد هر شرکت به شمار می‌رود. مدیریت باید در زمان انتخاب روش تامین مالی به هدف بیشینه‌سازی ثروت سهامداران توجه کند و با توجه به هزینه‌ی منابع مختلف تامین مالی و آثار این منابع بر بازده و ریسک شرکت به گزینش منابعی روی آورد که باعث به حداقل رساندن هزینه‌ی تامین مالی شود. هدف اکثر شرکتها حداکثر نمودن ثروت سهامداران است و به منظور نیل به هدف مذکور، تلاش می‌شود تا تصمیمات و سیاستهای مناسبی اتخاذ گردد. در این میان، تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه، یکی از اساسی‌ترین موضوعاتی است که مورد توجه قرار می‌گیرد. ساختار سرمایه نحوه ترکیب منابع مالی گوناگون در یک شرکت تعریف می‌گردد (آقای و همکاران، ۱۳۹۳: ۱۷۶). به همین دلیل به ساختار سرمایه ای که بتواند ارزش شرکت را به حداکثر ممکن یا هزینه کل سرمایه را به حداقل ممکن برساند، ساختار بهینه سرمایه می‌گویند (سرلک و همکاران، ۱۳۹۴: ۲).

این موضوع که شرکت‌ها چگونه ترکیب منابع مالی راهبردی خود را انتخاب و تعدیل می‌کنند، مدت‌ها کانون توجه بسیاری از اقتصاددانان مالی بوده و هنوز هم منشأ بحث‌های فراوان است. البته، زمانی اعتقاد بر این بود که ماهیت چنین مسائلی به قدری پیچیده است که نمی‌توان به تدوین نظریه معقولی در این زمینه پرداخت (Ebrahim et al, 2014: 118). در حدود نیم قرن پیش، وستون^۱ (۱۹۵۵) باب آغاز بحث درباره امکان تدوین چنین نظریه‌هایی را گشود و ادامه چنین مباحثاتی در نهایت تدوین باعث شد که مودیلیانی^۲ و میلر^۳ (۱۹۵۸) نخستین نظریه ساختار سرمایه را تدوین کنند (مومنی طاهری و صادقی، ۱۳۹۶: ۱۳۹). در بین تمام نظریات مطرح شده در حوزه ساختار سرمایه، سه نظریه توازن، سلسله مراتبی و حرکت همگام با بازار، بیش‌ترین توجه را به خود جلب کرده‌اند. نظریه اینرسی نیز به عنوان جدیدترین نظریه ساختار سرمایه علاوه بر بیان نتایج جدید، نتایج نظریه حرکت همگام با بازار را تأیید کرد. نظریات سلسله مراتبی، حرکات همگام با بازار و اینرسی، به وجود یک ساختار سرمایه هدف اعتقادی ندارند؛ بنابراین از دید این نظریه‌ها مدیران برای تغییر اهرم، در مسیری مشخص تلاش نخواهند کرد. به اعتقاد مایرز (۱۹۸۴)، براساس نظریه توازن برای هر شرکت، ساختار سرمایه هدف یا یک نسبت بدهی هدف می‌توان تعریف کرد. این نظریه را در دو بخش نظریه توازن ایستا و رفتار تعدیل اهداف می‌توان مطالعه کرد. نظریه توازن ایستا بر عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه تمرکز می‌کند. عواملی که موازنه بین آن‌ها به یا نسبت اهرمی هدف منجر می‌شود که ارزش شرکت را بیشینه می‌کند. هنگامی که ساختار سرمایه شرکت با موازنه تا دوره‌ی مزایای مالیاتی بدهی و هزینه‌های ورشکستگی تعیین می‌شود، ساختار سرمایه شرکت مطابق با الگوی نظریه توازن ایستا شکل گرفته است. رفتار تعدیل اهداف را تنها به کمک نظریه‌های پویا و در نظر گرفتن عامل زمان می‌توان مطالعه کرد (رامشه و همکاران، ۱۳۹۶).

پیشینه پژوهش

جعفرزاده اصل و بادآورنهدی (۱۳۹۶) دریافتند که مدیریت واقعی سود و مدیریت مصنوعی سود و مدیریت افزایشده و کاهشده مصنوعی سود به عنوان شواهدی از ریسک اطلاعاتی گزارش‌های مالی حسابرسی شده بر هزینه حقوق صاحبان سهام تأثیر ندارد (جعفرزاده اصل و بادآورنهدی، ۱۳۹۶). قادری‌نژاد و همکاران (۱۳۹۶) در مطالعه خود دریافتند که بی‌ثباتی نرخ ارز و تولید ناخالص داخلی تأثیر معناداری بر مدیریت سود داشته ولی بی‌ثباتی نرخ تورم تأثیر معناداری بر مدیریت سود ندارد (قادری‌نژاد و همکاران، ۱۳۹۶). عباس‌زاده و همکاران (۱۳۹۶) نشان دادند که دست‌کاری فعالیت‌های واقعی از طریق جریان نقد عملیاتی غیرعادی و هزینه‌های اختیاری غیرعادی، که به افزایش بازده سهام سال جاری می‌انجامد، با بازده سهام سال آینده ارتباط معنی‌داری دارد. هزینه تولید غیرعادی در دوره جاری که ناشی از افزایش تولید است ارتباط معکوسی با بازده سهام سال آتی ندارد. بدان معنا که قیمت سهام قادر به انعکاس کامل اثر اضافه‌تولید بر عملکرد عملیاتی آتی شرکت است (عباس‌زاده و همکاران، ۱۳۹۶). زین‌افزا و همکاران (۱۳۹۶) دریافتند که بین متغیر ساختار سرمایه پویا و مدیریت سود رابطه مستقیم و معنی‌داری وجود دارد. افلاطونی (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر مدیریت سود بر عملکرد مدل‌های ارزشگذاری مبتنی بر سود حسابداری پرداخت. در مرحله اول

¹ Weston

² Modigliani

³ Miller

این پژوهش که روی ۱۱۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۲ تا پایان ۱۳۹۲ انجام شد، عملکرد مدل‌های سود باقیمانده و جریان وجوه نقد تنزیل شده در تخمین ارزش بازار سهام مقایسه گردید. در مرحله دوم، عملکرد مدل‌های ذکر شده در شرکت‌های مشکوک و غیرمشکوک به مدیریت سود مقایسه شد و برای کنترل تاثیر برخی متغیرها روی نتایج، تحلیل رگرسیون نیز به کار رفت. با این که در کل نمونه آماری، نتایج بیانگر عملکرد بالاتر مدل سود باقیمانده نسبت به مدل جریان وجوه نقد تنزیل شده بود، یافته‌ها نشان داد که در شرکت‌های مشکوک به مدیریت سود، عملکرد مدل سود باقیمانده به صورت معناداری کمتر از مدل جریان وجوه نقد تنزیل شده است (افلاطونی، ۱۳۹۵). رضایی منش و همکاران (۱۳۹۵) نشان دادند که مدیریت سود مبتنی بر فعالیت‌های واقعی به خاطر قابلیت دستکاری ممکن است که هزینه سرمایه را تحت تاثیر قرار دهد. باقی و همکاران (۱۳۹۳) به مقایسه مدل‌های تنزیلی سود تقسیمی، جریان نقد آزاد و سود باقیمانده در ارزشیابی سهام شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آن‌ها دریافتند که جهت پیش بینی قیمت سهام می توان از یکی از دو مدل سود تقسیمی تنزیلی و مدل سود باقیمانده (باقیمانده) تنزیلی استفاده نمود (باقی و همکاران، ۱۳۹۳). رجبی (۱۳۹۰) به مقایسه مدل‌های ارزش‌گذاری سود باقیمانده و تنزیل جریان‌های نقدی در شرایط مدیریت سود پرداخت. در مطالعه وی ابتدا با استفاده از مدل تعدیل شده جونز، شرکت‌هایی که اقدام به مدیریت سود نموده‌اند شناسایی شده و زوج مرتب‌هایی از سال-شرکت‌های همسان که در یکی از آن دو مدیریت سود روی داده بود تشکیل شد. سپس دقت ارزش‌گذاری هر یک از مدل‌های سود باقیمانده و تنزیل جریان‌های نقدی برای زوج مرتب‌های حاصل، مورد تحلیل قرار گرفت. نتایج نشان داد با فرض نرخ رشد ثابت و در نبود مدیریت سود، مدل ارزش‌گذاری تنزیل جریان‌های نقدی خطای برآورد بزرگ‌تری نسبت به مدل سود باقیمانده داشت. هم-چنین وقوع مدیریت سود تاثیر معناداری در برتری دقت ارزش‌گذاری مدل سود باقیمانده نسبت به مدل تنزیل جریان‌های نقدی ندارد (رجبی، ۱۳۹۰).

کیم و همکاران (۲۰۱۷) دریافتند که مدیریت سود باعث تعدیل نرخ بهره بانکی می‌گردد (Kim et al., 2017). جیانگ و همکاران (۲۰۱۷) نشان دادند که تنها در شرکت‌هایی که مدیریت سود کم‌تری به نسبت انتظارات بازار دارند، ارتباط منفی بین اقلام تعهدی و بازده برقرار است (Jiang et al., 2017). آن و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی تاثیر مدیریت سود بر ساختار سرمایه و نقش محیط سازمانی پرداختند. آن‌ها دریافتند که ساختار سرمایه و محیط‌های سازمانی می‌تواند به عنوان مکانیسم‌های کنترل خارجی برای کاهش هزینه‌های محسوب شوند و جریان نقد آزاد کم‌ترین هزینه بر روی محیط نهادی نسبت به بدهی است (An et al., 2016). ژنگ (۲۰۱۴) دریافت شرکت‌های که از مدیریت سود بر اساس اقلام تعهدی و مدیریت سود واقعی استفاده می-کنند، قادر خواهند بود نرخ مالیات بر سود را تنزیل کنند (Zeng, 2014). چنگ و لی (۲۰۱۴) در پژوهشی به بررسی تاثیر مدیریت سود بر بهبود ارزشمندی آن پرداختند. آن‌ها پژوهش خود را به صورت مقایسه ای بین شرکت‌های چینی و آمریکایی انجام دادند. دوره تحقیق آن‌ها بین سال‌های ۲۰۰۳ الی ۲۰۰۸ بود و نتایج نشان داد که مدیریت سود، ارزشمندی سود را در شرکت‌های آمریکایی بهبود می‌دهد ولی در شرکت‌های چینی مدیریت سود تاثیر کمی بر ارزشمندی سود دارد. نتایج هم‌چنین نشان داد در شرکت‌های چینی تک مالکی، مدیریت سود تاثیری بر ارزشمندی سود ندارد و این رابطه در شرکت‌هایی که تک مالکیتی نیستند ضعیف می‌باشد (Cheng & Li, 2014). المهدی و سیوی (۲۰۱۱) در مطالعه خود نشان دادند که تنوع‌سازی نرخ تنزیل بهره منجر به ارائه مدیریت سود می‌گردد (El Mehdi & Seboui, 2011). حسین طاهر (۲۰۱۱) به بررسی تاثیر مدیریت سود بر

ساختار سرمایه شرکت‌های کراچی پاکستان پرداخت. نتایج مطالعه نشان داد که ارتباطی منفی و معنادار بین مدیریت سود و ساختار سرمایه وجود دارد (Husain Tahir, 2011). چن و همکاران (۲۰۱۰) نشان دادند که پس از صدور سهام و عملکرد عملیاتی، شرکت‌هایی که از مدیریت سود "تهاجمی" استفاده می‌کنند به طور قابل ملاحظه‌ای از کم‌تر افرادی که از مدیریت سود "محافظه کارانه" استفاده می‌کنند نرخ تنزیل را بکار می‌برند (Chen et al., 2010).

فرضیه تحقیق

با توجه به مطالب ارائه شده در بخش مبانی نظری و پیشینه تحقیق و همچنین پاسخ به پرسش مطرح شده، فرضیه‌های تحقیق به صورت زیر بیان می‌گردند:

- بین نرخ تنزیل و مدیریت سود ارتباط معناداری وجود دارد.
- بین هزینه سرمایه و مدیریت سود ارتباط معناداری وجود دارد.
- بین ساختار سرمایه و مدیریت سود ارتباط معناداری وجود دارد.

روش‌شناسی تحقیق

از نظر دسته‌بندی تحقیق‌ها بر مبنای هدف می‌توان این تحقیق را نوعی تحقیق کاربردی به‌شمار آورد که نتایج به‌دست آمده از آن به‌صورت مستقیم، قابل کاربرد جهت انتخاب منابع تامین مالی و سرمایه‌گذاری است. از نظر دسته‌بندی تحقیق‌ها بر حسب نحوه گردآوری داده‌ها، تحقیق حاضر از نوع تحقیق، توصیفی است. همچنین روش‌شناسی تحقیق از نوع پس رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) می‌باشد. جامعه آماری مورد مطالعه در این تحقیق را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۵ تشکیل می‌دهد و نمونه انتخابی تحقیق نیز شرکت‌هایی می‌باشند که مجموعه شرایط زیر را دارا باشند:

- شرکت‌هایی که تاریخ پذیرش آن‌ها در سازمان بورس اوراق بهادار قبل از سال ۱۳۸۹ بوده و تا پایان سال ۱۳۹۵ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی باشند.
- به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.
- طی سال‌های مذکور تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.
- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند (شرکت‌های سرمایه‌گذاری به علت تفاوت ماهیت فعالیت با بقیه شرکت‌ها در جامعه آماری منظور نشدند).
- طول وقفه انجام معاملات در این شرکت‌ها طی دوره زمانی مذکور بیش‌تر از ۶ ماه نباشد.

پس از اعمال محدودیت‌های فوق تعداد ۱۷۰ شرکت به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند. داده‌های تحقیق حاضر از لوح‌های فشرده آرشو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران و دیگر پایگاه‌های مرتبط و نیز از نرم‌افزارهای تدبیر پرداز و ره‌آورد نوین استخراج گردید. داده‌ها پس از جمع‌آوری در صفحه گسترده اکسل، تلخیص و طبقه‌بندی شده و در نهایت با استفاده نرم‌افزار Eviews نسخه ۱۰ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

مدل و متغیرهای تحقیق

در این تحقیق به منظور آزمون فرضیه اصلی از مدل رگرسیون زیر استفاده می‌گردد:

(۱):

$$ACC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DISCRATE_{i,t} + \beta_2 COC_{i,t} + \beta_3 DR_{i,t} + \beta_4 QTOBIN_{i,t} + \beta_5 INF_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Growth_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 GDP_{it} + \beta_{10} CFO_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدیریت سود ($ACC_{i,t}$): مدیریت سود یعنی استفاده مدیران از قضاوت های شخصی خود در گزارش های مالی به منظور تغییر در جهت گزارشگری مالی. مدیریت سود در این تحقیق متغیر وابسته است و بر اساس مطالعه انجام شده توسط هاگا^۱ و همکاران (۲۰۱۸) از روش اقلام تعهدی برای سنجش آن استفاده می‌شود. این مدل به شرح زیر محاسبه می‌گردد (Haga et al., 2018):

(۲):

$$\frac{ACC_{it}}{A_{it}} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{it}} + \beta_2 \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it}} + \beta_3 \frac{PPE_{it}}{A_{it}} + \beta_4 \frac{ROA_{it}}{A_{it}} + \beta_5 \frac{\Delta SALES_{it}}{A_{it}} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

ACC_{it} : مجموع اقلام تعهدی شرکت i در سال t

A_{it} : ارزش دفتری کل دارایی های شرکت i در پایان سال $t-1$

ΔREV_{it} : تغییر در درآمد فروش شرکت i بین سال t و $t-1$

PPE_{it} : اموال، ماشین آلات و تجهیزات ناخالص شرکت i در سال t

ROA_{it} : نرخ بازده دارایی شرکت i در سال t

$\Delta SALES_{it}$: تغییر در میزان فروش شرکت i بین سال t و $t-1$

ε_{it} : اثرات نامشخص عوامل تصادفی

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$: پارامترهای برآورد شده ی شرکت i

نرخ تنزیل ($DISCRATE_{i,t}$): نرخ تنزیل روشی است برای تخمین ارزش حال یا ارزش فعلی جریان وجوه نقدی، که در زمان بندی مشخصی در آینده قابل دریافت می‌باشند (دین محمدی و باقری بسطامی، ۱۳۹۳: ۱۵۴). نرخ تنزیل در این تحقیق متغیر مستقل است و اطلاعات مربوط به آن از بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران جمع‌آوری می‌گردد.

هزینه سرمایه (COC): هزینه سرمایه همان هزینه‌ای است که شرکت برای تأمین منابع مالی می‌پردازد. اگر شرکت فقط از بدهی‌های جاری و وام بلندمدت برای تأمین هزینه‌ی فعالیت‌هایش استفاده کند، در واقع از وام استفاده کرده و هزینه سرمایه معمولاً نرخ بهره‌ی آن وام است. هزینه سرمایه در این تحقیق متغیری مستقل است و از طریق مدل ارزشگذاری گوردون برای سنجش آن استفاده می‌شود:

¹ Haga

$$COC = [D_0(1+g)/p_0] + g$$

به طوری که COC هزینه سرمایه، $D_0(1+g)$ سود تقسیمی مورد انتظار که در پایان سال اول پرداخت خواهد شد، p_0 قیمت بازار کنونی سهام عادی شرکت و g نرخ رشد است. مشکل اصلی در استفاده از این مدل، محاسبه نرخ رشد مورد انتظار است. برای محاسبه نرخ رشد معمولاً از نرخ رشد سهام استفاده می‌شود. از آنجایی که شرکت‌های ایرانی از سیاست تقسیم سود معین و ثابتی پیروی نمی‌کنند و نرخ رشد فروش در مقایسه با نرخ رشد سود و نرخ رشد سود سهام پایدارتر و قابل پیش‌بینی‌تر است، بر همین اساس در این تحقیق برای سنجش نرخ رشد، از نرخ رشد فروش استفاده شده است. نرخ رشد با استفاده از میانگین هندسی فروش، طی سال‌های دوره زمانی تحقیق محاسبه می‌گردد (پورحیدری و همکاران، ۱۳۹۶: ۱۲).

ساختار سرمایه (DR): ساختار سرمایه ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام است که از طریق آن‌ها شرکت‌ها تأمین مالی دارایی‌های خود را انجام می‌دهند. ساختار سرمایه در این تحقیق متغیری مستقل است و با استفاده از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های پایان دوره محاسبه می‌گردد و به آن اهرم مالی^۱ گفته می‌شود (Shan, 2015, 34).

شاخص کیوتوبین (QTOBIN): شاخص کیوتوبین در این تحقیق به عنوان متغیر کنترلی مطرح می‌گردد و از حاصل ارزش روز بازار بر تفاضل ارزش دفتری کل دارایی‌ها و ارزش دفتری کل بدهی‌ها به دست می‌آید (اکبری و همکاران، ۱۳۹۶: ۱۵۷).

اندازه شرکت (Size): اندازه شرکت در این تحقیق متغیر کنترلی است و برای سنجش آن از لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های پایان دوره استفاده می‌گردد (Li et al, 2015: 23).

رشد فروش (Growth): میزان رشد فروش در این تحقیق متغیر کنترلی است و از رابطه زیر بدست می‌آید (Haga et al, 2018: 87):

$$\text{درآمد فروش در سال } t-1 / \text{درآمد فروش در سال } t-1 - \text{درآمد فروش در سال } t = \text{رشد فروش}$$

تولید ناخالص ملی (GDP_{it}): تولید ناخالص ملی عبارت است از ارزش پولی کالا و خدمات نهایی تولید شده و مبادله شده در یک اقتصاد طی یک دوره زمانی مشخص. تولید ناخالص ملی در این تحقیق متغیر کنترلی است و اطلاعات آن از طریق مراجعه به بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران بدست می‌آید (سلمانی و همکاران، ۱۳۹۶: ۱۰۵).

نرخ تورم (INF): تورم عبارت است از رشد پایدار سطح عمومی قیمت کالاها و خدمات در اقتصاد یک کشور که در اثر آن، قدرت خرید پول ملی کاهش می‌یابد. نرخ تورم معمولاً به صورت ارقام سالانه و به درصد بیان می‌شود. نرخ تورم در این تحقیق متغیر کنترلی است و اطلاعات مربوط به آن از طریق بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران جمع‌آوری می‌شود (پاشایی‌فام و امیدپور، ۱۳۸۸: ۷).

سن شرکت (Age): سن شرکت متغیر کنترلی است و از لگاریتم تفاوت بین سال ورود شرکت به بورس اوراق بهادار تهران و سال t بدست می‌آید (Haga et al, 2018: 87).

¹ Leverage

جریان نقدی عملیاتی (CFO): شامل جریانهای نقدی ورودی و خروجی ناشی از فعالیت‌های عملیاتی (فعالیت‌های اصلی و مستمر مولد درآمد عملیاتی) و نیز آن دسته‌ای از جریانهای نقدی است که ماهیتاً به طور مستقیم قابل ارتباط با سایر طبقات جریانهای نقدی صورت جریان وجوه نقد نباشد (خدادادی و کارگروپور، ۱۳۸۸: ۶۵). جریان نقدی عملیاتی در این تحقیق متغیر کنترلی است و به روش غیرمستقیم و به صورت زیر اندازه‌گیری می‌شود (Haga et al, 2018: 87):

استهلاک + تغییرات در بدهی‌های جاری (-) + تغییرات در دارایی‌های جاری (+) - سود عملیاتی = جریان وجوه

یافته‌های تحقیق

آمار توصیفی

برای بررسی مشخصات عمومی و پایه‌ای متغیرها جهت برآورد و تخمین الگو و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، برآورد آمارهای توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. مهم‌ترین مشخصه مرکزی یک توزیع میانگین و مهم‌ترین مشخصه پراکندگی آن واریانس توزیع است. در عمل برای تشخیص میزان پراکندگی یک توزیع از جذر مقدار واریانس یعنی انحراف معیار استفاده می‌شود. بدین وسیله می‌توان دیدی کلی در مورد مقادیر هر یک از متغیرها بدست آورد. در جدول ۱ اطلاعات مربوط به آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق شامل شاخص‌های مرکزی، شاخص‌های پراکندگی و انحراف از قرینگی ارائه گردیده‌اند.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

آماره/ متغیر	هزینه سرمایه	مدیریت سود	نرخ تورم	نرخ تنزیل	تولید ناخالص ملی	کیو توبین	اندازه	رشد فروش	ساختار سرمایه	سن شرکت	جریان نقدی عملیاتی
میانگین	0.314	-0.015	19.94	18.14	1.028	0.929	5.989	0.069	0.610	3.119	0.289
میانه	0.240	-0.024	14.80	17.00	3.000	0.716	5.919	0.124	0.615	3.118	0.295
حداکثر	2.189	3.345	37.70	22.00	5.800	5.836	8.297	0.824	2.077	3.129	5.808
حداقل	0.000	-3.88	10.80	15.00	-6.800	0.033	4.356	-4.785	0.090	3.114	-18.26
انحراف معیار	0.328	1.005	9.720	2.357	3.868	0.744	0.620	0.338	0.207	0.002	0.942
چولگی	2.198	-0.117	0.767	0.287	-0.918	1.920	0.738	-4.014	0.715	1.381	-8.812
کشیدگی	9.426	3.318	2.035	1.702	2.807	8.400	4.236	44.33	6.704	4.769	155.3
مشاهدات	۱۱۹۰	۱۱۹۰	۱۱۹۰	۱۱۹۰	۱۱۹۰	۱۱۹۰	۱۱۹۰	۱۱۹۰	۱۱۹۰	۱۱۹۰	۱۱۹۰

منبع: یافته‌های محقق

آزمون فرضیه تحقیق

در گام نخست از آماره آزمون اف. لیمر برای تشخیص داده‌های تلفیقی از پانل استفاده می‌شود. در صورت انتخاب داده‌های پانل، گام بعدی تصمیم‌گیری در مورد انتخاب یکی از دو روش اثرات ثابت یا تصادفی است. برای این کار، معمولاً آزمون هاسمن به کار گرفته می‌شود. در جدول ۲ نتایج آزمون تشخیص داده‌های تلفیقی از پانل نشان داده شده است.

جدول ۲ نتایج آزمون تشخیص داده‌های تلفیقی از پانل برای مدل تحقیق

آزمون	مقدار آماره	درجه آزادی	سطح معناداری
اف لیمر	۲,۶۱۰۴	(۱۶۹,۱۰۱)	۰,۰۰۰۰
هاسمن	۱۶,۸۲۹۵	۱۰	۰,۰۷۸۲

منبع: یافته‌های محقق

با توجه به سطح معناداری آزمون اف لیمر در جهت تعیین معناداری اثرات مقطعی در مدل تحقیق مشاهده می‌شود که سطح معناداری این آزمون کوچک‌تر از خطای ۰,۰۵ بدست آمده و نشان از معناداری اثرات مقطعی در این مدل دارد. از این رو به منظور تشخیص نوع اثرات در مدل، از آزمون هاسمن استفاده شده است. سطح معناداری بدست آمده از آزمون هاسمن که بزرگ‌تر از سطح خطای ۰,۰۵ بدست آمده نشان از تصادفی بودن اثرات مقطعی در مدل تحقیق دارند. از این رو مدل به روش داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی برازش می‌گردد. نتایج آزمون فرضیه تحقیق در جدول ۳ نشان داده شده است.

جدول ۳: برازش مدل تحقیق

متغیر وابسته افشای داوطلبانه

تعداد ۱۷۰ شرکت طی دوره زمانی ۷ ساله از سال ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵

مجموع مشاهدات: ۱۱۹۰

مدل پانل EGLS

متغیر	ضریب متغیر	انحراف خطا	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	-۴۵/۷۶۸۲	۳۶/۹۵۶۸	-۱/۲۳۸۱	۰/۲۱۵۸
تورم	-۰/۰۰۵۴	۰/۰۰۳۹	۱/۳۵۸۹	۰/۱۷۴۴
نرخ تنزیل	۰/۰۳۰۸	۰/۰۱۲۵	۲/۴۵۷۴	۰/۰۱۴۱
تولید ناخالص ملی	۰/۰۰۶۰	۰/۰۰۸۸	۰/۶۸۴۲	۰/۴۹۴۰
کیو توین	۰/۰۹۰۰	۰/۰۴۲۴	۲/۱۲۰۳	۰/۰۳۴۲
اندازه شرکت	-۰/۰۴۰۴	۰/۰۵۵۶	-۰/۷۲۷۱	۰/۴۶۷۳
رشد فروش	۰/۳۲۷۲	۰/۰۷۱۵	۴/۵۷۵۷	۰/۰۰۰۰
ساختار سرمایه	۰/۷۰۴۷	۰/۱۵۵۳	۴/۵۳۷۳	۰/۰۰۰۰
سن شرکت	۱۴/۳۵۰۸	۱۱/۸۶۲۱	۱/۲۰۹۸	۰/۲۲۶۶
جریان وجه نقد	-۰/۵۳۳۰	۰/۰۲۴۵	-۲۱/۷۳۰۲	۰/۰۰۰۰

هزینه سرمایه	۰/۵۵۴۴	۰/۰۸۱۳	۶/۸۱۷۰	۰/۰۰۰۰
آماره F	۵۸/۸۵۴۲		ضریب تعیین	۰/۳۳۲۹
احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰		آماره دوربین - واتسون	۱/۸۱۰

منبع: یافته‌های محقق

در آزمون مدل تحقیق رابطه نرخ تنزیل، هزینه سرمایه و ساختار سرمایه با مدیریت سود مورد مطالعه قرار گرفت. سطح معناداری این مدل کوچک‌تر از سطح خطای ۰,۰۵ بدست آمده (سطح معناداری نرخ تنزیل = ۰/۰۱۴۱؛ سطح معناداری ساختار سرمایه = ۰/۰۰۰۰ و سطح معناداری هزینه سرمایه = ۰/۰۰۰۰) که نشان از معناداری این روابط دارد. در نتیجه در سطح اطمینان ۹۵ درصد، ارتباط معناداری بین نرخ تنزیل، ساختار سرمایه و هزینه سرمایه با مدیریت سود وجود دارد و فرضیه‌های تحقیق مورد تایید قرار می‌گیرند. با توجه به مثبت بودن ضرایب متغیرها (۰,۳۰ = ضریب متغیر نرخ تنزیل؛ ۰/۷۰۴۷ = ضریب متغیر ساختار سرمایه و ۰/۵۵۴۴ = ضریب متغیر هزینه سرمایه) این روابط مثبت و مستقیم می‌باشند یعنی به ازای افزایش در نرخ تنزیل، هزینه سرمایه و ساختار سرمایه، مدیریت سود نیز افزایش می‌یابد. مقدار دوربین واتسن با ۱,۸۱۰ عدم همبستگی بین خطاها را نشان می‌دهد. به علاوه، با توجه به مقدار ضریب تعیین بدست آمده، حدود ۳۳ درصد تغییرات در متغیر وابسته (مدیریت سود) بوسیله متغیرهای مستقل (نرخ تنزیل، هزینه سرمایه و ساختار سرمایه) و کنترلی (شاخص کیو توبین، تولید ناخالص ملی، نرخ تورم، اندازه شرکت، رشد فروش، سن شرکت و جریان نقدی عملیاتی) تبیین می‌گردد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

این تحقیق با هدف بررسی رابطه بین نرخ تنزیل، هزینه سرمایه و ساختار سرمایه با مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شد. به منظور سنجش مدیریت سود از مدل اقلام تعهدی، به منظور سنجش هزینه سرمایه از مدل گوردون و برای سنجش ساختار سرمایه از نسبت بدهی به دارایی استفاده شد. نتیجه آزمون فرضیه اول تحقیق نشان داد که ارتباط مثبت و معناداری بین نرخ تنزیل و مدیریت سود وجود دارد. به عبارت دیگر در نرخ‌های تنزیل بالاتر، مدیریت سود بالاتری اعمال می‌گردد. شاید دلیل این که با افزایش نرخ تنزیل توسط بانک مرکزی، مدیریت سود شرکت‌ها افزایش می‌یابد این باشد که شرکت‌ها به دنبال ایجاد یک جریان با ثبات سود، به منظور تاثیرگذاری مساعد بر بازده سهام و کاهش ریسک شرکت هستند تا از کاهش احتمالی همبستگی بازده مورد انتظار شرکت با بازده بازار جلوگیری کنند. همچنین ممکن است شرکت‌ها به دلیل ارائه قوانین و مقررات دولتی هنگام تغییر نرخ تنزیل، اعمال به مدیریت سود نمایند. همچنین شرکت‌ها ممکن است هنگام کاهش نرخ تنزیل به منظور کاهش مالیات اقدام به مدیریت سود نمایند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه تحقیق با نتایج حاصل از مطالعات کیم و همکاران (۲۰۱۷) و المهدی و سبوی (۲۰۱۱) سازگار است زیرا آن‌ها نیز ارتباط معناداری بین نرخ تنزیل و مدیریت سود مشاهده نمودند. اما با نتایج مطالعه رجبی (۱۳۹۰) ناسازگار است زیرا وی ارتباط معناداری بین مدیریت سود و نرخ تنزیل مشاهده نکرد.

نتیجه آزمون فرضیه دوم نشان داد که بین هزینه سرمایه و مدیریت سود ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. مدیران شرکت‌ها با کنترل بر سود باعث کاهش نوسان‌های آن می‌شوند و جذب سرمایه‌گذاران بیشتری را دارند. بدیهی است که هزینه سرمایه از محل سود قابل تقسیم شرکت قابل تخصیص و پرداخت می‌باشد لذا تخصیص و پرداخت آن به سرمایه‌گذاران در آینده تا حد قابل

ملاحظه ای دستخوش عواید آتی شرکت (سود حسابداری) می باشد. نتیجه آزمون فرضیه دوم با نتایج مطالعات رضایی منش و همکاران (۱۳۹۵) سازگار است. نتیجه آزمون فرضیه سوم نشان داد که ارتباط مثبت و معناداری بین ساختار سرمایه و مدیریت سود وجود دارد. مدیران شرکت‌هایی که دستخوش یک افزایش عمده در ساختار سرمایه خود می‌شوند، از یک سو برای رعایت شروط قراردادهای بدهی، نشان دادن وضعیت مطلوب عملکرد شرکت، مقاصد مالیاتی، کاهش ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت و به تبع آن کاهش نرخ بهره اعتبارات دریافتی، اقدام به مدیریت سود می‌نمایند. از سوی دیگر افزایش ساختار سرمایه با نظارت بیشتر ذینفعان از قبیل بانک‌ها، موسسات مالی و سرمایه‌گذاران مواجه خواهد بود. وجود رابطه مستقیم بین مدیریت سود و ساختار سرمایه می‌تواند بیانگر کارآ بودن مدیریت سود در بین شرکت‌ها گردد. چون اگر مدیریت سود از نوع کارآ باشد باید منجر به افزایش ارزش شرکت گردد. وجود سطح بالایی از ساختار سرمایه باعث می‌گردد سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل بتوانند میزان و نوع ساختار سرمایه آتی را بهتر پیش‌بینی نمایند و نسبت به آینده شرکت خوش بین گردند. از آنجایی که ارتباط بین ساختار سرمایه و مدیریت سود مثبت است، با افزایش سطح ساختار سرمایه مدیریت سود نیز افزایش می‌یابد و وجود رابطه مثبت بین مدیریت سود و ساختار سرمایه می‌تواند بر ارزش بازار آتی سهام نیز تاثیر بگذارد. نتایج آزمون این فرضیه با مطالعات انجام شده توسط زین افزا و همکاران (۱۳۹۶) و آن و همکاران (۲۰۱۶) سازگار است.

با توجه به نتایج بدست آمده به مدیران شرکت‌ها توصیه می‌شود به هنگام اعمال قضاوت‌های شخصی خود در گزارش‌های مالی به منظور تغییر در جهت گزارشگری مالی به میزان نرخ تنزیل توجه کنند. بطور کلی پیشنهاد می‌شود مدیران شرکت‌ها هنگام برآورد اقلام تعهدی به تغییرات نرخ تنزیل توجه کنند. هم‌چنین بانک‌ها مد نظر قرار دهند که افزایش در نرخ تنزیل ممکن است به افزایش دستکاری سود توسط شرکت‌ها منجر گردد. به سازمان حسابرسی پیشنهاد می‌شود هنگام حسابرسی شرکت‌ها، جهت صدور گزارش، به خطر تحریف صورت‌های مالی با استفاده از ابزارهای مدیریت سود به هنگام افزایش نرخ تنزیل توجه ویژه باشند و هنگام تدوین استانداردهای حسابداری توسط سازمان حسابرسی، اقدامات لازم را جهت به حداقل رساندن ابزارهای مدیریت سود غیر واقع‌بینانه هنگام افزایش نرخ تنزیل به کار گیرند. به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود در فرآیندهای تصمیم‌گیری پیرامون سرمایه‌گذاری خود به ابعاد مختلف اطلاعات حسابداری از جمله مدیریت سود توجه ویژه‌ای داشته باشند. هم‌چنین به مدیران پیشنهاد می‌شود هنگام استفاده از مدیریت سود، به سطح ساختار سرمایه و میزان هزینه سرمایه شرکت توجه کنند.

هم‌چنین، پیشنهادهای زیر برای انجام پژوهش‌های آینده به پژوهشگران ارائه می‌شود:

- پیشنهاد می‌شود نتایج این تحقیق به تفکیک در صنایع مختلف بررسی شود و حتی صنایع باهم مقایسه شوند.
- پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی تاثیر متغیرهایی هم‌چون نوسانات نرخ ارز در رابطه بین نرخ تنزیل، هزینه سرمایه و ساختار سرمایه با مدیریت سود مورد ارزیابی قرار گیرد.
- در تحقیقات آتی رابطه بین هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام با استفاده از مدل قیمت‌گذاری آربیتراژ و مدیریت سود مورد مطالعه قرار گرفته و با نتایج تحقیق حاضر مقایسه شود.

هم‌چنین مهم‌ترین محدودیت‌های تحقیق عبارتند از:

- متغیرهای کلان اقتصادی از قبیل نرخ تورم، نرخ ارز و تولید ناخالص داخلی بدلیل محدودیت زمانی لحاظ نشدند.
- مستثنی کردن شرکت‌ها در صنایع مالی، بیمه و بانکداری، قدرت تعمیم‌پذیری این تحقیق را کاهش می‌دهد.

منابع

۱. اثنی‌عشری، حمیده و نادری نورعینی، مهدی (۱۳۹۶)، الگوی مدیریت سود در چرخه عمر شرکت، دانش حسابداری مالی، دوره چهارم، شماره ۱، صص ۲۱-۱.
۲. افلاطونی، عباس (۱۳۹۵)، تاثیر مدیریت سود بر عملکرد مدل های ارزشگذاری مبتنی بر سود حسابداری، مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال ۱۳، شماره ۵۰، صص ۱۹۵-۱۷۷.
۳. اکبری، محسن، فرخنده، مهسا و قاسمی شمس، معصومه (۱۳۹۶)، تاثیر هزینه تبلیغات در عملکرد مالی با میانجی‌گری ارزش برند در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت دارایی و تامین مالی، سال پنجم، شماره ۳، صص ۱۶۲-۱۵۱.
۴. باقی، مریم، ابراهیمی، محمد و نیکزاد چالشتی، قدرت‌اله (۱۳۹۳)، مقایسه مدل های تنزلی سود تقسیمی، جریان نقد آزاد و سود باقیمانده در ارزشیابی سهام شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مالی، سال ۶، شماره ۲۲، صص ۱۱۳-۸۹.
۵. باغومیان، رافیک، محمدی، حجت و طاهری، منصور (۱۳۹۶)، رکود اقتصادی و مدیریت سود، حسابداری مدیریت، سال دهم، شماره ۳۲، صص ۴۲-۲۹.
۶. بزرگ اصل، موسی و غفارپور، فرشید (۱۳۹۱)، مقایسه الگوهای پیش بینی اقلام تعهدی برای تشخیص مدیریت سود، پژوهش‌های کاربردی و گزارشگری مالی، سال اول، شماره ۱، صص ۵۰-۲۷.
۷. پاشایی‌فام، رامین و امیدی پور، رضا (۱۳۸۸)، بررسی تأثیر نرخ تورم بر بازده واقعی سهام در اقتصاد ایران، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاستهای اقتصادی، سال هفدهم، شماره ۵۰، صص ۱۱۳-۹۳.
۸. پورحیدری، امید، یوسف‌زاده، نسرين، اعظمی، زینب و معصومی بیلندی، زهرا (۱۳۹۶)، بررسی رابطه بین کیفیت سود و هزینه سرمایه با افشای اختیاری، دانش حسابداری مالی، دوره ۴، شماره ۳، صص ۲۰-۱.
۹. پورزمانی، زهرا و فانیانی، محسن (۱۳۹۴)، مقایسه تأثیر معیارهای کیفیت سود بر بازده مازاد، مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۴۸، صص ۱۹-۱.
۱۰. جعفرزاده اصل، علیرضا و بادآورنهندي، یونس (۱۳۹۶)، تأثیر مدیریت واقعی و مصنوعی سود به عنوان شواهدی از ریسک اطلاعاتی گزارش‌های مالی حسابرسی شده بر هزینه حقوق صاحبان سهام، دانش حسابرسی، سال هفدهم، شماره ۶۹، صص ۱۰۷-۸۱.
۱۱. حسین‌زاده، شیما و جهانشاد، آریتا (۱۳۹۶)، ارزیابی مدیریت سود بر مبنای واقعی و تعهدی جهت کسب میانگین سودآوری صنعت، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، سال دهم، شماره ۳۵، صص ۵۶-۴۵.
۱۲. خدادادی، ولی و کارگرپور، خاطره (۱۳۸۸)، بررسی رابطه بین جریان نقد عملیاتی و نسبت‌های نقدینگی با بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مالی، سال اول، شماره ۱، صص ۷۵-۶۰.
۱۳. دادجوی توکلی، عباس، الهی، ناصر و هوشمند، سعیده (۱۳۹۴)، امکان سنجی اعمال سیاست‌های پولی نامتعارف جهت کاهش نرخ بهره در ایران، اولین همایش ملی عبور از رکود اقتصادی؛ چالش‌ها و راهکارها، صص ۲۴-۱.

۱۴. دین محمدی، مصطفی و باقری بسطامی، مهدی (۱۳۹۳)، ارزیابی اقتصادی طرح‌های سرمایه‌گذاری با روش اختیار واقعی (مطالعه موردی: ارزیابی یک طرح پتروشیمی)، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۱۹، صص ۱۷۷-۱۵۳.
۱۵. رامشه، منیژه، سلیمانی امیری، غلامرضا، اسکندری، رسول و قره خانی، محسن (۱۳۹۶)، بررسی ثبات ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی- پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال ۵، شماره ۳، صص ۵۶-۳۵.
۱۶. رجبی، میثم (۱۳۹۰)، مقایسه مدل‌های ارزش‌گذاری سود باقیمانده و تنزیل جریان‌های نقدی در شرایط مدیریت سود، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، قزوین دانشکده علوم اجتماعی.
۱۷. رضایی منش، علی اصغر، جمشیدی، حمید و جلیلی، صابر (۱۳۹۵)، تأثیر مدیریت سود واقعی بر هزینه سرمایه شرکت- های بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، صص ۹-۱.
۱۸. رمضان‌احمدی، محمد، آهنگری، عبدالمجید و شعاعی، فرید (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر مدیریت سود بر محتوای اطلاعاتی سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری، دوره ۴، شماره ۱۳، صص ۷۱-۹۴.
۱۹. زارع بهنمیری، محمدجواد، فاطری، علی و ملکیان کله بستی، مصطفی (۱۳۹۴)، بررسی رابطه مدیریت سود واقعی و تعهدی و هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی، سال سوم، شماره ۸، صص ۱۴۱-۱۵۹.
۲۰. زین‌افزا، مینا، ذوالفقاری، مهدی و اکبریان، مریم (۱۳۹۶)، نقش سرمایه‌گذاران نهادی در رابطه بین مدیریت سود و ساختار سرمایه پویا، فصلنامه علمی تخصصی مدیریت، حسابداری و اقتصاد، دوره ۱، شماره ۳، صص ۶۸-۵۶.
۲۱. سرلک، نرگس، فرجی، امید و بیات، فاطمه (۱۳۹۴)، رابطه بین ویژگی‌های مالی شرکت و ساختار سرمایه در مراحل چرخه‌ی عمر شرکت، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۷، شماره ۲۷، صص ۲۱-۱.
۲۲. سلمانی، بهزاد، زراءنژاد، منصور و کیانی، پویان (۱۳۹۶)، مقایسه مدل تصحیح خطا و رگرسیون فازی برای پیش‌بینی تولید ناخالص ملی در ایران، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)، سال هفدهم، شماره ۲، صص ۱۲۰-۱۰۱.
۲۳. شمس، شهاب‌الدین، یحیی‌زاده‌فر، محمود و عباس‌زاده، سکینه (۱۳۹۶)، بررسی رابطه بین اهرم مالی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری، شماره ۳۴، صص ۱۸-۱.
۲۴. عبادی، روح‌اله و میرمحمدی، سیداحمد (۱۳۹۴)، بررسی اثربخشی نرخ تنزیل بانکی در اقتصاد اسلامی، همایش ملی هزاره سوم و علوم انسانی، صص ۱۲-۱.
۲۵. عباس‌زاده، نصرت‌اله، گودرزیان، مجید و عباس‌زاده کرمجوان، سجاد (۱۳۹۶)، بررسی واکنش بازده سهام به مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی، سال پنجم، شماره ۲۰، صص ۱۴۹-۱۷۲.
۲۶. قربانی، بهزاد، حسینی غنچه، سیدجلال‌الدین و محمدیلر، زهرا (۱۳۹۶)، تأثیر افشای اطلاعات استراتژیک، غیرمالی و مالی بر مدیریت سود، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال نهم، شماره ۳۵، صص ۴۰-۲۳.

۲۷. کریمیان، غلامحسین، یاراحمدی، مریم و لطفی، محسن (۱۳۹۰)، تحلیل تأثیر سپرده های قانونی و نرخ تنزیل در کنترل تورم (مطالعه موردی: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران)، کنفرانس بین المللی جهاد اقتصادی، صص ۱۴-۱.
۲۸. محسنی، عبدالرضا (۱۳۹۷)، ارتباطات سیاسی و هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار شماره سی و چهارم، صص ۲۹۱-۲۷۳.
۲۹. مرادی، شبنم و ضیایی بیگدلی، محمدتقی (۱۳۹۵)، تاثیرات تغییرات نرخ تنزیل، جریان نقدی، تغییرات نرخ بازده مورد انتظار و سررسید دارایی ها در ورشکستگی بانک ها، اولین کنفرانس ملی مدیریت و اقتصاد جهانی، صص ۱۳-۱.
۳۰. مرادی، مجید (۱۳۹۵)، نقش مدیریت سود و هموار سازی سود در رفتار سیاسی مدیران، مطالعات حسابداری و حسابرسی، سال پنجم، شماره ۱۹، صص ۲۳-۱.
۳۱. مشایخی، بیتا و حسین پور، امیرحسین (۱۳۹۵)، بررسی رابطه بین مدیریت سود واقعی و مدیریت سود تعهدی در شرکت های مشکوک به تقلب بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال ۱۲، شماره ۴۹، صص ۵۲-۲۹.
۳۲. مومنی طاهری، یاسر و صادقی، سمیه (۱۳۹۶)، رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد مالی با تاکید بر ادوار تجاری: تحلیلی از شرکت های سهام محور و بدهی محور، مدل سازی اقتصادی، سال ۱۱، شماره ۲، صص ۱۵۶-۱۳۷.
۳۳. مهدوی، غلامحسین و رضالوئی، عباس (۱۳۹۵)، بررسی مدیریت سود برای جلوگیری از گزارش زیان و کاهش سود و کاربرد نظریه ی چشم انداز برای تشریح انگیزه های آن، مجله ی پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره ۸، شماره ۲، صص ۲۲۳-۱۹۱.
۳۴. میرزمانی، هانیه و رضایی، فرزین (۱۳۹۷)، تأثیر قابلیت مقایسه صورتهای مالی بر روی مدیریت سود تعهدی و واقعی، فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، دوره ۴، شماره ۱، صص ۱۰۲-۹۰.
۳۵. نگین تاجی، زریب و هاشمی گل سفیدی، افشین (۱۳۹۴)، تاثیر شفافیت سود بر هزینه سرمایه و بازده اضافی (مطالعه موردی: شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، سیاست های راهبردی و کلان، سال سوم، شماره ۱۱، صص ۱۱۴-۹۵.
۳۶. نیکومرام، هاشم و پازوکی، پریسا (۱۳۹۴)، پاداش مدیریت و پایداری سود، حسابداری مدیریت، سال هشتم، شماره ۲۴، صص ۷۱-۶۱.

37. An. Z, Li. D, Yu. J (2016), Earnings Management, Capital Structure, and the Role of Institutional Environments, Journal of Banking & Finance, pp 1-66.
38. Burgstahler, D. and E. Chuk.(2010). "Earnings Precision and the Relations between Earnings and Returns". Working Paper (Seattle, WA/Los Angeles, LA: University of Washington/ University of Southern California).
39. Chen. A. S, Cheng. L. Y, Cheng. K. F, Chih. S. W (2010), Earnings management, market discounts and the performance of private equity placements, Journal of Banking & Finance, Vol 34, pp 1922-1932.
40. Cheng, C. S. A. & Li, Sh. (2014). Does Income Smoothing Improve Earnings Informativeness? A Comparison between the US and China Markets. China Accounting and Finance Review, 16 (2), pp 128-147.

41. El Mehdi. I. K, Seboui. S (2011), Corporate diversification and earnings management, *Review of Accounting and Finance*, Vol. 10, Iss 2 pp. 176 – 196.
42. Haga. J, Ittonen. K, Tronnes. P. C, Wong. L (2018), Is earnings management sensitive to discount rates?, *Journal of Accounting Literature*, Vol 41, pp 75-88.
43. Jiang. J, Liu. Q, Sun. B (2017), Earnings Management and Stock Returns: Theory and Evidence, *Guanghua School of Management*, Vol1, pp 1-29.
44. Kim. Y. S, Kim. Y, Yi. H. C (2017), Vice or Virtue? The Impact of Earnings Management on Bank Loan Agreements, *Asian Finance Association Annual Conference 2017 Seoul*, pp 1-50.
45. Li. K, Lu. L, Mittoo U R, Zhang. Z (2015), "Board Independence, Ownership Concentration and Corporate Performance Chinese Evidence", *International Review of Financial Analysis*, Vol 33, pp 1-47.
46. Mindzak. J, Zeng. T (2018), The impact of pyramid ownership on earnings management, *Asian Review of Accounting*, Vol 23, pp 1-35.
47. Shan Y G (2015), Value relevance, earnings management and corporate governance in China, *Emerging Markets Review*, pp 1-46.
48. Zeng. T (2014), Earnings management around tax rate reduction: evidence from China's 2007 corporate tax reform, *Asian Review of Accounting*, Vol 22, pp 304-317.