

بررسی رابطه غیرخطی افشای اختیاری و ارزش شرکت با بهره گیری از رویکرد رگرسیون انتقال ملایم

مهديه کامران

دانشجوی دکتری دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران.
mahdieh.kamran@gmail.com

غلامحسین اسدی

دانشیار دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران.
assadi4@gmail.com

حمیده اثنی عشری

استادیار دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران.
hamidehasnaashari@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۹/۰۱/۰۶ تاریخ پذیرش: ۹۹/۰۱/۲۳

چکیده

ارزش شرکت نتیجه اقدامات و تصمیمات مدیریت در ابعاد گوناگون است. در همین حال، شاخصی از چگونگی درک بازار نسبت به شرکت است که منبعث از میزان و نحوه افشای اطلاعات شرکت می باشد. پژوهش پیش رو به دنبال ارائه الگویی غیرخطی از رابطه افشای اختیاری و ارزش شرکت در حضور عواملی است که انتظار می رود مشابه با افشای اختیاری از قابلیت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی برخوردار بوده و یا بر میزان مربوط بودن افشای اختیاری تاثیر گذارند. از این رو، بر اساس مبانی نظری و شواهد تجربی، متغیرهایی چون محافظه کاری حسابداری، رقابت در بازار محصول، سطح نگهداشت وجه نقد، حاکمیت شرکتی و بی ثباتی اقتصاد کلان در نظر گرفته شدند و با استفاده از مدل رگرسیون انتقال ملایم پانلی (PSTR)، وجود رابطه غیرخطی در حضور هر یک از متغیرهای مزبور بررسی گردید. نتایج بررسی در خصوص ۱۲۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ نشان داد که متغیرهای محافظه کاری حسابداری، سطح نگهداشت وجه نقد و بی ثباتی اقتصاد کلان توان ایجاد رابطه غیرخطی میان افشای اختیاری و ارزش شرکت را دارند و حضور متغیر سطح نگهداشت وجه نقد قدرت بیشتری در تبیین مدل دارد. ضریب اثرگذاری افشای اختیاری اطلاعات در سطوح پایین وجه نقد، منفی است اما به ازای مقادیر بیشتر از ۰،۱۵۲، این اثر معکوس می شود و تاثیر مثبت بر ارزش شرکت دارد.

واژه های کلیدی: افشای اختیاری، سطح نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت، مدل رگرسیون انتقال ملایم پانلی.

۱- مقدمه

ارزش شرکت نتیجه اقداماتی نظیر جریان نقدی خالص، تصمیمات سرمایه گذاری، رشد و هزینه سرمایه شرکت است که مدیریت در ابعاد گوناگون صورت می دهد. در همین حال، شاخصی از چگونگی درک بازار نسبت به شرکت است که منبعث از میزان و نحوه افشای اطلاعات شرکت می باشد. با ظهور شرکت های بزرگ و شکل گیری موضوع جدایی مالکیت از مدیریت و هم چنین با توجه به وجود تضاد منافع بین مالکان و مدیران، بروز مشکلاتی از قبیل عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی قابل پیش بینی می باشد. شرکتهای می بایست به دنبال حداقل نمودن این شرایط از طریق سیاستهایی باشند تا رفتار نماینده با منافع ذینفعان همسو نمایند. سرمایه گذاران، سهامداران، و اعتباردهندگان به دنبال سرمایه گذاری پولشان در یک کسب و کار خوب هستند، اما ارتباط دادن این منابع به فرصت های سرمایه گذاری تجاری در حضور عدم تقارن اطلاعاتی، یک فرایند پیچیده است. وقایع متعددی بخاطر کمبود یا افشای نادرست در سرتاسر دنیا رخ داده است و از آنجا که ذینفعان مختلف از افشاهای شرکتی در فرایند تصمیم گیری شان استفاده می نمایند، کیفیت این اطلاعات اهمیت ویژه ای در کارایی بازارها خواهد داشت. بدین ترتیب از جانب سرمایه گذاران و مدیران، تقاضا برای افشای اضافی اطلاعات وجود دارد تا علاوه بر کاهش مشکل عدم تقارن اطلاعاتی، عدم اطمینان در مورد عملکرد آتی شرکت کاهش یابد و فرایند معاملات سهام تسهیل شود که از این طریق، ارزش شرکت تحت تاثیر قرار خواهد گرفت. با این حال باید توجه داشت که افشای اختیاری تنها یکی از سازوکارهایی است که امکان نظارت بر عملکرد مدیر و کاهش تعارضات نمایندگی را فراهم می آورد. به عبارت دیگر، ارزش شرکت نمی تواند به تنهایی تحت تاثیر افشای اطلاعات باشد. از طرف دیگر، تصمیمات مدیر در جهت نوع و سطح اطلاعاتی که داوطلبانه افشا می نماید هم، تحت تاثیر عوامل مختلفی است. تحقیقات صورت گرفته در این حوزه، اغلب به بررسی روابط خطی میان افشای اختیاری و ارزش شرکت پرداخته اند که اغلب شواهد متناقضی را فراهم می نمایند و کمتر به وجود چنین عواملی توجه نموده اند. البته در برخی مطالعات، شواهدی از وجود رابطه غیر خطی وجود دارد. اما در مطالعات مزبور، به منظور ایجاد رابطه غیرخطی از مجذور متغیر افشای اختیاری استفاده نموده اند که به دلیل تحمیل یک فرم محدود کننده، قادر به بررسی دیگر اشکال غیرخطی محتمل در رابطه بین متغیرها نیستند. بدین ترتیب برای بررسی دقیقتر تاثیر افشای اختیاری بر ارزش شرکت، لازم است تا عوامل دیگری که از قابلیت

مشابه ای برخوردار می باشند و یا بر میزان مربوط بودن افشای اختیاری تاثیر می گذارند مد نظر قرار داده شود. بدینوسیله، می توان راهکارهای عملی برای شرکت ارائه نمود تا امکان دستیابی به هدف پیش زمینه افشای اختیاری در جهت افزایش ارزش شرکت فراهم گردد. مسئله اصلی در تحقیق پیش رو، پاسخ به این سوال است که آیا در هر شرایطی افزایش افشای اختیاری می تواند افزایش ارزش شرکت را در پی داشته باشد؟ آیا عواملی را می توان یافت که به عنوان مکمل افشای اختیاری در مدل لحاظ کرد و از این طریق ارتباط افشای اختیاری و ارزش شرکت، تقویت و یا تضعیف گردد؟

ساختار مقاله بدین ترتیب می باشد: در بخش دوم ادبیات نظری و تجربی مربوط به رابطه افشای اختیاری و ارزش شرکت مرور می شود. بخش سوم، بر اساس مبانی نظری و تجربی موجود به بحث درباره مواردی می پردازد که بر رابطه فوق تاثیرگذار می باشند. بخش چهارم به معرفی روش تحقیق، رویکرد اقتصادسنجی رگرسیون انتقال ملایم اختصاص دارد. در بخش پنجم به تجزیه و تحلیل مدل و نتایج تجربی پژوهش پرداخته می شود. بخش ششم شامل خلاصه و تفسیر نتایج مقاله است.

۲- افشای اختیاری و ارزش شرکت

بر اساس تئوری، کیفیت افشای اختیاری، بواسطه تاثیر مستقیم بر هزینه سرمایه و یا تاثیر غیر مستقیم بر جریان های نقدی متعلق به سهامداران، بر ارزش شرکت می افزاید. بر اساس تئوری اقتصادی افشا، افشای بیشتر، از عنصر عدم تقارن اطلاعاتی موجود در هزینه سرمایه شرکت، می کاهد (لئوز و ورچیا، ۲۰۰۰). مرتون (۱۹۸۷)، یک مدل شناخت سرمایه گذار را توسعه می دهد که به موجب آن، سرمایه گذاران اطلاعات ناقصی دارند و از تمامی شرکتهای در اقتصاد مطلع نیستند. در نتیجه، توزیع ریسک، ناقص و ناکارآمد است. لذا، افشا توسط شرکتهای کمتر شناخته شده می تواند توزیع ریسک را بهبود بخشد و از هزینه سرمایه بکاهد. رویکرد دیگر برای برقراری ارتباط میان افشا و هزینه سرمایه، بر مفهوم برآورد ریسک استوار است (کیم و ورچیا، ۱۹۹۴). اطلاعات نقش مهمی در برآورد پارامترهای مهم نظیر عامل بتا دارد. بالتبع، سرمایه گذارانی که آشنایی کمتر به شرکت دارند، برای سرمایه گذاری در سهام شرکت تقاضای صرف ریسک می نمایند. از آنجا که افشای اختیاری اطلاعات، شناخت بهتری از شرکت فراهم می آورد، عدم قطعیت درباره چشم اندازهای آتی را کاهش می دهد، و به ریسک کمتر برای شرکت منجر می شود، بنابراین، می توان انتظار داشت که بر ارزش بیافزاید

مضاف بر این، افشا پتانسیل تغییر ارزش شرکت را بواسطه تاثیرگذاری بر تصمیمات مدیران و بالتبع، تفاوت در توزیع جریانهای نقدی آتی دارد. زیرا شفافیت بیشتر و نظارت بیرونی بیشتری که بواسطه افشا فراهم می شود، میزان تخصیص مدیریتی را کاهش می دهد. این تاثیر، به طور کلی هزینه سرمایه را کاهش می دهد (لئوز و ویسوکو، ۲۰۰۸). به نظر می رسد افشای قانونی، عملکرد مدیر را کاملا منعکس ننماید. از این رو، مدیریت تلاش می می کند تا از افشای اختیاری به عنوان یک ابزار قوی برای برقراری ارتباط با ذینفعان استفاده نماید و هزینه سرمایه را کاهش دهد. برخی تحقیقات شواهدی در این ارتباط دست یافته اند. پترو و همکاران (۲۰۱۲) به بررسی رابطه بین هزینه سرمایه و افشای اختیاری با استفاده از مدل سود باقی مانده می پردازند. یافته ها نشان می دهد، شرکتها با افزایش سطح افشای اختیاری، هزینه سرمایه خود را کاهش می دهند. چئونگ و همکاران (۲۰۱۰) در می یابند که بین افشای اختیاری و ارزش شرکت، رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد اما بین افشای اجباری و ارزش شرکت رابطه ای وجود ندارد. پور زمانی و همکاران (۱۳۹۲) ارتباط افشای داوطلبانه، سبک های شناختی تصمیم گیری و عدم تقارن اطلاعاتی را با رویکرد مدل پردازش عدسی برونزیک بررسی نمودند، نتایج نشان می دهد، با ارائه اطلاعات داوطلبانه کلیه سبک های گروه آزمایش، عدم تقارن اطلاعاتی کمتری نسبت به گروه کنترل پیدا می کنند. کرمی (۱۳۹۳) رابطه بین میزان افشای اختیاری اطلاعات و ارزش شرکت را بررسی کرده است. یافته های این پژوهش نشان می دهد که افشای اختیاری اطلاعات بر ارزش شرکت تأثیر مستقیم و معنی داری می گذارد. این یافته، شواهد مستحکمی در حمایت از تاثیر افشای اختیاری بر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش ارزش شرکت ارائه می دهد. بشیری منش و همکاران (۱۳۹۵) با استفاده از رویکرد معادلات ساختاری در می یابند که افشای اختیاری با بهبود شفافیت اطلاعاتی، ریسک اطلاعاتی شرکت و بازده مورد انتظار سرمایه گذاران را کاهش می دهد که موجب کاهش در هزینه سرمایه می شود.

همچنین، افشا به نحوی غیر مستقیم و از طریق تاثیرگذاری بر نقدشوندگی بازار، بر ارزش شرکت می افزاید. افشا برای عملکرد یک بازار سرمایه کارا، امری حیاتی است. عدم تقارن اطلاعاتی میان سرمایه گذاران، موجب بروز پدیده انتخاب زیانبار در بازار سهام می گردد. در این شرایط، مکانیسم حمایت قیمت از جانب سرمایه گذاران غیرمطلع یا کمتر مطلع شکل می گیرد که موجب بروز تفاوت قیمت پیشنهادی در بازار ثانویه سهام می شود. علاوه بر این، تعداد سهامی که سرمایه

گذاران غیرمطلع مایل به معامله آن می باشند کاهش می یابد. به دنبال آن، نقدشوندگی بازار سهام کاهش می یابد، که این امر نه تنها تاثیر منفی بر ارزش شرکت دارد بلکه به تخصیص ناکارآمد دارایی می انجامد. از این بابت، سرمایه گذار طلب پاداش بیشتری می نماید که مجددا نرخ بازده مورد انتظار یا هزینه سرمایه افزایش می یابد (گارلئونو و پدرسون، ۲۰۰۴). مضاف بر این، قیمت سهم با ارزش فعلی هزینه های معامله یا انتخاب زیانبار آتی در معاملات بعدی تنزیل می شود. واکنش سرمایه گذار در هنگام خرید سهم، کاهش قیمت است که این امر به نوبه خود از ارزش شرکت می کاهد. در نتیجه، شرکت سهم بیشتری را برای یک مقدار ثابت سرمایه باید منتشر نماید. به عبارت دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی به هزینه بالاتر سرمایه ترجمه می شود. در چنین حالتی افشای اختیاری، عدم تقارن اطلاعاتی میان سرمایه گذاران مطلع و غیرمطلع را کاهش می دهد، که در نتیجه آن، در مورد موسسات با سطح افشای بالا، سرمایه گذاران می توانند نسبتا مطمئن باشند که معامله سهم در یک قیمت منصفانه رخ دهد، که این امر نقدشوندگی سهم شرکت را افزایش می دهد (کیم و ورجیا، ۱۹۹۴). تحقیقات متعدد به شواهدی در ارتباط با این پیامد دست یافته اند. آمیبهود و مندلسون (۲۰۰۸) بیان نمودند که بهبود در نقدشوندگی سهام می تواند به کاهش در نرخ تنزیل یا هزینه سرمایه کمک نماید، بنابراین ارزش شرکت افزایش می یابد. فنگ و همکاران (۲۰۰۹) رابطه مثبت میان نقدشوندگی و ارزش شرکت را به سودآوری عملیاتی و سازوکار بازخورد قیمت یا ارزشهای بالاتر پاداش مدیریتی مبتنی بر عملکرد نسبت می دهند. یافته های آنها نشان می دهد که افشای اختیاری و عدم تقارن اطلاعاتی به هزینه سرمایه کمتر و قیمت بالاتر سهم منجر می شود که به ارزش شرکت بالاتر می انجامد. بالاکریشنان و همکاران (۲۰۱۴) تاثیر افشای اختیاری بر نقدشوندگی سهام را بررسی می نمایند. یافته های آنها، رابطه میان نقدشوندگی، افشای اختیاری و ارزش شرکت را نشان می دهد.

با این حال، بر اساس تئوری هزینه های مالکانه، اطلاعات می تواند ارزش منفی به همراه داشته باشد و سیاست های افشای شرکت را تحت تاثیر قرار دهد. اگر شرکت اطلاعاتی را که ممکن است به ضرر سرمایه گذاران بهره برداری شود افشا نماید، سرمایه گذاران خود را در وضعیت بدتری می پندارند، حتی اگر تولید اطلاعات فاقد هزینه باشد. سرمایه گذاران ممکن است به مقاصد شرکت از فراهم کردن اطلاعات اضافی که تعهدی برای آن وجود ندارد مشکوک شوند یا آن را بد تفسیر نمایند (حسن و همکاران، ۲۰۰۹). پورحیدری و حسین

پور(۱۳۹۱) به شواهد مشابهی در همین ارتباط دست یافتند. واگنهایر (۲۰۰۴) بحث می نماید که تاثیرات افشا به سه عامل بستگی دارد: عدم قطعیت، قراردادهای چندمنفره با تضاد منافع، و عدم تقارن اطلاعاتی. بر اساس این فرضیات، یک رابطه منفی میان افزایش در افشا و ارزش شرکت پیش بینی می نمایند. برای مثال، افشای عمومی بیشتر ممکن است تحصیل اطلاعات خصوصی توسط فعالان بازار را کاهش دهد، بنابراین مقدار کلی اطلاعات موجود در بازار سرمایه کاهش می یابد. همچنین اگر افشای بیشتر، شرکت را در یک وضعیت عدم مزیت رقابتی نسبت به رقبایش قرار دهد، ممکن است منفعت خالص منفی داشته باشد. تحقیقاتی نظیر بالقاسم و عمری (۲۰۱۴)، شواهدی ارائه می نمایند که افشای اختیاری، رابطه منفی و بی اهمیتی با ارزش شرکت دارد. رحیمی اسفه سالاری و زارعی(۱۳۹۲) به بررسی تأثیر تغییرات افشای اختیاری بر ارزش شرکت پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که افزایش میزان افشای اختیاری منجر به افزایش ضرایب سود عملیاتی غیرعادی و خالص دارایی های عملیاتی (به منزله ارزش شرکت) می شود و کاهش میزان افشا، لزوماً به کاهش ضرایب سود عملیاتی غیرعادی و خالص دارایی های عملیاتی منجر نمی شود. بنابراین، ممکن است مدیران برای پنهان کردن بیش نمایی ارزش شرکت از سرمایه گذاران، به کاهش میزان افشا اقدام کنند و مدیران شرکت هایی که ارزش شرکتشان از جانب سرمایه گذاران کم نمایی می شود اقدام به افزایش افشای اختیاری اطلاعات می کنند. برخی(نظیر حسن و همکاران، ۲۰۰۹؛ چن و همکاران، ۲۰۰۹) هم فراتر می روند و نشان می دهند که افشا هیچ تأثیر با اهمیتی بر ارزش شرکت و هزینه سرمایه بدهی و سهام ندارد. نیکبخت و کلهر نیا(۱۳۹۶) در تعیین رابطه شفافیت اطلاعاتی، نقدشوندگی و ارزشیابی شرکت های بورسی، نشان دادند معیارهای شفافیت اطلاعاتی و سطح نقدشوندگی سهام رابطه منفی و معناداری دارند. اما، شفافیت اطلاعاتی و ارزش شرکت رابطه ای با یکدیگر ندارند. خواجهی و علیزاده طلا تپه(۱۳۹۳) رابطه بین سطح افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی را مورد بررسی قرار می دهند. یافته ها بیانگر آن است که بین سطح افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت های پذیرفته شده در بازار بورس تهران، رابطه معناداری وجود ندارد. تحقیقاتی که به آن اشاره شد، رابطه خطی افشای اختیاری با ارزش شرکت را مورد توجه قرار داده اند. اندک تحقیقاتی نظیر بشیری منش و همکاران(۱۳۹۴) و خوش طینت و همکاران(۱۳۹۷) با استفاده از مجذور افشای اختیاری شواهدی را فراهم می آورند که در تحقیق اول، به رابطه U شکل و در تحقیق دوم، به رابطه U وارونه دست می

یابند. چنین شواهدی، از این ایده حمایت می کند که یک تعامل پیچیده از عوامل مختلف وجود دارند که رابطه افشای اختیاری و ارزش شرکت را تعیین می نمایند. در ادامه به بحث درباره عواملی پرداخته می شود که بر اساس تئوری و شواهد تجربی فرض می شود بر ارزش شرکت و رابطه افشای اختیاری و ارزش شرکت تاثیرگذار باشند.

۳- عوامل تاثیرگذار بر رابطه افشای اختیاری و ارزش شرکت

رقابت در بازار محصول: رقابت در بازار محصول نه تنها شرکت ها را وابسته به مزیت رقابتی برون سازمانی می کند، بلکه مالکان را تشویق به تقویت سازوکارهای حاکمیت شرکتی درون سازمانی می کند و رفتارهای فرصت طلبانه مدیران را کاهش می دهد(لی، ۲۰۱۰). هاشالتر و همکاران(۲۰۰۷) تأثیر پویای بازار محصولات بر نگهداشت وجه نقد و رفتار پیشگیرانه را بررسی می نمایند. یافته های آنها نشان می دهد که وابستگی بالایی میان فرصت های سرمایه گذاری شرکت و میزان نگهداشت وجه نقد وجود دارد و تهدید رقبا عامل مهمی در انتخاب سیاستهای مالی و رفتار سرمایه گذاری از جانب مدیران می باشد. در همین حال، رقابت بازار محصول، می تواند مشکلات نمایندگی را بواسطه کاهش ضعف مدیریتی و حذف مدیران بی کفایت کاهش دهد و منجر به تلاش مدیریتی بیشتری در حوزه افشای اختیاری گردد تا سهامداران پیرامون رفتارهای مدیریتی بهتر آگاه شوند(جیروود و موئلر، ۲۰۱۱). رقابت از این مجرا می تواند بر ارزش شرکت و سطح افشای اختیاری موثر واقع شود. نمازی و همکاران(۱۳۹۳) در می یابند که رقابت در بازار محصول، نقش به سزایی در تصمیم های افشای اختیاری ایفا می نماید و رقابت بیشتر، منجر به کیفیت افشای بیشتر می گردد. برخی تحقیقات فراتر می روند و با بررسی تأثیر رقابت بازار محصول و عناصر داخلی راهبری شرکتی(شامل افشا) بر ارزش شرکت، بیان می نمایند که شرکتها در صنایع رقابتی از راهبری شرکتی داخلی، بهره نسبتاً کمی می برند، درحالیکه راهبری شرکتی داخلی بهتر، تاثیرات مثبتی بر ارزش شرکتها در صنایع غیر رقابتی نشان می دهد و این رابطه اساساً از هیئت مدیره اثر بخش تر و افشای شرکت نشات می گیرد(امان و همکاران، ۲۰۱۰؛ جیروود و موئلر، ۲۰۱۱؛ بابون و همکاران، ۲۰۱۱)

حاکمیت شرکتی: سایر سازو کارهای راهبری شرکتی (هیئت مدیره، سیستم حسابرسی و مالکیت نهادی)^۱ نیز، نقش مهمی در محدود کردن رفتارهای فرصت طلبانه مدیران را

داشته باشد (فریرا و ویلا، ۲۰۰۴). قربانی و عدیلی (۱۳۹۱) رابطه نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت را در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی بررسی می نمایند. آنها در می یابند در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی، بین وجه نقد و ارزش شرکت رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. از آن جا که یکی از طرق ارتقای ارزش شرکت با افشای اختیاری، کاهش هزینه معاملات به واسطه کاهش هزینه تامین مالی می باشد و از طرفی سطح نگهداشت وجه نقد بر میزان هزینه معاملات موثر است و یکی از تصمیم های کلیدی پیرامون هزینه معاملات محسوب می گردد؛ بنابراین، به نظر می رسد سطح نگهداشت وجه نقد بر رابطه بین افشای اختیاری و ارزش شرکت موثر باشد. خادمی و همکاران (۱۳۹۳) نقش نظارتی افشا در رابطه میان وجوه نقد آزاد و ارزش شرکت را مورد توجه قرار می دهد. نتایج حاکی از آن است که زمانیکه کیفیت افشا بالا است جریان های نقد آزاد تاثیر قوی تری بر ارزش شرکت دارد. به عبارت دیگر، بهبود کیفیت افشا باعث بهبود در استفاده از وجوه نقد و سرمایه گذاری در طرح های با خالص ارزش فعلی مثبت می شود، سو استفاده از وجه نقد کاهش می یابد و افزایش ارزش شرکت را در پی خواهد داشت.

محافظه کاری حسابداری: نکته حائز اهمیتی که به ندرت در بررسی رابطه افشای اختیاری و ارزش شرکت لحاظ شده است اثر محافظه کاری حسابداری می باشد. شواهد تجربی حاکی از آن است که محافظه کاری موجب بهبود بهره وری سرمایه گذاری ها (بال و شیواکومار، ۲۰۰۵)، کاهش رفتارهای فرصت طلبانه مدیران (لافوند و واتز، ۲۰۰۸)، افزایش ارزش نهایی وجه نقد (لوئیس و همکاران، ۲۰۱۲)، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی (لافوند و واتز، ۲۰۰۸)، کاهش هزینه سرمایه (پورزمانی و منصور، ۱۳۹۴)، تغییر عرضه و تقاضای سهام (اسدی و بیات، ۱۳۹۴) و افزایش نقدشوندگی (نمازی و کاشانی پور، ۱۳۹۴) می شود که افزایش ارزش شرکت را در پی خواهد داشت. البته شواهدی هم مبنی بر تأثیر منفی محافظه کاری بر کیفیت اطلاعات هم وجود دارد (نظیر گیگلر و همکاران، ۲۰۰۹: محمدی و همکاران، ۱۳۹۱) که محافظه کاری را به دلیل تحریف اطلاعات و تخصیص منابع، عامل تضییع ارزش شرکت می پندارند. از طرف دیگر، برخلاف ارقام مالی گزارش شده، افشای های اختیاری نه حساسی می شوند و نه از سازوکارهای نظارتی برخوردارند. درک سرمایه گذاران از اعتبار اطلاعات افشا شده احتمالاً از درک آنها از اعتبار اطلاعات دیگر موسسات ناشی می شود. وقتی شرکتی روشهای حسابداری محافظه کارانه را دنبال می کند، سرمایه گذاران احتمالاً آن را نه تنها در تهیه اطلاعات مالی بلکه در افشای اختیاری اش محافظه کار می

دارند و بر ارزش شرکت تاثیرگذار می باشند. افشای اختیاری به عنوان یک ابزار نظارت، امکان کشف مدیریت سود را فراهم می آورد. با این حال تحقیقاتی (نظیر کورمیر و مارتینز، ۲۰۰۶) نشان می دهد که فعالیتهای پیش بینی (به عنوان افشای اختیاری)، ذاتاً می تواند انگیزه ای برای مدیریت سود باشد. مدیران با دستکاری سود تلاش می نمایند تا به پیش بینی های سود تحلیلگران برسند. همچنین، شواهد موجود بجای حمایت از کارا بودن مدیریت سود، بیشتر بر فرصت طلبی مدیران تاکید می نمایند. حال که، تصمیمات افشای اختیاری مدیران، صرفاً با هدف کاهش عدم تقارن اطلاعاتی اتخاذ نمی شوند و این تصمیمات تحت تاثیر منافع شخصی مدیر نیز قرار می گیرند، از این رو اعتبار این افشاها با سوال روبرو می باشد. تحقیقات قبلی، پیشنهاد می نمایند که افشای شرکت از طریق سایر عناصر داخلی حاکمیت شرکتی مناسب، بهبود می یابد و شرکتها با استانداردهای راهبری بالا از نسبت کیوتوبین و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بالاتر برخوردارند (بلک و همکاران، ۲۰۰۶؛ دارنو و کیم، ۲۰۰۵؛ لازاریدز و همکاران، ۲۰۰۹).

سطح نگهداشت وجه نقد: چگونگی بکار گرفتن وجوه داخلی نیز، تصمیمی مهم در تضاد میان سهامداران و مدیران است. فرانسیس و همکاران (۲۰۰۵) بر اساس نظریه سلسله مراتبی نشان می دهند وجود عدم تقارن اطلاعاتی باعث افزایش هزینه سرمایه شرکت شده و تأمین وجوه از بازارهای مالی به نفع شرکت نخواهد بود، بنابراین شرکتها ترجیح می دهند داراییهای نقدی زیادی نگهداری کنند تا در مواقع لزوم وجوه موردنیاز خود را از منابع داخلی تأمین کنند. نتایج مطالعه رحیمیان و همکاران (۱۳۹۱) نشان داد که نقدینگی زیاد، موجب افزایش توان رقابتی شرکت در به دست آوردن پروژه های سرمایه گذاری با بازده بالاتر و جلب توجه سرمایه گذاران بالقوه و در نهایت کسب بازده بیشتر سهام می شود. به عبارت دیگر، شرکتهایی که وجه نقد بیشتری نگهداری می کنند، نسبت به سایر شرکتها بازده سهام بیشتری نیز دارند. با این حال، زمانیکه عدم تقارن اطلاعات زیاد است، نظریه سلسله مراتب تأمین مالی قادر به توضیح تصمیم های تأمین مالی شرکت ها نیست. طبق نظریه جریان وجه نقد آزاد، مدیران تمایل به انباشت وجه نقد دارند تا منابع تحت کنترل خود را افزایش دهند و بتوانند در خصوص تصمیم های سرمایه گذاری شرکت از قضاوت و قدرت تشخیص بهره مند شوند. به همین دلیل، با وجه نقد شرکت فعالیت می کنند تا از این طریق مجبور به ارائه اطلاعات مشروح به بازار سرمایه نشوند؛ هر چند مدیران ممکن است سرمایه گذاری هایی را انجام دهند که اثر منفی بر ثروت سهامداران

بنابراین، به نظر می رسد شرایط اقتصاد کلان بر رابطه بین افشای اختیاری و ارزش شرکت موثر باشد.

۴- فرضیه های تحقیق

با توجه به ادبیات پژوهش، عواملی چون محافظه کاری حسابداری، وضعیت رقابتی شرکت، وضعیت حاکمیتی شرکت، وضعیت نگهداشت وجه نقد و وضعیت بی ثباتی اقتصاد کلان به عنوان عوامل موثر بر رابطه افشای اختیاری و ارزش شرکت در نظر گرفته شده اند تا بتوان این رابطه را دقیق تر بررسی نمود. به این منظور، با توجه به بهره گیری از روش رگرسیون انتقال ملایم که در بخش بعد دلیل انتخاب این روش تشریح گردیده است، فرضیه های زیر تبیین می گردد:

(۱) در رژیم های مختلف محافظه کاری حسابداری، رابطه بین افشای اختیاری و ارزش شرکت غیرخطی خواهد شد.

(۲) در رژیم های مختلف رقابتی شرکت، رابطه بین افشای اختیاری و ارزش شرکت غیرخطی خواهد شد.

(۳) در رژیم های مختلف حاکمیتی شرکت، رابطه بین افشای اختیاری و ارزش شرکت غیرخطی خواهد شد.

(۴) در رژیم های مختلف نگهداشت وجه نقد، رابطه بین افشای اختیاری و ارزش شرکت غیرخطی خواهد شد.

(۵) در رژیم های مختلف بی ثباتی اقتصاد کلان، رابطه بین افشای اختیاری و ارزش شرکت غیرخطی خواهد شد.

۵- روش شناسی پژوهش

تحقیق حاضر را می توان از نظر هدف، به عنوان تحقیق کاربردی و از نظر روش، به عنوان تحقیق همبستگی از نوع شبه تجربی تلقی نمود. محدوده زمانی تحقیق، از سال ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ می باشد و محدوده مکانی تحقیق، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که بنا بر شش شرط مورد تعدیل قرار گرفته است: جز بانک ها و موسسه های مالی نباشند. بواسطه اندازه گیری رشد، شرکت تا پایان سال مالی ۹۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد. دوره مالی آن ها به پایان اسفند ماه منتهی شود. طی این سال ها تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند. با توجه به استفاده از ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، وقفه معاملاتی بیش از چهار ماه نداشته باشند. گزارشات هیئت مدیره و سایر اطلاعات مورد نیاز طی سالهای ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ در بانکهای اطلاعاتی نظیر: سایت بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزار تدبیر پرداز و ره آورد

پندارند، که این امر، براعتبار و محتوای ارزشی افشای اختیاری می افزاید. گیتزمن و ترومبتا (۲۰۰۳) با در نظر گرفتن این موارد نشان می دهند، مدیری که اطلاعات محرمانه دارد با انتخاب رویه های محافظه کارانه و یا افشای اختیاری اطلاعات، علامتی از کیفیت شرکت می دهد که بدینوسیله ریسک اطلاعاتی مربوط به شرکت و هزینه سرمایه کاهش می یابد. پارک و همکاران (۲۰۱۱) نشان دادند، محافظه کاری بر رابطه بین افشای اختیاری و مربوط بودن اطلاعات حسابداری تأثیر دارد؛ زیرا در شرکت هایی که از منظر سرمایه گذاران به عنوان شرکتهای محافظه کارشناخته شده اند، عمدتاً سطح افشای اختیاری کمتر است لذا واکنش بیشتری به اطلاعات افشا شده این نوع شرکتهای نشان داده می شود. از آنجا که این دو ابزار با یکدیگر در تعامل می باشند، شرکتهای ترکیبی از علامتهای غیرمستقیم (رویه محافظه کارانه) و مستقیم (افشا) را اتخاذ می نمایند.

بی ثباتی اقتصاد کلان: در شرایط بی ثبات اقتصاد کلان، تصمیم گیری های آینده پیچیده و مشکل است و این بی ثباتی تصمیم های عاملان اقتصادی را متأثر می سازد و منجر به انحراف آنها می گردد (راسخی و منتظری، ۱۳۹۴). منایک (۲۰۰۶) با استفاده از هفت متغیر شامل: تامین مالی، نرخ ارز، نرخ تورم، و نرخ بهره و غیره نشان داد که متغیرهای اقتصادی قدرت بالایی در توضیح قیمت های سهم دارند. از طرف دیگر، نوگویرا و لدسما (۲۰۱۰)، بیان می کنند که واکنش بنگاه های صادرکننده خارجی و شرکت های داخلی به سطوح مختلف بی ثباتی احتمالاً یکسان نیست و تا حدودی ناهمگنی در نگرش بنگاه ها نسبت به شرایط اقتصاد کلان وجود دارد. اما آن چه نمی توان در شرایط بی ثباتی اقتصاد کلان نادیده گرفت، تأثیر این شرایط بر مسائلی چون تقاضا برای سهام شرکت ها و هزینه معاملات است که خود ارزش شرکت ها را تحت تأثیر قرار می دهند و این در حالی است که یکی از طرق تأثیر افشای اختیاری بر ارزش شرکت از طریق عواملی چون تقاضا برای سهام شرکت ها و هزینه معاملات است. اوکسیلهیم و همکاران (۲۰۱۲) نشان می دهند که بخش عمده از پاداش های مدیران به نوسانات اقتصاد کلان نسبت داده می شود. به عبارت دیگر، به مدیران بر اساس عملکرد فرای کنترلشان پاداش داده می شود و در دوره های اقتصادی بی ثبات، شرکتهای تمایل دارند که اطلاعات را تا حد ممکن به طور متناوب گزارش نمایند. همچنین، افشای اختیاری اطلاعات مربوط به شرایط کلان اقتصادی، به نوبه خود می تواند برای استفاده کنندگان بیرونی در امر نظارت و کنترل مفید واقع شود.

نویسنده موجود باشد. با اعمال این شرایط، در نهایت ۶۲۰ سال - شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردید.

۶- مدل پژوهش بر اساس مدل رگرسیون انتقال ملایم پانلی^۲

برای بررسی تأثیرات غیرخطی رقابت، حاکمیت شرکتی، محافظه کاری، سطح نگهداشت وجه نقد و بی ثباتی اقتصاد کلان از مدل گونزالز و همکاران (۲۰۰۵)، که بسط یافته مدل رگرسیون آستانه ای پانلی است استفاده می گردد، که نه تنها تغییرات برونزای مقطعی داد های پانل را به تصویر می کشد بلکه به پارامترهای مدل امکان تغییر ملایم و غیرخطی به هنگام تغییر متغیر انتقال را می دهد. همچنین در صورت وجود چند متغیر انتقال کاندید، امکان انتخاب متغیر انتقال بهینه را فراهم می نماید. مدل رگرسیون انتقال ملایم پانلی با یک متغیر انتقال به قرار زیر تعریف می شود:

$$y_{i,t} = \mu_i + \beta_0 x_{i,t} + \beta_1 x_{i,t} g(q_{i,t}; \gamma, c) + u_{i,t} \\ i = 1, \dots, N, t = 1, \dots, T \quad (1)$$

که در آن $y_{i,t}$ متغیر وابسته (ارزش شرکت)، $x_{i,t}$ برداری از متغیرهای برونزا (شامل متغیرهای انتقال بیان شده، افشای اختیاری و متغیرهای کنترلی: اندازه شرکت، نسبت اهرم مالی، رشد شرکت، افشای اجباری و اندازه)، μ_i اثرات ثابت مقاطع و $u_{i,t} \approx iid(0, \sigma^2)$ نیز جز خطا است. $F(q_{it}; \gamma, c)$ بیانگر یک تابع انتقال پیوسته و کران دار بین صفر و یک می باشد که توسط متغیر آستانه ای تعیین می شود و به صورت لاجستیکی تصریح می گردد:

$$g(q_{i,t}; \gamma, c) = \left[1 + \exp \left(-\gamma \prod_{j=1}^m (q_{i,t} - c_j) \right) \right]^{-1}, \gamma > 0, c_1 \leq c_2 \leq \dots \leq c_m \quad (2)$$

که در آن c_j یک بردار m بعدی از مقدار حدهای آستانه ای و γ پارامتر شیب است که بیانگر سرعت انتقال از یک رژیم به رژیم دیگر است و دارای قید بدیهی $\gamma > 0$ می باشد. $q_{i,t}$ بیانگر متغیر انتقال است که عامل ایجاد رابطه غیرخطی در نظر گرفته می شود.

با توجه به این که گونزالز و همکاران (۲۰۰۵) بیان کرده اند که تابع انتقال به طور معمول دارای یک یا دو حد آستانه ای ($m=1$ و $m=2$) است، ویژگی پیوسته و کران دار بودن تابع انتقال بین صفر و یک مورد بحث قرار می گیرد. با فرض $m=1$

یک تابع انتقال با دو رژیم حدی وجود دارد. بدین ترتیب با میل کردن پارامتر شیب به سمت بی نهایت، در صورتی که $q_{i,t} > c$ باشد تابع انتقال مقدار عددی یک ($g=1$) دارد و در صورتی که $q_{i,t} < c$ باشد، تابع انتقال مقدار عددی صفر ($g=0$) دارد.

با فرض $m=2$ در صورت میل کردن پارامتر شیب به سمت بی نهایت با یک تابع انتقال سه رژیمی مواجه خواهیم شد که دو رژیم بیرونی آن مشابه و متفاوت از رژیم میانی است. بدین معنی که برای مقادیر بزرگ تر و کوچک تر از متغیر انتقال، تابع انتقال مقدار عددی یک ($g=1$) و در غیر این صورت مقدار عددی صفر ($g=0$) دارد. شایان ذکر است که در صورت میل کردن پارامتر شیب یا سرعت انتقال میان رژیمی به سمت صفر، مدل رگرسیون انتقال ملایم پانلی به یک مدل رگرسیون خطی با اثرات ثابت تبدیل خواهد شد. با توجه به مطالب عنوان شده، در مدل رگرسیون انتقال ملایم ضرایب تخمینی با توجه به مشاهدات متغیر انتقال و پارامتر شیب به صورت پیوسته بین دو حالت حدی به صورت زیر تصریح می گردند:

$$y_{i,t} = \begin{cases} \mu_i + \beta_0 x_{i,t} + u_{i,t} & \dots g = 0 \\ \mu_i + (\beta_0 + \beta_1) x_{i,t} + u_{i,t} & \dots g = 1 \end{cases} \quad (3)$$

در نهایت شکل تعمیم یافته مدل با بیش از یک تابع انتقال نیز به صورت زیر تصریح می شود:

$$y_{i,t} = \mu_0 + \beta_0 x_{i,t} + \sum_{j=1}^r [\beta_j x_{i,t}] g_j(q_{i,t}^j; \gamma_j, c_j) + u_{i,t} \quad (4)$$

که در آن r بیانگر تعداد توابع انتقال جهت تصریح رفتار غیرخطی می باشد و سایر موارد از پیش تعریف شده اند.

مطابق مطالعات انجام شده توسط گونزالز و همکاران (۲۰۰۵) مراحل تخمین مدل رگرسیون انتقال ملایم به این ترتیب است که ابتدا آزمون خطی بودن رابطه میان متغیرها (فرض صفر) در مقابل وجود رابطه غیرخطی برای پنج مدل بر اساس متغیرهای انتقال کاندید (محافظه کاری حسابداری، رقابت، سطح نگهداشت وجه نقد، حاکمیت شرکتی و بی ثباتی اقتصاد کلان) انجام می شود. به منظور آزمون این فرضیه برای هر پنج مدل از آماره های لاگرانژ والد، ضریب لاگرانژ فیشر و نسبت درست نمایی استفاده می شود. در صورتیکه، رابطه غیرخطی میان متغیرها با یک تابع انتقال تأیید گردید، مدلی که با قطعیت بیشتر فرض خطی بودن را رد می کند به عنوان مدل بهینه انتخاب می گردد و جهت اطمینان از عدم وجود رابطه غیرخطی باقی مانده و تعیین تعداد توابع

محیطی) حاوی ۱۸۰ مورد، گردآوری شده است. برای منظور نمودن اهمیت نسبی هر مورد، وزنی بر اساس نظر خبرگان به آن اختصاص یافته است. بدین ترتیب، داده های مربوطه با استفاده از تحلیل محتوای گزارش فعالیت هیئت مدیره، برای محاسبه کیفیت افشای اختیاری به صورت وزنی جمع آوری شده اند.

$$WVDI_{i,t} = \frac{\sum_{j=1}^n w_j d_j}{\sum w}$$

d_j موارد افشای اختیاری در چک لیست افشا که در صورت عدم افشا مقدار صفر و در صورت افشای آن مورد مقدار ۱ می گیرد و در وزن مربوطه (w_j) ضرب می گردد، و n تعداد موارد افشای موجود در چک لیست افشا، می باشد.

متغیرهای انتقال: محافظه کاری حسابداری ($Cons_{i,t}$) برگرفته از مدل گیولی و هاین (۲۰۰۷)، از تقسیم اقلام تعهدی اختیاری بر جمع داراییهای اول دوره بدست می آید. وضعیت رقابتی شرکت ($MShare_{i,t}$) از طریق مجذور نسبت فروش شرکت به کل فروش صنعتی که در آن فعالیت دارد، بدست می آید (مشابه نمازی و همکاران، ۱۳۹۳) و هرچه این شاخص کوچکتر باشد رقابت در آن صنعت خاص قوی تر است و بالعکس. وضعیت حاکمیتی شرکت ($CGov_{i,t}$) با مفهوم دستیابی به کفایت بیشتر در ازای میزان کمتری از حاکمیت شرکتی مطرح می باشد. مشابه با نیکومرام و محمد زاده سالطه (۱۳۸۹)، کفایت حاکمیت شرکتی از بازده حقوق صاحبان سهام محاسبه می شود و کمیت حاکمیت شرکتی از مجموع امتیازات استقلال هیئت مدیره، دوگانگی وظایف مدیرعامل (تفکیک مدیرعامل از رئیس و نایب رئیس هیئت مدیره)، وجود کمیته حسابرسی یا حسابرسی داخلی و مالکیت نهادی تقسیم بر کل امتیاز در نظر گرفته شده اندازه گیری می شود. سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت ($Cash_{i,t}$) از نسبت وجه نقد به کل دارایی های شرکت بدست می آید. وضعیت بی ثباتی اقتصاد کلان ($Crisis_{i,t}$) به تبعیت از دهقان منشادی و پوررحیم (۱۳۹۲)، نماینده ای از چهار متغیر تغییرات نرخ تورم، تغییرات نرخ ارز (نرخ ارز در بازار سیاه)، تغییرات کسری بودجه و تغییرات در نرخ مبادله می باشد. از آنجا که این شاخص ها واحد های یکسانی ندارند، ابتدا هر شاخص از حداقل مقدار خود در سال مورد نظر کسر و بر تفاوت حداکثر و حداقل مقدار در همان سال تقسیم می گردد. در نهایت میانگینی از چهار شاخص مزبور محاسبه می گردد.

انتقال جهت تصریح کامل رفتار غیر خطی، باید فرضیه صفر وجود یک تابع انتقال در مقابل فرضیه وجود حداقل دو تابع انتقال برای مدل مزبور آزمون شود. در صورتیکه، فرضیه صفر رد نشود، لحاظ کردن یک تابع انتقال جهت بررسی رابطه غیرخطی بین متغیرهای مورد بررسی کفایت می کند. در غیر این صورت، باید فرضیه صفر وجود دو تابع انتقال در مقابل فرضیه سه تابع انتقال آزمون شود. این فرایند تا زمانی که فرضیه صفر پذیرفته شود ادامه می یابد.

در ادامه، باید تعداد مکان های آستانه ای ضروری برای مدل نهایی انتخاب شوند. برای این منظور به پیروی از جود (۲۰۱۰) مدل رگرسیون انتقال ملایم با یک و دو حد آستانه ای تخمین زده می شود و برای هر کدام از آنها مقادیر مجذور باقی مانده ها، معیار شوارتز^۳ و معیار اطلاعات آکائیک^۴ محاسبه می شود. ملاک تعیین حد آستانه بدین صورت است که برای هر یک از حد آستانه های ($m=1$) و ($m=2$)، حد آستانه ای که معیار مجذور باقی مانده های کمتری داشته باشد، به عنوان آستانه انتخاب می گردد. اگر این معیار برای هر دو حد آستانه یکسان باشد، آنگاه معیار انتخاب، معیار آکائیک می باشد.

در نهایت، برای برآورد پارامترهای مورد نظر در ابتدا بایستی اثرات فردی حذف شوند. سپس از روش حداقل مربعات غیرخطی^۵ که معادل تخمین زن حداکثر درست نمایی^۶ است مدل مورد نظر برآورد می شود. در این مدل تغییر در رژیم ها یا شکست ساختاری به صورت درونزا توسط مدل مشخص می شود، به همین دلیل نیازی به وارد کردن متغیر موهومی و یا بررسی جداگانه شکست ساختاری نیز نمی باشد. همچنین، مدل برآورد شده در معرض تستهای برازش نامناسب قرار می گیرند تا مشخص شود که آیا توصیف دقیقی از داده ها فراهم می کند. فرضیه صفر شامل ثبات پارامترها، عدم واگرایی باقی مانده می باشد.

۷- تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته: ارزش شرکت ($Tobin'sQ_{i,t}$) است و با نسبت کیوتوبین سنجیده می شود.

متغیر مستقل: برای اندازه گیری کیفیت افشای اختیاری ($VDI_{i,t}$)، ابتدا چک لیستی از موارد افشای اختیاری بر اساس مبانی نظری و تحقیقات پیشین تهیه و منطبق با الزامات گزارشگری ایران تعدیل و در ده بخش (اطلاعات کلی و استراتژیک، بازاریابی و مشتری، تولید و فرایندهای داخلی، راهبری شرکتی، رقابت و بازار محصول، اطلاعات پیش بینی، تجزیه و تحلیل ریسک، و پاسخگویی اجتماعی و زیست

حیدری و حسین پور، ۱۳۹۱؛ اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۱)، رابطه مثبت بین افشای اجباری و ارزش شرکت مورد انتظار می باشد.

۸- یافته های پژوهش آمار توصیفی

با توجه به نتایج جدول (۱)، مقادیر انحراف استاندارد برای متغیر اندازه شرکت، بیشترین مقدار و برای متغیر بی ثباتی اقتصاد کلان، کمترین مقدار را دارد. بررسی چولگی نیز حاکی از آن است که توزیع متغیرها چوله می باشند. در میان متغیرهای تحقیق، افشای اختیاری با عدد ۰٫۲ دارای کمترین چولگی و حاکمیت شرکتی با عدد ۱۲٫۸۹ دارای بیشترین چولگی می باشند. در ارتباط با کشیدگی نیز، هیچ یک از متغیرها دارای کشیدگی نرمال نمی باشند. با این حال، متغیرهای افشای اجباری، بی ثباتی اقتصاد کلان و افشای اختیاری به کشیدگی نرمال نزدیک می باشند. نکته قابل توجه دیگر، میانگین افشای اختیاری (۰٫۳۳) است که نشان دهنده فاصله میزان افشا از سطح مطلوب می باشد. علاوه بر این، مشابه با تحقیقات قبلی (نظیر پورحیدری و حسین پور، ۱۳۹۱؛ بشیری منش و همکاران، ۱۳۹۴)، پراکندگی در میزان افشا مشاهده می شود.

متغیرهای کنترل: در این تحلیل، بر اساس ادبیات پیشین (هیلی و همکاران، ۲۰۰۴؛ حسن و همکاران، ۲۰۰۹؛ پتروا و همکاران، ۲۰۱۲؛ بالقاسم و همکاران؛ پورحیدری و حسین پور، ۱۳۹۱؛ فروغی و آدینه جونقانی، ۱۳۹۱)، برخی از ویژگی های شرکت که بر رابطه افشای اختیاری و ارزش تاثیرگذار هستند به عنوان متغیر کنترلی لحاظ می شوند. اندازه شرکت ($Size_{i,t}$) یک عامل مسلط در تحقیقات افشا بوده است و شواهد مبهمی درباره تاثیر آن بر ارزش شرکت وجود دارد. با این حال، انتظار می رود شرکتهای بزرگتر، ارزش بالاتری داشته باشند. این متغیر با استفاده از لگاریتم طبیعی فروش که شاخص رایج تری در تحقیقات می باشد اندازه گیری می شود. اهرم مالی ($Lev_{i,t}$) از تقسیم مجموع بدهی به مجموع دارایی های شرکت محاسبه می شود و انتظار می رود اعتبار دهندگان نقش نظارتی مهم در کاهش مشکلات نمایندگی ایفا نمایند. رشد شرکت ($Growth_{i,t}$) از تغییر فروش سال جاری و سال گذشته تقسیم بر فروش سال گذشته اندازه گیری می شود. انتظار می رود که شرکتهای با رشد بالاتر در ایران بتوانند رشد سود تقسیمی را در آینده علامت دهند و رابطه ای مثبت میان رشد شرکت و ارزش شرکت مورد انتظار می باشد (اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۱). افشای اجباری ($MDI_{i,t}$) براساس شاخص کیفیت افشا و اطلاع رسانی سازمان بورس اوراق بهادار محاسبه می گردد. بر اساس تحقیقات پیشین (پور

جدول ۱: شاخص های توصیف کننده متغیرهای تحقیق

متغیرها	تعداد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف استاندارد	چولگی	کشیدگی
Tobin's Q	۶۲۰	۱٫۷۰۸	۱٫۵۱۴	۵٫۵	۰٫۶۱۵	۰٫۶۹۷	۱٫۹۶۸	۸٫۲۸۱
MDI	۶۲۰	۰٫۷۶۲	۰٫۸	۱	۰٫۱۶	۰٫۱۶۲	-۰٫۷۰	۲٫۸۹۰
Size	۶۲۰	۱۴٫۲۲	۱۴٫۰۲	۱۹٫۶	۹٫۷۲۶	۱٫۵۵۸	۰٫۴۶۹	۳٫۸۰۳
Lev	۶۲۰	۰٫۶۰۲	۰٫۵۸۸	۳٫۹۸	۰٫۰۹	۰٫۲۷	۴٫۱۴۸	۴۶٫۰۸
Growth	۶۲۰	۰٫۱۸۲	۰٫۱۲۲	۴٫۶۵	-۰٫۶	۰٫۴۳۷	۳٫۸۶۴	۳۱٫۲۷
Crisis	۶۲۰	۰٫۱۹۲	۰٫۱۷۸	۰٫۲۷	۰٫۱۶	۰٫۰۴	۱٫۳۷۱	۳٫۰۹۱
Cons	۶۲۰	-۰٫۰۳	-۰٫۰۱۳	۰٫۷۱۱	-۱٫۴۵	۰٫۱۹۵	-۱٫۸۴	۱۳٫۹۷
CGov	۶۲۰	۰٫۰۶۴	۰٫۰۵۶	۸٫۹۳	-۴٫۲۷	۰٫۴۲۲	۱۲٫۸۹	۳۳۵٫۵
Cash	۶۲۰	۰٫۰۴	۰٫۰۲۴	۰٫۴۶۱	۰٫۰۰۰۶	۰٫۰۴۶	۲٫۹۹۴	۱۷٫۶۵
MShare	۶۲۰	۰٫۱۷	۰٫۱۴	۰٫۹۷	۰٫۰۳۵	۰٫۱۲	۱٫۹۱	۹٫۷۴
WVVDI	۶۲۰	۰٫۳۳۴	۰٫۳۳۹	۰٫۵۹۶	۰٫۰۷	۰٫۰۹۴	۰٫۲۰	۲٫۸۵۹

منبع: نتایج تحقیق (با استفاده از نرم افزار Eviews)

برآورد مدل

متغیر انتقال سطح نگهداشت وجه نقد، با قطعیت بیشتری فرض خطی بودن را رد می کند و به نحو مناسبتری رابطه غیرخطی را نشان می دهد. بدین ترتیب، مدل مزبور به عنوان مدل بهینه انتخاب می گردد.

همانطور که در جدول (۲) مشاهده می شود، مدل غیر خطی برای مدل های (۱)، (۳) و (۵) با یک حد آستانه تأیید می شود. با این حال، در میان متغیرهای انتقال کاندید، مدل (۳) با

جدول (۲): آزمون وجود رابطه غیرخطی

مدل (۵)		مدل (۴)		مدل (۳)		مدل (۲)		مدل (۱)		متغیر انتقال
Crisis		CGov		Cash		Mshare		Cons		حد آستانه
m=2	m=1	m=2	m=1	m=2	m=1	m=2	m=1	m=2	m=1	$H_0:r=0, H_1:r=1$
۷,۲۰۵ (۰,۱۴۱)	۳۷,۷۷ (۰,۰۰۸)	۶,۵۶۹ (۰,۱۳۰)	۳۷,۷۷ (۰,۰۸۵)	۷,۷۲ (۰,۱۶۰)	۴۹,۹ (۰,۰۰۰)	۶,۴۶ (۰,۲۳۵)	۴۹,۷۷ (۰,۰۶۸)	۷,۱۹۵ (۰,۱۲۳)	۲۱,۶۲ (۰,۰۰۲)	LM _w
۲۶,۸۴ (۰,۲۱۷)	۳۰,۳۹ (۰,۱۳۷)	۳۴,۳۷ (۰,۴۵)	۱۹,۱۲ (۰,۰۵۸)	۶,۲۸ (۰,۱۸۱)	۱۴,۹۶ (۰,۴۱۰)	۳۱,۷۳ (۰,۰۸۱)	۱۹,۸۳ (۰,۴۷۳)	۴,۸۵ (۰,۲۰۶)	۱۹,۱۲ (۰,۰۵۸)	LM _F
۰,۹۱۱ (۰,۵۸۰)	۲,۱۱ (۰,۱۸۲)	۱,۱۶۶ (۰,۲۷۳)	۱,۳۲ (۰,۲۰۴)	۱,۵۷ (۰,۴۸۵)	۱,۰۳۹ (۰,۱۸۴)	۱,۰۷۷ (۰,۳۶۷)	۱,۳۷ (۰,۱۷۹)	۱,۵۵ (۰,۰۵۲)	۱,۳۲ (۰,۲۰۴)	LRT
رابطه غیرخطی		رابطه خطی		رابطه غیرخطی		رابطه خطی		رابطه غیرخطی		نتیجه

منبع: نتایج تحقیق با استفاده از نرم افزار R

m بیانگر تعداد مکان های آستانه ای و r بیانگر تعداد توابع انتقال است. همچنین، اعداد داخل پرانتز بیانگر احتمال آماره می باشند)

ضرایب در مدل بهینه، با حذف اثرات ثابت از طریق حذف کردن میانگین های انفرادی و سپس با استفاده از روش حداقل مربعات غیرخطی که معادل تخمین زن حداکثر درست نمایی است و به روش عددی با تعداد تکرار ۱۰۰ بار در ۴ هسته برآورد شده اند که نتایج آن در جدول (۴) گزارش شده است.

در ادامه، جهت اطمینان از عدم وجود رابطه غیرخطی باقی مانده و تعیین تعداد توابع انتقال جهت تصریح کامل رفتار غیر خطی، فرضیه صفر وجود یک تابع انتقال در مقابل فرضیه وجود دو تابع انتقال آزمون گردید. با توجه به نتایج آزمون در جدول (۳)، یک تابع انتقال جهت تصریح مدل کفایت می نماید.

جدول (۳): آزمون وجود رابطه غیرخطی باقی مانده برای مدل ۳

m=2			m=1			$H_0:r=1, H_1:r=2$
LRT	LM _F	LM _w	LRT	LM _F	LM _w	
-	-	-	۲۶,۴۳ (۰,۲۶)	۲۵,۳۴ (۰,۱۱)	۱۸,۱۴ (۰,۵۰)	
-۹,۱۰			-۶,۵۱			RSS
-۱۰,۵۳			-۱۱,۰۴			AIC
-۱۹,۸۴			-۲۰,۴۹			BIC

منبع: نتایج تحقیق با استفاده از نرم افزار R (اعداد داخل پرانتز بیانگر احتمال آماره می باشند)

جدول (۴): نتایج حاصل از تخمین مدل رگرسیون انتقال ملایم (متغیر انتقال سطح نگهداشت وجه نقد)

ضریب	Lev	MDI	Growth	Size	Cons	Mshare	Crisis	Cash	CGov	WVDI
β_0	۱۳,۶۳ *** (۱۶,۹)	-۶,۶۸ *** (-۵,۶)	-۱,۲۵ *** (-۱۳,۱)	-۱,۲۳ *** (-۱۲,۴)	۵,۲۹ *** (۵,۰۸)	-۳۴,۶ * (-۱,۸)	۳۹,۲ *** (۵,۰۰)	-۱۵,۴ (-۱,۴)	۰,۴۳ *** (۴,۲)	-۲۶,۹ *** (-۲,۷)
β_1	-۲۵,۷۲ *** (۹,۷)	۱۳,۱۴ (۱,۲)	۲,۸۳ *** (۶,۹۵)	۲,۵۸ *** (۵,۱۶)	-۱۰,۹۷ *** (-۳,۲)	۶۹,۷ *** (۴,۲)	-۷۰,۷ *** (۵,۳)	۱۷,۳ *** (۴,۱)	-۰,۷۷ *** (-۵,۵)	۵۴,۰۳ *** (۳,۹)
$\beta_0 + \beta_1$	۱۲,۰۸ *** (-۶,۱)	۶,۴۵ *** (۹,۱)	۱,۵۶ *** (۸,۶۸)	۱,۳۵ *** (۵,۹۷)	-۵,۶۷ *** (-۱۱,۲)	۳۵,۱ *** (۲,۷)	-۳۱,۵ *** (-۲,۷)	۱,۹۵ *** (۴,۳)	-۰,۳۴ *** (-۷,۸)	۲۷,۰۷ *** (۹,۹)

سرعت انتقال (γ)	۰,۶۳	حد آستانه ای (c)	۰,۱۵۲
آزمون های ارزیابی مدل			
آزمون ثبات پارامترها	آماره LM احتمال	آزمون عدم وجود رابطه غیر خطی باقی مانده	آماره LM احتمال
	۱,۰۷ (۰,۳۷۶)		۱,۰۵۷ (۰,۳۹۲)

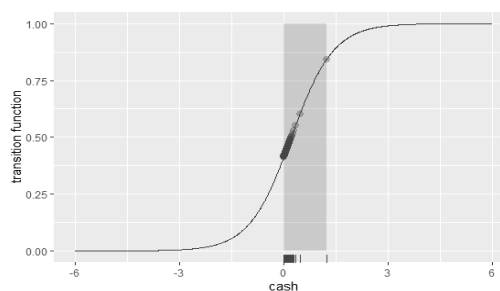
منبع: نتایج تحقیق با استفاده از نرم افزار R. اعداد داخل پرانتز بیانگر آماره t، می باشند که معناداری آن با علامت *، **، *** به ترتیب در سطح ۱۰٪، ۵٪ و ۱٪ مشخص شده است.

لازم به ذکر است که مقدار عددی ضرایب را در حالت حدی نمی توان مستقیماً تفسیر نمود. بدین ترتیب، تنها به علامت آنها در دو رژیم به عنوان رابطه متغیرها با متغیر وابسته تحقیق اشاره می شود.

شواهد نشان می دهد که نگهداشت وجه نقد کمتر از حد آستانه (۰,۱۵۲)، تأثیر منفی بر ارزش شرکت دارد. نگهداری ذخیره وجه نقد پایین، شرکت را با ریسک غیرمنتظره کسری وجه نقد در آینده مواجه می سازد. از این رو شرکت با احتمال بیشتری، نیاز به دستیابی به بازار سرمایه خارجی برای تأمین وجوه جهت اجرای فعالیت ها، پرداخت بدهی های کوتاه مدت و بهره برداری از فرصت های سرمایه گذاری نسبت به شرکت ها با ذخیره بالای وجه نقد دارد. این امر به نوبه خود، موجب هزینه های معاملاتی بالاتر می گردد. اما به ازای مقادیر بیشتر از حد آستانه، نگهداشت وجه نقد تأثیر مثبت و معنادار بر ارزش شرکت دارد. زیرا نقدینگی بیشتر، وابستگی شرکت بر تأمین مالی خارجی را کاهش می دهد و احتمال آنکه پروژه هایی با ارزش فعلی خالص مثبت اتخاذ شوند را افزایش می دهد. همچنین، مدیران با نگهداشت وجه نقد بیشتر خود را در مقابل شوک های نامطلوب جریان های نقدی ایمن می سازند؛ بدین ترتیب از هزینه های مرتبط با محدودیت نقدینگی پرهیز می نمایند. این یافته، مؤید نظریه سلسله مراتبی است و سازگار با نتایج تحقیق فرانسیس و همکاران (۲۰۰۵) و رحمان (۱۳۹۱) می باشد.

در رژیم اول، افشای اختیاری اطلاعات تأثیر منفی و معنادار بر ارزش شرکت دارد. اما در رژیم دوم، به ازای مقادیر نقدینگی بیشتر از ۰,۱۵۲، ضریب غیر خطی افشای اختیاری مثبت و معنادار می باشد و تأثیر کلی آن بر ارزش شرکت مثبت و معنادار است. هر چند بر اساس تئوری جریان نقد آزاد و تئوری نمایندگی چنین استدلال می شود، که هدف مدیر افزایش ثروت سهامداران نمی باشد و با نگهداری وجوه نقد آزاد ممکن است در جهت منافع شخصی گام بردارد. از این رو نقدینگی زیاد با هزینه های نمایندگی بالا همراه است. اما زمانیکه کیفیت افشا افزایش یابد، جریان های نقد آزاد تأثیر قوی تری بر ارزش شرکت خواهند داشت. به عبارت دیگر،

در نمودار (۱) تابع انتقال سطح نگهداشت وجه نقد را نشان می دهد. همان طور که مشاهده می شود، با شیبی ملایم (۰,۶۳) توانسته است که رژیم را تغییر دهد. حد آستانه سطح نگهداشت وجه نقد (c) برابر با ۰,۱۵۲ می باشد. حد آستانه، در حقیقت نقطه عطف و متمایز کننده دو رژیم بیان شده در مدل PSTR است که با توجه به مقدار پارامتر شیب برآورد شده و مقادیر متغیر انتقال (سطح نگهداشت وجه نقد) موجب می شود تا ضریب اثرگذاری متغیرهای تحقیق بر متغیر وابسته تحقیق (ارزش شرکت) تغییر یابد. هم چنین، قابل مشاهده است که تراکم چگالی (فراوانی مشاهدات) در رژیم دوم نسبت به رژیم اول بیشتر است.



نمودار ۱: تابع انتقال سطح نگهداشت وجه نقد

در مدل فوق، دو رژیم حدی وجود دارد. با توجه به نکات اشاره شده در بخش روش شناسی، در رژیم اول $g=0$ و در رژیم دوم $g=1$ است. بنابراین برای رژیم اول داریم:

$$\begin{aligned} Tobins'Q_{it} = & 13.63Lev_{it} - 6.68MDI_{it} \\ & - 1.25Growth_{it} - 1.23Size_{it} \\ & + 5.29Cons_{it} - 34.6Mshare_{it} \\ & + 39.2Crisis_{it} - 15.4Cash_{it} \\ & + 0.43CGov_{it} - 26.9WVDI_{it} \end{aligned}$$

و برای رژیم دوم خواهیم داشت:

$$\begin{aligned} Tobins'Q_{it} = & 12.08Lev_{it} + 6.45MDI_{it} \\ & + 1.56Growth_{it} + 1.35Size_{it} \\ & - 5.67Cons_{it} + 35.1Mshare_{it} \\ & - 31.5Crisis_{it} + 1.95Cash_{it} \\ & - 0.34CGov_{it} + 27.07WVDI_{it} \end{aligned}$$

که سطح نگهداشت وجه نقد بالا است، نیاز به تامین منابع مالی کمتر است و علامتی از عملکرد بهتر شرکت می باشد. لذا، این دیدگاه قوت می گیرد که بکارگیری رویه های محافظه کارانه در اطلاعات گزارش شده باعث کاهش کیفیت اطلاعات در صورتهای مالی می شود و این امر منجر به تصمیم گیری های نادرست سرمایه گذاران و سایر استفاده کنندگان از اطلاعات می شود. از این رو موجب کاهش ارزش شرکت می شود. یافته های گیلگر و همکاران (۲۰۰۹) و محمدی و همکاران (۱۳۹۱) این موضوع را تأیید می نماید اما با نتایج لوئیس و همکاران (۲۰۱۲) سازگار نمی باشد.

اهرم در رژیم اول، تأثیر مثبت و معنادار و در رژیم دوم، تأثیر منفی معنادار بر ارزش شرکت دارد. در سطوح پایین وجه نقد، استفاده بیشتر از ظرفیت بدهی، موجب نظارت بیشتر سرمایه گذاران می شود، کارایی مدیران در نگهداشت وجه نقد کافی برای پرداخت بهره و اصل بدهی را افزایش می دهد و از عدم تقارن اطلاعاتی می کاهد. از این رو، منجر به افزایش ارزش شرکت می گردد. این امر در تأیید یافته های فروغی و آدینه جونقانی (۱۳۹۱)، اعتمادی و همکاران (۱۳۹۱) می باشد. اما زمانی که وجوه نقد زیادی وجود دارد. تامین مالی از طریق بدهی، بدلیل مشکلات نمایندگی میان سهامداران و اعتباردهندگان موجب افزایش هزینه های نظارت می شود. همچنین، بدهی بیشتر می تواند موجب از دست رفتن انعطاف پذیری مالی و مشکل سرمایه گذاری کمتر شود. این دو حالت که توضیح داده شد، هزینه های نمایندگی بدهی است که می تواند کاهش در ارزش شرکت را به همراه داشته باشد. این یافته با شواهد گراهام و هاروی (۲۰۰۱) مطابقت دارد.

متغیر رشد در رژیم اول، تأثیر منفی و در رژیم دوم، تأثیر مثبت بر ارزش شرکت دارد. تأثیر منفی رشد اینگونه استدلال می شود که شرکتها با فرصت رشد بیشتر، می توانند با ریسک غیرسیستماتیک بالاتری مواجه باشند و فرصت های سرمایه گذاری، تأثیر نامطلوب افزایش ریسک بر ارزش شرکت را کاهش نمی دهد (مارتینز-سولا و همکاران، ۲۰۱۳). در رژیم دوم، شرکتها با فرصت های رشد بالاتر، انتظارات خوبی از سودهای آتی دارند و از انعطاف پذیری بیشتری در خصوص تصمیم گیری درباره سرمایه گذاری های آتی برخوردار می باشند. سهامداران خرد، که عموماً سرمایه گذاران حرفه ای محسوب نمی شوند، در بازار فراوان می باشند. بدین ترتیب، شرکتهای با رشد بالاتر می توانند رشد سود تقسیمی را در آینده علامت دهند. اما لازمه رشد بیشتر، سرمایه گذاری زیاد است و بالتبع با ریسک مالی بالا همراه است. از این رو، انباشت وجه نقد ضرورت می یابد. همچنین بر اساس تئوری اطلاعات

بهبود کیفیت افشا باعث بهبود در استفاده از وجوه نقد و سرمایه گذاری در طرح های با خالص ارزش فعلی مثبت می شود، سو استفاده از وجه نقد کاهش می یابد که افزایش ارزش شرکت را در پی خواهد داشت. همچنین، یکی از طرق ارتقای ارزش شرکت با افشای اختیاری، کاهش هزینه معاملات به واسطه کاهش هزینه تامین مالی می باشد. این موضوع سازگار با یافته های خادمی و همکاران (۱۳۹۳) است.

در رژیم اول، تمرکز بیشتر در یک صنعت باعث می شود تا مزایای نظارتی بازار کاهش و عدم تقارن اطلاعاتی افزایش یابد؛ این امر موجب کاهش ارزش شرکت می گردد. اما در رژیم دوم، چنین استدلال می شود که شرکتها در صنایع کمتر رقابتی برای آنکه با تهدید هجومی سایر رقبا مبنی بر استراتژی های قیمت گذاری یا کمپین های تبلیغاتی مقابله نمایند، لازم است توانایی خود را برای استفاده بهتر از فرصت های سرمایه گذاری افزایش دهند (هاشالتر و همکاران، ۲۰۰۷). از این رو، منابع وجه نقد به منظور ممانعت از کاهش سهم بازار یا حذف شدن از بازار اهمیت دارد. همچنین، در وضعیتی که رقابت کم باشد، موجب می شود عدم تقارن اطلاعاتی افزایش یابد که تامین مالی خارجی را پر هزینه می سازد. لذا، نگهداشت وجه نقد بیشتر در این شرایط بر ارزش شرکت می افزاید.

تأثیر خطی حاکمیت شرکتی در رژیم اول، بر ارزش شرکت مثبت و معنادار می باشد. زمانی که شرکتها نیازهای نظارتی کمتری دارند، حاکمیت شرکتی ضعیف نیز می تواند در کنترل مسئله نمایندگی، کافی باشد. درحالیکه در رژیم دوم، این ویژگی ها تأثیر منفی و معنادار بر ارزش شرکت دارند. به عبارت دیگر، حاکمیت شرکتی کارآمدی خود را از بابت نقش نظارتی و کاهش تضادهای نمایندگی ناشی از نگهداشت زیاد وجه نقد از دست می دهد. به عبارت دیگر، در نتیجه حاکمیت ضعیف تر ممکن است مدیر به جای توزیع سود میان سهامداران، وجه نقد را در شرکت نگاه دارد. با توجه به تأثیرات مثبت افشای اجباری و افشای اختیاری می توان بیان نمود، این متغیرها در رژیم دوم توان بیشتری در این زمینه دارند.

در رژیم اول، محافظه کاری بواسطه بهبود کیفیت اطلاعات و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، می تواند به عنوان جایگزینی برای نظارت خارجی و کاهش هزینه نمایندگی مطرح گردد، همچنین محافظه کاری می تواند انگیزه ای اضافی برای اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری کارا تر را فراهم سازد، نظارت بر مدیریت را تسهیل نماید و در نهایت باعث بهبود ارزش نهایی وجه نقد گردد، بدین ترتیب؛ موجب افزایش ارزش شرکت شود. این یافته هماهنگ با نتایج لافوند و واتز (۲۰۰۸)، اسدی و بیات (۱۳۹۴)، نمازی و کاشانی پور (۱۳۹۴) می باشد. اما زمانی

نامتقارن، شرکتها با رشد زیاد عدم تقارن اطلاعاتی کمی دارند. لذا، اطمینان بیشتری از این بابت وجود دارد که تصمیمات سرمایه گذاری مدیر در جهت منافع سهامداران باشد. بر همین اساس، تقاضای سهام افزایش می یابد و به تبع آن می توان انتظار داشت که ارزش شرکت افزایش یابد.

تأثیر منفی اندازه شرکت در رژیم اول را اینگونه می توان تفسیر نمود که وقتی شرکت از نظر اندازه رشد می نماید، سرمایه گذاری قابل توجهی در دارایی های غیر جاری صورت می پذیرد، اما این مخارج عمده به سرعت به سودآوری نمی رسند. این موضوع ممکن است بواسطه عدم تقارن اطلاعاتی، به خوبی توسط بازار مورد توجه قرار نگیرد. در رژیم دوم، اندازه شرکت تأثیر مثبت بر ارزش شرکت دارد. اندازه بزرگ شرکت به نوبه خود، یکی از شاخص های رشد خوب شرکت می باشد و علامتی مثبت برای سرمایه گذاران محسوب می شود که منجر به افزایش در ارزش شرکت می شود. اما باید توجه داشت که شرکت های بزرگ بواسطه راهبری شرکتی قوی تر و پوشش تحلیلگران بیشتر از عدم تقارن اطلاعاتی کمتری برخوردارند. لذا، ذخیره وجه نقد بالاتر نمی تواند توسط مدیر، مورد سوء استفاده قرار گیرد.

از این رو، به مدیران واحدهای تجاری توصیه می شود با توجه به سطح نگهداشت وجه نقد شرکت، سطح افشای اختیاری خود را تعیین نمایند تا اثرات نامطلوب نمایندگی ناشی از نقدینگی کاهش یابد. برای مثال، اطلاعاتی نظیر مخارج سرمایه گذاری پیش بینی شده و برنامه های آتی شرکت می تواند هدف مدیر از بابت نگهداشت وجه نقد را شفاف نماید و موجب ارزش گذاری بالاتر این وجوه توسط بازار گردد.

فهرست منابع

- * اسدی، غلامحسین؛ بیات، محسن. (۱۳۹۴). تأثیر حسابداری محافظه کاری شرطی و غیر شرطی بر ارزش شرکت. مجله حسابداری مدیریت، ۸(۲۴)، ۱-۱۲.
- * اعتمادی، حسین؛ حصارزاده، رضا؛ محمدآبادی، مهدی؛ بذرافشان، آمنه. (۱۳۹۱). افشا و ارزش شرکت: شواهدی از بازار سرمایه نوظهور ایران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، ۵(۱۳)، ۶۷-۷۷.
- * بشیری منش، نازنین؛ رحمانی، علی؛ حسینی، سید علی؛ موسوی، میرحسین. (۱۳۹۴). قیمت گذاری افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۲۲(۳)، ۲۷۹-۳۰۰.
- * بشیری منش، نازنین؛ رحمانی، علی؛ موسوی، میرحسین. (۱۳۹۵). پیامدهای افشای اختیاری: رویکرد معادلات

بی ثباتی اقتصاد کلان در رژیم اول، تأثیر مثبت و معنادار بر ارزش شرکت دارد. بدین ترتیب، از آنجا که در شرایط بی ثباتی اقتصاد، پول در حال از دست دادن ارزش خود است، سطوح پایین نگهداشت وجه نقد و سرمایه گذاری بیشتر در تولید، تأثیر مثبتی بر سودآوری، تقاضا برای سهم و ارزش شرکت دارد. در حالیکه در رژیم دوم، بواسطه اینکه هزینه فرصت پول بالا می باشد، نگهداشت وجه نقد ممکن است با مشکل نمایندگی همراه باشد. به این صورت که مدیر بدنبال سرمایه گذاری در تولید یا پروژه هایی نباشد که در بلند مدت بازده مثبت دارند، بلکه هدف کوتاه مدت یا استفاده از فرصت های آربیتراژ را دنبال نماید. از این رو بی ثباتی تأثیر منفی بر ارزش شرکت خواهد داشت.

در صورتی می توان به نتایج مدل ارائه شده اطمینان داشت که اثرات ناهمسانی واریانس و تغییر رژیم در مدل وجود نداشته باشد. همانطور که از آماره های حاصل از ارزیابی مدل در جدول (۳) قابل مشاهده است، مدل تحقیق فاقد رژیم جدید می باشد و پارامترهای مدل از ثبات برخوردارند.

۹- بحث و نتیجه گیری

آزمونها در مدل رگرسیون انتقال ملایم نشان داد که متغیرهای محافظه کاری حسابداری، سطح نگهداشت وجه نقد و بی ثباتی اقتصاد کلان توان ایجاد رابطه غیرخطی میان

- ساختاری. پژوهش های تجربی حسابداری، ۵(۴)، ۱۶۱-۱۸۶.
- * پورحیدری، امید؛ حسین پور، حمزه. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین افشای اجباری و اختیاری با ارزش سهام شرکت ها. چشم انداز مدیریت مالی، شماره ۵، ۹-۲۸.
- * پورزمانی، زهرا؛ خریدار، احسان رضا. (۱۳۹۲). تاثیر مالکان نهادی عمده بر ارزش شرکت. فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی، تحلیل اوراق بهادار، ۶(۲۰)، ۷۹-۸۹.
- * پورزمانی، زهرا؛ منصوری، فرناز. (۱۳۹۴). تاثیر کیفیت افشاء، محافظه کاری و رابطه متقابل آنها بر هزینه سرمایه سهام عادی. فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۷(۲۵)، ۸۵-۱۰۲.
- * خادمی، مهدی. (۱۳۹۱). بررسی نقش افشا بر رابطه بین هزینه های نمایندگی و ارزش شرکت. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت، دانشکده علوم تربیتی و روانشناسی.
- * خواجهی، شکرالله؛ علیزاده تپه، وحید. (۱۳۹۳). بررسی اثرات سطح افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۲(۴۲)، ۸۹-۱۱۵.
- * خوش طینت، محسن؛ قره داغی، مریم؛ رسولی، سمیه. (۱۳۹۷). تأثیر مدیریت سود بر سطح افشا و عملکرد مالی واقعی شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران. پژوهش های تجربی حسابداری، ۸(۲۲)، ۲۱-۴۸.
- * دهقان منشادی، محمد؛ پور رحیم، پروین. (۱۳۹۲). رابطه بین بی ثباتی اقتصاد کلان و رشد اقتصادی در ایران. فصلنامه پژوهش ها و سیاستهای اقتصادی، ۲۱(۶۷)، ۱۷۱-۱۹۲.
- * راسخی، سعید؛ منتظری، مجتبی. (۱۳۹۴). اثر بی ثباتی اقتصاد کلان بر عبور نرخ ارز: شواهدی از رگرسیون انتقال ملایم (STR). فصلنامه تحقیقات مدلسازی اقتصادی، ۶(۲۲)، ۷-۳۱.
- * رحیمی اسفه سالاری، دانیال؛ زارعی، علیرضا. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر تغییرات افشای اختیاری بر ارزش شرکت. اولین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت، شیراز، موسسه بین المللی آموزشی و پژوهشی خوارزمی، دریافت شده از http://www.civilica.com/Paper-FNCAM01-FNCAM01_263.html
- * رحیمیان، نظام الدین؛ صالح نژاد، سیدحسن؛ سالکی، علی. (۱۳۸۸). رابطه میان برخی ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی شرکتهای پذیرفته شده در
- بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۶(۵۸)، ۷۱-۸۶.
- * فروغی، داریوش؛ آدینه جونقانی، احمد. (۱۳۹۱). رابطه بین میزان افشای اطلاعات و ارزش شرکت. پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، ۴(۱۴)، ۱۱۷-۱۴۲.
- * قربانی، سعید؛ عدیلی، مجتبی. (۱۳۹۱). نگاهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی. مجله دانش حسابداری، ۳(۸)، ۱۳۱-۱۴۹.
- * کرمی، اعظم. (۱۳۹۳). تاثیر میزان افشای اختیاری اطلاعات بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید اشرفی اصفهانی، دانشکده مدیریت و حسابداری.
- * محمدی، حمید؛ صالحی راد، معصومه؛ حاجی زاده، سعید. (۱۳۹۱). شناسایی مدیریت آرایشی سود با استفاده از قانون بنفورد. دانش حسابرسی، ۱۱(۴۵)، ۵۱-۶۷.
- * نمازی، محمد؛ رضایی، ممتازیان. (۱۳۹۳). رقابت در بازار محصول و کیفیت اطلاعات حسابداری. مجله پیشرفتهای حسابداری دانشگاه شیراز، ۶(۲)، ۱۳۱-۱۶۶.
- * نمازی، محمد؛ کاشانی پور، فرهاد. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین محافظه کاری در گزارشگری مالی و نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۲۲(۴)، ۵۲۱-۵۴۰.
- * نیکبخت، محمدرضا؛ کلهر نیا، حمید. (۱۳۹۶). بررسی رابطه شفافیت اطلاعاتی، نقدشوندگی و ارزشیابی شرکت. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۹(۳۳)، ۱-۱۶.
- * نیکومرام، هاشم؛ محمدزاده سالطه، حیدر. (۱۳۸۹). رابطه بین حاکمیت شرکتی و مدیریت سود. مدیریت بهره وری، ۴(۱۵)، ۱۸۷-۲۱۰.
- * Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M.M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance* 18, 36-55.
- * Amihud, Y., & Mendelson, H. (2008). Liquidity, the value of the firm, and corporate finance. *Journal of Applied Corporate Finance*: 20(2), 32-45.
- * Balakrishnan, K., Billings, M., Kelly, B., & Ljungqvist, A. (2014). Shaping Liquidity: On the Causal Effects of Voluntary Disclosure. *Journal of Finance*, 69: 2237-2278.
- * Ball, R., Jayaraman, S., & Shivakumar, L. (2012). Audited financial reporting and voluntary disclosure as complements: A test of the Confirmation Hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, Elsevier, 53(1), 136-166.
- * Byun, H.S., Lee, J.H., & Park, K.S. (2012). How Does Product Market Competition Interact with Internal Corporate Governance? Evidence from the Korean Economy. *Asia-Pacific journal of financial studies*, 41(4), 377-423.

- field. *Journal of Financial Economics*, 60(23), 187-243.
- * Hassan, O, Romilly P., Giorgioni G., & Power, D. (2009). The value relevance of disclosure: Evidence from the emerging capital market of Egypt. *The International Journal of Accounting*, 44, 79-102.
 - * Haushalter, D., Klasa, S., & Maxwell, W.F. (2007). The Influence of Product Market Dynamics on a Firm's Cash Holdings and Hedging Behavior. *Journal of Financial Economics* 84, 797-825.
 - * Kim, O., & Verrecchia, R. (1994). Market liquidity and volume around earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1), 41-68.
 - * LaFond, R. & Watts, R. (2008). The information role of conservatism. *The Accounting Review*, 83(2), 447-448.
 - * Lazarides, T., Drimpetas, E., Argyropoulou, M., & Motwani, J. (2009). Corporate governance and information systems excellence factor. *International Journal of Business Excellence*, 2(1), 16-29.
 - * Leuz, C., & Verrecchia, R. (2000). Economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38(3), 91-124.
 - * Li, x. (2010). The impact of product market competition on quantity and quality of voluntary disclosures. *Review of accounting studies*, 15, 663-711.
 - * Leuz, C., & Wysocki, P. (2008). Economic Consequences of Financial Reporting and Disclosure Regulation: A Review and Suggestions for Future Research. Working Paper, 1-90. <https://ssrn.com/abstract=1105398>
 - * Louis, H., Sun, A., & Urcan, O. (2012). Value of cash holding and accounting conservatism. *Contemporary Accounting Research*, 5, 1-39.
 - * Martínez-Sola, C., García Teruel, P.J., & Martínez Solano, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, 45, 161-70.
 - * Menike L.M.C.S. (2006). The Effect of Macroeconomic Variables on Stock Prices in Emerging Sri Lankan Stock Market. *Sabaragamuwa University Journal*, 6(1), 50-67.
 - * Merton, R. C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *The Journal of Finance*, 42(3), 483-510.
 - * Nogueira, R. and Ledesma, M. (2010). Does Exchange Rate Pass-Through Respond to Measures of Macroeconomic Instability?. *Journal of Applied Economics*, 1, 167-180.
 - * Oxelheim, L., Wihlborg, C., & Thorsheim, M. (2012). CFO's information challenge in macroeconomic risk, in Ulrich Hommel, Michael Fabich, Ervin Schellenberge and Heidelberg: Springer-Verlag, pp. 189-208.
 - * Park, Y. Wilcox, W. & Berry, K.T. (2011). Does Conservatism Affect the Value Relevance of Discretionary Accounting Disclosures?. *ASBBS Annual Conference: Las Vegas*, 18(1). 261-294.
 - * Petrova, E., Georgakopoulos, G., Sotiropoulos, I., & Vasileiou, K. (2012). Relationship between cost of Equity Capital and Voluntary Corporate Disclosures. *International Journal of Economics and Finance*, 4 (3), 83-96.
 - * Belgacem, I. & Omri, A. (2014). The value relevance of voluntary disclosure: evidence from Tunisia stock market international?, *Journal of Management, Accounting and Economics*, Vol. 1, No. 5, pp.353-370.
 - * Black, B., Love, I., & Rachinsky, A. (2006). Corporate governance indices and firms' market value time series evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 7(4), 361-379.
 - * Botosan, C. A., & Plumlee, M. A. (2002). A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. *Journal of accounting research*, 40(1), 21-40.
 - * Chen, K.C.W., Chen, Z., & Wei, K.C.J. (2009). Legal Protection of Investors, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 15, 273-289.
 - * Cheng, P., Man, P., & Yi, C. (2012). The Impact of Product Market Competition on Earnings Quality. *Accounting and Finance* 53, 137-162.
 - * Cheung, Y-L., Jiang, P., & Tan, W. (2010). A transparency Disclosure Index measuring disclosures: Chinese listed companies. *Journal of Accounting and Public Policy* 29(3), 259-280.
 - * Cormier, D., & Martinez, I. (2006). The Association Between Management Earnings Forecasts, Earnings Management, And Stock Market Management. *Accounting Review*, 70, 193-226.
 - * Durnev, A., & Kim, E. H. (2005). To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. *Journal of Finance*, 60, 1461-1493.
 - * Fang, V. W., Noe, T. H., & Tice, S. (2009). Stock market liquidity and firm value. *Journal of Financial Economics*, 94, 150-169.
 - * Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting & Economics*, 39(2), 295-327.
 - * Ferreira, M., & Vilela, A. (2004). Why do firms fold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10 (2), 295-319.
 - * Garleanu, N., & Pedersen, L. (2004). Adverse Selection and the Required Return. *Review of Financial Studies*, 17, 643-665.
 - * Gigler, F., & T. Hemmer. (2001). Conservatism, optimal disclosure policy, and the timeliness of financial reports. *The Accounting Review*, 76(4), 471-493.
 - * Giroud, X., & Mueller, H. M. (2011). Corporate governance, product market competition, and equity prices. *The Journal of Finance*, 66(2), 563-600.
 - * Gietzmann, M. & Trombetta, M. (2003). Disclosure interactions: Accounting policy choice and voluntary disclosure effects on the cost of raising outside capital. *Accounting and Business Research*, 33(3), 187-205.
 - * Gonzalez, A., Terasvirta, T., & Van Dijk, D. (2005). Panel smooth transition regression models. *SEE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance*, 604, 1-33.
 - * Graham, J.R. & Harvey, C.R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the

- * Plumlee, M., Brown, D., & Marshall, S. (2008). The Impact of Voluntary Environmental Disclosure Quality on Firm Value. <http://ssrn.com>. pp. 1-64.
- * Wagenhofer, A. (2004). Accounting and economics: What we learn from analytical models in financial accounting and reporting. In C. Leuz, D. Pfaff, & A. Hopwood (Eds.), *the Economics and Politics of Accounting* Oxford: OUP.

یادداشت‌ها

^۱. عمدتاً در تحقیقات پیشین، از این عناصر به عنوان حاکمیت شرکتی یاد می‌شود. در حالیکه باید توجه داشت، راهبری شرکتی مفهومی گسترده با ساز و کارهای داخلی و خارجی می‌باشند.

- ^۲. Panel Smooth Transition Regression
- ^۳. Schwartz Information Criterion
- ^۴. Akaike Information Criterion
- ^۵. Non-Linear Least Squares
- ^۶. Maximum Likelihood