

The Role of Disclosure Quality and Accruals Quality in Reducing the Deviation from the Optimal Capital Structure

Abbas Aflatooni^{1*}, Amin Amirbakhtiarvand²

1- Assistant Professor of Accounting Department - Faculty of Economics and Social Sciences -, Bu-Ali Sina University of Hamedan
a.aflatooni@basu.ac.ir

2- M. A. Student - Accounting Department - Faculty of Economics and Social Sciences -, Bu-Ali Sina University of Hamedan
amin.amirbakhtiarvand@gmail.com

Abstract

Information asymmetry and conflicts of interest between management and shareholders leads to the phenomenon of adverse selection. Adverse selection means choosing the wrong investment choices by investors that leads to non-optimal allocation of capital market resources. In this condition, firms cannot easily finance their investment projects. This object leads the firms' capital structures to a non-optimized mode. One way to avoid this problem is to increase the accruals quality and disclosure quality because this decreases the information asymmetry. This research investigates the effect of accruals quality and disclosure quality on deviation from the optimal capital structure in 123 firms listed in Tehran Stock Exchange during 2003-2014. The research results show that increase in accruals quality and disclosure quality decrease the deviation from the optimal capital structure. In addition, the research findings indicate that the effect of accruals quality on deviation from the optimal capital structure in over-leveraged firms is significantly stronger than that in under-leveraged firms.

Keywords: Disclosure quality, Accruals quality, Optimal capital structure, Over-leverage, Under-leverage.

نقش کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی در کاهش انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه

عباس افلاطونی^{۱*}، امین امیر بختیاروند^۲

۱- استادیار، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی - گروه حسابداری دانشگاه بوعلی سینا، همدان

A.Aflatooni@basu.ac.ir

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی - گروه حسابداری دانشگاه بوعلی سینا، همدان

Amin.Amirbakhtiarvand@gmail.com

چکیده

عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع بین مدیران و سرمایه‌گذاران موجب بروز پدیده‌ی گزینش نامناسب می‌شود. گزینش نامناسب به معنای انتخاب گزینه‌های نادرست سرمایه‌گذاری است و موجب تخصیص غیربهینه منابع موجود در بازار سرمایه می‌شود. در این شرایط، شرکت‌ها، پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود را به سادگی نمی‌توانند تأمین مالی کنند. این موضوع، ساختار سرمایه شرکت‌ها را از حالت بهینه خارج می‌کند. یکی از راه‌های پیشگیری از این مشکل، ارتقای کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا است؛ زیرا این امر موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. در این پژوهش، تأثیر کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا بر انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه ۱۲۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۲ تا پایان ۱۳۹۳ آزمون شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد با افزایش کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا، میزان انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه کاهش می‌یابد. افزون بر این، تأثیر کیفیت افشا بر انحراف از ساختار سرمایه بهینه در شرکت‌های بیش‌اهرمی به صورت معناداری از شرکت‌های کم‌اهرمی، قوی‌تر است.

واژه‌های کلیدی: بیش‌اهرمی، کم‌اهرمی، ساختار سرمایه بهینه، کیفیت افشا، کیفیت اقلام تعهدی

مقدمه

پژوهش، ابتدا با استفاده از رویکرد ساین و ویلیامز^۳ (۲۰۱۵) [۳۶] ساختار بهینه سرمایه (نسبت اهرمی بهینه) برای هر شرکت و سپس انحراف ساختار سرمایه شرکت‌ها از حالت بهینه محاسبه و در ادامه، نقش کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی در کاهش میزان انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه آزمون شده است. افزون بر این، میزان تأثیر کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی بر انحراف مثبت و منفی از سطح بهینه ساختار سرمایه مقایسه و آزمون شده است.

در ادامه، مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش (شامل پژوهش‌های خارجی و داخلی)، فرضیه‌های پژوهش، روش پژوهش (شامل نحوه انتخاب شرکت‌های مد نظر و نیز الگوها و متغیرهای پژوهش)، یافته‌های پژوهش و در پایان، نتیجه‌گیری و پیشنهادها ارائه شده است.

مبانی نظری

یکی از پرسش‌های اساسی در مالی شرکتی، این است که چه عواملی در ساختار سرمایه شرکت تأثیر می‌گذارد. به علاوه، پرسش دیگر، آن است که آیا ساختار سرمایه شرکت، بهینه است؟ در بازارهای کارا که هیچگونه عدم تقارن اطلاعاتی وجود ندارد، ارزش شرکت از ساختار سرمایه آن تأثیر نمی‌پذیرد [۲۴]؛ با این حال، در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، مسائل ناشی از پدیده گزینش نامناسب^۴ در ساختار سرمایه و به تبع آن، در ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد [۱، ۳]. نامتقارن بودن اطلاعات به ایجاد ساختار سرمایه غیربهینه به دو شکل بیش‌اهرمی^۵ یا کم‌اهرمی^۶ منجر می‌شود. در

تصمیم‌گیری درباره تعیین میزان بدهی و حقوق صاحبان سهام در ساختار سرمایه از مهم‌ترین وظایف مدیران است. بهینه‌بودن ساختار سرمایه برای شرکت، اهمیت بسزایی دارد؛ زیرا ساختار سرمایه در ریسک، بازده مد نظر سهام و میزان حساسیت شرکت نسبت به شرایط خرد و کلان تجاری تأثیر می‌گذارد [۶]. از جمله عواملی که بر ساختار سرمایه تأثیر می‌گذارد، عدم تقارن اطلاعاتی مدیران و سرمایه‌گذاران است [۲۶]، [۲۷]. عدم تقارن اطلاعاتی به ایجاد ساختار سرمایه غیربهینه‌ای برای واحد تجاری منجر می‌شود [۲۸]. افزایش کیفیت گزارشگری مالی و ارتقای کیفیت افشای اطلاعات نیز یکی از راه‌های کاهش عدم تقارن اطلاعاتی است [۴، ۱۹]؛ بنابراین انتظار می‌رود افزایش کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا، میزان انحراف ساختار سرمایه شرکت را از حالت بهینه آن کاهش دهد و موجب به کارگیری ترکیب بهینه‌تری از بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام در ساختار سرمایه واحد تجاری شود.

در پژوهش‌های پیشین داخلی، تأثیر عواملی مانند مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی [۱۴، ۲۵، ۳۳]، انعطاف‌پذیری مالی [۱۳]، عدم تقارن اطلاعاتی [۱۵]، [۱۷] و ویژگی‌های شرکت [۲-۸-۱۰-۱۶-۱۸-۳۹] بر ساختار سرمایه بررسی شده است و یا با استفاده از روش‌هایی مانند تحلیل پوششی داده‌ها^۱ [۳۴] و الگوریتم ژنتیک^۲ [۳۵] به تعیین ساختار سرمایه بهینه شرکت‌ها اقدام شده است؛ با این حال، به این موضوع توجه نشده است که آیا مؤلفه‌های مد نظر (به‌ویژه کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی) به ایجاد یک ساختار سرمایه بهینه کمکی می‌کند یا خیر. در این

3 Synn & Williams

4 Adverse selection

5 Overleverage

6 Underleverage

1 Data Envelopment Analysis (DEA)

2 Genetic Algorithms

در این زمینه، اسکات^۲ (۱۹۷۲) دریافت ساختار سرمایه بهینه نه تنها در حالت نظری؛ در عمل نیز وجود دارد. وی نشان داد صنایع مختلف به دلیل داشتن ریسک‌های تجاری متفاوت، ساختار سرمایه بهینه متفاوتی دارند [۳۲]. چانگ و همکاران (۲۰۰۹) دریافتند شرکت‌های دارای کیفیت بالای افشا، انعطاف پذیری بیشتری درباره انتشار سهام دارند؛ زیرا کیفیت افشا با کاهش مشکلات مربوط به گزینش نامناسب، به ایجاد ساختار سرمایه بهینه تر برای شرکت منجر می‌شود [۵]. ونیزبرگن و همکاران (۲۰۱۰) دریافتند مشکلات تأمین مالی، شرکت را به سوی ساختار سرمایه غیربهینه سوق می‌دهد [۳۷]. دی آنجلو^۳ و همکاران (۲۰۱۱) دریافتند شرکت‌ها برای تأمین نیازهای مالی، به انتشار اوراق بدهی کوتاه مدت اقدام می‌کنند و به صورت موقتی از ساختار سرمایه بهینه فاصله می‌گیرند. آنان نشان دادند ساختار سرمایه شرکت‌ها به صورت تدریجی، تعدیل و به ساختار سرمایه بهینه نزدیک می‌شود؛ اما در یک نسبت خاص ثابت نمی‌ماند [۷]. پتاچی^۴ (۲۰۱۴) نشان داد زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی زیاد می‌شود، هزینه سرمایه سهام افزایش می‌یابد و به همین دلیل، شرکت‌ها، نیازهای مالی خود را با دریافت اعتبارات و به تبع آن، افزایش بدهی‌ها، تأمین و مشکل بیش‌اهرمی بودن ساختار سرمایه را تجربه می‌کنند [۳۰]. ساین و ویلیامز (۲۰۱۵) نیز دریافتند افزایش کیفیت افشا سبب کاهش انحراف ساختار سرمایه شرکت‌ها از سطح بهینه خود می‌شود و این تأثیر بر شرکت‌هایی با ساختار سرمایه بیش‌اهرمی بیشتر از شرکت‌هایی با ساختار سرمایه کم‌اهرمی است [۳۶].

ساختار سرمایه بیش (کم) اهرمی، میزان بدهی‌ها بیشتر (کمتر) از مقدار بهینه آن است [۳۷]. در این شرایط، افزایش کیفیت گزارشگری مالی و کیفیت افشا با تأثیری که در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی دارد، مشکلات مربوط به گزینش نامناسب را می‌تواند تسکین دهد و میزان انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه را کمتر کند [۳۸، ۲۰]. به عقیده چانگ^۱ و همکاران (۲۰۰۹) شرکت‌های با کیفیت گزارشگری بهتر، در تأمین مالی، انعطاف‌پذیری بیشتری دارند و به همین دلیل، ساختار سرمایه آنها به حالت بهینه نزدیک تر است [۵]. زمانی که در بازار سرمایه، عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد، به دلیل ایجاد مشکل گزینش نامناسب، شرکت‌ها نخواهند توانست نیازهای مالی خود را به طور کامل از بازار سرمایه تأمین کنند و این موضوع، شرکت‌ها را به سوی تأمین مالی با بازارهای بدهی سوق می‌دهد. این امر سبب می‌شود در مقایسه با حقوق صاحبان سهام، نقش بدهی‌ها در ساختار سرمایه، پررنگ تر شود و ساختار سرمایه شرکت به حالت بیش‌اهرمی برسد [۴۰]. در بازارهای بدهی، اعتباردهندگان برای ارائه اعتبارات، علاوه بر گزارش‌های مالی (که یک پیام عمومی است) از شرکت‌ها درخواست اطلاعات بیشتری می‌کنند که به طور معمول، شامل اطلاعات محرمانه نیز می‌شود. به همین دلیل، ساین و ویلیامز (۲۰۱۵) عقیده دارند در شرکت‌هایی با ساختار سرمایه بیش‌اهرمی (در مقایسه با شرکت‌هایی با ساختار سرمایه کم‌اهرمی)، افزایش کیفیت گزارشگری مالی و افزایش کیفیت افشا، تأثیر (کاهش) بیشتری در انحراف از ساختار سرمایه بهینه دارد [۳۶].

2 Scott

3 DeAngelo

4 Petacchi

1 Chang

نشان‌دهنده وجود رابطه معنادار بین عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه است [۱۵، ۱۷].

مقدم و مؤمنی یانسری (۱۳۹۱) دریافتند دوگانگی وظیفه مدیرعامل و اندازه هیأت مدیره در ساختار سرمایه، تأثیر معناداری دارد [۲۵]. حقیقت و بشیری (۱۳۹۱) با سنجش انعطاف پذیری مالی با مراحل چرخه عمر دریافتند انعطاف پذیری مالی شرکت‌ها در ساختار سرمایه آنها تأثیر دارد [۱۳]. اعتمادی و منتظری (۱۳۹۲) با تأکید بر رقابت بازار تولید نشان دادند سودآوری، میزان دارایی‌های وثیقه‌ای و نسبت جاری، در ساختار سرمایه تأثیر می‌گذارند [۸]. آقایی و همکاران (۱۳۹۳) دریافتند در شرکت‌های کوچک، مؤلفه‌های سودآوری، رشد و اندازه شرکت، رابطه معناداری با ساختار سرمایه دارند؛ در حالی که، در شرکت‌های متوسط، مؤلفه‌های سودآوری، نسبت دارایی‌های ثابت مشهود و اندازه شرکت با ساختار سرمایه در ارتباط هستند [۲]. خلیفه سلطانی و همکاران (۱۳۹۳) با استفاده از تحلیل توییت^۲، عوامل مؤثر در ساختار سرمایه را از دیدگاه نظریه‌های سلسله‌مراتبی، توازی ایستا^۳ و نمایندگی^۴ بررسی کردند و نشان دادند فرصت‌های رشد، اندازه شرکت و دارایی‌های مشهود، سودآوری و نقدینگی با ساختار سرمایه، ارتباط معناداری دارند [۱۶]. فتحی و همکاران (۱۳۹۳) با استفاده از رویکرد فراتحلیل^۵، تأثیر برخی عوامل سطح شرکت را در ساختار سرمایه بررسی کردند و نشان دادند اندازه شرکت، ساختار دارایی‌ها، فرصت‌های رشد، سودآوری، نقدینگی و نوسان‌پذیری، نقش تعیین‌کننده‌ای در تبیین ساختار سرمایه بر عهده دارند [۱۰].

در پژوهش‌های داخلی، به عوامل انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه، توجه چندانی نشده و بیشتر عوامل مؤثر در ساختار سرمایه بررسی شده است. در این زمینه، کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۷) نشان دادند مطابق نظریه سلسله‌مراتبی^۱، رابطه معناداری بین سودآوری و ساختار سرمایه وجود دارد [۱۹]. ستایش و غیوری مقدم (۱۳۸۸) با استفاده از تکنیک تحلیل پوششی داده‌ها، ساختار سرمایه بهینه را برای شرکت‌ها محاسبه و ادعا کردند شرکت‌ها به ساختار سرمایه بهینه خود نزدیک شده و موجب افزایش ارزش شرکت و ثروت سهامداران می‌شوند [۳۴]. ستایش و همکاران (۱۳۸۸) نیز با استفاده از تکنیک الگوریتم ژنتیک به محاسبه ساختار سرمایه بهینه اقدام کردند و دریافتند با استفاده از کمترین مقدار بدهی در ساختار سرمایه، بیشترین سودآوری ایجاد می‌شود [۳۵]. یحیی‌زاده‌فر و همکاران (۱۳۸۹) دریافتند سودآوری، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام و نسبت آئی، رابطه منفی و اندازه شرکت و نسبت پوشش هزینه‌های مالی، رابطه مثبت و معناداری با ساختار سرمایه شرکت دارد [۳۹]؛ با این حال، سجادی و همکاران (۱۳۹۰) نشان دادند عواملی مانند نسبت آئی، نسبت پوشش بهره و رشد شرکت با ساختار سرمایه، رابطه منفی و معنادار دارند و بین ساختار سرمایه و اندازه شرکت، رابطه معناداری وجود ندارد [۳۱]. ستایش و همکاران (۱۳۹۰) دریافتند بین هزینه‌های نمایندگی و ساختار سرمایه، رابطه معناداری وجود دارد [۳۳]. کریمی و اشرفی (۱۳۹۰) نشان دادند مالکیت نهادی، رابطه معناداری با ساختار سرمایه دارد [۱۴]. یافته‌های کاشانی‌پور و مؤمنی یانسری (۱۳۹۱) و کردستانی و فدایی کلورزی (۱۳۹۱)

2 Tobit
3 Static Trade-Off
4 Agency costs
5 Meta-analysis

1 Pecking Order

روش پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از تحلیل رگرسیون با داده‌های تابلویی استفاده شده است. داده‌های استفاده‌شده در این پژوهش به روش کتابخانه‌ای از بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین، نسخه الکترونیکی صورت‌های مالی^۱ و سایت بانک مرکزی^۲ گردآوری و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌های پژوهش، از نرم‌افزارهای ایویوز^۳ و استاتا^۴ استفاده شده است. جامعه پژوهش شامل تمام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۲ ساله ۱۳۸۲ تا پایان ۱۳۹۳ است که پایان سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه است و در طول دوره مطالعه، تغییر سال مالی نداشته باشند و از شرکت‌های فعال در صنایع بیمه‌ای، بانکی و سرمایه‌گذاری مالی نباشند. با اعمال شرایط ذکر شده، ۱۲۳ شرکت برای آزمون فرضیه‌های پژوهش انتخاب شده است. پس از گردآوری داده‌های لازم، در مرحله اول برای تعیین نسبت بهینه ساختار سرمایه، با پیروی از ساین و ویلیامز (۲۰۱۵) الگوی (۱) برآورد شده است [۳۶].

(۱)

$$TDA_{it+1} = \alpha_0 + \alpha_1 IOB_{it} + \alpha_2 COL_{it} + \alpha_3 LTA_{it} + \alpha_4 MTB_{it} + \alpha_5 PROFIT_{it} + \alpha_6 INF_{it} + \alpha_7 INDLEV_{it} + \varepsilon_{it+1}$$

که در آن، TDA نسبت بدهی‌ها به مجموع دارایی‌ها (که نشان‌دهنده ساختار سرمایه است)، IOB نسبت هزینه‌های مالی به کل دارایی‌ها، COL نسبت مجموع موجودی‌های مواد، کالا و دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها، LTA لگاریتم مجموع دارایی‌ها، MTB

با توجه به اهداف پژوهش و مطالب ارائه‌شده در بخش مبانی نظری، در مجموع، انتظار می‌رود افزایش کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی، موجب کاهش انحراف ساختار سرمایه شرکت‌ها از سطح بهینه خود شود. برای بررسی این حدس‌ها، فرضیه‌های زیر تنظیم و آزموده شده‌اند:

فرضیه اول: کیفیت افشا، تأثیر منفی و معناداری در انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه دارد.

فرضیه دوم: کیفیت اقلام تعهدی، تأثیر منفی و معناداری در انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه دارد.

براساس مبانی نظری ارائه‌شده، به دلیل وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای سرمایه و ایجاد پدیده گزینش نامناسب، در ساختار سرمایه شرکت‌ها، بدهی نقش پررنگ‌تری نسبت به حقوق صاحبان سهام دارد. به همین دلیل، انتظار می‌رود در شرکت‌هایی با ساختار سرمایه بیش‌اهرمی (در قیاس با کم‌اهرمی)، افزایش کیفیت افشا و کیفیت گزارشگری مالی، تأثیر (کاهش) قوی‌تری در انحراف از ساختار سرمایه بهینه داشته باشد. برای مقایسه و آزمون تأثیر کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا بر انحراف مثبت (بیش‌اهرمی) و منفی (کم‌اهرمی) از ساختار سرمایه بهینه، فرضیه‌های زیر تدوین شده است:

فرضیه سوم: تأثیر کیفیت افشا بر انحراف مثبت از ساختار سرمایه بهینه، قوی‌تر از تأثیر آن در انحراف منفی از ساختار سرمایه بهینه است.

فرضیه چهارم: تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر انحراف مثبت از ساختار سرمایه بهینه، قوی‌تر از تأثیر آن در انحراف منفی از ساختار سرمایه بهینه است.

1 www.rdis.ir و www.codal.ir موجود در سایت‌های

2 www.cbi.ir

3 EViews

4 Stata

دوره استفاده شده است. پس از برآورد الگوی (۲) باقیمانده‌ها استخراج و با پیروی از مک نیکولز (۲۰۰۲) مقدار منفی انحراف معیار باقیمانده‌ها برای هر شرکت به‌عنوان معیار سنجش کیفیت ارقام تعهدی (AQ) در نظر گرفته شده است. با این تعریف، مقادیر بزرگ‌تر (کوچک‌تر) AQ نشان‌دهنده کیفیت بالاتر (پایین‌تر) ارقام تعهدی است [۲۲].

در ادامه، با پیروی از ساین و ویلیامز (۲۰۱۵) برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم پژوهش، الگوی (۳) و برای آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم پژوهش، الگوهای (۴) و (۵) برآورد شده‌اند [۳۶].

$$\text{SubOpCS}_{it+1} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{DQ}_{it} + \gamma_2 \text{AQ}_{it} + \varepsilon_{it+1} \quad (۳)$$

$$|\text{CS}_{it+1}^{\text{Upper}}| = \theta_0 + \theta_1 \text{DQ}_{it} + \theta_2 \text{AQ}_{it} + \varepsilon_{it+1} \quad (۴)$$

$$|\text{CS}_{it+1}^{\text{Under}}| = \vartheta_0 + \vartheta_1 \text{DQ}_{it} + \vartheta_2 \text{AQ}_{it} + \varepsilon_{it+1} \quad (۵)$$

که با توجه به اهداف پژوهش، در الگوهای (۴) و (۵) از قدر مطلق مقادیر متغیرهای CS^{Upper} و CS^{Under} به‌عنوان متغیر وابسته استفاده شده است. افزون بر این، DQ معیار کیفیت افشا است که با پیروی از مهدوی و همکاران (۱۳۹۳) و مهرانی و پروایی (۱۳۹۳)، معادل لگاریتم امتیازات کلی کیفیت افشا در نظر گرفته شده است [۲۳، ۲۱]. سازمان بورس اوراق بهادار تهران، امتیازهای کیفیت افشا را در قالب گزارش «رتبه‌بندی شرکت‌ها از نظر کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب» از سال ۱۳۸۲ تاکنون در سایت کدال منتشر می‌کند. سایر متغیرها نیز پیش از این تعریف شده‌اند. منفی و معنادار بودن ضرایب متغیرهای DQ و AQ در الگوی (۳) به ترتیب به معنای رد شدن فرضیه‌های اول و دوم پژوهش است. برای آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم، ابتدا هر دو الگوی (۴) و (۵) برآورد شده‌اند؛ سپس

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام، PROFIT نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی‌ها، INF نرخ تورم (درصد تغییرات شاخص قیمت مصرف‌کننده) و INDLEV متوسط نسبت اهرمی (نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها) صنعتی است که شرکت در آن صنعت فعالیت می‌کند. پس از برآورد الگوی (۱)، باقیمانده‌های آن استخراج شده است. باقیمانده‌های مثبت (CS^{Upper}) نشان‌دهنده انحراف مثبت از ساختار سرمایه بهینه و به شرکت‌هایی مربوط است که برای تأمین مالی، بیشتر از مقدار بهینه از بدهی‌ها استفاده می‌کنند و ساختار سرمایه آنها از نوع بیش‌اهرمی است. افزون بر این، باقیمانده‌های منفی (CS^{Under}) نشان‌دهنده انحراف منفی از ساختار سرمایه بهینه است و نشان می‌دهد در ساختار سرمایه شرکت، مبلغ بدهی‌ها کمتر از میزان بهینه خود و ساختار سرمایه از نوع کم‌اهرمی است. قدر مطلق باقیمانده‌های الگو (SubOpCS) نیز نشان‌دهنده میزان کل انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه^۱ است.

برای محاسبه معیار کیفیت ارقام تعهدی، ابتدا الگوی مک نیکولز^۲ (۲۰۰۲) برآورد شده است [۲۲]:

$$\text{WC}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CFO}_{it-1} + \beta_2 \text{CFO}_{it} + \beta_3 \text{CFO}_{it+1} + \beta_4 \Delta \text{SALE}_{it} + \beta_5 \text{PPE}_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن WC تغییر در سرمایه در گردش، CFO_{it-1} و CFO_{it} به ترتیب، جریان‌های نقدی عملیاتی دوره قبل، دوره جاری و دوره بعد است، ΔSALE تغییر در درآمد فروش و PPE اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات است. برای همگن کردن تمام متغیرهای الگوی (۲) نیز از مجموع دارایی‌های ابتدای

مواد، کالا و دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها ۰/۵۱۲ (۰/۵۱۷)، لگاریتم مجموع دارایی‌ها ۵/۷۱۷ (۵/۶۷۸)، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام ۲/۴۰۳ (۱/۸۲۳)، نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی‌ها ۰/۱۴۹ (۰/۱۳۷)، نرخ تورم ۰/۱۷۶ (۰/۱۵۲)، نسبت اهرمی صنایع ۰/۶۴۴ (۰/۶۵۶)، تغییرات سرمایه در گردش ۰/۱۰۵ (۰/۱۱۶)، جریان وجوه نقد عملیاتی ۰/۱۴۱ (۰/۱۲۹)، تغییرات درآمد فروش ۰/۱۷۴ (۰/۱۶۶) و اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات ۰/۲۲۹ (۰/۲۷۹) است. میانگین نسبت اهرمی صنایع نیز نشان می‌دهد به‌طور متوسط، بیش از ۵۰ درصد سرمایه شرکت‌های فعال در هر صنعت، از محل بدهی‌ها تأمین شده است.

قبل از برآورد الگوها، ابتدا با استفاده از آزمون‌های چاو^۲، بروش-پاگان^۳ و هاسمن^۴، الگوی مناسب برآورد هر الگو مشخص شده است. در برآورد الگوی (۱) معناداری آماره‌های چاو (۷/۵۸۹)، بروش-پاگان (۱۳۵/۱۵۵) و هاسمن (۸۳/۴۱۳) نشان می‌دهد الگوی ذکر شده با به‌کارگیری الگوی آثار ثابت^۵ برآورد شده است؛ با این حال، درباره الگوهای (۲) تا (۵)، عدم معناداری آماره‌های چاو (به ترتیب ۱/۱۱۶، ۰/۸۱۲، ۱/۴۱۶ و ۱/۷۸۳) و بروش-پاگان (به ترتیب ۰/۱۰۶، ۰/۲۵۹، ۱/۰۸۹ و ۰/۲۲۹) نشان می‌دهد الگوهای ذکر شده با استفاده از الگوی آثار مشترک (داده‌های تلفیقی^۶) برآورد شده است. برای محاسبه مقدار انحراف از ساختار سرمایه بهینه، الگوی (۱) برآورد و نتایج آن در جدول (۱) ارائه شده است.

برای آزمون فرضیه چهارم (پنجم) پژوهش، ضریب متغیر کیفیت افشا (کیفیت ارقام تعهدی) در الگوهای (۴) و (۵) با استفاده از آزمون پترنوستر^۱ و همکاران (۱۹۹۸) مقایسه شده است [۲۹]. در صورتی که ضریب متغیر کیفیت افشا (کیفیت ارقام تعهدی) در الگوی (۴) به صورت معناداری از الگوی (۵) بزرگ‌تر باشد، فرضیه سوم (چهارم) پژوهش رد نمی‌شود.

یافته‌ها

آماره‌های توصیفی پژوهش نشان می‌دهد میانگین (میانه) متغیرهای کل انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه ۰/۰۴۷ (۰/۰۳۶)، انحراف مثبت از ساختار سرمایه بهینه ۰/۰۲۲ (۰/۰۰۰) و انحراف منفی از ساختار سرمایه بهینه ۰/۰۲۵ (۰/۰۰۰) است. نتایج نشان می‌دهد میزان انحراف ساختار سرمایه شرکت‌ها از سطح بهینه خود، از لحاظ آماری، عدد معناداری نیست. این موضوع از تقسیم کردن مقدار میانگین انحراف از ساختار بهینه سرمایه، ساختار سرمایه بیش اهرمی و ساختار سرمایه کم اهرمی بر مقدار انحراف معیار آنها حاصل می‌شود که به ترتیب برابر ۰/۰۴۱، ۰/۰۳۴ و ۰/۰۴۱ است. افزون بر این، میانگین (میانه) لگاریتم امتیاز کیفیت افشا برابر ۳/۹۴۸ (۴/۱۰۰) است و نشان می‌دهد شرکت‌های مدنظر، به‌طور معمول، کیفیت افشای مناسبی دارند. میانگین (میانه) نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها ۰/۶۴۲ (۰/۶۴۶) نشان می‌دهد بدهی‌ها حدود ۶۵ درصد از ساختار سرمایه شرکت‌های مدنظر را تشکیل می‌دهد و نقش پررنگ‌تری از حقوق صاحبان سرمایه دارد. میانگین (میانه) کیفیت ارقام تعهدی ۰/۰۹۲ (۰/۰۸۱) - نسبت هزینه‌های مالی به کل دارایی‌ها ۰/۰۳۵ (۰/۰۳۲)، نسبت مجموع موجودی‌های

2 Chow test
3 Breusch-Pagan test
4 Hausman test
5 Fixed effects
6 Pooled

1 Paternoster

جدول (۱) نتایج برآورد الگوی (۱) و محاسبه انحراف از ساختار سرمایه بهینه

$$TDA_{it+1} = \alpha_0 + \alpha_1 IOB_{it} + \alpha_2 COL_{it} + \alpha_3 LTA_{it} + \alpha_4 MTB_{it} + \alpha_5 PROFIT_{it} + \alpha_6 INF_{it} + \alpha_7 INDLEV_{it} + \varepsilon_{it+1}$$

متغیرها	ضریب	تی استیودنت	معناداری	VIF
عرض از مبدأ	۰/۲۷۴	۱/۷۴۵	۰/۰۸۱	---
IOB	۰/۰۴۳*	۲/۳۹۲	۰/۰۱۷	۱/۰۶۴
COL	۰/۰۵۰*	۲/۰۴۳	۰/۰۴۱	۱/۰۴۴
LTA	۰/۰۴۶	۱/۸۲۵	۰/۰۶۸	۱/۲۹۲
MTB	-۰/۰۰۹**	-۵/۰۵۲	۰/۰۰۰	۱/۰۸۹
PROFIT	-۰/۱۳۷**	-۲/۷۸۸	۰/۰۰۵	۱/۰۸۰
INF	۰/۰۶۴	۱/۷۴۸	۰/۰۸۰	۱/۲۲۰
INDLEV	۰/۱۶۴*	۲/۴۹۵	۰/۰۱۳	۱/۰۶۲
ضریب تعیین تعدیل شده	۷۴/۳۲۱ درصد	آماره وولدریج (معناداری)	۲/۶۲۱ (۰/۱۳۴)	
آماره فیشر (معناداری)	۱۷/۲۱۴** (۰/۰۰۰)	آماره نسبت راست‌نمایی (معناداری)	۱۱/۶۸۸ (۰/۳۸۷)	
** و * به ترتیب معناداری در سطح ۱ درصد و ۵ درصد				

نشان می‌دهد باقیمانده‌های الگوی (۱) خودهمبستگی سریالی^۵ ندارند. عدم معناداری آماره نسبت راست‌نمایی^۶ (۱۱/۶۸۸) نشان‌دهنده نبود مشکل ناهمسانی واریانس^۷ در اجزای اخلاص الگوی (۱) است؛ است؛ بنابراین نتایج برآورد الگوی (۱) کاذب نیست و برای محاسبه مقدار انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه می‌توان بدان اتکا کرد. پس از برآورد الگوی (۱)، قدرمطلق باقیمانده‌ها (که نشان‌دهنده میزان کل انحراف از ساختار سرمایه بهینه است) محاسبه شده است. به علاوه باقیمانده‌های مثبت (منفی) استخراج شده است که انحراف مثبت (منفی) از سطح بهینه ساختار سرمایه را نشان می‌دهد. برای محاسبه کیفیت ارقام تعهدی، الگوی (۲) برآورد و نتایج آن در جدول (۲) ارائه شده است.

نتایج نشان می‌دهد ضریب متغیرهای نسبت هزینه‌های مالی به کل دارایی‌ها (۰/۰۴۳)، نسبت مجموع موجودی‌های مواد، کالا و دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها (۰/۰۵۰) و متوسط نسبت اهرمی صنایع (۰/۱۶۴) در سطح ۵ درصد و ضریب متغیرهای نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام (-۰/۰۰۹) و نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی‌ها (-۰/۱۳۷) در سطح ۱ درصد معنادار هستند. مقادیر آماره عامل تورم واریانس^۱ نیز نشان می‌دهد متغیرهای مستقل الگوی (۱) مشکل همخطی^۲ ندارد. معناداری آماره فیشر (۱۷/۲۱۴) نشان‌دهنده معناداری کلی الگوی (۱) است. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد متغیرهای مستقل الگوی (۲) حدود ۷۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته (ساختار سرمایه) را تبیین می‌کند. مقدار آماره دوربین-واتسون^۳ (۲/۰۰۵) و عدم معناداری آماره وولدریج^۴ (۲/۶۲۱)

5 Serial correlation
6 Likelihood ratio
7 Heteroskedasticity

1 Variance Inflation Factor (VIF)
2 Multicollinearity
3 Durbin-Watson
4 Wooldridge

جدول (۲) نتایج برآورد الگوی (۲) و محاسبه کیفیت اقلام تعهدی

$$WC_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it-1} + \beta_2 CFO_{it} + \beta_3 CFO_{it+1} + \beta_4 \Delta SALE_{it} + \beta_5 PPE_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرها	ضریب	تی استیودنت	معناداری	VIF
عرض از مبدأ	۰/۱۶۲**	۵/۷۱۷	۰/۰۰۰	---
CFO _{it-1}	۰/۲۰۴**	۵/۱۴۱	۰/۰۰۰	۱/۲۶۰
CFO _{it}	۰/۱۰۸*	۲/۴۹۳	۰/۰۱۳	۱/۴۱۴
CFO _{it+1}	۰/۰۸۶*	۲/۰۴۶	۰/۰۴۱	۱/۲۳۲
ΔSALE _{it}	۰/۰۸۸**	۵/۹۲۸	۰/۰۰۰	۱/۰۱۳
PPE _{it}	-۰/۲۸۹**	-۵/۵۰۶	۰/۰۰۰	۱/۰۳۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۶۷/۱۰۹ درصد	آماره وولدریج (معناداری)		(۰/۱۴۹) ۲/۴۰۷
آماره فیشر (معناداری)	۲۸۱/۸۸۱** (۰/۰۰۰)	آماره نسبت راست‌نمایی (معناداری)		(۰/۷۰۲) ۸/۱۲۵
*** و ** به ترتیب معناداری در سطح ادرصد و ۵ درصد				

(۲) مشکل خودهمبستگی سریالی وجود ندارد. همچنین معنادار نبودن آماره نسبت راست‌نمایی (۸/۱۲۵) نشان‌دهنده نبود مشکل ناهمسانی واریانس در اجزای اخلال الگوی (۲) است؛ بنابراین برای محاسبه کیفیت اقلام تعهدی به نتایج برآورد الگوی (۲) می‌توان اتکا کرد. پس از برآورد الگوی (۲)، مقدار منفی انحراف معیار باقیمانده‌ها برای هر شرکت در بازه زمانی مدنظر، به‌عنوان معیار سنجش کیفیت اقلام تعهدی محاسبه شده است. برای بررسی تأثیر کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی در میزان انحراف از ساختار سرمایه بهینه، الگوی (۳) برآورد و نتایج آن در جدول (۳) گزارش شده است.

نتایج نشان می‌دهد عرض از مبدأ (۰/۱۶۲) و ضریب متغیرهای جریان وجوه نقد عملیاتی دوره گذشته (۰/۲۰۴)، تغییرات درآمد فروش (۰/۰۸۸) و اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات (-۰/۲۸۹) در سطح ۱ درصد و ضریب متغیرهای جریان وجوه نقد عملیاتی دوره جاری (۰/۱۰۸) و دوره آینده (۰/۰۸۶) در سطح ۵ درصد معنادار است. مقادیر آماره عامل تورم واریانس نشان می‌دهد در بین متغیرهای مستقل الگوی (۲) مشکل همخطی وجود ندارد. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد متغیرهای مستقل الگوی (۲) حدود ۶۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌کند. مقدار آماره دوربین-واتسون (۱/۹۹۱) و معنادار نبودن آماره وولدریج (۲/۴۰۷) نشان می‌دهد بین پسماندهای الگوی

جدول (۳) نتایج برآورد الگوی (۳) و آزمون فرضیه‌های اول و دوم

$$SubOpCS_{it+1} = \gamma_0 + \gamma_1 DQ_{it} + \gamma_2 AQ_{it} + \varepsilon_{it+1}$$

متغیرها	ضریب	تی استیودنت	معناداری	VIF
عرض از مبدأ	۰/۰۴۲**	۱۶/۶۸۲	۰/۰۰۰	---
DQ	-۰/۱۵۸**	-۳/۶۳۴	۰/۰۰۰	۱/۰۰۳
AQ	-۰/۰۸۶**	-۴/۹۸۱	۰/۰۰۰	۱/۰۰۳
ضریب تعیین تعدیل شده	۳۲/۳۲۹ درصد	آماره وولدریج (معناداری)		(۰/۵۱۱) ۰/۴۶۱
آماره فیشر (معناداری)	۱۳/۴۱۲** (۰/۰۰۰)	آماره نسبت راست‌نمایی (معناداری)		(۰/۱۴۴) ۱۵/۹۲۱
*** معناداری در سطح ادرصد				

نتایج نشان می‌دهد عرض از مبدأ (۰/۰۴۲) و ضریب دو متغیر کیفیت افشا (۰/۱۵۸-) و کیفیت ارقام تعهدی (۰/۰۸۶-) در سطح ۱ درصد معنادار است. مقادیر آماره عامل تورم واریانس نشان می‌دهد دو متغیر کیفیت افشا و کیفیت ارقام تعهدی با هم همخط نیستند. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد متغیرهای کیفیت افشا و کیفیت ارقام تعهدی، حدود ۳۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌کند. مقدار آماره دوربین-واتسون (۱/۷۶۶) و معنادار نبودن آماره وولدریج (۰/۴۶۱) نشان می‌دهد بین پسماندهای الگوی (۳) مشکل خودهمبستگی سریالی وجود ندارد. افزون بر این، عدم معناداری آماره نسبت راست‌نمایی (۱۵/۹۲۱) نشان‌دهنده نبود مشکل ناهمسانی واریانس در اجزای اخلال الگوی (۳) است؛ بنابراین برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم پژوهش به نتایج برآورد الگوی (۳) می‌توان اتکا کرد. رابطه منفی و معنادار دو متغیر کیفیت افشا و کیفیت ارقام تعهدی با متغیر وابسته، نشان می‌دهد با افزایش کیفیت افشا و کیفیت ارقام تعهدی، میزان انحراف از ساختار سرمایه بهینه کاهش می‌یابد و ساختار سرمایه شرکت‌ها به حالت بهینه خود نزدیک می‌شود. این موضوع به معنای رند شدن فرضیه‌های اول و دوم پژوهش است.

برای بررسی تأثیر کیفیت افشا و کیفیت ارقام تعهدی بر انحراف مثبت و انحراف منفی از ساختار سرمایه بهینه، الگوهای (۴) و (۵) برآورد و نتایج آنها در جدول (۴) گزارش شده است. در هر دو الگو، مقدار آماره دوربین-واتسون (به ترتیب، ۱/۷۳۳ و ۱/۸۱۱) و معنادار نبودن آماره وولدریج (به ترتیب،

۲/۱۱۴ و ۲/۵۵۷) نشان می‌دهد مشکل خودهمبستگی سریالی بین باقیمانده‌ها وجود ندارد. همچنین عدم معناداری آماره نسبت راست‌نمایی در هر دو الگو (به ترتیب، ۸/۰۰۹ و ۱۱/۲۲۶) نشان‌دهنده نبود مشکل ناهمسانی واریانس در پسماندهای الگوها است. افزون بر این، مقادیر آماره عامل تورم واریانس نشان می‌دهد متغیرهای کیفیت افشا و کیفیت ارقام تعهدی در الگوهای (۴) و (۵)، مشکل همخطی ندارد. نتایج برآورد الگوی (۴) نشان می‌دهد عرض از مبدأ (۰/۰۴۹) و ضریب متغیرهای کیفیت افشا (۰/۲۱۶-) و کیفیت ارقام تعهدی (۰/۱۰۵-) در سطح ۱ درصد معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده بیان می‌کند متغیرهای مستقل الگوی (۴) حدود ۴۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌کند. نتایج نشان می‌دهد با افزایش کیفیت افشا و کیفیت ارقام تعهدی، اندازه انحراف مثبت از ساختار سرمایه بهینه کاهش می‌یابد و ساختار سرمایه بیش‌اثر می‌شود. شرکت‌ها به حالت بهینه تمایل پیدا می‌کند. نتایج برآورد الگوی (۵) نشان می‌دهد عرض از مبدأ (۰/۰۳۷) و ضریب متغیر کیفیت ارقام تعهدی (۰/۰۹۰-) در سطح ۱ درصد معنادار است؛ ولی ضریب متغیر کیفیت افشا (۰/۰۴۸-) معنادار نیست. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد متغیرهای مستقل الگوی (۵) حدود ۲۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌کنند. نتایج نشان می‌دهد با افزایش کیفیت ارقام تعهدی، اندازه انحراف منفی از ساختار سرمایه بهینه کاهش می‌یابد و ساختار سرمایه کم‌اثر می‌شود. شرکت‌ها به میزان بهینه نزدیک می‌شود.

جدول (۴) نتایج برآورد الگوهای (۴) و (۵)

الگوی (۵)		الگوی (۴)		
$ CS_{it+1}^{Under} = \theta_0 + \theta_1 DQ_{it} + \theta_2 AQ_{it} + \varepsilon_{it+1}$		$ CS_{it+1}^{Upper} = \theta_0 + \theta_1 DQ_{it} + \theta_2 AQ_{it} + \varepsilon_{it+1}$		
VIF	ضریب (معناداری)	VIF	ضریب (معناداری)	
---	۰/۰۳۷** (۰/۰۰۰)	---	۰/۰۴۹** (۰/۰۰۰)	عرض از مبدأ
۱/۰۰۲	-۰/۰۴۸ (۰/۱۶۷)	۱/۰۰۴	-۰/۲۱۶** (۰/۰۰۰)	DQ
۱/۰۰۲	-۰/۰۹۰** (۰/۰۰۱)	۱/۰۰۴	-۰/۱۰۵** (۰/۰۰۷)	AQ
	۲۸/۸۱۷ درصد		۴۱/۰۰۵ درصد	ضریب تعیین تعدیل شده
	۶/۵۶۴** (۰/۰۰۲)		۱۷/۱۷۵** (۰/۰۰۰)	آماره فیشر (معناداری)
	۲/۵۵۷ (۰/۱۳۸)		۲/۱۱۴ (۰/۱۷۴)	آماره وولدریج (معناداری)
	۱۱/۲۲۶ (۰/۴۲۴)		۸/۰۰۹ (۰/۷۱۲)	آماره نسبت راست‌نمایی (معناداری)
		۲/۴۹۳** (۰/۰۰۶)		فرضیه سوم: آماره پترنوستر و همکاران (معناداری)
		۰/۳۲۶ (۰/۳۷۲)		فرضیه چهارم: آماره پترنوستر و همکاران (معناداری)
** و * به ترتیب معناداری در سطح ۱ درصد و ۵ درصد				

است. اتخاذ تصمیم و انتخاب نوع منابع تامین مالی، تعیین‌کننده ساختار سرمایه شرکت است. به عقیده مودیگلیانی و میلر (۱۹۵۸) در بازارهای کارای سرمایه که بین فعالان بازار، عدم تقارن اطلاعاتی وجود ندارد، خط‌مشی تامین مالی شرکت در ارزش آن بی‌تأثیر و ارزش شرکت، از ساختار سرمایه آن مستقل است [۲۴]. با وجود این، نتایج پژوهش‌های داخلی (فدایی‌نژاد، ۱۳۸۳؛ قالیباف اصل و همکاران، ۱۳۸۵) نشان‌دهنده کارایی بازار اوراق بهادار تهران در سطح ضعیف و به تبع آن، وجود عدم تقارن اطلاعاتی است [۹، ۱۲]. در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، پدیده گزینش نامناسب اتفاق می‌افتد و باعث می‌شود سرمایه‌گذاران در انتخاب گزینه‌های سرمایه‌گذاری اشتباه کنند. این موضوع، ساختار سرمایه شرکت‌ها را از حالت بهینه خارج می‌کند و به ساختارهای سرمایه بیش‌اهرمی یا کم‌اهرمی سوق می‌دهد. در این شرایط، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی با افزایش کیفیت

درباره مقایسه میزان تأثیر کیفیت افشا در انحراف مثبت و منفی از ساختار سرمایه بهینه، معناداری آماره پترنوستر و همکاران (۲/۴۹۳) در سطح ۱ درصد نشان می‌دهد تأثیر کیفیت افشا در انحراف مثبت از ساختار سرمایه بهینه به صورت معناداری از تأثیر آن در انحراف منفی از ساختار سرمایه بهینه، قوی‌تر است؛ بنابراین فرضیه سوم پژوهش رد نمی‌شود. افزون بر این، عدم معناداری آماره پترنوستر و همکاران (۰/۳۲۶) نشان می‌دهد میزان تأثیر کیفیت اقلام تعهدی در انحراف منفی و مثبت از ساختار سرمایه بهینه، از نظر آماری یکسان است؛ بنابراین فرضیه چهارم پژوهش رد می‌شود.

نتایج و پیشنهادها

یکی از وظایف اساسی مدیران مالی، تصمیم‌گیری درباره تامین مالی است. این تصمیم شامل تعیین سرمایه لازم و منبع تامین آن (بازارهای بدهی و یا سرمایه)

می‌شود تأثیر اجزای ذاتی^۱ و غیرذاتی^۲ کیفیت ارقام تعهدی (مطرح در پژوهش فرانسیس^۳ و همکاران، ۲۰۰۵) و نیز تأثیر اجزای کیفیت افشا (به‌موقع بودن و قابلیت اکتفا) را در انحراف از ساختار سرمایه بهینه بررسی و مقایسه کنند [۱۱].

منابع

- [1] Agarwal, P., O'Hara, M. (2007). Information risk and capital structure. <http://ssrn.com/abstract=939663>.
- [2] Aghaei, M. A., Ahmadian, V., & Jahaz, A. A. (2014). Determinants of capital structure in Iranian SMES firms. *Quarterly Journal of Financial Accounting and Auditing Researches*, 6(22): 175-212.
- [3] Bharath, S. T., Pasquariello, P., & Wu, G. (2009). Does asymmetric information drive capital structure decisions? *The Review of Financial Studies*, 22(8): 3211-3243.
- [4] Bushman, R., Williams, C. (2014). Delayed expected loss recognition and the risk profile of banks. <http://ssrn.com/abstract=2226964>.
- [5] Chang, X., Dasgupta, S., & Hilary, G. (2009). The effect of auditor quality on financing decisions. *Accounting Review*, 84(4): 1085-1117.
- [6] Cooney, J., & Kalay, A. (1993). Positive information from equity issue announcements. *Journal of Financial Economics*, 33(2): 149-172.
- [7] DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Toni, M. (2011). Capital structure dynamics and transitory debt. *Journal of Financial Economics*, 99(2): 235-261.
- [8] Etemadi, H., Montazeri, J. (2013). Reviewing influential factors on capital structure of firms listed in Tehran Security Exchange with emphases on production market competition. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 20(3): 1-26.
- [9] Fadaeinezhad, M. E. (1994). Empirical test of ETH in the Tehran Stock Exchange. *Financial Research*, 2(5-6): 6-26.

گزارشگری مالی و کیفیت افشا، میزان انحراف از ساختار سرمایه بهینه را می‌تواند کاهش دهد و ساختار سرمایه شرکت‌ها را به حالت بهینه خود نزدیک کند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد افزایش کیفیت ارقام تعهدی و کیفیت افشا موجب کاهش میزان انحراف از ساختار سرمایه بهینه می‌شود. افزون بر این، یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد ارتقای دو مؤلفه کیفیت ارقام تعهدی و کیفیت افشا، تأثیر کاهنده بیشتری در انحراف مثبت (در قیاس با انحراف منفی) از ساختار سرمایه بهینه دارد؛ به عبارت دیگر، برای رسیدن به ساختار سرمایه بهینه، افزایش کیفیت ارقام تعهدی و کیفیت افشا، ساختار سرمایه بیش‌اهرمی را در مقایسه با ساختار سرمایه کم‌اهرمی، بیشتر تحت تأثیر قرار می‌دهد. نتایج حاصل با یافته‌های پتاچی (۲۰۱۴) و ساین و ویلیامز (۲۰۱۵) سازگار است [۳۰، ۳۶]. با توجه به یافته‌های پژوهش، به مدیران شرکت‌ها (به‌ویژه شرکت‌هایی با ساختار سرمایه بیش‌اهرمی) توصیه می‌شود با افزایش کیفیت ارقام تعهدی و نیز ارتقای کیفیت افشای اطلاعات مالی، عدم تقارن اطلاعاتی بین خود و سرمایه‌گذاران را کاهش دهند؛ زیرا این امر، بر انعطاف‌پذیری شرکت در انتخاب گزینه‌های تأمین مالی می‌افزاید، ساختار سرمایه شرکت را به حالت بهینه سوق می‌دهد و از پیامدهای منفی ساختار غیربهینه سرمایه جلوگیری می‌کند.

در این پژوهش، تأثیر کیفیت افشا و کیفیت ارقام تعهدی در میزان انحراف از ساختار سرمایه بهینه و تأثیر متغیرهای مذکور در ساختار سرمایه بیش (کم) اهرمی نیز بررسی شد؛ با این حال، ادامه مسیر، نیازمند انجام پژوهش‌های تکمیلی است تا سایر جوانب موضوع روشن شود. در این راستا، به پژوهشگران آینده توصیه

1 Innate

2 Un-Innate

3 Francis

- [21] Mahdavi, G., Behpour, S., & Kazemnezhad, F. (2014). Exploring the relationship between disclosure quality and the performance of Tehran Stock Exchange companies using a simultaneous equations system. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 21(3): 371-386.
- [22] McNichols, M. (2002). Discussion of the quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *Accounting Review*, 77(1): 61-69.
- [23] Mehrani, K., Parvaei, A. (2014). Disclosure quality in family firms listed in the Tehran Stock Exchange. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 21(4): 527-540.
- [24] Modigliani, F., Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 49(4): 261-275.
- [25] Moghaddam, A., Momeni Y. A. (2012). The investigation of the effect of some corporate governance attributes on capital structure decisions for corporation listed in Tehran Stock Exchange. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 19(2): 123-136.
- [26] Myers, S. C., Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information those investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2): 187-221.
- [27] Nachman, D., & Noe, T. (1994). Optimal design of securities under asymmetric information. *Review of Financial Studies*, 7(1): 1-44.
- [28] Noe, T. (1988). Capital structure and signaling game equilibria. *Review of Financial Studies*, 1(4): 331-355.
- [29] Paternoster, R., Brame, R., Mazerolle, P. & Piquero, A. (1998). Using the correct statistical test for the equality of regression coefficients. *Criminology*, 36(4): 859-866.
- [30] Petacchi, R. (2014). Information asymmetry and capital structure: evidence from Regulation FD. *Journal of Accounting and Economics*, 59(2-3): 143-162.
- [31] Sajadi, S. H., Mohammadi, K., & Solgi, M. (2011). Investigating the effect of firm's characteristics on capital structure. *Quartely Accounting and Auditing Research*, 10: 22-35.
- [10] Fathi, S., Abzari, M., & Habibi, S. (2014). Determinants of capital structure: Meta-analysis. *Asset Management and Financing*, 2(1): 55-74.
- [11] Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1): 295-327.
- [12] Ghalibaf, A. H., Nateghi, M. (2006). The value relevance of dividends, book value and earnings in Tehran Stock Exchange. *Financial Research*, 9(1), 47-66.
- [13] Haghghat, H., Bashiri, V. (2012). Relationship between financial flexibility and capital structure. *Accounting Knowledge*, 3(8): 49-71.
- [14] Karimi, F., Ashrafi, M. (2011). Investigate relationship between corporate governance mechanisms and capital structure in Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Research*, 3(2): 79-92.
- [15] Kashanipoor, M., Momeni Y., A. (2012). The study of the role of information asymmetry in capital structure decisions for corporations listed in Tehran Stock Exchange (TSE). *Quartely Journal of Accounting and Auditing Research*, 14: 4-20.
- [16] Khalifeh S. S. A., Akhlaghi, H., & Saedi, R. (2014). The investigation of factors affecting the capital structure using the Tobit models: An empirical examination of static trade-off, pecking order and agency costs theories. *Asset Management and Financing*, 2(1): 37-54.
- [17] Kordestani, G. R., & Fadaei Kalvarzi, E. (2012). Investigating the relationship between information asymmetry and capital structure in firms listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Research*, 2(3): 77-99.
- [18] Kordestani, G. R., & Najafi, E. M. (2008). Determinants of debt ratio: The static trade-off and pecking order theories. *Financial Research*, 9(2): 73-90.
- [19] Lang, M., Maffett, M. (2011). Transparency and liquidity uncertainty in crisis periods. *Journal of Accounting and Economics*, 52(2): 101-125.
- [20] Leuz, C., Verrecchia, R. (2000). The economic consequences of increase disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38: 91-124.

- [36] Synn, C., Williams, C. (2015). Financial reporting quality and optimal capital structure. The 8th CAPANA annual research conference. www.capana.net/www/conference2015/SynnWilliams.pdf.
- [37] Van B. J., Graham, J., & Yang, J. (2010). The cost of debt. *Journal of Finance*, 65(6): 2089-2136.
- [38] Verrecchia, R. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 32(1-3): 91-180.
- [39] Yahyazadefar, M., Shams, S., & Metan, M. (2010). Firms characteristics and capital structure. *Quartely Accounting and Auditing Research*, 8: 120-139.
- [40] Zhang, J. (2008). The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of Accounting and Economics*, 45(1): 27-54.
- [32] Scott, D. F. (1972). Evidence on the importance of financial structure. *Financial Management*, 1(2): 45-50.
- [33] Setayesh, M. H., Monfared Maharlouie, M., & Ebrahimi, F. (2011). Investigating the factors affecting the capital structure from the viewpoint of Agency Theory. *Accounting Advances*, 3(1): 55-89.
- [34] Setayesh, M. H., & Ghayouri M. A. (2010). Determining the optimum capital structure at industrial level by using data envelopment analysis (DEA) case study: listed companies in Tehran Stock Exchange (TSE). *Financial Accounting Research*, 1(1): 33-52.
- [35] Setayesh, M. H; Kazemnejad, M. & Shafiee, M. J. (2010). Genetic algorithms in determining optimal capital structure of firms accepted in Tehran Stock Exchange. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 16(3): 39-58.