

## رابطه بین فرصت‌طلبی مدیران و هزینه سرمایه

المیرا محمدخانلو<sup>۱</sup>، محمدرضا نیکبخت<sup>۲</sup>، رسول لطفی<sup>۳</sup>

<sup>۱</sup> کارشناس ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی تاکستان، قزوین، ایران

<sup>۲</sup> دانشیار و عضو هیأت علمی دانشگاه تهران، تهران، ایران

<sup>۳</sup> دانشجوی دکتری آمار، مدرس موسسه آموزش عالی تاکستان، قزوین، ایران

### چکیده

براساس تئوری نمایندگی، مدیران فرصت‌طلب با ابزارهایی نظیر مدیریت سود به دنبال انتقال ثروت از دیگران به سمت خود هستند. همچنین افزایش دوره تصدی نیز به آن‌ها امکان می‌دهد از امکانات موجود به منافع خود بهره‌برداری کنند. بدیهی است برای پنهان نگه داشتن این موضوعات سعی می‌کنند اطلاعات کمتری به بازار مخابره کنند، در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی و به دنبال آن ریسک اطلاعاتی بالا رفته و به‌طور طبیعی هزینه سرمایه افزایش می‌یابد. در این پژوهش با بکارگیری روش تحلیل رگرسیون پانلی با اثرات ثابت و استفاده از اطلاعات ۱۲۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که در دوره زمانی ۱۳۹۵-۱۳۹۰ می‌باشد. تاثیر مدیریت سود و ابقا مدیریت بر هزینه سرمایه سهام عادی و هزینه بدهی مورد آزمون قرار گرفته است. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که بین فرصت‌طلبی مدیران (مدیریت سود و ابقا مدیریت) و هزینه سرمایه (هزینه سرمایه سهام عادی و هزینه بدهی) شرکت‌ها رابطه معنی داری وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: فرصت‌طلبی مدیران، مدیریت سود، ابقا مدیریت، هزینه سرمایه

## ۱- مقدمه

یکی از مهم‌ترین روش‌های افزایش ارزش کلی یک شرکت انتخاب بهترین راه‌کارها برای سرمایه‌گذاری وجوه و تشکیل مناسب‌ترین ساختار سرمایه می‌باشد. تامین مالی به اشکال مختلف صورت می‌گیرد که عبارت‌اند از: استقراض، صدور سهام و انباشته کردن سود شرکت. انتخاب بهترین گزینه تامین مالی حتماً باید با مدنظر گرفتن مخارج تامین مالی صورت گیرد که در ادبیات مالی از آن تحت عنوان هزینه سرمایه یاد می‌شود. در واقع هزینه سرمایه عبارت است از حداقل نرخ بازدهی که واحد اقتصادی باید به دست آورد تا بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران تامین شود (نو، ۱۹۸۶).

اگر نرخ بازده سرمایه‌گذاران یک شرکت از هزینه سرمایه‌اش بیشتر باشد و این افزایش بازده بدون بالا رفتن درجه ریسک صورت گرفته باشد، نتیجه این خواهد بود که ثروت سهامداران افزایش خواهد یافت. هزینه سرمایه در تصمیمات تامین مالی و سرمایه‌گذاری نقش اساسی ایفا می‌کند. مدیریت شرکت در راستای تعیین منابع مالی مناسب، باید هزینه تامین منابع مالی را مشخص و آثار تامین منابع مالی بر ریسک و بازده را معین می‌کند (رضایی و ویسی حصار، ۱۳۹۲). در صورتی که بازده مورد انتظار از هزینه سرمایه کمتر باشد ارزش واحد اقتصادی کاهش خواهد یافت، بنابراین مدیریت برای حفظ ارزش واحد اقتصادی باید تلاش کند بازده مورد انتظار را حداقل به سطح هزینه سرمایه برساند، در این میان کلید موفقیت، کاهش هزینه سرمایه است (عثمانی، ۱۳۸۱).

اگر مدیریت موفق شود هزینه سرمایه واحد تجاری را کاهش دهد، بازده مورد انتظار مازاد ناشی از اجرای پروژه‌های سودآوری که برای واحدهای تجاری رقیب با هزینه سرمایه بالاتر مقرون به صرفه نیست، بر ارزش اقتصادی واحد تجاری خواهد افزود. باید توجه داشت که شرکت‌ها برای کاهش هزینه سرمایه خود و افزایش ثروت سهامداران، باید ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش دهند که آن، یکی از اجزای ریسک سرمایه‌گذاری در یک شرکت ریسک اطلاعاتی است (کردستانی و طایفه، ۱۳۹۲). از آنجا که هزینه سرمایه مبتنی بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران است، با میزان ریسک (تغییرات سود) پذیرفته شده توسط آنان مرتبط است (صوفیانی، ۱۳۸۴). فرصت‌طلبی مدیران در دو بعد مدیریت سود و ابقا مدیریت بر روی هزینه سرمایه تاثیر دارد. شرکت‌های با مدیریت سود بالا عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری دارند. از سوی دیگر، شرکت‌های با مدیریت سود پایین، سابقه طولانی‌تری در بازار دارند و آنها بیشتر از نظر تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران دنبال می‌شوند و هزینه سرمایه پایینی دارند. از این رو، این شرکت‌ها عدم تقارن اطلاعاتی کمتری و در نتیجه ریسک کمتری دارند. ایزلی و اوهارا، (۲۰۰۴) معتقدند که عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌هایی با تاریخچه طولانی که از نظر سرمایه‌گذاران معروف‌تر هستند، دقت اطلاعات و پایین آوردن هزینه سرمایه شرکت را بهبود می‌بخشند. سرمایه‌گذاران عموماً اوراق بهاداری با ریسک کمتر، هزینه معامله کمتر و عدم تقارن اطلاعاتی کمتر را ترجیح می‌دهند (بوتوسان، ۲۰۰۶).

وقتی تقاضا برای اوراق بهاداری با این ویژگی‌ها افزایش یابد، باعث افزایش نقد شوندگی سهام می‌شود که روی هزینه سرمایه تاثیر می‌گذارد (اوهارا، ۲۰۰۳). مطالعات قبلی به خوبی نشان داد که شرکت‌های بزرگ با کاهش ریسک سیستماتیک همراه است. از طرفی هم با کاهش ریسک سیستماتیک هزینه سرمایه کاهش می‌یابد (گیهاردت، ۲۰۰۱). در واقع هزینه سرمایه تابعی از ریسک است؛ زیرا زمانی که شرکت از منابع مالی پر ریسک، بیش از حد استفاده کند ریسک شرکت افزایش یافته و در نتیجه هزینه سرمایه نیز افزایش می‌یابد.

بنابراین یکی از اقداماتی که می‌تواند در جهت حداکثر ساختن ارزش شرکت و ثروت سهامداران انجام پذیرد، استفاده از راه‌کارهایی است که از طریق آنها هزینه سرمایه و ریسک شرکت کاهش یابد. در این میان فرصت‌طلبی مدیران در شرکت‌ها باعث شده است تا هزینه سرمایه و ریسک شرکت افزایش یابد. به‌طور کلی مدیران از دو بعد مدیریت سود و ابقا مدیریت باعث

افزایش هزینه سرمایه و ریسک شرکت می‌شوند. نتایج حاکی از آن است که فرصت‌طلبی مدیران (مدیریت سود و ابقا مدیریت) بر روی هزینه سرمایه (هزینه بدهی و هزینه سرمایه سهام عادی) و ریسک تأثیرگذار است. برات، (۲۰۰۴) در مطالعه‌ای در مورد هزینه وام‌های بانکی به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های با مدیریت سود بالاتر، هزینه‌های بالاتری را برای وام‌های بانکی خود می‌پردازند.

پژوهشگران یافته‌های خود را با این واقعیت که بانک‌ها قادر به شناسایی دستکاری‌های سود توسط شرکت‌ها و قیمت آن هستند، تفسیر می‌کنند. از این‌رو، هزینه‌های بالاتری را برای شرکت‌هایی که چنین عملیاتی دارند، هزینه می‌کنند. بچوک و همکاران، (۲۰۰۹) در پژوهشی تحت عنوان تأثیر فرصت‌طلبی مدیران (مدیریت سود و ابقا مدیریت) بر هزینه‌های بدهی تأمین مالی به این نتیجه رسیدند که ابقا مدیریت یک رویکرد طبیعی از رفتار فرصت‌طلبانه‌ی مدیران است که مطالعات آن‌ها تأثیر منفی آن را بر عملکرد شرکت نشان داده است. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد شرکت‌هایی که از ابقا مدیریت کمتری برخوردارند، از هزینه بدهی کمتر و اعتبارات بالاتر برخوردار هستند. اصفهانیان و همکاران، (۱۳۹۲)، در بررسی رابطه بین مدیریت سود و هزینه‌های تأمین مالی به این نتیجه رسیدند که با افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام، انگیزه اعمال مدیریت سود کاهش داشته است، بنابراین بین هزینه حقوق صاحبان سهام و مدیریت سود رابطه‌ی منفی و معنی‌داری در این شرکت‌ها مشاهده شد.

نتایج حاکی بر آن است که با افزایش مدیریت سود و ابقا مدیریت هزینه حقوق صاحبان سهام نیز افزایش می‌یابد؛ بنابراین جلوگیری از فرصت‌طلبی مدیران از طریق کاهش مدیریت سود و ابقا مدیریت جهت کاهش هزینه سرمایه و ریسک شرکت از اهمیت بالایی برخوردار است. این پژوهش به دنبال مشاهده‌ی تجربی تأثیر بالقوه از فرصت‌طلبی مدیریت بر هزینه‌ی سرمایه برای نمونه‌ای از شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران است. هدف اصلی این پژوهش اندازه‌گیری تأثیر فرصت‌طلبی مدیران در دو بعد ابقا مدیریت و فعالیت‌های مدیریت سود بر روی هزینه سرمایه است؛ بنابراین این پژوهش به دنبال ایجاد محدودیت‌هایی برای فرصت‌طلبی مدیران جهت کاهش هزینه‌ی سرمایه و ریسک شرکت‌ها می‌باشد.

## ۲- ادبیات تحقیق

مدل پیشنهادی تحقیق شامل دو بعد فرصت‌طلبی مدیران به عنوان متغیر مستقل؛ ابقا مدیریت و مدیریت سود و دو بعد هزینه سرمایه به عنوان متغیر وابسته؛ هزینه سرمایه سهام عادی و هزینه‌ی بدهی است. در این بخش به معرفی متغیرهای تحقیق می‌پردازیم و خلاصه‌ای در مورد پیشینه و کاربردهای اصلی هریک مطالبی را بیان خواهیم کرد.

### ۲-۱- فرصت‌طلبی مدیران

فرصت‌طلبی مدیران یک رویکرد طبیعی از رفتار گمراه کننده مدیران است که بر عملکرد شرکت تأثیر منفی دارد (بچوک و همکاران، ۲۰۰۹). از شاخص‌های فرصت‌طلبی مدیران مدیریت سود و ابقا مدیریت است؛ اصولاً مدیریت سود زمانی اتفاق می‌افتد که مدیریت در تلاش است تا تصویر مناسب‌تری از شرکت برای ذینفعان ارائه دهد، زیرا این تصویر بر منافع مدیران تأثیر مستقیم و یا غیرمستقیم دارد. بنابراین همواره این نگرانی وجود دارد که سود به عنوان یکی از مهمترین شاخص‌های عملکرد مالی شرکت‌ها، توسط مدیران که در تضاد منافع بالقوه با سهامداران عادی هستند، با اهداف خاصی مدیریت شده باشد (امان و نگوین، ۲۰۱۳). در واقع مدیران می‌توانند از اختیارات خود برای تغییر سود استفاده کنند تا بتوانند تأمین مالی مناسب‌تری برای پروژه‌های خود فراهم کنند (سرکو و همکاران، ۲۰۰۶). شرکت‌ها در تلاشند تا از طریق کاهش مدیریت سود، ریسک ناشی از رفتار فرصت‌طلبانه مدیران را کاهش دهند (شوارتز و همکاران، ۲۰۱۷). خدادادی و همکاران (۱۳۹۶)، در پژوهشی "تحت عنوان بیش سرمایه گذاری، نوع مدیریت سود متعاقب آن و دوره تصدی مدیرعامل: شواهدی از بورس اوراق بهادار" به این نتیجه رسیدند که مدیران عامل از طریق مدیریت سود به طور فرصت‌طلبانه‌ای سرمایه گذاران بالقوه، سهامداران،

قانون گذاران، مشتریان و سایرین را گمراه می‌نمایند. اما در پژوهش حاضر، نمونه دیگری از انگیزه‌های مدیرعامل به نام بیش سرمایه‌گذاری برای تاثیرگذاری بر گزارشگری مالی معرفی خواهد شد. مدیران عاملی که بیش سرمایه‌گذاری می‌کنند، سرمایه‌گذاری ناکارای خود را از طریق مدیریت سود پنهان می‌کنند تا نشان دهند که انتظارات سهامداران برآورده شده است. مدیران عامل برای گمراه کردن سهامداران درباره سرمایه‌گذاری ناکارا از دو نوع مدیریت سود واقعی و تعهدی استفاده می‌کنند. اندازه‌گیری ارقام تعهدی براساس برآوردهایی قرار دارد که مدیرعامل می‌تواند به طور فرصت‌طلبانه این ارقام را مدیریت نموده و سهامداران را درباره‌ی استفاده صحیح از منابع تحت اختیار خود گمراه کند (دی منو، ۲۰۱۴). دستکاری فعالیت‌های واقعی به عنوان انحراف از فعالیت‌های عملیاتی تعریف می‌شود و انگیزه مدیران این است تا حداقل برخی سهامداران را با اعتقاد به اینکه اهداف گزارشگری مالی در فعالیت‌های عملیاتی برآورده شده است، گمراه نمایند. مدیران می‌توانند حجم فروش را دستکاری نمایند. مدیران همچنین می‌توانند هزینه‌های اختیاری (مانند هزینه‌های تحقیق و توسعه، هزینه تبلیغات و هزینه‌های فروش، عمومی و اداری) را به تعویق بیندازند تا سود فعلی را افزایش دهند و آمار تولید را بیش از واقع نشان دهند (روی چادری، ۲۰۰۶). تاثیر کوتاه مدت دستکاری فعالیت‌های عملیاتی متورم شدن فوری عملکرد شرکت است، که باعث می‌شود سهامداران معتقد به کارایی سرمایه‌گذاری‌ها شوند.

## ۲-۱-۱-۱- ابقا مدیریت

بیچوک و همکاران، (۲۰۰۹)، در پژوهشی تحت عنوان تاثیر فرصت‌طلبی مدیران بر هزینه‌های بدهی تامین مالی به این نتیجه رسیدند که ابقا مدیریت یک رویکرد طبیعی از رفتار فرصت‌طلبانه‌ی مدیران است که مطالعات آن‌ها تاثیر منفی آن را بر عملکرد شرکت نشان داده است. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد شرکت‌هایی که از ابقا مدیریت کمتری برخوردارند، از هزینه سرمایه (هزینه‌بدهی و هزینه سرمایه سهام) کمتر و اعتبارات بالاتر برخوردار هستند. به طور کلی اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران هزینه‌های بالاتر و تحلیل‌گران رتبه‌بندی، رتبه‌های پایین‌تر به شرکت‌های با ابقا مدیریت بیشتر اختصاص می‌دهند. تاثیر تجزیه و تحلیل از ابقا مدیریت بر ارزش شرکت و بازده سهامداران را مورد بررسی قرار دادند. با استفاده از شاخص ابقا آنها دریافتند که ابقا مدیران ارزش شرکت را کاهش می‌دهند. بدیهی است که نتایج یک رفتار ابقا شده باعث تخریب ارزش می‌شود و از این رو احتمال ورشکستگی شرکت افزایش می‌یابد. نظریه پردازان نمایندگی مدت‌ها است که ادعا کرده‌اند که ابقا مدیریت، برای ذینفعان، تعیین کننده است، زیرا مدیران را از قوانین حاکمیت شرکتی محافظت می‌کند. با این حال، استدلال می‌کنیم که ابقا مدیریت، به عنوان فرضیه‌ای رقابتی، می‌تواند همچنین مزایایی را برای مالکان شرکت فراهم سازد: دید مدیران را در مدیریت سود برای برآورده ساختن اهداف کوتاه مدت گزارش مالی گسترش می‌دهد. یافته‌های ما سازگار با این پیش‌بینی هستند که هنگامی که انگیزه‌هایی برای مدیریت عملکرد شرکت وجود دارند، مدیران ابقا شده، کمتر در معرض مشارکت در فعالیت‌های زیان‌آور برای سهامداران قرار می‌گیرند.

## ۲-۱-۲- مدیریت سود

به عقیده جونز و مارشال، (۲۰۰۱)، مدیریت سود زمانی اتفاق می‌افتد که مدیران با استفاده از قضاوت در گزارشگری مالی و ساختار مبادلات جهت گمراه نمودن بعضی از ذینفعان (شامل سهامداران، اعتباردهندگان، کارکنان، دولت، سرمایه‌گذاران و...) درباره عملکرد اقتصادی شرکت با تحت تاثیر قراردادن نتایج قراردادی که به ارقام حسابداری گزارش شده وابسته است، در گزارشگری مالی تغییر ایجاد می‌کنند. دی (۱۹۸۸)، بیان می‌کند که مدیریت سود معمولاً از استفاده مدیران از مزایای عدم تقارن اطلاعاتی ناشی می‌شود. وی حداقل دو مسأله مهم را مطرح نموده است. اولاً، برای افزایش پاداش مدیران که توسط سرمایه‌گذاران تأمین می‌شود، سود دستکاری می‌شود و ثانیاً، سرمایه‌گذاران بالفعل تمایل دارند که بازار برداشت بهتری از ارزش شرکت داشته باشد. بنابراین، انتقال ثروت بالقوه از سرمایه‌گذاران جدید به سرمایه‌گذاران قدیمی که ایجاد کننده یک تقاضای داخلی برای مدیریت سود هستند، به وجود می‌آید. بازی با «ارقام مالی» (نامی که گاهی اوقات برای مدیریت سود به کار می‌رود) می‌تواند تاثیر کاملاً منفی، در هنگام کشف شدن باقی بگذارد. «با استفاده از حسابداری مدیریت سود، مدیریت می‌تواند تصورات سایرین نسبت به عملکرد شرکت را تغییر دهد، ارزیابی قدرت سودآوری شرکت ممکن است به اشتباه تعبیر شود و

باعث تعیین نامناسب قیمت اوراق بدهی و سرمایه شود. هنگامی که اشتباه‌هایی کشف می‌شود، شرکت دیگر اطمینان بازار را به دست نخواهد آورد و این باعث کاهش شدید قیمت اوراق بدهی و سرمایه‌اش خواهد شد (هیلی و والن، ۲۰۰۹).

## ۲-۲- هزینه‌ی سرمایه

مفهوم هزینه‌ی سرمایه بر این فرض مبتنی است که هدف شرکت حداکثر کردن ثروت سهامداران است. رعایت این فرض باعث شد که درباره‌ی هزینه‌ی سرمایه تعاریف متعددی مطرح شود. یک تعریف از آن‌جا ناشی می‌شود که هر شرکتی دارای ریسک و بازده مخصوص به خود است. هر یک از گروه‌های سرمایه‌گذار مثلاً دارندگان اوراق قرضه، سهام ممتاز و سهام‌عادی خواهان میزانی از نرخ بازدهی هستند که درخور ریسک مربوط به آن باشد. بنابراین، در این‌جا هزینه‌ی سرمایه، حداقل نرخ بازدهی است که شرکت باید به دست آورد تا بازده مورد نظر سرمایه‌گذاران در شرکت تأمین شود. این مهم‌ترین کاربرد مفهوم هزینه‌ی سرمایه است و بیان می‌کند اگر نرخ بازده سرمایه‌گذاری یک شرکت از هزینه‌ی سرمایه‌ی آن بیشتر باشد و اگر بدون بالا رفتن درجه ریسک، این میزان بازده افزایش یابد، ثروت سهامداران افزایش خواهد یافت. هزینه‌ی سرمایه از دو بخش عمده-ی هزینه‌ی بدهی و هزینه‌ی حقوق صاحبان سهام تشکیل شده است (سجادی و همکاران، ۱۳۹۲). هزینه‌ی سرمایه هر شرکت عبارت است از نرخ بازدهی که بایستی آن شرکت نسبت به سرمایه‌گذاری‌هایش بدست آورد تا بتواند انتظارات سرمایه‌گذارانی را که وجوه بلند مدت شرکت را فراهم کرده‌اند تأمین کند (اعتمادی و همکاران، ۱۳۸۹) برای تجزیه و تحلیل درستی راجع به تصمیمات مخارج سرمایه‌ای که مهم‌ترین تصمیماتی هستند که توسط شرکت اتخاذ می‌شود، تخمینی از هزینه‌ی سرمایه لازم است. هزینه‌ی سرمایه عبارت است از نرخ تنزیلی که برای محاسبه‌ی ارزش حاضر خالص مورد استفاده قرار می‌گیرد. و همچنین عبارت است از معیاری مالی که نرخ بازده داخلی در مقایسه با آن مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. چندین تصمیم دیگر مانند اجاره سرمایه‌ای، تأمین مالی بلند مدت، و سیاست‌های سرمایه در گردش نیاز به برآوردهایی از هزینه‌ی سرمایه دارد. به منظور بیشینه کردن ارزش شرکت، باید هزینه همه داده‌ها کمینه شود و شرکت باید در این زمینه قادر به اندازه‌گیری هزینه‌ی سرمایه باشد (بالی و همکاران، ۲۰۰۶).

## ۲-۲-۱- هزینه‌ی سرمایه سهام عادی

یکی از مهم‌ترین منابع تأمین مالی شرکت‌ها، سهام عادی و حقوق متعلق به آن‌هاست. صاحبان سهام عادی نسبت به سایر تأمین‌کنندگان منابع مالی شرکت‌ها، بیشترین ریسک را متحمل می‌شوند لذا طبیعی است که نرخ بازده مورد انتظار آنها بیشترین نرخ بازده مورد انتظار باشد.

ازنقطه‌نظر محاسباتی، محاسبه‌ی هزینه‌ی سرمایه سهام عادی از پیچیدگی خاصی برخوردار است که این پیچیدگی ناشی از عوامل زیر است:

برای سهام عادی سود مشخص و از پیش تعیین‌شده‌ای وجود ندارد. این موضوع موجب خواهد شد در مورد مبلغ جریان‌های نقدی آتی سهام ابهام ایجاد شود و این ابهام موجبات ریسک بیشتر را فراهم می‌آورد. زمان پرداخت سود سهام عادی نامشخص است که این موضوع نیز موجب ابهام در زمان‌بندی جریان‌های نقدی آتی سهام خواهد شد و چنین ابهامی نیز باعث افزایش ریسک صاحبان سهام عادی می‌گردد.

عدم وجود قراردادی که شرکت را مکلف به پرداخت سود سهام عادی نماید. عدم وجود چنین قراردادی ضمانت اجرایی پرداخت سود را زیر سؤال می‌برد و این مسئله نیز به‌نوبه خود به ریسک سهام عادی خواهد افزود. در تأمین مالی از طریق سایر منابع، قراردادهایی وجود دارد که چنین انعطافی را از بین برده است.

فقدان یک‌روند مشخص برای سیاست‌گذاری‌ها و تصمیم‌گیری‌ها در شرکت‌ها به دلیل تغییرات در مدیریت و نیز عدم ثبات در سیاست‌های کلان اقتصادی یکی دیگر از مسائلی است که بازده سهام عادی را تحت تأثیر قرار داده و از این طریق محاسبه‌ی هزینه‌ی سرمایه سهام عادی را با مشکل مضاعف مواجه می‌سازد.

با توجه به این موضوعات، محاسبه هزینه سرمایه سهام عادی کار سخت و پیچیده‌ای است که باید با نهایت دقت انجام شود. بخصوص در ایران که سهم سایر اجزای ساختار سرمایه بدهی‌های بلندمدت با بهره و سهام ممتاز ناچیز است، اهمیت محاسبه هزینه سهام عادی مضاعف خواهد شد (عثمانی، ۱۳۸۱).

### ۲-۲-۲- هزینه بدهی

هزینه بدهی در واقع هزینه‌ای است که شرکت بابت وجوه تامین شده از طریق وام یا انتشار سهام اوراق مشارکت بلندمدت متحمل می‌شود. این نرخ نشان‌دهنده بازده مورد انتظار وام دهندگان نیز است. مزیت مهم هزینه‌بدهی نسبت به سایر منابع تامین مالی این است که جزء هزینه‌های قابل قبول مالیاتی می‌باشد، بنابراین قسمتی از این هزینه‌ها از طریق صرفه‌جویی در مالیات پرداختنی به واحد تجاری برگشت داده می‌شود و مزیت دیگر آن این است که نسبت به سهام عادی و ممتاز یک منبع تامین مالی نسبتاً ارزان قیمت محسوب می‌شود (رضایی و افروزی، ۱۳۹۳). از طرفی نیز هزینه‌بدهی نشان‌دهنده فشار و ضعف مالی، نماینده بدهی و تضاد نمایندگی بین مدیران و سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان یا بین گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاران است. اما هنگامی که سرمایه‌گذاران مشغول تصمیم برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها و مؤسسات هستند، اعتباردهندگان منحنی ریسک شرکت را ارزیابی می‌کنند. این منحنی ریسک بازده مورد انتظار اعتباردهندگان را تعیین می‌کند که این همان هزینه بهره شرکت است. مطالعات پیشین یک رابطه مستقیم بین ریسک عدم توانایی پرداخت و هزینه بدهی نشان می‌دهد. به عبارت بهتر ریسک عدم پرداخت بالا هزینه بهره بالایی را به دنبال خواهد داشت (احمدپور و همکاران، ۱۳۸۹).

### ۲-۳- پیشینه پژوهش

مهام و بک محمدی (۱۳۹۵)، در پژوهشی تحت عنوان رابطه مدیریت سود عملکرد جاری و عملکرد آتی با امنیت شغلی بسیاری از مدیران با انگیزه های متفاوت (مثل افزایش قیمت سهام، کسب بازده بیشتر، فرار از هزینه‌های مالیاتی و سیاسی، افزایش دوره تصدی مدیریت شان، امنیت شغلی، شهرت و...) اقدام به دستکاری در سود می‌کنند که از آن در ادبیات حسابداری با تعبیر مختلفی مثل دستکاری در سود و مدیریت سود یاد می‌شود. بنابراین همواره این نگرانی و مشکل وجود دارد، در فصولی که مدیران با عملکرد واقعی خود قادر نیستند به شاخص های مورد نظر دست یابند، آنها با اقدامات فرصت طلبانه‌ی خود سود عملیاتی را به سمت دلخواه هدایت می‌نمایند. زارع بهنمیری و همکاران (۱۳۹۴)، در پژوهشی به بررسی رابطه‌ی مدیریت سود واقعی و تعهدی و هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداختند، آنها به این نتیجه رسیدند که مدیریت سود می‌تواند اثرات با اهمیتی بر عملکرد شرکت به خصوص در بلند مدت بگذارد. از این رو ممکن است این اثر بر هزینه سرمایه شرکت نیز موثر باشد. به طوری که با اداره کردن سود از طرف مدیریت، عملکرد بلندمدت شرکت کاهش یافته و به تبع آن هزینه سرمایه افزایش می‌یابد. نتایج حاکی از آن است که میان مدیریت سود اقلام تعهدی و فعالیت‌های واقعی با هزینه سرمایه رابطه مثبت و معنادار دارد. دیانتهی دیلمی و همکاران (۱۳۹۲)، مبادرت به آزمون ریسک پایان کار مدیر عامل، عوامل موثر بر آن و اثر آن بر روی ارزش شرکت کردند. آنها با استفاده از تحلیل بقا به این نتیجه رسیدند که برای حدود ۱۳ سال، ریسک پایان کار افزایش می‌یابد. ۸۲ درصد از مدیران عامل دارای دوره تصدی کمتر از ۱۳ سال می‌باشند. همچنین آنها به این نکته پی بردند که دوره تصدی مدیریت با کارایی و پاداش افزایش می‌یابد و نظارت هیئت مدیره باعث کاهش دوره تصدی مدیریت می‌شود و تغییر در ریسک پایان کار مدیرعامل اثر قابل توجهی بر روی ارزش شرکت ندارد. شوارتز و همکاران (۲۰۱۷)، فعالیت‌های ابقا مدیریت و مدیریت سود به عنوان نماینده‌های برای فرصت طلبی مدیریت استفاده می‌شود، فرایند این مقاله تاثیر رفتار مدیران بر روی هزینه های بدهی تامین است. این مطالعه نشان می‌دهد که سطوح پایین تری از نتیجه فرصت-طلبی مدیریت در شرکت‌ها از هزینه‌های بدهی کمتری بهره‌مند می‌شوند. علاوه بر این، یافته‌ها نشان می‌دهد که هزینه‌های بدهی بالاتر با فعالیت‌های مدیریت سود افزایشی ارتباط دارد. کیم و سان (۲۰۱۳)، به بررسی تاثیر مدیریت سود فعالیت‌های واقعی بر بهای سرمایه پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که معیارهای هزینه سرمایه بطور مثبت با میزان مدیریت سود از

طریق دستکاری فعالیت‌های واقعی پس از کنترل اثر مدیریت سود ارقام تعهدی همراه است. آنها همچنین دریافته‌اند که این ارتباط مثبت، حاصل از فرصت‌طلبی مدیران، خطاهای اندازه‌گیری در مدیریت سود است. آنتیا و همکاران (۲۰۱۰)، به بررسی این موضوع پرداختند که افق تصمیم‌گیری کوتاه‌تر مدیرعامل با بیشتر شدن هزینه‌های نمایندگی، کاهش ارزش شرکت و سطح بالاتر ریسک اطلاعاتی در ارتباط می‌باشد. این نتایج با این دیدگاه مطابقت دارد که افق تصمیم‌گیری کوتاه مدت مدیرعامل باعث می‌شود سرمایه‌گذاری‌هایی در ارجحیت قرارگیرد که دارای بازده سریعتر می‌باشد. و از سرمایه‌گذاری‌هایی که باعث ایجاد ارزش‌های بلندمدت می‌شود چشم‌پوشی خواهد شد. وانگ و همکاران، (۲۰۱۰)، با استفاده از گردش مالی مدیر عامل از سال ۱۹۹۹ تا سال ۲۰۰۵، به این نتیجه رسیدند که مدیران عامل پس از قانون ساربنز آکسلی به صورت قابل توجهی ریسک‌گریز شده‌اند. آنها شواهدی فراهم کردند که صورت‌های مالی تجدید ارائه شده بر روی دوره تصدی مدیر عامل و گردش مالی مدیر عامل تاثیر دارد. که این می‌تواند ناشی از تشدید فعالیت‌های نظارتی در قانون ساربنز آکسلی باشد. در برخی موارد به نظر می‌رسد، این قانون باعث تضعیف نظارت هیئت مدیره بر روی دوره تصدی مدیرعامل و اثر عملکرد شرکت بر روی ریسک‌گریزی می‌شود. اگرچه قانون ساربنز آکسلی به ریسک‌گریزی مدیران عامل کمک کرد اما تاثیر کمی بر روی صحت و شفافیت گزارشگری مالی داشته است.

### ۳- مدل آزمون فرضیه‌های تحقیق

با توجه به مدل‌هایی که در ادامه معرفی خواهند شد، تحقیق حاضر قصد دارد به بررسی فرضیه‌های زیر بپردازد:  
فرضیه اصلی: فرصت‌طلبی مدیران بر هزینه سرمایه تاثیر دارد.

فرضیه فرعی اول: مدیریت سود بر هزینه سرمایه سهام عادی تاثیر دارد.

فرضیه فرعی دوم: ابقا مدیریت بر هزینه سرمایه سهام عادی تاثیر دارد.

فرضیه فرعی سوم: مدیریت سود بر هزینه بدهی تاثیر دارد.

فرضیه فرعی چهارم: ابقا مدیریت بر هزینه بدهی تاثیر دارد.

مدل آزمون فرضیه فرعی اول:

مدل (۱)

$$COE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EM_{i,t} + \beta_2 Auditor_{i,t} + \beta_3 Intdown_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 POeform_{i,t} + \beta_6 Lasset_{i,t} + \beta_7 Risk_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

معناداری  $\beta_1$  بیانگر تایید فرضیه اول است.

مدل آزمون فرضیه فرعی دوم:

مدل (۲)

$$COE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ME_{i,t} + \beta_2 Auditor_{i,t} + \beta_3 Intdown_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 POeform_{i,t} + \beta_6 Lasset_{i,t} + \beta_7 Risk_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

معناداری  $\beta_1$  بیانگر تایید فرضیه دوم است.

مدل آزمون فرضیه فرعی سوم:

مدل (۳)

$$COD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EM_{i,t} + \beta_2 Auditor_{i,t} + \beta_3 Intdown_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 POeform_{i,t} + \beta_6 Lasset_{i,t} + \beta_7 Risk_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

معناداری  $\beta_1$  بیانگر تایید فرضیه سوم است.

مدل آزمون فرضیه فرعی چهارم:

مدل (۴)

$$COD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ME_{i,t} + \beta_2 Auditor_{i,t} + \beta_3 Insdwn_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 POeform_{i,t} + \beta_6 Lasset_{i,t} + \beta_7 Risk_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

معناداری  $\beta_1$  بیانگر تایید فرضیه چهارم است.

جدول (۳-۱): تعریف واژه‌ها و اصطلاحات فنی و تخصصی (به صورت مفهومی)

نام متغیر	نوع متغیر	نماد	تعریف متغیر
مدیریت سود	مستقل	earnings management	برای اندازه‌گیری این متغیر از الگوی کوتاری (۲۰۰۵) استفاده شده است، این الگو در ادامه تشریح شده است.
ابقا مدیریت	مستقل	Managerial entrenchment	یک متغیر ساختگی است که بیانگر آن است اگر دوره تصدی مدیرعامل بیشتر از ۳ سال باشد یک و در غیر این صورت صفر است (فابریزو دی مئو و همکاران، ۲۰۱۷).
هزینه سهام عادی	وابسته	Cost of equity	برای اندازه‌گیری این متغیر از الگوی CAPM استفاده شده است، این الگو در ادامه تشریح شده است.
هزینه بدهی	وابسته	Cost of debt	عبارت است از هزینه بهره نسبت به بدهی‌های بهره دار
حسابرس	کنترلی	AUDITOR	اگر شرکت توسط سازمان حسابرسی و موسسه مفید راهبر، حسابرسی شود صفر در غیر این صورت یک است.
مالکیت مدیریتی	کنترلی	INSDOWN	درصد سهام متعلق به مدیران و اعضای خانواده آنها $\frac{\text{تعداد سهام در اختیار هیئت مدیره}}{\text{تعداد کل سهام منتشره شرکت}}$
اهرم مالی	کنترلی	LEVERAGE	عبارت است از نسبت کل بدهی به کل دارایی
عملکرد	کنترلی	PERFORM	عملکرد عملیاتی شرکت که به وسیله بازده دارایی‌ها (ROA) اندازه‌گیری می‌شود.
لگاریتم کل دارایی‌ها	کنترلی	LASSET	عبارت است از لگاریتم دارایی‌های کل
ریسک	کنترلی	RISK	عبارت است از انحراف معیار سود عملیاتی پنج سال اخیر شرکت‌ها

مدیریت سود<sup>۱</sup> (EM)

باقی مانده حاصل از رگرسیون غلتان مدل کوتاری (۲۰۰۵)، برای پنج سال با شرکت‌های هم صنعت بیانگر مدیریت سود است.

<sup>۱</sup> earnings management



مدل (۵)

$$TACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 1/TA_{it-1} + \beta_2 (\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) + \beta_3 PPE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \epsilon_{it}$$

جدول (۳-۲): تعریف واژه‌ها و اصطلاحات فنی و تخصصی مدیریت سود

بیانگر کل اقلام تعهدی شرکت $t$ در سال مالی $t$ $TACC = (\Delta CA - \Delta cash) - (\Delta CL - \Delta STD)$	$TACC_{it}$
بیانگر تغییرات دارایی‌های جاری در سال جاری نسبت به سال قبل	$\Delta CA$
بیانگر تغییرات مانده‌ی وجه نقد در سال جاری نسبت به سال قبل	$\Delta cash$
بیانگر تغییرات بدهی‌های جاری در سال جاری نسبت به سال قبل	$\Delta CL$
بیانگر تغییرات حصة ی (بخش) جاری بدهی‌های بلند مدت در سال جاری نسبت به سال قبل	$\Delta STD$
بیانگر بازده دارایی شرکت $t$ در سال مالی $t$	$ROA_{it}$
جمع دارایی‌های ثابت شرکت $t$ در سال مالی $t$	$PPE_{it}$
بیانگر تغییر در حساب‌های دریافتی برای شرکت $t$ در سال مالی $t$	$\Delta REC_{it}$
بیانگر تغییر در درآمدها برای شرکت $t$ در سال مالی $t$	$\Delta REV_{it}$
بیانگر میزان حساسیت بازده سهام شرکت نسبت به بازده بازار سهام است.	$\beta$
بیانگر جمع کل دارایی‌های سال قبل	$TA_{it-1}$
مقدار باقی مانده حاصل از رگرسیون	$\epsilon_{it}$

هزینه سهام عادی (Cost of equity)

$$E(R_j) = R_f + \beta_j \times [E(R_m) - R_f] \quad \text{مدل (۶)}$$

جدول (۳-۳): تعریف واژه‌ها و اصطلاحات فنی و تخصصی هزینه سهام عادی

یازده مورد انتظار سهام (هزینه سرمایه سهام عادی) شرکت $j$ است.	$E(R_j)$
نرخ یازده بدون ریسک است.	$R_f$
میانگین یازده بازار است.	$E(R_m)$
میزان حساسیت یازده سهام شرکت $j$ نسبت به یازده بازار سهام است. برای محاسبه $\beta_j$ از رابطه زیر استفاده می‌شود. $Beta_j = (Cov(R_j, R_m)) / Var(R_m)$	$\beta_j$

## ۴- ابزار جمع‌آوری داده‌ها

داده‌های مورد نیاز جهت محاسبه متغیرهای پژوهش، از بانک اطلاعاتی «ره آورد نوین» استخراج شده است. در صورت ناقص بودن داده‌های موجود در این بانک اطلاعاتی، به آرشیوهای دستی موجود در کتابخانه‌ی سازمان بورس اوراق بهادار و سایت اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار مراجعه گردید. پس از جمع‌آوری داده‌هایی که برای انجام تحقیق مورد نیاز است، انتخاب ابزاری مناسب به منظور محاسبه و تجزیه و تحلیل اطلاعات مربوط به متغیرها اهمیت خاصی دارد. به منظور انجام محاسبات و آماده نمودن داده‌ها به اطلاعات مورد نیاز تحقیق و همچنین تجزیه و تحلیل آن‌ها، از نرم افزارهای Excel و Eviews9 استفاده شده است.

## ۴-۱ روایی (سازه و محتوا)

یکی از مواردی که بایستی در مورد جمع‌آوری داده‌ها به آن توجه کرد، روایی ابزارهای گردآوری داده‌ها است. منظور از روایی ابزار گردآوری داده‌ها این است که ابزارها بتوانند واقعیت‌ها را به خوبی نشان دهد. از آنجا که ابزار گردآوری داده‌ها در این پژوهش، بانک‌های اطلاعاتی تهیه شده توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران و یا کتابخانه‌ی سازمان بورس اوراق بهادار تهران است؛ لذا می‌توان به روایی ابزارهای گردآوری داده‌ها اعتماد نمود.

## ۵- یافته‌های تحقیق

## ۵-۱ آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش که با استفاده از داده‌های ۱۲۱ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره‌های زمانی بین سال‌های ۱۳۹۵-۱۳۹۰ اندازه‌گیری شده‌اند، شامل تعداد مشاهدات، میانگین، انحراف معیار، حداقل، حداکثر، ضریب چولگی و ضریب کشیدگی است که در جدول (۵-۱) ارائه شده است.

جدول (۵-۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

شرح متغیرها	نماد متغیر	میانگین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	کمینه	بیشینه
ابقا مدیریت	Managerial entrenchment	۰/۱۶۲۵	۰/۳۶۹۲	۱/۸۳۳	۱/۳۶۴	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰
هزینه بدهی	COD	۰/۱۵۴۵	۰/۱۳۴۳	۲/۱۹۰	۷/۱۰۸	۰/۰۰۰۰	۰/۸۱۱۴
حسابرس	AUDITOR	۰/۷۳۲۸	۰/۴۴۲۵	-۱/۰۵۴	-۰/۸۹۰۹	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۰/۶۱۴۴	۰/۲۰۷۰	-۰/۳۸۲۹	-۰/۳۴۸۹	۰/۰۱۲۷	۰/۹۹۶۷
اندازه شرکت	LAsset	۱۲/۱۳۸	۰/۶۰۸۴	۰/۶۱۸۸	۱/۰۸۸	۱۰/۴۱۵	۱۴/۲۸۰
عملکرد	PEFORM	۰/۰۷۲۶	۰/۱۱۶۸	۰/۴۳۸۴	۲/۶۹۴	-۰/۴۴۲۱	۰/۵۸۸۱
ریسک	RISK	۰/۰۴۶۱	۰/۰۷۶۱	۵/۰۷۰	۳۸/۹۰۷	۰/۰۰۰۱	۰/۹۵۹۱
مدیریت سود	EM	۰/۰۶۳۰	۰/۱۴۶۱	-۰/۳۸۴۹	۴/۵۰۹	-۰/۷۸۲۲	۰/۷۰۲۹
هزینه سرمایه سهام عادی	COE	۰/۴۴۶۴	۰/۳۹۷۶	۲/۲۴۳	۶/۱۴۴	۰/۰۱۱۶	۲/۷۳۷
مالکیت مدیریتی	INSDOWN	۰/۰۸۲۹	۰/۲۰۲۶	۲/۵۲۸	۵/۳۲۹	۰/۰۰۰۰	۰/۹۴۳۰

همان‌طور که در جدول (۵-۱)، مشاهده می‌شود آماره‌های توصیفی شامل میانگین، انحراف معیار، چولگی، کشیدگی، کمینه و بیشینه می‌باشد که معروف‌ترین و در عین حال پر مصرف‌ترین شاخص‌های آمار توصیفی‌اند. میانگین، متوسط داده‌ها را نشان می‌دهد. چولگی و کشیدگی شاخص تقارن داده‌ها و نشان دهنده وضعیت آن‌ها نسبت به توزیع نرمال است. با توجه به مطالب مذکور و با نگاهی به جدول (۵-۱)، در بین متغیرها، اندازه شرکت با مقدار ۱۲/۱۳۸ دارای بالاترین میانگین و ریسک با مقدار ۰/۰۴۶۱ کمترین میانگین می‌باشد. همچنین اندازه شرکت با مقدار ۰/۶۰۸۴ از انحراف معیار و دامنه گسترده‌تری برخوردار است.

## ۵-۲ آمار استنباطی

در این پژوهش، به منظور بررسی پایایی متغیرها از آزمون لوین، لین و چو استفاده شده است. لوین و لین نشان دادند که در داده‌های ترکیبی، استفاده از آزمون ریشه‌ی واحد برای ترکیب داده‌ها، دارای قدرت بیشتری نسبت به استفاده از آزمون ریشه‌ی واحد برای هر مقطع به صورت جداگانه است. با توجه به جدول (۵-۲)، چون سطح معنی داری آزمون برای تمام متغیرهای

موجود در پژوهش کمتر از ۰/۰۵ است لذا فرض مبنی بر وجود ریشه واحد در سری‌ها را رد کرده و در نتیجه داده‌ها پایا هستند.

### جدول (۲-۵): نتایج آزمون پایایی لوین، لین و چو

نتیجه	معناداری	آماره	متغیرها
پایا	۰/۰۰۰۰	-۱۰/۱۲۵	COE
پایا	۰/۰۰۰۰	-۲۲/۵۰۰	COD
پایا	۰/۰۰۰۰	-۳۳/۳۲۹	EM
پایا	۰/۰۰۰۰	-۲۴/۵۸۱	ME
پایا	۰/۰۰۰۰	-۵/۵۷۵	Auditor
پایا	۰/۰۰۰۰	-۱۱/۹۷۲	Insgdown
پایا	۰/۰۰۰۰	-۱۷/۰۴۳	LEV
پایا	۰/۰۰۰۰	-۱۰/۸۱۴	Perform
پایا	۰/۰۰۰۰	-۲۲/۸۱۲	LAsset
پایا	۰/۰۰۰۰	-۲۲/۳۴۷	Risk

باتوجه به جدول (۲-۵) چون سطح معنی‌داری آزمون برای تمام متغیرهای موجود در پژوهش کمتر از ۵ درصد است لذا فرض مبنی بر وجود ریشه واحد در سری‌ها را رد کرده و در نتیجه داده‌ها پایا هستند.

### ۳-۵ بررسی نرمال بودن جملات خطا

با توجه به اهمیت نرمال بودن جملات خطا در مدل پژوهش از آزمون جارگو برا استفاده می‌شود:

$H_0$ : جملات خطا نرمال هستند

$H_1$ : جملات خطا نرمال نیستند

### جدول (۳-۵): آزمون جارگو برا

نام متغیر	مدل اول پژوهش	مدل دوم پژوهش	مدل سوم پژوهش	مدل چهارم پژوهش
تعداد	۷۲۶	۷۲۶	۷۲۶	۷۲۶
آماره جارگو برا	۴/۹۵۷	۵/۴۶۳	۴/۴۰۸	۴/۸۰۱
سطح معناداری	۰/۱۰۵۴	۰/۰۹۰۵	۰/۱۱۰۵	۰/۱۰۶۹

با توجه به جدول (۳-۵) چون سطح معنی‌داری برای تمام مدل‌های پژوهش بیشتر از ۵ درصد است. لذا فرض صفر برای آن‌ها رد نشده و جملات خطا نرمال هستند. شدت وابستگی دو متغیر به یکدیگر را همبستگی تعریف می‌کنیم. بطور کلی ضرایب همبستگی بین ۱- تا ۱ تغییر می‌کنند و رابطه بین دو متغیر می‌تواند مثبت یا منفی باشد. ضریب همبستگی یک رابطه متقارن می‌باشد، هر چه ضریب همبستگی به یک نزدیکتر باشد میزان وابستگی دو متغیر بیشتر است، این وابستگی به معنای رابطه علت و معلولی نیست و ضریب همبستگی حرفی از اینکه کدام علت و کدام معلول است، به میان نمی‌آورد. با انجام آزمون همبستگی به بررسی ارتباط ابتدایی بین متغیرها می‌پردازیم. و با توجه به نتایج می‌توان گفت بین متغیرها ارتباط وجود دارد و می‌توان به بررسی دقیق‌تر این روابط پرداخت.

### ۴-۵ ضرایب همبستگی

جدول (۴-۵): ضرایب همبستگی پژوهش

متغیرها	COE	EM	ME	AUDITOR	INSDOWN	LEV	PERFORM	LASSET	RISK
COE	۱,۰۰۰								
احتمال	-----								
EM	۰,۴۳۴	۱,۰۰۰							
احتمال	۰,۰۰۰	-----							
ME	-۰,۳۷۵	-۰,۳۱۹	۱,۰۰۰						
احتمال	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	-----						
AUDITOR	-۰,۳۹۹	-۰,۱۱۳	۰,۲۱۵	۱,۰۰۰					
احتمال	۰,۰۰۰	۰,۰۰۲	۰,۰۰۰	-----					
INSDOWN	۰,۰۳۵	۰,۰۹۴	۰,۱۱۶	۰,۰۸۲	۱,۰۰۰				
احتمال	۰,۳۴۷	۰,۰۱۲	۰,۰۰۲	۰,۰۲۷	-----				
LEV	۰,۰۰۵	-۰,۰۶۱	۰,۰۰۷	۰,۰۶۶	-۰,۰۶۰	۱,۰۰۰			
احتمال	۰,۸۹۳	۰,۰۹۹	۰,۸۵۰	۰,۰۷۶	۰,۱۰۴	-----			
PERFORM	-۰,۳۳۲	-۰,۲۳۹	۰,۳۴۳	۰,۱۶۹	-۰,۱۱۳	-۰,۵۱۵	۱,۰۰۰		
احتمال	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۲	۰,۰۰۰	-----		
LASSET	-۰,۳۶۱	-۰,۲۶۳	۰,۳۵۴	۰,۱۱۹	-۰,۲۸۰	-۰,۰۲۰	۰,۳۷۹	۱,۰۰۰	
احتمال	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۱	۰,۰۰۰	۰,۶۰۰	۰,۰۰۰	-----	
RISK	۰,۰۴۶	۰,۰۴۱	۰,۰۴۵	۰,۰۳۳	-۰,۰۶۶	۰,۰۲۶	۰,۱۷۵	۰,۰۰۰	۱,۰۰۰
احتمال	۰,۲۱۵	۰,۲۷۲	۰,۲۲۶	۰,۳۸۱	۰,۰۷۶	۰,۴۹۰	۰,۰۰۰	۰,۸۷۱	-----

نتایج ارائه شده در جدول (۴-۵) نشان می‌دهد که بین مدیریت سود با هزینه سرمایه همبستگی مثبت و معناداری وجود دارد. در حالی که مالکیت مدیریتی و اهرم مالی با هزینه سرمایه همبستگی مثبت اما غیرمعنادار دارند. علاوه بر این نتایج حاصل از آزمون ضریب همبستگی نشان می‌دهد، که بین ابقا مدیریت، حسابر، عملکرد و اندازه شرکت با هزینه سرمایه همبستگی منفی و معناداری وجود دارد.

#### ۵-۵ آزمون فرضیه‌های پژوهش

##### آزمون فرضیه اول پژوهش

فرضیه اول: مدیریت سود بر هزینه سرمایه سهام عادی تاثیر دارد.

برای آزمون فرضیه اول پژوهش از مدل رگرسیونی (۱) استفاده شده است:

جدول (۵-۵): نتایج بررسی ضرایب جزئی مدل (۱) فرضیه اول

$$COE_{it} = 2/440 + 0/2390 EM_{it} - 0/3019 Auditor_{it} - 0/3139 LEV_{it} - 0/2019 POeform_{it} - 0/1394 Lasset_{it} + 0/3275 Risk_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرها	نماد	ضرایب	آماره t	احتمال	VIF
ضریب ثابت	C	۲/۴۴۰	۱۲/۲۰۳	۰/۰۰۰۰	---
مدیریت سود	EM	۰/۲۳۹۰	۱۳/۱۶۲	۰/۰۰۰۰	۱/۱۴۶
حسابرس	AUDITOR	-۰/۳۰۱۹	-۹/۱۶۲	۰/۰۰۰۰	۱/۰۵۹
مالکیت مدیریتی	INSDOWN	-۰/۰۴۲۲	-۰/۸۰۴۸	۰/۴۲۱۲	۱/۱۱۹
اهرم مالی	LEV	-۰/۳۱۳۹	-۵/۳۵۶	۰/۰۰۰۰	۱/۵۱۰
عملکرد	PEFORM	-۰/۲۰۱۹	-۴/۱۵۶	۰/۰۰۰۰	۱/۸۷۹
اندازه شرکت	LAsset	-۰/۱۳۹۴	-۸/۱۲۹	۰/۰۰۰۰	۱/۳۳۹
ریسک	RISK	۰/۳۲۷۵	۳/۰۳۱	۰/۰۰۲۵	۱/۰۵۸
مقدار		مقدار		P- Value	
ضریب تعیین	۰/۶۸۸۳	F فیشر	۱۰/۴۰۰	۰/۰۰۰۰	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۲۲۱	ضریب تعیین ناموزون		۰/۵۵۹۱	
دوربین - واتسون	۱/۹۸۷	دوربین - واتسون ناموزون		۱/۸۹۶	

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول (۵-۵)، چون مقدار احتمال مدیریت سود برابر ۰،۰۰۰۰ و کمتر از سطح معناداری ۵ درصد می باشد فرضیه تاثیر داشتن مدیریت سود بر هزینه سرمایه سهام عادی مورد تایید قرار می گیرد؛ از طرفی چون ضریب به دست آمده برای آن برابر ۰،۲۳۹ است، مدیریت سود با هزینه سرمایه سهام عادی دارای رابطه مثبت و مستقیم می باشد.

#### آزمون فرضیه دوم پژوهش

فرضیه دوم: ابقا مدیریت بر هزینه سرمایه سهام عادی تاثیر معناداری دارد.  
برای آزمون فرضیه دوم پژوهش از مدل رگرسیونی (۲) استفاده شده است:

جدول (۵-۶): نتایج بررسی ضرایب جزئی مدل (۲) فرضیه دوم

$$COE_{it} = 2/947 - 0/1003 ME_{it} - 0/3188 Auditor_{it} - 0/4511 LEV_{it} - 0/2933 POeform_{it} - 0/1688 Lasset_{it} + 0/3113 Risk_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرها	نماد	ضرایب	آماره t	احتمال	VIF
ضریب ثابت	C	۲/۹۴۷	۱۵/۰۰۰۶	۰/۰۰۰۰	---
ابقا مدیریت	ME	-۰/۱۰۰۳	-۲/۷۱۷	۰/۰۰۶۸	۱/۲۸۰
حسابرس	AUDITOR	-۰/۳۱۸۸	-۹/۶۸۳	۰/۰۰۰۰	۱/۰۸۳
مالکیت مدیریتی	INSDOWN	-۰/۰۷۱۵	-۱/۲۴۶	۰/۲۱۳۲	۱/۱۲۰
اهرم مالی	LEV	-۰/۴۵۱۱	-۷/۳۶۹	۰/۰۰۰۰	۱/۴۹۷
عملکرد	PEFORM	-۰/۲۹۳۳	-۵/۱۱۷	۰/۰۰۰۰	۱/۹۲۵
اندازه شرکت	LAsset	-۰/۱۶۸۸	-۱۰/۰۲۱	۰/۰۰۰۰	۱/۳۷۰

۱/۰۵۸	۰/۰۱۰۰	۲/۵۸۴	۰/۳۱۱۳	RISK	ریسک
P- Value		مقدار		مقدار	
۰/۰۰۰۰		۸/۵۷۵	F فیشر	۰/۶۴۵۵	ضریب تعیین
۰/۵۰۸۴		ضریب تعیین ناموزون		۰/۵۷۰۲	ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۷۲۹		دوربین- واتسون ناموزون		۱/۹۱۳	دوربین- واتسون

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول (۵-۶)، چون مقدار احتمال ابقا مدیریت برابر ۰,۰۰۶۸ و کمتر از سطح معناداری ۵ درصد می باشد فرضیه تاثیر داشتن ابقا مدیریت بر هزینه سرمایه سهام عادی مورد تایید قرار می گیرد؛ از طرفی چون ضریب به دست آمده برای آن برابر ۰/۱۰۰۳- است، ابقا مدیریت با هزینه سرمایه سهام عادی دارای رابطه منفی و معکوس می باشد.

### آزمون فرضیه سوم پژوهش

فرضیه سوم: مدیریت سود بر هزینه بدهی تاثیر معناداری دارد.

برای آزمون فرضیه سوم پژوهش از مدل رگرسیونی (۳) استفاده شده است:

### جدول (۵-۷): نتایج بررسی ضرایب جزئی مدل (۳) فرضیه سوم

$COD_{i,t} = 1/152 - 0/0421 EM_{i,t} - 0/0258 Auditor_{i,t} + 0/3049 INSDOWN_{i,t} - 0/1174 LEV_{i,t} - 0/2966 PEOform_{i,t} - 0/0752 Lasset_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
VIF	احتمال	آماره t	ضرایب	نماد	متغیرها
---	۰/۰۰۰۰	۱۰/۶۸۵	۱/۱۵۲	C	ضریب ثابت
۱/۱۴۶	۰/۰۰۰۰	۴/۶۰۵	۰/۰۴۲۱	EM	مدیریت سود
۱/۰۵۹	۰/۰۰۰۰	-۲/۳۲۴	-۰/۰۲۵۸	AUDITOR	حسابرس
۱/۱۱۹	۰/۰۲۰۴	۸/۴۸۸	۰/۳۰۴۹	INSDOWN	مالکیت مدیریتی
۱/۵۱۰	۰/۰۰۰۰	-۳/۲۰۷	-۰/۱۱۷۴	LEV	اهرم مالی
۱/۸۷۹	۰/۰۰۱۴	-۶/۹۷۹	-۰/۲۹۶۶	PEFORm	عملکرد
۱/۳۳۹	۰/۰۰۰۰	-۸/۴۳۸	-۰/۰۷۵۲	LAsset	اندازه شرکت
۱/۰۵۸	۰/۰۴۴۸	-۲/۰۱۱	-۰/۱۲۱۹	RISK	ریسک
P- Value		مقدار		مقدار	
۰/۰۰۰۰		۱۰/۵۸۳	F فیشر	۰/۶۹۲۰	ضریب تعیین
۰/۵۴۶۹		ضریب تعیین ناموزون		۰/۶۲۶۷	ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۹۴۷		دوربین- واتسون ناموزون		۲/۰۸۹	دوربین- واتسون

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول (۵-۷)، چون مقدار احتمال مدیریت سود برابر ۰,۰۰۰۰ و کمتر از سطح معناداری ۵ درصد می باشد فرضیه تاثیر داشتن مدیریت سود بر هزینه بدهی مورد تایید قرار می گیرد؛ از طرفی چون ضریب به دست آمده برای آن برابر با ۰/۰۴۲۱+ است، مدیریت سود با هزینه بدهی دارای رابطه مثبت و مستقیم می باشد.

### آزمون فرضیه چهارم پژوهش

فرضیه چهارم: ابقا مدیریت بر هزینه بدهی تاثیر معناداری دارد.

برای آزمون فرضیه چهارم پژوهش از مدل رگرسیونی (۴) استفاده شده است:

جدول (۵-۸): نتایج بررسی ضرایب جزئی مدل (۴) فرضیه چهارم

$COD_{i,t} = 1/0005 - 0/1759 ME_{i,t} + 0/2502 INSDOWN_{i,t} - 0/1264 LEV_{i,t} - 0/2876 POeform_{i,t} - 0/0607 Lasset_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیرها	نماد	ضرایب	آماره t	احتمال	VIF
ضریب ثابت	C	۱/۰۰۰۵	۹/۵۵۲	۰/۰۰۰۰	---
ابقا مدیریت	ME	-۰/۱۷۵۹	-۸/۱۱۵	۰/۰۰۰۰	۱/۳۸۰
حسابرس	AUDITOR	-۰/۰۲۳۷	-۱/۸۸۹	۰/۰۵۹۳	۱/۰۸۳
مالکیت مدیریتی	INSDOWN	۰/۲۵۰۲	۷/۴۶۵	۰/۰۰۰۰	۱/۱۲۰
اهرم مالی	LEV	-۰/۱۲۶۴	-۳/۳۷۴	۰/۰۰۰۸	۱/۴۹۷
عملکرد	PEFORM	-۰/۲۸۷۶	-۶/۶۵۵	۰/۰۰۰۰	۱/۹۲۵
اندازه شرکت	LAsset	-۰/۰۶۰۷	-۷/۰۰۶	۰/۰۰۰۰	۱/۳۷۰
ریسک	RISK	-۰/۰۹۷۴	-۱/۴۸۰	۰/۱۳۹۳	۱/۰۵۸
	مقدار		مقدار	P- Value	
ضریب تعیین	۰/۶۸۸۸	F فیشر	۱۰/۴۲۵	۰/۰۰۰۰	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۲۲۷	ضریب تعیین ناموزون		۰/۵۷۸۶	
دوربین-واتسون	۲/۱۰۶	دوربین-واتسون ناموزون		۱/۹۵۷	

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول (۵-۸)، چون مقدار احتمال ابقا مدیریت برابر ۰،۰۰۰۰ و کمتر از سطح معناداری ۵ درصد می باشد فرضیه تاثیر داشتن ابقا مدیریت بر هزینه بدهی مورد تایید قرار می گیرد؛ از طرفی چون ضریب به دست آمده برای آن برابر ۰-/۱۷۵۹- است، ابقا مدیریت با هزینه بدهی دارای رابطه منفی و معکوس می باشد.

#### ۶- بحث و نتیجه گیری

هزینه سرمایه در تصمیمات تامین مالی و سرمایه گذاری نقش اساسی ایفا می کند. مدیریت شرکت در راستای تعیین منابع مالی مناسب، باید هزینه تامین منابع مالی را مشخص و آثار تامین منابع مالی بر ریسک و بازده را معین می کند (رضایی و ویسی حصار، ۱۳۹۲). در صورتی که بازده مورد انتظار از هزینه سرمایه کمتر باشد، ارزش واحد اقتصادی کاهش خواهد یافت. بنابراین مدیریت برای حفظ ارزش واحد اقتصادی باید تلاش کند، بازده مورد انتظار را حداقل به سطح هزینه سرمایه برساند، در این میان کلید موفقیت، کاهش هزینه سرمایه است (عثمانی، ۱۳۸۱). اگر مدیریت موفق شود هزینه سرمایه واحد تجاری را کاهش دهد، بازده مورد انتظار مازاد ناشی از اجرای پروژه های سودآوری که برای واحدهای تجاری رقیب با هزینه سرمایه بالاتر مقرون به صرفه نیست، بر ارزش اقتصادی واحد تجاری خواهد افزود. باید توجه داشت که شرکت ها برای کاهش هزینه سرمایه خود و افزایش ثروت سهامداران، باید ریسک سرمایه گذاری را کاهش دهند که آن، یکی از اجزای ریسک سرمایه گذاری در یک شرکت ریسک اطلاعاتی است (کردستانی و طایفه، ۱۳۹۲). مدیریت سود از طریق افزایش عدم تقارن اطلاعاتی شده و با افزایش ریسک اطلاعاتی برای صاحبان سهام، هزینه سرمایه سهام عادی را افزایش می دهد. مدیریت سود نوعی اقدام آگاهانه می باشد که توسط مدیریت و با استفاده از ابزارهای خاص در حسابداری جهت کاستن از نوسانات در سود انجام می شود، با کاهش نوسانات در سود نگاه سهامداران نسبت به سهام مثبت شده و در نتیجه باعث کاهش هزینه سرمایه می شود. در این پژوهش برای انجام آزمون فرضیه اول از آزمون t و F استفاده گردید و نتایج نشان داد که مدیریت سود بر هزینه سرمایه سهام عادی اثر مثبت و معناداری دارد. این نتیجه با نتایج پژوهش زارع بهنمیری و همکاران (۱۳۹۴)، رحمانی و فلاح نژاد (۱۳۸۹)،

شوارتز و همکاران (۲۰۱۷)، کیم و سان (۲۰۱۳) و فرانسیس و همکاران (۲۰۰۲)، مطابقت دارد. شوارتز و همکاران (۲۰۱۷) به این نتیجه رسیدند که از فعالیتهای ابقا مدیریت به عنوان نماینده‌ای برای فرصت‌طلبی مدیران استفاده می‌شود. این مطالعه نشان می‌دهد که سطوح پایین‌تری از نتیجه فرصت‌طلبی مدیران در شرکت‌ها از هزینه سرمایه عادی کمتری بهره‌مند می‌شوند. بچوک و همکاران (۲۰۰۹)، در پژوهشی تحت تأثیر ابقا مدیریت بر ارزش شرکت و بازده سهامداران را بررسی کردند. با استفاده از شاخص ابقا آن‌ها دریافتند که ابقا مدیران ارزش شرکت را کاهش داده و باعث افزایش ریسک شرکت می‌شود. آنها همچنین دریافتند، شرکت‌هایی با سطوح بالاتری از شاخص ابقا، بازده غیرمستقیم منفی بیشتری دارند. زیرا با افزایش ریسک شرکت، سهامداران نرخ بازده بیشتری را از چنین شرکت‌هایی مطالبه می‌کنند. بدیهی است که نتایج یک رفتار ابقا شده باعث افزایش هزینه سرمایه و تخریب ارزش شرکت می‌شود و از این رو احتمال ورشکستگی شرکت افزایش می‌یابد. نتایج فرضیه دوم نشان داد که ابقا مدیریت بر هزینه سرمایه عادی اثر منفی و معناداری دارد. این نتیجه با نتایج پژوهش شوارتز و همکاران (۲۰۱۷)، دی متو و همکاران (۲۰۱۷) و کیم و سان (۲۰۱۳) مطابقت دارد. یکی از روش‌هایی که گاهی اوقات برای آرایش اطلاع‌رسانی وضعیت مطلوب شرکت‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد، مدیریت سود می‌باشد. غالباً تأمین مالی از طریق بدهی به دلیل صرفه‌جویی مالیاتی و نرخ پائین‌تر آن در مقایسه با بازده مورد انتظار سهامداران برای مدیران شرکت از ارجحیت برخوردار است، اما برای اعتباردهندگان موضوع مهم در خصوص اعطای وام و اعتبار، توان پرداخت اصل و بهره وام و اعتبارات پرداختی می‌باشد، مدیران شرکت‌ها برای جلب نظر مساعد اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران وضعیت مطلوبی از سودآوری شرکت‌ها را به نمایش می‌گذارند، تا ضمن جلب تأمین مالی لازم بتواند هزینه سرمایه را نیز کاهش دهند. نتایج فرضیه سوم نشان داد که مدیریت سود بر هزینه بدهی اثر مثبت و معناداری دارد. این نتیجه با نتایج پژوهش نوروش و همکاران (۱۳۸۴) و شوارتز و همکاران (۲۰۱۷) مطابقت اما با نتایج پژوهش اصفهانیان و همکاران (۱۳۹۰) مغایرت دارد. بچوک و همکاران (۲۰۰۹)، به این نتیجه رسیدند که ابقا مدیریت یک رویکرد طبیعی از رفتار فرصت‌طلبانه‌ی مدیران است که مطالعات آن‌ها تاثیر منفی آن را بر عملکرد شرکت نشان داده است. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد شرکت‌هایی که از ابقا مدیریت کمتری برخوردارند، از هزینه‌های بدهی کمتر و اعتبارات بالاتری برخوردارند. به طور عمده، صاحبان بدهی، هزینه‌های بالاتر و تحلیلگران رتبه‌بندی، رتبه‌های پایین‌تر به شرکت‌های با ابقا مدیریت بیشتر اختصاص می‌دهند. زیرا ابقا مدیریت باعث افزایش ریسک می‌شود، در صورتی که ریسک شرکت افزایش یابد اعتباردهندگان نظیر بانک‌ها به شرکت‌های پرریسک، تسهیلات با نرخ بالاتری می‌دهند که این امر موجب افزایش هزینه سرمایه شرکت‌ها می‌شود. نتایج فرضیه چهارم نشان داد که ابقا مدیریت بر هزینه بدهی اثر منفی و معناداری دارد. این نتیجه با نتایج پژوهش احسان پور و همکاران (۱۳۹۶)، شوارتز و همکاران (۲۰۱۷) و گوما (۲۰۱۶) مطابقت دارد.

## ۷- پیشنهادهای کاربردی و پژوهشی

با توجه به نتایج پژوهش، پیشنهادات زیر مطرح می‌گردد:

۱. با توجه به نتایج فرضیه اول و سوم مبنی بر اینکه با افزایش مدیریت سود، هزینه بدهی و هزینه سرمایه نیز افزایش خواهند یافت، به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود که نظارت و کنترل کافی بر گزارشگری مالی شرکت‌های بورسی داشته باشد و شرکت‌ها را در افشاء موارد مربوط به اعمال پدیده مدیریت سود الزام نماید تا سرمایه‌گذاران و استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی بتوانند تصمیم‌گیری بهتری داشته باشند.
۲. از آنجا که ابقا مدیرعامل می‌تواند موجب کاهش هزینه بدهی و هزینه سرمایه شرکت گردد، به هیأت مدیره شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد که جهت به کنترل هزینه شرکت‌ها به ابقا مدیرعامل بیش از ۳ سال توجه بیشتری داشته باشند، چرا که ثبات مدیریتی به آینده شرکت کمک بیشتری می‌کند.

همچنین موارد زیر به عنوان پیشنهاداتی به منظور انجام تحقیق‌های آتی در ارتباط با موضوع تحقیق حاضر ارائه می‌گردد:

- ۱- پیشنهاد می‌شود تأثیر محدودیت‌های مالی بر هزینه سرمایه بررسی گردد.



۲- پیشنهاد می‌شود رابطه بین ابقا مدیریت و هزینه سرمایه در شرکت‌های دارای مالکان خانوادگی و مالکان نهادی مورد بررسی قرار گیرد.

۳- از آنجاکه حاکمیت شرکتی سدی در مقابل تصمیمات مدیریت می‌باشد، لذا پیشنهاد می‌شود در پژوهشی به بررسی رابطه فرصت‌طلبی مدیران و عناصر حاکمیت شرکتی از جمله وجود حسابرس داخلی، تمرکز مالکیت، درصد سهام شناور آزاد و رتبه‌ی شفافیت هر شرکت پرداخته شود.

#### منابع

۱. اصفهانیان، مهشید. آقابرابی، مهرزاد. صفری، احسان. (۱۳۹۲). بررسی رابطه‌ی بین مدیریت‌سود و هزینه‌های تامین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. ص ۱
۲. خدادادی، ولی. افلاطونی، عباس. نوروزی، محمد. محب‌خواه، محمد. (۱۳۹۶). بیش سرمایه‌گذاری، نوع مدیریت‌سود متعاقب آن و دوره تصدی مدیرعامل: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، صص ۲۰۳-۲۲۵
۳. دیانتی دیلمی، زهرا. مرادزاده فرد، مهدی. و مظاهری، علی. (۱۳۹۲). اثر دوره تصدی مدیریت بر ارزش شرکت، هزینه‌های نمایندگی و ریسک اطلاعاتی، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۳۹-۲۱.
۴. رضایی، فرزین. ویسی حصار، ثریا. (۱۳۹۲). تاثیر ریسک اطلاعات بر هزینه‌ی ناخالص بدهی و هزینه‌ی سهام عادی تعدیل شده شرکت‌ها. فصل‌نامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار سال ششم شماره هفدهم.
۵. زارع بهنمیری، محمدجواد. فاطری، علی. و ملکیان کله بستی، مصطفی. (۱۳۹۴). بررسی رابطه مدیریت سود واقعی و تعهدی و هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی، ۱۵۹-۱۴۱.
۶. سجادی، سیدحسین؛ فرازمندی، حسن و تاج‌الدینی، عبدالله. (۱۳۹۲). تاثیر کیفیت حسابرسی بر هزینه‌ی سرمایه سهام عادی. پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۱۰، صص ۱۰۹-۱۲۸.
۷. کردستانی، غلامرضا. طایفه، سیامک. (۱۳۹۲). ویژگی‌های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی صص ۹۴\_۷۵
۸. عثمانی، محمد قسیم. (۱۳۸۱). شناسایی مدل هزینه سرمایه و عوامل موثر بر آن، رساله دکتری حسابداری، دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبایی.
۹. مهمان، کیهان. بک محمدی، صباح. (۱۳۹۵). رابطه مدیریت‌سود عملکرد جاری و عملکرد آتی با امنیت شغلی مدیرعامل. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۸(۲۹): ۳۱-۳۳.
۱۰. نوو، ریموند پی. (۱۹۸۶). مدیریت مالی، ترجمه علی جهانخانی و علی پارسائیان، جلد دوم، تهران: انتشارات سمت.

11. Aman, H., Nguyen, P. (2013). Does good governance matter to debtholders? Evidence from the credit ratings of Japanese firms. *Res. Int. Bus. Finance* 29, 14–34.
12. Antia, Ch.P., Jung Chul, P.B. (2010) CEO decision horizon and firm performance: An empirical investigation. *Journal of Corporate Finance* 1-14.
13. Bebchuk, L., Cohen, A., Ferrell, A. (2009). What Matters in Corporate Governance, Working Paper. Harvard University.
14. Bharath, S.T., Sunder, J., Sunder, S.V. (2004). Do Sophisticated Investors Understand Accounting Quality? Evidence from Bank Loans, Working Paper. University of Michigan.
15. Di Meo, F. (2014). Overinvestment, subsequent earnings management, and CEO tenure. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 43(3), 217-240.

16. Di Meoa, F., Manuel García, J., Jordi, L., & Surrocac, A. (2017). Managerial entrenchment and earnings management. 0278-4254
17. Schwartz, G., Drive, M., Francis, S., & Antigonish, X. (2017). How does managerial opportunism affect the cost of debt financing? *Finance*. 39,13-29
18. Easley, D. O'Hara, M. (2004) . Information and the cost of capital. *Journal of Finance* 59, 1553–1583.
19. Hail, L., Leuz, C. (2006). International differences in the cost of equity capital: do legal institutions and securities regulation matter?, *Journal of Accounting Research* 44, 485–532.
20. Kim, J. B. ,&Sohn, B.C. (2013). Real earnings management and cost of capital” , *Jornal of Accounting and publicy*, 32(6), 518-543.
21. Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335-370
22. Sercu, P., Vander Bauwhede, H., Willekens, M.(2006). Earnings management and debt. FETEW Research Report AFI 0619. K.U. Leuven.