



Investigating of the Nonlinear Relationship between Voluntary Disclosure and Firm Value by the Use of PSTR Model

Mahdieh Kamran

Ph.D. Candidate, Department of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran. E-mail: ma_kamran@sbu.ac.ir

Gholamhosein Assadi

*Corresponding Author, Associate Prof., Department of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran. E-mail: h-assadi@sbu.ac.ir

Hamideh Asna Ashari

Assistant Prof., Department of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran. E-mail: h_asnaashari@sbu.ac.ir

Abstract

Objective: The value of the company is the result of various management actions and decisions. At the same time, it is an indicator of how the market perceives the company that is derived from the extent and manner of disclosing information. This study seeks to provide a non-linear model of the relationship between voluntary disclosure and firm value in the presence of factors that are expected to have a similar capability to reduce information asymmetry or to influence the value relevance of voluntary disclosure.

Methods: Accounting conservatism, product market competition, cash holding levels, corporate governance and macroeconomic instability were considered according to the theoretical and empirical literature and using the panel smooth transition regression model (PSTR), the existence of a nonlinear relationship in the presence of each of these variables was investigated.

Results: The results of analysis of 124 companies listed in the Tehran Stock Exchange during 2013 to 2016 showed that accounting conservatism, cash holding level and macroeconomic instability variables are able to establish a nonlinear relationship between voluntary disclosure and firm value but the presence of cash holding level variable has more power in explaining the optimal

relationship. Also, the effect of voluntary disclosure of information at low cash levels is negative, but for values greater than 0.152, this effect is reversed and has a positive effect on firm value.

Conclusion: According to the theory of free cash flow and the agency theory, it is argued that the goal of the manager is not to increase the wealth of shareholders, and by holding free cash, he may take steps for personal gain. Hence, high liquidity is associated with high agency costs. But when the quality of disclosure is high, free cash flows have a stronger impact on firm value. In other words, improving the quality of disclosure improves the use of cash and investment in projects with a positive net present value, reduces the misuse of cash, and increases the firm value. Also, one of the ways to increase the firm value by voluntary disclosure is to reduce the cost of transactions by reducing the cost of financing. Given that most sample companies were in the second regime, the importance of voluntary disclosure in promoting the value of the company would be more important.

Keywords: Voluntary disclosure, Cash holding level, Firm value, Panel smooth transition regression.

Citation: Kamran, M., Assadi, Gh., & Asna Ashari, H. (2020). Investigating of the Nonlinear Relationship between Voluntary Disclosure and Firm Value by the Use of PSTR Model. *Accounting and Auditing Review*, 27(2), 231-257. (in Persian)

Accounting and Auditing Review, 2020, Vol. 27, No.2, pp. 231-257

DOI: 10.22059/acctgrev.2020.304012.1008385

Received: December 26, 2019; Accepted: April 13, 2020

© Faculty of Management, University of Tehran



بررسی رابطه غیرخطی افشای اختیاری و ارزش شرکت با بهره‌گیری از رویکرد رگرسیون انتقال ملایم پانلی

مهديه کامران

دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران. رایانامه: ma_kamran@sbu.ac.ir

غلامحسین اسدی

* نویسنده مسئول، دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران. رایانامه: h-assadi@sbu.ac.ir

حمیده اثنی عشری

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران. رایانامه: h_asnaashari@sbu.ac.ir

چکیده

هدف: ارزش شرکت، نتیجه اقدامها و تصمیم‌های مدیریت در ابعاد گوناگون و شاخصی از چگونگی درک بازار از شرکت است که از میزان و نحوه افشای اطلاعات شرکت منبعث شده است. پژوهش پیش رو، مدلی غیرخطی از رابطه افشای اختیاری و ارزش شرکت در حضور عواملی است که انتظار می‌رود مشابه با افشای اختیاری، از قابلیت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی برخوردار بوده یا بر میزان مربوط بودن افشای اختیاری تأثیرگذارند.

روش: بر اساس مبانی نظری و شواهد تجربی، متغیرهایی همچون محافظه‌کاری حسابداری، رقابت در بازار محصول، سطح نگاه‌داشت وجه نقد، حاکمیت شرکتی و بی‌ثباتی اقتصاد کلان در نظر گرفته شدند. با استفاده از مدل رگرسیون انتقال ملایم پانلی (PSTR)، وجود رابطه غیرخطی در حضور هر یک از متغیرهای نامبرده بررسی شد.

یافته‌ها: نتایج بررسی ۱۲۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ نشان داد که متغیرهای محافظه‌کاری حسابداری، سطح نگاه‌داشت وجه نقد و بی‌ثباتی اقتصاد کلان، بین رابطه غیرخطی میان افشای اختیاری و ارزش شرکت رابطه ایجاد می‌کنند و حضور متغیر سطح نگاه‌داشت وجه نقد در تبیین مدل، قدرت بیشتری دارد. ضریب اثرگذاری افشای اختیاری اطلاعات در سطوح پایین وجه نقد، منفی است؛ اما این اثر، به‌ازای مقادیر بیشتر از ۰/۱۵۲ معکوس می‌شود و بر ارزش شرکت تأثیر مثبت دارد.

نتیجه‌گیری: نقدینگی زیاد ممکن است با هزینه‌های نمایندگی سنگین همراه باشد؛ اما زمانی که افشا باکیفیت باشد، تأثیر جریان‌های نقد آزاد بر ارزش شرکت قوی‌تری است. به بیان دیگر، بهبود کیفیت افشا، به بهبود استفاده از وجوه نقد و سرمایه‌گذاری در طرح‌های با خالص ارزش فعلی مثبت، کاهش سوءاستفاده از وجه نقد و افزایش ارزش شرکت منجر خواهد شد.

کلیدواژه‌ها: افشای اختیاری، سطح نگاه‌داشت وجه نقد، ارزش شرکت، مدل رگرسیون انتقال ملایم پانلی.

استناد: کامران، مهديه؛ اسدی، غلامحسین؛ اثنی عشری، حمیده (۱۳۹۹). بررسی رابطه غیرخطی افشای اختیاری و ارزش شرکت با بهره‌گیری از رویکرد رگرسیون انتقال ملایم. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۷(۲)، ۲۳۱-۲۵۷.

بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۳۹۹، دوره ۲۷، شماره ۲، صص. ۲۳۱-۲۵۷

DOI: 10.22059/acctgrev.2020.304012.1008385

دریافت: ۱۳۹۸/۰۱/۰۵، پذیرش: ۱۳۹۹/۰۱/۲۵

© دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

مقدمه

ارزش شرکت تحت تأثیر عواملی نظیر جریان نقدی خالص، تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، رشد و هزینه سرمایه شرکت بوده و شاخصی از چگونگی درک بازار از شرکت است که از محتوا، میزان و نحوه افشای اطلاعات شرکت منبعث شده است. با ظهور شرکت‌های بزرگ و شکل‌گیری موضوع جدایی مالکیت از مدیریت و همچنین با توجه به وجود تضاد منافع بین مالکان و مدیران، بروز مشکلاتی از قبیل عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی پیش‌بینی‌شدنی است. شرکت‌ها می‌بایست به دنبال حداقل کردن این شرایط از طریق سیاست‌هایی باشند که رفتار نماینده را با منافع ذی‌نفعان هم‌سو کند. از طرف دیگر، سرمایه‌گذاران، سهام‌داران و اعتباردهندگان به دنبال سرمایه‌گذاری پول خود در کسب‌وکاری خوب هستند، اما ارتباط دادن این منابع به فرصت‌های سرمایه‌گذاری در حضور عدم تقارن اطلاعاتی، نه تنها برای آنها فرایندی پیچیده است، بلکه تأمین این منابع مالی برای شرکت پرهزینه خواهد بود.

به دلیل کمبود یا افشای نادرست، در سرتاسر دنیا وقایع متعددی رخ داده است و از آنجا که ذی‌نفعان مختلف در فرایند تصمیم‌گیری خود از افشاهای شرکتی استفاده می‌کنند، کیفیت این اطلاعات در کارایی بازارها اهمیت ویژه‌ای خواهد داشت. بدین ترتیب، سرمایه‌گذاران و مدیران تقاضای افشای اضافی اطلاعات دارند تا علاوه بر کاهش مشکل عدم تقارن اطلاعاتی، نبود اطمینان درباره عملکرد آتی شرکت کاهش یابد و فرایند تأمین مالی تسهیل شود که از این طریق، ارزش شرکت تحت تأثیر قرار خواهد گرفت. با وجود این، باید توجه داشت که افشای اختیاری فقط یکی از سازوکارهایی است که امکان نظارت بر عملکرد مدیر و کاهش تعارضات نمایندگی را فراهم می‌آورد. به بیان دیگر، ارزش شرکت نمی‌تواند به تنهایی تحت تأثیر افشای اطلاعات باشد. از طرف دیگر، تصمیم‌های مدیر در راستای نوع و سطح اطلاعاتی که داوطلبانه افشا می‌کند نیز تحت تأثیر عوامل مختلفی است. بر اساس شواهد نظری و تجربی، تغییرات افشا رخدادهای تصادفی نیستند و چه بسا با تغییرات در عوامل دیگری نظیر محافظه‌کاری حسابداری، حاکمیت شرکتی، رقابت بازار محصول، سطح نگاه‌داشت وجه نقد و بی‌ثباتی اقتصاد کلان مصادف می‌شوند. پژوهش‌های صورت‌گرفته در این حوزه، اغلب به بررسی روابط خطی میان افشای اختیاری و ارزش شرکت پرداخته‌اند که اکثر اوقات شواهد متناقضی را فراهم کرده و به وجود چنین عواملی کمتر توجه کرده‌اند. برای مثال برخی (چئونگ، جیانگ و تان^۱، ۲۰۱۰؛ کرمی، ۱۳۹۳؛ آمیهود و مندلسون^۲، ۲۰۰۸ و بالاکریشنن، بیلینگز، کلی و جانکوویست^۳، ۲۰۱۴) به تأثیر مثبت افشای اختیاری بر ارزش شرکت دست یافته‌اند. در حالی که در ادبیات مربوطه، شواهدی از تأثیر منفی افشای اختیاری بر ارزش شرکت مستند شده است (بالقاسم و عمری^۴، ۲۰۱۴ و واگنهایفر^۵، ۲۰۰۴) و برخی فراتر رفته و بیان می‌کنند که میان این دو متغیر رابطه معناداری وجود ندارد (نیکبخت و کلهر نیا، ۱۳۹۶؛ خواجوی و علیزاده طلا تپه، ۱۳۹۳ و حسن، رومیلی، جورجیونی و پاور^۶، ۲۰۰۹). البته در برخی پژوهش‌ها نظیر پژوهش‌های بشیری‌منش، رحمانی، حسینی و موسوی (۱۳۹۴) و خوش‌طینت، قره

1. Cheung, Jiang & Tan
2. Amihud, & Mendelson
3. Balakrishnan, Billings, Kelly & Ljungqvist
4. Belgacem & Omri
5. Wagenhofer
6. Hassan, Romilly, Giorgioni & Power

داغی و رسولی (۱۳۹۷)، شواهدی از وجود رابطه غیرخطی وجود دارد. اما در این پژوهش‌ها، به‌منظور ایجاد رابطه غیرخطی از مجذور متغیر افشای اختیاری استفاده کرده‌اند که به‌دلیل تحمیل فرمی محدودکننده، قادر نیستند اشکال دیگر غیرخطی محتمل در رابطه بین متغیرها را بررسی کنند. بدین ترتیب، بررسی دقیق ارتباط افشای اختیاری و ارزش شرکت در قالب روش‌ها و تکنیک‌های آماری و اقتصادسنجی انعطاف‌پذیر و سازگار با واقعیت پدیده‌های اقتصادی، اهمیت و ضرورت ویژه‌ای دارد. بدین وسیله، می‌توان برای فراهم کردن مکان دستیابی به هدف پیش‌زمینه افشای اختیاری در راستای افزایش ارزش شرکت، راهکارهای عملی ارائه کرد.

مسئله اصلی در پژوهش پیش رو، پاسخ به این پرسش است که ارتباط میان افشای اختیاری و ارزش شرکت چگونه است و آیا می‌توان عواملی را یافت که موجب تقویت یا تضعیف رابطه افشای اختیاری و ارزش شرکت شوند؟

مبانی نظری

افشای اختیاری و ارزش شرکت

بر اساس تئوری، کیفیت افشای اختیاری، به‌واسطه تأثیر مستقیم بر هزینه سرمایه یا تأثیر غیرمستقیم بر جریان‌های نقدی متعلق به سهام‌داران، بر ارزش شرکت می‌افزاید (پلاملی، براون و مارشال، ۲۰۰۸).

بر اساس تئوری اقتصادی افشا، افشای بیشتر، از عنصر عدم تقارن اطلاعاتی موجود در هزینه سرمایه شرکت می‌کاهد (لئوز و ورچیا، ۲۰۰۰). مرتون^۳ (۱۹۸۷)، یک مدل شناخت سرمایه‌گذار را توسعه می‌دهد که به‌موجب آن، سرمایه‌گذاران اطلاعات ناقصی دارند و از تمامی شرکت‌ها در اقتصاد مطلع نیستند. در نتیجه، توزیع ریسک، ناقص و ناکارآمد است. از این رو، افشا توسط شرکت‌های کمتر شناخته‌شده می‌تواند 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 دارند. در نتیجه، سرمایه‌گذارانی که به شرکت‌های آشنایی کمتر دارند، برای سرمایه‌گذاری در سهام شرکت تقاضای صرف ریسک می‌کنند. از آنجا که افشای اختیاری اطلاعات، شناخت بهتری از شرکت فراهم می‌آورد، شبهه درباره چشم‌اندازهای آتی را کاهش می‌دهد و به ریسک کمتر برای شرکت منجر می‌شود، بنابراین، می‌توان انتظار داشت که بر ارزش بیفزاید. علاوه بر این، افشای پتانسیل تغییر ارزش شرکت را به‌واسطه تأثیرگذاری بر تصمیم‌های مدیران و در نتیجه، تفاوت در توزیع جریان‌های نقدی آتی در پی دارد، زیرا شفافیت بیشتر و نظارت بیرونی بیشتری که به‌واسطه افشا فراهم می‌شود، میزان تخصیص مدیریتی را کاهش می‌دهد. این تأثیر، به‌طور کلی هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد (لئوز و ویسوکو، ۲۰۰۸). به نظر می‌رسد افشای قانونی، عملکرد مدیر را به‌طور کامل منعکس نکند. از این رو، مدیریت تلاش می‌کند تا از افشای اختیاری به‌عنوان ابزاری قوی برای برقراری ارتباط با ذی‌نفعان استفاده کند و هزینه سرمایه را کاهش دهد. برخی پژوهش‌ها، در این ارتباط

1. Plumlee, Brown & Marshall
2. Leuz & Verrecchia
3. Merton
4. Kim & Verrecchia
5. Leuz & Wysocki

به شواهدی دست یافته اند. پتروا، جئورگاپولوس، سوتیروپولوس و واسیلئو^۱ (۲۰۱۲) به بررسی رابطه بین هزینه سرمایه و افشای اختیاری با استفاده از مدل سود باقی مانده می‌پردازند. یافته‌ها نشان می‌دهند که شرکت‌ها با افزایش سطح افشای اختیاری، هزینه سرمایه خود را کاهش می‌دهند. چئونگ و همکاران (۲۰۱۰) در می‌یابند که بین افشای اختیاری و ارزش شرکت، رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد، اما بین افشای اجباری و ارزش شرکت رابطه‌ای وجود ندارد. پورزمانی و خریدار (۱۳۹۲) ارتباط افشای داوطلبانه، سبک‌های شناختی تصمیم‌گیری و عدم تقارن اطلاعاتی را با رویکرد مدل پردازش عدسی برونزیک بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهند، با ارائه اطلاعات داوطلبانه کلیه سبک‌های گروه آزمایش، عدم تقارن اطلاعاتی کمتری از گروه کنترل پیدا می‌کنند. کرمی (۱۳۹۳) رابطه بین میزان افشای اختیاری اطلاعات و ارزش شرکت را بررسی کرده است. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهند که افشای اختیاری اطلاعات بر ارزش شرکت تأثیر مستقیم و معناداری می‌گذارد. این یافته، در حمایت از تأثیر افشای اختیاری بر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش ارزش شرکت شواهد مستحکمی ارائه می‌دهد. بشیری و همکاران (۱۳۹۵) با استفاده از رویکرد معادلات ساختاری در می‌یابند که افشای اختیاری با بهبود شفافیت اطلاعاتی، ریسک اطلاعاتی شرکت و بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد که موجب کاهش در هزینه سرمایه می‌شود.

همچنین، افشا به نحوی غیرمستقیم و از طریق تأثیرگذاری بر نقدشوندگی بازار، بر ارزش شرکت می‌افزاید. افشا برای عملکرد یک بازار سرمایه کارا، امری حیاتی است. عدم تقارن اطلاعاتی میان سرمایه‌گذاران، موجب بروز پدیده «گزینش نادرست» در بازار سهام می‌شود. در این شرایط، سرمایه‌گذاران غیرمطلع یا کمتر مطلع نگران معامله با سرمایه‌گذاران مطلع‌تر یا مجهز به اطلاعات خصوصی هستند. در نتیجه، سرمایه‌گذار غیرمطلع، قیمتی که مایل به خرید است را کاهش داده و قیمتی که مایل به فروش است را افزایش می‌دهد تا از خود در برابر زیان‌های معامله با سرمایه‌گذار مطلع حمایت کند. این سازوکار حمایت قیمت در زمان خرید یا فروش سهام، موجب بروز شکاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش در بازار ثانویه سهام می‌شود. به نحوی مشابه، عدم تقارن اطلاعاتی و گزینش نادرست، تعداد سهامی که سرمایه‌گذاران غیرمطلع مایل به معامله آن هستند را کاهش می‌دهند. این تأثیرها، نقدشوندگی بازار سهام را کاهش می‌دهند. علاوه بر این، نبود نقدشوندگی و شکاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش، هزینه معاملات را بر سرمایه‌گذاران تحمیل می‌کند که به دلیل آن پاداش بیشتری دریافت می‌کنند. آمیهود و مندلسون (۱۹۸۸) با در نظر گرفتن تأثیر برونزای هزینه معاملات نشان می‌دهند که قیمت یک دارایی به وسیله ارزش فعلی تمامی هزینه‌های معاملاتی آتی کاهش می‌یابد. به بیان دیگر، بازده مورد انتظار یک سهم با هزینه معامله هر دوره افزایش می‌یابد. همچنین، گزینش نادرست می‌تواند تصمیم‌های معامله‌گری سرمایه‌گذاران را منحرف کند و به تخصیص ناکارآمد دارایی بینجامد. گارلئو و پدرسون^۲ (۲۰۰۴) نشان می‌دهند که در حالت تعادل، گزینش نادرست به هزینه تخصیص مرتبط با تصمیم‌های ناکارآمد خریدوفروش منجر می‌شود. این هزینه تخصیص زمانی رخ می‌دهد که یک مالک به وجه نقد نیاز داشته باشد، اما در خصوص ارزش دارایی نیز اخبار خوبی داشته باشد که به‌طور منطقی نفروختن را انتخاب می‌کند. بدین ترتیب ارزش یک

1. Petrova, Georgakopoulos, Sotiropoulos & Vasileiou
2. Garleanu & Pedersen

دارایی با ارزش فعلی خالص کلیه هزینه‌های تخصیص کاهش می‌یابد. به بیان دیگر، نرخ بازده مورد انتظار یا هزینه سرمایه افزایش می‌یابد. علاوه بر این، قیمت سهم با ارزش فعلی هزینه‌های معامله یا گزینش نادرست آتی تنزیل می‌شود. مشکلات ناشی از گزینش نادرست به زمانی بر می‌گردد که شرکت به انتشار سهام اقدام می‌کند. در این مرحله، سرمایه‌گذاران انتظار دارند در آینده و هنگام فروش سهام، به واسطه عدم تقارن اطلاعاتی، با تنزیل قیمت روبه‌رو شوند. از این رو، واکنش سرمایه‌گذار هنگام خرید سهم، کاهش قیمت است که به نوبه خود از ارزش شرکت می‌کاهد. در نتیجه، شرکت باید برای یک مقدار ثابت سرمایه سهم بیشتری منتشر کند (لئوز و ویسوکو، ۲۰۰۸). به بیان دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی به معنای هزینه بالاتر سرمایه است. در چنین حالتی افشای اختیاری، عدم تقارن اطلاعاتی میان سرمایه‌گذاران مطلع و غیرمطلع را کاهش می‌دهد که در نتیجه آن، سرمایه‌گذاران می‌توانند از مؤسسه‌های با سطح افشای بالا، به نسبت مطمئن باشند که معامله سهم در قیمتی منصفانه رخ دهد و این امر نقدشوندگی سهم شرکت را افزایش می‌دهد (کیم و ورجیا، ۱۹۹۴). پژوهش‌های متعدد به شواهدی در ارتباط با این پیامد دست یافته‌اند. به گفته آمیهود و مندلسون (۲۰۰۸)، بهبود در نقدشوندگی سهام می‌تواند به کاهش در نرخ تنزیل یا هزینه سرمایه کمک کند، بنابراین ارزش شرکت افزایش می‌یابد. فنگ، نو و تیس^۱ (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 می‌دهند. بر اساس یافته‌های آنها، افشای اختیاری و عدم تقارن اطلاعاتی به هزینه سرمایه کمتر و قیمت بالاتر سهم منجر می‌شود که به ارزش شرکت بالاتر می‌انجامد. بالاکریشن و همکاران (۲۰۱۴) تأثیر افشای اختیاری بر نقدشوندگی سهام را بررسی می‌کنند. یافته‌های آنها، رابطه میان نقدشوندگی، افشای اختیاری و ارزش شرکت را نشان می‌دهد.

با وجود این، بر اساس فرضیه هزینه‌های مالکانه^۲، اطلاعات می‌تواند ارزش منفی به همراه داشته باشد و سیاست‌های افشای شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. هزینه مالکانه، هزینه‌ای است که شرکت به دلیل افشای اطلاعات محرمانه و به کارگیری بالقوه آن توسط رقبا متحمل می‌شود. زیرا رقبا به استراتژی شرکت دست یافته و چشم‌انداز آتی شرکت را به خطر می‌اندازند. پس با وجود مطلوب بودن اطلاعات، مدیر تمایلی به افشای اطلاعات ندارد. اگر شرکت اطلاعاتی را که ممکن است به ضرر سرمایه‌گذاران بهره‌بردار شود افشا کند، حتی اگر تولید این اطلاعات فاقد هزینه باشد، سرمایه‌گذاران خود را در وضعیت بدتری می‌پندارند و ممکن است به مقاصد شرکت از فراهم کردن اطلاعات اضافی که تعهدی برای آن وجود ندارد مشکوک شوند یا آن را بد تفسیر کنند (حسن و همکاران، ۲۰۰۹). پورحیدری و حسین پور (۱۳۹۱) در همین ارتباط به شواهد مشابهی دست یافتند. واگنهایفر (۲۰۰۴) عنوان می‌کند که تأثیرهای افشا به سه عامل قطعیت نداشتن، قراردادهای چندنفره با تضاد منافع و عدم تقارن اطلاعاتی بستگی دارد. بر اساس این فرضیات، میان افزایش در افشا و ارزش شرکت رابطه‌ای منفی را پیش‌بینی می‌کند. 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 می‌یابد. همچنین اگر افشای بیشتر، شرکت را در یک وضعیت نبودن مزیت رقابتی در رابطه با رقبای خود قرار

1. Fang, Noe & Tice
2. Proprietary costs

دهد، ممکن است منفعت خالص منفی به همراه داشته باشد. پژوهش‌هایی نظیر پژوهش بالقاسم و عمری (۲۰۱۴)، شواهدی ارائه می‌کنند که افشای اختیاری به لحاظ آماری با ارزش شرکت، رابطه‌ای منفی و بی‌اهمیت دارد. رحیمی اسفه سالاری و زارعی (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر تغییرات افشای اختیاری بر ارزش شرکت پرداختند. نتایج این پژوهش نشان دادند که افزایش میزان افشای اختیاری به افزایش ضرایب سود عملیاتی غیرعادی و خالص دارایی‌های عملیاتی (به‌منزله ارزش شرکت) منجر می‌شود و کاهش میزان افشا، به‌طور لزوم به کاهش ضرایب سود عملیاتی غیرعادی و خالص دارایی‌های عملیاتی منجر نمی‌شود. بنابراین، ممکن است مدیران برای پنهان کردن بیش‌نمایی ارزش شرکت از سرمایه‌گذاران، به کاهش میزان افشا اقدام کنند و مدیران شرکت‌هایی که ارزش شرکت آنها از جانب سرمایه‌گذاران کم‌نمایی می‌شود به افزایش افشای اختیاری اطلاعات اقدام می‌کنند. برخی نظیر حسن و همکاران (۲۰۰۹) و چن، چن و وی^۱ (۲۰۰۹) نیز فراتر می‌روند و نشان می‌دهند که افشا بر ارزش شرکت و هزینه سرمایه بدهی و سهام تأثیر مهمی ندارد. نیکبخت و کلهر نیا (۱۳۹۶) در تعیین رابطه شفافیت اطلاعاتی، نقدشوندگی و ارزشیابی شرکت‌های بورسی، نشان دادند که معیارهای شفافیت اطلاعاتی و سطح نقدشوندگی سهام با یکدیگر رابطه منفی و معناداری دارند. اما، شفافیت اطلاعاتی و ارزش شرکت با یکدیگر رابطه‌ای ندارند. خواجوی و علیزاده طلا تپه (۱۳۹۳) رابطه بین سطح افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی را بررسی می‌کنند. یافته‌ها بیانگر آن هستند که بین سطح افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس تهران، رابطه معناداری وجود ندارد. پژوهش‌هایی که به آنها اشاره شد، به رابطه خطی افشای اختیاری با ارزش شرکت توجه کرده‌اند. اندک پژوهش‌هایی نظیر پژوهش‌های بشیری‌منش و همکاران (۱۳۹۴) و خوش طینت و همکاران (۱۳۹۷) با استفاده از مجذور افشای اختیاری شواهدی را فراهم می‌آورند که در پژوهش نخست، به رابطه U شکل و در پژوهش دوم، به رابطه U وارونه دست می‌یابند. چنین شواهدی، از این ایده حمایت می‌کنند که تعاملی پیچیده از عوامل مختلف وجود دارد که رابطه افشای اختیاری و ارزش شرکت را تعیین می‌کند. در ادامه به بحث درباره عواملی پرداخته می‌شود که فرض می‌شود بر اساس تئوری و شواهد تجربی، بر ارزش شرکت و رابطه افشای اختیاری و ارزش شرکت تأثیرگذار باشند.

عوامل تأثیرگذار بر رابطه افشای اختیاری و ارزش شرکت

رقابت در بازار محصول

رقابت در بازار محصول نه تنها شرکت‌ها را به مزیت رقابتی برون‌سازمانی وابسته می‌کند، بلکه مالکان را به تقویت سازوکارهای حاکمیت شرکتی درون‌سازمانی تشویق می‌کند و رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران را کاهش می‌دهد (لی^۲، ۲۰۱۰). هاشالتر، کلاسا و مکسول^۳ (۲۰۰۷) تأثیر پویای بازار محصولات بر نگره داشت وجه نقد و رفتار پیشگیرانه را بررسی می‌کنند. یافته‌های آنها نشان می‌دهند که میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت و میزان نگره داشت وجه نقد وابستگی بالایی وجود دارد و تهدید رقبا عامل مهمی در انتخاب سیاست‌های مالی و رفتار سرمایه‌گذاری از جانب مدیران

1. Chen, Chen & Wei

2. Li

3. Haushalter, Klasa & Maxwell

است. در همین حال، رقابت بازار محصول، می‌تواند مشکلات نمایندگی را به واسطه کاهش ضعف مدیریتی و حذف مدیران بی‌کفایت کاهش دهد و به تلاش مدیریتی بیشتری در حوزه افشای اختیاری منجر شود تا سهام‌داران از رفتارهای مدیریتی بهتر آگاه شوند (جیروود و موئلر^۱، ۲۰۱۱). رقابت از این مجرا می‌تواند بر ارزش شرکت و سطح افشای اختیاری مؤثر واقع شود. نمازی، رضایی و ممتازیان (۱۳۹۳) در می‌یابند که رقابت در بازار محصول، در تصمیم‌های افشای اختیاری نقش بسزایی ایفا می‌کند و رقابت بیشتر، به کیفیت افشای بیشتر منجر می‌شود. برخی پژوهش‌ها فراتر می‌روند و با بررسی تأثیر رقابت بازار محصول و عناصر داخلی راهبری شرکتی (شامل افشا) بر ارزش شرکت، بیان می‌کنند که شرکت‌ها در صنایع رقابتی از راهبری شرکتی داخلی، بهره به نسبت کمی می‌برند، در حالی که راهبری شرکتی داخلی بهتر، بر ارزش شرکت‌ها در صنایع غیررقابتی تأثیرهای مثبتی نشان می‌دهد و این رابطه در اساس از هیئت مدیره اثربخش تر و افشای شرکت نشئت می‌گیرد (امان، اوئچ و اشمیت^۲، ۲۰۱۰؛ جیروود و موئلر، ۲۰۱۱ و بایون، لی و پارک^۳، ۲۰۱۱).

حاکمیت شرکتی

سایر سازوکارهای راهبری شرکتی (هیئت مدیره، سیستم حسابرسی و مالکیت نهادی)^۴ نیز در محدود کردن رفتارهای فرصت طلبانه مدیران نقش مهمی دارند و بر ارزش شرکت تأثیرگذار هستند. افشای اختیاری به عنوان یک ابزار نظارت، امکان کشف مدیریت سود را فراهم می‌آورد. با وجود این، پژوهش‌هایی نظیر پژوهش کورمیر و مارتینز^۵ (۲۰۰۶) نشان می‌دهند که فعالیت‌های پیش‌بینی (به عنوان افشای اختیاری)، به طور ذاتی می‌تواند انگیزه‌ای برای مدیریت سود باشد. مدیران با دستکاری سود تلاش می‌کنند تا به پیش‌بینی‌های سود تحلیلگران برسند. همچنین، شواهد موجود به جای حمایت از کارا بودن مدیریت سود، بیشتر بر فرصت طلبی مدیران تأکید می‌کند. از آنجا که تصمیم‌های افشای اختیاری مدیران، فقط با هدف کاهش عدم تقارن اطلاعاتی اتخاذ نمی‌شوند و این تصمیم‌ها تحت تأثیر منافع شخصی مدیر نیز قرار می‌گیرند، اعتبار این افشاها با پرسش روبه‌رو است. بر اساس پیشنهاد پژوهش‌های پیش، افشای شرکت از طریق سایر عناصر داخلی حاکمیت شرکتی مناسب بهبود می‌یابد و شرکت‌ها با استانداردهای راهبری بالا از نسبت کیوتوبین و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بالاتر برخوردارند (بلک، لاو و راکینسکی^۶، ۲۰۰۶؛ دارنو و کیم^۷، ۲۰۰۵ و لازاریدز، دریمپتاس، آرجیپائولو و موتوانی^۸، ۲۰۰۹).

1. Giroud & Mueller

2. Ammann, Oesch & Schmid

3. Byun, Lee & Park

۴. به طور عمده در پژوهش‌های پیشین، از این عناصر به عنوان حاکمیت شرکتی یاد می‌شود. در حالی که باید توجه داشت، راهبری شرکتی مفهومی گسترده با سازوکارهای داخلی و خارجی دارد.

5. Cormier & Martinez

6. Black, Love & Rachinsky

7. Durnev & Kim

8. Lazarides, Drimpetas, Argyropoulou & Motwani

سطح نگاه‌داشت وجه نقد

چگونگی به کار گرفتن وجوه داخلی نیز، در تضاد میان سهام داران و مدیران تصمیم مهمی است. فرانسیس، لافوند، اولسن و شیپر^۱ (۲۰۰۵) بر اساس نظریه سلسله‌مراتبی نشان می‌دهند که وجود عدم تقارن اطلاعاتی باعث افزایش هزینه سرمایه شرکت شده و تأمین وجوه از بازارهای مالی به نفع شرکت نخواهد بود، بنابراین شرکت‌ها ترجیح می‌دهند دارایی‌های نقدی زیادی نگهداری کنند تا در مواقع لزوم، وجوه مورد نیاز خود را از منابع داخلی تأمین کنند. بر اساس نتایج پژوهش رحیمیان، صالح‌نژاد و سالکی (۱۳۹۱)، نقدینگی زیاد موجب افزایش توان رقابتی شرکت در به دست آوردن پروژه‌های سرمایه‌گذاری با بازده بالاتر و جلب توجه سرمایه‌گذاران بالقوه و در نهایت کسب بازده بیشتر سهام می‌شود. به بیان دیگر، شرکت‌هایی که وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند، در مقایسه با سایر شرکت‌ها بازده سهام بیشتری نیز دارند. معبادی، عبدلی، دهدار و دارایی (۱۳۹۳) به بررسی ارتباط بین نگاه‌داشت نقدینگی و ارزش شرکت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند. نتایج پژوهش گویای آن است که بین نگاه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، رابطه مثبت وجود دارد و این یافته‌ها مؤید نظریه سلسله‌مراتبی است. با وجود این، زمانی که عدم تقارن اطلاعات زیاد است، نظریه سلسله‌مراتبی تأمین مالی به توضیح تصمیم‌های تأمین مالی شرکت‌ها قادر نیست. بر اساس نظریه جریان وجه نقد آزاد، مدیران به انباشت وجه نقد تمایل دارند تا منابع تحت کنترل خود را افزایش دهند و بتوانند در خصوص تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت از قضاوت و قدرت تشخیص بهره‌مند شوند. به همین دلیل، با وجه نقد شرکت فعالیت می‌کنند تا از این طریق مجبور به ارائه اطلاعات مشروح به بازار سرمایه نشوند؛ هرچند ممکن است مدیران سرمایه‌گذاری‌هایی را صورت دهند که بر ثروت سهام‌داران اثر منفی داشته باشد (فریرا و ویلا، ۲۰۰۴). قربانی و عدیلی (۱۳۹۱) رابطه نگاه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت را در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی بررسی می‌کنند و در می‌یابند که در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی، بین وجه نقد و ارزش شرکت رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. از آنجا که یکی از راه‌های ارتقای ارزش شرکت با افشای اختیاری، کاهش هزینه معاملات به واسطه کاهش هزینه تأمین مالی است و از طرفی سطح نگاه‌داشت وجه نقد بر میزان هزینه معاملات مؤثر است و یکی از تصمیم‌های کلیدی پیرامون هزینه معاملات محسوب می‌شود، بنابراین، به نظر می‌رسد سطح نگاه‌داشت وجه نقد بر رابطه بین افشای اختیاری و ارزش شرکت مؤثر باشد. مرادی، ولی پور و خادمی (۱۳۹۳) به نقش نظارتی افشا در رابطه میان وجوه نقد آزاد و ارزش شرکت توجه کردند. نتایج حاکی از آن است که وقتی کیفیت افشا بالا است، جریان‌های نقد آزاد بر ارزش شرکت تأثیر قوی‌تری دارند. به بیان دیگر، بهبود کیفیت افشا باعث بهبود در استفاده از وجوه نقد و سرمایه‌گذاری در طرح‌های با خالص ارزش فعلی مثبت می‌شود، سوءاستفاده از وجه نقد کاهش می‌یابد و افزایش ارزش شرکت را در پی خواهد داشت. جودی، منصورفر و دیدار (۱۳۹۸) در پژوهشی دریافتند که در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، کیفیت حاکمیت شرکتی قوی (ضعیف) بر رابطه بین نگاه‌داشت وجه نقد و ارزش شرکت تأثیر مثبت (منفی) و معناداری دارد. این نتایج نه تنها با لحاظ کردن دو بعد درونی و بیرونی حاکمیت شرکتی به صورت مجزا به تأیید رسیدند، بلکه با تلفیق ابعاد درونی و بیرونی کیفیت حاکمیت شرکتی نیز تأیید شدند.

1. Francis, LaFond, Olsson & Schipper
2. Ferreira & Vilela

محافظه‌کاری حسابداری

نکته حائز اهمیتی که به‌ندرت در بررسی رابطه افشای اختیاری و ارزش شرکت لحاظ شده، اثر محافظه‌کاری حسابداری است. شواهد تجربی حاکی از آن است که محافظه‌کاری موجب بهبود بهره‌وری سرمایه‌گذاری‌ها (بال و شیواکومار^۱، ۲۰۰۵)، کاهش رفتارهای فرصت طلبانه مدیران (لافوند و واتز^۲، ۲۰۰۸)، افزایش ارزش نهایی وجه نقد (لوئیس، سان و اورکان^۳، ۲۰۱۲)، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی (لافوند و واتز، ۲۰۰۸)، کاهش هزینه سرمایه (پورزمانی و منصوری، ۱۳۹۴)، تغییر عرضه و تقاضای سهام (اسدی و بیات، ۱۳۹۴) و افزایش نقدشوندگی (نمازی و کاشانی‌پور، ۱۳۹۴) می‌شود که افزایش ارزش شرکت را در پی خواهد داشت. البته شواهدی نیز مبنی بر تأثیر منفی محافظه‌کاری بر کیفیت اطلاعات وجود دارند (گیگلر، کانودیا، ساپرا و ونوگوپالان^۴، ۲۰۰۸ و محمدی، صالحی راد و حاجی زاده، ۱۳۹۱) که محافظه‌کاری را به دلیل تحریف اطلاعات و تخصیص منابع، عامل تضییع ارزش شرکت می‌پندارند. از طرف دیگر، برخلاف ارقام مالی گزارش شده، افشاهای اختیاری نه حسابرسی می‌شوند و نه از سازوکارهای نظارتی برخوردارند. درک سرمایه‌گذاران از اعتبار اطلاعات افشاشده به احتمال زیاد از درک آنها از اعتبار اطلاعات سایر مؤسسه‌ها ناشی می‌شود. وقتی شرکتی روش‌های حسابداری محافظه‌کارانه را دنبال می‌کند، به احتمال زیاد سرمایه‌گذاران آن را نه تنها در تهیه اطلاعات مالی بلکه در افشای اختیاری محافظه‌کار می‌پندارند که این امر، بر اعتبار و محتوای ارزشی افشای اختیاری می‌افزاید. گیتزمن و ترومبتا^۵ (۲۰۰۳) با در نظر گرفتن این موارد نشان می‌دهند، مدیری که اطلاعات محرمانه دارد با انتخاب رویه‌های محافظه‌کارانه یا افشای اختیاری اطلاعات، علامتی از کیفیت شرکت می‌دهد که بدین وسیله ریسک اطلاعاتی مربوط به شرکت و هزینه سرمایه کاهش می‌یابد. پارک، ویکاکس و بری^۶ (۲۰۱۱) نشان دادند، محافظه‌کاری بر رابطه بین افشای اختیاری و مربوط بودن اطلاعات حسابداری تأثیرگذار است، زیرا به‌طور عمده، سطح افشای اختیاری در شرکت‌هایی که از دیدگاه سرمایه‌گذاران به‌عنوان شرکت‌های محافظه‌کار شناخته شده‌اند، کمتر است، از این رو به اطلاعات افشاشده این نوع شرکت‌ها واکنش بیشتری نشان داده می‌شود. از آنجا که این دو ابزار با یکدیگر در تعامل هستند، شرکت‌ها ترکیبی از علامت‌های غیرمستقیم (رویه محافظه‌کارانه) و مستقیم (افشا) را اتخاذ می‌کنند.

بی‌ثباتی اقتصاد کلان

در شرایط بی‌ثبات اقتصاد کلان، تصمیم‌گیری‌های آینده پیچیده و مشکل است و این بی‌ثباتی تصمیم‌های عاملان اقتصادی را متأثر کرده و به انحراف آنها منجر می‌شود (راسخی و منتظری، ۱۳۹۴). منایک^۷ (۲۰۰۶) با استفاده از هفت متغیر تأمین مالی، نرخ ارز، نرخ تورم، و نرخ بهره و غیره نشان داد که متغیرهای اقتصادی قدرت بالایی در توضیح قیمت‌های سهام دارند. از سوی دیگر، نوگویرا و لدسما^۸ (۲۰۱۰)، بیان می‌کنند که به احتمال زیاد واکنش بنگاه‌های

1. Ball & Shivakumar
2. LaFond & Watts
3. Louis, Sun & Urcan
4. Gigler, Kanodia, Saprana & Venugopalan
5. Gietzmann & Trombetta
6. Park, Wilcox & Berry
7. Menike
8. Nogueira & Ledesma

صادرکننده خارجی و شرکت‌های داخلی به سطوح مختلف بی‌ثباتی یکسان نیست و تا حدودی در نگرش بنگاه‌ها در رابطه با شرایط اقتصاد کلان ناهمگنی وجود دارد. اما آنچه را که نمی‌توان در شرایط بی‌ثباتی اقتصاد کلان نادیده گرفت، تأثیر این شرایط بر مسائلی همچون تقاضا برای سهام شرکت‌ها و هزینه معاملات است که خود ارزش شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهند و این در حالی است که یکی از راه‌های تأثیر افشای اختیاری بر ارزش شرکت از طریق عواملی چون تقاضا برای سهام شرکت‌ها و هزینه معاملات است. اوکسلهیم، ویلبرگ و تورشیم^۱ (۲۰۱۲) نشان می‌دهند که بخش عمده‌ای از پاداش‌های مدیران به نوسانات اقتصاد کلان نسبت داده می‌شود. به بیان دیگر، به مدیران بر اساس عملکرد فرای کنترل آنها پاداش داده می‌شود و شرکت‌ها در دوره‌های اقتصادی بی‌ثبات، تمایل دارند اطلاعات را تا حد ممکن به‌طور متناوب گزارش کنند. همچنین، افشای اختیاری اطلاعات مربوط به شرایط کلان اقتصادی، به‌نوبه خود می‌تواند برای استفاده‌کنندگان بیرونی در امر نظارت و کنترل مفید واقع شود. بنابراین، به نظر می‌رسد شرایط اقتصاد کلان بر رابطه بین افشای اختیاری و ارزش شرکت مؤثر باشد.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به ادبیات پژوهش، برای بررسی دقیق‌تر این رابطه، عواملی همچون محافظه‌کاری حسابداری، وضعیت رقابتی شرکت، وضعیت حاکمیتی شرکت، وضعیت نگاه‌داشت وجه نقد و وضعیت بی‌ثباتی اقتصاد کلان به‌عنوان عوامل مؤثر بر رابطه افشای اختیاری و ارزش شرکت در نظر گرفته شده‌اند. به این منظور، با توجه به بهره‌گیری از روش رگرسیون انتقال ملایم که در بخش بعد دلیل انتخاب این روش تشریح شده است، فرضیه‌های زیر تبیین می‌شوند:

۱. در رژیم‌های مختلف محافظه‌کاری حسابداری، رابطه بین افشای اختیاری و ارزش شرکت غیرخطی خواهد شد.
۲. در رژیم‌های مختلف رقابتی شرکت، رابطه بین افشای اختیاری و ارزش شرکت غیرخطی خواهد شد.
۳. در رژیم‌های مختلف حاکمیتی شرکت، رابطه بین افشای اختیاری و ارزش شرکت غیرخطی خواهد شد.
۴. در رژیم‌های مختلف نگاه‌داشت وجه نقد، رابطه بین افشای اختیاری و ارزش شرکت غیرخطی خواهد شد.
۵. در رژیم‌های مختلف بی‌ثباتی اقتصاد کلان، رابطه بین افشای اختیاری و ارزش شرکت غیرخطی خواهد شد.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر را می‌توان از نظر هدف، به‌عنوان پژوهش کاربردی و از نظر روش، به‌عنوان پژوهش هم‌بستگی از نوع شبه‌تجربی تلقی کرد. محدوده زمانی پژوهش، از سال ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ بوده و محدوده مکانی پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که بنا بر شش شرط، تعدیل شده است. این شرایط عبارت‌اند از: ۱. جزء بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی نباشند، ۲. به‌واسطه اندازه‌گیری رشد، شرکت تا پایان سال مالی ۹۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد، ۳. دوره مالی آنها به پایان اسفند منتهی شود، ۴. طی این سال‌ها تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند، ۵. با توجه به استفاده از ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، وقفه معاملاتی بیش از چهار ماه نداشته باشند و ۶. گزارش‌های هیئت مدیره و سایر اطلاعات مورد نیاز طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ در بانک‌های اطلاعاتی نظیر سایت

1. Oxelheim, Wihlborg & Thorsheim

بورس اوراق بهادار تهران و ره آورد نوین موجود باشد. با اعمال این شرایط، در نهایت ۶۲۰ سال - شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند.

مدل پژوهشی بر اساس مدل رگرسیون انتقال ملایم پانلی^۱

برای بررسی تأثیرهای غیرخطی رقابت، حاکمیت شرکتی، محافظه‌کاری، سطح نگاه‌داشت وجه نقد و بی‌ثباتی اقتصاد کلان از مدل گونزالز، تراویستا و ون‌دیک^۲ (۲۰۰۵) که بسط یافته مدل رگرسیون آستانه‌ای پانلی است، استفاده می‌شود که نه تنها تغییرات برون‌زای مقطعی داده‌های پانل را به تصویر می‌کشد، بلکه به پارامترهای مدل امکان تغییر ملایم و غیرخطی هنگام تغییر متغیر انتقال می‌دهد. همچنین در صورت وجود چند متغیر انتقال کاندید، امکان انتخاب متغیر انتقال بهینه را فراهم می‌کند. مدل رگرسیون انتقال ملایم پانلی با یک متغیر انتقال بر اساس رابطه ۱ تعریف می‌شود:

$$y_{i,t} = \mu_i + \beta_0 x_{i,t} + \beta_1 x_{i,t} g(q_{i,t}; \gamma, c) + u_{i,t} \quad (\text{رابطه ۱})$$

$$i = 1, \dots, N, \quad t = 1, \dots, T$$

که در آن $y_{i,t}$ متغیر وابسته (ارزش شرکت)، $x_{i,t}$ برداری از متغیرهای برون‌زا (شامل متغیرهای انتقال بیان‌شده، افشای اختیاری و متغیرهای کنترلی: اندازه شرکت، نسبت اهرم مالی، رشد شرکت، افشای اجباری و اندازه)، μ_i اثرهای ثابت مقاطع و $u_{i,t} \approx iid(0, \sigma^2)$ نیز جزء خطا است. $F(q_{i,t}; \gamma, c)$ بیانگر یک تابع انتقال پیوسته و کران‌دار بین صفر و ۱ است که توسط متغیر آستانه‌ای تعیین می‌شود و به صورت لاجستیکی بر اساس رابطه ۲ تصریح می‌شود:

$$g(q_{i,t}; \gamma, c) = \left[1 + \exp \left(-\gamma \prod_{j=1}^m (q_{i,t} - c_j) \right) \right]^{-1}, \quad \gamma > 0, c_1 \leq c_2 \leq \dots \leq c_m \quad (\text{رابطه ۲})$$

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

با توجه به اینکه گونزالز و همکاران (۲۰۰۵) بیان کرده‌اند که تابع انتقال به‌طور معمول دارای یک یا دو حد آستانه‌ای ($m = 1$ و $m = 2$) است، در رابطه با ویژگی پیوسته و کران‌دار بودن تابع انتقال بین صفر و ۱ بحث می‌شود. با فرض $m = 1$ یک تابع انتقال با دو رژیم حدی وجود دارد. بدین ترتیب با میل کردن پارامتر شیب به سمت بی‌نهایت، در صورتی که $q_{i,t} > c$ باشد، تابع انتقال مقدار عددی ۱ ($g = 1$) داشته 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 بی‌نهایت با یک تابع انتقال سه‌رژیمی مواجه خواهیم شد که دو رژیم بیرونی آن مشابه و متفاوت از رژیم میانی است. بدین معنا که برای مقادیر بزرگ‌تر و کوچک‌تر از متغیر انتقال، تابع انتقال مقدار عددی ۱ ($g = 1$) و در غیر این صورت مقدار عددی صفر ($g = 0$) دارد. شایان ذکر است که در

1. Panel Smooth Transition Regression
2. Gonzalez, Terasvirta & Van Dijk

صورت میل کردن پارامتر شیب یا سرعت انتقال میان رژیم‌های به سمت صفر، مدل رگرسیون انتقال ملایم پانلی به یک مدل رگرسیون خطی با اثرهای ثابت تبدیل خواهد شد. با توجه به مطالب عنوان شده، در مدل رگرسیون انتقال ملایم ضرایب تخمینی با توجه به مشاهده‌های متغیر انتقال و پارامتر شیب به صورت پیوسته، بین دو حالت حدی بر اساس رابطه ۳ تصریح می‌شوند:

$$y_{i,t} = \begin{cases} \mu_i + \beta_0 x_{i,t} + u_{i,t} \dots g = 0 \\ \mu_i + (\beta_0 + \beta_1) x_{i,t} + u_{i,t} \dots g = 1 \end{cases} \quad \text{رابطه ۳}$$

در نهایت شکل تعمیم‌یافته مدل با بیش از یک تابع انتقال نیز به صورت رابطه ۴ تصریح می‌شود:

$$y_{i,t} = \mu_0 + \beta_0 x_{i,t} + \sum_{j=1}^r [\beta_j x_{i,t}] g_j(q_{i,t}^j; \gamma_j, c_j) + u_{i,t} \quad \text{رابطه ۴}$$

که در آن r بیانگر تعداد توابع انتقال برای تصریح رفتار غیرخطی است و سایر موارد از پیش تعریف شده‌اند. بر اساس بررسی‌هایی که گونزالز و همکاران (۲۰۰۵) انجام داده‌اند، مراحل تخمین مدل رگرسیون انتقال ملایم بدین ترتیب است که ابتدا آزمون خطی بودن رابطه میان متغیرها (فرض صفر) در مقابل وجود رابطه غیرخطی برای پنج مدل (۱-۴)، (۲-۴)، (۳-۴)، (۴-۴) و (۵-۴)، بر اساس متغیرهای انتقال کاندید (محافظه‌کاری حسابداری، رقابت، سطح نگه‌داشت وجه نقد، حاکمیت شرکتی و بی‌ثباتی اقتصاد کلان) انجام می‌شود. به منظور آزمون این فرضیه برای هر پنج مدل از آماره‌های لاگرانژ والد، ضریب لاگرانژ فیشر و نسبت درست‌نمایی استفاده می‌شود. در صورتی که رابطه غیرخطی میان متغیرها با یک تابع انتقال تأیید شد، مدلی که با قطعیت بیشتر فرض خطی بودن را رد می‌کند به عنوان مدل بهینه انتخاب می‌شود و برای اطمینان از وجود نداشتن رابطه غیرخطی باقی‌مانده و تعیین تعداد توابع انتقال برای تصریح کامل رفتار غیرخطی، باید فرضیه صفر وجود یک تابع انتقال در مقابل فرضیه وجود حداقل دو تابع انتقال برای مدل یادشده آزمون شود. در صورتی که فرضیه صفر رد نشود، لحاظ کردن یک تابع انتقال برای بررسی رابطه غیرخطی بین متغیرهای بررسی شده کفایت می‌کند. 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 می‌یابد.

در ادامه، باید تعداد مکان‌های آستانه‌ای ضروری برای مدل نهایی انتخاب شوند. برای این منظور به پیروی از جود^۱ (۲۰۱۰) مدل رگرسیون انتقال ملایم با یک و دو حد آستانه‌ای تخمین زده می‌شود و برای هر یک از آنها مقادیر مجذور باقی‌مانده‌ها، معیار شوارتز^۲ و معیار اطلاعات آکائیک^۳ محاسبه می‌شود. ملاک تعیین حد آستانه بدین صورت است که برای هر یک از حد آستانه‌های (۱) و (۲) m ، حد آستانه‌ای که معیار مجذور باقی‌مانده‌های کمتری داشته باشد، به عنوان آستانه انتخاب می‌شود. اگر این معیار برای هر دو حد آستانه یکسان باشد، آنگاه معیار انتخاب، معیار آکائیک است.

1. Jude
2. Schwartz Information Criterion
3. Akaike Information Criterion

در نهایت، برای برآورد پارامترهای مد نظر در ابتدا بایستی اثرهای فردی حذف شوند. سپس از روش حداقل مربعات غیرخطی^۱ که معادل تخمین زن حداکثر درست‌نمایی^۲ است مدل مد نظر برآورد می‌شود. در این مدل تغییر در رژیم‌ها یا شکست ساختاری به صورت درون‌زا توسط مدل مشخص می‌شود، به همین دلیل به وارد کردن متغیر موهومی یا بررسی جداگانه شکست ساختاری نیز نیازی نیست. همچنین، مدل برآوردشده در معرض آزمایش‌های برازش نامناسب قرار می‌گیرد تا مشخص شود که آیا توصیف دقیقی از داده‌ها فراهم می‌کند یا خیر. فرضیه صفر شامل ثبات پارامترها، عدم واگرایی باقی‌مانده است.

متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته: ارزش شرکت $(Tobin's Q_{i,t})$ است و با نسبت کیوتوبین سنجیده می‌شود که در بررسی‌های مالی شرکت‌ها، معیاری رایج محسوب می‌شود. کیوتوبین، ریسک و نقش دارایی‌های نامشهود را نیز در نظر می‌گیرد. استفاده از سایر معیارها نظیر بازده دارایی‌ها یا بازده حقوق صاحبان سهام، شاید نتایج تحریف‌شده‌ای با اثرهای عواملی چون گزینه‌های رشد و سرمایه انسانی ارائه دهند (لین^۳، ۲۰۱۳). این نسبت، ارزش بازار شرکت به هزینه جایگزینی دارایی‌های شرکت است. از آنجا که محاسبه هزینه جایگزینی دارایی‌های شرکت در عمل امکان‌پذیر نیست، از ارزش‌های دفتری به‌عنوان نمادی از ارزش جایگزینی استفاده شده و بر اساس رابطه ۵ محاسبه می‌شود.

ارزش شرکت

$$\text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام} + \text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام} - \text{ارزش دفتری دارایی‌ها} \quad \text{رابطه ۵}$$

$$= \frac{\text{ارزش دفتری دارایی‌ها}}{\text{ارزش دفتری دارایی‌ها}}$$

متغیر مستقل: برای اندازه‌گیری کیفیت افشای اختیاری $(VDI_{i,t})$ ، ابتدا چک لیستی از موارد افشای اختیاری بر اساس مبانی نظری و پژوهش‌های پیشین تهیه شده و منطبق با الزام‌های گزارشگری ایران تعدیل می‌شود و در ده بخش (اطلاعات کلی و استراتژیک، بازاریابی و مشتری، تولید و فرایندهای داخلی، راهبری شرکتی، رقابت و بازار محصول، اطلاعات پیش‌بینی، تجزیه و تحلیل ریسک و پاسخ‌گویی اجتماعی و زیست‌محیطی) حاوی ۱۸۰ مورد، گردآوری شده است. برای منظور کردن اهمیت نسبی هر مورد، وزنی بر اساس نظر خبرگان به آن اختصاص یافته است. بدین ترتیب، داده‌های مربوطه با استفاده از تحلیل محتوای گزارش فعالیت هیئت مدیره، برای محاسبه کیفیت افشای اختیاری به‌صورت وزنی بر اساس رابطه ۶ جمع‌آوری شده‌اند.

$$WVDI_{i,t} = \frac{\sum_{j=1}^n w_j d_j}{\sum w} \quad \text{رابطه ۶}$$

1. Non-Linear Least Squares
2. Maximum Likelihood
3. Lin

d_j موارد افشای اختیاری در چک لیست افشا که در صورت افشا نشدن، مقدار صفر و در صورت افشای آن مورد مقدار ۱ می‌گیرد و در وزن مربوطه (w_j) ضرب می‌شود و n تعداد موارد افشای موجود در چک لیست افشا است.

متغیرهای انتقال: محافظه‌کاری حسابداری ($Cons_{i,t}$) برگرفته از مدل گیولی، هاین و ناتاراجان^۱ (۲۰۰۷)، از تقسیم اقسام تعهدی اختیاری بر جمع دارایی‌های اول دوره به دست می‌آید. وضعیت رقابتی شرکت ($MShare_{i,t}$) از طریق مجذور نسبت فروش شرکت به کل فروش صنعتی که در آن فعالیت دارد، به دست می‌آید (مشابه پژوهش نمازی و همکاران، ۱۳۹۳) و هرچه این شاخص کوچک‌تر باشد رقابت در آن صنعت خاص قوی‌تر است و برعکس. وضعیت حاکمیتی شرکت ($CGov_{i,t}$) با مفهوم دستیابی به کفایت بیشتر در ازای میزان کمتری از حاکمیت شرکتی مطرح است. مشابه پژوهش نیکومرام و محمدزاده سالطه (۱۳۸۹)، کفایت حاکمیت شرکتی از بازده حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود و کمیت حاکمیت شرکتی از مجموع امتیازهای استقلال هیئت مدیره، دوگانگی وظایف مدیر عامل (تفکیک مدیر عامل از رئیس و نایب رئیس هیئت مدیره)، وجود کمیته حسابرسی یا حسابرسی داخلی و مالکیت نهادی تقسیم بر کل امتیاز در نظر گرفته شده اندازه‌گیری می‌شود. سطح نگه‌داشت وجه نقد در شرکت ($Cash_{i,t}$) از نسبت وجه نقد به کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید. وضعیت بی‌ثباتی اقتصاد کلان ($Crisis_{i,t}$) به تبعیت از دهقان منشادی و پوررحیم (۱۳۹۲)، نماینده‌ای از چهار متغیر تغییرات نرخ تورم، تغییرات نرخ ارز (نرخ ارز در بازار سیاه)، تغییرات کسری بودجه و تغییرات در نرخ مبادله است. از آنجا که این شاخص‌ها واحدهای یکسانی ندارند، ابتدا هر شاخص از حداقل مقدار خود در سال مد نظر کسر شده و بر تفاوت حداکثر و حداقل مقدار در همان سال تقسیم می‌شود و در نهایت میانگینی از چهار شاخص نام‌برده محاسبه می‌شود.

متغیرهای کنترل: در این تحلیل، بر اساس ادبیات پیشین (حسن و همکاران، ۲۰۰۹؛ پتروا و همکاران، ۲۰۱۲؛ بالقاسم و عمری، ۲۰۱۴؛ پورحیدری و حسین پور، ۱۳۹۱ و فروغی و آدینه جونقانی، ۱۳۹۱)، برخی از ویژگی‌های شرکت که بر رابطه افشای اختیاری و ارزش تأثیرگذار هستند به عنوان متغیر کنترلی لحاظ می‌شوند. اندازه شرکت ($Size_{i,t}$) عاملی مسلط در پژوهش‌های افشا بوده است و درباره تأثیر آن بر ارزش شرکت شواهد مبهمی وجود دارد. با وجود این، انتظار می‌رود شرکت‌های بزرگ‌تر، ارزش بالاتری داشته باشند. این متغیر با استفاده از لگاریتم طبیعی فروش که در پژوهش‌ها شاخص رایج‌تری است، اندازه‌گیری می‌شود. اهرم مالی ($Lev_{i,t}$) از تقسیم مجموع بدهی به مجموع دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود و انتظار می‌رود اعتباردهندگان در کاهش مشکلات نمایندگی نقش نظارتی مهمی ایفا کنند. رشد شرکت ($Growth_{i,t}$) از تغییر فروش سال جاری و سال گذشته تقسیم بر فروش سال گذشته اندازه‌گیری می‌شود. انتظار می‌رود شرکت‌های با رشد بالاتر در ایران بتوانند رشد سود تقسیمی را در آینده علامت دهند و میان رشد شرکت و ارزش شرکت رابطه‌ای مثبت وجود داشته باشد (اعتمادی، حصارزاده، محمدآبادی و بذرافشان، ۱۳۹۱). افشای اجباری ($MDI_{i,t}$) بر اساس شاخص کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی سازمان بورس اوراق بهادار محاسبه می‌شود. بر اساس پژوهش‌های پیشین

1. Givoly, Hayn & Natarajan

(پورحیدری و حسین‌پور، ۱۳۹۱ و اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۱)، بین افشای اجباری و ارزش شرکت رابطه‌ای مثبت انتظار می‌رود.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرها در جدول ۱ نشان داده شده است.

جدول ۱. شاخص‌های توصیف‌کننده متغیرهای پژوهش

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
WVDI	۶۲۰	۰/۳۳۴	۰/۳۳۹	۰/۵۹۶	۰/۰۷	۰/۰۹۴	۰/۲۰	۲/۸۵۹

مقادیر انحراف استاندارد برای متغیر اندازه شرکت، بیشترین مقدار و برای متغیر بی‌ثباتی اقتصاد کلان، کمترین مقدار را دارد. بررسی چولگی نیز حاکی از آن است که توزیع متغیرها چوله هستند. در میان متغیرهای پژوهش، افشای اختیاری با عدد ۰/۲ دارای کمترین چولگی و حاکمیت شرکتی با عدد ۱۲/۸۹ دارای بیشترین چولگی هستند. در ارتباط با کشیدگی نیز، هیچ یک از متغیرها دارای کشیدگی نرمال نیستند. با وجود این، متغیرهای افشای اجباری، بی‌ثباتی اقتصاد کلان و افشای اختیاری به کشیدگی نرمال نزدیک هستند. شایان توجه است، میانگین افشای اختیاری (۰/۳۳) است که فاصله میزان افشا از سطح مطلوب را نشان می‌دهد. علاوه بر این، مشابه با پژوهش‌های پیشین (پورحیدری و حسین‌پور، ۱۳۹۱ و بشیری منش و همکاران، ۱۳۹۴)، در میزان افشا پراکندگی مشاهده می‌شود.

برآورد مدل

همان‌طور که در جدول ۲ مشاهده می‌شود، مدل غیرخطی برای مدل‌های (۱-۴)، (۳-۴) و (۵-۴) با یک حد آستانه تأیید می‌شود. با وجود این، در میان متغیرهای انتقال کاندید، مدل (۳-۴) با متغیر انتقال سطح نگه‌داشت وجه نقد، با قطعیت بیشتری فرض خطی بودن را رد می‌کند و به‌نحو مناسب‌تری رابطه غیرخطی را نشان می‌دهد. بدین ترتیب، این مدل به‌عنوان مدل بهینه انتخاب می‌شود.

جدول ۲. آزمون وجود رابطه غیرخطی

مدل (۵-۴)		مدل (۴-۴)		مدل (۳-۴)		مدل (۲-۴)		مدل (۱-۴)		متغیر انتقال
Crisis		CGov		Cash		Mshare		Cons		
m = ۲	m = ۱	m = ۲	m = ۱	m = ۲	m = ۱	m = ۲	m = ۱	m = ۲	m = ۱	حد آستانه
H ₀ : r = ۰						H ₁ : r = ۱				
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

m بیانگر تعداد مکان‌های آستانه‌ای و r بیانگر تعداد توابع انتقال است. همچنین، اعداد داخل پرانتز بیانگر احتمال آماره هستند.

در ادامه، برای اطمینان از نبود رابطه غیرخطی باقی‌مانده و تعیین تعداد توابع انتقال برای تصریح کامل رفتار غیرخطی، فرضیه صفر وجود یک تابع انتقال در مقابل فرضیه وجود دو تابع انتقال آزمون شد. با توجه به نتایج آزمون در جدول ۳، یک تابع انتقال برای تصریح مدل کفایت می‌کند.

جدول ۳. آزمون وجود رابطه غیرخطی باقی‌مانده برای مدل ۳

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
m = ۲		m = ۱		H ₀ : r = ۱		H ₁ : r = ۲

* اعداد داخل پرانتز بیانگر احتمال آماره هستند.

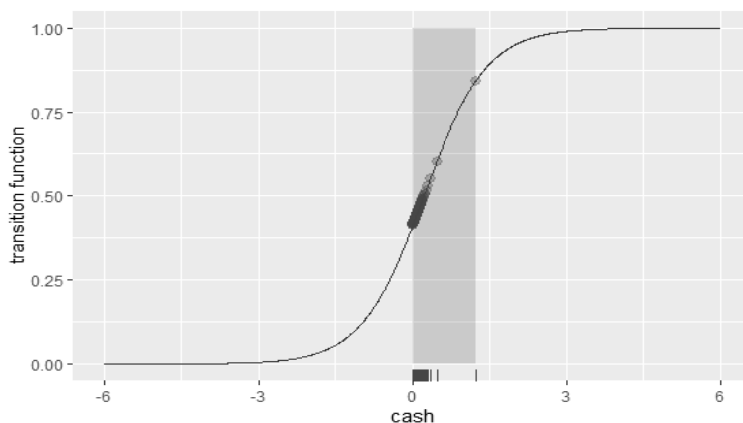
ضرایب در مدل بهینه، با حذف اثرهای ثابت از طریق حذف کردن میانگین‌های انفرادی و سپس با استفاده از روش حداقل مربعات غیرخطی که معادل تخمین‌زن حداکثر درست‌نمایی است و به روش عددی با تعداد تکرار ۱۰۰ بار در ۴ هسته برآورد شده‌اند که نتایج آن در جدول ۴ گزارش شده است.

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

WVDI	CGov	Cash	Crisis	Mshare	Cons	Size	Growth	MDI	Lev	ضریب
-۲۶/۹ ***(-۲/۷)	۰/۴۳ *** (۴/۲)	-۱۵/۴ (-۱/۴)	۳۹/۲ *** (۵/۰۰)	-۳۴/۶ *(-۱/۸)	۵/۲۹ *** (۵/۰۸)	-۱/۲۳ *** (-۱۲/۴)	-۱/۲۵ *** (-۱۳/۱)	-۶/۶۸ *** (-۵/۶)	۱۳/۶۳ *** (۱۶/۹)	β_1
۵۴/۰۳ *** (۳/۹)	--/۷۷ *** (-۵/۵)	۱۷/۳ *** (۴/۱)	-۷۰/۷ *** (۵/۳)	۶۹/۷ *** (۴/۲)	-۱۰/۹۷ *** (-۳/۲)	۲/۵۸ *** (۵/۱۶)	۲/۸۳ *** (۶/۹۵)	۱۳/۱۴ (۱/۲)	-۲۵/۷۲ *** (۹/۷)	β_1
۲۷/۰۷ *** (۹/۹)	--/۳۴ *** (-۷/۸)	۱/۹۵ *** (۴/۳)	-۳۱/۵ *** (-۲/۷)	۳۵/۱ *** (۲/۷)	-۵/۶۷ *** (-۱۱/۲)	۱/۳۵ *** (۵/۹۷)	۱/۵۶ *** (۸/۶۸)	۶/۴۵ *** (۹/۱)	-۱۲/۰۸ *** (-۶/۱)	$\beta_1 + \beta_2$
۰/۱۵۲		حد آستانه‌ای (c)				۰/۶۳			سرعت انتقال (γ)	
آزمون‌های ارزیابی مدل										
۱/۰۷ ۰/۳۷۶	آماره LM احتمال	آزمون نبود رابطه غیرخطی باقی‌مانده				۱/۰۵۷ ۰/۳۹۲	آماره LM احتمال	آزمون ثبات پارامترها		

اعداد داخل پرانتز بیانگر آماره t هستند که معناداری آن با علامت *، **، *** به ترتیب در سطح ۱۰ درصد، ۵ درصد و ۱ درصد مشخص شده است.

در نمودار شکل ۱ تابع انتقال سطح نگاه‌داشت وجه نقد را نشان می‌دهد که مشاهده می‌شود با شیبه ملایم (۰/۶۳) توانسته است رژیم را تغییر دهد. حد آستانه سطح نگاه‌داشت وجه نقد (c) برابر با ۰/۱۵۲ است. حد آستانه، در حقیقت نقطه عطف و متمایزکننده دو رژیم بیان‌شده در مدل رگرسیون انتقال ملایم است که با توجه به مقدار پارامتر شیبه، برآورد شده و مقادیر متغیر انتقال (سطح نگاه‌داشت وجه نقد) موجب می‌شود ضریب اثرگذاری متغیرهای پژوهش بر متغیر وابسته پژوهش (ارزش شرکت) تغییر یابند. همچنین، در نمودار شکل ۱ مشاهده می‌شود که تراکم چگالی (فراوانی مشاهدات) در رژیم دوم در مقایسه با رژیم نخست بیشتر است.



شکل ۱. تابع انتقال سطح نگاه‌داشت وجه نقد

در مدل بالا، دو رژیم حدی وجود دارد. با توجه به نکات اشاره‌شده در بخش روش‌شناسی، در رژیم نخست $g=0$ و در رژیم دوم $g=1$ است. بنابراین برای رژیم نخست بر اساس رابطه ۷ داریم:

$$\begin{aligned} Tobins'Q_{it} = & 13.63Lev_{it} - 6.68MDI_{it} - 1.25Growth_{it} - 1.23Size_{it} \\ & + 5.29Cons_{it} - 34.6Mshare_{it} + 39.2Crisis_{it} - 15.4Cash_{it} \\ & + 0.43CGov_{it} - 26.9WVDI_{it} \end{aligned} \quad (\text{رابطه ۷})$$

و برای رژیم دوم بر اساس رابطه ۸ خواهیم داشت:

$$\begin{aligned} Tobins'Q_{it} = & 12.08Lev_{it} + 6.45MDI_{it} + 1.56Growth_{it} + 1.35Size_{it} \\ & - 5.67Cons_{it} + 35.1Mshare_{it} - 31.5Crisis_{it} + 1.95Cash_{it} \\ & - 0.34CGov_{it} + 27.07WVDI_{it} \end{aligned} \quad (\text{رابطه ۸})$$

شایان ذکر است که نمی‌توان مقدار عددی ضرایب را در حالت حدی به‌طور مستقیم تفسیر کرد. بدین ترتیب، فقط به علامت آنها در دو رژیم به‌عنوان رابطه متغیرها با متغیر وابسته پژوهش اشاره می‌شود.

شواهد نشان می‌دهند که نگاه‌داشت وجه نقد کمتر از حد آستانه (۰/۱۵۲)، بر ارزش شرکت تأثیر منفی دارد. این رابطه، چنین استدلال می‌شود که نگهداری ذخیره وجه نقد پایین، شرکت را با ریسک غیرمنتظره کسری وجه نقد در آینده مواجه می‌کند. از این رو، شرکت با احتمال بیشتری، به دستیابی به بازار سرمایه خارجی برای تأمین وجوه برای اجرای فعالیت‌ها، پرداخت بدهی‌های کوتاه‌مدت و بهره‌برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری در رابطه با شرکت‌ها با ذخیره بالای وجه نقد نیاز دارد. این امر به‌نوبه خود، موجب هزینه‌های معاملاتی بالاتر می‌شود. یافته پژوهش در این زمینه با نتایج پژوهش قربانی و عدیلی (۱۳۹۱) مطابقت دارد. آنان نشان دادند که در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی، بین ارزش شرکت و نگاه‌داشت وجه نقد رابطه منفی معناداری وجود دارد و این یافته‌ها مؤید نظریه جریان نقد آزاد است. اما به‌ازای مقادیر بیشتر از حد آستانه، نگاه‌داشت وجه نقد بر ارزش شرکت تأثیر مثبت و معنادار دارد. زیرا نقدینگی بیشتر، وابستگی شرکت بر تأمین مالی خارجی را کاهش می‌دهد و احتمال آنکه پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت اتخاذ شوند را افزایش می‌دهد. همچنین، مدیران با نگاه‌داشت وجه نقد بیشتر خود را در مقابل شوک‌های نامطلوب جریان‌های نقدی ایمن می‌کنند و بدین ترتیب از هزینه‌های مرتبط با محدودیت نقدینگی پرهیز می‌کنند. این یافته، مؤید نظریه سلسله‌مراتبی است و با نتایج پژوهش فرانسویس و همکاران (۲۰۰۵)، رحیمیان، صالح‌نژاد و سالکی (۱۳۹۱) و معبادی و همکاران (۱۳۹۳) سازگار است.

در رژیم نخست، افشای اختیاری اطلاعات بر ارزش شرکت تأثیر منفی و معنادار دارد. اما در رژیم دوم، به‌ازای مقادیر نقدینگی بیشتر از ۰/۱۵۲، ضریب غیرخطی افشای اختیاری مثبت و معنادار بوده و تأثیر کلی آن بر ارزش شرکت نیز مثبت و معنادار است. هرچند بر اساس تئوری جریان نقد آزاد و تئوری نمایندگی چنین استدلال می‌شود که هدف مدیر افزایش ثروت سهام‌داران نیست و با نگهداری وجوه نقد آزاد ممکن است در راستای منافع شخصی گام بردارد. از این رو، نقدینگی زیاد با هزینه‌های نمایندگی بالا همراه است. اما زمانی که کیفیت افشا افزایش یابد، جریان‌های نقد آزاد بر ارزش شرکت تأثیر قوی‌تری خواهند داشت. به بیان دیگر، بهبود کیفیت افشا باعث بهبود در استفاده از وجوه نقد و سرمایه‌گذاری در طرح‌های با خالص ارزش فعلی مثبت می‌شود، سوءاستفاده از وجه نقد کاهش می‌یابد که افزایش ارزش

شرکت را در پی خواهد داشت. همچنین، یکی از راه‌های ارتقای ارزش شرکت با افشای اختیاری، کاهش هزینه معاملات به‌واسطه کاهش هزینه تأمین مالی است. این موضوع با یافته‌های مرادی و همکاران (۱۳۹۳) سازگار است.

در رژیم نخست، تمرکز بیشتر در یک صنعت باعث می‌شود تا مزایای نظارتی بازار کاهش و عدم تقارن اطلاعاتی افزایش یابد که موجب کاهش ارزش شرکت می‌شود. این یافته با نتایج پژوهش جودی و همکاران (۱۳۹۸)، مبنی بر اینکه وقتی شرکت‌ها در صنایع غیررقابتی و متمرکز فعالیت می‌کنند، از وضعیت انحصاری بودن لذت برده و با ایجاد محیط اطلاعاتی غیرشفاف از توجه رقبا دوری می‌کنند، مطابقت دارد. ایجاد محیط اطلاعاتی غیرشفاف باعث می‌شود مشکلات و هزینه‌های نمایندگی جلوه بیشتری داشته باشد. اما در رژیم دوم، چنین استدلال می‌شود که شرکت‌ها در صنایع کمتر رقابتی، برای آنکه با تهدید هجومی سایر رقبا مبنی بر استراتژی‌های قیمت‌گذاری یا کمپین‌های تبلیغاتی مقابله کنند، لازم است توانایی خود را برای استفاده بهتر از فرصت‌های سرمایه‌گذاری افزایش دهند (هاشالت و همکاران، ۲۰۰۷). از این رو، منابع وجه نقد به‌منظور ممانعت از کاهش سهم بازار یا حذف شدن از بازار اهمیت دارند. همچنین، در وضعیتی که رقابت کم باشد، عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می‌یابد که تأمین مالی خارجی را پرهزینه می‌کند. از این رو، نگردها داشت وجه نقد بیشتر در این شرایط بر ارزش شرکت می‌افزاید.

تأثیر خطی حاکمیت شرکتی در رژیم نخست، بر ارزش شرکت مثبت و معنادار است. زمانی که شرکت‌ها نیازهای نظارتی کمتری دارند، حاکمیت شرکتی ضعیف نیز می‌تواند در کنترل مسئله نمایندگی کافی باشد. در حالی که در رژیم دوم، این ویژگی‌ها بر ارزش شرکت تأثیر منفی و معنادار دارند. به بیان دیگر، حاکمیت شرکتی کارآمدی خود را از بابت نقش نظارتی و کاهش تضادهای نمایندگی ناشی از نگردها داشت زیاد وجه نقد از دست می‌دهد. در نتیجه حاکمیت ضعیف‌تر، ممکن است مدیر به‌جای توزیع سود میان سهام‌داران، وجه نقد را در شرکت نگاه دارد که ارزش شرکت در بلندمدت کاهش می‌یابد. یافته‌ها در رژیم نخست، با نتایج پژوهش جودی و همکاران (۱۳۹۸) ناسازگار است، اما در رژیم دوم مطابقت دارد. با توجه به تأثیرهای مثبت افشای اجباری و افشای اختیاری می‌توان بیان کرد که این متغیرها در رژیم دوم، در این زمینه توان بیشتری دارند.

در رژیم نخست، محافظه‌کاری حسابداری به‌واسطه بهبود کیفیت اطلاعات و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، می‌تواند به‌عنوان جایگزینی برای نظارت خارجی و کاهش هزینه نمایندگی مطرح شود. همچنین محافظه‌کاری می‌تواند برای اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری کارتر انگیزه‌ای اضافی را فراهم کرده، نظارت بر مدیریت را تسهیل کند و در نهایت باعث بهبود ارزش نهایی وجه نقد شود و بدین ترتیب موجب افزایش ارزش شرکت شود. این یافته با نتایج لافوند و واتز (۲۰۰۸)، اسدی و بیات (۱۳۹۴) و نمازی و کاشانی پور (۱۳۹۴) هماهنگ است. اما زمانی که سطح نگردها داشت وجه نقد بالا است، نیاز به تأمین منابع مالی کمتر است و علامتی از عملکرد بهتر شرکت است. از این رو، این دیدگاه قوت می‌گیرد که به‌کارگیری رویه‌های محافظه‌کارانه در اطلاعات گزارش‌شده باعث کاهش کیفیت اطلاعات در صورت‌های مالی شده و به تصمیم‌گیری‌های نادرست سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات منجر می‌شود، از این رو، موجب کاهش ارزش شرکت می‌شود. یافته‌های گیگلر و همکاران (۲۰۰۹) و محمدی و همکاران (۱۳۹۱) این موضوع را تأیید می‌کند، اما با نتایج لوئیس و همکاران (۲۰۱۲) سازگار نیست.

اهرم در رژیم نخست، بر ارزش شرکت تأثیر مثبت و معنادار و در رژیم دوم، تأثیر منفی و معنادار دارد. در سطوح پایین وجه نقد، استفاده بیشتر از ظرفیت بدهی، موجب نظارت بیشتر سرمایه‌گذاران می‌شود، کارایی مدیران در نگاه‌داشت وجه نقد کافی برای پرداخت بهره و اصل بدهی را افزایش می‌دهد و از عدم تقارن اطلاعاتی می‌کاهد، از این رو، به افزایش ارزش شرکت منجر می‌شود. این امر در تأیید یافته‌های فروغی و آدینه جونقانی (۱۳۹۱) و اعتمادی و همکاران (۱۳۹۱) است، اما زمانی که وجوه نقد زیادی وجود دارد، تأمین مالی از طریق بدهی، به دلیل مشکلات نمایندگی میان سهام‌داران و اعتباردهندگان موجب افزایش هزینه‌های نظارت می‌شود. همچنین، بدهی بیشتر می‌تواند موجب از دست رفتن انعطاف‌پذیری مالی و مشکل سرمایه‌گذاری کمتر شود. این دو حالت، هزینه‌های نمایندگی بدهی است که می‌تواند کاهش در ارزش شرکت را به همراه داشته باشد. این یافته با شواهد گراهام و هاروی^۱ (۲۰۰۱) مطابقت دارد.

متغیر رشد در رژیم نخست، بر ارزش شرکت تأثیر منفی و در رژیم دوم، تأثیر مثبت دارد. تأثیر منفی رشد این گونه استدلال می‌شود که شرکت‌ها با فرصت رشد بیشتر، می‌توانند با ریسک غیرسیستماتیک بالاتری مواجه باشند و فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تأثیر نامطلوب افزایش ریسک بر ارزش شرکت را کاهش نمی‌دهد (مارتینز سولا، گارسیا تروئل و مارتینز سولانو^۲، ۲۰۱۳). در رژیم دوم، شرکت‌ها با فرصت‌های رشد بالاتر، انتظارهای خوبی از سودهای آتی دارند و در خصوص تصمیم‌گیری درباره سرمایه‌گذاری‌های آتی از انعطاف‌پذیری بیشتری برخوردار هستند. سهام‌داران خرد که به طور کلی سرمایه‌گذاران حرفه‌ای محسوب نمی‌شوند، در بازار فراوان هستند. بدین ترتیب، شرکت‌های با رشد بالاتر می‌توانند رشد سود تقسیمی را در آینده علامت دهند. اما لازمه رشد بیشتر، سرمایه‌گذاری زیاد است و در نتیجه با ریسک مالی بالا همراه است. از این رو، انباشت وجه نقد ضرورت می‌یابد. همچنین بر اساس تئوری اطلاعات نامتقارن، شرکت‌ها با رشد زیاد، عدم تقارن اطلاعاتی کمی دارند. از این رو، اطمینان بیشتری از این بابت وجود دارد که تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیر در راستای منافع سهام‌داران باشد. بر همین اساس، تقاضای سهام افزایش می‌یابد و به تبع آن می‌توان انتظار داشت که ارزش شرکت افزایش یابد.

تأثیر منفی اندازه شرکت در رژیم نخست را می‌توان این گونه تفسیر کرد که وقتی شرکت از نظر اندازه رشد می‌کند، در دارایی‌های غیرجاری سرمایه‌گذاری شایان توجهی صورت می‌پذیرد، اما این مخارج عمده به سرعت به سودآوری نمی‌رسند. ممکن است بازار به واسطه عدم تقارن اطلاعاتی، به خوبی به این موضوع توجه نکند. در رژیم دوم، اندازه شرکت بر ارزش شرکت تأثیر مثبت دارد. اندازه بزرگ شرکت به نوبه خود، یکی از شاخص‌های رشد خوب شرکت است و برای سرمایه‌گذاران علامتی مثبت محسوب می‌شود که به افزایش در ارزش شرکت منجر می‌شود. اما باید توجه داشت که شرکت‌های بزرگ به واسطه راهبری شرکتی قوی‌تر و پوشش تحلیلگران بیشتر از عدم تقارن اطلاعاتی کمتری برخوردارند. از این رو، مدیر نمی‌تواند از ذخیره وجه نقد بالاتر سوءاستفاده کند.

بی‌ثباتی اقتصاد کلان در رژیم نخست، بر ارزش شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد. بدین ترتیب، از آنجا که در شرایط بی‌ثباتی اقتصاد، پول در حال از دست دادن ارزش خود است، سطوح پایین نگاه‌داشت وجه نقد و سرمایه‌گذاری

1. Graham & Harvey

2. Martínez-Sola, García Teruel & Martínez Solano

بیشتر در تولید، بر سودآوری، تقاضا برای سهم و ارزش شرکت تأثیر مثبتی دارد. در حالی که در رژیم دوم، به واسطه اینکه هزینه فرصت پول بالا است، ممکن است نگرده داشت وجه نقد با مشکل نمایندگی همراه باشد. به این صورت که مدیر به دنبال سرمایه‌گذاری در تولید یا پروژه‌هایی نباشد که در بلندمدت بازده مثبت دارند، بلکه هدف کوتاه‌مدت یا استفاده از فرصت‌های آربیتراژ را دنبال کند. از این رو، بی‌ثباتی بر ارزش شرکت تأثیر منفی خواهد داشت.

در صورتی می‌توان به نتایج مدل ارائه‌شده اطمینان داشت که اثرهای ناهم‌سانی واریانس و تغییر رژیم در مدل وجود نداشته باشد. همان‌طور که از آماره‌های حاصل از ارزیابی مدل در جدول ۳ مشاهده می‌شود، مدل پژوهش فاقد رژیم جدید است و پارامترهای مدل از ثبات برخوردارند.

بحث و نتیجه‌گیری

آزمون‌ها در مدل رگرسیون انتقال ملایم نشان دادند که متغیرهای محافظه‌کاری حسابداری، سطح نگرده داشت وجه نقد و بی‌ثباتی اقتصاد کلان توان ایجاد رابطه غیرخطی میان افشای اختیاری و ارزش شرکت را دارند، اما حضور متغیر سطح نگرده داشت وجه نقد قدرت بیشتری در تبیین رابطه بهینه دارد. در ادبیات مالی برای نگرده داشت وجه نقد سطح بهینه گزارش شده است (نظیر پژوهش مارتینز سولا و همکاران، ۲۰۰۹) و همان‌گونه که انتظار می‌رفت تأثیر این متغیر بر این ارتباط، به صورت تأثیر آستانه‌ای و ایجاد رابطه غیرخطی مشاهده شد. نتایج حاصل از مدل بهینه نشان دادند که ضریب اثرگذاری افشای اختیاری اطلاعات در سطوح پایین وجه نقد، منفی است، اما به ازای مقادیر بیشتر از ۰/۱۵۲، این اثر معکوس می‌شود و بر ارزش شرکت تأثیر مثبت دارد. هرچند، ممکن است نقدینگی زیاد با هزینه‌های نمایندگی بالا همراه باشد، اما زمانی که کیفیت افشا بالا است جریان‌های نقد آزاد، بر ارزش شرکت تأثیر قوی‌تری دارند. به بیان دیگر، بهبود کیفیت افشا باعث بهبود در استفاده از وجوه نقد و سرمایه‌گذاری در طرح‌های با خالص ارزش فعلی مثبت می‌شود، سوءاستفاده از وجه نقد کاهش می‌یابد و افزایش ارزش شرکت را در پی خواهد داشت. همچنین، یکی از راه‌های ارتقای ارزش شرکت با افشای اختیاری، کاهش هزینه معاملات به واسطه کاهش هزینه تأمین مالی است. با توجه به اینکه بیشتر شرکت‌های نمونه در رژیم دوم قرار داشتند، اهمیت افشای اختیاری در ارتقای ارزش شرکت دوچندان خواهد بود.

با توجه به یافته‌های پژوهش و تحلیل نتایج به دست آمده پیشنهادهای کاربردی زیر ارائه شده است:

۱. به مدیران واحدهای تجاری توصیه می‌شود با توجه به سطح نگرده داشت وجه نقد شرکت، سطح افشای اختیاری خود را تعیین کنند تا اثرهای نامطلوب نمایندگی ناشی از نقدینگی کاهش یابد. برای مثال، اطلاعاتی نظیر مخارج سرمایه‌گذاری پیش‌بینی‌شده و برنامه‌های آتی شرکت می‌تواند هدف مدیر را از بابت نگرده داشت وجه نقد شفاف کند و موجب ارزش‌گذاری بالاتر این وجوه توسط بازار شود.
۲. به پیامدهای افشای اختیاری به نحوی گسترده در پژوهش‌های خارجی و داخلی توجه شده است. این موضوع از اهمیت افشا به عنوان ابزاری برای برقراری ارتباط و انتقال اطلاعات به ذی‌نفعان در کاهش تضادهای نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی سرچشمه می‌گیرد. همان‌طور که از یافته‌های پژوهش بر می‌آید، رابطه افشای اختیاری و ارزش شرکت و روابط سایر متغیرهای توضیحی در رابطه بیان شده می‌توانند تحت تأثیر سطوح مختلف

عواملی نظیر محافظه‌کاری، سطح نگاه‌داشت وجه نقد و شاخص‌های کلان اقتصادی قرار گیرد. بدین ترتیب به پژوهشگران توصیه می‌شود به تأثیرهای غیرخطی افشای اختیاری بر ارزش شرکت در حضور عواملی که نقش افشا را تقویت یا تضعیف می‌کنند، توجه کنند. این امر موجب غنی‌تر شدن ادبیات در این حوزه می‌شود.

منابع

- اسدی، غلامحسین؛ بیات، محسن (۱۳۹۴). تأثیر حسابداری محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی 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). قیمت‌گذاری افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۲(۳)، ۲۷۹-۳۰۰.
- بشیری منش، نازنین؛ رحمانی، علی؛ موسوی، میرحسین (۱۳۹۵). پیامدهای افشای اختیاری: رویکرد معادلات ساختاری. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۵(۴)، ۱۶۱-۱۸۶.
- پورحیدری، امید؛ حسین پور، حمزه (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین افشای اجباری و اختیاری با ارزش سهام شرکت‌ها. *چشم‌انداز مدیریت مالی*، ۵(۵)، ۹-۲۸.
- پورزمانی، زهرا؛ خریدار، احسان رضا (۱۳۹۲). تأثیر مالکان نهادی عمده بر ارزش شرکت. *فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی، تحلیل اوراق بهادار*، ۶(۲۰)، ۷۹-۸۹.
- پورزمانی، زهرا؛ منصور، فرناز (۱۳۹۴). تأثیر کیفیت افشا، محافظه‌کاری و رابطه متقابل آنها بر هزینه سرمایه عادی. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۷(۲۵)، ۸۵-۱۰۲.
- جودی، سمیرا؛ منصورفر، غلامرضا؛ دیدار، حمزه (۱۳۹۸). کیفیت حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی، عدم تقارن اطلاعاتی و نگاه‌داشت وجه نقد: افزایش یا کاهش ارزش شرکت؟ *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۶(۱)، ۳۹-۶۴.
- خواجوی، شکرالله؛ علیزاده تپه، وحید (۱۳۹۳). بررسی اثرات سطح افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۲(۴۲)، ۸۹-۱۱۵.
- خوش‌طینت، محسن؛ قره‌داغی، مریم؛ رسولی، سمیه (۱۳۹۷). تأثیر مدیریت سود بر سطح افشا و عملکرد مالی واقعی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۸(۲۲)، ۲۱-۴۸.
- دهقان منشادی، محمد؛ پور رحیم، پروین (۱۳۹۲). رابطه بین بی‌ثباتی اقتصاد کلان و رشد اقتصادی در ایران. *فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی*، ۲۱(۶۷)، ۱۷۱-۱۹۲.
- راسخی، سعید؛ منتظری، مجتبی (۱۳۹۴). اثر بی‌ثباتی اقتصاد کلان بر عبور نرخ ارز: شواهدی از رگرسیون انتقال ملایم (STR). *فصلنامه تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی*، ۶(۲۲)، ۷-۳۱.
- رحیمی اسفه‌سالاری، دانیال؛ زارعی، علیرضا (۱۳۹۲). بررسی تأثیر تغییرات افشای اختیاری بر ارزش شرکت. *اولین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت، شیراز، مؤسسه بین‌المللی آموزشی و پژوهشی خوارزمی*، دریافت‌شده از http://www.civilica.com/Paper-FNCAM01-FNCAM01_263.html

- رحیمیان، نظام‌الدین؛ صالح‌نژاد، سیدحسین؛ سالکی، علی (۱۳۸۸). رابطه میان برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۶(۵۸)، ۷۱-۸۶.
- فروغی، داریوش؛ آدینه‌جونقانی، احمد (۱۳۹۱). رابطه بین میزان افشای اطلاعات و ارزش شرکت. *پژوهش‌نامه حسابداری مالی و حسابرسی*، ۴(۱۴)، ۱۱۷-۱۴۲.
- قربانی، سعید؛ عدیلی، مجتبی (۱۳۹۱). نگره داشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی. *مجله دانش حسابداری*، ۳(۸)، ۱۳۱-۱۴۹.
- کرمی، اعظم (۱۳۹۳). تأثیر میزان افشای اختیاری اطلاعات بر ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید اشرفی اصفهانی، دانشکده مدیریت و حسابداری.
- محمدی، حمید؛ صالحی‌راد، معصومه؛ حاجی‌زاده، سعید (۱۳۹۱). شناسایی مدیریت آرایشی سود با استفاده از قانون بنفورد. *دانش حسابرسی*، ۱۱(۴۵)، ۵۱-۶۷.
- مرادی، جواد؛ ولی‌پور، هاشم؛ خادمی، مهدی (۱۳۹۳). بررسی تأثیر کیفیت افشا بر رابطه بین وجه نقد آزاد و ارزش شرکت. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۲(۲)، ۸۷-۹۸.
- معبادی، مجید؛ عدیلی، محمد رضا؛ دهدار، فرهاد؛ دارایی، محسن (۱۳۹۳). ارتباط بین نگره داشت نقدینگی و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابرسی*، ۱۴(۵۵)، ۱۵۱-۱۷۴.
- نمازی، محمد؛ رضایی، غلامرضا؛ ممتازیان، علیرضا (۱۳۹۳). رقابت در بازار محصول و کیفیت اطلاعات حسابداری. *مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، ۶(۲)، ۱۳۱-۱۶۶.
- نمازی، محمد؛ کاشانی‌پور، فرهاد (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین محافظه‌کاری در گزارشگری مالی و نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۲(۴)، ۵۲۱-۵۴۰.
- نیکبخت، محمدرضا؛ کلهر‌نیا، حمید (۱۳۹۶). بررسی رابطه شفافیت اطلاعاتی، نقدشوندگی و ارزشیابی شرکت. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۹(۳۳)، ۱-۱۶.
- نیکومرام، هاشم؛ محمدزاده‌سالطه، حیدر (۱۳۸۹). رابطه بین حاکمیت شرکتی و مدیریت سود. *مدیریت بهره‌وری*، ۴(۱۵)، ۱۸۷-۲۱۰.

References

- Amihud, Y., & Mendelson, H. (2008). Liquidity, the value of the firm, and corporate finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(2), 32-45.
- Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M.M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36-55.
- Asadi, G., Bayat, M. (2015). The Impact of Conditional and Unconditional Conservatism on Firm Value. *Management Accounting*, 8(24), 1-12. (in Persian)
- Balakrishnan, K., Billings, M., Kelly, B., & Ljungqvist, A. (2014). Shaping Liquidity: On the Causal Effects of Voluntary Disclosure. *Journal of Finance*, 69(5), 2237-2278.

- Ball, R., & Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in U.K. private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 83-128.
- Bashirimanesh, N., Rahmani, A., & Mosavi, M. (2016). Consequences of Voluntary Disclosure: Structural Equation Modeling Approach. *Empirical Research in Accounting*, 5(4), 161-186. (in Persian)
- Bashirimanesh, N., Rahmani, A., Hosseini, S., Mosavi, M. (2015). Value relevance of voluntary disclosure in capital market of Iran. *Accounting and Auditing Review*, 22(3), 279-300. (in Persian)
- Belgacem, I. & Omri, A. (2014). The value relevance of voluntary disclosure: evidence from Tunisia stock market international. *Journal of Management, Accounting and Economics*, 1(5), 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.
- 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.
- 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*, 15, 273-289.
- 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.
- Dehghan manshadi, M., & pourrahim, P. (2013). The Examination of the Relationship between Macroeconomic Instability and Economic Growth in Iran. *Quarterly Journal of Economic Research and Policies*, 21 (67), 171-192. (in Persian)
- Durnev, A., & Kim, E. H. (2005). To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. *Journal of Finance*, 60, 1461-1493.
- Etemadi, H., Hesar zadeh, R., Mohamad Abadi, M., & Bazr Afshan, A. (2012). Disclosure and Firm Value: Evidence from Iran's Emergence Stock Market. *Management Accounting*, 5(13), 67-77. (in Persian)
- Fang, V. W., Noe, T. H., & Tice, S. (2009). Stock market liquidity and firm value. *Journal of Financial Economics*, 94, 150-169.
- Ferreira, M., & Vilela, A. (2004). Why do firms fold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10 (2), 295-319.
- Foroughi, D., & Adineh Joonghani, A. (2012). The relationship between information disclosure and firm value. *The Financial Accounting and Auditing Research*, 4 (14), 117-142. (in Persian)
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting & Economics*, 39(2), 295-327.

- Garleanu, N., & Pedersen, L. (2004). Adverse Selection and the Required Return. *Review of Financial Studies*, 17, 643-665.
- Ghorbani, S., & Adili, M. (2012). Firm Value, Cash Holdings and Information Asymmetry. *Accounting Knowledge*, 3(8), 131-149. (in Persian)
- 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.
- Gigler, F., Kanodia, C., Sapra, H., & Venugopalan, R. (2008). Accounting Conservatism and the Efficiency of Debt Contracts. *Journal of Accounting Research*, 47 (3), 767-97.
- Giroud, X., & Mueller, H. M. (2011). Corporate governance, product market competition, and equity prices. *The Journal of Finance*, 66(2), 563-600.
- Givoly, D., Hayn, C., & Natarajan, A. (2007). Measuring reporting conservatism. *The Accounting Review*, 82 (1), 65-106.
- 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 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(1), 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(3), 797-825.
- Joudi, S., Mansourfar, G., Didar, H. (2019). Internal and External Corporate Governance Quality, Information Asymmetry and Cash Holdings: Increase or Decrease in the Firm Value. *Accounting and Auditing Review*, 26(1), 39-64. (in Persian)
- Jude, E. (2010). Financial Development and Growth: A Panel Smooth Regression Approach. *Journal of Economic Development*, 35, 15-33.
- Karami, A. (2014). *The effect of voluntary disclosure of information on the value of companies listed on the stock exchange*. Master Thesis, Shahid Ashrafi University of Isfahan, Faculty of Management and Accounting. (in Persian)
- Khajavi, S., & Alizadeh, V. (2014). Investigating the Impacts of Voluntary Disclosure Level on the Information Asymmetry of the Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 11(42), 89-114. (in Persian)
- Khoshtinat Nik Niyat, M., gharehdaghi, M., Rasouli, S. (2019). Effects of Earnings Management on Disclosure and True Financial Performance. *Empirical Research in Accounting*, 8(4), 21-48. (in Persian)
- 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.
- 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>.
- Li, X. (2010). The impact of product market competition on quantity and quality of voluntary disclosures. *Review of accounting studies*, 15, 663-711.
- Lin, F. L. (2013). Board Ownership and Firm Value in Taiwan-A Panel Smooth Transition Regression Model. *Journal for Economic Forecasting*, 4, 148-160.
- Louis, H., Sun, A., & Urcan, O. (2012). Value of cash holding and accounting conservatism. *Contemporary Accounting Research*, 29(4), 1249-1271.
- Maabadi, M., Dehdar, F., Abdoli, M.R., & Daraei, M. (2013). Relationship between the maintenance of liquidity and the value of accepted companies in Tehran stock exchange. *Journal of Accounting Knowledge*, 55(14), 151-174. (in Persian)
- 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.
- Mohammadi, H., Salehi Rad, M., & Hajizadeh, S. (2011). Identify Cosmetic Earning Management Using Benford's Law. *Auditing Knowledge*, 11 (45), 51-67. (in Persian)
- Moradi, J., valipour, H., & Khademi, M. (2014). Investigation of the Impact of Disclosure Quality on the Relationship between free Cash Flow and Firm Value. *Asset Management and Financing*, 2(2), 87-98. (in Persian)
- Namazi, M., & Kashanipour, F. (2016). Investigation of the relationship between conservatism in financial reporting and stock liquidity of the listed companies on Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Review*, 22(4), 521-540. (in Persian)
- Namazi, M., Rezaei, G., & Momtazian, A. (2015). Product Market Competition and Accounting Information Quality. *Jornal of Accountng Advances*, 6(2), 131-166. (in Persian)
- Nikbakht, M. R., & Kalthornia, H. (2017). Investigating the relationship between information transparency, liquidity and company evaluation. *The Financial Accounting and Auditing Research*, 9 (33), 1-16. (in Persian)
- Nikoomaram, H., & Mohammadzadeh Salteh, H. (2010). Relationship between Corporate Governance and Earnings Management. *The Journal of Productivity Management*, 4 (15), 187-210. (in Persian)
- Nogueira, R. & Ledesma, M. (2010). Does Exchange Rate Pass-Through Respond to Measures of Macroeconomic Instability? *Journal of Applied Economics*, 14(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.
- Plumlee, M., Brown, D., & Marshall, S. (2008). *The Impact of Voluntary Environmental Disclosure Quality on Firm Value*. <http://ssrn.com>. pp. 1-64.
- Poor Heidari, O., & Hosein poor, H. (2012). Investigating the Relationship between mandatory and voluntary Disclosure with firm Value. *Financial management perspective*, 5, 9-28. (in Persian)
- Poor Zamani, Z., & Kharidar, E. (2014). Impact of major institutional owners on firm value. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 6(4), 79-89. (in Persian)
- Poor Zamani, Z., & Mansori, F. (2015). The impact of disclosure quality, conservatism and joint impact of them on cost of equity capital. *The Financial Accounting and Auditing Research*, 7(25), 85-102. (in Persian)
- Rahimi Esfe Salari, D., & Zarei, A. (2013). Investigating the effect of voluntary disclosure changes on company value. First National Conference on Accounting and Management, Shiraz, Kharazmi International Educational and Research Institute. http://www.civilica.com/Paper-FNCAM01-FNCAM01_263.html (in Persian)
- Rahimian, N., Salehnejad, S., & Saleki, A. (2010). Relationship between the Some of Corporate Governance Mechanisms and Information Asymmetry in the Firms listed in Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Review*, 16(4), 71-86. (in Persian)
- Rasekhi, S., & Montazeri, M. (2016). The Impact of Macroeconomic Instability on Exchange Rate Pass through: Some Evidence from Smooth Transition Regression (STR) Model. *Journal of Economy Modeling Research*, 6 (22), 7-31. (in Persian)
- 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.