



The Role of Managers' Ability to Modify Credit Conditions and Reduce Share Returns spread

Mohsen Rashidi*

Assistant Professor in accounting, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Lorestan University, Iran
rashidi.m@lu.ac.ir

Abstract

Objective: Managers' ability can be considered as an influential factor that can balance the information content of debt agreements between companies and creditors.

Method: The purpose of this study is to investigate the role of managers' ability to moderate credit conditions and reduce the spread of bond yields. For this purpose, the data of 120 companies, listed in the Tehran Stock Exchange from 2008 to 2018, was extracted and a combined data regression model was used to test the research hypotheses.

Results: The results of this study confirm the research hypotheses. In other words, the results of this research indicate that the impact of managers' ability on the use of performance-based terms in credit agreements is significant. Additionally, the second research hypothesis confirms the impact of the managers' ability on corporate debt maturity. Finally, the third hypothesis of the study reveals that financial crisis risk does not have a significant impact on the relationship between managers' ability and return spread.

Keywords: Managers' Ability, Credit Conditions, Return Spread

نقش توانایی مدیران در تعدیل شرایط اعتباری و کاهش پراکندگی بازده سهام

محسن رشیدی*

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و علوم اداری، دانشگاه لرستان، لرستان، ایران
rashidi.m@lu.ac.ir

چکیده

هدف: توانایی مدیران عاملی برای برقراری توازن بین محتوای اطلاعاتی قراردادهای بدهی بین شرکت و اعتباردهنده‌ها است. هدف این مقاله، بررسی نقش توانایی مدیران در تعدیل شرایط اعتباری و کاهش پراکندگی بازده اوراق است.

روش: داده‌های مربوط به ۱۲۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۷ استخراج و از مدل رگرسیونی داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است.

نتایج: براساس نتایج پژوهش، توانایی مدیران تأثیر معناداری بر استفاده از شرایط مبتنی بر عملکرد در قراردادهای اعتباری دارد؛ همچنین فرضیه دوم پژوهش مبنی بر تأثیر توانایی مدیران بر سررسید بدهی شرکت‌ها، تأیید شده است. طبق فرضیه سوم پژوهش، ریسک محدودیت مالی تأثیر معناداری بر ارتباط بین توانایی مدیران و پراکندگی بازده ندارد.

واژه‌های کلیدی: توانایی مدیران، شرایط اعتباری، پراکندگی بازده.

* نویسنده مسؤول

مقدمه

بر مبنای پژوهش‌های انجام شده، اعتقاد بر این است که مدیران توانمند درک بهتری نسبت به فناوری، روندهای صنعت و تقاضای مشتری دارند؛ به عبارتی توانایی مدیران منجر به تأثیرگذاری بر سیاست‌های عملیاتی شامل سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و دیگر فعالیت‌هایی می‌شود که به صورت مستقیم باعث تغییر ارزش شرکت می‌شوند (دمیرجان، لويس و مک و ی،^۱ ۲۰۱۵)؛ در همین راستا دمیرجان و همکاران (۲۰۱۳) ابراز می‌کنند که تیم مدیریتی توانمند، دانش بالاتری نسبت به شرایط اقتصادی آتی و نوسان در سودآوری دارد. بایک، فاربر و لی^۲ (۲۰۱۱) نیز نشان دادند توانایی مدیر منجر به بهبود دقت پیش‌بینی‌های سود می‌شود. دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) توانایی مدیریت را کارایی مدیران نسبت به رقبا در تبدیل منابع شرکت به درآمد تعریف می‌کنند. مدیران توانمند درک مناسب‌تری از فن‌آوری و روند صنعت دارند و با اتکای بیشتری تقاضای محصولات را پیش‌بینی می‌کنند؛ همچنین سرمایه‌گذاری مناسب در طرح‌های باارزش و مدیریت کارای کارمندان نیز از ویژگی مدیران توانمند است. انتظار می‌رود در کوتاه‌مدت این مدیران درآمد بیشتری با استفاده از سطح معینی از منابع کسب کنند یا با استفاده از منابع کمتر به سطح معینی از درآمد دست یابند.

دسترسی شرکت‌ها به وام‌دهنده‌ها برای تأمین سرمایه مورد نیاز بیشتر از میزان دسترسی آنها به بازار سهام است. مؤلفه اصلی قراردادهای اعتباری، منافع متفاوت مدیران و وام‌دهنده‌ها است. مدیران شرکت به نمایندگی از سهام‌داران، ممکن است اقداماتی انجام دهند که موجب سلب مالکیت ثروت از وام‌دهنده‌ها

شود. رویکردهای ناکارآمد سرمایه‌گذاری مدیران منجر به افزایش ریسک واحد تجاری، کاهش ارزش مطالبات موجود یا استفاده نکردن از فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری می‌شود (کریستینسن، نیکلائف و ریتنبرگ^۳، ۲۰۱۶)؛ چنین رفتارهایی باعث کاهش بهره‌وری قراردادهای اعتباری می‌شود و به هر دو طرف انگیزه افزایش محدودیت‌ها را می‌دهد یا اینکه اقداماتی برای کنترل رویکردهای فرصت طلبانه، محافظت از منافع وام‌دهنده‌ها با توجه به سطح ریسک و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، انجام دهند (گراسمن و هارت^۴، ۱۹۸۳). ناتوان بودن مدیر در راهبری فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و عملیاتی شرکت منجر به افزایش ریسک اعتباردهنده‌ها نسبت به بازیابی منابع مالی می‌شود. این استدلال با دیدگاه فرضیه نمایندگی سازگار است و این بدان معناست که کارایی و توانمندی مدیر علامتی برای کنترل رفتارهای فرصت طلبانه در قراردادهای اعتباری است. با افزایش اطمینان نسبت به توانایی مدیران، قابلیت اطمینان و اعتبار سیستم‌های گزارشگری مالی شرکت افزایش می‌یابد؛ در نتیجه انتظار می‌رود میزان سخت‌گیری در قرارداد اعتباری کاهش یابد و روند عملکردی شرکت نیز پایدارتر شود.

با افزایش کیفیت اطلاعاتی که شرکت‌ها ارائه داده‌اند، انتظارات سرمایه‌گذاران نسبت به ریسک و بازده، کم و تعدیل می‌شود؛ به عبارتی کیفیت اطلاعات منجر به کاهش ریسک‌گزینش نادرست برای سرمایه‌گذاران می‌شود و در نتیجه بازده مورد انتظار نیز تعدیل می‌شود. انتظارات سرمایه‌گذاران نسبت به ریسک، تابعی از کیفیت افشا و اطلاعات موجود است (دایمند و ورچیا^۵، ۱۹۹۱). مطمئن نبودن

3. Christensen, Nikolaev and Wittenberg
4. Grossman and Hart
5. Diamond and Verrecchia

1. Demerjian, Lewis, Mcvay
2. Baik, Farber, Lee

می‌کنند. شرایط مطرح شده تابعی از محیط عملیاتی داخلی و برون‌سازمانی شرکت است؛ به عبارتی انتظار می‌رود توانایی مدیر با تغییر در کیفیت اطلاعات حسابداری و افشا، شرایطی را فراهم کند که منجر به کاهش ریسک اعتباری شرکت و مانع از تحمیل شرایط محدودکننده به شرکت توسط اعتباردهنده‌ها شود. توانایی مدیر منجر به تغییر دیدگاه بازار سرمایه نسبت به شرکت می‌شود و تأمین مالی را تسهیل می‌کند (پتکوویچ و پریوست^۵، ۲۰۱۸)؛ همین‌طور شرایط نامساعد شرکت از جمله وضعیت نامساعد مالی و وجود ریسک درماندگی مالی منجر به کاهش رتبه اعتباری شرکت می‌شود و در این شرایط ممکن است اعتباردهنده‌ها به منظور کنترل ریسک در سطحی مناسب، توانایی مدیر را مبنای ارزیابی خود قرار دهند (هولمستروم^۶، ۲۰۱۵). پراکندگی در بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران و اعتباردهنده‌ها تابعی از نوسان در سودآوری و سطح ریسک شرکت است. کنترل‌نکردن نوسان در بازده منجر به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران می‌شود. انتظار می‌رود توانایی مدیر عاملی برای کاهش پراکندگی و عدم تقارن اطلاعاتی باشد و در نتیجه آن، امکان کنترل نرخ تأمین مالی یا سایر شرایط محدودکننده برای شرکت فراهم شود.

در پژوهش‌های پیشین از جمله دمی‌رجان و همکاران (۲۰۱۵)، رضازاده و محمدی (۱۳۹۸) و افلاطونی (۱۳۹۸) توانایی مدیران و محیط‌های اطلاعاتی با رویکرد شفافیت اطلاعاتی بررسی و بر اثر مستقیم توانایی مدیران بر کیفیت اطلاعات تأکید شده است. در پژوهش‌های پیشین توانایی مدیران از دو جنبه صورت‌های مالی و بازار سرمایه بررسی شده

اطلاعات منجر به افزایش پراکندگی در بازده‌های مورد انتظار می‌شود (لو، چن و لیاو^۱، ۲۰۱۰). توانایی و مهارت مدیران، عاملی برای کنترل نوسان‌ها در سودآوری و بازده است و با شناسایی فرصت‌ها و ریسک‌های سرمایه‌گذاری مانع از تحمیل هزینه به سهام‌داران می‌شود. سرمایه‌گذاران به منظور دستیابی به بازده مورد انتظار از اطلاعات عمومی، مانند صورت‌های مالی، بهره می‌گیرند و در شرایطی که شفافیت مالی نسبتاً پایین باشد از اطلاعات خصوصی، از جمله اطلاعات مربوط به تعدیل سود در آینده، استفاده می‌کنند. شفافیت پایین مالی، پرهزینه است؛ زیرا ریسک‌گزینش نادرست را برای سرمایه‌گذاران افزایش و نقدشوندگی را کاهش می‌دهد و منجر به ایجاد نوسان در بازده سهام می‌شود. راجگوپال و ونکاتاچالام^۲ (۲۰۱۱) می‌گویند افزایش کیفیت اقلام تعهدی منجر به کاهش دستیابی به اطلاعات خصوصی می‌شود و در نتیجه نوسان‌های بازده ناشی از اطلاعات خصوصی را کاهش می‌دهد؛ به عبارتی تلاش برای دستیابی به اطلاعات خصوصی کاهش می‌یابد و نوسان‌های بازده تعدیل می‌شود (جین و مایرز^۳، ۲۰۰۶). با افزایش کیفیت اطلاعات مربوط به جریان‌های نقد آتی، نرخ تنزیل شرکت کاهش می‌یابد و در نتیجه منجر به کاهش نوسان‌های بازده غیرعادی سهام در آینده می‌شود (فرانسیس^۴ و همکاران، ۲۰۰۵).

اعتباردهنده‌ها و ناشران اوراق بهادار به منظور کنترل و محدود کردن آثار نامساعد عدم تقارن اطلاعاتی، شرایطی از جمله اولویت‌بندی، تاریخ سررسید، ساختار تبدیل و برخی اختیارات را تعیین

1. Lu, Chen, Liao
2. Rajgopal and Shevlin
3. Jin and Myers
4. Francis

5. Petkevich & Prevost
6. Holmstrom

اوراق در نظر می‌گیرند؛ کوئستر^۴ و همکاران (۲۰۱۶) نیز نشان دادند توانایی تیم مدیریت بر تصمیم‌های مرتبط با سیاست مالیاتی اثرگذار است و منجر به اجتناب مالیاتی بالاتر می‌شود.

با افزایش توانایی مدیر، کیفیت سود افزایش و ریسک اطلاعات حسابداری کاهش می‌یابد. بهبود کیفیت اطلاعات حسابداری ناشی از افزایش دقت و محتوای اطلاعاتی پیش‌بینی مدیران است (بایک و همکاران، ۲۰۱۱). این دیدگاه با رویکرد ترومن^۵ (۱۹۸۶) همخوانی دارد؛ مبنی بر اینکه مدیران توانمند آگاهی و شناخت بیشتری نسبت به زیرساخت‌های اصلی شرکت دارند و چشم‌انداز شرکت را بهتر پیش‌بینی می‌کنند. مدیران توانمند با توجه به دانش و شناختی که از محیط تجاری و صنعت مربوطه دارند، وضعیت رقابتی شرکت را بهبود می‌بخشند و منجر به بازتاب اطلاعات حسابداری در پیش‌بینی‌های سود می‌شوند (دمیرجان و همکاران، ۲۰۱۳). این دسته از مدیران، سودهای پایدار را ایجاد می‌کنند که در راستای درآمدها و منابع نقد آتی است و منجر به کاهش ریسک سهام داران، به واسطه دستیابی به بازده مورد انتظار و نقض تعهدات قراردادی، وجود منابع کافی و روندهای مساعد سودآوری، می‌شود (دمیرجان، لویس و مک وی، ۲۰۱۵)؛ در همین راستا کربتری و ماهر^۶ (۲۰۰۵) اثبات کردند اوراق شرکت‌های دارای سودهای پیش‌بینی‌شدنی‌تر، رتبه اعتباری بالاتری دارند. بایک و همکاران (۲۰۱۲) نیز نشان دادند با افزایش توانایی مدیران، عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه افزایش دقت اقلام تعهدی و برآوردها کاهش می‌یابد.

است. این پژوهش بر آن است تا با بررسی توانایی مدیران از جنبه‌های ریسک اعتباری و تأمین مالی، تأثیرگذاری آن را تشریح کند؛ همین‌طور با توجه به تأثیر شرایط مالی شرکت بر توانایی مدیران، تأثیر محدودیت مالی نیز بررسی شده است. در این بخش به دنبال دستیابی به پاسخ این پرسش هستیم که آیا توانایی منجر به محدود کردن شرایط اعتباری می‌شود؟ در ادامه پژوهش، ابتدا مبانی نظری، پیشینه پژوهش‌های انجام‌شده و فرضیه‌ها، سپس مدل‌ها و روش‌های پژوهش و در نهایت، نتایج و پیشنهادها ارائه می‌شود.

مبانی نظری

بازار سرمایه و بازار کار، ارزش بالایی را به مدیران بسیار توانمند اختصاص می‌دهد؛ زیرا آنها نقش مهمی در راهبری سیاست‌های شرکت، مدیریت کارآمد منابع و بهبود عملکرد شرکت دارند. در صورت تغییر مدیران توانمند، دیدگاه بازار نسبت به شرکت تغییر می‌کند؛ چون ارزش شرکت تابعی از توانمندی مدیر است (چانگ، داسگوپتا و هیلاری^۱، ۲۰۱۰)؛ در همین راستا آندرو، ارلیخ و لوکا^۲ (۲۰۱۳) نشان دادند مدیران با توانایی و مهارت بالا، منابع شرکت در طول محدودیت مالی را حفظ می‌کنند؛ به نحوی که با ایجاد منابع نقدی از دارایی‌های موجود یا کاهش دادن محدودیت‌های مالی به واسطه انتشار اوراق بدهی، سرمایه‌گذاری کمتر از حد را کاهش می‌دهند و منجر به بهبود عملکرد شرکت می‌شوند. در پژوهش‌های اخیر، بنسال، هلزمن و میلر^۳ (۲۰۱۶) نشان دادند مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری، توانایی مدیران را یکی از عوامل ریسک نکول در قیمت‌گذاری

4. Koester, Shevlin, Wangerin
5. Trueman
6. Crabtree, Maher

1. Chang, Dasgupta and Hilary
2. Andreou, Ehrlich, Louca
3. Bonsall, Holzman, Miller

توانایی مدیران منجر به کنترل ریسک و حفظ ارزش شرکت در قالب قراردادهای اثربخش با اعتباردهنده ها و کاهش هزینه سرمایه می شود. بر مبنای دیدگاه مکسول و شنکمن^۱ (۲۰۱۰) اهداف اصلی اعتباردهنده ها از بستن قراردادهای تعهدآور با شرکت ها، محدود کردن مدیران نسبت به انجام تعهدات جدیدی است که منجر به انتقال وجه نقد به دیگر رقبا می شود، محدود کردن انتشار اوراق بدهی که ادعاهای مالی دارنده های فعلی اوراق را کاهش می دهد و در نهایت، ایجاد محدودیت در فروش دارایی هایی است که ثروت را به دیگر مدعیان منتقل می کند. ساندر، ساندر و ژانگ^۲ (۲۰۰۸) نشان دادند محافظه کاری حسابداری منجر به ناکارآمدی معیارهای مبتنی بر ارزش دارایی ها در قراردادهای اعتباری می شود.

شرایط قراردادی شامل شرایط مبتنی بر سرمایه^۳ (بر مبنای اطلاعات ترازنامه) و شرایط عملکردی^۴ (بر مبنای اطلاعات سود یا صورت جریان وجوه نقد) است که محتوای آنها تضاد منافع بین سهام داران و اعتباردهنده ها را کنترل می کند. شرایط مبتنی بر سرمایه منجر به ایجاد انگیزه های تشویقی بیشتری می شود؛ زیرا باعث ایجاد اطمینان نسبت به وجود حداقل سرمایه در شرکت می شود و انگیزه سهام داران برای کنترل اقدامات مدیر را افزایش می دهد. بر مبنای این شرایط، منابع شرکت نباید از حد مشخصی کمتر شود و سطح بدهی در ساختار سرمایه شرکت محدود می شود؛ در مقابل شرایط عملکردی منجر به شناسایی علائم محدودیت مالی بر مبنای عملکرد جاری می شود و امکان کنترل و مذاکره مجدد در صورت از بین

رفتن شرایط اعتباری را فراهم می کند (پتکوویچ و پریوست، ۲۰۱۸). بر مبنای این شرایط، ضعف در عملکرد و سودآوری منجر به مداخله اعتباردهنده ها در عملیات و تصمیم گیری های شرکت می شود. کریستینسن و نیکلائف^۵ (۲۰۱۲) ابراز می کنند کیفیت اطلاعات حسابداری، عاملی کلیدی در استفاده از نوع شرایط قراردادهای اعتباری است. در حالی که اطلاعات حسابداری معیار مناسبی از کیفیت اعتباری باشد، شرایط مبتنی بر عملکرد، هزینه کمتر و اثربخشی بیشتری در کاهش اختلافات قراردادی دارد؛ در همین راستا کریستینسن و نیکلائف (۲۰۱۲) نشان دادند ارتباط معناداری بین توانایی پیش بینی سود و شرایط مبتنی بر عملکرد وجود دارد. زمانی که اطلاعات حسابداری بیانگر کیفیت ضعیف اعتباری است، شرایط مبتنی بر سرمایه، اثربخشی بیشتری در حفظ منافع سهام داران و اعتباردهنده ها دارد. با توجه به اینکه مدیران توانمند اطلاعات با کیفیت تری ارائه می کنند، انتظار می رود استفاده از شرایط مبتنی بر عملکرد برتری داشته باشد.

روابط نمایندگی باعث کاهش بهره وری قراردادها می شود و به دو طرف این انگیزه را می دهد که محدودیت ها را افزایش دهند یا تلاش کنند اقداماتی را علیه اقدامات فرصت طلبانه، برای محافظت از منافع وام دهنده ها، با توجه به سطح ریسک و عدم تقارن اطلاعاتی، انجام دهند. برای کاهش رفتار فرصت طلبانه مدیران، وام دهنده ها قراردادهای بدهی را به گونه ای تنظیم می کنند که فرصت های سلب مالکیت ثروت توسط مدیران را محدود کنند و در صورت مشاهده چنین رفتارهایی، امکان مداخله اعتباردهنده ها در تصمیم ها و سلب قدرت مدیر وجود دارد (شرایط مبتنی بر عملکرد). شرایط مبتنی بر عملکرد به طور

1. Maxwell, Shenkman
2. Sunder, Sunder, Zhang
3. Capital Covenants
4. Performance Covenants

5. Christensen, Nikolaev

معمول اختیارات مدیر را محدود می‌کند و از این طریق توانایی مدیریت و سهام‌داران را برای کم کردن ارزش شرکت به هزینه وام‌دهنده‌ها کاهش می‌دهد. در مجموع، این استدلال با دیدگاه فرضیه نمایندگی سازگار است و این بدان معناست که قراردادهای مبتنی بر عملکرد رفتار فرصت‌طلبانه وام‌گیرنده‌ها در قراردادهای اعتباری را محدود می‌کند (احمد و دالمن^۱، ۲۰۰۷). این تلاش‌ها برای محدودیت رفتار فرصت‌طلبانه وام‌گیرنده‌ها، شامل هزینه‌های نمایندگی مانند تلاش برای ارائه و اطمینان از صحت صورت‌های مالی ارائه‌شده و همچنین هزینه‌هایی مثل هزینه‌های نظارت بر اقدامات مدیریت است (کاسکینو^۲، ۲۰۱۷). برخی سازوکارهای نظارتی مربوط به کیفیت گزارشگری مالی، هزینه کمتری به شرکت تحمیل می‌کند. براساس مطالعات پیشین، ویژگی‌های مدیریتی همراه با بهبود گزارشگری مالی است (احمد و دالمن، ۲۰۰۷)؛ به همین ترتیب چونگ، داسگوپتا و هیلاری^۳ (۲۰۰۲) شواهدی از اعتباردهنده‌ها ارائه می‌دهند که مدیران را در استفاده از تعهدات اختیاری برای افزایش درآمد منع می‌کند.

فرضیه اول: توانایی مدیران تأثیر مثبت و معناداری بر استفاده از شرایط مبتنی بر عملکرد در قراردادهای اعتباری دارد.

مطابق با پژوهش دایموند^۴ (۱۹۹۳) انتشار اوراق بدهی بلندمدت حساسیت بیشتری به عدم تقارن اطلاعاتی دارد و شرکت‌های با کیفیت اطلاعاتی بالا، تمایل کمتری به انتشار اوراق به کمتر از قیمت ذاتی دارند؛ به عبارتی بین تاریخ سررسید بدهی و عدم

تقارن اطلاعاتی رابطه منفی وجود دارد؛ در همین راستا بارکلی و اسمیت^۵ (۱۹۹۵) نشان دادند شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر، اوراق بدهی کوتاه مدت بیشتری منتشر می‌کنند. اورتیزمولینا و پناس^۶ (۲۰۰۸) نیز شواهدی را ارائه کردند مبنی بر اینکه سطوح بالاتر عدم تقارن اطلاعاتی ارتباط مستقیمی با سطح بدهی‌های کوتاه مدت دارد. کیفیت حسابداری ارتباط مستقیمی با سررسید بدهی دارد؛ به نحوی که باراث و شاموی^۷ (۲۰۰۸) نشان دادند کیفیت بالاتر حسابداری منجر به انتشار اوراق بدهی بلندمدت می‌شود. این نتایج نشان می‌دهد اعتباردهنده‌ها به شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالا، تسهیلات با سررسید کوتاه مدت اعطا می‌کنند. توانایی مدیران رویکرد شرکت و شیوه تأمین مالی آن را تغییر می‌دهد؛ به نحوی که عملکرد مساعد مدیران ابزاری برای متقاعدسازی اعتباردهنده‌ها برای تغییر سررسید وام‌های اعطایی است (پتکوویچ و پریوست، ۲۰۱۸). دایموند (۱۹۹۳) نشان می‌دهد توانایی مدیران عاملی برای تغییر سررسید اعتبارات اعطایی به شرکت است؛ در همین راستا علی‌نژاد و تارفی (۱۳۹۶) نشان دادند توانایی مدیریت صرفاً با اهرم مالی ارتباط دارد و نشان می‌دهد مدیرانی با توانایی مدیریتی بالا برای انجام سرمایه‌گذاری‌های سودآور و بالا نشان دادن توانایی‌های خود به سمت استفاده از اهرم مالی حرکت می‌کنند. حسنی‌القار و رحیمیان (۱۳۹۷) نیز نشان دادند سیاست‌های تأمین مالی مدیران، نقش مهمی در ریسک و ایجاد ثروت برای سهام‌داران دارد. مدیران به دلیل اعتمادبه‌نفس کاذب، بازده‌های آتی پروژه‌های واحد تجاری را بیشتر برآورد می‌کنند؛ از این رو ممکن است احتمال

5. Barclay, Smith
6. Ortiz-Molina, Penas
7. Bharath, Shumway

1. Ahmed and Duellman
2. Cascino
3. Chang, Dasgupta, Hilary
4. Diamond

مشارکت کنندگان در بازار سرمایه اطلاعات را به نحو اثربخشی قیمت گذاری می کنند؛ بنابراین کیفیت بالاتر اطلاعات حسابداری در نتیجه توانایی مدیر، خود را در پراکندگی بازده سهام نشان می دهد (هان و ژو^۳، ۲۰۱۴). بهبود در محیط اطلاعاتی منجر به مخابره اطلاعات به فعالان بازار می شود و نوسان و پراکندگی بازده اوراق را کاهش می دهد. پیچیدگی و ابهام در ارزش گذاری قرض گیرنده ها و سایر شرکت ها منجر به افزایش ریسک اعتباری و درماندگی مالی می شود؛ بنابراین انتظار می رود کیفیت اطلاعات حسابداری، عاملی برای تعیین ریسک و جایگاه اعتباری شرکت ها باشد. زر^۴ (۲۰۱۵) نشان داد مدیران روند کاهش انتشار اطلاعات عمومی را به وسیله افزایش اطلاعات خصوصی بهبود می بخشند که در مقابل منجر به بهبود ارزیابی سرمایه گذاران نسبت به ریسک درماندگی شرکت می شود.

فرضیه سوم: محدودیت مالی تأثیر معناداری بر ارتباط بین توانایی مدیران و پراکندگی بازده دارد.

روش پژوهش

برای گردآوری داده های پژوهش حاضر از لوح های فشرده آرشیو تصویری و آماری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سایت رسمی شرکت بورس اوراق بهادار تهران و دیگر پایگاه های اینترنتی مرتبط، استفاده شده است. در نهایت، به منظور تحلیل داده ها از نرم افزارهای ایویوز و استاتا استفاده شده است.

این پژوهش به دنبال بررسی نقش توانایی مدیران در تعدیل شرایط اعتباری و کاهش پراکندگی بازده

وقوع و تأثیر شوک های مثبت جریان های نقدی آتی حاصل از این پروژه ها را بیشتر بر آورد کنند و در مقابل بر آورد کمتری از شوک های منفی داشته باشند. آنان معتقدند واحدهای تجاری تحت مدیریتشان در بازار سرمایه، کمتر از واقع ارزش گذاری شده اند و با انتخاب بدهی با سررسید کوتاه تر، ثروت سهام داران را افزایش می دهند.

فرضیه دوم: توانایی مدیران تأثیر مثبت و معناداری بر سررسید بدهی شرکت ها دارد.

بنسال، هلزمن و میلر (۲۰۱۶) بیان می کنند که کارایی بالاتر به همراه توانایی بالاتر مدیر منجر به کاهش نوسان در عملکرد آتی و مطابق با دیدگاه مؤسسه های رتبه بندی، علامت کاهش ریسک درماندگی مالی در نظر گرفته می شود و شواهدی را فراهم می آورد که توانایی ارتباط منفی با پراکندگی بازده اوراق منتشر شده دارد؛ به عبارتی توانایی مدیر نقش مهمی در ارزیابی ریسک ورشکستگی دارد؛ در همین راستا چن، لیائو و چن^۱ (۲۰۱۷) نشان دادند توانایی مدیران منجر به افزایش رتبه اعتباری شرکت می شود؛ به طور مشابه کارناگیا، کریشنان و ونگ^۲ (۲۰۱۷) دریافتند توانایی مدیران تأثیر منفی و معناداری بر پراکندگی بازده اوراق دارد و اثر آن در شرکت های دارای محدودیت مالی و در صنایع رقابتی، شدیدتر است. محدودیت مالی بیانگر ناتوانی شرکت در تأمین منابع مالی مورد نیاز برای دستیابی به اهداف برنامه ریزی شده است. شرایط سودآوری یا وضعیت اعتباری شرکت منجر به ایجاد محدودیت در تأمین مالی برون سازمانی و دستیابی به منابع مورد نیاز می شود.

3. Han and Zhou

4. Zer

1. Chen, Liao, Chen

2. Cornaggia, Krishnan, Wang

محافظه کاری در حسابداری، VIX عدم اطمینان محیطی، Size اندازه شرکت، LEV اهرم مالی، ROA بازده دارایی‌ها و LOSS زیان شرکت را نشان می‌دهد.

بر مبنای پژوهش‌های پتکوویچ و پریوست (۲۰۱۸)

شرایط مبتنی بر عملکرد در قراردادهای بدهی برابر با نسبت پوشش مخارج ثابت است که از نسبت سود قبل از بهره و مالیات و مخارج ثابت به مجموع بهره وام‌های دریافتی و مخارج ثابت به دست می‌آید. سررسید بدهی، متغیری مجازی است که اگر زمان سررسید بدهی‌ها و تسهیلات دریافتی بیشتر از ۱۰ سال باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر می‌پذیرد (پتکوویچ و پریوست، ۲۰۱۸). به منظور محاسبه متغیر پراکندگی بازده، از معیار نوسان نامتقارن بازده استفاده می‌شود که از واریانس باقی‌مانده خطای مدل سه عاملی فاما و فرنچ که مبتنی بر عوامل بازار و اندازه است، به دست می‌آید و از پژوهش‌های چن و همکاران (۲۰۱۷) نیز استفاده می‌شود:

$$R_{Ht} = a_H + \beta_1(R_M - R_F) + \beta_2 SMB + \beta_3 HML + \varepsilon_t$$

R_H بازده مربوط به سهام است. برای محاسبه عوامل

مدل، به شرح زیر عمل می‌شود:

الف) کل شرکت‌های جامعه مفروض بر اساس ارزش بازار رتبه بندی می‌شود و با توجه به نقطه میانی ارزش بازار، به دو گروه دسته‌بندی می‌شوند: شرکت‌های بزرگ (B) و شرکت‌های کوچک (S).

ب) هم‌زمان و به صورت مستقل از گام قبلی، شرکت‌ها برحسب نسبت ارزش دفتری به بازار (B/M) رتبه‌بندی و به سه دسته تقسیم‌بندی می‌شوند: ۳۰ درصد شرکت‌های با نسبت بالا (H)، ۴۰ درصد میانی شرکت‌ها (M) و ۳۰ درصد شرکت‌های با نسبت پایین (L).

اوراق است. بدین منظور از مدل‌های تعدیل‌شده پتکوویچ و پریوست (۲۰۱۸) زیر برای بررسی فرضیه‌ها استفاده شده است:

مدل (۱) برای بررسی فرضیه اول:

$$P_INDEX_{it} = \beta_0 + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 A_Quality_{it} + \beta_3 Audit_Q_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \beta_6 Performance_{it} + \beta_7 Conser_{it} + \beta_8 VIX_{it} + \beta_9 Size_{it} + \beta_{10} Loss_{it} + \beta_{11} Lev_{it} + \varepsilon$$

مدل (۲) برای بررسی فرضیه دوم:

$$D_MATURITY_{it} = \beta_0 + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 A_Quality_{it} + \beta_3 Audit_Q_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \beta_6 Performance_{it} + \beta_7 Conser_{it} + \beta_8 VIX_{it} + \beta_9 Size_{it} + \beta_{10} Loss_{it} + \beta_{11} Lev_{it} + \varepsilon$$

مدل (۳) برای بررسی فرضیه سوم:

$$IRV_{it} = \beta_0 + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 KZ_{it} + \beta_3 KZ * MA_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \beta_5 LIQ * MA_{it} + \beta_6 A_Quality_{it} + \beta_7 Audit_Q_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 MTB_{it} + \beta_{10} Performance_{it} + \beta_{11} Conser_{it} + \beta_{12} VIX_{it} + \beta_{13} Size_{it} + \beta_{14} Loss_{it} + \beta_{15} Lev_{it} + \varepsilon$$

در این مدل‌ها، P_INDEX شرایط مبتنی بر عملکرد در قراردادهای بدهی، D_MATURITY سررسید بدهی، MA توانایی مدیریت، KZ محدودیت مالی، LIQ نقدشوندگی سهام، IRV پراکندگی بازده، MTB نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، A_Quality کیفیت اطلاعات حسابداری، Audit_Q کیفیت حسابرسی، Performance عملکرد آتی، Conser

ج) با توجه به دو دسته بندی صورت گرفته مستقل، در مجموع شش سبد به شرح جدول زیر ساخته می شود:

جدول (۱) سبدبندی سهام بر اساس اندازه و ارزش بازاری به ارزش دفتری

برحسب اندازه		شرح	
بزرگ (B)	کوچک (S)		
B/H	S/H	بالا (H)	نسبت ارزش دفتری به بازار (B/M)
B/M	S/M	میانی (M)	
B/L	S/L	پایین (L)	

دفتری به بازار بالا (B/H و S/H) و میانگین بازده ماهانه دو سبد با نسبت ارزش دفتری به بازار پایین (B/L و S/L) است؛ بنابراین در اینجا اندازه، کنترل شده است. (و) عامل $(R_M - R_F)$ برابر با تفاوت بین نرخ بازده بازار با نرخ بازده بدون ریسک است (رشیدی، ۱۳۹۸). در پژوهش حاضر، به منظور اندازه گیری توانایی مدیریت از مدل دمرجیان، لو و مکوای (۲۰۱۲) استفاده شده است. به منظور اندازه گیری کارایی شرکت از مدل تحلیل پوششی داده ها استفاده و به صورت زیر محاسبه شده است:

برای نمونه در سبد S/L، سهامی با اندازه کوچک و در گروه نسبت ارزش دفتری به بازار پایین قرار دارد. (د) عامل SMB (اندازه): تفاوت میانگین ساده بازده ماهانه سه سبد کوچک (S/H، S/M، S/L) با میانگین ساده بازده ماهانه سه سبد بزرگ (B/H، B/M، S/L) است؛ بنابراین این عامل به نوعی تفاوت بین بازده سبدهای کوچک و بزرگ است که نسبت ارزش دفتری به بازار تقریباً مشابهی دارند. (ه) عامل HML (نسبت ارزش دفتری به بازار): تفاوت میانگین بازده ماهانه دو سبد با نسبت ارزش

$$\text{Max}_v \theta = \frac{\text{Sales}}{v_1 \text{CoGS} + v_2 \text{SG\&A} + v_3 \text{NetPPE} + v_4 \text{OpsLease} + v_5 \text{R\&D} + v_6 \text{Goodwill} + v_7 \text{Intan}}$$

(۲۰۱۲) به منظور کنترل اثر ویژگی های ذاتی شرکت در مدل خود، کارایی شرکت را به دو بخش جدا یعنی کارایی براساس ویژگی های ذاتی شرکت و توانایی مدیریت، تقسیم کرده اند. آنها این کار را با استفاده از کنترل ویژگی های ذاتی شرکت انجام داده اند. هر کدام از این متغیرها در جایگاه ویژگی های ذاتی شرکت، به مدیریت کمک می کند تا تصمیم های بهتری بگیرد یا برعکس عمل و توانایی مدیریت را محدود می کند. در مدل زیر این ویژگی ها کنترل شده است.

CoGS بهای کالای فروش رفته، SG&A هزینه های عمومی اداری و فروش، NetPPE مانده خالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات در ابتدای سال، OpsLease هزینه اجاره عملیاتی، R&D هزینه پژوهش و توسعه، Goodwill سرقفلی خریداری شده در ابتدای سال و Intan مانده خالص دارایی نامشهود در ابتدای سال است. مقدار محاسبه شده برای کارایی شرکت در محدوده صفر تا یک قرار می گیرد. حداکثر کارایی برابر یک و هرچه مقدار به دست آمده کمتر باشد یعنی کارایی شرکت پایین تر است. دمرجیان، لو و مکوای

$$Firm\ Efficiency = \alpha_0 + \alpha_1 Size_{i,t}$$

TCA کل اقلام تعهدی شرکت زدر سال *t* CFO

جریان وجه نقد حاصل از عملیات شرکت، ΔREV تغییر در درآمد فروش شرکت و EPP اموال، ماشین آلات و تجهیزات است. مدل فوق برای هر سال برآورد و معکوس انحراف استاندارد سه ساله جز خطا، متغیر کیفیت اطلاعات حسابداری در نظر گرفته می‌شود. در این پژوهش معیار کیفیت حساسی، اندازه مؤسسه حساسی در نظر گرفته شده است؛ به نحوی که اگر حسابرسان شرکت، سازمان حساسی باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر می‌پذیرد. اندازه شرکت برابر با لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت است. برای محاسبه محافظه کاری در حسابداری به پیروی از کالن، سگال و هوپ^۲ (۲۰۱۰) از مدل زیر استفاده شده است. در این پژوهش از مدل باسو^۳ (۱۹۹۷) به علت ایجاد هم خطی سریالی بین اثر تعاملی بازده، اعتماد به نفس بیش از اندازه، عدم اطمینان محیطی و محدودیت تأمین مالی و نیز انحراف در اندازه گیری (پاتاتوکاس و توماس، ۲۰۱۶) استفاده نشده است.

$$Return_{it} = \log Return_{it} + \log(1 + Roe)_{it} + \log\left(\frac{B}{M}\right)_{it} + \varepsilon_{it}$$

در این الگو، $Return$ بازده سهام، Roe بازده حقوق صاحبان سهام و B/M بیانگر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام واحد تجاری است. برای بررسی عملکرد، از میانگین نسبت جریان نقد عملیاتی سال $t+1$ و t ، مستخرج از صورت جریان وجه نقد به مجموع دارایی‌های ابتدای دوره استفاده شده است. به منظور کاهش خطای ناشی از دست کاری

$$+ \alpha_2 Marketshare_{i,t} + \alpha_3 FCF_{i,t} + \alpha_4 Age_{i,t} + \alpha_5 FCI_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$SIZE$ اندازه شرکت و برابر با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت، $MarketShare$ سهم بازار شرکت و برابر با نسبت فروش شرکت به فروش کل صنعت، FCF جریان نقد آزاد شرکت، Age عمر بورسی شرکت و برابر با لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی که شرکت در بورس پذیرفته شده است، FCI نیز متغیر دامی است و برای شرکت‌هایی که صادرات داشته‌اند برابر یک در غیر این صورت صفر در نظر گرفته شده است و باقی‌مانده مدل ($\varepsilon_{i,t}$) نیز نشان‌دهنده میزان توانایی مدیریت است. برای محاسبه محدودیت مالی واحد تجاری از معیار کاپلان و زینگالس^۱ (۱۹۹۷) استفاده شده است که الگوی تعدیل شده آن در بورس اوراق بهادار تهران و به شرح زیر استفاده شده است. شرکت‌هایی که در پنجگ چهارم و پنجم قرار می‌گیرند، شرکت‌های دارای محدودیت مالی هستند.

$$KZ = 17.330 - 37.486 * C - 15.216 * DIV + 3.394 * LEV - 1.402 * MTB$$

در این الگو، C بیانگر نسبت موجودی نقد، DIV سود تقسیمی، LEV اهرم مالی و MTB نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری است.

در این پژوهش برای ارزیابی کیفیت اطلاعات حسابداری از مدل فرانسیس و همکاران (۲۰۰۵)، به شرح زیر استفاده شده است:

$$TCA_{j,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{j,t-1} + \alpha_2 CFO_{j,t} + \alpha_3 CFO_{j,t+1} + \alpha_4 \Delta REV_{j,t} + \alpha_5 PPE_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$$

2. Callen, Segal and Hope
3. Basu

1. Kaplan and Zingales

نمونه آماری شامل شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی، واسپاری، بانک‌ها و بیمه‌ها، به علت ماهیت متفاوت دارایی‌ها و عملیات آنها نمی‌شود. شرکت‌ها باید طی دوره زمانی این پژوهش تغییر ماهیت نداشته یا دوره مالی خود را تغییر نداده باشند و داده‌های مدنظر شرکت‌ها در دسترس باشد. در نهایت، شرکت‌های بررسی شده در این پژوهش، شامل ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود؛ به ترتیبی که از بین کلیه شرکت‌های بوردی، ۱۵۹ شرکت به دلیل مطابق نبودن پایان سال مالی، ۶۳ شرکت به علت فعالیت در صنعت واسطه‌گری و سرمایه‌گذاری و ۱۴۴ شرکت نیز به دلیل دسترسی نداشتن به اطلاعات کامل طی دوره زمانی پژوهش حذف شد.

یافته‌ها

برای ارائه‌ی نمای کلی از ویژگی‌های مهم متغیرهای محاسبه‌شده، برخی از آمارهای توصیفی این متغیرها، تحلیل شده است. میانگین متغیر شرایط مبتنی بر عملکرد برابر با ۳/۱۶۴ است که بیانگر توانایی شرکت‌های مطالعه شده در پوشش شرایط مورد نیاز برای دریافت اعتبار است. میانگین سررسید بدهی برابر با ۰/۲۵۰ است که بیانگر تأمین مالی کوتاه‌مدت توسط شرکت‌های بوردی است. میانگین متغیرهای توانایی مدیران و محدودیت مالی به ترتیب برابر با ۰/۱۴ و ۰/۱۳۴ است که توانایی مدیران در کنترل محدودیت‌های مالی مبتنی بر عملکرد شرکت را نشان می‌دهد. میانگین ۱۲/۴ درصدی نقدشوندگی سهام بیانگر محدود بودن شناوری سهام است. میانگین متغیر پراکندگی بازده ۰/۰۱۲ است که نشان‌دهنده انحراف محدود بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران است. میانگین کیفیت اطلاعات حسابداری و کیفیت حسابرسی به ترتیب برابر با ۰/۱۲۵ و ۰/۲۲۵ است که بیانگر نوسان پایین در جریان‌های نقد

سود از این نسبت استفاده شده است (هسو، نووسلوف و وانگ، ۲۰۱۷). برای سنجش عدم اطمینان محیطی از انحراف معیار تغییرات در آمد فروش طی دوره‌ای سه ساله استفاده می‌شود. پژوهشگرانی از جمله کوتاری، لاگور و لئون ۲ (۲۰۰۲)، دیچو و تانگ ۳ (۲۰۰۹) و انواری رستمی و کیانی (۱۳۹۴) استفاده از انحراف استاندارد برای اندازه‌گیری عدم اطمینان محیطی را مطرح کرده و به کار گرفته‌اند. به منظور محاسبه نقدشوندگی، از درصد سهام شناور شرکت‌ها استفاده می‌شود (دی، ۲۰۰۵). زیان شرکت متغیری موهومی است که اگر شرکت در سال جاری، سال قبل یا در دو سال قبل زیان داشته باشد، عدد یک و در غیر این صورت صفر است. اهرم مالی برابر با نسبت مجموع بدهی‌های بلندمدت به مجموع دارایی‌های شرکت است. بازده دارایی برابر با نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌های ابتدای دوره است. نسبت ارزش بازار به دفتری برابر با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت است (فرج‌زاده و رضازاده، ۱۳۹۷).

جامعه آماری مطالعه‌شده با توجه به داده‌های در دسترس برای متغیرهای پژوهش، تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۷ است. برای انتخاب نمونه، از بین کلیه شرکت‌های موجود، شرکت‌هایی که واجد هر کدام از شرایط زیر نبوده‌اند، حذف و در نهایت، شرکت‌های باقی‌مانده برای انجام آزمون انتخاب شده‌اند. به منظور همگن شدن نمونه آماری در سال‌های بررسی شده، شرکت‌ها باید قبل از سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند و به منظور افزایش مقایسه‌پذیری، پایان سال مالی شرکت‌های مطالعه‌شده اسفندماه است.

1. Hsu, Novoselov, Wang
2. Kothari, Laguerre & Leone
3. Dichev & Tang

ایجاد شده در طی سال‌های قبل است. میانگین عملکرد آتی برابر با ۰/۰۳۶ است که محدود بودن میزان نقدینگی نگهداری شده توسط شرکت‌های مطالعه شده را بیان می‌کند. میانگین متغیر محافظه کاری حسابداری برابر با ۰/۰۹۲- است که اعمال محدود محافظه کاری در بین شرکت‌های بررسی شده را نشان می‌دهد. میانگین ۱۸ درصدی عدم اطمینان محیطی بیانگر ثبات در روند فروش شرکت‌های بورس اوراق بهادار است. میانگین اهرم مالی برابر با ۰/۶۵۰ است که نشان می‌دهد بخش عمده‌ای از مصارف شرکت از محل بدهی‌ها تأمین مالی شده است. میانگین بازده دارایی ۰/۱۴۱ است و نشان می‌دهد که به ازای هر ۱۰۰ ریال سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها ۱۴/۱ ریال بازده ایجاد شده است. با مقایسه میانگین و میانه متغیرها گفته می‌شود ارزش همه میانگین‌ها به استثنای نقدشوندگی سهام و اهرم مالی، بزرگتر از میانه‌ها است که نشان‌دهنده انحراف منطقی در توزیع هر متغیر است.

قبل از برازش الگوهای پژوهش، لازم است آزمون F لیمر برای بررسی استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت در مقابل روش داده‌های ترکیبی، برای الگوهای بالا انجام شود. نتایج حاصل از آزمون F لیمر برای الگوهای پژوهش بیانگر تأیید الگوی اثرات ثابت است. با توجه به آماره و سطح خطای آزمون F لیمر و رد فرضیه H_0 برای الگوهای پژوهش، لازم است برای انتخاب از بین الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت یا داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی، آزمون هاسمن نیز انجام شود. نتایج مربوط به آزمون هاسمن نیز حاکی از رد شدن فرضیه صفر برای الگوهای پژوهش است؛ در نتیجه الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت ارجح

است؛ بنابراین برای تخمین الگوهای پژوهش از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت استفاده شده است. در پژوهش حاضر، از آزمون دوربین - واتسون برای تشخیص خودهمبستگی الگو استفاده شده است؛ علاوه بر این از آزمون فیشر برای بررسی معناداری کل الگوها استفاده شده است. جدول ۱ نتایج حاصل از برآورد الگوهای پژوهش را نشان می‌دهد.

فرضیه اول پژوهش بیان می‌کند که توانایی مدیران تأثیر معناداری بر استفاده از شرایط مبتنی بر عملکرد در قراردادهای اعتباری دارد. با استفاده از الگوی ۱ پیش‌بینی می‌شود ضریب B_1 منفی باشد. براساس جدول ۱، آماره t متغیر توانایی مدیران برابر با ۳/۰۵۱- با سطح خطای کوچکتر از ۵ درصد است؛ بنابراین فرضیه اول پژوهش مبنی بر تأثیر معنادار توانایی مدیران بر استفاده از شرایط مبتنی بر عملکرد در قراردادهای اعتباری تأیید شده است. فرضیه دوم پژوهش بیان می‌کند که توانایی مدیران تأثیر مثبت و معناداری بر سررسید بدهی دارد. با استفاده از الگوی ۲ پیش‌بینی می‌شود ضریب B_1 مثبت باشد. طبق جدول ۱، آماره t متغیر توانایی مدیران برابر با ۴/۰۴۷ با سطح خطای کوچکتر از ۵ درصد است؛ بنابراین فرضیه دوم پژوهش مبنی بر تأثیر مثبت و معنادار توانایی مدیران بر سررسید بدهی تأیید شده است. براساس نتایج حاصل از فرضیه سوم پژوهش بر مبنای الگوی ۳، آماره t مربوط به متغیر تعاملی محدودیت مالی و توانایی مدیر ۰/۸۰۳ با سطح خطای بالاتر از ۵ درصد است؛ بنابراین فرضیه سوم پژوهش (ریسک محدودیت مالی تأثیر معناداری بر ارتباط بین توانایی مدیران و پراکندگی بازده دارد) رد شده است.

جدول (۲) نتایج حاصل از برآورد الگوهای پژوهش

الگوی ۳		الگوی ۲		الگوی ۱		متغیر
ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	
-۰/۰۴۲	*-۲/۰۰۸	۲/۸۶۹	*۴/۰۴۷	-۴/۵۴۷	*-۳/۰۵۱	توانایی مدیریت (MA)
-۰/۰۰۱	** -۱/۶۸۵	-	-	-	-	محدودیت مالی (KZ)
۰/۰۱۸	۰/۸۰۳	-	-	-	-	MA × KZ
-۰/۰۰۴	-۱/۱۳۲	-	-	-	-	نقدشوندگی سهام (LIQ)
-۰/۴۱۱	*-۳/۰۰۳	-	-	-	-	MA × LIQ
۰/۰۰۲	۰/۸۷۸	۰/۵۷۷	*۳/۱۷۲	-۰/۴۰۴	-۰/۶۲۶	کیفیت اطلاعات حسابداری
۰/۰۰۹	۰/۱۹۹	-۰/۰۸۹	** -۱/۷۷۹	-۰/۱۱۸	** -۱/۶۸۲	کیفیت حسابرسی
-۰/۰۰۷	-۱/۰۲۷	۰/۰۰۴	۰/۰۶۱	-۰/۳۴۸	** -۱/۷۴۶	بازده دارایی
-۰/۰۰۴	*-۴/۳۹۱	۰/۱۵۶	** ۱/۷۱۸	۰/۵۱۸	* ۲/۱۷۹	ارزش بازار به دفتری
۰/۰۰۸	۱/۳۰۶	-۰/۶۴۳	-۱/۱۰۸	-۴/۰۳۵	** -۲/۲۵۱	عملکرد آتی
۰/۰۰۶	* ۹/۹۰۲	۰/۰۰۳	۰/۰۵۸	۰/۱۰۹	۰/۴۳۳	محافظه کاری حسابداری
-۰/۰۰۱	-۱/۰۸۷	۰/۰۵۴	۰/۶۴۳	-۰/۲۱۵	-۰/۹۰۵	عدم اطمینان محیطی
۰/۰۰۲	۱/۰۶۴	-۰/۷۴۴	*-۹/۷۸۴	-۰/۲۳۲	*-۳/۰۸۵	اندازه شرکت
۰/۰۰۱	۱/۵۴۸	-۰/۰۷۱	-۱/۴۱۵	۰/۲۷۳	** ۲/۰۲۷	زیان شرکت
-۰/۰۰۳	*-۳/۱۳۳	۰/۳۰۶	* ۲/۹۸۸	-۰/۳۰۴	-۱/۱۱۲	اهرم مالی
۰/۰۱۸	* ۹/۳۰۳	۴/۲۳۳	* ۹/۶۰۲	۴/۲۳۹	۷/۰۴۴	جزء ثابت
۰/۱۱۰		۰/۲۴۶		۰/۲۳۰		ضریب تعیین
۰/۰۹۷		۰/۱۴۳		۰/۱۱۹		ضریب تعیین تعدیل شده
۲/۰۰۶		۲/۱۳۴		۱/۹۵۴		آماره دوربین واتسون
۸/۷۳۳		۲/۳۸۴		۲/۹۳۰		آماره F
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		احتمال آماره F

***،**،* به ترتیب بیانگر معناداری در سطح خطای ۱، ۵ و ۱۰ درصد است.

نتایج و پیشنهادها

در این پژوهش، نقش توانایی مدیران در تعدیل شرایط اعتباری و کاهش پراکندگی بازده اوراق، مطالعه شده است. فرضیه اول پژوهش (توانایی مدیران تأثیر معناداری بر استفاده از شرایط مبتنی بر عملکرد در قراردادهای اعتباری دارد) تأیید شده است. نتایج

حاصل از این فرضیه مشابه نتایج پژوهش باشمن، دای و وانگ^۱ (۲۰۱۰) است. مدیران رده بالا در عملیات تجاری و ایجاد ارزش نقش اساسی ایفا می کنند و اعتقاد بر این است که توانایی مدیران بر عملکرد و نامطمئنی شرکت در قالب جریان های نقد جاری و آتی

تأثیر می‌گذارد. اعتباردهنده‌ها برای جلوگیری از توسعه رفتارهای نامناسب سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها و حفظ منافع خود اقدام به کنترل رفتارهای عملکردی مدیران برای کاهش مخایره اطلاعات منفی و هزینه‌های نمایندگی می‌کنند. توانایی مدیران، کیفیت اطلاعات حسابداری و تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد و از منافع اعتباردهنده‌ها محافظت می‌کند. فرضیه دوم پژوهش (توانایی مدیران تأثیر مثبت و معناداری بر سررسید بدهی شرکت‌ها دارد) تأیید شده است. براساس نتایج، توانایی بالای مدیران منجر به تغییرات مساعد در عملکرد می‌شود؛ به نحوی که در این شرایط تمایل مدیران به تأمین مالی بلندمدت کاهش می‌یابد؛ زیرا بدهی با سررسید کوتاه مدت اطلاعاتی درباره وضعیت مناسب مالی شرکت به بازار مخایره می‌کند. نتایج حاصل از این فرضیه با پژوهش‌های مولینا و پناس (۲۰۰۸) تطابق دارد. فرضیه سوم پژوهش (محدودیت مالی تأثیر معناداری بر ارتباط بین توانایی مدیران و پراکندگی بازده اوراق دارد) رد شده است. نتایج حاصل از این فرضیه با پژوهش‌های لو، چن و لیاو (۲۰۱۰) هماهنگی ندارد. در حالی که مشکلات نمایندگی به‌طور معمول ناشی از سرمایه‌گذاری بیش از حد مدیران با توجه به منافع شخصی است، در شرایط وجود ریسک محدودیت مالی، رویکرد فرصت‌طلبی مدیر منجر به تغییر وضعیت نقدینگی می‌شود. در توجیه رد شدن این فرضیه گفته می‌شود در شرایط محدودیت مالی، امکان اجرای رویه‌ها و رویکردهای سرمایه‌گذاری مدنظر مدیران وجود ندارد و اولویت منافع شخصی مدیر است.

با توجه به یافته‌های پژوهش پیشنهاد می‌شود، اعتباردهنده‌ها به رویکرد عملکردی مدیران توجه بیشتری داشته باشند؛ زیرا در صورت اجرا نکردن رویه‌های مناسب سرمایه‌گذاری در نتیجه ریسک‌پذیری

مدیران، مدت زمان زیادی برای مشخص شدن پیامدهای عملکردی لازم است و در صورت نامساعد بودن پیامدها، هزینه‌های بالایی به شرکت و اعتباردهنده‌ها تحمیل می‌شود؛ همچنین هیئت مدیره باید نسبت به ریسک و فرصت‌های مرتبط با تغییرات در عوامل رفتاری مدیرعامل آگاهی داشته باشند؛ زیرا ممکن است فرصتی برای بهبود عملکرد، کاهش هزینه بدهی یا به تأخیر انداختن پیامدهای منفی نوسان در بازده فراهم شود؛ به عبارتی در نظر گرفتن اثر نوسان‌های رفتاری در انتظارات سرمایه‌گذاران، باعث کنترل روابط بلندمدت با اعتباردهنده‌ها و سرمایه‌گذاران و کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود؛ بنابراین پیشنهاد می‌شود در صورت وجود قراردادهای اعتباری محدودکننده، به انتخاب مدیران ریسک‌گریزتر اقدام شود. در نهایت، اگر مدیر تعهدات قراردادی را نقض کند، منجر به افزایش نوسان بازده و تحمیل نرخ بهره بالاتر به شرکت می‌شود که در این شرایط پیشنهاد می‌شود با استقرار کنترل‌های داخلی و نظارت‌های مستقل درون‌سازمانی (از جمله حسابرسی داخلی)، رفتارهای مدیریت کنترل و مانع از تحمیل این قبیل هزینه‌ها به شرکت شود. به منظور تکمیل نتایج این پژوهش پیشنهاد می‌شود در آینده اثر تعاملی ساختار مالکیت و اعتماد به نفس بیش از اندازه بر نوع تأمین مالی و شرایط قراردادهای بدهی و به‌منظور شناخت رفتارهای عملکردی مدیران در بلندمدت تفاوت‌های ناشی از نقض تعهدات قراردادی بررسی شود.

در پژوهش حاضر محدودیت‌هایی از جمله روش اندازه‌گیری توانایی مدیران حاکم است. با توجه به اینکه خوبخشی از توانایی مدیران جزء ویژگی‌های شخصیتی و درونی مدیران است و به صورت مستقیم مشاهده و اندازه‌گیری نمی‌شود، ضروری است در تعمیم نتایج دقت لازم صورت گیرد.

- Knowledge*. 6(1): 211-238. DOI:10.30479/jfak.2019.9795.2353. (In Persian)
- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2007). Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*. 43(23): 411-437. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.01.005>.
- Alinezhad, S. M., & Tarofi, S. (2017). Impact of management ability on financing policy. *Accounting Knowledge*. 8(2): 159-180. DOI: 10.22103/jak.2017.1679. (In Persian)
- Andreou, P. C., Ehrlich, D., & Louca, C. (2013). Managerial ability and firm performance: Evidence from the global financial crisis. Cyprus Univeristy of Technology Working Paper.
- Anvari Rostami, A., & Kiani, A. (2016). Investigating the role of demand uncertainty in cost behavior; Evidences from Tehran stock exchange firms. *Journal of Accounting Advances*. 7(2): 33-57. (In Persian)
- Baik, B., Farber, D. B., & Lee, S. S. (2011). CEO ability and management earnings forecasts. *Contemporary Accounting Research*. 28: 1645-1668. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01091.x>.
- Barclay, M. J., & Smith, C. W. (1995). The maturity structure of corporate debt. *The Journal of Finance*. 50: 609-631. DOI: 10.2307/2329421.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*. 24(1): 3-37. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00014-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00014-1).
- Bharath, S. T., & Shumway, T. (2008). Forecasting default with the merton distance to default model. *The Review of Financial Studies*. 21: 1339-1369. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn044>.
- Bonsall, S. B., Holzman, E. R., & Miller, B. P. (2016). Managerial ability and credit risk assessment. *Management Science*. 63(5): 1425-1449. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2015.2403>.
- Bushman, R., Dai, Z., & Wang, X. (2010). Risk and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*. 96: 381-398. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.03.001>.
- منابع فارسی**
- افلاطونی، ع. (۱۳۹۸). توان مدیریتی و هموارسازی سود نقدی: رویکرد پویا. *دانش حسابداری مالی*، ۶(۱)، ۲۱۱-۲۳۸.
- DOI: 10.30479/jfak.2019.9795.2353.
- انواری رستمی، ع. ا.، و کیانی، آ. (۱۳۹۴). بررسی نقش عدم اطمینان محیطی در رفتار هزینه‌ها؛ شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله پیشرفت‌های حسابداری*، ۷(۲)، ۳۳-۵۷. DOI:10.22099/jaa.2016.3545.
- حسینی‌قار، م.، و رحیمیان، ن. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت در ساختار سررسید‌دهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۶(۱)، ۸۹-۱۰۶. DOI: 10.22108/amf.2017.21350.
- رشیدی، م. (۱۳۹۸). نقش کیفیت حسابرسی و کیفیت اطلاعات حسابداری در تغییر قیمت‌گذاری عدم تقارن اطلاعاتی. *دانش حسابداری مالی*، ۶(۳)، ۱۶۷-۱۸۷.
- DOI: 10.30479/jfak.2019.9892.2370.
- رضازاده، ج.، و محمدی، ع. (۱۳۹۸). توانایی مدیریتی، ارتباطات سیاسی و گزارشگری مالی متقربانه. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۶(۲)، ۲۱۷-۲۳۸.
- DOI: 10.22059/acctgrev.2019.263263.1007956
- علی‌نژاد ساروکلایی، م.، و تارقی، س. (۱۳۹۶). تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تأمین مالی. *دانش حسابداری*، ۸(۲)، ۱۵۹-۱۸۰.
- DOI: 10.22103/jak.2017.1679.
- References**
- Aflatooni, A. (2019). Managerial ability and dividends smoothing: A dynamic approach. *Journal of Financial Accounting*

- Dey, M. K. (2005). Turnover and return in global stock markets. *Emerging Markets Review*. 6: 45-67. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2004.09.003>.
- Diamond, D. W. (1993). Seniority and maturity of debt contracts. *Journal of Financial Economics*. 33: 341-368. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90011-Y](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90011-Y).
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *Journal of Financial*. 46: 1325-1359. <https://www.jstor.org/stable/2328861>.
- Dichev, I. D., & Tang, V. W. (2009). Earnings volatility and earnings predictability. *Journal of Accounting and Economics*. 47(1): 160-181. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2008.09.005>.
- Francis, J. R., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*. 39: 295-327. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.06.003>.
- Han, S., & Zhou, X. (2014). Informed bond trading, corporate yield spreads, and corporate default prediction. *Management Science*. 60: 675-694. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2013.1768>.
- Hasani Alghar, M., & Rahimian, N. (2018). The effect of managerial overconfidence on debt maturity structure in listed companies in Tehran stock exchange. *Asset Management and Financing*. 6(1): 89-106. (In Persian)
- Holmström, B. (2015). Understanding the role of debt in the financial system. BIS Working Papers No. 479:1-48.
- Hsu, C., Novoselov, K., & Wang, R. (2017). Does accounting conservatism mitigate the shortcomings of CEO overconfidence?. *The Accounting Review*. 92(6): 77-101. <https://doi.org/10.2308/accr-51718>.
- Huang, H. H., Huang, H. Y., & Oxman, J. J. (2015). Stock liquidity and corporate bond yield spreads: Theory and evidence. *Journal of Financial Research*. 38:59-91. <https://doi.org/10.1111/jfir.12052>.
- Jin, L., & Myers, S. (2006). R² around the world: New theory and new tests. *Journal of Financial Economics*. 79: 257-292.
- Callen, J. L., Segal, D., & Hope, O. K. (2010). The pricing of conservative accounting and the measurement of conservatism at the firm-year level. *Review of Accounting Studies*. 15: 145-178. <https://doi.org/10.1007/s11142-009-9087-6>.
- Cascino, S. (2017). Stock-bond return co-movement and accounting information. *Journal of Business Finance & Accounting*. 44(7-8): 1036-1072. DOI:10.2139/ssrn.2645026.
- Chang, Y. Y., Dasgupta, S., & Hilary, G. (2010). CEO ability, pay and firm performance. *Management Science*. 56(10): 1633-1652. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1100.1205>.
- Chen, T. K., Liao, H. H., & Chen, W. H., (2017). CEO ability heterogeneity, board's recruiting ability and credit risk. *Review of Quantitative Finance Accounting*. 49(4): 1005-1039. <https://doi.org/10.1007/s11156-017-0615-3>.
- Christensen, H. B., & Nikolaev, V. V. (2012). Capital versus performance covenants in debt contracts. *Journal of Accounting Research*. 50: 75-116. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00432.x>.
- Chung, R., Firth, M., & Kim, J. B. (2002). Institutional monitoring and opportunistic earnings management. *Journal of Corporate Finance*. 8(1): 29-48. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00039-6](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00039-6).
- Cornaggia, K. R., Krishnan, G. V., & Wang, C. (2017). Managerial ability, credit ratings, and the cost of debt. *Contemporary Accounting Research*. forthcoming. DOI: 10.2139/ssrn.2541699.
- Crabtree, A. D., & Maher, J. J. (2005). Earnings predictability, bond ratings, and bond yields. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 25: 233-253. <https://doi.org/10.1007/s11156-005-4766-2>.
- Demerjian, P., Lewis, M. F., & Mcvay, S. (2015). Earning smoothing: For good or evil? *SSRN Electronic Journal*. DOI: 10.2139/ssrn.2426313.
- Demerjian, P. R., Lev, B., Lewis, M. F., & McVay, S. E. (2013). Managerial ability and earnings quality. *The Accounting Review*. 88: 463-498. <https://www.jstor.org/stable/23525943>.

- Ortiz-Molina, H., Penas, M. F. (2008). Lending to small businesses: The role of loan maturity in addressing information problems. *Small Business Economics*. 30: 361–383. <https://doi.org/10.1007/s11187-007-9053-2>.
- Petkevich, A., & Prevost, A. (2018). Managerial ability, information quality, and the design and pricing of corporate debt. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 51(4): 1033-1069. <https://doi.org/10.1007/s11156-017-0696-z>.
- Rajgopal, S., & Shevlin, T. (2002). Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking. *Journal of Accounting and Economics*. 33(2): 145–171. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00042-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00042-3).
- Rashidi, M. (2019). The role of audit quality and the quality of accounting information in changing the information asymmetry pricing. *Journal of Financial Accounting Knowledge*. 6(3): 167-187. (In Persian)
- Rezazadeh, J., & Mohammadi, A. (2019). Managerial ability, political connections and fraudulent financial reporting. *Accounting and Auditing Review*. 26(2): 217-238. (In Persian)
- Sunder, J., Sunder, S. V., & Zhang, J. (2008). Borrower conservatism and debt contracting. Northwestern University working paper.
- Trueman, B. (1986). Why do managers voluntarily release earnings forecasts? *Journal of Accounting and Economics*. 8: 53–71. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(86\)90010-8](https://doi.org/10.1016/0165-4101(86)90010-8).
- Zer, I. (2015). Information disclosures, default risk, and bank value. FRB-Working Paper. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.11.003>.
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do investment–cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?. *Quarterly Journal of Economics*. 112(1): 169–215. <https://www.jstor.org/stable/2951280>.
- Koester, A., Shevlin, T., & Wangerin, D. (2016). The role of managerial ability in corporate tax avoidance. *Management Science*. 63(10): 3285-3310. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2016.2510>.
- Kothari, S. P., Laguerre, T. E., & Leone, A. J. (2002). Capitalization versus expensing: Evidence on the uncertainty of future earnings from capital expenditures versus R & D outlays. *Review of Accounting Studies*. 7(4): 355-382. <https://doi.org/10.1023/A:1020764227390>.
- Leuz, C., & Verrecchia R. E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*. 38: 91–124. DOI: 10.2307/2672910.
- Lu, C. W., Chen, T. K., & Liao, H. H. (2010). Information uncertainty, information asymmetry and corporate bond yield spreads. *Journal of Banking & Finance*. 34: 2265–2279. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.02.013>.
- Maxwell, W., & Shenkman, M. (2010). *Financial Markets: A Comprehensive Guide To High-Yield Bonds, Loans, And Other Instruments*. New York: McGraw-Hill.
- Ng, W. L. (2008). Analysing liquidity and absorption limits of electronic markets with volume durations. *Quantitative Finance*. 8: 353-361. <https://doi.org/10.1080/14697680701545699>.