فصلنامه علمی- پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی
سال ششم، شماره چهارم، شماره پیاپی (۲۳)، زمستان ۱۳۹۷
تاریخ دریافت: ۹۵/۰۶/۱۲ تاریخ پذیرش: ۹۵/۱۱/۲۷
صص:۹۳-۱۰۲

The Effect of Financial Information Risk on Agency Relationship with Firms Capital Structure

Mina Sahrakaran [1], Farzin Rezaei [2]*

1- Master of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Islamic Azad University of Qazvin, Qazvin, Iran
sahrakaran10136@gmail.com
2- Associate Proffesor, Faculty of Management and Accounting, Islamic Azad University of Qazvin, Qazvin, Iran
farzinrezaei@yahoo.com

Abstract
This research investigates the effect of financial information risk on firms' capital structure with agency approach from 2004 to end of 2013 in 87 firms listed in Tehran Stock Exchange. The conflicts of interests between managers and owners due to Information asymmetry, I ncrease the risk of financial information which is effective on capital structure. The pooled regression analysis is incorporated to test the hypotheses. The results show an increase in conflicts of interest between managers, the financing deficit increase and as a result, the financing of the debt increases, so there is a positive and significant relationship between the financing deficit and changes in capital structure. Also, the impact of financial information risk on the relationship between financing deficit and changes in capital structure is significant and negative. On the other hand, the impact of financial information risk on the relationship between financing deficit and changes in capital structure with intervention of asymmetry as a first agency proxy was confirm, but with the intervention of asymmetry as a second agency proxy was not confirm.
Keywords: Information Risk, Capital Structure, Information Asymmetry, Agency Theory

تاثیر ریسک اطلاعات مالی بر رابطه نمایندگی با ساختار سرمایه شرکت ها

مینا صحراکاران [۱]، فرزین رضایی [۲]*

۱- کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد قزوین، قزوین، ایران
sahrakaran10136@gmail.com
۲- دانشیار حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد قزوین، قزوین، ایران
farzinrezaei@yahoo.com

چکیده
این پژوهش، تأثیر ریسک اطلاعات مالی را در ساختار سرمایه با رویکرد نمایندگی در بازه زمانی ۱۳۸۳-۱۳۹۲ در ۸۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرده است. ساختار سرمایه، مهم‌ترین پارامتر مؤثر در ارزش شرکت‌ها است. تضاد منافع بین مدیران و مالکان که به‌دلیل نابرابری در توزیع اطلاعات پدیدار می‌شود، ریسک اطلاعات مالی را افزایش می‌دهد و در ساختار سرمایه مؤثر است. برای آزمون فرضیه‌ها از تجزیه و تحلیل رگرسیونی با استفاده از روش داده‌های تلفیقی بهره گرفته شده است. نتایج نشان می‌دهد با افزایش تضاد منافع بین مدیران، کسری مالی و به‌تبع آن، میزان تأمین مالی از محل بدهی‌ها افزایش می‌یابد؛ بنابراین بین کسری مالی و تغییرات ساختار سرمایه، رابطهٔ مثبت و معناداری وجود دارد. تأثیر ریسک اطلاعات مالی شرکت‌ها در رابطهٔ کسری مالی و تغییرات ساختار سرمایه نیز منفی و معنادار است. تأثیر ریسک اطلاعات مالی شرکت‌ها در رابطهٔ کسری مالی و تغییرات ساختار سرمایه با مداخلهٔ عدم تقارن به‌عنوان عامل نمایندگی اول تأیید شد؛ اما با مداخلهٔ عدم تقارن به‌عنوان عامل نمایندگی دوم تأیید نشد.
واژه‌های کلیدی: ریسک اطلاعات مالی، ساختار سرمایه، عدم تقارن اطلاعاتی، نظریهٔ نمایندگی

* نویسنده مسؤول

مقدمه

امروزه تأمین مالی شرکت‌ها یکی از چالش‌برانگیزترین مباحث در حوزهٔ بازارهای تأمین سرمایه است؛ به عبارتی، تصمیم های تأمین مالی ازجمله عواملی است که شرکت ها به بهترین شکل ممکن، منافع صاحبان خود را می توانند تأمین کنند و ثروت آنان را به حداکثر برسانند. اینکه شرکت چگونه منابع مالی لازم برای سرمایه گذاری در این فعالیت ها را تأمین می کند، ساختار سرمایهٔ شرکت را شکل می‌دهد [۱۴].

دربارهٔ چگونگی تأمین مالی شرکت‌ها، نظریه‌های متعددی مطرح شده است که هر یک، عامل یا عوامل خاصی را در انتخاب ساختار مطلوب سرمایه مؤثر می داند؛ برای مثال، در نظریهٔ موازنهٔ ایستا، تأکید اصلی بر نقش مالیات است؛ در حالی که نظریهٔ سلسله مراتبی بر عدم تقارن اطلاعات و تعامل جریان نقدی و هزینهٔ نمایندگی تأکید دارد [۱۴]. نظریهٔ سلسله‌مراتبی مبتنی بر مفهوم عدم تقارن اطلاعاتی در بازار است که باعث می‌شود شرکت‌ها در تأمین منابع مالی، سلسله‌مراتب معینی را طی کنند. بر مبنای این نظریه، شرکت‌ها ترجیح می دهند به منابعی روی آورند که کمترین میزان عدم تقارن اطلاعاتی را دارد؛ زیرا هزینهٔ تأمین مالی با افزایش سطح عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می یابد [۲۰]. هرچه عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر باشد، اعتماد سرمایه‌گذاران به مدیریت شرکت کم می‌شود؛ به عبارتی، ریسک اطلاعات افزایش می یابد و سهامداران از سرمایه گذاری در شرکت، استقبال نمی کنند؛ بنابراین شرکت مجبور می‌شود از بانک‌ها وام بگیرد.

در پژوهش حاضر، از خطای پیش بینی سود به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری عدم تقارن که عامل نمایندگی است، استفاده شده است [۱۶]. با فرض نبودن انگیزهٔ نمایندگی، مدیران با توجه به اطلاعات دریافتی از شرکت و صنعت در هر زمان لازم به پیش بینی سود اقدام می کنند. از آنجایی که فضای کسب و کار ایران، نوسان‌های شدید دارد، امکان فراهم کردن اطلاعات پشتیبان برای قضاوت و پیش‌بینی را به‌خوبی فراهم نمی‌آورد. این رویداد، درک ناقص استفاده کنندگان را در مقاطع زمانی مختلف که اطلاعات در دسترس آنها قرار می گیرد، فراهم می آورد؛ بنابراین در مقاطع زمانی مختلف، تقدم و تأخر در اصلاح و به‌روزرسانی اطلاعات موجب بروز عدم‌تقارن اطلاعاتی بین مدیران و مالکان می‌شود. کسری مالی، بیان‌کنندهٔ عامل نمایندگی و تضاد منافع مدیر با مالکان است. منظور ازکسری مالی، کسری منابع نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی است؛ به عبارتی، کسری مالی زمانی ایجاد می‌شود که منابع نقدی لازم برای ادارهٔ امور شرکت و پرداخت به صاحبان منافع برون‌سازمانی (سهامداران، اعتباردهندگان و مقامات مالیاتی) کمتر از جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی باشد. همچنین هرچه این عامل افزایش یابد، شرکت‌ها برای پوشش کسری مالی، تمایل بیشتری به افزایش نسبت بدهی خود دارند؛ زیرا برای کاهش هزینه‌های نمایندگی (تضاد منافع موجود) و تأمین مالی برای پوشش کسری مالی، استقراض از بانک ها و مؤسسات مالی و اعتباری و یا انتشار اوراق مشارکت، راهکار مرضی‌الطرفینی تلقی می‌شود.

اکنون علاوه بر عدم‌تقارن اطلاعاتی که نقش مهمی در تصمیم های مربوط به تأمین مالی دارد، هدف این پژوهش، بررسی تأثیر ریسک اطلاعات مالی (به عنوان یکی از پیامدهای عمدهٔ عدم‌تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران) در تصمیم‌های ساختار سرمایهٔ شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد نمایندگی است. درادامه، به مبانی نظری و

پژوهش‌های پیشین اشاره می‌شود؛ سپس روش پژوهش و یافته‌های حاصل از فرضیه‌ها ارائه می‌شود. درپایان نیز خلاصه‌ای از نتایج پژوهش به همراه پیشنهادهای کاربردی و پیشنهادهای آینده ارائه شده است.

مبانی نظری

مؤسسات و سازمان های گوناگون از لحاظ هدف و نوع فعالیت، شکل حقوقی و نوع مالکیت تفاوت‌های بسیاری با یکدیگر دارند؛ اما در تمامی مؤسسات، یک جنبهٔ مشترک وجود دارد و آن لزوم قضاوت دربارهٔ گذشته و تصمیم‌گیری دربارهٔ آینده است. در تصمیم گیری مربوط به امور مالی، هر واحد تجاری باید روشی را به کار گیرد که اطلاعات اعتمادپذیر و مؤثری را در تصمیم‌های تأمین مالی به‌موقع فراهم کند [۱۹]. در یک واحد اقتصادی، کار اصلی مدیران تصمیم‌گیری و مبنای تصمیم‌گیری نیز وجود اطلاعات است؛ به‌گونه‌ای که بدون اطلاعات درست، تصمیم‌های منطقی نمی توان اتّخاذ کرد؛ بنابراین اطلاعات چیزی است که ابهام را کاهش می دهد و انسان را به سمت تصمیم‌گیری منطقی و درست سوق می‌دهد [۷]؛ به عبارتی، تصمیم‌های تأمین مالی، از مهم‌ترین تصمیمات مدیریت مالی است تا جایی که اینگونه تصمیم ها به علت آثاری که در ساختار مالی شرکت‌ها و منابع سرمایه‌گذاران دارد، جزء تصمیم‌های استراتژیک شرکت‌ها تلقی می‌شود. روشی که شرکت‌ها منابع مالی لازم را برای سرمایه‌گذاری در این فعالیت‌ها تأمین می‌کنند، ساختار سرمایهٔ شرکت‌ها را شکل می‌دهد [۳]. ساختار سرمایه به ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام یک شرکت اشاره دارد که رفتار شرکت را در تأمین مالی عملیات کلی و رشد آن نشان می دهد و یکی از تصمیم‌های مهم در مدیریت مالی در نظر گرفته شده است [۱۲].

اسدی و همکاران (۱۳۹۳) تأثیر عوامل مالی و غیرمالی مؤثر در تصمیم‌های مرتبط با ساختار سرمایه را بررسی کردند. نتایج نشان داد در تمامی موارد، ارتباط منفی و معنادار بین بازده دارایی با اهرم شرکت و رابطهٔ مثبت و معنادار بین اندازهٔ شرکت با اهرم وجود دارد. بین متغیرهایی نظیر درصد پرداخت سود تقسیمی و ارزش وثیقه‌گذاری دارایی‌ها با اهرم شرکت نیز رابطهٔ معنادار وجود ندارد [۶]. آن [1] و همکاران (۲۰۱۶) تأثیر مدیریت سود را در ساختار سرمایه بررسی کردند. نتایج نشان داد بین مدیریت سود با ساختار سرمایه، ارتباط مستقیم وجود دارد؛ به عبارت دیگر، شرکت‌ها با بیشترین مدیریت سود، بیشترین اهرم مالی را به‌عنوان معیاری برای شناسایی ساختار سرمایه دارند [۲].

استفادهٔ بیش از حد از بدهی در تأمین مالی به علت هزینهٔ ورشکستگی، شرکت‌ها را دچار مخاطره می کند .وجوه ناشی از بدهی با بانک ها، افراد و مؤسسات مالی، همچون شرکت های سرمایه‌گذاری، لیزینگ (اجاره) و شرکت‌های بیمه فراهم می‌شود که در اوراق بهادار بدهی ازجمله اوراق قرضه و غیره سرمایه‌گذاری می کنند. تأمین مالی با حقوق صاحبان سهام، شامل سهام عادی می شود که هزینهٔ سرمایهٔ بیشتری نیز دارد؛ زیرا سهامداران در ازای ریسک بیشتری که نسبت به صاحبان بدهی تحمل می‌کنند، خواهان سود بیشتری نیز هستند [۱].

ازجمله مواردی که در تصمیم‌گیری دربارهٔ ساختار سرمایهٔ شرکت مؤثر است، ریسک اطلاعات مالی است. علاوه بر ریسک‌های موجود در بازارهای اوراق بهادار که در همهٔ بازارها عمومیت دارد؛ مانند ریسک سیستماتیک (ریسک بازار یا ریسک کاهش ناپذیر)،

1. AN

ریسک غیرسیستماتیک (ریسک کاهش‌پذیر و یا ریسک خاص شرکت) و ریسک نقدشوندگی، ریسک‌ها یا مخاطرات دیگری در بازار اوراق بهادار وجود دارد. یکی از این مخاطرات، ریسک اطلاعاتی است. این ریسک از مقولهٔ اطلاعات و اطلاع‌رسانی نشأت می‌گیرد [۴]. پژوهشگران در پژوهش‌های اخیر نشان دادند ریسک اطلاعات، ریسک تنوع‌ناپذیر در بازارهای سرمایه است. آنها دلایل بروز ریسک اطلاعات را در نقش عدم‌تقارن اطلاعاتی در میان سرمایه‌گذاران در تعیین هزینهٔ سرمایه می‌دانند سرمایه‌گذاران با اطلاعات کمتر نسبت به سرمایه‌گذاران آگاه، با سطح بالاتری از ریسک اطلاعات روبه‌رو می‌شوند؛ به عبارت دیگر، این ریسک اطلاعاتی تنوع‌ناپذیر، سرمایه‌گذاران ناآگاه را به تقاضای بازده بیشتر سهام با اطلاعات خصوصی بیشتر وادار می کند [۹]. ازجمله مواردی که در ساختار سرمایهٔ شرکت مؤثر است، عدم تقارن اطلاعاتی است. وجود عدم‌تقارن اطلاعاتی بین افراد درون‌سازمانی و برون‌سازمانی، در ساختار سرمایهٔ شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد؛ به‌گونه‌ای که باعث ایجاد نوعی اولویت‌بندی درتصمیم‌های تأمین مالی می‌شود [۱۵]. به طور کلی، زمانی که نمایندگان (افراد درون‌سازمانی) در یک سوی بازار، اطلاعات بهتر و به‌هنگام‌تری (مزیت اطلاعاتی) دربارهٔ شرکت نسبت به سایر گروه‌ها (افراد برون‌سازمانی) در سوی دیگر بازار داشته باشند، گفته می‌شود بازار، ویژگی عدم‌تقارن اطلاعاتی دارد. پتاچی[1] (۲۰۱۵) رابطهٔ عدم‌تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه را بررسی کرد. نتایج نشان داد شرکت‌هایی که سطح بیشتری از عدم‌تقارن اطلاعاتی داشتند، نسبت به شرکت‌هایی که سطح کمتری از عدم‌تقارن اطلاعاتی با مقررات افشای منصفانه داشتند، افزایش بدهی بیشتری را تجربه کردند [۱۷]. واسان و بون[2] (۲۰۱۰) در مطالعه‌ای، رابطهٔ اقلام تعهدی و عدم‌تقارن اطلاعاتی را بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد بین دامنهٔ تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و اقلام تعهدی، رابطهٔ معناداری وجود ندارد [۲۰].

همچنین با توجه به نظریهٔ عدم‌تقارن، مدیران از اطلاعات محرمانه و عمومی شرکت مطلع هستند و در پیش بینی سود هر سهم از تمام این اطلاعات استفاده می‌کنند. از آنجا که افشا، پیش‌بینی واقعی مدیران از سود هر سهم در بازار سرمایهٔ اجباری است، افشاگری مدیران در قالب پیش بینی سود هر سهم با خطای کم، دقت زیاد و ارائهٔ به موقع، محتوای اطلاعاتی دارد و عملکرد آیندهٔ واحد تجاری را انعکاس می دهد [۱۹]. منظور از انگیزه های نمایندگی در این پژوهش، سطح شدید و سطح معتدل انگیزه‌های نمایندگی است. اهمیت سودی که مدیریت پیش‌بینی می کند، به میزان انحراف آن با مقدار واقعی وابسته است. هرچه میزان این انحراف کمتر باشد، پیش بینی، خطای کمتری دارد [۱۱]؛ اما از آنجا که اقتصاد و محیط عملیاتی شرکت، مبهم است، معمولاً سودی که مدیران پیش‌بینی می کنند با سود واقعی تفاوت دارد. کردستانی و فدائی کلورزی (۱۳۹۱) رابطهٔ عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه را در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. نتایج حاکی است بین عدم‌تقارن اطلاعاتی و تغییرات بدهی بلندمدت، رابطهٔ منفی معنادار و بین کسری مالی و تغییرات بدهی بلندمدت، رابطهٔ مثبت معناداری وجود دارد. بین عدم‌تقارن اطلاعاتی و اهرم مالی و بین عدم‌تقارن اطلاعاتی و تغییرات اهرم مالی، ارتباط معناداری وجود ندارد؛

1. Petachi

2. Wasan & Boon

براساس این، می‌توان انتظار داشت با کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی، تأمین مالی با بدهی افزایش یابد [۱۳]. باهاتاچاریا [1] و همکاران (۲۰۱۳) نیز رابطهٔ کیفیت سود و عدم تقارن اطلاعاتی را بررسی کردند .آنها با توجه به یافته های خود، اینگونه نتیجه گیری کردند که کیفیت ضعیف سود، به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای مالی منجر می‌شود [۱۰].

با توجه به مبانی نظری ارائه شده، این پژوهش شامل فرضیه‌های زیر است:

فرضیهٔ اول: بین کسری مالی و تغییرات ساختار سرمایه، رابطهٔ مثبت و معنادار وجود دارد.

فرضیهٔ دوم: ریسک اطلاعات مالی شرکت‌ها در رابطهٔ کسری مالی و تغییرات ساختار سرمایه مؤثر است.

فرضیهٔ سوم: انگیزهٔ نمایندگی در تأثیر ریسک اطلاعات مالی شرکت‌ها در رابطهٔ کسری مالی و تغییرات ساختار سرمایه مؤثر است.

روش پژوهش

گردآوری داده‌ها به روش کتابخانه‌ای از بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین، سایت کدال، سایت سازمان بورس اوراق و مراجعه به آرشیوهای آماری آن انجام شده است. داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار اکسل آمادهٔ تجزیه و تحلیل شد و تجزیه و تحلیل نهایی با نرم‌افزار Eviews انجام گرفته است. نمونهٔ این پژوهش شامل همهٔ شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دورهٔ زمانی ۱۳۹۲-۱۳۸۳ است که اطلاعات آنها در طول دوره، در دسترس باشد و شرایط زیر را داشته باشد: پایان سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفندماه هر سال باشند؛ در طول دورهٔ پژوهش، تغییر سال مالی نداشته باشند؛ قبل از سال ۱۳۸۳ در بورس پذیرفته شده باشند؛ جزء صنعت مالی و سرمایه‌گذاری نباشند و وقفهٔ معاملاتی بیشتر از ۶ماه نداشته باشند. با اعمال محدودیت‌های فوق، معادل ۸۷ شرکت، نمونهٔ این شرکت را تشکیل می‌دهد

پس از گردآوری مشاهدات پژوهش، برای آزمون فرضیه‌های اول، دوم و سوم با پیروی از شیام - ساندر و مایرز [2] (۱۹۹۹) به‌ترتیب، الگوهای ۱ و ۲ با استفاده از رویکرد داده‌های ترکیبی برآورد شد. در پژوهش حاضر برای مداخله‌دادن عامل ریسک اطلاعات بر عدم تقارن به‌عنوان عامل نمایندگی، رابطهٔ (۱) به رابطهٔ (۲) تعمیم داده شده است.

برای آزمون فرضیهٔ اول پژوهش، معادلهٔ رگرسیونی به‌شرح رابطهٔ (۱) برآورد شده است:

$$\Delta D_{it} = \alpha + \beta DEF_{it} + \varepsilon_{it} \qquad (۱)$$

که در آن ΔD، تغییرات ساختار سرمایه است که از نسبت تغییرات بدهی به جمع کل دارایی‌ها به دست می‌آید. DEF، کسری مالی به‌عنوان (عامل نمایندگی) که از نسبت حاصل جمع سود نقدی سهام، مخارج سرمایه‌ای و تغییرات خالص در سرمایه در گردش منهای جریان نقدی عملیاتی به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود (شیام - ساندر و مایرز، ۱۹۹۹).

برای آزمون فرضیه‌های دوم و سوم پژوهش، معادلهٔ رگرسیونی به‌شرح رابطهٔ (۲) براساس الگوی شیام - ساندر و مایرز به‌شرح زیر برازش می‌شود:

$$\Delta D_{it} = \alpha + \beta DEF_{it} + \gamma DEF_{it} * AIR_{it} + \varepsilon_{it} \qquad (۲)$$

رابطهٔ (۲) به‌طور کلی نشان می‌دهد تغییرات در ساختار سرمایه به‌دلیل کسری منابع مالی است؛ اما

1. Bhattacharya

2. Shyam-Sunder

عاملی به‌عنوان ریسک اطلاعات مالی $DEF_{it} * AIR_{it}$ این رابطه را تعدیل می‌کند که نتایج آن در بخش یافته‌ها ذکر شده است. متغیر ΔD، تغییرات ساختار سرمایه و متغیر DEF، کسری مالی (عامل نمایندگی) تعریف شده است.

برای آزمون فرضیهٔ سوم نیز از رابطهٔ (۲) استفاده شده است. منظور از انگیزهٔ نمایندگی در فرضیهٔ سوم، سطح شدید و سطح معتدل انگیزهٔ نمایندگی است [۱۱]. آزمون فرضیه به این صورت است که ابتدا متغیر مداخله‌گر AG_1 (عدم تقارن به‌عنوان عامل نمایندگی اول)، که از نسبت تفاضل سود واقعی هر سهم از سود پیش‌بینی‌شدهٔ هرسهم به سود واقعی هر سهم شرکت محاسبه می‌شود، مرتب می‌شود؛ سپس ۳۰ درصد بالا، ۳۰ درصد پایین و ۴۰ درصد میانی متغیر مذکور را جدا می‌کنیم که به‌ترتیب، سطح بیشترین، کمترین و معتدل‌ترین اثر نمایندگی را دارد. آن‌گاه رابطهٔ (۲) را یکبار برای ۶۰ درصد سطح شدید نمایندگی (۳۰ درصد بالا و ۳۰ درصد پایین) و یکبار برای ۴۰ درصد سطح معتدل (میانی) نمایندگی انجام می‌دهیم. درادامه، برای تکمیل آزمون فرضیهٔ سوم، روش AG_1 را برای متغیر مداخله‌گر AG_2 (عدم‌تقارن به‌عنوان عامل نمایندگی دوم) نیز تکرار می کنیم [۱۱]. این متغیر از انحراف معیار نسبت سود پیش‌بینی هر سهم به جمع حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود. تعریف متغیرهای الگو و نحوهٔ اندازه‌گیری آنها در جدول ۱ ارائه شده است:

جدول (۱) تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

نوع متغیر	متغیر	نماد	تعریف عملیاتی
وابسته	تغییرات ساختار سرمایه		$\Delta D_{it} = \frac{\Delta D}{TA}$ ΔD: تغییرات بدهی TA: جمع کل دارایی‌ها
مداخله‌گر	ریسک اطلاعات مالی		$AIR = \sum_{i=1}^{N} (R_i - \bar{R})^2$ R_i: بازده ماهانهٔ سهام $\bar{R}$: متوسط بازده ماهانهٔ سهام
مستقل	کسری مالی (عامل نمایندگی)		$DEF_{it} = \frac{DIV_{it} + CEX_{it} + \Delta WC_{it} - CF_{it}}{TA}$ ΔWC_{it}: تغییرات خالص در سرمایه در گردش DIV_{it} : سود نقدی سهام CF_{it}: جریان نقدی عملیاتی CEX_{it}: مخارج سرمایه‌ای TA:جمع کل دارایی‌ها
مداخله‌گر	عدم تقارن (عامل نمایندگی)		$AG_1 = \frac{(AEPS - FEPS)}{AEPS}$ $FEPS$: سود پیش‌بینی‌شدهٔ هر سهم $AEPS$: سود واقعی هر سهم
	عدم تقارن (عامل نمایندگی)		$AG_2 = \sqrt{\frac{FEPS}{TE}}$ $FEPS$: سود پیش بینی شدهٔ هر سهم TE : جمع حقوق صاحبان سهام

یافته‌ها

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش که با استفاده از داده های ۸۷ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران، در دوره‌های زمانی بین سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۲ اندازه‌گیری شده است، شامل تعداد مشاهدات، میانگین، انحراف معیار، حداقل، حداکثر، ضرب چولگی و ضریب کشیدگی است.

نتایج نشان می دهد میانگین متغیر وابسته ۰/۰۷ و به‌طور متوسط، بدهی شرکت با مقدار ۰/۰۷ بیشتر از دارایی شرکت است. کسری مالی بیان کنندهٔ عامل نمایندگی بین مدیر با مالکان است؛ به عبارتی، کسری مالی زمانی ایجاد می شود که مقدار منابع نقدی لازم برای ادارهٔ شرکت و پرداخت به سهامداران کمتر از جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی باشد. در اینجا، به طور متوسط شرکت ها ۰/۰۱۹- مازاد دارند. ریسک اطلاعات با میانگین ۰/۲۱۱ به این معنا است که هرچه میزان بازده ماهانهٔ سهام از متوسط بازده ماهانه فاصله می گیرد، اطلاعات لازم بین افراد، توزیع متقارن ندارد و بدین ترتیب، بازده اضافی را برای افرادی فراهم می کند که به اطلاعات محرمانه دسترسی دارند و به همین دلیل، ریسک اطلاعات بین افراد مطلع و غیرمطلع افزایش می یابد. عدم‌تقارن شاخص اول با میانگین ۰/۰۵۹ نشان می دهد هرچه نسبت تفاضل سود واقعی هر سهم با سود پیش بینی به سود واقعی افزایش یابد، عدم‌تقارن بین مالک و مدیر در گزارش سود بیشتر می‌شود. عدم تقارن شاخص دوم با میانگین ۰/۰۵۷ نیز نشان‌دهندهٔ عدم‌تقارن بین مدیر و مالکان است.

برای آزمون فرضیهٔ اول پژوهش، قبل از تخمین رابطهٔ (۱) برای انتخاب بین روش داده‌های ترکیبی یا مقطعی از آزمون تشخیصی F استفاده می شود. با توجه به اینکه سطح معناداری به‌دست‌آمده از آزمون F لیمر بیشتر از ۰/۰۵ است، روش داده‌های مقطعی پذیرفته می‌شود؛ بنابراین، الگوی مربوط باید به روش داده‌های ترکیبی معمولی برآورد شود. نتایج برازش رابطهٔ (۱) برای آزمون فرضیهٔ اول در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول (۲) نتایج آزمون فرضیهٔ اول پژوهش

متغیر	ضرایب	آمارهٔ t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	۰/۰۷۶	۱۸/۵۴	۰/۰۰۰
DEF	۰/۰۶	۲/۶۵	۰/۰۰۸
ضریب تعیین تعدیل‌شده	۰/۰۶۸	آمارهٔ F فیشر (معناداری)	۷/۰۱ (۰/۰۰۸)
آمارهٔ دوربین واتسون	۱/۸۸	آمارهٔ F لیمر (معناداری)	۱/۰۸ (۰/۲۹۸)

نتایج نشان می‌دهد ضریب و سطح معناداری کسری مالی به‌ترتیب، برابر (۰/۰۶) و (۰/۰۰۸) است که وجود ارتباط مثبت و معنادار این متغیر را با تغییرات ساختار سرمایه نشان می‌دهد؛ بنابراین شواهدی مبنی بر رد این فرضیه یافت نشد و این فرضیه تأیید می‌شود.

برای آزمون فرضیهٔ دوم پژوهش، قبل از تخمین رابطهٔ (۲)، برای انتخاب بین روش داده‌های ترکیبی و مقطعی از آزمون تشخیصی F استفاده می شود. با توجه به اینکه سطح معناداری به دست‌آمده از آزمون F لیمر بیشتر از ۰/۰۵ است، روش داده‌های مقطعی پذیرفته می‌شود؛ بنابراین، الگوی مربوط باید به روش داده‌های ترکیبی معمولی برآورد شود. نتایج برازش رابطهٔ (۲) برای آزمون فرضیهٔ دوم در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول (۳) نتایج آزمون فرضیهٔ دوم پژوهش

$$\Delta D_{it} = \alpha + \beta DEF_{it} + \gamma DEF_{it} * AIR_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	آمارهٔ t	معناداری
عرض از مبدأ	۰/۰۷۵	۱۸/۵۳	۰/۰۰۰
DEF	۰/۰۹۵	۳/۶۲	۰/۰۰۰
AIR * DEF	-۰/۱۷۵	-۲/۷۷	۰/۰۰۶
ضریب تعیین تعدیل‌شده	۰/۰۷۴	آمارهٔ F فیشر	۷/۱۷ (۰/۰۰۰)
آمارهٔ دوربین واتسون	۱/۹۹	آمارهٔ F لیمر	۱/۰۹ ۰/۲۷۹

نتایج نشان می‌دهد ضریب و سطح معناداری (کسری مالی*ریسک اطلاعات مالی) به‌ترتیب، برابر (۰/۱۷۵-) و (۰/۰۰۶) است که وجود تأثیر منفی و معنادار ریسک اطلاعات مالی را در رابطهٔ کسری مالی و تغییرات ساختار سرمایه نشان می‌دهد؛ به عبارتی، ریسک اطلاعات، شدت ضریب کسری مالی را از (۰/۰۶) به (۰/۱۷۵) افزایش و جهت آن را تغییر داده است؛ بنابراین شواهدی مبنی بر رد این فرضیه یافت نشد و این فرضیه تأیید می‌شود. برای آزمون فرضیهٔ سوم پژوهش، قبل از تخمین رابطهٔ (۲) برای انتخاب بین روش داده‌های ترکیبی یا مقطعی از آزمون تشخیصی F استفاده شده است. با توجه به اینکه سطح معناداری به‌دست‌آمده از آزمون F لیمر بیشتر از ۰/۰۵ است، روش داده‌های مقطعی پذیرفته می‌شود؛ بنابراین، الگوی مربوط باید به روش داده‌های ترکیبی معمولی برآورد شوند. نتایج برازش رابطهٔ (۲) برای آزمون فرضیهٔ سوم در جدول ۴ ارائه شده است.

جدول (٤) نتایج آزمون فرضیهٔ سوم پژوهش

$$\Delta D_{it} = \alpha + \beta DEF_{it} + \gamma DEF_{it} * AIR_{it} + \varepsilon_{it}$$

	٦٠٪ سطح شدید متغیر AG1			٤٠٪ سطح میانی متغیر AG1		
متغیر	ضریب	معناداری	آمارهٔ t	ضریب	معناداری	آمارهٔ t
عرض از مبدأ	-۰/۰۰۰۳	۰/۵۰۹	-۰/۶۵۹	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۵/۴۷
DEF	-۰/۰۱۲	۰/۰۱۷	-۲/۳۸	۰/۰۰۲	۰/۲۰۱	۱/۲۸
AIR * DEF	۰/۰۰۱	۰/۰۲۰	۲/۳۱	۰/۰۰۴	۰/۰۰۲	۳/۰۷
آمارهٔ F فیشر (معناداری)	۱/۳۶ (۰/۰۱۹)			۱/۱۷ (۰/۱۳۷)		
ضریب تعیین تعدیل‌شده	۰/۰۳۵			۰/ ۰۱۷		
آمارهٔ دوربین واتسون	۲/۱۴			۲/۱۵		
	٦٠٪ سطح شدید متغیر AG2			**٤٠٪ سطح میانی متغیر AG2**		
متغیر	**ضریب**	**معناداری**	**آمارهٔ t**	**ضریب**	**معناداری**	**آمارهٔ t**
عرض از مبدأ	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰	۴/۰۵	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۸/۷۷
DEF	۹/۵۹	۰/۴۸۴	۰/۶۹۸	-۳/۱۰	۰/۹۷۱	-۰/۰۳۵
AIR * DEF	-۰/۰۰۰۲	۰/۱۷۷	-۱/۳۵۰	۰/۰۰۳	۰/۰۲۵	۲/۲۳
آمارهٔ F فیشر (معناداری)	۲/۲۷۴ (۰/۰۰۰)			۱/۳۱ (۰/۰۳۴)		
ضریب تعیین تعدیل‌شده	۰/۱۱۴			۰/۰۳۰		
آمارهٔ دوربین واتسون	۲/۱۳			۲/۱۹		

نتایج نشان می‌دهد ضریب و سطح معناداری (کسری مالی * ریسک اطلاعات مالی) در نمونه‌های مختلف با توجه به الگوهای تخمین‌زده‌شده به‌ترتیب، در الگوی اول برابر (۰/۰۰۱) و (۰/۰۲۰)، در الگوی دوم برابر (۰/۰۰۴) و (۰/۰۰۰)، در الگوی سوم برابر (۰/۰۰۰۲-) و (۰/۱۷۷) و در الگوی چهارم برابر (۰/۰۰۳) و (۰/۰۲۵) است. باتوجه به تفاوت ظاهری در مقادیر به‌دست‌آمده، برای آزمودن تفاوت معناداری آماری آنها از آزمون کرامر استفاده شد. مقدار آمارهٔ z به میزان (۷/۱۴۵) و سطح معناداری آن (۰/۰۰۰) شد؛ بنابراین تفاوت معناداری بین ضرایب تعاملی کسری مالی و ریسک اطلاعات مالی با تغییرات ساختار سرمایه در انگیزه‌های شدید و ضعیف مدیریتی به‌طور معنادار وجود دارد.

نتایج و پیشنهادها

همانگونه که گفته شد، هدف اصلی این پژوهش، بررسی تأثیر ریسک اطلاعات مالی و رویکرد نمایندگی در ساختار سرمایه است. در پژوهش حاضر، اطلاعات مالی ۸۷ شرکت در دورهٔ زمانی ۱۰ ساله، از سال ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۲ تحلیل شد که نتایج نهایی به شرح زیر به دست آمده است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیهٔ اول نشان می‌دهد بین کسری مالی و تغییرات ساختار سرمایه، رابطهٔ مثبت و معنادار وجود دارد. کسری مالی به‌عنوان عامل نمایندگی، عامل مهم و تأثیرگذار در ساختار سرمایه است؛ به‌گونه‌ای که هرچه میزان عدم‌تقارن اطلاعاتی بین مدیر و مالکان افزایش می‌یابد، نسبت بدهی استفاده‌شده برای پوشش کسری مالی نیز افزایش می‌یابد؛ به عبارتی، شرکت‌هایی که بیشتر از منابع داخلی استفاده می‌کنند، تمایل بیشتری به افزایش نسبت بدهی خود دارند. نتایج این فرضیه دربارهٔ تأثیر مثبت و معنادار کسری مالی و تغییرات ساختار سرمایه، با نتایج پژوهش قبلی بهارات[1] [۲۰۰۹] و کردستانی و فدایی کلورزی [۱۳۹۱] مطابق است. نتایج حاصل از آزمون فرضیهٔ دوم نشان می‌دهد تأثیر ریسک اطلاعات مالی شرکت‌ها در رابطهٔ کسری مالی و تغییرات ساختار سرمایه، منفی و معنادار است. توزیع متقارن اطلاعات، نقش مهمی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی دارد؛ به‌گونه‌ای که هرچه اطلاعات مالی گزارش‌شده دقت بیشتری داشته باشد، عدم‌تقارن اطلاعاتی ناشی از اطلاعات مالی میان مشارکت‌کنندگان در بازار کاهش خواهد یافت؛ به عبارتی، کیفیت توزیع اطلاعات با کاهش ریسک اطلاعات با متقارن کردن اطلاعات، هزینه‌های گزینش معکوس را کاهش می‌دهد و زمینهٔ بیشتر برای صدور سهام فراهم می‌شود. نتایج این فرضیه دربارهٔ تأثیر ریسک اطلاعات مالی در رابطهٔ کسری با تغییرات ساختار سرمایه با نتایج پژوهش‌های قبلی بیدل[2] و همکاران [۲۰۰۶] و ایزلی و اوهارا[3] [۲۰۰۴] همسو است. نتایج حاصل از آزمون فرضیهٔ سوم نشان می دهد، سطح معناداری کسری مالی و ریسک اطلاعات مالی در سطح خطای ۰/۰۵ در عامل نمایندگی اول تأیید شد؛ اما در عامل نمایندگی دوم تأیید نشد. براساس نتایج به‌دست‌آمده از این پژوهش و با توجه به اینکه کسری مالی ناشی از عملیات و پرداخت‌نشدن به سهامداران به افزایش استقراض منتهی می شود، توصیه می‌شود شرکت‌ها با مدیریت سرمایه در گردش و سیاست‌های مناسب تقسیم سود از افزایش ریسک مالی پرهیز کنند. در پژوهش حاضر برای محاسبهٔ ریسک

1. Bharath
2. Biddle & Hilary
3. Easley & O`Hara

اطلاعات مالی از بازده غیرعادی استفاده شد؛ بنابراین برای پژوهش‌های آینده پیشنهاد می‌شود برای محاسبهٔ ریسک اطلاعات از کیفیت اقلام تعهدی استفاده شود.

References

[1] Afza, T., & Hussain, A. (2011). Determinants of capital structure: A case study of automobile sector of pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*. 10: 219-230.

[2] An, Z., Li, D., &Yu, J. (2016). Earnings management, capital structure, and the role of institutional environments. *Journal of Banking & Financ*e. (68): 52-131.

[3] Ansari, A., & Abbasi, A. (1391). The effect of added value tax on the capital structure and the profitability of companies listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of The Accounting and Auditing Review*. 1(4): 37-63. (in Persian).

[4] Arabmazar Yazdi, M., & Talebiav, M. (1387). Financial reporting quality, information risk and cost of capital. *Empirical Studies in Journal of Financial Accounting*. 21: 1-30. (in Persian).

[5] Asadi, A. (1393). The effect of firms characteristics and moderating role of government ownership on capital structure in Tehran Stock Exchange. *Journal of The Accounting and Auditing Review*. 3(12): 60-89. (in Persian).

[6] Asadi, Gh., Bayat, M., & Naghdi, S. (1393). Financial and non-financial factors effective on capital structure decisions. *Empirical Research in Accounting*. 4(14): 187-203. (in Persian).

[7] Azizi, A., Saffar, M., Ferghandost Haghigi, K., & Alimadad, M. (1387). Information technology and its role in financial reporting. *The Auditor Journal*. 4, 5: 24-31. (in Persian).

[8] Biddle, G., & Hilary, G. (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. *The Accounting Review*. 81: 963-982.

[9] Bharath, S. T., Pasquariello, P., & Wu, G. (2009). Does asymmetric information drive capital structure decisions? *The Review of Financial Studies*. 22: 3211-3243.

[10] Bhattacharya, N., Desai, H., & Venkataraman, K. (2013). Does earnings quality affect information asymmetry? Evidence from trading costs. *Contemporary Accounting Research*. 30: 482–516.

[11] Dittmar, A., & Thakor, A. (2007). Why do firms issue equity? *Journal of. Financ*. 62: 1–53.

[12] Easley, D., & O`Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *Journal of Finance*. 59:1553-1583.

[13] Fathi, S., Abzari, M., & Habibi, S. (1393). Meta-analysis of the determinants of the capital structure of the company .*Journal of Asset Management & Financing*. 2(1): 55-74. (in Persian).

[14] Kordestani, GH., & Fadaei, E. (1391). The relationship between information asymmetry in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Accounting Research*. 2(7): 77-100. (in Persian).

[15] Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*.13: 87–221.

[16] Pan, l., Lin, C., & Ho, k. (2015). Information ratings and capital structure. *Journal of Corporate Finance*. 31: 17-32.

[17] Petachi, R. (2015). Information asymmetry and capital structure: Evidence from regulation FD. *Journal of Accounting and Economics*. 59: 143–162.

[18] Soleimani, Gh., & Taheri, M. (1391). The impact of EOS on cost of capital of listed companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Securities Exchange*. 5(20): 7-27. (in Persian).

[19] Soltani., F. (1394). The effect of product market competition on the timeliness and quality of financial information disclosure. *Master Thesis Accounting, Qavin Islamic Azad University*. (in Persian).

[20] Wasan, S., & Boone, P. (2010). Do accruals exacerbate information asymmetry in the market? *Advances in Accounting*. 26: 66-78.