



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال هشتم / شماره سی‌ودوم / زمستان ۱۳۹۸

## کیفیت سود، کسری (مازاد) اهرم مالی و سیاست‌های تأمین مالی در بورس اوراق بهادار تهران

نقی فاضلی

- استادیار و عضو هیئت‌علمی گروه حسابداری، واحد سمنان، دانشگاه آزاد اسلامی، سمنان، ایران (نویسنده مسئول).  
fazeli.n@gmail.com

ابوذر جعفری تجن گوکه

دانش‌آموخته حسابداری، واحد سمنان، دانشگاه آزاد اسلامی، سمنان، ایران  
a\_jafari\_58@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۶/۱۱/۱۶ تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۱/۲۸

### چکیده

این پژوهش به بررسی ارتباط بین کیفیت سود و مازاد(کسری) اهرم مالی، همانند تأثیر کیفیت سود بر انتخاب شیوه‌های تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام برای شرکت‌های با اهرم بالا و پایین می‌پردازد. با توجه به دو شیوه تأمین مالی خارجی شامل حقوق صاحبان سهام و بدهی، و دو شیوه مدیریت سود از طریق ارقام تعهدی و ارقام واقعی، بیشتر به بررسی تأثیر کیفیت سود و کسری اهرم مالی بر انتخاب نوع تأمین مالی می‌پردازیم.

در این راستا، نمونه‌ای متشکل از تعداد ۱۲۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ (۷۵۰ سال-شرکت) انتخاب و با بهره‌گیری از الگوی رگرسیون چند متغیره خطی و لوجیت مورد آزمون قرار گرفت. نتایج نشان می‌دهد که ارتباطی بین کسری اهرم مالی و کیفیت سود ضعیف در شرکت‌ها وجود ندارد. همچنین در شرکت‌هایی که دارای مازاد(کسری) اهرم مالی هستند نیز بین کیفیت سود و تأمین مالی از طریق صدور سهام، ارتباطی وجود ندارد. یافته‌های دیگر پژوهش نشان داد که شرکت‌های دارای مازاد اهرم مالی در مقایسه با شرکت‌های دارای کسری اهرم مالی، قبل از تأمین مالی از طریق صدور سهام، دست به مدیریت سود از طریق ارقام تعهدی و مدیریت سود از طریق ارقام واقعی می‌زنند تا راحت‌تر بتوانند سهام خود را انتشار دهند. از طرفی، در شرکت‌های دارای مازاد اهرم مالی در مقایسه با شرکت‌های دارای کسری اهرم مالی، بین تأمین مالی از طریق بدهی و مدیریت سود از طریق ارقام تعهدی و واقعی ارتباطی یافت نشد.

**واژه‌های کلیدی:** کسری اهرم مالی، کیفیت سود، تأمین مالی از طریق بدهی (استقراض)، تأمین مالی از طریق سهام، مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی و واقعی.

## ۱- مقدمه

تأمین مالی از جمله مهم‌ترین مباحث بحث‌برانگیز در مدیریت مالی و حسابداری است که تحقیقات گسترده‌ای را در حوزه امور مالی و حسابداری موجب شده است. علیرغم گستردگی روش‌های تأمین مالی، مدیران باید از چگونگی نحوه تأمین مالی و اثر به‌کارگیری هر یک از آن‌ها بر عملکرد عملیاتی، سودآوری و بازده آتی سهام شرکت‌ها آگاه باشند. مباحث تئوری در خصوص ساختار سرمایه در پی رسیدن به حدی از تعادل بین دو منبع اصلی تأمین مالی یعنی بدهی و حقوق صاحبان سهام است، تا بتواند در آن نقطه ارزش سهام شرکت را به حداکثر رسانیده و در مقابل هزینه تأمین منابع مالی را نیز به حداقل ممکن کاهش دهد (لین و همکاران، ۲۰۱۳). بسیاری از شرکت‌ها به تأمین مالی از طریق بدهی به دلیل صرفه‌جویی مالیاتی و نرخ پایین‌تر تأمین مالی از این طریق علاقه‌مندند. همچنین، توانایی شرکت‌ها در پرداخت اصل و بهره بدهی‌ها از دیدگاه اعتباردهندگان حائز اهمیت است و آنان بدین منظور از اطلاعات صورت‌های مالی استفاده می‌کنند. در این میان صورت سود و زیان به‌ویژه رقم سود قبل از بهره از اهمیت خاصی برخوردار است (فروغی و محمدی، ۱۳۹۰).

شرکت‌ها هنگام تصمیم‌گیری در خصوص تأمین مالی، اغلب نسبت بدهی واقعی آن‌ها از نسبت بدهی هدف انحراف دارد. شرکت‌هایی که اهرم مالی واقعی آن‌ها از سطح اهرم مالی هدف بیشتر است دارای ریسک عملیاتی بالاتری هستند و در نتیجه تمایل دارند به افزایش سرمایه از طریق فروش سهام اقدام کنند (کوراژیک و لوی، ۲۰۰۳).

تحقیق حاضر دارای دو هدف اصلی است. نخست، این تحقیق به بررسی رابطه کسری اهرم مالی با کیفیت سود می‌پردازد. دلیل این موضوع آن است که بسیاری از ادبیات قبلی نظیر (هواکیمیان و همکاران، ۲۰۰۱؛ فلانری و رانگان، ۲۰۰۶)، بر تأثیر اهرم مالی در انتخاب تأمین مالی تمرکز نموده‌اند و تحقیقات کمتری به موضوع رابطه بین کسری اهرم مالی و کیفیت سود پرداخته‌اند. دوم، مطالعه حاضر به این موضوع می‌پردازد که آیا کسری (مازاد) اهرم مالی بر رابطه بین کیفیت سود و سیاست تأمین مالی تأثیر دارد یا خیر.

## ۲- ادبیات نظری و مروری بر پیشینه تحقیق

مرور ادبیات تحقیق حاکی از آن است که در خصوص ارتباط بین تأمین مالی از طریق بدهی و کیفیت سود استدلال‌ها و یافته‌های تجربی متعددی وجود دارد. به‌عنوان نمونه، گوش و مون (۲۰۱۰) نشان دادند که بدهی می‌تواند تأثیر مثبتی بر کیفیت سود داشته باشد، چراکه این احتمال وجود دارد که مدیران جهت ارائه اطلاعات خصوصی در مورد دورنمای آتی شرکت به‌منظور کاهش هزینه‌های تأمین مالی از روش‌های مختلف حسابداری استفاده کنند. از سوی دیگر، اعتباردهندگان از اطلاعات صورت‌های مالی حسابرسی شده استفاده می‌کنند و با افزایش کیفیت اطلاعات ارائه‌شده به‌ویژه اطلاعات سود، اعتبار را آسان‌تر انجام می‌دهند؛ از این رو، با اعمال کنترل آن‌ها بر اطلاعات مالی، شرکت‌ها تشویق می‌شوند اطلاعاتی با کیفیت ارائه کنند.

تئوری اثباتی حسابداری رفتار مدیران را در انتخاب رویه‌های خاص حسابداری توضیح و پیش‌بینی می‌کند. مطابق فرضیه قرارداد بدهی به‌عنوان یکی از فرضیات این تئوری که رفتار مدیران را در انتخاب رویه‌های

حسابداری در رابطه با قراردادهای بدهی توضیح می‌دهد، بیان می‌کند که تصمیمات مدیران در خصوص انتخاب رویه‌های حسابداری تحت تأثیر وجود شروط قراردادهای بدهی است (واتز و زیمرمن، ۱۹۸۶). رویه‌های حسابداری ممکن است به منظور انتقال سود آتی به دوره جاری انتخاب گردد تا از این طریق از تخطی شروط قرارداد بدهی جلوگیری شود. مطابق این فرضیه، هرچه قدر سطح بدهی بالاتر باشد، شرکت با شروط قراردادی بیشتری مواجه است، و مدیران با احتمال بیشتری رویه‌هایی را انتخاب خواهد کرد تا سود را افزایش دهد و در نتیجه سطح مدیریت سود بالاتر خواهد بود. در ادبیات مالی مطالعات تجربی مهمی در خصوص نقش اهرم در همگرایی منافع مدیران با سهامداران و کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی از تضاد منافع و عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. مطابق تئوری نمایندگی جنسن و مک لینگ (۱۹۷۶) و تئوری جریان نقد آزاد جنسن (۱۹۸۶)، اهرم نقش مهمی در فعالیتهای اختیاری نظارتی مدیران بازی می‌کند و محدودیتهایی را از طریق کاهش دسترسی آن‌ها به جریان نقد شرکت تحمیل می‌کند. در واقع، اهرم این تعهد را برای شرکت ایجاد می‌کند تا از جریان نقد آزاد خود بجای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های فاقد ارزش فعلی خالص مثبت، به منظور پرداخت بهره و اصل بدهی استفاده کند. بنابراین، اهرم مقدار جریان نقد آزاد در دسترس مدیران را محدود و هزینه‌های نمایندگی جریان نقد آزاد را کاهش می‌دهد (لازم و جیلانی، ۲۰۱۷). بر مبنای دیدگاه قراردادی، بین بدهی و کیفیت سود رابطه مثبتی وجود دارد. دارندگان بدهی متقاضی اطلاعات باکیفیت بالاتر، به ویژه اطلاعات سود، هستند، تا تداوم اعتبار قرض گیرندگان را ارزیابی کنند (گروسمن و هارت، ۱۹۸۲؛ جنسن، ۱۹۸۶). زمانی که سود جریان‌های نقدی آتی را به طور دقیق‌تر پیش‌بینی کند اعتباردهندگان دارای ریسک پایین‌تری هستند چون آن‌ها قادرند ریسک ناتوانی پرداخت، نقدینگی و ریسک ورشکستگی را با دقت بیشتری برآورد کنند. همچنین بدهی مدیریت شرکت را ملزم می‌کند تا به دلیل هزینه‌های استقراض پائین‌تر از قبل متعهد به اطلاعات باکیفیت بالا گردد (دیامند، ۱۹۹۱). از آنجاکه بدهی تضادهای نمایندگی متعدد را کاهش می‌دهد (جنسن، ۱۹۸۶؛ استولز، ۱۹۹۰)، مدیران دلایل کمتری دارند تا عملکرد اقتصادی شرکت را با استفاده از اختیارات حسابداری پنهان کنند. از این رو، بدهی بر کیفیت سود از طریق تأثیر آن بر ارقام تعهدی تأثیر مثبتی دارد.

دیدگاه مقابل این است که بدهی بر کیفیت سود تأثیر منفی دارد. زمانی که بدهی نسبتاً بالاست، مدیران دارای انگیزه‌های قوی برای انتخاب رویه‌های حسابداری و تصمیمات گزارشگری هستند که احتمال نقض شروط قرارداد بدهی را کاهش می‌دهد (واتز و زیمرمن، ۱۹۸۶). مدیران فرصت طلب با احتمال بیشتری از اختیار گزارشگری مالی خود استفاده می‌کنند، چراکه (۱) اهرم مالی غالباً به‌عنوان معیار و شاخصی برای نزدیک شدن به نقض بندهای قرارداد مبتنی بر حسابداری بکار می‌رود (بایلت و همکاران، ۲۰۰۷)؛ (۲) هزینه نقض شروط قرارداد بدهی بالاست (بنیش و پرس، ۱۹۹۳). بنابراین، زمانی که بدهی بالاست، ارقام حسابداری ممکن است به دلیل استفاده جسورانه از ارقام تعهدی جهت مدیریت کردن سود در راستای تلاش برای جلوگیری از نقض‌های شروط قرارداد بدهی، به طور دقیق‌تری عملکرد اقتصادی آتی را نشان ندهد (سوینی، ۱۹۹۴). نقش دوگانه بدهی حاکی از آن است که تعامل اثرات منفی و مثبت بدهی در نهایت تعیین‌کننده کیفیت سود است. در صورت وجود بدهی پائین، شرکت‌ها دارای انگیزه هستند تا هزینه بدهی را از طریق گزارشگری سود باکیفیت بالا کاهش دهند.

هم‌زمان، شرکت‌ها با احتمال کمتری به مدیریت سود اقدام می‌کنند چراکه ریسک نقض شروط قرارداد بدهی پائین است یا وجود ندارد. از این‌رو، در حالت بدهی کم، کیفیت سود و بدهی رابطه مثبتی باهم دارند چراکه تأثیر مثبت بدهی بر تأثیر منفی غالب است. در مقابل، برای حالت بدهی بالا، بین کیفیت سود و بدهی رابطه منفی وجود دارد چراکه تأثیر منفی بر تأثیر مثبت غالب است. بنابراین، زمانی که هزینه نقض شروط قراردادها به‌طور قابل‌توجهی بالاست، مدیران کاهش هزینه‌های بدهی حاصل از کیفیت گزارشگری بالا را مورد توجه قرار می‌دهند (گوش و مون، ۲۰۱۰).

مرور ادبیات مربوطه حاکی از آن است که تأثیر اهرم بر مدیریت سود دارای دو دیدگاه مختلف است. در دیدگاه اول، اهرم مدیریت سود را محدود می‌کند (جلینک، ۲۰۰۷ و واسیمولا و همکاران، ۲۰۱۰). به‌عنوان نمونه، جلینک (۲۰۰۷) مدعی است افزایش اهرم به دو دلیل منجر به کاهش مدیریت سود فرصت‌طلبانه می‌گردد: (۱) اهرم مستلزم بازپرداخت بدهی است، بنابراین وجه نقد در دسترس برای مدیریت جهت مخارج غیر بهینه را کاهش می‌دهد (جنسن، ۱۹۸۶)، (۲) زمانی که یک شرکت از طریق بدهی تأمین مالی کند، در معرض نظارت موشکافانه از سوی وام‌دهندگان قرار می‌گیرد و اغلب با محدودیت صرف مخارج مواجه می‌گردد (زامری و همکاران، ۲۰۱۳). در دیدگاه دوم، برخی مطالعات قبلی نشان داده‌اند که شرکت‌های دارای اهرم بالا به مدیریت سود خود تمایل بیشتری دارند (دیچو و اسکینر، ۲۰۰۲؛ بی تی و وبر، ۲۰۰۳). به‌عنوان نمونه، بی تی و وبر (۲۰۰۳) دریافتند که مدیران از اقلام تعهدی افزایش‌دهنده سود برای کاهش احتمال تخطی از شروط قرارداد بدهی توسط شرکت‌ها استفاده می‌کنند. مطابق دیدگاه دوم، جنسن (۱۹۸۶) مدعی است که ایجاد بدهی رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران را کاهش می‌دهد. این موضوع ناشی از فرضیه کنترل در ارتباط با ایجاد بدهی است. مدیران از اختیار خود برای کنترل بر جریان نقد شرکت استفاده می‌کنند؛ با این حال، نقش کنترلی بدهی زمانی که آغاز می‌گردد که مدیران متعهد به پرداخت اصل و فرع بدهی هستند. این بدان معنی است که اهرم بالا ممکن است توانایی مدیران جهت دست‌کاری اقلام تعهدی افزایش‌دهنده سود را محدود کند. بنابراین با استناد به این دو دیدگاه، شرکت‌های دارای اهرم بالا در مقایسه با شرکت‌های دارای اهرم پائین با احتمال کمتری به مدیریت سود اقدام می‌کنند.

لازم و جیلانی (۲۰۱۷) تأثیر افزایش اهرم بر رویه‌های مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۱۸۵ شرکت فرانسوی و با بهره‌گیری از داده‌های پانل مورد مطالعه قراردادند. یافته‌ها نشان داد که اهرم بر مدیریت سود تعهدی تأثیر مثبتی دارد، بدین معنی که افزایش اهرم انگیزه‌هایی را برای مدیران جهت دست‌کاری سود فراهم می‌کند. لین و لی (۲۰۱۶) به بررسی تأثیر کیفیت سود و کسری اهرم بر سیاست تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تایوان پرداختند. یافته‌های تحقیق نشان داد که شرکت‌های دارای کسری اهرم مالی، از کیفیت سود بالاتری برخوردار هستند. از سوی دیگر، شرکت‌های دارای کسری اهرم مالی و کیفیت سود پائین و همچنین، شرکت‌های دارای مازاد اهرم مالی و کیفیت سود بالا تمایل بیشتری به تأمین مالی از طریق سهام دارند. یوترا و سابو (۲۰۱۶) با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۳۸ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اندونزی، تأثیر متغیرهای محافظه‌کاری، اهرم و اندازه شرکت بر کیفیت سود را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج

نشان داد که اهرم مالی بر کیفیت سود تأثیر ندارد. زامری و همکاران (۲۰۱۳) تأثیر اهرم بر مدیریت سود واقعی را با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۳۷۴۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس مالزی بررسی کردند. آنان برای سنجش مدیریت سود واقعی از معیارهای جریان نقدی عملیاتی غیرعادی، هزینه تولید غیرعادی و هزینه غیر اختیاری غیرعادی استفاده نمودند. نتایج حاکی از آن است که بین اهرم مالی و معیارهای مدیریت سود واقعی (جریان نقد عملیاتی غیرعادی، هزینه غیرعادی تولید و هزینه‌های اختیاری غیرعادی) رابطه منفی و معناداری وجود دارد. زاگرز (۲۰۰۹) تأثیر افزایش اهرم بر مدیریت سود واقعی با استفاده از فعالیت‌های مربوط به جریان نقد عملیاتی را بررسی کردند. نتایج تحقیق با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۱۲۷۸ شرکت آمریکایی نشان داد که در شرکت‌های دارای اهرم مالی فزاینده، اهرم مالی منجر به مدیریت سود واقعی باهدف تأثیر بر جریان‌های نقد عملیاتی می‌شود. کوراجزیک و لوی (۲۰۰۳) به بررسی این موضوع پرداختند که شرایط کلان اقتصادی چگونه بر انتخاب ساختار سرمایه تأثیر دارد. آنان ساختار سرمایه هدف را به‌عنوان تابعی از شرایط کلان اقتصادی و متغیرهای خاص شرکت مدل‌سازی نمودند. نتایج نشان داد که شرکت‌هایی که اهرم مالی واقعی آن‌ها از سطح اهرم مالی هدف بیشتر است دارای ریسک عملیاتی بالاتری بوده و تمایل دارند به افزایش سرمایه از طریق فروش سهام اقدام کنند.

در حوزه تحقیقات داخلی، رضایی و صابر فرد (۱۳۹۵) تأثیر سطوح مختلف اهرم مالی بر مدیریت سود واقعی را مورد مطالعه قرار دادند. در این راستا، تعداد ۱۲۵ شرکت بورس اوراق بهادار به دو گروه (شرکت‌های دارای اهرم مالی بالا و پائین) تفکیک نمودند. یافته‌ها حاکی از آن است که در شرایطی که شرکت‌ها دارای سطح اهرم مالی بالا باشند، تأثیر اهرم مالی بر هر یک از معیارهای مدیریت سود واقعی و نیز بر برآیند معیارهای آن معکوس و معنادار است و در شرکت‌های دارای اهرم مالی پائین، تأثیر اهرم بر برآیند معیارهای مدیریت سود واقعی و نیز بر هر یک از معیارهای جداگانه آن به‌استثنای زمانی که معیار مدیریت سود واقعی جریان‌های نقد عملیاتی غیرعادی است، حاکی از وجود تأثیر معکوس و معنادار است. ایزدی‌نیا و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و مدیریت سود واقعی در دوره‌های قبل و بعد از تصویب قانون بازار اوراق بهادار ایران پرداختند. آنان از اقلام تعهدی اختیاری به‌عنوان معیار مدیریت سود تعهدی و از ترکیب جریان نقد عملیاتی غیرعادی، هزینه‌های تولید غیرعادی و هزینه‌های اختیاری غیرعادی به‌عنوان معیار مدیریت سود واقعی استفاده کردند. نتایج نشان داد که بین اهرم مالی و معیارهای مدیریت سود واقعی رابطه معکوس و معنادار وجود دارد. جعفری و همکاران (۱۳۹۱) با بررسی رابطه بین تأمین مالی از طریق بدهی و کیفیت سود با استفاده از ۱۳۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس تهران و با بهره‌گیری از روش مقطعی و ترکیبی دریافتند که در سطوح پائین و بالای بدهی، رابطه بین بدهی و کیفیت سود معکوس است.

### ۳- تدوین فرضیه‌ها

مطابق با نظریه سنتی ساختار سرمایه، انتخاب ساختار سرمایه بهینه از طریق ایجاد توازن بین هزینه‌ها و منافع مربوط به تغییر درجات اهرم مالی حاصل می‌گردد (هواکیمیان و همکاران ۲۰۰۱؛ دی آنجلو و همکاران،

۲۰۱۱). اما، شرکت‌ها معمولاً از ساختار سرمایه هدف منحرف می‌شوند (لیری و رابرتز، ۲۰۰۵؛ فرانک و گوپال، ۲۰۰۸) که این امر بر توانایی آنان در انتشار مجدد اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد. تفاوت بین نسبت بدهی واقعی و نسبت بدهی هدف؛ یعنی، کسری اهرم مالی، بر تصمیمات آتی شرکت از جمله سیاست تأمین مالی تأثیر دارد (هواکیمیان و همکاران، ۲۰۰۱؛ فلانری و رنگان، ۲۰۰۶). کراجزیک و لیوی (۲۰۰۳) نشان دادند زمانی که اهرم مالی واقعی شرکت بالاتر از سطح هدف است، شرکت‌ها برای تأمین مالی به انتشار سهام روی می‌آورند. گاچو، اسپینت و تارهان (۲۰۰۹) دریافتند که در وضعیت‌هایی همچون کمبود سود، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های نامشهود، و فرصت‌های رشد داخلی که در آن عدم تقارن اطلاعات و هزینه‌های نمایندگی به مراتب بالاتر است، گزینه سهام منبع اصلی تأمین مالی است. به‌عنوان نمونه، در تأمین مالی دارایی‌های ثابت، شرکت‌های دارای مسائل نمایندگی بالقوه بالا، بیشتر از سهام و کمتر از بدهی‌های بلندمدت استفاده می‌کنند. مطالعات قبلی حاکی از آن است که در شرکت‌هایی با کیفیت سود پائین، عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه‌گذاران بالا است (باتاچاریا و همکاران، ۲۰۱۳). لین و لی (۲۰۱۶) دریافتند که شرکت‌های دارای کسری اهرم مالی، از کیفیت سود بالاتری برخوردار هستند. از سوی دیگر، آنان نشان دادند شرکت‌های دارای مزاد اهرم مالی و کیفیت سود بالا، جهت اجتناب از نقض شروط قراردادهای بدهی به تأمین مالی از طریق سهام تمایل بیشتری دارند. از سوی دیگر، شرکت‌های دارای کسری اهرم مالی و کیفیت سود پائین، جهت تعدیل ساختار سرمایه به‌عنوان راهی جهت حفظ انعطاف‌پذیری مالی و جلوگیری از ورشکستگی آتی با احتمال کمتری به تأمین مالی از طریق بدهی اقدام می‌کنند. با عنایت به استدلال‌های ارائه‌شده در بخش‌های فوق و یافته‌های تجربی قبلی، فرضیه‌های زیر پیشنهاد می‌گردد:

- ◀ **فرضیه اول:** شرکت‌هایی که کسری اهرم مالی دارند، دارای کیفیت سود ضعیف‌تری هستند.
- ◀ **فرضیه دوم:** در شرکت‌های دارای مزاد اهرم مالی بین کیفیت سود و تأمین مالی از طریق صدور سهام ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.
- ◀ **فرضیه سوم:** در شرکت‌های دارای کسری اهرم مالی بین کیفیت سود و تأمین مالی از طریق صدور سهام ارتباط معکوس و معناداری وجود دارد.

مدیران در راستای اهدافی نظیر تأثیرگذاری بر قیمت سهام، انتشار سهام باقیمت‌های بالاتر، تأمین مالی با هزینه کمتر یا اجتناب از نقض شروط قرارداد بدهی، انگیزه دارند سود را مدیریت کنند. لیو و همکاران (۲۰۱۰) دریافتند که قبل از صدور اوراق قرضه، رویه‌های مدیریت سود جسورانه وجود دارد که این موضوع امکان انتشار اوراق بدهی با هزینه کمتر پس از تعدیل سود به سمت بالا را فراهم می‌کند. جلینک (۲۰۰۷) نیز بیان می‌کند که شرکت‌های دارای اهرم مالی برای جلوگیری از عدول از شروط قراردادهای بدهی اقدام به مدیریت سود می‌کند. زاهو و الدر (۲۰۰۴) مدعی هستند که شرکت‌های منتشرکننده سهام فصلی دارای انگیزه هستند تا قبل از انتشار سهام فصلی باهدف افزایش سود گزارش‌شده به مدیریت سود اقدام کنند. دی آنجلو و همکاران (۲۰۱۱) دریافتند که شرکت‌های دارای اهرم بسیار زیاد به‌منظور کاهش کسری اهرم مالی، به تأمین مالی از طریق سهام

تمایل بیشتری دارند تا از این طریق ساختار سرمایه خود را تعدیل و ظرفیت استقراض آتی خود را جهت حمایت از فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی تجدید کنند. لین و لی (۲۰۱۶) نیز نشان دادند که شرکت‌های دارای مازاد اهرم مالی در مقایسه با شرکت‌های دارای کسری اهرم مالی قبل از تأمین مالی از طریق بدهی به مدیریت سود واقعی اقدام می‌کنند. با این حال، شرکت‌های دارای مازاد اهرم مالی قبل از تأمین مالی از طریق سهام به مدیریت سود تعهدی روی می‌آورند. با عنایت به یافته‌های فوق، از آنجاکه شرکت‌های دارای مازاد اهرم مالی اغلب دارای ظرفیت اعتباری حساس‌تری بوده و بیشتر در کانون توجه اعتباردهندگان، سرمایه‌گذاران هستند، بنابراین سیاست تأمین مالی آن‌ها متأثر از موضوع نقض شروط قرارداد بدهی خواهد بود؛ از این رو، انتظار می‌رود این شرکت‌ها در مقایسه با شرکت‌های دارای کسری اهرم مالی، جهت برآورده کردن نیازهای تأمین مالی خود، به مدیریت سود اقدام کنند. بنابراین فرضیه چهارم و پنجم تحقیق به شرح زیر تدوین می‌گردد:

◀ **فرضیه چهارم:** شرکت‌های دارای مازاد اهرم مالی در مقایسه با شرکت‌های دارای کسری اهرم مالی، قبل از تأمین مالی از طریق سهام به مدیریت سود اقدام می‌کنند.

◀ **فرضیه پنجم:** شرکت‌های دارای مازاد اهرم مالی در مقایسه با شرکت‌های دارای کسری اهرم مالی، قبل از تأمین مالی از طریق بدهی به مدیریت سود اقدام می‌کنند.

#### ۴- روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از نظر هدف، تحقیقی کاربردی و از نظر نحوه گردآوری داده‌ها از نوع توصیفی-همبستگی است. داده‌های مربوط به متغیرهای تحقیق از صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی همراه شرکت‌های نمونه و از طریق نرم‌افزار ره‌آورد نوین و سایت کدال گردآوری شده است. داده‌های گردآوری شده ابتدا وارد نرم‌افزار صفحه گسترده Excel گردید و پس از انجام محاسبات لازم با انتقال آن‌ها به نرم‌افزارهای SPSS و Eviews زمینه برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیات تحقیق فراهم گردید. برای آزمون فرضیه اول تحقیق از مدل رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. در این مدل، ابتدا به منظور تعیین روش تخمین مناسب از بین روش تلفیقی یا پانل از آزمون F لیمر و در صورت مناسب بودن روش پانل به منظور انتخاب از بین روش اثرات تصادفی یا اثرات ثابت از آزمون هاسمن استفاده گردید. همچنین به منظور آزمون نرمال بودن، ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی بین اجزای خطا به ترتیب از آزمون جاک-برا، وایت و آماره دوربین واتسون استفاده شده است. در صورت وجود مشکل ناهمسانی واریانس بین اجزای خطا، برای رفع آن از روش EGLS استفاده می‌شود. برای آزمون سایر فرضیه‌ها به دلیل اینکه متغیر وابسته به صورت دووجهی (۱ و ۰) است از مدل‌های لجیت استفاده شده است. در رگرسیون لجیت بجای حداقل کردن مجذور خطاها که در رگرسیون خطی انجام می‌گردد، احتمالی را که یک رویداد رخ می‌دهد را حداکثر می‌کند. از این رو، معیارهای بکار رفته برای آزمون معنی‌داری کلی مدل و ضرایب متفاوت از رگرسیون خطی معمولی است. بنابراین، در مدل رگرسیون لجیت برای بررسی معناداری کلی مدل رگرسیون و ضرایب به ترتیب از آماره LR و آماره Z و برای بررسی تغییرات متغیر وابسته به ازای تغییر در متغیرهای مستقل (توان تبیین مدل) از ضریب تعیین مک فادن استفاده می‌شود. جامعه آماری پژوهش شامل

شرکت‌های تولیدی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ است. تنها شرکت‌هایی جزو نمونه آماری در نظر گرفته می‌شود که شرایط زیر را داشته باشند: (۱) سال مالی آن‌ها به پایان اسفندماه ختم شود؛ (۲) شرکت‌های فعال در صنعت بیمه، مالی، سرمایه‌گذاری و بانک نباشند؛ (۳) شرکت‌هایی که طی دوره‌ی پژوهش، فعالیت مستمر داشته و دچار وقفه معاملاتی بیشتر از ۶ ماه نشده باشد؛ (۴) اطلاعات شرکت‌هایی که به‌منظور محاسبه متغیرهای پژوهش در دسترس باشند. با اعمال شروط فوق تعداد ۱۲۵ شرکت (۷۵۰ مشاهده سال - شرکت) انتخاب گردید.

## ۵- مدل‌های پژوهش و سنجش متغیرها

### ۵-۱- متغیرهای وابسته

۱- کیفیت سود (VTCAR): انحراف استاندارد باقیمانده‌ها شاخص معکوسی از کیفیت است؛ بدین معنی که هرچه قدر این نسبت بیشتر باشد، کیفیت سود پائین تر خواهد بود. مدل مربوط به محاسبه این شاخص به شرح زیر است:

$$TCA_{it} = d_0 + d_1 CFO_{it-1} + d_2 CFO_{it} + d_3 CFO_{it+1} + d_4 \Delta REV_{it} + d_5 PPE_{it} + e_{it}$$

در این مدل: TCA بیانگر کل اقلام تعهدی است که به شرح زیر محاسبه می‌گردد:

$$TCA = (\Delta CA_{it} - \Delta CL_{it} - \Delta CASH_{it} + \Delta STDEBT_{it})$$

$\Delta CA_{it}$ ،  $\Delta CL_{it}$ ،  $\Delta CASH_{it}$ ،  $\Delta STDEBT_{it}$  به ترتیب بیانگر تغییر در دارایی‌های جاری، بدهی‌های جاری، وجوه نقد و بدهی‌های کوتاه‌مدت در سال t نسبت به سال t-1 است.

$CFO_{it}$ : نشان‌دهنده جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت است.

$\Delta REV$ : تغییرات درآمد، PPE: ارزش ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات است. کلیه متغیرهای مدل (۲) از طریق تقسیم بر متوسط دارایی‌ها استانداردسازی می‌گردد.

۲- تأمین مالی از طریق سهام (EquiD): متغیری مجازی است که اگر شرکت در دوره موردنظر از طریق سهام تأمین مالی کنند برابر با ۱ در غیر این صورت برابر با ۰ است.

۳- تأمین مالی از طریق بدهی (DebtD): متغیری مجازی است که اگر شرکت در دوره موردنظر از طریق بدهی تأمین مالی کنند برابر با ۱ در غیر این صورت برابر با ۰ است.

### ۵-۲- متغیرهای مستقل

۱- کسری اهرم مالی (LevDeD): متغیری مجازی است که اگر در یک دوره نسبت اهرم مالی واقعی پایین‌تر از نسبت اهرم مالی هدف باشد، شرکت دارای کسری اهرم مالی در نظر گرفته می‌شود و برابر با ۱ در غیر این



صورت شرکت دارای مازاد اهرم مالی است و برابر با صفر خواهد بود (لین و لی، ۲۰۱۶). به منظور برآورد نسبت اهرم مالی هدف هر مشاهده (سال-شرکت)، متغیر اهرم بازار بر عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه رگرسیون می-گردد. ارزش برآورد شده این رگرسیون به عنوان نسبت اهرم مالی هدف هر مشاهده (سال-شرکت)، تعریف می-شود.

$$MLever_{it} = a + a_1 MB_{it-1} + a_2 Stor_{it-1} + a_3 Sell_{it-1} + a_4 TAss_{it-1} + a_5 EBIT_{it-1} + a_6 TaAsset_{it} + a_7 e_{it} + a_8 MLever_{it-1}$$

که در آن:

$MLever_{it}$ : نسبت اهرم بازار که برابر با نسبت ارزش دفتری بدهی بر مجموع ارزش دفتری بدهی و ارزش بازار سهام؛  $MB$ : نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری؛  $Sell$ : نسبت هزینه فروش به فروش خالص؛  $TAss$ : نسبت دارایی ثابت به کل دارایی؛  $EBIT$ : سود قبل از بهره و مالیات؛  $TaAsset$ : لگاریتم طبیعی کل دارایی.  $Stor$ : بازده سهام که از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$Stor_t = \frac{(1 + \alpha + \beta)P_t - \alpha \times c - P_{t-1} + D}{P_{t-1} + c \times \alpha}$$

$P_{t-1}$ : قیمت سهام در دوره ابتدای دوره،  $P_t$ : قیمت سهام در پایان دوره،  $D$ : سود تقسیمی،  $\alpha$ : درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی،  $\beta$ : درصد افزایش سرمایه از محل سود انباشته و اندوخته‌ها،  $C$ : قیمت پذیره نویسی که عموماً ۱۰۰۰ ریال است.

۲- مدیریت سود واقعی ( $RM1$  و  $RM2$ ): برای سنجش آن از رویکرد پیشنهادی دیچو و همکاران (۱۹۹۸) و کوهن و زاروین (۲۰۱۰) استفاده می‌گردد. در این رویکرد ابتدا با استفاده از مدل‌های (۱۰)، (۱۱) و (۱۲) زیر به ترتیب هزینه اختیاری غیرعادی ( $ADISX$ )، هزینه تولید غیرعادی ( $APPOD$ ) و جریان نقدی عملیاتی غیرعادی ( $ACFO$ ) برای هر مشاهده (سال-شرکت) برآورد می‌گردد:

هزینه‌های اختیاری غیرعادی ( $ADISX$ ) برابر با باقیمانده حاصل از برآورد مدل زیر:

$$\frac{DISX_{it}}{Assets_{it-1}} = r_1 \frac{1}{Assets_{it-1}} + r_2 \frac{SALES_{it-1}}{Assets_{it-1}} + K_{it}$$

$DISX_{it}$ : هزینه اختیاری (مجموع هزینه‌های تبلیغات و هزینه‌های اداری و فروش)؛  $r$ : ضرایب مدل؛  $K_{it}$ : باقی مانده مدل که همان هزینه اختیاری غیرعادی است.

هزینه‌های تولید غیرعادی (APPOD) برابر با باقیمانده حاصل از برآورد مدل زیر:

$$\frac{PROD_{it}}{Assets_{it-1}} = r_1 \frac{1}{Assets_{it-1}} + r_2 \frac{SALES_{it}}{Assets_{it-1}} + r_3 \frac{\Delta SALES_{it}}{Assets_{it-1}} + r_4 \frac{\Delta SALES_{it-1}}{Assets_{it-1}} + K_{it}$$

در اینجا:  $COSG_{it}$ : بهای تمام‌شده کالاهای فروش رفته؛  $\Delta DISX_{it}$ : تغییرات موجودی کالا؛  $PROD_{it}$ : هزینه‌های تولید (هزینه‌های تولید برابر است با بهای تمام‌شده کالای فروش رفته + موجودی کالای پایان دوره - موجودی کالای اول دوره)؛  $K_{it}$ : باقی‌مانده مدل (هزینه تولید غیرعادی).

جریان نقدی عملیاتی غیرعادی (ACFO) برابر با باقیمانده حاصل از برآورد مدل زیر:

$$\frac{CFO_{it}}{Assets_{it-1}} = r_1 \frac{1}{Assets_{it-1}} + r_2 \frac{SALES_{it}}{Assets_{it-1}} + r_3 \frac{\Delta SALES_{it}}{Assets_{it-1}} + K_{it}$$

در این مدل:  $CFO_{it}$ : جریان نقدی حاصل از عملیات،  $Assets_{it}$ : کل دارایی‌ها؛  $SALES_{it}$ : فروش؛  $\Delta SALES_{it}$ : تغییرات فروش؛  $K_{it}$ : باقی‌مانده مدل (جریان نقد عملیاتی غیرعادی).  
پس از محاسبه موارد فوق، شاخص اول یعنی مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی (RM1) و شاخص دوم، یعنی مدیریت سود واقعی (RM2) به شرح زیر محاسبه می‌گردد:

$$RM1 = \Delta DISX \times (-1) + APPOD$$

$$RM2 = (\Delta DISX + ACFO) \times (-1)$$

### ۵-۳- متغیرهای کنترلی

در این تحقیق با استناد به تحقیق لین و لی (۲۰۱۶) موارد زیر به‌عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته می‌شوند:  
۱- ریسک عدم پرداخت بدهی (DRisk): برای اندازه‌گیری آن از مدل Z آلتمن (۱۹۶۸) به شرح زیر استفاده می‌شود.

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_6 + 0.99X_5$$

در این مدل،  $X_1$ : سرمایه در گردش به‌کل دارایی‌ها،  $X_2$ : سود انباشته به‌کل دارایی‌ها،  $X_3$ : سود قبل از کسر بهره و مالیات به‌کل دارایی‌ها،  $X_4$ : ارزش بازار مجموع حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری مجموع بدهی‌ها و  $X_5$ : کل فروش به‌کل دارایی‌ها. در این مدل، هرچقدر شرکت دارای مقدار Z کمتری باشد، ریسک ورشکستگی آن بیشتر است. به‌طوری‌که شرکت‌های با امتیاز Z بالاتر از ۲/۹ وارد طبقه شرکت‌های سالم شده و با امتیاز Z کمتر از ۱/۲۳ به‌عنوان شرکت‌های ورشکسته طبقه‌بندی می‌شوند (قدیری مقدم و همکاران، ۱۳۸۸).

۲- ریسک سیستماتیک (Beta): بیانگر ضریب بتای هر سهم است که از رابطه زیر برای اندازه‌گیری آن استفاده می‌شود. ضریب بتا برای یک سهم بخصوص بدین صورت تعیین می‌شود که درجه ریسک سیستماتیک آن سهم را با ریسک سیستماتیک متعلق به شاخص قیمت بورس سهام مقایسه می‌کنند:

$$Beta = \frac{COV(R_m, R_i)}{\delta^2 R_m}$$

$R_i$ : بازده سهام شرکت،  $R_m$ : بازده سهام شاخص قیمت بازار،  $\delta^2 R_m$ : واریانس بازده شاخص قیمت بازار. نحوه سنجش سایر متغیرها نیز در بخش‌های قبل ارائه گردیده است.

۳- اندازه شرکت (Size): برابر با لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های پایان دوره

۴- فرصت‌های رشد (M/B) برابر با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

۵- بازده سهام (Stor): در بخش محاسبه متغیرهای مستقل ارائه شد.

#### ۴-۵- متغیرهای تعدیل‌کننده

با توجه به اینکه در فرضیه دوم و سوم و همچنین چهارم و پنجم، رابطه بین تأمین مالی (بدهی یا سهام) و کیفیت سود، در شرکت‌های دارای کسری و یا مازاد اهرم مالی بررسی می‌شود، بنابراین در این فرضیه‌ها متغیر کسری (مازاد) اهرم مالی دارای نقش تعدیل‌کننده است. در بخش‌های قبل نحوه اندازه‌گیری این متغیر ارائه شده است و لذا در اینجا تکرار نمی‌گردد.

#### ۶- مدل‌های آزمون فرضیه‌های تحقیق

به منظور آزمون فرضیه اول تحقیق، به پیروی از تحقیق لین و لی (۲۰۱۶) از مدل (۱) استفاده می‌گردد. در این مدل، برای سنجش کیفیت سود (VTCAR) از شاخص انحراف استاندارد باقیمانده‌ها استفاده می‌گردد. از آنجاکه انحراف استاندارد باقیمانده‌ها معیار معکوسی از کیفیت سود است، فرضیه اول؛ در صورتی تأیید می‌گردد که ضریب مربوط به متغیر کسری اهرم مالی در مدل رگرسیون ( $a_1$ ) در سطح اطمینان ۹۵ درصد مثبت و معنادار باشد.

مدل (۱)

$$VTCAR_{it} = a_0 + a_1 LevDe_{it} + a_2 LevDe_{it-1} + a_3 Size_{it} + a_4 MB_{it} + e_{it}$$

در این مدل:

VTCAR: بیانگر کیفیت سود است

LevDe: بیانگر کسری اهرم مالی است

MB: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری؛

Size: لگاریتم طبیعی کل دارایی.

### ۶-۱- آزمون فرضیه دوم و سوم

برای آزمون فرضیه دوم و سوم تحقیق از مدل (۲) استفاده می‌گردد. با عنایت به اینکه در این مدل، متغیر وابسته (یعنی تأمین مالی از طریق فروش سهام)، یک متغیر مجازی (۰ و ۱) است، این مدل از نوع از مدل رگرسیونی لجیت خواهد بود. برای آزمون فرضیه دوم، مدل (۵) با استفاده از نمونه شرکت‌های دارای مازاد اهرم مالی؛ و برای آزمون فرضیه سوم، با استفاده از نمونه شرکت‌های دارای کسری اهرم مالی برآش می‌گردد. فرضیه دوم و سوم، در صورتی تأیید می‌گردند که ضریب مربوط به متغیر کیفیت سود ( $a_1$ )، منفی و معنادار (فرضیه دوم) و مثبت و معنادار (فرضیه سوم) باشد.

#### مدل (۲)

$$EquiD_{it} = a_0 + a_1 VTCAR_{it} + a_2 VTCAR_{it-1} + a_3 MB_{it} + a_4 DRisk_{it-1} + a_5 Beta_{it} + a_6 Stor_{it} + a_7 Size_{it-1} + e_{it}$$

EquiD: تأمین مالی از طریق سهام؛

DRisk: ریسک عدم پرداخت بدهی است.

Beta: ریسک سیستماتیک است

Stor: بازده سهام.

### ۶-۳- آزمون فرضیه چهارم و پنجم

برای آزمون فرضیه چهارم و پنجم به ترتیب از مدل‌های (۳) و (۴) استفاده می‌گردد. با عنایت به اینکه در این تحقیق برای سنجش مدیریت سود واقعی از دو شاخص  $RM1$  و  $RM2$  استفاده شده است، لذا به هنگام برآورد مدل‌های (۳) و (۴)، بجای متغیر مدیریت سود واقعی ( $RM$ ) یک‌بار از شاخص اول ( $RM1$ ) و یک‌بار هم از شاخص دوم ( $RM2$ ) استفاده می‌گردد. همچنین، با توجه به اینکه در فرضیه چهارم، متغیر وابسته ( $EqiD$ )؛ "تأمین مالی از طریق صدور سهام" و در فرضیه پنجم، متغیر وابسته ( $DebtD$ )؛ "تأمین مالی از طریق بدهی" است که هر دو به صورت ۰ و ۱ تعریف می‌گردند، برای آزمون این دو فرضیه از مدل رگرسیون لجیت استفاده شده است.

#### مدل (۳)

$$EqiD_{it} = a_0 + a_1 LevDeD_{it-1} + a_2 VTCAR_{it-1} + a_3 LevDeD_{it-1} * VTCAR_{it-1} + a_4 RM_{it-1} + a_5 LevDeD_{it-1} * RM_{it-1} + a_6 DRisk_{it} + a_7 Stor_{it} + e_{it}$$

#### مدل (۴)

$$DebtD_{it} = a_0 + a_1 LevDeD_{it-1} + a_2 VTCAR_{it-1} + a_3 LevDeD_{it-1} * VTCAR_{it-1} + a_4 RM_{it-1} + a_5 LevDeD_{it-1} * RM_{it-1} + a_6 DRisk_{it} + a_7 Stor_{it} + e_{it}$$

که در آن:

LevDeD: متغیر مجازی مربوط به شرکت‌های دارای مازاد (کسری) اهرم مالی است.

RM: بیانگر مدیریت سود واقعی است.

۷- یافته‌های پژوهش

۷-۱- آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای مورد استفاده در این تحقیق برای ۷۵۰ مشاهده (سال-شرکت) در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	کشیدگی	چولگی	انحراف معیار
معیار کیفیت سود	VTCAR	۰/۰۸۳۵	۰/۰۷۰۰۷	۰/۸۰۵۸	۰/۰۰۱۳	۰/۳۱۹۵	۰/۲۲۵۵	۰/۰۶۵۹۴
مدیریت سود واقعی شاخص اول	RM1	۰/۰۴۸۳	۰/۰۳۲۱۹	۰/۵۵۹۵۴	-۰/۰۹۷۷۸	۰/۴۹۷۶	۱/۰۰۳۵	۰/۱۵۴۶۹
مدیریت سود واقعی شاخص دوم	RM2	۰/۰۱۵۲	۰/۰۲۵۳۷	۰/۳۹۴۹۹	-۰/۰۷۴۹۱	۱/۴۷۷۵	-۱/۱۴۶۸	۰/۱۴۲۵۵
کسری اهرم مالی	LevDeD	۰/۴۹۶۰	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	-۱/۰۰۵۱	۰/۰۱۶۰	۰/۵۰۰۳
اندازه شرکت	SIZE	۶/۲۰۷۲	۶/۱۲۲۷	۸/۳۱۶۷	۴/۴۹۵۸۶	۰/۷۰۷۶	۰/۶۴۸۷	۰/۶۷۸۲۶
فرصت رشد	MB	۳/۰۷۲۹	۲/۴۰۱۳	۳۷/۳۱۷۸	۰/۴۲۰۰۲	-۱/۵۸۹	۲/۱۴۲۰	۲/۵۳۶۸
ریسک عدم پرداخت بدهی	DRisk	۴/۵۲۴۰	۳/۳۶۳۴	۴۵/۹۲۱۱	-۰/۵۸۰۸	۲/۲۳۰۶	۳/۳۱۳۴	۳/۹۲۶۸۸
ریسک سیستماتیک	Beta	۰/۷۹۷۶	۰/۶۹۶۶	۵/۵۸۶۳۵	-۲/۷۱۷۶	-۱/۰۲۶۱	۰/۹۰۷۵	۰/۸۳۷۶۳
بازده سهام	Stor	۰/۴۵۴۱	۰/۱۵۹۷	۸/۱۰۳۴	-۰/۶۰۴۳	۲/۸۱۷۹	۳/۰۳۵۳	۰/۹۳۹۰۵
تأمین مالی از طریق سهام	EquiD	۰/۲۵۷۳	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	-۰/۷۶۴۶	۱/۱۱۲۴	۰/۴۳۷۴
تأمین مالی از طریق بدهی	DebtD	۰/۸۹۸۶	۱/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	-۰/۰۲۲۶	-۱/۶۴۷۵	۰/۳۰۱۹

با عنایت به داده‌های این جدول، مقدار میانگین متغیر تأمین مالی از طریق سهام، تقریباً برابر با ۲۵٫۷ است که نشان می‌دهد حدود ۲۶٪ از مشاهدات (۱۹۳ سال - شرکت) دارای تأمین مالی از طریق سهام بوده‌اند. از سوی دیگر، مقدار میانگین متغیر تأمین مالی از طریق بدهی (۰/۸۹۸۶) نشان می‌دهد که حدود ۸۹ درصد از مشاهدات (۶۷۴ سال-شرکت) دارای تأمین مالی از طریق بدهی بوده‌اند. با توجه به اینکه متغیر تأمین مالی از طریق سهام (EquiD) و بدهی (DebtD) به صورت (۱ و ۰) تعریف شده‌اند و مجموع این دو عدد از عدد ۱ بیشتر است؛ لذا می‌توان گفت بسیاری از شرکت‌های نمونه در برخی از دوره‌ها دارای هر دو نوع تأمین مالی بوده‌اند. در ارتباط با مقدار میانگین متغیر کسری اهرم مالی، که تقریباً برابر با ۰/۵۰ است، نشان می‌دهد که تعداد ۳۷۸ مورد از مشاهدات (سال-شرکت) دارای کسری اهرم مالی و در حدود ۳۷۲ مورد از مشاهدات (سال-شرکت) نیز دارای مازاد اهرم مالی می‌باشند. در خصوص متغیر معیار کیفیت سود (VTCAR)، اختلاف بین مقدار حداقل و حداکثر این متغیر به ترتیب برابر با ۰/۰۰۱۳ و ۰/۸۰۵۸ حاکی از آن است که بین شرکت‌های نمونه تحقیق از نظر انحراف معیار باقیمانده‌ها تفاوت قابل توجهی وجود دارد.

## ۷-۲- آزمون فرضیات پژوهش

### فرضیه اول

برای آزمون فرضیه اول تحقیق از رگرسیون چند متغیر با استفاده از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. بنابراین، ابتدا با استفاده از آزمون F لیمر به منظور تشخیص اینکه داده‌ها از نوع پانل است یا تلفیقی استفاده می‌شود. در صورت انتخاب داده‌های پانل، در مرحله بعد در مورد انتخاب یکی از دو روش اثرات ثابت یا تصادفی از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. در آزمون F لیمر، فرضیه  $H_0$  یکسان بودن عرض از مبدأها (داده‌های تلفیقی) در مقابل فرضیه مخالف  $H_1$ ، ناهمسانی عرض از مبدأها (روش داده‌های پانل) قرار می‌گیرد. با توجه به نتایج ارائه شده در جدول (۳)، مقدار احتمال آماره F لیمر ۰,۰۰۰۰ می‌باشد که حاکی از مناسب بودن استفاده از روش داده‌های پانل است. همچنین، مقدار احتمال آماره آزمون هاسمن برابر با ۰,۰۰۰۰ است که از سطح خطای ۰/۰۵ کمتر است، در نتیجه مناسب بودن استفاده از روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود.

جدول (۳): نتایج آزمون‌های F لیمر و هاسمن

نوع آزمون	مقدار	مقدار احتمال آماره	نتیجه‌گیری
F لیمر	۶/۱۱۱۴	۰/۰۰۰۰	روش داده‌های پانل
آزمون هاسمن	۱۹/۷۴۱۸	۰/۰۰۰۰	روش اثرات ثابت

در ادامه نتایج برازش مدل رگرسیون با استفاده از روش داده‌های پانل اثرات ثابت به منظور آزمون فرضیه اول در جدول (۴) ارائه شده است.

جدول ۴: نتایج آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: کیفیت سود		روش تخمین: رگرسیون ECLS پانلی با اثرات ثابت	
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t
C	-۰/۲۱۲۴	۰/۰۳۲۱	-۰/۶۰۰۵
LevDeD <sub>it</sub>	۰/۰۰۲۹	۰/۰۱۱۸	۰/۲۴۸۰
LevDeD <sub>it-1</sub>	-۰/۰۳۲۱	۰/۰۰۷۰	-۴/۵۸۱۶
Size	۰/۰۴۹۲	۰/۰۰۵۱	۹/۵۹۶۲
MB	۰/۰۰۱۱	۰/۰۰۰۴	۲/۵۵۲۴
۱/۶۵۰۴	آماره دوربین-واتسون	۰/۵۵۹۷	ضریب تعیین ( $R^2$ )
۶/۱۱۱۴	آماره F فیشر	۰/۴۶۸۱	$R^2$ تعدیل شده
۰/۰۰۰۰	معناداری آماره F فیشر	۰/۱۸۳۹	وایت= ۰/۰۰۰

مطابق یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه اول در جدول ۴، مقدار احتمال آماره آزمون وایت کمتر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین در مدل مربوطه مشکل ناهمسانی واریانس بین اجزای خطاء وجود دارد که برای رفع آن از روش EGLS استفاده شده است. احتمال آماره F لیمر کمتر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین روش پانل مناسب است و احتمال آماره هاسمن نیز کمتر از ۰/۰۵ است. بنابراین، تخمین مدل با استفاده از روش اثرات ثابت انجام می‌شود. احتمال آماره جاک-برا بیشتر از ۰/۰۵ حاکی از تأیید نرمال بودن اجزای خطاست. همچنین احتمال آماره F کمتر از ۰/۰۵ است که حاکی از معنادار بودن کلی مدل رگرسیون است. در خصوص آزمون فرضیه اول، مقدار احتمال آماره t متغیر کسری اهرم مالی در دوره جاری برابر با ۰,۸۰۴۲ است که بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین ضریب این متغیر معنادار نیست و در نتیجه فرضیه اول تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید نمی‌گردد. همچنین، در سطح خطای ۰/۰۵ بین متغیرهای کنترلی کسری اهرم مالی در دوره قبل، اندازه شرکت و فرصت رشد شرکت با متغیر کیفیت سود ارتباط معناداری وجود دارد.

#### آزمون فرضیه دوم و سوم

نتایج آزمون فرضیه دوم و سوم در جدول (۵) ارائه شده است.

جدول ۵: نتایج آزمون فرضیه دوم و سوم

متغیر وابسته: تأمین مالی از طریق سهام،			روش تخمین: رگرسیون لوجیت			
فرضیه دوم-شرکت‌های دارای مازاد اهرم		فرضیه سوم-شرکت‌های دارای کسری اهرم		متغیر		
ضریب	آماره Z	احتمال آماره	ضریب	آماره Z	احتمال آماره	
۱/۴۹۸	۲/۲۶۱	۰/۰۲۳۷	۵/۱۴۱	۵/۵۵۲	۰/۰۰۰۰	
۰/۰۴۱۳	۰/۰۳۳	۰/۹۷۲۹	۰/۰۲۴	۰/۰۱۴	۰/۹۸۸۵	
۰/۷۱۵	۰/۵۱۳	۰/۶۰۷۳	-۲/۱۷۱	-۱/۲۱۲	۰/۲۲۵۴	
-۰/۰۸۰	-۲/۴۴۶	۰/۰۱۴۴	-۰/۳۳۰	-۶/۹۳۲	۰/۰۰۰۰	
-۰/۰۱۱	-۰/۷۱۱	۰/۴۷۶۷	-۰/۵۹۵	-۷/۶۲۳	۰/۰۰۰۰	
-۰/۰۷۳	-۰/۸۶۶	۰/۳۸۶۱	-۰/۳۸۵	-۳/۵۴۳	۰/۰۰۰۴	
-۰/۳۲۰	-۳/۷۵۰	۰/۰۰۰۲	-۰/۶۹۳	-۵/۵۷۹	۰/۰۰۰۰	
-۰/۲۱۶	-۲/۲۱۸	۰/۰۲۶۵	-۰/۲۸۴	-۲/۱۲۷	۰/۰۳۳۴	
آماره LR		۲۹/۷۵۳	آماره LR		۱۷۶/۴۲۶	
احتمال آماره LR		۰/۰۰۰۱	احتمال آماره LR		۰/۰۰۰۰	
ضریب تعیین مک فادن		۰/۰۶۱۰	ضریب تعیین مک فادن		۰/۳۵۱۲	

با توجه به نتایج جدول ۵، در خصوص فرضیه دوم تحقیق، مقدار احتمال آماره LR برابر با ۰,۰۰۰ است؛ بنابراین، معناداری کلی مدل رگرسیون تأیید می‌گردد. مقدار احتمال آماره Z متغیر  $VTCAR_{it}$  برابر با ۰,۹۷۲۹ است که بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، بنابراین ضریب این متغیر معنادار نیست و در نتیجه فرضیه دوم تحقیق رد می‌گردد. در ارتباط با فرضیه سوم، مقدار احتمال آماره LR برابر با ۰,۰۰۰ است که به مفهوم تأیید معناداری کلی مدل رگرسیون است. مقدار احتمال آماره Z متغیر  $VTCAR_{it}$  برابر با ۰/۹۸۸۵ است که در سطح خطای ۰/۰۵ معنادار نیست و در نتیجه فرضیه سوم تحقیق نیز رد می‌گردد.

### آزمون فرضیه چهارم و پنجم

نتایج آزمون فرضیه چهارم و پنجم در جدول (۶) ارائه شده است. نتایج ارائه شده در دو ستون اول که تأمین مالی از طریق سهام (EquiD) متغیر وابسته مربوط به فرضیه چهارم و نتایج دو ستون آخر جدول که تأمین مالی از طریق بدهی (DebtD) متغیر وابسته مربوط به فرضیه پنجم تحقیق است. همچنین مطابق مطالب ارائه شده در بخش ارائه مدل و تعریف عملیاتی متغیرها، برای سنجش مدیریت سود از دو شاخص RM1 و RM2 استفاده شده است، لذا در مدل مربوط به این دو فرضیه، بجای متغیر مدیریت سود (RM)، یکبار از شاخص اول (RM1) و یکبار هم از شاخص دوم (RM2) استفاده شده است.

مطابق نتایج ارائه شده در جدول ۶، در خصوص فرضیه چهارم مقدار احتمال آماره ضریب متغیر تعاملی  $LevDeDit-1 \times VTCAR_{it-1}$  مثبت و معنادار است. همچنین مقدار احتمال آماره ضریب متغیرهای تعاملی  $LevDeDit-1 \times RM1_{it-1}$  و  $LevDeDit-1 \times RM2_{it-1}$  در هر دو حالت مثبت و معنادار است. بنابراین، فرضیه چهارم تحقیق تأیید می‌گردد. بنابراین می‌توان ادعا کرد که در شرکت‌های دارای مزاد اهرم مالی در مقایسه با شرکت‌های دارای کسری اهرم مالی، مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و مدیریت سود واقعی سال قبل بر تأمین مالی از طریق سهام تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. به عبارت دیگر، شرکت‌ها قبل از تأمین مالی از طریق صدور سهام به مدیریت سود اقدام می‌کنند. در خصوص فرضیه پنجم، مقدار احتمال آماره ضریب متغیر تعاملی  $LevDeDit-1 \times VTCAR_{it-1}$  در هر دو حالت بیشتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و در نتیجه حاکی از عدم معناداری ضریب مربوطه است. از سوی دیگر، مقدار احتمال آماره متغیرهای  $LevDeDit-1 \times RM1_{it-1}$  و  $LevDeDit-1 \times RM2_{it-1}$  در هر دو حالت بیشتر از سطح خطای ۵٪ است و در نتیجه حاکی از عدم معناداری ضریب مربوطه است. بنابراین فرضیه پنجم تأیید نمی‌گردد. این بدان معنی است که در شرکت‌های دارای مزاد اهرم مالی، مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و مدیریت سود واقعی سال قبل بر تأمین مالی از طریق بدهی تأثیر معنی‌داری ندارد؛ به بیانی دیگر، شرکت‌های دارای مزاد اهرم مالی قبل از فعالیتهای تأمین مالی از طریق بدهی به مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و مدیریت سود واقعی اقدام نمی‌کنند.



جدول ۶: نتایج آزمون فرضیه چهارم و پنجم

متغیر وابسته: تأمین مالی از طریق سهام (چهارم)، تأمین مالی از طریق بدهی (پنجم)؛ روش تخمین: رگرسیون لجوجیت				
فرضیه پنجم (DebtD)		فرضیه چهارم (EquiD)		فرضیه (متغیر وابسته)
RM2	RM1	RM2	RM1	شاخص مدیریت سود واقعی
۱/۴۸۳	۱/۴۴۲	-۱/۱۰۶	-۱/۴۵۴	ضریب
۰/۰۳۰	۰/۰۳۶	۰/۰۳۰	۰/۰۰۵	احتمال
۱/۱۳۲	۱/۲۷۲	۲/۲۸۰	۲/۲۷۷	ضریب
۰/۴۰۹	۰/۳۶۳	۰/۰۱۳	۰/۰۱۳	احتمال
-۰/۹۸۲	-۱/۲۸۹	۶/۳۲۳	۶/۸۷۰	ضریب
۰/۵۷۱	۰/۴۵۴	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	احتمال
--	-۰/۱۲۱	--	۰/۰۹۲	ضریب
--	۰/۰۳۶	--	۰/۰۳۰	احتمال
-۰/۱۶۶	--	۰/۱۰۳	--	ضریب
۰/۰۰۸	--	۰/۰۲۶	--	احتمال
--	۰/۰۳۳	--	۰/۲۴۷	ضریب
--	۰/۷۲۶	--	۰/۰۰۰	احتمال
۰/۰۱۵	--	۰/۱۵۹	--	ضریب
۰/۸۹	--	۰/۰۳۸	--	احتمال
-۰/۰۲۰	-۰/۰۲۰	-۰/۰۰۶	-۰/۰۰۸	ضریب
۰/۲۴۹	۰/۲۵۱	۰/۶۵۹	۰/۵۸۵	احتمال
۰/۰۵۳	۰/۰۷۱	-۰/۱۲۱	-۰/۱۴۲	ضریب
۰/۵۱۸	۰/۳۹۹	۰/۰۴۲	۰/۰۲۰	احتمال
۰/۰۴۴	۰/۰۳۵	۰/۰۸۷	۰/۱۰۳	ضریب تعیین یا مک فادن
۲۱/۹۶۲	۱۷/۶۶	۸۸/۷۵	۱۰۴/۶۲	آماره F یا LR
۰/۰۰۴	۰/۰۲۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	احتمال آماره

#### ۸- نتیجه‌گیری و بحث

در پژوهش حاضر به بررسی تأثیر کسری (مازاد) اهرم مالی بر رابطه بین کیفیت سود و سیاست تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه اول نشان داد که کسری اهرم مالی در دوره جاری، به‌طور معناداری باکیفیت سود رابطه ندارد. این یافته با نتایج تحقیق لین و لی (۲۰۱۶) در تضاد است. آنان نشان دادند که شرکت‌های دارای کسری اهرم مالی از کیفیت سود بالاتری برخوردار هستند. نتایج فرضیه دوم نشان داد که در شرکت‌های دارای مازاد اهرم مالی بین کیفیت سود و

تأمین مالی از طریق صدور سهام ارتباط مثبت و معناداری وجود ندارد. نتایج این فرضیه با یافته‌های تحقیق جعفری و همکاران (۱۳۹۱) مطابقت دارد ولی با مبانی نظری پشتوانه فرضیه مذکور سازگار نیست؛ چراکه این انتظار وجود دارد در شرکت‌های دارای اهرم مالی بالا، شرکت‌ها به‌عنوان راهی برای نگهداری انعطاف‌پذیری مالی آینده خود و جلوگیری از افزایش احتمال ورشکستگی، تمایل بیشتری به تأمین مالی از طریق فروش سهام داشته باشند. عدم تمایل شرکت‌های دارای مزاد اهرم مالی در بورس تهران به تأمین مالی از طریق سهام را می‌توان ناشی از دسترسی آسان شرکت‌ها به سایر منابع مالی نظیر تسهیلات مالی بانک‌ها و فرایند زمانی کمتر آن تلقی کرد. از سوی دیگر، نتایج فرضیه سوم نشان داد در شرکت‌های دارای کسری اهرم مالی بین کیفیت سود ضعیف و تأمین مالی از طریق صدور سهام ارتباط معناداری وجود ندارد. نتایج این فرضیه با یافته‌های تحقیق لین و لی (۲۰۱۶) ناسازگار است. آنان دریافتند که در شرکت‌های دارای کسری اهرم مالی که از کیفیت سود پایین تری برخوردارند، به تأمین مالی از طریق صدور سهام اقدام می‌کنند. یافته‌های فرضیه چهارم نشان داد که در شرکت‌های دارای مزاد اهرم مالی، بین مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و مدیریت سود واقعی سال قبل و تأمین مالی از طریق سهام رابطه مثبتی وجود دارد. بدین معنی که در این شرکت‌ها قبل از اقدام به تأمین مالی از طریق سهام به هر دو نوع مدیریت سود اقدام خواهند کرد. این یافته‌ها با نتایج تحقیق کوراجزیک و لوی (۲۰۰۳)، جلینک (۲۰۰۷) مطابقت دارد و با نتایج تحقیق لین و لی (۲۰۱۶) در تضاد است. همچنین، یافته‌های فرضیه پنجم تحقیق نشان داد که شرکت‌هایی که دارای مزاد اهرم مالی هستند در مقایسه با شرکت‌هایی که دارای کسری اهرم مالی هستند، قبل از اینکه به تأمین مالی از طریق بدهی روی آوردند سود خود را نه از طریق فعالیت‌های واقعی و نه از طریق اقلام تعهدی مدیریت نخواهند کرد. از یک دیدگاه می‌توان این نتیجه را با یافته‌های تحقیق زامری و همکاران (۲۰۱۳) و ایزدی نیا و همکاران (۱۳۹۲) سازگار دانست. چراکه آنان دریافتند که بین اهرم مالی و معیارهای مدیریت سود رابطه منفی و معناداری وجود دارد. یعنی شرکت‌هایی که دارای اهرم مالی بیشتری هستند کمتر به مدیریت سود اقدام خواهند کرد. از سوی دیگر، این یافته با نتایج تحقیق زاگرز (۲۰۰۲) و رضایی و صابر فرد (۱۳۹۵) در تضاد است. آنان با بررسی تأثیر افزایش اهرم مالی بر مدیریت سود واقعی نشان دادند که در شرکت‌هایی با اهرم مالی فزاینده، تمایل بیشتری برای مدیریت سود واقعی وجود دارد. در مجموع، عدم مدیریت سود با استفاده از فعالیت‌های واقعی و یا اقلام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران قبل از اقدام به تأمین مالی از طریق بدهی را می‌توان ناشی از این واقعیت دانست که در بورس اوراق بهادار تهران، مالکیت عمده بسیاری از شرکت‌ها در اختیار دولت بوده یا در تملک سرمایه‌گذاران نهادی نظیر خود بانک‌ها و سایر نهادهای ذی‌نفوذ قرار دارند؛ و از سوی دیگر، در چنین محیطی اخذ وام بانکی اساساً مبتنی بر وجود روابط است؛ لذا مدیران چنین شرکت‌هایی، الزامی نمی‌بینند که جهت تأثیرگذاری بر تصمیمات بانک‌ها دورنمای آتی شرکت را از طریق مدیریت سود مثبت جلوه دهند. با توجه به یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق مبنی بر اینکه که در شرکت‌های دارای مزاد اهرم مالی، قبل از تأمین مالی از طریق سهام به مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و مدیریت سود واقعی اقدام خواهند کرد، به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود جهت تصمیم‌گیری در خصوص سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، به وضعیت شرکت‌ها از نظر وجود مزاد یا کسری اهرم مالی

توجه داشته باشند و اگر شرکت موردنظر دارای مازاد اهرم مالی است، به دلیل احتمال مدیریت سود، اطلاعات مالی شرکت به‌ویژه اطلاعات سود را با حساسیت بیشتری مورد تحلیل قرار دهند. به مدیران شرکت‌ها توصیه می‌شود به هنگام تصمیم‌گیری در مورد تأمین مالی علاوه بر سایر فاکتورها به سطح اهرم مالی فعلی شرکت توجه داشته باشند

### فهرست منابع

- \* امیری، هادی، محمدی خورزوقی، هاجر. (۱۳۹۱). تحلیل ارتباط بین تأمین مالی از طریق بدهی و کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه حسابداری مالی، سال چهارم، شماره ۱۶، صص. ۶۱-۸۱.
- \* ایزدی نیا، ناصر، ربیعی، حامد، حمیدیان، نرگس. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین اهرم مالی و مدیریت سود واقعی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پیشرفت‌های حسابداری، شماره ۱، صص. ۳۳-۵۴.
- \* جعفری، مجتبی، فخاری، حسین، رمضان احمدی، محمد. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین تأمین مالی از طریق بدهی و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین همایش ملی بررسی راهکارهای ارتقاء مباحث مدیریت، حسابداری و مهندسی صنایع در سازمان‌ها، دانشگاه آزاد واحد گچساران.
- \* رضایی، فرزین، صابر فرد، امید. (۱۳۹۵). تأثیر سطوح اهرم مالی بر مدیریت سود واقعی شرکت‌ها، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال ششم، شماره ۲۱، صص. ۲۰۵-۲۲۳.
- \* فروغی، داریوش و محمدی، هاجر، (۱۳۹۰)، چگونگی ارتباط تأمین مالی از طریق بدهی و کیفیت سود، مجله پژوهش حسابداری، شماره ۱، صص-۱۳۸-۱۵۴.
- \* قدیری مقدم، ابوالفضل، غلامپورفرد، محمد مسعود، نصیرزاده، فرزانه. (۱۳۸۸). بررسی توانایی مدل‌های پیش‌بینی ورشکستگی آلتمن و اهلسون در پیش‌بینی ورشکستگی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش و توسعه، سال شانزدهم، شماره ۲۸، صص. ۱۹۳-۲۲۰.
- \* Beatty, A. and J. Weber (2003), 'The Effects of Debt Contracting on Voluntary Accounting Method Changes', *The Accounting Review*, Vol. 78, pp. 119-42.
- \* Beneish, M. D. and E. Press (1993), 'Costs of Technical Violation of Accounting-Based Debt Covenants', *The Accounting Review*, Vol. 68, pp. 233-57.
- \* Bhattacharya, N., Desai, H., & Venkataraman, K. (2013). Does Earnings Quality Affect Information Asymmetry?, Evidence from Trading Costs\*. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 482-516.
- \* Billett, M. T., T. D. King and D. C. Mauer. (2007), 'Growth Opportunities and the Choice of Leverage, Debt Maturity, and Covenants', *Journal of Finance*, Vol. 62, pp. 697-730.
- \* Chang, X., Dasgupta, S., & Hilary, G. (2009). The Effect of Auditor Quality on Financing Decisions. *The Accounting Review*, 84(4), 1085-1117.
- \* DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Whited, T. M. (2011). Capital structure dynamics and transitory debt. *Journal of Financial Economics*, 99(2), 235-261.

- \* Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77(s-1), 35–59.
- \* Dichev, I. D. and D. J. Skinner (2002), 'Large Sample Evidence on the Debt Covenant Hypothesis', *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, pp. 1091–123.
- \* Dechow, P. M., Kothari, S. P., & L. Watts, R. (1998). The relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting and Economics*, 25(2), 133–168.
- \* DuCharme, L. L., Malatesta, P. H., & Sefcik, S. E. (2001). Earnings Management: IPO Valuation and Subsequent Performance. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 16(4), 369–396.
- \* Flannery, M. J., & Rangan, K. P. (2006). Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics*, 79(3), 469–506.
- \* Ghosh, A. (A), & Moon, D. (2010). Corporate Debt Financing and Earnings Quality. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(5–6), 538–559.
- \* Grossman, S. J. and O. D. Hart (1982). 'Corporate Financial Structure and Managerial Incentives', in J. J. McCall (ed.). *The Economics of Information and Uncertainty* (Chicago: University of Chicago Press).
- \* Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economics Review*, 76(2), 323-329.
- \* Jelinek, K. (2007). The Effect of Leverage Increases on Earnings Management. *Journal of Business & Economic Studies*, 13(2), 24-46.
- \* Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). The Debt-Equity Choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 1–24.
- \* Korajczyk, R. A., & Levy, A. (2003). Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints. *Journal of Financial Economics*, 68(1), 75–109.
- \* Lazzem, S., & Jilani, F. (2017). The impact of leverage on accrual-based earnings management: The case of listed French firms, *Research in International Business and Finance*, In Press, 12 July.
- \* Lin, C., Ma, Y., Malatesta, & Yuhai Xuan, (2013) "Corporate Ownership Structure and the Choice between Bank Debt and Public debt" *Journal of Financial Economics*, 109, 517-534.
- \* Lin, Y., M. & Lee, T., W. (2016). The Effects of Earnings Quality and Leverage Deficit on Financing Policy, *Accounting and Finance Research*, Vol. 5, No. 3. pp. 144-160.
- \* Putra, N., Y. & Subowo, S. (2016). The Effect of Accounting Conservatism, Investment Opportunity Set, Leverage, and Company Size on Earnings Quality, *Accounting Analysis Journal*, 5(4), PP. 299-306.
- \* Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2011). Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility. *Journal of Accounting and Economics*, 51(1–2), 1–20.
- \* Stulz, R. (1990), 'Managerial Discretion and Optimal Financing Policies', *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, pp. 3–27.
- \* Sweeney, A. P. (1994), 'Debt Covenant Violations and Managers' Accounting Responses', *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, pp. 281–308.
- \* Wasimullah, Toor, I.K and Abbas, Z. (2010), Can High Leverage Control the Opportunistic Behavior of Managers: Case Analysis of Textile Sector of Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 140-2887, 47.
- \* Watts, R. and J. Zimmerman (1986), *Positive Accounting Theory* (Prentice-Hall, Englewoods Cliff, NJ).
- \* Zagers, I. (2009). The effect of leverage increases on real earning management. Working paper.
- \* Zamri, N., Rahayu, A. R. & Noor Saatila, M. I. (2013). The impact of leverage on real earning management. *Procedia Economics and Finance*, 7, Pages 86-95.