

## واکنش رفتاری مدیریت نسبت به فشار بازپرداخت تأمین مالی

### وحید بخردی نسب

دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نجف‌آباد، نجف‌آباد، ایران

vahid.bekhradinab@gmail.com

عدم فعالیت مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری در بازار مالی ایران، منجر شده تا ذی‌نفعان نقش فشار بازپرداخت تأمین مالی در رفتار مدیریت در گزارش سود را احساس نکنند. شناسایی عواملی که بر رفتار مدیریت در گزارش سود تأثیرگذارند، می‌تواند کمک بسیاری به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی کند. نبود مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در ایران و اهمیت مقوله مداخله عمده در فرآیند گزارشگری مالی برای بهدست آوردن سطح مورد انتظار سود، منجر شد تا پژوهشگر به برسی واکنش رفتاری مدیریت نسبت به فشار بازپرداخت تأمین مالی پردازد؛ زیرا ساختار سرمایه بخشی از رفتار مدیریت در گزارش سود را تشریح می‌کند ولی علت اصلی آن در فشار بازپرداخت تأمین مالی نهفته است. از این رو در پژوهش حاضر با استفاده از رویکرد نوین امتیاز بازار نوظهور برای رتبه‌بندی اعتباری در بازار مالی ایران و رفتار مدیریت در گزارش سود برسی شد. جامعه آماری مطالعه حاضر شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۷ است. حجم نمونه با استفاده از حذف نظاممند شامل ۱۶۳ شرکت است. روش اجرای پژوهش با استفاده از داده‌های ترکیبی و الگوی حداقل مربعات معمولی است. شواهد حاکی از آن است که بدھی‌های جاری بر رفتار مدیریت در گزارش سود تأثیر منفی و معنادار دارد ولی تأمین مالی بدھی از طریق وام بر رفتار مدیریت در گزارش سود تأثیر مثبت و معنادار دارد. همچنین ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدھی بر رفتار مدیریت در گزارش سود تأثیر منفی و معنادار دارد. دیگر یافته‌ها نشان می‌دهد که ارتباط بدھی‌های جاری و رفتار مدیریت در گزارش سود با وجود تأمین مالی بدھی از طریق وام قوی تر و ارتباط بدھی‌های جاری و رفتار مدیریت در گزارش سود با وجود ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدھی، قوی تر می‌شود. درنهایت با وجود ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدھی و دریافت وام در آن سال، رفتار مدیریت در گزارش سود تضعیف می‌شود.

**واژگان کلیدی:** رفتار مدیریت در گزارش سود، فشار بازپرداخت تأمین مالی، رتبه‌بندی اعتباری، امتیاز بازار نوظهور

## ۱. مقدمه

هدف گزارشگری مالی فراهم آوردن اطلاعاتی است که سرمایه‌گذاران، بستانکاران و سایر استفاده‌کنندگان را در اتخاذ تصمیم‌های اقتصادی یاری رساند. بر اساس مبانی نظری گزارشگری مالی ایران، اطلاعاتی که سیستم حسابداری ارائه می‌کند، تنها هنگامی می‌تواند در فرآیند تصمیم‌گیری‌های اقتصادی استفاده‌کنندگان مفید واقع شده و مورد استفاده قرار گیرد که از حداقل استانداردهای لازم برخوردار باشد. این استانداردهای دستوری، ویژگی‌های کیفی اطلاعات حسابداری نامیده شد که می‌توانند بر میزان سودمندی اطلاعات یافزایند (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۶). همچنین بورس اوراق بهادار تهران دارای عمر چندانی نیست و تا حدودی ناکارا است. سازوکارها و قواعد و قوانین حاکم بر این بازار هنوز به گونه‌ای اجرا نمی‌شود که کیفیت داده‌ها و اطلاعات ارائه شده شرکت‌های عضو را به حد مطلوب برساند (بخردی نسب و ژولانزاد، ۱۳۹۶). اصول پذیرفته شده و مبنای تعهدی حسابداری به مدیران اجازه می‌دهد که در گزارشگری مالی به منظور انتقال اطلاعات، تشخیص و قضاوت خود را اعمال کنند. اعمال قضاوت توسط مدیران و اختیارات آنان در فرایند گزارشگری مالی، به مدیریت سود شهرت یافته است (گرامی و همکاران، ۱۳۹۷). با توجه به اینکه اقلام تعهدی حسابداری اطلاع‌رسان کیفیت گزارشگری مالی است، پس مدیریت با استفاده از این اقلام و تغییرات در آن‌ها طی دوره‌های متفاوت، رفتارهای متفاوتی از خود نشان دهد. پس مدیریت می‌تواند از این اقلام هم به نحو مثبت (مدیریت سود خوب) و هم به نحو منفی (مدیریت سو بد) استفاده کند. از این رو در سال‌های اخیر به ویژه پس از وقوع رسوایی‌های مالی، توجه بسیاری به سود و مدیریت آن شده است (بخردی نسب و ژولانزاد، ۱۳۹۶).

واکنش مدیریت به لحاظ رفتاری در برخی دوره‌ها تشدید یافته و کار به جایی می‌رسد که مدیریت سود بد، ثمره رفتار مدیر می‌شود. به عنوان مثال فیلدز و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) معتقدند که فشارهای ناشی از بازپرداخت تأمین مالی یکی از مواردی است که مدیریت به واسطه این فشارها بدترین رفتار را از خود نشان می‌دهد. همچنین گرامی و همکاران (۱۳۹۷) بیان می‌کنند که بدھی‌ها انگیزه‌های مدیریتی را تحت تأثیر قرار می‌دهد و به همین دلیل بدھی و کیفیت گزارشگری مالی

1. Fieldsa et al

متکی به اقلام تعهدی، به شدت بر رفتار مدیریت تأثیر سوء می‌گذارد. پس خصوصیات بدھی‌ها تأثیرات چندگانه‌ای بر واکنش سرمایه‌گذار در قبال اطلاعات انتشاریافته درباره سود شرکت‌ها می‌گذارد (ژولانزاد و بخردی‌نسب، ۱۳۹۶).

تأمین مالی از طریق استقراض به علت صرفه‌جویی مالیاتی و نرخ پایین‌تر آن در مقایسه با گزینه افزایش سرمایه، راه حل مطلوب‌تری برای تأمین مالی محسوب می‌شود؛ اما آنچه برای اعتباردهندگان در خصوص اعطای وام و اعتبار اهمیت دارد، توان وام‌گیرنده در پرداخت اصل و بهره وام و اعتبارات پرداختی است. عموماً یکی از راه کارهایی که اعتباردهندگان برای ارزیابی توان پرداخت اصل و بهره وام به آن توجه می‌کنند، بررسی صورت‌های مالی شرکت‌ها است؛ بنابراین اعتباردهندگان به اطلاعات باکیفیت‌تر و بهویژه سود باکیفیت برای ارزیابی توان مالی وام‌گیرنده‌گان توجه می‌کنند. چرا که اگر اطلاعات مالی و بهویژه سود گزارش شده، کیفیت مطلوبی نداشته باشد و مبنای تصمیم‌گیری آن‌ها در اعطای اعتبار قرار گیرد، منجر به متضرر شدن اعتباردهندگان از طریق اعطای ناصحیح اعتبار می‌شود. لذا کیفیت سود گزارش شده و عوامل اثرگذار بر آن، از جمله موضوعاتی است که اعتباردهندگان به آن توجه می‌کنند (فروغی و محمدی، ۱۳۹۰).

پژوهش‌های پیشین نظیر هریس و راویو<sup>1</sup> (۱۹۹۱) نشان می‌دهند که شرکت‌های سهامی با موانع بزرگ‌تری برای تأمین مالی مواجه هستند. اگرچه انتظار می‌رود که فشارهای ناشی از بازپرداخت تأمین مالی، اقلام تعهدی اختیاری را تحت تأثیر قرار دهد، اما می‌توان انتظار داشت که این فشارها برای شرکت‌های دارای اعتبار بالاتر کمتر باشد. بدین معنی که شرکت‌هایی با ریسک کمتر، تمايل کمتری نسبت به دستکاری سود در زمانی که فشار بازپرداخت تأمین مالی برای آن‌ها وجود دارد را در خود احساس می‌کنند. بر این اساس می‌توان متصور شد که واکنش رفتاری مدیریت نسبت به فشار بازپرداخت تأمین مالی، منجر به دستکاری گزارش سود شود. پس در پژوهش حاضر مسئله اصلی این است که آیا رفتار مدیریت تحت تأثیر فشار بازپرداخت تأمین مالی قرار می‌گیرد یا خیر. به طور خاص، در پژوهش حاضر تغییر در هر دو بدھی کوتاه‌مدت (بدھی ناشی از یک سال) و تأمین مالی وام و همچنین ریسک اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدھی به عنوان فشار در بازپرداخت تأمین مالی بررسی می‌شود و تأثیر ساختار سرمایه بر تمايل به مدیریت سود قبل از نقض

1. Harris & Raviv

قرارداد بررسی می‌شود. تلاش این پژوهش آن است که تعیین کند که آیا فشارهای بازپرداخت تأمین مالی که کمتر از نقض‌های قراردادها است، دستکاری سود را تشویق می‌کند یا خیر؛ و اینکه آیا چنین دستکاری با توجه به میزان بدھی کوتاه‌مدتی که به دست می‌آید، متفاوت است یا خیر. در باب اهمیت و ضرورت انجام پژوهش می‌توان گفت که اهرم‌های مالی بالا به طور بالقوه باعث افزایش مدیریت سود از طریق استفاده از اقلام تعهدی سود و سایر انتخاب‌های حسابداری افزایش دهنده سود می‌شود. دلیل این کار تلاش برای پیشگیری از تخلف مفاد قراردادهای بدھی است. پس هرچه عوامل محدود کننده در انجام رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران، از جمله وجود فشارهای ناشی از قراردادهای بدھی و همچنین نیاز به بازپرداخت بدھی‌ها در سراسید بیشتر باشد، احتمالاً میزان مدیریت سود برای کاهش آثار ناشی از نوسان‌های سود که درنتیجه این‌گونه رفتارهای پرخطر به وجود آمده است، کاهش می‌یابد. پس درجه اهرم مالی بالا به طور بالقوه میزان مدیریت سود را افزایش می‌دهد و از طرف دیگر افزایش اهرم مالی با کاهش میزان رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران باعث کاهش مدیریت سود می‌شود. می‌توان گفت شرکت‌هایی که با افزایش بدھی و اهرم مالی مواجه‌اند، می‌توانند با مدیریت سود واقعی درگیر باشند. افزایش اهرم مالی می‌تواند انگیزه‌ای برای انتقال مدیریت سود تعهدی به سمت مدیریت سود واقعی باشد. بر این اساس با اجرای این پژوهش ضمن توسعه مبانی نظری در خصوص مدیریت سود و فشارهای بازپرداخت تأمین مالی، به روشن شدن رابطه بین تغییر بدھی‌های جاری و مدیریت سود و رابطه بین تغییر بدھی‌های جاری و مدیریت سود قبل از دریافت تسهیلات جدید کمک خواهد کرد. بر اساس اهداف علمی این پژوهش، بررسی واکنش رفتاری مدیریت در گزارش سود نسبت به بدھی‌های جاری نسبت به تأمین مالی بدھی از طریق وام، ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدھی، بدھی‌های جاری با وجود تأمین مالی بدھی از طریق وام، بدھی‌های جاری با وجود ریسک اعتباری پایین احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدھی و تأمین مالی بدھی از طریق وام با وجود ریسک اعتباری پایین احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدھی است. مطالعه حاضر به گروه‌هایی نظیر مدیران، سهامداران و بانک‌ها کمک می‌کند. به بیان دیگر، کمک به مدیران در شناسایی نقش مدیریت سود در وضعیت بدھی‌ها، کمک به سهامداران و سرمایه‌گذاران در شناسایی نقش بدھی‌های جاری در دستکاری اقلام سود توسط مدیران و کمک

به بانک‌ها و مؤسسات تأمین مالی در اطمینان از بازپرداخت تسهیلات به عنوان اهداف کاربردی مطالعه حاضر است. در ادامه پژوهش به بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش، روش اجرا، یافته‌ها و بحث و نتیجه‌گیری پرداخته شده است.

## ۲. مروری بر مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

رفتار مدیریت در گزارش سود ناشی از انعطاف‌پذیری روش‌های استاندارد و اصول پذیرفته شده حسابداری است. البته تفسیرهای گوناگونی که از روش‌های اجرایی یک استاندارد حسابداری می‌توان برداشت کرد، از دیگر دلایل رفتار مدیریت در گزارش سود است. این انعطاف‌پذیری دلیل اصولی تنوع موجود در روش‌های حسابداری است. هنگامی که تفسیر یک استاندارد بسیار انعطاف‌پذیر است، یکپارچگی داده‌های ارائه شده در صورت‌های مالی کمتر می‌شود. اصول تطابق و محافظه‌کاری نیز می‌تواند باعث رفتار سوء مدیریت در گزارش سود شود (نوروش و همکاران، ۱۳۸۴). فیلدز و همکاران (۲۰۱۷) بیان می‌کنند که سرسید بدھی عامل سرنوشت‌ساز در رفتار مدیریت در گزارش سود است که انعطاف‌پذیری روش‌های استاندارد و اصول پذیرفته شده حسابداری ابزار آن است. تعریف سرسید بدھی از یک نظریه موازن‌های عمومی واحد ظهور نمی‌کند (ترا، ۲۰۱۱). بر پایه دسته‌بندی ترا (۲۰۱۱) رویکردهای مختلف مبانی نظری مربوط به ساختار سرسید بدھی را می‌توان در چهار طبقه کلی قرار داد: الف- فرضیه موازن، ب- فرضیه نمایندگی، پ- فرضیه علامت‌دهی، ت- فرضیه تطابق سرسید.

### ۲-۱. تئوری نمایندگی

تئوری نمایندگی در واقع وادر کردن یک نماینده به رفتاری است که نماینده، رفاه مالک را پیشینه کند. طبق این تئوری در چارچوب رابطه بین مدیر و سهامدار، مسئولیت تصمیم‌گیری در خصوص توزیع منابع مالی و اقتصادی و یا انجام خدمتی طی قرارداد مشخصی به مدیر واگذار می‌شود. اگر در قرارداد که می‌توان از آن به عنوان قرارداد بهینه یاد کرد، به تمام جوانب منافع دو طرف توجه نشود، این امر می‌تواند باعث از بین بردن انگیزه و یا حتی زمینه‌های برای فساد مالی، اختلاس و رشوه شود. مدیران می‌توانند درباره فعالیت‌های تجاری شرکت برای بهبود اثربخشی صورت‌های مالی، به عنوان

ابزاری برای انتقال اطلاعات به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان بالقوه، از آگاهی خود استفاده کنند. با این حال، چنانچه مدیران برای گمراه کردن استفاده کنندگان صورت‌های مالی از طریق اعمال اختیارات خود در زمینه گرینش‌های حسابداری در گزارشگری مالی، انگیزه‌هایی داشته باشند، احتمال می‌رود مدیریت در گزارش سود رفتاری فرصت طلبانه انجام دهد (انصاری و همکاران، ۱۳۹۳). تمامی وامدهندگان بر وام گیرندگان خود نظارت دارند، اما مزیت نظارت از طریق بدھی کوتاه‌مدت در برابر بدھی‌های بلندمدت، قابلیت بیشتر بدھی‌های کوتاه‌مدت برای خروج از شرایط وام و نیز برای تحمیل هزینه‌های اضافی در صورت عدول است. چرا که بدھی‌های کوتاه‌مدت نسبت به بدھی‌های بلندمدت دارای قابلیت تجدید یا عدم تجدید قرارداد بدھی هستند (راجان و وینتون<sup>۱</sup>، ۱۹۹۵). مایرز<sup>۲</sup> (۱۹۷۷) کوتاه کردن مدت زمان سرسید بدھی‌های کوتاه‌مدت را به منظور کاهش مشکل سرمایه‌گذاری ناکافی توصیه می‌کند. داتا و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۵) نیز نقش نظارت با استفاده از بدھی‌های کوتاه‌مدت را نشان می‌دهند و این گونه استدلال می‌کنند که در غیاب هدف هم‌ترازی بین مدیران و سهامداران، بیشتر مدیران منفعت طلب سرسید بدھی‌های بلندمدت را ترجیح می‌دهند. مدیرانی که بدھی‌های کوتاه‌مدت را انتخاب می‌کنند، بیشتر از کسانی که بدھی‌های بلندمدت را انتخاب می‌کنند خود و شرکت‌هایشان را در معرض نظارت قرار می‌دهند. همچنین نشان می‌دهند که مدیران با مالکیت سهم بیشتر در شرکت خود، از بدھی کوتاه‌مدت بیشتری استفاده می‌کنند که استدلال آن‌ها با تمایل مدیران به در معرض بیشتر نظارت قرار گرفتن سازگار است. شرکت‌هایی که بدھی‌های کوتاه‌مدت را انتخاب می‌کنند، بیشتر احتمال دارد تا با کاهش هزینه‌های سازمان در ارتباط باشند و به عنوان یک نتیجه‌گیری، این شرکت‌ها تمایل کمتری برای درگیر شدن با مدیریت سود را دارند (سیمن و فانگ<sup>۴</sup>، ۲۰۱۳). بر این اساس انتظار می‌رود که با افزایش بدھی‌های جاری، مدیریت سود کاهش یابد. پس فرضیه اول به شرح زیر تبیین شده است:

بدھی‌های جاری بر رفتار مدیریت در گزارش سود تأثیر منفی و معنادار دارد.

1. Rajan & Winton

2. Myers

3. Datta et al

4. Simon et al

## ۲-۲. فرضیه موازن

فرضیه موازن بر این فرض استوار است که سرسید بهینه بدھی از طریق موازن بین هزینه‌های بدھی کوتاه‌مدت در مقابل نفوذ نرخ بهره بالاتر بدھی‌های بلندمدت به دست می‌آید. در برخی موارد این نظریه به هزینه‌های ضمنی مبادلات انواع مختلف، مانند منافع سپر مالیاتی و هزینه‌های ورشکستگی متکی است، مانند نظریه مالیات پیشنهادی توسط بسکر و همکاران<sup>۱</sup> (۱۹۹۸) که بیان می‌کنند که ساختار زمانی نرخ‌های بهره باعث می‌شود که بدھی‌های بلندمدت نزدیک به سرسید گزینه‌ای بهینه شوند؛ زیرا ذخیره ناشی از اهرم به خاطر سپر مالیاتی بهره (انگیزه استقرارض کنده) تشید می‌شود و شناسایی درآمد بهره به تأخیر می‌افتد (انگیزه وام‌دهنده). استاهز و مویر<sup>۲</sup> (۱۹۹۶) شواهد حمایت کننده‌ای برای اثر مالیاتی یافتند در حالی که گوئذ و اوپلر<sup>۳</sup> (۱۹۹۶) به یافته‌های عکس آن رسیده‌اند. بر این اساس انتظار می‌رود که تأمین مالی بدھی از طریق وام، مدیریت سود در شرکت را افزایش می‌دهد. پس فرضیه دوم به شرح زیر تبیین شده است:

تأمین مالی بدھی از طریق وام بر رفتار مدیریت در گزارش سود تأثیر مثبت و معنادار دارد.

## ۳-۲. فرضیه علامت‌دهی

تئوری نمایندگی بیان می‌کند که تحت شرایطی بدھی کوتاه‌مدت مشکل ناکارایی سرمایه‌گذاری و تخصیص غیربهینه منابع را کاهش می‌دهد. انتشار بدھی کوتاه‌مدت امکان نظارت ادواری اعتباردهنده‌گان را بر عملکرد شرکت فراهم می‌سازد. اعتباردهنده‌گان کوتاه‌مدت بیشتر از اعتباردهنده‌گان بلندمدت تمایل به نظارت بر عملکرد شرکت دارند. این نظارت مشکل تضاد نمایندگی را تا حد زیادی حل می‌کند. از طرفی، این امر موجب می‌شود تا تأمین مالی شرکت آسان‌تر صورت گیرد و هزینه سرمایه کمتری به شرکت تحمیل شود. درنتیجه تمام پروژه‌های دارای خالص ارزش فعلی مثبت مورد انتخاب قرار می‌گیرند. از این رو میزان سرمایه‌گذاری به اندازه بهینه صورت می‌گیرد (سیمن و فانگ، ۲۰۱۳). شناسایی و افشاری ریسک اعتباری شرکت‌ها، از طریق فرآیند رتبه‌بندی اعتباری، باعث ارتقای شفافیت در بازار خواهد شد و موجب می‌شود سرمایه‌ها

1. Becker et al

2. Stohs & Mauer

3. Goudes & Opler

متناسب با درجه ریسک پذیری سرمایه‌گذاران به طرح‌های توجیه‌پذیر اختصاص یابد که این امر به ارتقای کارایی تخصیصی بازار سرمایه منجر خواهد شد. به علاوه، ریسک اعتباری یکی از معیارهای اصلی در تعیین نرخ سود واقعی اوراق بهادار با درآمد ثابت است (محسنی و همکاران، ۱۳۹۲). رتبه‌بندی اعتباری اظهارنظری رسمی و تکنیکی درباره درجه نسبی ریسک عدم بازپرداخت به موقع اصل و بهره یک ابزار بدھی است که صلاحیت اعتباری نهاد ناشر<sup>۱</sup> آن را پیش‌بینی می‌کند. این اظهارنظر درواقع نشانه‌ای آگاهانه از احتمال نکول<sup>۲</sup> یک ناشر در مقایسه با سایر ناشران فعال در بازار است. مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری<sup>۳</sup> با بررسی و تحلیل اطلاعات به دست آمده از منابع مختلف درباره ناشر، صنعت، وضع کلی اقتصاد و ماهیت اوراق بهادار، رتبه اوراق را تعیین می‌کنند (مجموعه مقررات مقام ناظر بر بازار اوراق بهادار اتحادیه اروپا، ۲۰۱۳). بر این اساس انتظار می‌رود که ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدھی منجر به کاهش مدیریت سود شود. در مقابل، فرضیه علامت‌دهی نیز ریشه در مسئله عدم تقارن اطلاعاتی دارد. ساختار سرسید بدھی به عنوان ابزاری برای فاتق آمدن بر مسئله انتخاب معکوس به صورت ارائه علامتی معتبر به بازار استفاده می‌شود. فلانری<sup>۴</sup> (۱۹۸۶) شواهدی مبنی بر اینکه شرکت‌های باکیفیت، بدھی کوتاه‌مدت را برای علامت‌دهی وضعیتشان ترجیح می‌دهند، ارائه کرد. فلانری (۱۹۸۶) بیان می‌کند که شرکت‌ها با انتشار بدھی کوتاه‌مدت اقدام به حداقل کردن اثر عدم تقارن اطلاعاتی روی هزینه‌های تأمین مالی می‌کنند؛ زیرا احتمال اینکه بدھی بلندمدت بر اثر عدم تقارن اطلاعاتی اشتباه قیمت‌گذاری شود، بیشتر از بدھی کوتاه‌مدت است. استاهز و مویر (۱۹۹۶) نیز شواهد تجربی برای حمایت از این نظریه ارائه دادند، اما دیاموند<sup>۵</sup> (۱۹۹۱) نشان داد که حتی شرکت‌های با کیفیت پایین نیز بدھی کوتاه‌مدت را برای مخاطره نقدشوندگی پایین آن ترجیح می‌دهند و فقط شرکت‌های متوسط بدھی بلندمدت را ترجیح می‌دهند. بر این اساس، انتظار می‌رود که در نخستین سالی که شرکت از طریق وام تأمین مالی کرده است، تأثیر مثبت بدھی‌های جاری بر مدیریت سود، تقویت شود. پس فرضیه سوم و چهارم به شرح زیر تبیین شده است:

- 
1. Issuer
  2. Default
  3. Credit Rating Agency
  4. European Securities and Markets Authority (ESMA)
  5. Flannery
  6. Diamond

ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدھی بر رفتار مدیریت در گزارش تأثیر منفی و معنادار دارد. ارتباط بدھی‌های جاری و رفتار مدیریت در گزارش سود با وجود تأمین مالی بدھی از طریق وام قوی تر می‌شود.

#### ۲-۴. نظریه‌های مرتبط با عدم تقارن اطلاعاتی

جنسن<sup>۱</sup> (۱۹۸۶) گروه دیگر از نظریه‌های مرتبط با عدم تقارن اطلاعاتی را مطرح و مایرز<sup>۲</sup> (۱۹۷۷) آن‌ها را توسعه داد. در این حالت ساختار سرسید بدھی هنوز ابزار دیگری است که شرکت می‌تواند برای حل کردن مشکل نمایندگی استفاده کند. رابطه نمایندگی عبارت است از نوعی قرارداد که طبق آن یک یا چند نفر (مالک یا مالکین) شخص دیگری را (نماینده یا مدیر) مأمور اجرای عملیات شرکت می‌کنند. در این راستا اختیار اتخاذ برخی تصمیم‌ها را نیز به او تفویض می‌کنند. هر یک از طرفین این رابطه به دنبال حداکثر کردن منافع شخصی خود هستند در صورتی که منافع آن‌ها با یکدیگر در یک راستا نیست؛ بنابراین تصاد منافع و مشکل نمایندگی رخ می‌دهد. بر اساس این نظریه شرکت سرسید بدھی بهینه را برای حل مشکل عدم تقارن اطلاعاتی و یا حل مسئله سرمایه‌گذاری بیش از حد و کاهش آن انتخاب خواهد کرد. کومت و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۹) بر این باورند که بدھی کوتاه‌مدت ممکن است مسئله جانشینی دارایی را کاهش دهد، اما ارزش بدھی کوتاه‌مدت چندان به تغییرات ارزش دارایی شرکت حساس نیست (کای و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۸). از سوی دیگر تأمین مالی با بدھی کوتاه‌مدت شرکت‌ها را وادار به گزارش عملکرد خود و مخاطره عملیاتی به صورت ادواری به قرض‌دهندگان کوتاه‌مدت می‌کند (جان و جن<sup>۵</sup>، ۲۰۰۳). از این رو این ارزیابی دوره‌ای بدھی کوتاه‌مدت را به تغییرات در ارزش شرکت کمتر حساس می‌کند (چیلدز و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۰۵). شرکت‌های با رشد بالا بیشتر امکان مواجه شدن با مسئله نمایندگی مانند سرمایه‌گذاری کمتر از واقع و انتقال مخاطره را دارند. از دیدگاه اقتصادی نیز می‌توان نظریه

1. Jensen

2. Myers

3. Cornett et al

4. Cai et al

5. Jun & Jen

6. Childs et al

نمایندگی را به کار گرفت. بر اساس نظریه بازار ناکارا میزان عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی در اقتصاد شکوفا و در حال پیشرفت کمتر است، در دوره افول اقتصاد میزان عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی بالاتر خواهد بود. به عبارت دیگر در دوره افول، اعتباردهندگان با مخاطره بالاتری مواجه می‌شوند و هرچه دوره سرسید بدھی طولانی‌تر شود، مخاطره نیز بیشتر می‌شود. بنابراین اعتباردهندگان بدھی‌های را انتخاب می‌کنند که سرسید کوتاه‌مدتی را داشته باشند، ولی بر عکس در اقتصاد شکوفا بدھی‌های بلندمدت به سهولت تحقق می‌یابد (وانگ و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰). بر این اساس انتظار می‌رود هنگامی که ریسک اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدھی پایین است، تأثیر مثبت بدھی‌های جاری بر مدیریت سود تقویت شود. پس فرضیه پنجم به شرح زیر تبیین شده است:

ارتباط بدھی‌های جاری و رفتار مدیریت در گزارش سود با وجود ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدھی، قوی‌تر می‌شود.

## ۵-۲. فرضیه تطابق سرسید

فرضیه تطابق سرسید اشاره به این مطلب دارد که شرکت باید سرسید بدھی‌ها را با سرسید دارایی‌های خود تطبیق دهد (دیچو و اسکینر<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲). به نظر می‌رسد این فرضیه پیش از اینکه مبنای نظری داشته باشد از تجربه افراد اجرایی بر مبنای مخاطره نقدشوندگی موجود، نقدشوندگی فقد کارایی و مباحث چرخه بازار کالاها ایجاد شده است. مایرز (۱۹۷۷) معتقد است که شرکت آن بدھی را می‌خواهد که سرسید آن از نظر زمانی با زمانی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری جدیدش آشکار می‌شوند تطابق داشته باشند که در صورت تطابق سرسید دارایی‌ها با بدھی‌های شرکت هزینه معاملات به ویژه هزینه‌های تأمین مالی مجدد بدھی کوتاه‌مدت را حداقل می‌کند. فلانtri (۱۹۸۶) بر این باور است که تطابق برای خیلی از شرکت‌ها بسیار مخاطره‌زا است و تلویحاً منتهی به نسبت جاری یک می‌شود (الکوک و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۰). شواهد پژوهش نشان می‌دهد که ساختار سرسید بدھی‌های یک شرکت بر مخاطره اعتباری کلی شرکت تأثیر خواهد داشت؛ زیرا این مخاطره شرکت را مستعد خطر از نگاه اعتباردهندگان می‌کند و ظرفیت بدھی شرکت را نیز کاهش

1. Wang et al  
2. Dichev & Skinner  
3. Alcock et al

می دهد (آچاریا و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰). با وجود ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدھی و دریافت وام در آن سال، انتظار می رود که رفتار مدیریت در گزارش سود تضعیف شود. پس فرضیه ششم به شرح زیر تبیین شده است:

با وجود ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدھی و دریافت وام در آن سال، رفتار مدیریت در گزارش سود، تضعیف می شود.

در ادامه پژوهش خارجی و داخلی مرتبط با موضوع پژوهش ارائه شده است.

الزوبی<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی و هزینه مالی بر مدیریت سود در بین شرکت‌های اردنی پرداخت. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های اردنی دارای جمع کل دارایی‌های مثبت طی سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۲ بودند. حجم نمونه شامل ۸۳۵۰ مشاهده سال-شرکت بود. روش تعزیزی و تحلیل داده‌ها با استفاده از مدل دیچو و همکاران (۱۹۹۵) و مدل اصلاح شده جونز (۱۹۹۱) انجام شد. نتایج نشان داد که بین کیفیت حسابرسی و هزینه مالی با مدیریت سود رابطه معناداری وجود دارد و هزینه مالی با مدیریت سود در شرکت‌های که کیفیت حسابرسی بالاتری دارند، رابطه بیشتری دارد.

فیلدز و همکاران (۲۰۱۷) به بررسی رابطه بین تغییر بدھی‌های کوتاه‌مدت و اقلام تعهدی اختیاری پرداختند. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های آمریکایی طی سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۲ بودند. نمونه پژوهش شامل ۱۰۳۲۵ شرکت آمریکایی و روش اجرای پژوهش بر اساس رگرسیون بود. نتایج نشان داد که شرکت‌ها در دوره‌های افزایش بدھی کوتاه‌مدت، اقلام تعهدی اختیاری بالاتری دارند. همچنین آن‌ها دریافتند که این رابطه برای شرکت‌هایی که درنهایت وام جدید به دست می‌آورند، قوی‌تر است.

ژیو و یان (۲۰۱۵) به بررسی تأثیر مدیریت سود و حاکمیت شرکتی بر چسبندگی هزینه پرداختند. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های چینی در طی سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۸ بودند و شامل ۳۷۴۰ شرکت-سال می‌شدند. همچنین روش اجرای پژوهش بر اساس رگرسیون چندگانه بود. نتایج نشان داد مدیریت از طریق کاهش هزینه‌های عمومی هزینه‌ها را کنترل می‌کند و همچنین،

1. Acharya et al  
2. Alzoubi

برهم کنش مدیریت سود و حاکمیت شرکتی خوب بر یکدیگر موجب کاهش چسبندگی هزینه می‌شود هرچند که این تأثیر به اندازه تأثیر مدیریت سود نیست.

گونی (۲۰۱۳) به بررسی نقش مدیریت سود در تأمین مالی از طریق بدھی در شرکت پرداخت. جامعه آماری پژوهش شامل تمام شرکت‌هایی با اطلاعات مالی موجود از شرکت صنعتی به جز شرکت‌های موجود در صنایع مالی و برق طی سال‌های ۱۹۸۸ تا ۲۰۰۲ بودند. این شرکت‌ها مشتمل بر ۴۰۲۸ شرکت بودند و روش انجام پژوهش رگرسیون بود. بنابر نتایج این پژوهش مدیران شرکت‌ها با استفاده از دستکاری سود و درواقع مدیریت کردن سود و قرار دادن آن در سطح مورد نظر، سعی در انتقال اطلاعاتی گرینش شده به سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان دارند تا با استفاده از آن به هدف خود در تأمین مالی دست یابند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد شرکت‌های با مدیریت سود بیشتر، اهرم مالی بالاتری دارند.

چمبرز و پاین (۲۰۱۱) به بررسی کیفیت حسابرسی و اقلام تعهدی غیرعادی پرداختند. جامعه آماری پژوهش شامل تمام شرکت‌های با اطلاعات مالی موجود از شرکت صنعتی در طی سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۷ بودند. نمونه آماری پژوهش مشتمل بر ۱۸۴۵۱ شرکت-سال بودند و روش اجرای پژوهش رگرسیون بود. نتایج پژوهش نشان داد که بین مقدار بازده عملیاتی مربوط به اقلام تعهدی غیرعادی و کیفیت حسابرسی رابطه منفی وجود دارد. همچنین به این نتیجه رسیدند که افزایش کیفیت حسابرسی و به کارگیری قانون ساربیتز اکسلی منجر به افزایش قابلیت اتكای اقلام تعهدی در صورت‌های مالی می‌شود.

بخردی‌نسب و ژولانژاد (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی ارتباط ارزشی حکمرانی خوب و کوچک‌سازی مدیریت سود با استفاده از معاملات غیرطبیعی با اشخاص وابسته پرداختند. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ است. حجم نمونه با استفاده از روش حذف نظاممند بالغ بر ۱۵۸ شرکت است. روش اجرای پژوهش مبتنی بر داده‌های ترکیبی و رگرسیون چندگانه است. شواهد پژوهش حاکی از آن است که شناسایی مدیریت سود با استفاده از معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته، سطح ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری را کاهش می‌دهد. از دیگر نتایج پژوهش این است که حکمرانی خوب، مدیریت سود با استفاده از معاملات غیرطبیعی با اشخاص وابسته را کاهش می‌دهد.

بخردی نسب و ژولازشاد (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی رفتار مدیر در برخورد با هزینه‌ها بر اساس رویکرد رتبه‌بندی شرکت‌ها با مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در تاپسیس فازی پرداختند. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادران تهران طی سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ است. حجم نمونه با استفاده از روش حذف نظاممند بالغ بر ۱۳۳ شرکت است. روش اجرای پژوهش مبتنی بر داده‌های ترکیبی و رگرسیون چندگانه است. شواهد پژوهش حاکی از آن بود که چنانچه مدیریت، معیارهای حاکمیت شرکتی را همواره به صورت محسوس و نامحسوس ناظر بر رفتار خود قرار داده، کمتر دست به اقدامات اختیاری و فرصت طلبانه دست می‌زنند.

ملکی چوبی (۱۳۹۶) به بررسی اثرات افزایش بالای اهرم مالی بر مدیریت سود در شرکت‌ها پرداخت. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادران تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۳ بودند. داده‌های تحقیق به صورت نمونه‌گیری ۱۴۰ شرکت است. پس از تحلیل همبستگی بین متغیرها در مدل رگرسیون ساده فرضیه آماری در سطح خطای ۵٪ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از بررسی فرضیه‌ها نشان شواهدی دال بر تأیید هر دو فرضیه دارد و نشان می‌دهد که در فرضیه اول، اقلام تعهدی اختیاری در شرکت‌هایی که افزایش عمدۀ اهرم مالی نداشته‌اند بیشتر است و در فرضیه دوم، کاهش میزان اعمال مدیریت سود در شرکت‌هایی که جریان نقدي آزاد بیشتری در اختیار دارند، شدیدتر است.

حالقی و جعفری (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی مستقل بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادران تهران پرداختند. جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادران تهران طی سال ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ بود. همچنین حجم نمونه بالغ بر ۱۵۲ شرکت بود. اطلاعات با استفاده از داده‌های موجود در نرم‌افزار رهآوردنوین و بررسی گزارش‌ها و صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادران تهران از طریق مراجعه به وبگاه رسمی بورس اوراق بهادران تهران جمع‌آوری شدند. روش اجرای پژوهش مبتنی بر داده‌های ترکیبی (پانل دیتا) و رگرسیون چندگانه است. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که بین نوع مؤسسه حسابرسی، تداوم حسابرسی و مدیریت سود رابطه معناداری وجود دارد.

ایزدی‌نیا و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی رابطه بین اهرم مالی و مدیریت سود واقعی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و طی سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۹ بود؛ همچنین حجم نمونه در این پژوهش، تعداد ۱۱۸ شرکت بودند. روش اجرای پژوهش مبتنی بر داده‌های ترکیبی و رگرسیون چندگانه است. نتایج بررسی نشان می‌دهد که بین اهرم مالی و معیارهای مدیریت سود واقعی (جريان نقد عملیاتی غيرعادی، هزینه تولید غيرعادی و هزینه اختیاری غيرعادی) رابطه معکوس و معنادار وجود دارد.

اصفهانیان و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی رابطه بین مدیریت سود و هزینه‌های تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ بود و بر این اساس تعداد ۹۴ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفتند. روش اجرای پژوهش مبتنی بر داده‌های ترکیبی و رگرسیون چندگانه است. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد بین هزینه‌های بدھی و مدیریت سود در این شرکت‌ها هیچ رابطه معناداری وجود ندارد. در حالی که با افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام، انگیزه اعمال مدیریت سود کاهش داشته است.

### ۳. روش اجرای پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ ماهیت و روش، توصیفی-پیماشی است. به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها از داده‌های کمی (اطلاعات گذشته‌نگر) و آزمون فرضیه‌های پژوهش، از رابطه رگرسیون خطی چندگانه به پیروی از پژوهش فیلدز و همکاران (۲۰۱۷) به شرح رابطه (۱) استفاده شده است.

رابطه (۱)

$$\begin{aligned}
 MBR_{it} = & \beta_0 + \beta_1 ChgSTDEBT_{it} + \beta_2 NEWLOAN_{it} + \beta_3 INVGRADE_{it} + \beta_4 NEWLOAN_{it} \\
 & \times ChgSTDEBT_{it} + \beta_5 INVGRADE_{it} \times ChgSTDEBT_{it} + \beta_6 INVGRADE_{it} \\
 & \times NEWLOAN_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 CFO_{it} + \beta_9 CFOVOL_{it} + \beta_{10} SALESVOL_{it} \\
 & + \beta_{11} SALESGROWTH_{it} + \beta_{12} STDEBT_{it} + \beta_{13} LTDEBT_{it} + \beta_{14} PPE_{it} \\
 & + \beta_{15} SIZE_{it} + \beta_{16} Z\_score_{it} + \beta_{17} MTB_{it} + \beta_{18} RETADJ_{it} \\
 & + \beta_{19} RETVOL_{it} + \beta_{20} BOARDSIZE_{it} + \beta_{21} INSTOWN_{it} + \beta_{22} INDDIR_{it} \\
 & + \beta_{23} TYPE_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

که در این رابطه:

واکنش رفتاری مدیریت؛ MBR

تغییرات بدھی‌های جاری؛ ChgSTDEBT

وام جدید؛ NEWLOAN

INVGRADE: ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدھی؛

NEWLOAN×ChgSTDEBT: هم کنشی وام جدید و تغییرات بدھی‌های جاری؛

INVGRADE×ChgSTDEBT: هم کنشی ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدھی و تغییرات بدھی‌های جاری؛

INVGRADE×NEWLOAN: هم کنشی ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدھی و وام جدید؛

BAZDEH DARIYI HA؛ ROA

CFO: جریان نقد عملیاتی؛

CFOVOL: انحراف معیار جریان نقد عملیاتی؛

SALESVOL: انحراف معیار فروش؛

SALESGROWTH: رشد فروش؛

STDEBT: نسبت بدھی کوتاه‌مدت؛

LTDEBT: نسبت بدھی بلند‌مدت؛

PPE: ارزش اموال و دارایی‌های ثابت مشهود؛

SIZE: اندازه شرکت؛

Z-score: بحران مالی؛

MTB: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری؛

RETADJ: میانگین بازده ماهانه سهام تعدیل شده؛

RETVOL: انحراف معیار بازده ماهانه سهام تعدیل شده؛

BOARDSIZE: اندازه هیئت‌مدیره؛

INSTOWN: مالکان نهادی؛

INDDIR: درصد مدیران مستقل در ترکیب هیئت مدیره؛

TYPE: نوع حسابرس؛

ε: خطای مدل.

نحوه سنجش متغیرهای پژوهش به تفکیک متغیر وابسته، مستقل و کنترلی در ادامه ارائه شده است.

### ۳-۱. متغیر وابسته

**واکنش رفتاری مدیریت (MBR):** متغیر وابسته مطالعه حاضر واکنش رفتاری مدیریت است. واکنش رفتاری مدیریت به پیروی از پژوهش فیلدز و همکاران (۲۰۱۷) با استفاده از اقلام تعهدی اختیاری به روش دیچو و همکاران (۱۹۹۵) به شرح مراحل زیر سنجیده می‌شود. نخست اقلام تعهدی غیراختیاری با استفاده از رابطه (۲) به دست می‌آید.

رابطه (۲)

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left[ \frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{it}} \right] + \alpha_3 \left( \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

که در این رابطه

TA: کل اقلام تعهدی به شرح رابطه (۳) به دست می‌آید.

رابطه (۳)

$$TA = \Delta CA - \Delta CL - \Delta cash + \Delta STD - DEP$$

که در این رابطه:

TA: کل اقلام تعهدی؛

ΔCA: تغییرات در دارایی جاری؛

ΔCash: تغییرات در وجه نقد؛

ΔCL: تغییرات در بدهی‌های جاری؛

ΔSTD: تغییرات در حصه جاری بدهی‌های بلندمدت؛

DEP: استهلاک در پایان سال مالی؛

ΔREV: تغییر در درآمد فروش؛

ΔREC: تغییر در حساب دریافتی؛

PPE: اموال، ماشینآلات و تجهیزات ناچالص؛  
A: ارزش دفتری دارایی‌ها؛  
E: میزان خطای مدل که نشان‌دهنده اقلام تعهدی غیراختیاری است.  
پس از محاسبه اقلام تعهدی غیراختیاری آن را به عنوان متغیر وابسته در رابطه (۴) به کار گرفته و با برآش مدل مدیریت سود سنجیده شده است.  
رابطه (۴)

$$DA_{it} = \left( \frac{T A_{it}}{A_{it-1}} \right) - NDA_{it}$$

که در این رابطه:

DA: اقلام تعهدی اختیاری که معرف رفتار واکنش رفتاری مدیریت است.  
NDA: اقلام تعهدی غیراختیاری یا خطای رابطه (۳).

### ۲-۳. متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل در مطالعه حاضر عبارت‌اند از تغییرات بدھی‌های جاری، وام جدید و ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدھی که نحوه سنجش هر کدام در ادامه ارائه شده است.

تغییرات بدھی‌های جاری (ChgSTDEBT): اولین متغیر مستقل تغییرات بدھی‌های جاری است. این متغیر به شرح رابطه (۵) سنجیده شده است.  
رابطه (۵)

$$ChgSTDEBT_{it} = \frac{STDEBT_{it} - STDEBT_{it-1}}{STDEBT_{it-1}}$$

که در این رابطه:

ChgSTDEBT: تغییرات بدھی‌های جاری؛  
STDEBT: بدھی‌های جاری.

وام جدید (NEWLOAN): دومین متغیر مستقل وام جدید است که متغیری مجازی است. چنانچه شرکت در دوره جاری وام جدید دریافت کرد، عدد یک اختصاص داده می‌شود و در غیر این صورت عدد صفر به این متغیر تعلق می‌گیرد.

ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدهی (INVGRADE): سومین متغیر مستقل ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدهی است که متغیری مجازی است. چنانچه شرکتی دارای رتبه BBB یا بالاتر باشد، به آن شرکت عدد یک اختصاص داده می‌شود و در غیر این صورت عدد صفر به این شرکت تعلق می‌گیرد. شرکت‌هایی با رتبه‌هایی پایین‌تر از درجه BBB به عنوان رتبه شرکت‌هایی با درجه ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدهی طبقه‌بندی می‌شوند. فیلدز و همکاران (۲۰۱۷) با استفاده از رتبه اعلام شده رتبه‌بندی شرکت S&P این متغیر را اندازه‌گیری کردند. در مواردی که رتبه‌بندی اعتباری وجود ندارد، رتبه تعديل شده به عنوان ابزاری برای ارزیابی کیفیت اعتباری انواع شرکت‌ها، اعم از سهامی عام، سهامی خاص، تولیدی، غیرتولیدی، آمریکایی و غیرآمریکایی و همچنین محاسبه ارزش نسبی اوراق بدهی آن‌ها توسط اعتباردهنده گان استفاده می‌شود (آلتن و هاچکیس<sup>۱</sup>، ۲۰۰۵). در مطالعه حاضر با استفاده از رتبه تعديل شده نهایی به کار رفته در پژوهش آلتن و هاچکیس (۲۰۰۵) مبنی بر امتیاز بازار نوظهور، این متغیر رتبه‌بندی خواهد شد. امتیاز بازار نوظهور به شرح رابطه (۶) اندازه‌گیری شده است.

رابطه (۶)

$$EMS = 3/25 + 6/56X_1 + 3/26X_2 + 6/72X_3 + 1/05X_4$$

که در این رابطه:

$X_1$ : نسبت سرمایه در گردش به مجموع دارایی‌ها؛

$X_2$ : نسبت سود ابانته به مجموع دارایی‌ها؛

$X_3$ : نسبت سود قبل از بهره و مالیات به مجموع دارایی‌ها؛

$X_4$ : ارزش دفتری مجموع حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری مجموع بدهی‌ها.

پس از محاسبه امتیاز نوظهور، رتبه اعتباری به شرح جدول (۱) محاسبه می‌شود.

---

1. Altman & Hotchkiss

### جدول ۱. امتیاز بازار نوظهور و رتبه‌های اعتباری

رتبه اعتباری	امتیاز بازار نوظهور	منطقه
AAA	۸/۱۵≤	منطقه سلامت مالی
AA+	۷/۶۰-۸/۱۵	
AA	۷/۳۰-۷/۶	
AA-	۷/۰۰-۷/۳	
A+	۶/۸۵-۷/۰۰	
A	۶/۶۰-۶/۸۵	
A-	۶/۴۰-۶/۶	
BBB+	۶/۲۵-۶/۴	
BBB	۵/۸۵-۶/۲۵	
BBB-	۵/۶۵-۵/۸۵	
BB+	۵/۲۵-۵/۶۵	منطقه تردید
BB	۴/۹۵-۵/۲۵	
BB-	۴/۷۵-۴/۹۵	
B+	۴/۵۰-۴/۷۵	
B	۴/۱۵-۴/۵	
B-	۳/۷۵-۴/۱۵	منطقه درماندگی
CCC+	۳/۲۰-۳/۷۵	
CCC	۲/۵-۳/۲۰	
CCC-	۱/۷۵-۲/۵	
D	≤۱/۷۵	

مأخذ: آلتمن و هاچکیس (۲۰۰۵)

مدل امتیاز بازار نوظهور نخست با استفاده از رویکردی ریسک کمی، وضعیت مالی شرکت را به صورت جامع و بنیادی به شرح رابطه (۶) مرور می‌کند. سپس بر اساس ارزیابی‌های به عمل آمده از ریسک‌های اعتباری خاص در بازارهای نوظهور، به یک رتبه تعدیل شده نهایی دست می‌یابد. در رابطه (۶) ابتدا امتیاز بازار نوظهور بر اساس سه فاكتور کلیدی از قرار آسیب‌پذیری شرکت در مقابل کاهش ارزش ناشی از نوسانات نرخ ارز، میزان امنیت اعتباری صنعت مربوطه و توان رقابتی شرکت در صنعت تعدیل می‌شود. بر این اساس پس از مشخص شدن امتیاز بازار نوظهور، رتبه معادل امتیاز نوظهور برای هر شرکت در سه مرحله به ترتیب زیر تعدیل می‌شود.

#### ۴. فرآیند تبدیل رتبه اعتباری بازار نوظهور به درجه سرمایه‌گذاری

##### ۴-۱. مرحله اول

تعدیل رتبه اعتباری بر اساس آسیب‌پذیری شرکت در مقابل کاهش ارزش ناشی از نوسانات نرخ ارز؛ در این مرحله رتبه اعتباری بر اساس آسیب‌پذیری شرکت در مقابل کاهش ارزش ناشی از نوسانات نرخ ارز و بروز مشکل در بازپرداخت بدهی‌های ارزی تعدیل می‌شود. آسیب‌پذیری با توجه به رابطه سود ارزی (درآمدهای ارزی منهای هزینه‌های ارزی) با هزینه بهره بدهی‌های ارزی و درآمدهای ارزی یا بدهی‌های ارزی ارزیابی می‌شود. در آخر نیز میزان نقدینگی موجود با حجم بدهی‌های کوتاه‌مدتی که در سال آینده سرسید می‌شوند، مقایسه می‌شود. اگر شرکت مورد نظر ضعیف بوده و آسیب‌پذیری بالایی داشته باشد، یعنی اگر درآمدهای ارزی نداشته باشد یا نسبت درآمدهای ارزی به بدهی‌های ارزی آن خیلی پایین باشد و یا حجم قابل ملاحظه‌ای بدهی‌های ارزی نزدیک به سرسید و نقدینگی اندکی داشته باشد، در این صورت رتبه اعتباری معادل آن به اندازه سه درجه تنزل پیدا می‌کند (مثلاً از BB+ به BB). اگر آسیب‌پذیری شرکت در وضعیت خنثی باشد، کاهش یک درجه‌ای در رتبه اعتباری معادل رخ می‌دهد (مثلاً از BB+ به BBB می‌رسد) و در صورتی که ریسک کاهش ارزش ناشی از نوسانات نرخ ارز برای شرکت ناچیز باشد، تغییری در رتبه اعتباری معادل ان ایجاد نمی‌شود.

##### ۴-۲. مرحله دوم

تعدیل رتبه اعتباری بر اساس صنعت؛ در این مرحله رتبه اعتباری با میانگین رتبه امنیت اعتباری صنعت در جدول (۲) مقایسه می‌شود. به ازای اختلاف یک تا سه درجه‌ای بین دو رتبه مذکور، رتبه اعتباری تعدیل شده در مرحله اول به اندازه یک درجه تغییر می‌کند (به عنوان مثال اگر رتبه اعتباری BBB و رتبه صنعت–BBB، BB+ یا BB باشد، در این صورت رتبه اعتباری محاسبه شده در مرحله اول به اندازه یک درجه تعدیل منفی می‌یابد). اگر اختلاف بیش از سه و کمتر از شش درجه باشد، یک تعدیل دو درجه‌ای در رتبه اعتباری معادل محاسبه شده در مرحله اول رخ می‌دهد. در صورت وجود اختلاف شش درجه‌ای و بیشتر، رتبه مزبور به اندازه سه درجه تعدیل (مبت و منفی) می‌شود. به این ترتیب محیط صنعت کشور نوظهور مورد بررسی در تحلیل کیفیت اعتباری شرکت لحاظ می‌شود.

## جدول ۲. میانگین رتبه امنیت اعتباری صنعت

میانگین رتبه امنیت اعتباری	صنعت	میانگین رتبه امنیت اعتباری	صنعت
A-	انرژی	A+	مخابرات
BBB	محصولات کاغذی	A+	سرمایه‌گذاری‌ها
BBB	بیمه و بازنیستگی	A+	استخراج نفت و گاز
BBB	رایانه	A+	دستگاه‌های برقی
BB+	وسایل ارتباطی	A	حمل و نقل
BB+	قطعات خودرو	A	مواد غذایی
BB+	منسوجات	A	قند و شکر
BB	هتل و رستوران	A	محصولات دارویی
BB	انبوه‌سازی	A-	بانک‌ها
BB	سیمان	A-	چندرشته‌ای صنعتی
BB	کانه‌های فلزی	A-	لیزینگ
BB	کانه‌های غیرفلزی	A-	خودرو
BB	کاشی و سرامیک	A-	محصولات شیمیایی
B+	فلزات اساسی	A-	فرآورده‌های نفتی

مأخذ: آلتمن و هاچکیس (۲۰۰۵)

## ۴-۳. مرحله سوم

تعدیل رتبه اعتباری بر اساس توان رقابتی: در این مرحله به توان رقابتی شرکت توجه شده و بسته به پاسخ این سؤال که آیا شرکت در صنعت خود غالب و برجسته است یا از نظر اندازه، نفوذ سیاسی و کیفیت مدیریت یک قدرت داخلی محسوب می‌شود یا خیر، رتبه اعتباری مرحله دوم یک درجه تغییر می‌کند. همچنین ممکن است توان رقابتی شرکت ختی باشد که در این صورت تغییری در رتبه اعتباری آن اعمال نمی‌شود.

پس از سپری کردن فرآیند فوق، رتبه اعتباری تعدیل شده نهایی به دست آمده و به عنوان متغیر مستقل سوم پژوهش در مدل آزمون فرضیه‌ها به کار گرفته می‌شود.

## متغیرهای تعدیل گر

متغیرهای تعدیل گر در مطالعه حاضر به سه متغیر هم‌کنشی وام جدید و تغییرات بدھی‌های جاری، هم‌کنشی ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدھی و تغییرات بدھی‌های

جاری و هم‌کنشی ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدهی و وام جدید تقسیم شده که نحوه سنجش هر کدام به شرح زیر است.

هم‌کنشی وام جدید و تغییرات بدهی‌های جاری (NEWLOAN×ChgSTDEBT): هم‌کنشی وام جدید و تغییرات بدهی‌های جاری با استفاده از تعامل این دو متغیر که حاصل ضرب متغیر وام جدید و تغییرات بدهی‌های جاری است، به دست می‌آید.

هم‌کنشی ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدهی و تغییرات بدهی‌های جاری (INVGRADE×ChgSTDEBT): هم‌کنشی ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدهی و تغییرات بدهی‌های جاری با استفاده از تعامل این دو متغیر که حاصل ضرب متغیر ریسک اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدهی و تغییرات بدهی‌های جاری است، به دست می‌آید.

هم‌کنشی ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدهی و وام جدید (INVGRADE×NEWLOAN): هم‌کنشی ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدهی و وام جدید با استفاده از تعامل این دو متغیر که حاصل ضرب متغیر ریسک اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدهی و وام جدید است، به دست می‌آید.

### متغیرهای کنترلی

متغیرهایی که بر ارتباط بین بازپرداخت بدهی و واکنش رفتاری مدیریت در گزارش سود متأثراند، به شرح زیر است.

بازده دارایی‌ها (ROA): بازده دارایی‌ها از تقسیم سود خالص بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید. جریان نقد عملیاتی (CFO): جریان نقد عملیاتی از تقسیم جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

انحراف معیار جریان نقد عملیاتی (CFOVOL): انحراف معیار جریان نقد عملیاتی از انحراف معیار سه سال گذشته جریان نقد عملیاتی به دست می‌آید و با تقسیم بر جمع دارایی‌ها همگن می‌شود.

انحراف معیار فروش (SALESVOL): انحراف معیار فروش از انحراف معیار سه سال گذشته فروش به دست می‌آید و با تقسیم بر جمع دارایی‌ها همگن می‌شود. رشد فروش (SALESGROWTH): میانگین رشد فروش در سه سال گذشته.

**بدهی کوتاهمدت (STDEBT):** نسبت بدهی کوتاهمدت از تقسیم بدهی های کوتاهمدت به کل دارایی ها به دست می آید.

**بدهی بلندمدت (LTDEBT):** نسبت بدهی بلندمدت از تقسیم بدهی های بلندمدت به کل دارایی ها به دست می آید.

**ارزش اموال، دارایی ها و تجهیزات (PPE):** دارایی های ثابت مشهود (اموال و تجهیزات) که با استفاده از جمع دارایی ها همگن می شود.

**اندازه شرکت (SIZE):** اندازه شرکت با استفاده از لگاریتم جمع کل دارایی ها سنجیده می شود.

**بحران مالی (Z-score):** بحران مالی به پیروی از پژوهش به شرح رابطه (۷) به دست می آید.

رابطه (۷)

#### *Altman Z\_Score*

$$\begin{aligned} &= Compustat \left( 1/2 \times \left( \frac{ACT - LCT}{AT} \right) + .4 \times \left( \frac{RE}{AT} \right) + 3/3 \right. \\ &\quad \times \left( \frac{PI + XINT}{AT} \right) + 0/6 \times \left( \frac{PRCC_F * CSHO}{DLTT + DLC} \right) + 1 \times \left( \frac{SALE}{AT} \right) \end{aligned}$$

**نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (LogMTB):** لگاریتم نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام شرکت.

**بازده سهام (RETADJ):** میانگین بازده سهام در پنج سال گذشته.

**انحراف معیار بازده سهام (RETVOL):** انحراف معیار بازده سهام در پنج سال گذشته.

**تعداد اعضای هیئت مدیره (BOARDSIZE):** تعداد اعضای هیئت مدیره با استفاده از لگاریتم تعداد اعضای هیئت مدیره سنجیده می شود.

**مالکان نهادی (INSTOWN):** مالکان نهادی با استفاده از درصد سهام این نوع مالکان سنجیده می شود.

**استقلال هیئت مدیره (INDDIR):** استقلال هیئت مدیره با استفاده از درصد مدیران مستقل در ترکیب هیئت مدیره سنجیده می شود.

**نوع حسابرس (TYPE):** نوع حسابرس یک متغیر مجازی است. در صورتی که حسابرس شرکت سازمان حسابرسی باشد، به این متغیر عدد یک اختصاص داده می شود و در صورتی که حسابرس شرکت از مؤسسات حسابرسی باشد، عدد صفر تعلق می گیرد.

## ۵. جامعه آماری، روش نمونه‌گیری و حجم نمونه

جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره مالی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۷ است. ولی با توجه به اینکه برای سنجش انحراف معیار بازده سهام نیاز به اطلاعات ۳ سال گذشته آن است، اطلاعات جهت گردآوری داده‌ها از سال ۱۳۸۵ جمع‌آوری می‌شوند. ولی مبنای برازش الگوی ریاضی و رگرسیونی پژوهش بازه زمانی ۱۳۹۷-۱۳۸۸ است. روش نمونه‌گیری با استفاده از روش حذف نظاممند انجام شده است. به بیان دیگر، نمونه شامل شرکت‌هایی است که از شرایط زیر برخوردار باشند:

۱. دوره زمانی ۱۰ سال و بین سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۳۸۸ است؛

۲. به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها متنه‌ی به پایان اسفندماه باشد؛

۳. اطلاعات مربوط به شرکت‌ها در دسترس باشد؛

۴. عضو شرکت‌های واسطه‌گری مالی، هلدینگک‌ها (شرکت‌های مادر) و بانک‌ها باشند؛

۵. وقفه معاملاتی سه‌ماهه نداشته باشند.

بر این اساس نمونه آماری ۱۶۳ شرکت فعال از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

## ۶. روش و ابزار گردآوری داده‌ها

جهت گردآوری اطلاعات در خصوص بررسی ادبیات موضوع پژوهش از روش کتابخانه‌ای و مطالعات اسنادی استفاده شده است و برای دستیابی به اطلاعات مورد نیاز برای پردازش فرضیه‌های پژوهش از سالنامه‌های انتشارات سازمان بورس اوراق بهادار تهران و گزارش‌های سالنامه و اطلاعات موجود در نرم‌افزار ره‌آورد نوین و دیگر نرم‌افزارهای مربوطه و بررسی صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با مراجعه به کتابخانه سازمان بورس محقق شده است. ابزار گردآوری اطلاعات در این پژوهش بانک‌های اطلاعاتی ره‌آورد نوین و اطلاعات استخراج شده از بورس اوراق بهادار و سایت کдал و پایان‌نامه‌ها و مقالات خارجی و داخلی و منابع اینترنتی معتبر است. داده‌های مستخرج شده از صورت‌های مالی حسابرسی شده و ارائه شده به بورس و سایت کdal در نرم‌افزار اکسل طبقه‌بندی شده و سپس داده‌ای طبقه‌بندی شده در نرم‌افزار ایوبوز وارد شده و نهایتاً در ادامه به تجزیه و تحلیل یافته‌ها پرداخته شده است.

## ۷. یافته‌های پژوهش

یافته‌های پژوهش در قالب آمار توصیفی و آمار استنباطی در ادامه بیان شده است.

### ۷-۱. آمار توصیفی

آمار توصیفی، شاخص‌های مرکزی و پراکنده‌گی متغیرهای اصلی مورد بررسی برای ۱۶۳ شرکت عضو نمونه آماری را در جدول (۳) نشان می‌دهد.

جدول ۳. توصیف یافته‌ها

متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
واکنش رفتاری مدیریت	۴/۳۶	۲/۷۹	۸/۳۵	۰	۵/۶۴
تغییرات بدھی‌های جاری	۰/۱۸	۰/۱	۰/۸۵	۰	۰/۲
وام جدید	۰/۵۳	۰/۵۲	۱	۰/۵۲	۰/۵۱
ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدھی	۹/۵۲	۹/۸۳	۱۱/۸۴	۱/۱۱	۸/۹۴

مأخذ: یافته‌های پژوهش

شواهد در توصیف یافته‌ها نشان می‌دهد که مدیران ۴۳ درصد از مشاهده‌ها (شرکت-سال) رفتار فرصت‌طلبانه از خود نشان می‌دهند. ۱۸ درصد از مشاهده‌ها با افزایش در بدھی‌های جاری مواجه بوده و ۵۳ درصد طی سال مالی وام اتخاذ کرده‌اند. میانگین رتبه اعتباری شرکت‌ها ۹/۵ است. بیشینه ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدھی مربوط به شرکت صنعتی بهشهر در سال ۱۳۹۲ با رتبه AAA و کمینه ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدھی مربوط به شرکت نوسازی و ساختمان تهران در سال ۱۳۹۱ با رتبه D است.

### ۷-۲. آمار استنباطی

در بخش آمار استنباطی نخست مفروضات مدل رگرسیونی و سپس مدل‌های رگرسیونی برازش شده است.

#### ۷-۲-۱. فرض کلاسیک رگرسیون

برای تعزیز و تحلیل داده‌های مدل نیاز است قبل از برازش، فرض کلاسیک مدل آزمون شود. یکی از فروض کلاسیک آماری همسانی واریانس باقیمانده‌ها است که از فرضیه‌های اساسی هر

رابطه محسوب می‌شود. دیگر فروض اصلی کلاسیک خودهمبستگی است. همچنین لازم است آزمون‌های آماری برای تبیین نوع داده‌ها انجام گیرد تا مشخص شود که داده‌ها به صورت تابلویی یا تلفیقی است و در صورتی که نوع داده‌ها تابلویی تشخیص داده شود، باید نوع اثرات آن مشخص شود. برای بررسی فرض ناهمسانی واریانس از آزمون وايت؛ برای بررسی خودهمبستگی از آزمون بروش پاگان؛ برای بررسی انتخاب نوع داده‌ها از آزمون F لیمر و برای بررسی اثرات داده‌ها از آزمون هاسمن استفاده شده است که نتایج در جدول (۴) ارائه شده است.

نتایج مندرج در جدول (۴) برای آزمون همسانی واریانس نشان می‌دهد که سطح معناداری آزمون از سطح خطای ۵ درصد بیشتر است که نشان از همسانی واریانس دارد. درنتیجه روش تخمین این مدل به صورت رگرسیون حداقل مربعات معمولی است. همچنین نتایج برای آزمون خودهمبستگی نشان می‌دهد که سطح معناداری آزمون از سطح خطای ۵ درصد بیشتر است که نشان از عدم وجود خودهمبستگی است. در ارتباط با نوع تخمین داده‌ها، نتایج آزمون F لیمر که کمتر از سطح خطای ۵ درصد است که بر مبنای نتایج، فرض صفر آزمون مبنی بر تلفیقی بودن داده‌ها رد شده و داده‌ها به صورت تابلویی برآذش شد. پس با توجه به آزمون F لیمر، لازم است آزمون هاسمن برای تعیین نوع داده‌های تابلویی انجام گیرد. همان‌طور که در جدول (۴) مشاهده می‌شود نتیجه آزمون هاسمن نشان می‌دهد که سطح معناداری آزمون هاسمن از سطح خطای ۵ درصد کمتر است؛ بنابراین مدل بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثراً ثابت برآذش شده است. در ادامه با در نظر گرفتن نتایج پیش‌آزمون‌های آماری به تخمین مدل‌های پژوهش پرداخته شده است. سطح معناداری F پیشر برآذش مدل که نشان از توان توضیح دهنگی مدل است، کمتر از ۱ درصد که می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۹ درصد مدل معنادار و دارای اعتبار است.

#### جدول ۴. نتایج مربوط به تخمین مدل پژوهش

متغیرها	ضریب	استاندارد	انحراف آماره t	سطح معناداری
تغییرات بدھی‌های جاری	-۰/۰۰۹	۰/۰۴	-۲/۱۹	۰/۰۰۸
وام جدید	۰/۰۰۳	۰/۰۵	۲/۷۹	۰/۰۰۵۷
ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدھی	-۰/۰۰۵	۰/۰۰۲	-۲/۳۹	۰/۰۱۶۷

۳۱ واکنش رفتاری مدیریت نسبت به فشار بازپرداخت تأمین مالی

ادامه جدول ۴. نتایج مربوط به تخمین مدل پژوهش

متغیرها	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معناداری
هم کنشی وام جدید و تغیرات بدھی های جاری	-۰/۲۸	۰/۱۰۹	-۲/۶۳	۰/۰۰۸۵
هم کنشی ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدھی و تغیرات بدھی های جاری	-۰/۱۴	۰/۰۵	-۲/۶۳	۰/۰۰۸۷
هم کنشی ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدھی و وام جدید	-۰/۰۱	۰/۰۲	-۰/۵۸	۰/۵۶۰۹
بازده دارایی ها	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۸	-۰/۲۷	۰/۷۷۹۷
جریان نقد عملیاتی	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۷	-۰/۲۱	۰/۸۲۶۲
انحراف معیار جریان نقد عملیاتی	۰/۰۰۴	۰/۰۰۳	۱/۲۵	۰/۲۱۱۳
انحراف معیار فروش	۰/۰۲۳	۰/۰۲۲	۱/۰۳	۰/۳۰۱۲
رشد فروش	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۳	۰/۱۴۶	۰/۸۸۳۸
نسبت بدھی کوتاهمدت	۰/۱۱۴	۰/۰۲	۴/۴۳	۰/۰۰۰
نسبت بدھی بلندمدت	۲/۱۸۸	۱/۱۲۸	۱/۹۴۰	۰/۰۰۸
ارزش اموال و دارایی های ثابت مشهود	۰/۰۴۶	۰/۰۱۷	۲/۷۰۱	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۳/۶۱۹	۱/۲۰۲	۳/۰۱۱	۰/۰۰۰
بحران مالی	-۰/۲۴۲	۰/۰۴۲	-۵/۶۵۴	۰/۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۲۴۵	۰/۰۴۳	۵/۶۹۸	۰/۰۰۰
میانگین بازده ماهانه سهام تعديل شده	۰/۰۸۵	۰/۱۶۲	۰/۵۲۵	۰/۶۰۱
انحراف معیار بازده ماهانه سهام تعديل شده	-۰/۰۰۹	۰/۰۵۵	-۰/۱۶۷	۰/۸۶۷
اندازه هیئت مدیره	-۰/۷۱۸	۰/۵۳۴	-۱/۳۴۴	۰/۱۸۲۹
مالکان نهادی	۰/۰۰۴	۰/۰۰۰۱	۳/۹۴	۰/۰۰۰۱
درصد مدیران مستقل در ترکیب هیئت مدیره	۰/۰۰۶	۰/۰۰۱	۶/۱۳	۰/۰۰۰۰
نوع حسابرس	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۴	۲/۶۳	۰/۰۰۸۶
ضریب ثابت	-۰/۶۱	۰/۶۷	-۰/۹۰۴	۰/۳۶۶۲
F آماره	-	-	۲/۹۱	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۳۸	-	-	-
آماره دوربین واتسون	-	-	۲/۳۱	-
همسانی واریانس	-	-	۰/۳۵	۰/۹۷۲۵
خودهستگی	-	-	۱/۶۸	۰/۱۲۱۱
نوع داده ها	-	-	۴/۶۶	۰/۰۰۰۰
اثرات داده ها	-	-	۳۷/۸۸	۰/۰۰۰۰

مأخذ: یافته های پژوهش

فرضیه اول پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا بدهی‌های جاری بر رفتار مدیریت در گزارش سود تأثیر منفی و معنادار دارد یا خیر. جهت بررسی فرضیه اول پژوهش هدف نبود رابطه معکوس و معنادار بین بدهی‌های جاری و رفتار مدیریت در گزارش سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان فرضیه صفر انتخاب و وجود آن (عکس فرضیه صفر) به عنوان فرضیه مقابل در نظر گرفته شد. همان‌طور که در جدول (۲) مشاهده می‌شود، سطح معناداری بدهی‌های جاری برابر با  $۰/۰۰۸$  است که کمتر از سطح خطای  $۵$  درصد است و از این رو می‌توان نتیجه گرفت که بدهی‌های جاری بر رفتار مدیریت در گزارش سود تأثیر معنادار دارد. ضریب متغیر بدهی‌های جاری برابر با  $-۰/۰۰۹$  است که نشان‌دهنده تأثیر منفی بدهی‌های جاری بر رفتار مدیریت در گزارش سود است. درنتیجه فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود.

فرضیه دوم پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا تأمین مالی بدهی از طریق وام بر رفتار مدیریت در گزارش سود تأثیر مثبت و معنادار دارد یا خیر. جهت بررسی فرضیه دوم پژوهش هدف نبود رابطه مستقیم و معنادار بین تأمین مالی بدهی از طریق وام و رفتار مدیریت در گزارش سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان فرضیه صفر انتخاب و وجود آن (عکس فرضیه صفر) به عنوان فرضیه مقابل در نظر گرفته شد. همان‌طور که در جدول (۲) مشاهده می‌شود، سطح معناداری تأمین مالی بدهی از طریق وام برابر با  $۰/۰۰۵۷$  است که کمتر از سطح خطای  $۵$  درصد است و از این رو می‌توان نتیجه گرفت که تأمین مالی بدهی از طریق وام بر رفتار مدیریت در گزارش سود تأثیر معنادار دارد. ضریب متغیر تأمین مالی بدهی از طریق وام برابر با  $۳$  درصد است که نشان‌دهنده تأثیر مثبت تأمین مالی بدهی از طریق وام بر رفتار مدیریت در گزارش سود است. درنتیجه فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود.

فرضیه سوم پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدهی بر رفتار مدیریت در گزارش سود تأثیر منفی و معنادار دارد یا خیر. جهت بررسی فرضیه سوم پژوهش هدف نبود رابطه معکوس و معنادار بین ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدهی و رفتار مدیریت در گزارش سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان فرضیه صفر انتخاب و وجود آن (عکس فرضیه صفر) به عنوان فرضیه مقابل در نظر گرفته شد. همان‌طور که در جدول (۲) مشاهده می‌شود، سطح

معناداری ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدهی برابر با  $0/0167$  است که کمتر از سطح خطای  $5$  درصد است و از این رو می‌توان نتیجه گرفت که ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدهی بر رفتار مدیریت در گزارش سود تأثیر معنادار دارد. ضریب متغیر ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدهی برابر با  $0/005$  است که نشان‌دهنده تأثیر منفی ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدهی بر رفتار مدیریت در گزارش سود است. درنتیجه فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود.

فرضیه چهارم پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا ارتباط بدهی‌های جاری و رفتار مدیریت در گزارش سود با وجود تأمین مالی بدهی از طریق وام، قوی‌تر می‌شود یا خیر. جهت بررسی فرضیه چهارم پژوهش هدف نبود رابطه معکوس و شدیدتر (نسبت به فرضیه اول) و معنادار بین هم‌کنشی وام جدید و تغییرات بدهی‌های جاری و رفتار مدیریت در گزارش سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان فرضیه صفر انتخاب و وجود آن (عکس فرضیه صفر) به عنوان فرضیه مقابل در نظر گرفته شد. همان‌طور که در جدول  $(2)$  مشاهده می‌شود، سطح معناداری هم‌کنشی وام جدید و تغییرات بدهی‌های جاری برابر با  $0/0085$  است که کمتر از سطح خطای  $5$  درصد است و از این رو می‌توان نتیجه گرفت که هم‌کنشی وام جدید و تغییرات بدهی‌های جاری بر رفتار مدیریت در گزارش سود تأثیر معنادار دارد. ضریب متغیر هم‌کنشی وام جدید و تغییرات بدهی‌های جاری برابر با  $0/28$  است که نشان‌دهنده ارتباط قوی‌تر بدهی‌های جاری و رفتار مدیریت در گزارش سود با وجود تأمین مالی بدهی از طریق وام نسبت به ارتباط بدهی‌های جاری بر رفتار مدیریت در گزارش سود است. ضریب بدهی‌های جاری در فرضیه اول  $-0/009$  و ضریب هم‌کنشی وام جدید و تغییرات بدهی‌های جاری برابر با  $-0/28$  است. درنتیجه ارتباط بدهی‌های جاری و رفتار مدیریت در گزارش سود با وجود تأمین مالی بدهی از طریق وام، قوی‌تر می‌شود و فرضیه چهارم پژوهش تأیید می‌شود.

فرضیه پنجم پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا ارتباط بدهی‌های جاری و رفتار مدیریت در گزارش سود با وجود ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدهی، قوی‌تر می‌شود یا خیر. جهت بررسی فرضیه پنجم پژوهش هدف نبود رابطه معکوس و

شدیدتر (نسبت به فرضیه اول) و معنادار بین هم کنشی ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدھی و تغییرات بدھی‌های جاری و رفتار مدیریت در گزارش سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان فرضیه صفر انتخاب وجود آن (عکس فرضیه صفر) به عنوان فرضیه مقابله در نظر گرفته شد. همان‌طور که در جدول (۲) مشاهده می‌شود، سطح معناداری هم کنشی ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدھی و تغییرات بدھی‌های جاری برابر با  $0.0087$  است که کمتر از سطح خطای  $5$  درصد است و از این رو می‌توان نتیجه گرفت که هم کنشی ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدھی و تغییرات بدھی‌های جاری بر رفتار مدیریت در گزارش سود تأثیر معنادار دارد. ضریب متغیر هم کنشی ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدھی و تغییرات بدھی‌های جاری برابر با  $0.014$  است که نشان‌دهنده ارتباط قوی‌تر بدھی‌های جاری و رفتار مدیریت در گزارش سود با وجود تأمین مالی بدھی از طریق وام نسبت به ارتباط بدھی‌های جاری بر رفتار مدیریت در گزارش سود است. ضریب بدھی‌های جاری در فرضیه اول  $-0.009$  و ضریب هم کنشی ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدھی و تغییرات بدھی‌های جاری برابر با  $-0.014$  است. درنتیجه ارتباط بدھی‌های جاری و رفتار مدیریت در گزارش سود با وجود ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدھی، قوی‌تر می‌شود و فرضیه پنجم پژوهش تأیید می‌شود.

فرضیه ششم پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا ارتباط بدھی‌های جاری و رفتار مدیریت در گزارش سود با وجود ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و دریافت وام در آن سال، رفتار مدیریت در گزارش سود، تضعیف می‌شود یا خیر. جهت بررسی فرضیه ششم پژوهش هدف نبود رابطه معکوس و ضعیف‌تر (نسبت به فرضیه اول) و معنادار بین هم کنشی ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدھی و وام جدید و رفتار مدیریت در گزارش سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان فرضیه صفر انتخاب وجود آن (عکس فرضیه صفر) به عنوان فرضیه مقابله در نظر گرفته شد. همان‌طور که در جدول (۲) مشاهده می‌شود، سطح معناداری هم کنشی ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدھی و وام جدید برابر با  $0.0087$  است که کمتر از سطح خطای  $0.005$  است و

از این رو می‌توان نتیجه گرفت که هم‌کنشی ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدھی و وام جدید بر رفتار مدیریت در گزارش سود تأثیر معنادار دارد. ضریب متغیر هم‌کنشی ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدھی و وام جدید برابر با ۰/۱۴ است که نشان‌دهنده ارتباط ضعیف‌تر بدھی‌های جاری و رفتار مدیریت در گزارش سود با وجود ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدھی و دریافت وام در آن سال بر رفتار مدیریت در گزارش سود است. ضریب بدھی‌های جاری در فرضیه اول ۰/۰۰۹ و هم‌کنشی ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدھی و وام جدید برابر با ۰/۱۴ است. درنتیجه با وجود ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدھی و دریافت وام در آن سال، رفتار مدیریت در گزارش سود، تضعیف می‌شود و فرضیه پنجم پژوهش تأیید می‌شود.

## ۸. بحث و نتیجه‌گیری

محیط در حال رشد و بسیار رقابتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران آن‌ها را وادار می‌سازد که برای ادامه حیات با عوامل متعددی در سطح ملی و بین‌المللی رقابت کنند و فعالیت‌های خود را از طریق سرمایه‌گذاری‌های جدید گسترش دهند. شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران برای سرمایه‌گذاری به منابع مالی نیاز دارند، اما آنچه در این بین اهمیت دارد، مفهوم انعطاف‌پذیری مالی است. به عبارت دیگر، تصمیم‌های امروز مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران نباید به گونه‌ای باشد که تأمین مالی آینده و یا فرصت‌های رشد و پیشرفت آن را به خطر اندازد. عدم توجه به این مفهوم در تصمیم‌های تأمین مالی، وضعیت پرمخاطره‌ای را برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران به وجود خواهد آورد؛ زیرا اگر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران در موقع نیاز نتوانند منابع لازم را از بازار مالی تأمین کند، معجور به چشم‌پوشی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب خواهد شد.

بنابراین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران، عموماً از دو جنبه نگران وضعیت اعتباری خود هستند. اول اینکه، مبادا در پرداخت اصل و فرع بدھی‌های ایشان ناتوان و با بحران مالی روبرو شوند. دوم اینکه، مبادا تصمیم‌های اعتباری امروز شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران، انعطاف‌پذیری مالی فردای آن را با خطر مواجه کند و مدیران به ناچار و علی‌رغم میل

باطنی واکنش‌های رفتاری بد مالی از خود نشان دهند. بحث مربوط به وضعیت اعتباری، نه تنها برای واکنش رفشاری که برای سایر ذی‌نفعان آن‌ها، از جمله بستانکاران و سرمایه‌گذاران فعلی نیز باهمیت است. به علاوه، اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران بالقوه از وضعیت اعتباری واکنش رفتاری غافل نخواهند شد. پس بازار سرمایه همواره به اطلاعاتی مناسب و خلاصه شده نیاز دارد تا وضعیت اعتباری واکنش رفشاری را تشريح و رفتاری مدیریت را زیر ذره‌بین قرار دهد. چنین اطلاعاتی را می‌توان از طریق رتبه‌بندی اعتباری استخراج کرد. تعیین رتبه اعتباری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند تخصیص بهینه سرمایه و نیز انتخاب آگاهانه توسط سرمایه‌گذاران را به دنبال داشته باشد. بر این اساس پژوهش حاضر با هدف بررسی واکنش رفتاری مدیریت نسبت به فشار بازپرداخت تأمین مالی بیانگر نقش مؤثر و تعیین کننده بدھی با تأکید بر تعیین رتبه اعتباری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در شرایطی که میزان اعتبارات شرکت پاسخگوی تعهدات نباشد و امکان ورشکستگی وجود داشته باشد، تحت این شرایط مدیران برای اجتناب از عدم ایفای تعهدات به قراردادهای بدھی و وام‌دهی اقدام به دست‌کاری اقلام تعهدی می‌کنند. موارد فوق در اصطلاح نظریه درماندگی مالی نامیده می‌شود. با توجه به نظریه درماندگی مالی و طبق مبانی نظری مطرح شده وجود ارتباط معنادار بین فشار بازپرداخت تأمین مالی و رفتار مدیریت در گزارش سود منطقی به نظر می‌رسد. سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایرین با نقش‌های ناظرتی خود بر استقرارض کنندگان باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شوند. پیشنهاد تئوری، مبانی نظری و پژوهش‌های تجربی صورت پذیرفته بر این است که ساختار سرسید بدھی‌های کوتاه‌مدت نسبت به ساختار سرسید بدھی‌های بلندمدت امکان انجام رفتارهای فرصت طلبانه بیشتری را برای مدیران بیشتر فراهم می‌کنند. منظور از رفتار فرصت طلبانه دستکاری سود توسط مدیریت از طریق اقلام تعهدی است. مدیریت سود پدیده‌ای جهانی در راستای گزارشگری مالی شرکت‌ها و یا گزارش اطلاعات مرتبط با رفتار مدیریت در گزارش سود است. هدف مدیریت سود نشان دادن عملکرد شرکت مطابق با انتظارات سهامداران یا مطابق با الزام‌های اخذ مجوز مربوطه از قانون گذاران است. مدیریت سود در ارزیابی سلامت مالی شرکت‌ها مؤثر است. در سال‌های اخیر به دنبال ورشکستگی شرکت‌های بزرگ دنیا مانند انرون و ورلدکام، پژوهشگران مالی با تحلیل رویدادهای مرتبط با ورشکستگی این شرکت‌ها به این نکته پی برده‌اند.

که دلیل اصلی این وقایع هموارسازی و به عبارتی مدیریت سود است که افزون بر ورشکستگی شرکت‌ها باعث ایجاد بدینی نسبت به حرفه حسابداری و حسابرسی شده است.

یافته‌های حاصل از فرضیه اول پژوهش بیان می‌کند که بدنه‌های جاری بر رفتار مدیریت در گزارش سود تأثیر منفی و معنادار دارد و با توجه به تئوری نمایندگی مدیرانی که بدنه‌های با ساختار سرسید کوتاه‌مدت را انتخاب می‌کنند، خود و شرکت‌هایشان را بیشتر از کسانی که بدنه‌های بلندمدت را انتخاب می‌کنند، در معرض نظارت قرار می‌دهند. درنتیجه شرکت‌هایی که بدنه‌های کوتاه‌مدت را انتخاب می‌کنند، بیشتر احتمال دارد تا با کاهش هزینه‌های سازمان در ارتباط باشند و به عنوان یک نتیجه‌گیری، این شرکت‌ها تمایل کمتری برای درگیر شدن با مدیریت سود را دارند. نتیجه آزمون فرضیه اول با پژوهش فیلدز و همکاران (۲۰۱۷) همخوانی دارد.

یافته‌های حاصل از فرضیه دوم پژوهش بیان می‌کند که تأمین مالی بدنه از طریق وام بر رفتار مدیریت در گزارش سود تأثیر مثبت و معنادار دارد و منطبق بر فرضیه موازن و نظریه درماندگی مالی، امکان انجام رفتارهای فرصت‌طلبانه توسط مدیران هنگامی که از تأمین مالی بدنه از طریق وام استفاده می‌کنند، بیشتر وجود دارد. نتیجه آزمون فرضیه دوم با پژوهش فیلدز و همکاران (۲۰۱۷) همخوانی دارد.

یافته‌های حاصل از فرضیه سوم پژوهش بیان می‌کند که ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدنه بر رفتار مدیریت در گزارش تأثیر منفی و معنادار دارد. مطابق با فرضیه علامت‌دهی شرکت‌هایی که احتمال پرداخت به موقع تعهدات مالی ناشر را ندارند و سطح پایینی از رتبه‌بندی اعتباری دارند و احتمال مدیریت سود در آن شرکت‌ها بالا است. به بیان دیگر هنگامی شرکت‌هایی که ریسک اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصل بدنه آن‌ها پایین است، رفتار بد مدیریتی در گزارش‌های خود ارائه نمی‌کنند. نتیجه آزمون فرضیه سوم با پژوهش فیلدز و همکاران (۲۰۱۷) همخوانی دارد.

یافته‌های حاصل از فرضیه چهارم پژوهش بیان می‌کند که ارتباط بدنه‌های جاری و رفتار مدیریت در گزارش سود با وجود تأمین مالی بدنه از طریق وام، قوی‌تر می‌شود. مطابق با فرضیه علامت‌دهی شرکت‌هایی که از وام‌های بلندمدت به عنوان یکی از گزینه‌های تأمین مالی در کنار وام‌های کوتاه‌مدت یا سایر بدنه‌های کوتاه‌مدت استفاده می‌کنند، رفتار مدیریت در گزارش سود

این شرکت‌ها، فرصت طلبانه است. نتیجه آزمون فرضیه چهارم با پژوهش فیلدز و همکاران (۲۰۱۷) همخوانی دارد.

یافته‌های حاصل از فرضیه پنجم پژوهش بیان می‌کند که ارتباط بدھی‌های جاری و رفتار مدیریت در گزارش سود با وجود ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدھی، قوی‌تر می‌شود. مطابق با نظریه‌های مرتبه با عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌هایی که ریسک اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدھی آن‌ها پایین است، بدھی‌های جاری بر رفتار مدیریت در گزارش سود تأثیر شدیدتر و منفی‌تری از خود نشان می‌دهند. به بیان دیگر اوراق با رتبه اعتباری بالا یا ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدھی، ارزش بیشتری در بازار دارد و شرکت دارنده این اوراق، هزینه تأمین مالی پایین‌تری خواهد داشت. درنتیجه رفتار مدیران چنین شرکت‌هایی فرصت طلبانه نیست. نتیجه آزمون فرضیه پنجم با پژوهش فیلدز و همکاران (۲۰۱۷) همخوانی دارد.

یافته‌های حاصل از فرضیه ششم پژوهش بیان می‌کند که با وجود به ریسک پایین اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدھی و دریافت وام در آن سال، رفتار مدیریت در گزارش سود تضعیف می‌شود. مطابق با فرضیه موازنۀ تأمین مالی بدھی از طریق وام بر رفتار مدیریت در گزارش سود تأثیر مثبت دارد. دال بر تأیید فرضیه موازنۀ تأمین مالی بدھی از طریق سرسید بیان می‌کند که حتی اگر شرکت‌هایی ریسک اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدھی آن‌ها پایین باشد، باز هم تأمین مالی بدھی از طریق وام بر رفتار مدیریت در گزارش سود تأثیر مثبت دارد. نتیجه آزمون فرضیه ششم با پژوهش فیلدز و همکاران (۲۰۱۷) همخوانی دارد.

از جمله پیشنهادهای کاربردی این است که تأمین مالی بدھی از طریق وام تأثیری مثبت بر رفتار مدیریت در گزارش سود و شاخص مدیریت سود دارد. به بیان دیگر، چنانچه تأمین مالی بدھی از طریق وام افزایش یابد و نسبت بدھی‌های بلندمدت به کل بدھی‌ها بالا برود، در آن صورت مدیران تلاش خواهند کرد تا از طریق روش‌های مدیریت سود این نسبت را کاهش دهند؛ بنابراین به سازمان بورس اوراق بهادر پیشنهاد می‌شود که نظارت بیشتری را در راستای نسبت و سرسید بدھی‌ها اعمال کند.

همچنین پیشنهاد می‌شود قانون گذاران و تدوین کنندگان استانداردهای حسابداری الزام‌های جدید را برای نحوه و میزان افشاء اطلاعات ریسک اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدھی وضع کنند. عدم فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در بازار مالی ایران، می‌تواند شاخصی برای الزام و نظارت بیشتر جهت افشاء اطلاعات در گزارش‌های مالی باشد تا بدین‌وسیله احتمال بروز مدیریت سود فرصت طلبانه در شرکت‌ها کاهش یابد؛ زیرا رتبه‌بندی اعتباری معادل وضعیت مالی شرکت است. البته صنعت بر رفتار مدیریت در گزارش سود، بی‌تأثیر نیست و بهتر است که رتبه‌بندی اعتباری در بازار مالی ایران به تفکیک صنعت ارائه شود.

با توجه به اینکه صنعت یکی از عوامل احتمالی مؤثر بر رفتار مدیریت در گزارش سود و ریسک اعتباری احتمال نکول عدم پرداخت بهره و اصلی بدھی است، جهت پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود که بررسی مجدد این موضوع با در نظر گرفتن نوع صنعت به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود. همچنین از آنجا که بانک‌ها و مؤسسات مالی از نمونه پژوهش حذف شدند، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی موضوع پژوهش را در این گروه از شرکت‌ها مطالعه و بررسی کنند. این پژوهش نیز مانند اغلب پژوهش‌ها دارای محدودیت‌هایی است که استفاده کنندگان باید به آن‌ها توجه کنند، از جمله اینکه پژوهش‌های بسیاری که در خارج از ایران انجام شده است تعداد بسیار زیادی از شرکت‌ها را آزمون می‌کند. با توجه به محدودیت‌های اعمال شده بر جامعه آماری به دلیل همسان‌سازی شرکت‌ها، تعمیم نتایج به کل واحدهای اقتصادی باید با احتیاط صورت پذیرد. همچنین دوره پژوهش ۱۰ ساله مورد آزمون قرار گرفت و نتایج تئوری‌ها و نظریه‌ها را اثبات کرد، ولی بازه زمانی طولانی‌تر قدرت تعمیم‌پذیری نتایج را افزایش می‌دهد. اثر تورم بر نتایج پژوهش سایه افکند که از محدودیت‌های این مطالعه است. همچنین کیفیت اطلاعات نیز بر نتایج پژوهش می‌تواند مؤثر باشد. به طوری که از اطلاعات گزارش‌های مالی به همان شکلی که شرکت‌ها ارائه کرده‌اند، استفاده شده است. تعداد زیادی از شرکت‌ها گزارش‌های حسابرسی مشروط دارند که اغلب تعديلی از این بابت در صورت‌های مالی انجام نمی‌دهند. اثر این تعديلات ممکن است بر نتایج پژوهش تأثیر گذار باشد.

## منابع

- اصفهانیان، مهشید؛ آقاباردی، مهرزاد و احسان صفری (۱۳۹۲). «بررسی رابطه بین مدیریت سود و هزینه‌های تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». اولین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت. شیراز: مؤسسه بین‌المللی آموزشی و پژوهشی خوارزمی.
- انصاری، عبدالمهdi و علی شیرزاد (۱۳۹۳). «بررسی تأثیر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و واقعی سود بر نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت». فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت. دوره ۳. شماره ۱۱. صص ۵۴-۴۱.
- ایزدی‌نیا، ناصر؛ ربیعی، حامد و نرگس حمیدیان (۱۳۹۲). «بررسی رابطه بین اهرم مالی و مدیریت سود واقعی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجلة پیشرفت‌های حسابداری. دوره ۵. شماره ۱. صص ۵۴-۳۳.
- بخردی‌نسب، وحید و فاطمه ژولاتزاد (۱۳۹۶). «بررسی رفتار مدیر در برخورد با هزینه‌ها بر اساس رویکرد رتبه‌بندی شرکت‌ها با مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در تاپسیس فازی». فصلنامه مهندسی مدیریت نوین. دوره ۶. شماره ۱ و ۲. صص ۳۷-۱۷.
- بخردی‌نسب، وحید و فاطمه ژولاتزاد (۱۳۹۶). «تأثیر سایر مکانیسم‌های کیفیت سود بر بازده اضافی با در نظر گرفتن روند حرکت قیمت سهام بر اساس مدل سه عاملی فاما و فرنچ با تکنیک پرتفوی‌بندی ۲۴ گانه به صورت فصلی». فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. دوره ۱۰. شماره ۳۶. صص ۴۳-۲۵.
- بخردی‌نسب، وحید و فاطمه ژولاتزاد (۱۳۹۶). «تأثیر کیفیت سود بر رابطه بین مومنتوم و بازده اضافی سهام». مجلة مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار. دوره ۸ شماره ۳۲. صص ۴۲-۲۱.
- بخردی‌نسب، وحید و فاطمه ژولاتزاد (۱۳۹۷). «بررسی ارتباط ارزشی حکمرانی خوب و کوچک‌سازی مدیریت سود با استفاده از معاملات غیرطبیعی با اشخاص وابسته». فصلنامه مهندسی مدیریت نوین. دوره ۷. شماره ۱. صص ۷۱-۵۳.
- خالقی، ویدا و سید محبوبه جعفری (۱۳۹۵). «ارتباط بین کیفیت حسابرسی و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». همايش بین‌المللی مدیریت نوین در افق ۱۴۰۴. تهران: پژوهشکده دولت اسلامی. دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شرق.

- ژولانزاد، فاطمه و وحید بخردی نسب (۱۳۹۷). «بررسی تطبیقی ضریب واکنش شرکت‌هایی با اتخاذ راهبردهای کسب و کار رهبری هزینه و شرکت‌هایی با اتخاذ راهبردهای کسب و کار متمایز نسبت به اعلان سود با استفاده از معادلات شکست ساختاری». مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادر. دوره ۹. شماره ۳۴. صص ۱۷۴-۱۴۳.
- فروغی، داریوش و هاجر محمدی (۱۳۹۰). «چگونگی ارتباط تأمین مالی از طریق بدھی و کیفیت سود». مجله پژوهش حسابداری. شماره ۱. صص ۱۵۴-۱۳۷.
- کمیته تدوین استانداردهای حسابداری (۱۳۸۶). سازمان حسابرسی. چاپ بیست و دوم.
- گرامی، آمنه؛ احمدی، مرضیه؛ اولادشنبه، حلیمه و زهراء رفت پناه (۱۳۹۷). «کیفیت حسابرسی، تأمین مالی از طریق بدھی و مدیریت سود». دومین کنفرانس بین‌المللی تحولات نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری. تهران: مؤسسه آموزش عالی علامه خویی (ره).
- شرکت بین‌المللی کوش.
- ملکی چوبی، مجتبی (۱۳۹۶). «بررسی اثرات افزایش بالای اهرم مالی بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران». اولین کنفرانس بین‌المللی دستاوردهای نوین پژوهشی در مدیریت، حسابداری، اقتصاد و مهندسی صنایع با تأکید بر اقتصاد مقاومتی. ساری: مرکز همایش‌های ایرانیان.
- محسنی، رضا؛ آقابابایی، رضا و وحید محمد قربانی (۱۳۹۲). «پیش‌بینی درماندگی مالی با به-کاربردن کارایی به عنوان یک متغیر پیش‌بینی کننده». فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی. دوره ۲۱. شماره ۶۵. صص ۱۴۶-۱۲۳.
- نوروزش، ایرج و سحر سپاسی (۱۳۸۴). «بررسی مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران». مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز (پیشرفت‌های حسابداری). دوره ۲۳. شماره ۲. صص ۱۷۷-۱۶۵.

- Acharya, V., Gale, D., Yorulmazer, T., (2010), “Rollover Risk and Market Freezes”, Working Paper, New York University.
- Alcock, J. A. B., Finn F, C., Kelvin J. K. T., (2010), “The Determinants of Debt Maturity in Australian Firms”, available at: <http://ssrn.com/abstract=1728565>.
- Altman, E., & Hotchkiss, E. (2005). *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy. Analyze and Invest in Distressed Debt. 3rd edition.* New York: John Wiley and Sons.

- Alzoubi, E. (2018), "Audit quality, debt financing, and earnings management: Evidence from Jordan", *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. (30), PP. 69–84.
- Becker, C., DeFond,M., Jiambalvo, J., Subramanyam, K., (1998), "The Effect of Audit Quality on Earnings Management", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 15, PP. 4-24.
- Cai, K., Fairchild, R., Yilmaz, G., (2008), "Debt Maturity Structure of Chinese Companies", *Pacific-Basin Finance Journal*. Vol. 16, PP. 268-297.
- Chambers,D. & Payne, J. (2011). "Audit quality and accrual persistence: evidence from the pre- and post-Sarbanes-Oxley periods". *Managerial Auditing Journal*, Vol. (26),PP. 437–456.
- Childs, P. D., Mauer, D. C., Ott, S. H., (2005), "Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions: The Effects of Agency Conflicts", *Journal of Financial Economics*. Vol. 76, PP. 667-690.
- Cornett, M.M., McNutt, J.J., Tehranian, H., (2009), "Corporate Governance and Earnings Management at Large US Bank Holding Companies", *Journal of Corporate Finance*. Vol. 15, PP. 412–430.
- Datta, S., Iskandar-Datta, M., Raman, K., (2005), "Managerial Stock Ownership and the Maturity Structure of Corporate Debt", *Journal of Finance*. Vol. 60, PP. 2333–2350.
- Dechow, P. Sloan, R. & Sweeney, A. (1995). "Detecting earnings management". *Accounting Review*, Vol. 70(2), PP. 193–225.
- Diamond, D., (1991), "Debt Maturity Structure and Liquidity Risk", *The Quarterly Journal of Economics*. Vol.106, PP. 709–737.
- European Securities and Markets Authority(ESMA). (2013). "Credit Rating Agencies", Annual Report.
- Dichev, I., Skinner, D., (2002), "Large-Sample Evidence on the Debt Covenant Hypothesis", *Journal of Accounting Research*. Vol. 40, PP. 1091–1123.
- Fields, L& Gupta,M & Wilkinsc,M & Zhang,SH. (2017). "Refinancing pressure and earnings management: Evidence from changes in short-term debt and discretionary accruals", *Finance Research Letters*, journal homepage: www.elsevier.com/locate/frl.
- Flannery, M.J., (1986), "Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice", *Journal of Finance*. Vol. 41, PP. 19–37.
- Goudes, J., and Opler, T., (1996), "The Determinants of the Maturity of Corporate Debt Issues", *Journal of Finance*. Vol. 51, PP.1809-1833.
- Gunny, K. A. (2013). "The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks". *Contemporary Accounting Research*, Vol. 27, PP. 855888.
- Harris, M.& Raviv, A.( 1991). "The theory of capital structure". *journal Finance*, Vol. ( 46), PP. 355–397.
- Jensen, M., (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*. Vol. 76, PP. 323–329.

- Jun, S. G., Jen, F. C., (2003), "Trade-off Model of Debt Maturity Structure", *Review of Quantitative Finance and Accounting*. Vol. 20, PP. 5-34.
- Myers, S., (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*. Vol. 5, PP. 147–175.
- Myers, S., (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*. Vol. 5, PP. 147–175.
- Rajan, R., Winton, A., (1995), "Covenants and Collateral as Incentives to Monitor", *Journal of Finance*. Vol. 50, PP .1113–1146.
- Simon Y. K. Fung a. John Goodwin (2013). "Short-term debt maturity, monitoring and accruals-based earnings management". *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol. 9 (1). PP. 67–82.
- Stohs. M. H., Mauer, D. C., (1996), "The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure", *Journal of Business*. Vol. 69, PP. 279-312.
- Terra, P.R.S., (2011), "Determinants of Corporate Debt Maturity in Latin America", *European Business Review*. Vol. 23, PP .45-70.
- Wang, Y., Sun, Y., Qingjun Lv., (2010), "Empirical Study on the Debt Maturity Structure based on the Macroeconomic Variables", *International Journal of Business and Management*. Vol. 12, PP. 450-473.
- Xue, Sh & Yun, H.(2015). "Earnings management, corporate governance and expense stickiness", *China Journal of Accounting Research*.