

تأثیر مدیریت سود بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهنوش علیزاده^۱

حمید روان پاک نودژ^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۵/۰۲/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۵/۰۶/۳۰

چکیده

در این پژوهش تأثیر مدیریت سود بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰ بررسی شده است. مدیریت سود به عنوان یکی از مصادیق کاهش کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند موجب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه‌گذاران شود و در نتیجه، ریسک ادراک‌شده و نرخ بازده مورد انتظار تأمین‌کنندگان سرمایه را افزایش دهد. پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر روش توصیفی-همبستگی است و با اتکا به داده‌های مالی شرکت‌های بورسی و الگوی داده‌های تابلویی، رابطه میان مدیریت سود و هزینه سرمایه را تحلیل می‌کند. متغیر مستقل پژوهش مدیریت سود است که بر پایه ارقام تعهدی اختیاری سنجیده می‌شود و متغیر وابسته، هزینه سرمایه است. همچنین متغیرهای کنترلی شامل اندازه شرکت، اهرم مالی، سودآوری و رشد فروش برای کنترل سایر عوامل اثرگذار بر هزینه سرمایه در مدل لحاظ شده‌اند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که مدیریت سود اثر مثبت و معناداری بر هزینه سرمایه دارد؛ به این معنا که افزایش دستکاری در سود گزارش‌شده، کیفیت اطلاعات مالی را کاهش داده و سرمایه‌گذاران را به مطالبه بازده بیشتر سوق می‌دهد. نتایج همچنین نشان می‌دهد که برخی ویژگی‌های مالی شرکت‌ها، از جمله اهرم مالی، سودآوری، رشد فروش و اندازه شرکت، در تبیین تغییرات هزینه سرمایه نقش دارند. بر اساس این یافته‌ها، ارتقای شفافیت گزارشگری مالی و محدودسازی فرصت‌های مدیریت سود می‌تواند به کاهش هزینه سرمایه و بهبود کارایی بازار سرمایه کمک کند.

واژگان کلیدی

مدیریت سود، هزینه سرمایه، کیفیت گزارشگری مالی، عدم تقارن اطلاعاتی، بورس اوراق بهادار تهران

۱. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری گرایش حسابداری، دانشکده مالی و حسابداری، موسسه آموزش عالی الکترونیکی ایرانیان، تهران، ایران.

۲. استادیار، دانشکده مالی و حسابداری، موسسه آموزش عالی الکترونیکی ایرانیان، تهران، ایران. hamid.ravanpak@iranian.ac.ir

۱. مقدمه

کیفیت گزارشگری مالی یکی از پایه‌های اصلی تصمیم‌گیری در بازار سرمایه است؛ زیرا سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و تحلیلگران مالی برای ارزیابی عملکرد و ریسک شرکت‌ها به اطلاعات منتشرشده در صورت‌های مالی اتکا می‌کنند. هرچه اطلاعات مالی شفاف‌تر، قابل اتکا تر و به‌موقع‌تر باشد، سطح اطمینان استفاده‌کنندگان افزایش می‌یابد و امکان تخصیص کاراتر منابع مالی فراهم می‌شود. در مقابل، ضعف در کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی را تشدید کند و برداشت سرمایه‌گذاران از ریسک شرکت را افزایش دهد.

یکی از مهم‌ترین عواملی که کیفیت گزارشگری مالی را تحت تأثیر قرار می‌دهد، مدیریت سود است. مدیریت سود به معنای استفاده هدفمند مدیران از قضاوت‌های حسابداری، انتخاب روش‌های گزارشگری یا تصمیمات واقعی عملیاتی برای تغییر سود گزارش شده است؛ به گونه‌ای که تصویر ارائه‌شده از عملکرد مالی شرکت ممکن است با واقعیت اقتصادی آن فاصله داشته باشد. این پدیده به دلیل ارتباط مستقیم با قراردادهای پاداش، انتظارات بازار سرمایه، الزامات بدهی و فشارهای نظارتی، در ادبیات حسابداری جایگاه ویژه‌ای دارد. (Healy & Wahlen, 1999)

مدیریت سود زمانی اهمیت بیشتری پیدا می‌کند که پیامدهای اقتصادی آن بررسی شود. یکی از این پیامدها، افزایش هزینه سرمایه شرکت است. هزینه سرمایه نشان‌دهنده حداقل بازدهی است که سرمایه‌گذاران و تأمین‌کنندگان مالی برای پذیرش ریسک سرمایه‌گذاری در یک شرکت مطالبه می‌کنند. اگر سود گزارش شده تحت تأثیر رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت قرار گیرد، سرمایه‌گذاران نسبت به صحت اطلاعات مالی تردید بیشتری پیدا می‌کنند و برای جبران ریسک اطلاعاتی، بازده مورد انتظار بالاتری طلب می‌کنند. (Easley & O'Hara, 2004)

در بازار سرمایه ایران، اهمیت این موضوع به دلیل ویژگی‌هایی مانند سطح متفاوت شفافیت اطلاعاتی، محدودیت‌های افشا، تفاوت در کیفیت راهبری شرکتی و وابستگی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری به گزارش‌های مالی بیشتر می‌شود. به همین دلیل، بررسی رابطه مدیریت سود و هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند هم از نظر نظری و هم از نظر کاربردی اهمیت داشته باشد. از نظر نظری، این پژوهش پیوند میان کیفیت سود، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه را در بستر بازار سرمایه ایران روشن می‌کند. از نظر کاربردی نیز یافته‌های آن می‌تواند برای سرمایه‌گذاران، مدیران شرکت‌ها، حسابرسان و سیاست‌گذاران بازار سرمایه مفید باشد.

هدف اصلی این مقاله، بررسی تأثیر مدیریت سود بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰ است. در کنار این هدف، نقش متغیرهای کنترلی مانند اندازه شرکت، اهرم مالی، سودآوری و رشد فروش نیز در تبیین هزینه سرمایه بررسی می‌شود تا رابطه اصلی پژوهش در چارچوبی دقیق‌تر و واقع‌بینانه‌تر تحلیل گردد.

۲. مبانی نظری و مرور ادبیات

۲-۱. مبانی نظری سود، کیفیت گزارشگری مالی و مدیریت سود

سود حسابداری یکی از مهم‌ترین شاخص‌های عملکرد مالی شرکت‌هاست و در ارزیابی توان سودآوری، ارزش‌گذاری سهام، تصمیم‌های اعتباری و قراردادهای مدیریتی نقش محوری دارد. با این حال، سود حسابداری تنها بازتاب مکانیکی جریان‌های نقدی نیست، بلکه تحت تأثیر برآوردها، مفروضات و انتخاب‌های حسابداری قرار می‌گیرد. همین ویژگی موجب می‌شود سود در معرض اعمال قضاوت مدیریت قرار گیرد و امکان مدیریت سود فراهم شود. (Dechow et al., 1995)

کیفیت گزارشگری مالی به شفافیت، قابلیت اتکا، بی‌طرفی، به‌موقع بودن و سودمندی اطلاعات مالی برای تصمیم‌گیری اشاره دارد. کیفیت بالاتر گزارشگری مالی، عدم اطمینان سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد و موجب می‌شود آنان با اطمینان بیشتری ریسک شرکت را ارزیابی کنند. در چنین شرایطی، بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران کاهش یافته و هزینه سرمایه شرکت پایین‌تر خواهد بود. (Francis et al., 2004).

مدیریت سود در ادبیات حسابداری به دو شکل اصلی بررسی می‌شود: مدیریت سود تعهدی و مدیریت سود واقعی. مدیریت سود تعهدی عمدتاً از طریق دستکاری اقلام تعهدی اختیاری و انتخاب روش‌های حسابداری انجام می‌شود؛ در حالی که مدیریت سود واقعی از طریق تصمیمات عملیاتی مانند تغییر سطح تولید، زمان‌بندی فروش یا کاهش هزینه‌های اختیاری رخ می‌دهد. هر دو شکل مدیریت سود می‌توانند به کاهش شفافیت اطلاعات مالی و افزایش ریسک اطلاعاتی منجر شوند (Kim & Sohn, 2013).

در چارچوب نظریه نمایندگی، مدیریت سود می‌تواند پیامد تضاد منافع میان مدیران و مالکان باشد. مدیران ممکن است برای دستیابی به پاداش بیشتر، رعایت شرایط قراردادهای بدهی یا حفظ تصویر مطلوب از عملکرد شرکت، در سود گزارش شده مداخله کنند. چنین رفتاری اگرچه ممکن است در کوتاه‌مدت ظاهر عملکرد شرکت را بهبود دهد، اما در بلندمدت اعتماد سرمایه‌گذاران را تضعیف کرده و هزینه تأمین مالی را افزایش می‌دهد. (Healy & Wahlen, 1999).

۲-۲. مرور تحقیقات داخلی

در مطالعات داخلی، مدیریت سود از نخستین موضوعات مهم در حوزه کیفیت سود و گزارشگری مالی بوده است. شواهد پژوهشی در بازار سرمایه ایران نشان داده است که انعطاف‌پذیری استانداردهای حسابداری و وجود عدم تقارن اطلاعاتی، سود حسابداری را در معرض دستکاری مدیریتی قرار می‌دهد و می‌تواند قابلیت اتکای صورت‌های مالی را کاهش دهد (نوروش و سپاسی، ۱۳۸۴).

بررسی رابطه کیفیت سود و هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان داده است که کیفیت بالاتر سود با کاهش هزینه سرمایه همراه است؛ زیرا اطلاعات شفاف‌تر موجب کاهش عدم اطمینان سرمایه‌گذاران و بهبود ارزیابی آنان از ریسک شرکت می‌شود (آقای و چالاک، ۱۳۸۸).

در پژوهش‌های مرتبط با کیفیت گزارشگری مالی، نشان داده شده است که افزایش کیفیت اطلاعات مالی و کاهش ابهام در صورت‌های مالی، هزینه سرمایه سهام عادی را کاهش می‌دهد. این نتیجه از این دیدگاه حمایت می‌کند که گزارشگری مالی با کیفیت می‌تواند نقش مهمی در کاهش ریسک اطلاعاتی و افزایش اعتماد بازار داشته باشد (حساسی‌یگانه و رضایی، ۱۳۸۹). تمرکز بر کیفیت اقلام تعهدی نیز نشان داده است که نوسانات و ضعف در کیفیت این اقلام می‌تواند هزینه سرمایه را تحت تأثیر قرار دهد. اقلام تعهدی زمانی که بازتاب‌دهنده قضاوت‌های فرصت‌طلبانه مدیریت باشند، سطح اطمینان سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهند و به مطالبه بازده بالاتر منجر می‌شوند (احمدپور و منتظری، ۱۳۹۰).

مطالعات داخلی درباره مدیریت سود تعهدی و واقعی نیز نشان داده‌اند که هر دو نوع مدیریت سود در محیط‌های اطلاعاتی کمتر کارا می‌توانند هزینه سرمایه را افزایش دهند. این نتیجه به‌ویژه در بازارهایی اهمیت دارد که نظام افشا و سازوکارهای نظارتی هنوز در حال تقویت و تکامل هستند (خانی و قجاوند، ۱۳۹۱).

۲-۳. مرور تحقیقات خارجی

در ادبیات بین‌المللی، یکی از مهم‌ترین چارچوب‌های سنجش مدیریت سود بر پایه اqlام تعهدی ارائه شده است. این چارچوب نشان می‌دهد که مقایسه میان سود حسابداری و جریان‌های نقدی می‌تواند مبنایی برای تشخیص دستکاری سود و شناسایی اqlام تعهدی اختیاری باشد (Dechow et al., 1995).

مرور ادبیات مدیریت سود نشان می‌دهد که انگیزه‌های قراردادی، بازار سرمایه و سیاسی در شکل‌گیری رفتارهای مدیریت سود نقش دارند. در این دیدگاه، مدیریت سود صرفاً یک انتخاب فنی حسابداری نیست، بلکه رفتاری مدیریتی است که تحت تأثیر محیط اقتصادی، فشارهای نهادی و منافع مدیران شکل می‌گیرد (Healy & Wahlen, 1999).

در بررسی رابطه ویژگی‌های سود و هزینه سرمایه سهام، شواهد نشان داده است که ویژگی‌هایی مانند پایداری سود، قابلیت پیش بینی و کیفیت اqlام تعهدی بر هزینه سرمایه اثر می‌گذارند. شرکت‌هایی که سود باکیفیت‌تر و گزارشگری مالی شفاف‌تری دارند، معمولاً با هزینه سرمایه پایین‌تری مواجه می‌شوند (Francis et al., 2004).

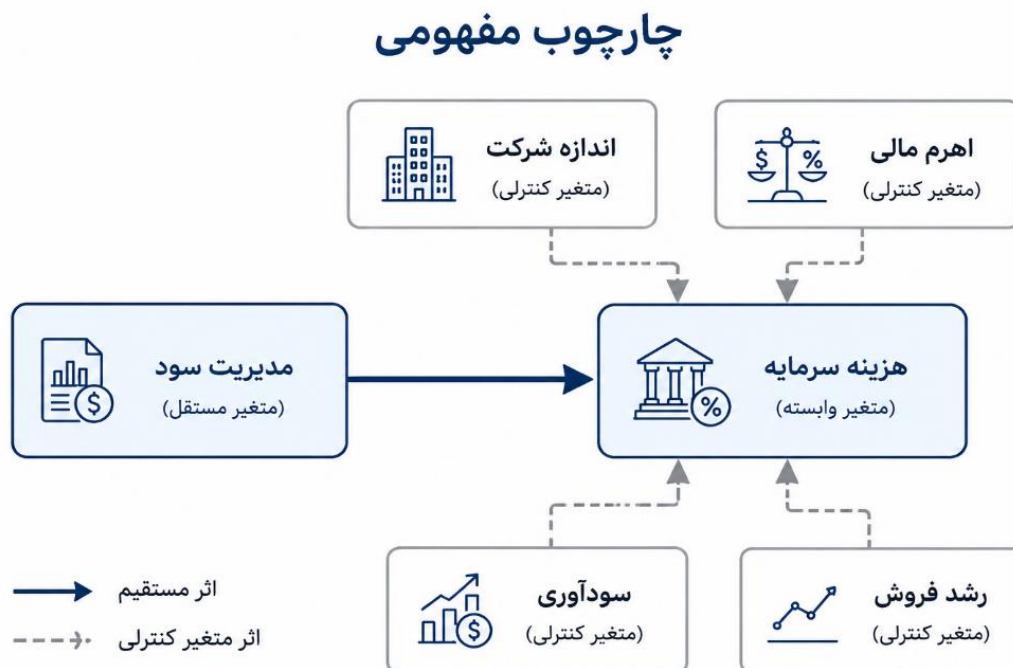
از منظر نظریه اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی یکی از عوامل مهم افزایش هزینه سرمایه است. وقتی همه سرمایه‌گذاران به اطلاعات یکسان و قابل اعتماد دسترسی ندارند، ریسک‌گزینش نامطلوب افزایش می‌یابد و بازار برای جبران این ریسک، پرمیوم بیشتری مطالبه می‌کند (Easley & O'Hara, 2004).

تحقیقات مربوط به مدیریت واقعی سود نشان داده‌اند که حتی تصمیمات عملیاتی مدیران، مانند کاهش هزینه‌های اختیاری یا تغییر سطح تولید، می‌تواند ریسک ادراک‌شده سرمایه‌گذاران را افزایش دهد و در نتیجه، هزینه سرمایه شرکت را بالا ببرد. این یافته بیانگر آن است که پیامدهای مدیریت سود تنها به اqlام تعهدی محدود نیست (Kim & Sohn, 2013).

۴-۲. چارچوب مفهومی پژوهش

چارچوب مفهومی پژوهش حاضر بر پیوند میان مدیریت سود، کیفیت گزارشگری مالی، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه استوار است. در این چارچوب، مدیریت سود به‌عنوان متغیر مستقل اصلی، از طریق کاهش شفافیت و قابلیت اتکای اطلاعات مالی، سطح ریسک اطلاعاتی را افزایش می‌دهد. افزایش ریسک اطلاعاتی نیز باعث می‌شود سرمایه‌گذاران بازده مورد انتظار بیشتری مطالبه کنند و هزینه سرمایه شرکت افزایش یابد.

در کنار متغیر اصلی، متغیرهایی مانند اندازه شرکت، اهرم مالی، سودآوری و رشد فروش در مدل لحاظ می‌شوند؛ زیرا این عوامل می‌توانند برداشت بازار از ریسک شرکت و توان آن برای تأمین مالی را تحت تأثیر قرار دهند. بنابراین، مدل پژوهش تلاش می‌کند اثر مدیریت سود بر هزینه سرمایه را با کنترل ویژگی‌های مهم مالی و عملیاتی شرکت‌ها بررسی کند.



شکل ۱-۲. چارچوب مفهومی رابطه مدیریت سود و هزینه سرمایه

در این چارچوب، مدیریت سود به عنوان متغیر مستقل بر هزینه سرمایه به عنوان متغیر وابسته اثر مستقیم دارد. متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی، سودآوری و رشد فروش نیز به عنوان متغیرهای کنترلی وارد مدل شده‌اند تا اثر عوامل مالی و عملیاتی شرکت‌ها در تبیین هزینه سرمایه کنترل شود.

۳. روش تحقیق

این پژوهش از نظر هدف کاربردی است؛ زیرا نتایج آن می‌تواند برای سرمایه‌گذاران، مدیران شرکت‌ها، حساب‌رسان و نهادهای ناظر بازار سرمایه در ارزیابی پیامدهای مدیریت سود و کاهش ریسک اطلاعاتی مفید باشد. از نظر ماهیت و روش، پژوهش حاضر توصیفی-همبستگی و مبتنی بر داده‌های کمی است؛ زیرا رابطه میان متغیرهای مالی با استفاده از داده‌های تاریخی و مدل‌های آماری بررسی می‌شود.

جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دوره زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰ را دربر می‌گیرد و واحد تحلیل، شرکت-سال است. برای افزایش همگنی نمونه و قابلیت اتکای نتایج، شرکت‌هایی که اطلاعات مالی کامل نداشته‌اند، سال مالی متفاوت داشته‌اند، در طول دوره فعالیت مستمر نداشته‌اند یا دچار تغییرات ساختاری عمده شده‌اند، از نمونه حذف شده‌اند.

داده‌های مورد نیاز از صورت‌های مالی حسابرسی شده، گزارش‌های رسمی شرکت‌ها و اطلاعات منتشر شده در پایگاه‌های رسمی بازار سرمایه گردآوری شده‌اند. پس از گردآوری، داده‌ها از نظر کامل بودن، انسجام، همخوانی زمانی و وجود مقادیر غیرعادی بررسی و پالایش شده‌اند تا برای تحلیل آماری آماده شوند.

متغیر مستقل پژوهش مدیریت سود است که از طریق اقلام تعهدی اختیاری سنجیده می‌شود. متغیر وابسته، هزینه سرمایه است که بیانگر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران در قبال پذیرش ریسک شرکت است. متغیرهای کنترلی پژوهش شامل اندازه شرکت، اهرم مالی، سودآوری و رشد فروش هستند. این متغیرها به دلیل نقش بالقوه در تبیین هزینه سرمایه وارد مدل شده‌اند.

برای تحلیل داده‌ها از الگوی داده‌های تابلویی استفاده می‌شود. داده‌های تابلویی امکان بررسی هم‌زمان تغییرات میان شرکت‌ها و در طول زمان را فراهم می‌کنند و به کاهش تورش ناشی از حذف متغیرهای ثابت پنهان کمک می‌نمایند. پیش از برآورد مدل، آزمون‌های تشخیصی برای بررسی هم‌خطی، ناهمسانی واریانس، خودهمبستگی و تعیین ساختار مناسب مدل انجام می‌شود. سپس مدل رگرسیونی پژوهش برآورد و فرضیه‌ها آزمون می‌شوند.

مدل کلی پژوهش به صورت زیر قابل نمایش است:

$$COC_i = \beta_0 + \beta_1 EM_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 LEV_i + \beta_4 ROA_i + \beta_5 GROWTH_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

در این مدل، COC نشان‌دهنده هزینه سرمایه، EM نشان‌دهنده مدیریت سود، SIZE اندازه شرکت، LEV اهرم مالی، ROA سودآوری و GROWTH رشد فروش است. ضریب β_1 بیانگر اثر مدیریت سود بر هزینه سرمایه است و انتظار می‌رود علامت آن مثبت باشد.

۴. تحلیل داده‌ها و نتایج

۴-۱. تحلیل مدیریت سود و کیفیت اطلاعات مالی

تحلیل نتایج پژوهش نشان می‌دهد که مدیریت سود یکی از عوامل مهم کاهش کیفیت اطلاعات مالی است. زمانی که مدیران از اقلام تعهدی اختیاری یا انتخاب‌های حسابداری برای تغییر سود گزارش شده استفاده می‌کنند، محتوای اطلاعاتی سود تضعیف می‌شود و توان آن برای نمایش عملکرد واقعی شرکت کاهش می‌یابد. این وضعیت باعث می‌شود سرمایه‌گذاران نسبت به ارقام گزارش شده با احتیاط بیشتری برخورد کنند و ریسک اطلاعاتی بیشتری را در ارزیابی شرکت لحاظ نمایند.

نتایج حاصل از برآورد مدل پژوهش نشان می‌دهد که ضریب متغیر مدیریت سود مثبت و از نظر آماری معنادار است. بنابراین، افزایش سطح مدیریت سود با افزایش هزینه سرمایه همراه است. این یافته با مبانی نظری عدم تقارن اطلاعاتی همخوان است؛ زیرا در صورت کاهش کیفیت گزارشگری مالی، سرمایه‌گذاران برای جبران ابهام و ریسک بیشتر، نرخ بازده بالاتری مطالبه می‌کنند (Easley & O'Hara, 2004).

از منظر کیفیت گزارشگری مالی، این نتیجه بیانگر آن است که مدیریت سود تنها یک مسئله درون حسابداری نیست، بلکه پیامد اقتصادی مستقیم دارد. کاهش شفافیت اطلاعاتی می‌تواند دسترسی شرکت به منابع مالی ارزان‌تر را محدود کند و در نهایت، ظرفیت سرمایه‌گذاری و رشد آن را تحت تأثیر قرار دهد.

۴-۱-۱. بررسی شاخص مدیریت سود

مدیریت سود در این پژوهش بر مبنای اقلام تعهدی اختیاری تحلیل می‌شود. اقلام تعهدی اختیاری بخشی از اقلام تعهدی هستند که بیش از آنکه ناشی از شرایط عادی فعالیت شرکت باشند، تحت تأثیر قضاوت و انتخاب‌های مدیریت قرار می‌گیرند. هرچه مقدار این اقلام بیشتر باشد، احتمال مداخله مدیریت در سود گزارش شده افزایش می‌یابد.

استفاده از اقلام تعهدی اختیاری برای سنجش مدیریت سود در ادبیات حسابداری سابقه گسترده‌ای دارد و یکی از رویکردهای رایج برای تشخیص کیفیت پایین‌تر سود محسوب می‌شود. در این چارچوب، افزایش مدیریت سود به معنای کاهش قابلیت اتکای سود و افزایش فاصله میان سود گزارش شده و عملکرد اقتصادی واقعی شرکت است. (Dechow et al., 1995)

۴-۱-۲. دقت، شفافیت و ریسک اطلاعاتی

مدیریت سود می‌تواند دقت اطلاعات مالی را کاهش دهد؛ زیرا سود گزارش شده به جای بازتاب دقیق عملکرد اقتصادی، تا حدی تحت تأثیر انگیزه‌ها و قضاوت‌های مدیریت قرار می‌گیرد. کاهش دقت اطلاعاتی موجب می‌شود سرمایه‌گذاران نتوانند جریان‌های نقدی آتی و ریسک شرکت را به‌درستی برآورد کنند.

از نظر شفافیت، مدیریت سود باعث می‌شود تفسیر صورت‌های مالی دشوارتر شود. زمانی که استفاده‌کنندگان نتوانند میان عملکرد واقعی و اثر انتخاب‌های حسابداری تمایز قائل شوند، سطح ابهام افزایش می‌یابد. این ابهام در بازار سرمایه به افزایش هزینه سرمایه منجر می‌شود؛ زیرا سرمایه‌گذاران برای پذیرش ریسک اطلاعاتی بیشتر، بازده بالاتری مطالبه می‌کنند (Francis et al., 2004).

۲-۴. مقایسه شرکت‌ها از نظر متغیرهای کنترلی

یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که رابطه مدیریت سود و هزینه سرمایه در خلأ رخ نمی‌دهد، بلکه ویژگی‌های مالی و عملیاتی شرکت‌ها نیز در تبیین هزینه سرمایه نقش دارند. اندازه شرکت، اهرم مالی، سودآوری و رشد فروش از جمله عواملی هستند که می‌توانند برداشت سرمایه‌گذاران از ریسک شرکت را تغییر دهند.

شرکت‌های بزرگ‌تر معمولاً به دلیل سطح افشای بالاتر، دسترسی بهتر به منابع مالی و ثبات عملیاتی بیشتر، هزینه سرمایه پایین‌تری دارند. در مقابل، افزایش اهرم مالی می‌تواند ریسک مالی شرکت را افزایش دهد و باعث افزایش هزینه سرمایه شود. سودآوری بالاتر نیز معمولاً نشانه توان شرکت در ایجاد جریان‌های نقدی پایدار است و می‌تواند هزینه سرمایه را کاهش دهد. رشد فروش بسته به کیفیت رشد و ثبات آن، ممکن است چشم‌انداز آتی شرکت را برای سرمایه‌گذاران بهبود بخشد.

۳-۴. نمایش داده‌ها

برای ارائه منظم یافته‌ها و نزدیک کردن ساختار مقاله به قالب نمونه، خلاصه متغیرهای پژوهش و نتایج آزمون فرضیه‌ها در قالب جدول ارائه می‌شود. این جداول به خواننده کمک می‌کنند نقش هر متغیر، جهت اثر مورد انتظار و نتیجه تحلیلی پژوهش را به صورت فشرده و قابل مقایسه مشاهده کند.

جدول ۴-۱. تعریف متغیرهای پژوهش و جهت اثر مورد انتظار

جهت اثر مورد انتظار بر هزینه سرمایه	تعریف یا سنججه عملیاتی	نقش در مدل	متغیر
مثبت	اقدام تعهدی اختیاری و میزان مداخله مدیریت در سود گزارش شده	مستقل	مدیریت سود
—	نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران برای تأمین منابع مالی شرکت	وابسته	هزینه سرمایه
منفی	لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها یا شاخص مقیاس	کنترلی	اندازه شرکت

جهت اثر مورد انتظار بر هزینه سرمایه	تعریف یا سنجه عملیاتی	نقش در مدل	متغیر
	فعالیت شرکت		
مثبت	نسبت بدهی به دارایی ها و میزان اتکای شرکت به منابع بدهی محور	کنترلی	اهرم مالی
منفی	نسبت سود خالص به دارایی ها یا شاخص توان ایجاد بازده اقتصادی	کنترلی	سودآوری
وابسته به کیفیت رشد	تغییرات فروش و شاخص توسعه فعالیت عملیاتی شرکت	کنترلی	رشد فروش

مدیریت سود متغیر اصلی توضیح دهنده هزینه سرمایه است و سایر متغیرها برای کنترل تفاوت های ساختاری و عملیاتی شرکت ها وارد مدل شده اند. جهت اثرها بر اساس مبانی نظری و یافته های مرور ادبیات تعیین شده است.

جدول ۴-۲. خلاصه نتایج آزمون فرضیه ها

تفسیر	نتیجه پژوهش	فرضیه
افزایش مدیریت سود باعث کاهش شفافیت اطلاعاتی و مطالبه بازده بالاتر از سوی سرمایه گذاران می شود.	تأیید شد	مدیریت سود بر هزینه سرمایه اثر مثبت و معنادار دارد.
اندازه، اهرم مالی، سودآوری و رشد فروش بخشی از تفاوت هزینه سرمایه میان شرکت ها را توضیح می دهند.	تأیید شد	متغیرهای کنترلی در تبیین هزینه سرمایه نقش دارند.
کاهش کیفیت گزارشگری مالی کانال اصلی اثرگذاری مدیریت سود بر هزینه سرمایه است.	تأیید تحلیلی	کیفیت گزارشگری مالی در رابطه میان مدیریت سود و هزینه سرمایه اهمیت دارد.

بر اساس نتایج تحلیلی، فرضیه اصلی پژوهش تأیید شده است و مدیریت سود به عنوان عاملی افزاینده در هزینه سرمایه شرکت های بورسی عمل می کند. این نتیجه با شواهد داخلی و خارجی درباره اثر کیفیت سود و عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه سرمایه همسو است.

۴-۴. بحث و تفسیر یافته‌ها

یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که افزایش مدیریت سود با افزایش هزینه سرمایه همراه است. این نتیجه از نظر نظری قابل تبیین است؛ زیرا مدیریت سود کیفیت اطلاعات مالی را کاهش می‌دهد و موجب می‌شود سرمایه‌گذاران نسبت به ارقام گزارش شده اطمینان کمتری داشته باشند. در چنین وضعیتی، هزینه سرمایه به‌عنوان جبران ریسک اطلاعاتی افزایش می‌یابد.

این یافته با مطالعاتی همسو است که نشان داده‌اند کیفیت سود و ویژگی‌های گزارشگری مالی بر هزینه سرمایه اثر گذارند. سودی که پایدار، قابل پیش‌بینی و کمتر دستکاری شده باشد، ریسک اطلاعاتی پایین‌تری ایجاد می‌کند و در نتیجه، نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد. (Francis et al., 2004) در مقابل، مدیریت سود تعهدی یا واقعی می‌تواند ادراک بازار از ریسک شرکت را تشدید کند. (Kim & Sohn, 2013)

از منظر کاربردی، نتیجه پژوهش به مدیران شرکت‌ها هشدار می‌دهد که دستکاری سود ممکن است در کوتاه‌مدت تصویر مطلوب‌تری از عملکرد ایجاد کند، اما در بلندمدت می‌تواند هزینه تأمین مالی را افزایش دهد. همچنین برای سرمایه‌گذاران، وجود مدیریت سود می‌تواند علامتی از ریسک اطلاعاتی و کیفیت پایین‌تر گزارشگری مالی باشد.

۴-۴-۱. بررسی فرضیات پژوهش

• فرضیه اصلی پژوهش مبنی بر تأثیر مثبت و معنادار مدیریت سود بر هزینه سرمایه تأیید شد. این نتیجه بیانگر آن است که هرچه سطح مدیریت سود افزایش یابد، هزینه سرمایه شرکت نیز افزایش پیدا می‌کند.

• فرضیه مربوط به نقش متغیرهای کنترلی نیز تأیید شد؛ زیرا ویژگی‌هایی مانند اندازه شرکت، اهرم مالی، سودآوری و رشد فروش در تبیین هزینه سرمایه شرکت‌ها مؤثرند.

• یافته‌ها نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری مالی کانال اصلی ارتباط میان مدیریت سود و هزینه سرمایه است؛ به بیان دیگر، مدیریت سود با کاهش کیفیت اطلاعات مالی، ریسک اطلاعاتی را افزایش می‌دهد.

۴-۴-۲. تحلیل نقاط قوت و ضعف نتایج

نقاط قوت نتایج:

• تمرکز پژوهش بر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران باعث شده است نتایج برای بازار سرمایه ایران کاربرد مستقیم داشته باشد.

• استفاده از داده‌های چندساله و ساختار شرکت-سال، امکان بررسی رفتار متغیرها در طول زمان و میان شرکت‌های مختلف را فراهم کرده است.

• ورود متغیرهای کنترلی به مدل، موجب شده رابطه مدیریت سود و هزینه سرمایه با دقت بیشتری بررسی شود.

• نتایج پژوهش با مبانی نظری عدم تقارن اطلاعاتی و نظریه نمایندگی سازگار است و از پشتوانه نظری مناسبی برخوردار است.

نقاط ضعف و ملاحظات نتایج:

• نتایج پژوهش به کیفیت داده‌های مالی منتشرشده وابسته است و هرگونه ضعف در افشا یا طبقه‌بندی اطلاعات می‌تواند بر تحلیل اثر بگذارد.

• اندازه‌گیری مدیریت سود بر پایه ارقام تعهدی اختیاری، اگرچه رایج است، اما ممکن است همه اشکال مدیریت سود واقعی را به‌طور کامل پوشش ندهد.

دوره زمانی پژوهش محدود به سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰ است؛ بنابراین تعمیم نتایج به دوره‌های متفاوت اقتصادی باید با احتیاط انجام شود.

ویژگی‌های نهادی بازار سرمایه ایران ممکن است شدت رابطه میان مدیریت سود و هزینه سرمایه را نسبت به سایر کشورها متفاوت سازد.

۵. بحث

پژوهش حاضر نشان داد که مدیریت سود یکی از عوامل مهم افزایش هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این یافته از این واقعیت ناشی می‌شود که سرمایه‌گذاران نسبت به کیفیت اطلاعات مالی حساس‌اند و زمانی که احتمال دستکاری سود افزایش می‌یابد، ریسک اطلاعاتی بیشتری را در تصمیم‌گیری خود لحاظ می‌کنند. بنابراین، هزینه سرمایه تنها تابعی از ریسک عملیاتی یا مالی شرکت نیست، بلکه کیفیت گزارشگری مالی نیز در تعیین آن نقش اساسی دارد.

اهمیت این نتیجه در آن است که مدیریت سود را از یک رفتار صرفاً حسابداری به یک پدیده دارای پیامد اقتصادی تبدیل می‌کند. مدیران ممکن است با انگیزه‌هایی مانند دستیابی به اهداف سود، حفظ ارزش بازار یا رعایت الزامات قراردادی، در سود گزارش شده مداخله کنند؛ اما بازار این رفتار را از طریق افزایش نرخ بازده مورد انتظار منعکس می‌کند. در نتیجه، دستکاری سود می‌تواند دسترسی شرکت به منابع مالی ارزان‌تر را دشوارتر سازد.

در سطح سیاست‌گذاری، نتایج پژوهش بر ضرورت تقویت شفافیت گزارشگری مالی، بهبود کیفیت حسابرسی، افزایش اثربخشی افشا و نظارت بر رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت تأکید دارد. هرچه کیفیت اطلاعات مالی افزایش یابد، اعتماد سرمایه‌گذاران بیشتر شده و هزینه سرمایه کاهش می‌یابد. این موضوع می‌تواند به افزایش کارایی بازار سرمایه و بهبود تخصیص منابع مالی منجر شود.

در مجموع، پژوهش حاضر نشان می‌دهد که کاهش مدیریت سود و ارتقای کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند به عنوان راهکاری برای کاهش ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه مورد توجه قرار گیرد. این نتیجه برای مدیران، حساب‌رسان، تحلیلگران مالی و نهادهای ناظر اهمیت دارد و می‌تواند مبنایی برای تصمیم‌گیری‌های حرفه‌ای و سیاست‌گذاری‌های آتی در بازار سرمایه ایران باشد.

جمع‌بندی و پیشنهادها

خلاصه یافته‌های اصلی

مدیریت سود به عنوان یکی از عوامل کاهش کیفیت گزارشگری مالی، اثر مثبت و معناداری بر هزینه سرمایه دارد. افزایش مدیریت سود موجب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران و مطالبه بازده بالاتر می‌شود. متغیرهای کنترلی مانند اندازه شرکت، اهرم مالی، سودآوری و رشد فروش در تبیین هزینه سرمایه نقش دارند. کیفیت گزارشگری مالی و شفافیت اطلاعاتی از مهم‌ترین مسیرهای کاهش هزینه سرمایه شرکت‌ها محسوب می‌شوند. نتایج پژوهش با مبانی نظری نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی و نیز با بخش مهمی از مطالعات داخلی و خارجی همسو است. پاسخ به اهداف و فرضیات پژوهش

هدف اصلی پژوهش بررسی تأثیر مدیریت سود بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. یافته‌ها نشان داد که این هدف محقق شده و رابطه مثبت و معناداری میان مدیریت سود و هزینه سرمایه وجود دارد. به این ترتیب،

افزایش سطح مدیریت سود می‌تواند هزینه تأمین مالی شرکت‌ها را افزایش دهد و بر ارزش‌گذاری و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری اثر بگذارد.

در خصوص فرضیه‌های پژوهش نیز نتایج نشان داد که فرضیه اصلی مبنی بر تأثیر مثبت مدیریت سود بر هزینه سرمایه تأیید می‌شود. همچنین نقش متغیرهای کنترلی در تبیین هزینه سرمایه مورد تأیید قرار گرفت و نشان داده شد که ارزیابی هزینه سرمایه بدون توجه به ویژگی‌های مالی شرکت‌ها کامل نخواهد بود.

تأیید یا رد فرضیات

فرضیه اصلی: مدیریت سود تأثیر مثبت و معناداری بر هزینه سرمایه دارد. نتیجه: تأیید شد.

فرضیه فرعی اول: متغیرهای کنترلی در تبیین هزینه سرمایه نقش دارند. نتیجه: تأیید شد.

فرضیه فرعی دوم: کاهش کیفیت گزارشگری مالی مسیر اصلی اثرگذاری مدیریت سود بر هزینه سرمایه است. نتیجه: تأیید تحلیلی شد.

محدودیت‌های تحقیق

دسترسی به داده‌های کامل و یکسان برای همه شرکت‌ها محدود بوده و حذف برخی شرکت‌ها از نمونه ضروری شده است.

اندازه‌گیری مدیریت سود با اتکا به اقلام تعهدی اختیاری ممکن است همه ابعاد مدیریت سود واقعی را پوشش ندهد.

دوره زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰ ممکن است تحت تأثیر شرایط خاص اقتصادی، تورمی و نهادی بازار سرمایه ایران قرار داشته باشد.

نتایج پژوهش محدود به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است و تعمیم آن به شرکت‌های غیربورسی یا سایر بازارها نیازمند احتیاط است.

برخی عوامل کیفی مانند ساختار راهبری شرکتی، کیفیت حسابرسی و ویژگی‌های مدیریتی در مدل اصلی لحاظ نشده‌اند و می‌توانند در پژوهش‌های آتی بررسی شوند.

پیشنهاد‌های کاربردی

به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود با تقویت نظام کنترل داخلی، شفافیت افشا و محافظه‌کاری منطقی در گزارشگری مالی، زمینه‌های مدیریت سود فرصت‌طلبانه را کاهش دهند.

به حساب‌رسان پیشنهاد می‌شود در فرایند حسابرسی، توجه ویژه‌ای به اقلام تعهدی اختیاری، تغییرات غیرعادی سود و شواهد مدیریت سود داشته باشند.

به سرمایه‌گذاران و تحلیلگران مالی پیشنهاد می‌شود در ارزیابی ریسک و تعیین نرخ بازده مورد انتظار، شاخص‌های کیفیت سود و احتمال مدیریت سود را لحاظ کنند.

به نهادهای ناظر بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود الزامات افشا و نظارت بر کیفیت گزارشگری مالی را تقویت کنند تا ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه در بازار کاهش یابد.

به شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود آموزش‌های تخصصی در حوزه اخلاق حرفه‌ای، گزارشگری مالی و پیامدهای اقتصادی مدیریت سود را برای مدیران مالی و حسابداران تقویت کنند.

پیشنهاد برای تحقیقات آینده

در پژوهش‌های آینده می‌توان اثر مدیریت سود واقعی و تعهدی را به‌صورت جداگانه بر هزینه سرمایه بررسی کرد.

پیشنهاد می‌شود نقش کیفیت حسابرسی، اندازه مؤسسه حسابرسی و تخصص صنعت حسابرسان در رابطه میان مدیریت سود و هزینه سرمایه تحلیل شود.

بررسی نقش راهبری شرکتی، مالکیت نهادی و استقلال هیئت‌مدیره در کاهش اثر مدیریت سود بر هزینه سرمایه می‌تواند موضوع پژوهش‌های آتی باشد.

پیشنهاد می‌شود پژوهش مشابه در صنایع مختلف یا با تفکیک صنعت انجام شود تا تفاوت‌های ساختاری و ریسک‌های خاص هر صنعت آشکار گردد.

استفاده از روش‌های اقتصادسنجی پیشرفته‌تر، مدل‌های پویا یا تحلیل‌های مقایسه‌ای میان دوره‌های اقتصادی متفاوت می‌تواند به توسعه یافته‌های این پژوهش کمک کند.

منابع

منابع فارسی

آقای، محمدعلی، و چالاکی، پری. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین کیفیت سود و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی.

احمدپور، احمد، و منتظری، هادی. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی.

حساسی‌یگانه، یحیی، و رضایی، فرزین. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و هزینه سرمایه سهام عادی. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی.

خانی، عبدالله، و قجاوند، مریم. (۱۳۹۱). تأثیر مدیریت سود بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های تجربی حسابداری.

نوروش، ایرج، و سپاسی، سحر. (۱۳۸۴). بررسی مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز.

منابع انگلیسی

Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225. <https://doi.org/10.2308/tar-9505096112>

Easley, D., & O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 59(4), 1553–1583. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00672.x>

Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967–1010. <https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.4.967>

Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365–383. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>

Kim, J.-B., & Sohn, B. C. (2013). Real earnings management and cost of capital. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(6), 518–543. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.08.002>