

تأثیر مدیریت سود بر میزان افشا و عملکرد مالی درست و حقیقی:

مدارکی از شرکت های پذیرفته شده در هنگ کنگ

چکیده

مقاله حاضر این فرض را به چالش می کشاند که جستجو برای افزایش افشاء عملکرد شرکت را الزاماً بهبود نمی بخشد. با استفاده از شرکت های پذیرفته شده هنگ کنگ برای افزایش میزان افشاء، این مقاله نشان می دهد منفعت خالص افشا مشروط به شرایطی نظیر کیفیت و یکپارچگی اطلاعات شرکت می باشد. در این جا توضیح می دهیم که بین افشا و عملکرد شرکت زمانی یک رابطه غیر خطی وجود دارد که عملکرد اندازه گیری شده برای تاثیر مدیریت سود در طول دوره سالهای 2006 تا 2013 تنظیم می گردد. نتایج مطالعه حاضر نشان می دهد افشای شرکتی احتمالاً به منفعت می انجامد، اما بعد از یک سطح بهینه، افزایش میزان افشا، عملکرد حقیقی شرکت را کاهش می دهد. این سطح بهینه همچنین زمانی تنزل می یابد که بین محیط های نظارت شرکت (مثلاً هیئت های مستقل) اختلافاتی وجود داشته باشد. نتایج بدست آمده نشان می دهد نظارت شدید مدیرعاملان (CEO)، مزیت افشای شرکتی اضافی را جبران می نماید.

مقدمه

مدیر عامل به عنوان ارشدترین مامور شرکتی در هنگام تجربه اختیار، باید این تعامل را همواره مد نظر قرار دهد. در افشای شرکتی، بخش بزرگی از اختیار CEO در زمینه افشای اطلاعات برای مطلع کردن بازار در مورد عملکرد CEO و فعالیتهای شرکت می باشد- اطلاعاتی که هدف آنها حفظ نظم CEO می باشد. اما در ادبیات پژوهشی، فرض می شود مدیرعاملان بر اعمال بزرگ کننده شرکت اثر می گذارند که امنیت شغلی و حقوق و مزایای بیشتری برای آنها حاصل می کند به ویژه زمانی که منافع آنها با منافع خارجی ها همسو و همتراز نیست. زمانی که این دورشته بحث باهم در نظر گرفته می شوند، مدیرعاملان رژیم افشای کمتر آموزنده را ترجیح داده و کیفیت اطلاعات (نظیر کامل بودن یا کمال، صحت، قابلیت اعتماد، دقت و بهنگامی) فراهم شده از سوی مدیرعاملان، ممکن است کیفیت مورد انتظار بیگانگان نباشد. این مسئله شامل مدل‌های شفافیت شرکتی آسیایی

می شود که به خاطر ناکارا بودن در حفظ تساوی و بی طرفی و یکپارچگی در بازارهای سهام در طول بحران آسیای شرقی مورد انتقاد قرار گرفته بودند. بنابراین، جستجوی شفافیت شرکتی بیشتر، نقش بسیار مهمی در حل مسئله و بهبود آموزندگی رژیم افشا دارد. در بورس سهام هنگ کنگ (HKSE)، بحث های سیاست عمومی در مورد افشای شرکتی، به افزایش مقدار افشا به عنوان کلیدی برای نیل به تغییر مرحله ای مطلوب در شفافیت نگاه می کند. شرکت های مسئول در قبال این تغییر اغلب افزایش مقدار افشا را به عنوان عاملی وصف می کنند که اطلاعات مورد نیاز برای بهبود شفافیت را فراهم می نماید. بنابراین، اگر افزایش افشا خوب باشد، پس می توان این سؤال را مطرح کرد که چرا مالکان به عنوان بیگانگان میلی به افزایش میزان افشا قبل از نیازهای قانونی نداشتند. مانع افزایش مقدار اطلاعات افشا شده چیست؟

محیط اطلاعات شفاف، شرکت را برای همه سرمایه گذاران جذاب تر جلوه می دهد. آن هماهنگی بین شرکت ها و سرمایه گذاران در مورد تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه را بهبود بخشیده و جوی از اعتماد می سازد که می تواند ارزش شرکت را افزایش دهد. اگر مدیرعاملان اطلاعاتی افشا نکنند، سرمایه گذاران دیدگاههایشان در مورد ارزش شرکت را پائین تر خواهند آورد. در نتیجه، مدیر عاملان برای تمایز خودشان از مدیرعاملانی با اطلاعات کمتر مطلوب جهت داشتن اعتبار و شهرت شغلی و حرفه ای خوب، انگیزه هایی برای افشای اطلاعاتشان دارند. به همین اندازه، اطلاعات می توانند توانایی سهامداران و هیئت ها برای نظارت بر مدیرعاملان را بهبود بخشند، توانایی که می تواند سبب از دست رفتن شغل مدیرعاملان شود. برای داشتن امنیت شغلی و شهرت و اعتبار بیشتر، مدیرعاملان بایستی تلاشهایشان را به سمت افزایش قیمت های سهام شرکت ها هدایت کنند.

در مقایسه با مطالعات قبل که بر این باورند که نگرانیهای حرفه ای و شغلی ناشی از افشا، فعالیتهای ارزشمند در شرکت ها را افزایش می دهد، این مطالعه این گونه استدلال می کند که فعالیتهای مدیرعاملان برای نیل به امنیت شغلی و شهرت و اعتبار بیشتر سخت و طاقت فرسا بوده و با امکان نمایش نادرست، بدون سود می باشد. در این نظر، نگرانیهای شغلی و حرفه ای می تواند به مدیرعاملان انگیزه منحرف نمودن اطلاعات شرکتهای دیگر به عنوان یک تلاش زیاد در جهت افزایش قیمت سهام را دهد. به طور مثال، **Hermalin** و **Weisbach (2012)** براین باورند که نگرانیهای شغلی و حرفه ای مدیرعامل را بر آن می دارند تا تلاشش را به سمت دستکاری اطلاعات مربوط به توانایی اش منحرف نماید. در این راستا، **Hirst, Koonce** و

Venkatarman (2007) نشان می دهند اطلاعات باورنکردنی و غیر قابل قبول، بعد از اصلاحات قانونی مرتبط با اطلاعات شرکتی و حاکمیت شرکتی، به طور چشمگیری افزایش یافته است. Brennan (1999) این گونه استنباط می کند که مدیریت شرکت های هدف در هنگام قبضه مالکیت احتمالاً اطلاعات را در طول پیشنهادات قبضه مالکیت بیشتر افشا می کنند تا بدین طریق نشان دهند سهام آنها کمتر از ارزش واقعی تخمین زده شده است. تحقیق موجود همچنین نشان داده است که افزایش افشای شرکتی می تواند منجر به هزینه هایی از لحاظ انحراف ناشی از نگرانیهای شغلی و حرفه ای گردد (اعمال مدیر عامل با هدف تحریف سیگنال). به طور مثال، Hermalin و Weisbach (2012) بر این باورند که نگرانیهای شغلی و حرفه ای اثر بالقوه ای بر انگیزه مدیرعاملان برای مشارکت در فعالیتهای کاهنده ارزش با هدف کافی ظاهر نمودن گزارشگری اعمال می نمایند. بنابراین، نگرانیهای شغلی و حرفه ای مدیرعامل می تواند هزینه های اطلاعات نامتقارن اضافی و هزینه های نمایندگی برای سهامداران تولید نموده و منجر به تخریب جو اعتماد تعادلی گردد.

در حالیکه بیگانگان و مدیرعاملان رجحان های مخالفی در مورد افزایش افشا دارند، انتظار می رود رجحان های مخالف بخشی از مزیت افشارا از طریق حقوق و مزایای بیشتر ضبط نمایند. Goldman (2006) و Slezak و Holmstrom (1999) نشان می دهند رجحان مخالف، گرایش مدیرعاملان به حقوق و مزایای بیشتر را با توجه به نگرانیهایی که با آن مواجه می شوند، افزایش می دهد. این گرایش و تمایل به افزایش حقوق و مزایا در زمان تخطی و هتک حرمت عمومی بعد از رسوایی یا بحران مالی به وجود می آید و افزایش فوری حقوق و مزایای مدیر اجرایی را غیر ممکن می سازد. بنابراین، می تواند انگیزه های مدیرعاملان برای استفاده از صورت های مالی به عنوان راهی برای افزایش حقوق و مزایا را تشدید نماید. استفاده از مدیریت سود برای تقویت موقتی یا کاهش درآمد گزارش شده، یک مکانیسم برای افزایش حقوق و مزایای مدیرعامل می باشد که بر عملکرد عملیاتی تاثیرگذار است. این مطالعه در نظر دارد تاثیرات افشا بر منافع سهامداران را مورد پژوهش قرار دهد، یعنی، منافع شخصی اقتصادی سهامداران را به حداکثر می رساند. عملکرد شرکت که با داده های حسابداری اندازه گیری می شود، از طریق فرضیات مربوط به مدیریت سود به خاطر افزایش ریسک برای شغل و حرفه مدیرعاملان در سطوح افشا، در معرض بایاس درونزادی بالقوه ای قرار دارد (مثلاً استهلاک دارایی های مشهود، استهلاک دارایی های نامشهود و اقلام تعهدی). بنابراین، عملکرد را به عنوان متغیر وابسته مورد بررسی قرار داده و ارتباط مقدار زیاد

افشا با عملکرد شرکت را می‌سنجیم زمانی که عملکرد گزارش شده شرکت، از اثرات مدیریت سود محروم می‌باشد. طبق پژوهش حاکمیت شرکتی، مقدار نمایش غلط نیز متاثر از سایر عوامل نظارت مدیرعامل نظیر هیئت مستقل واقع می‌شود. بنابراین، تحلیل تجربی حاضر، اثر متوسط افشا بر عملکرد واقعی شرکت و همچنین اثر تعاملی هیئت مستقل بر تاثیر افشا را مورد بررسی قرار می‌دهد. به علاوه، فرض می‌کنیم امکان دارد بین افشا و عملکرد حقیقی شرکت رابطه غیر خطی وجود داشته باشد.

برای بررسی مسائل درونزادی باقیمانده، روش گشتاورهای تعمیم یافته پنل دینامیکی (GMM) پیشنهاد شده توسط Wintoki, Linck و Netter, (2012) را انجام می‌دهیم که به عنوان روشی معتبر شناخته شده است. مثل مطالعات قبل، این مطالعه مدارکی بدست می‌آورد دال براینکه میزان افشا رابطه مثبتی با عملکرد شرکت دارد، در حالیکه تعدیل تاثیر مدیریت سود، تاثیر افشا بر عملکرد حقیقی شرکت را به طرز چشمگیری کاهش می‌دهد. مدارک تجربی ما از رابطه درجه دو بین میزان افشا و عملکرد حقیقی شرکت نیز حمایت می‌کنند. نتایج بدست آمده با پژوهش فرضی قبل سازگاری داشته و این گونه استدلال می‌کند که یک سطح بهینه از افشا وجود دارد و اینکه تلاشهای هزینه بر و غیر تولیدی مدیرعاملان در جهت تحریف اطلاعات، فراتر از سطح بهینه می‌باشد. در نتیجه تلاشها برای تعهد و اختیار سطوح فراتر از این حد بهینه، سودها را کاهش می‌دهد.

به علاوه، نتایج بدست آمده نشان می‌دهد رابطه مثبت بین میزان افشا و عملکرد حقیقی شرکت در شرکت هایی قویتر است که مدیران مستقل تر در هیئت مدیره حضور دارند. اما در مدل غیر خطی، سطح بهینه بین تعامل میزان افشا با هیئت مدیره مستقل و عملکرد حقیقی پائین تر از سطح بهینه بین میزان افشا و عملکرد حقیقی می‌باشد. یافته های بدست آمده این پیام را تقویت می‌کند که مزایای بهبود نظارت کلاً به سمت سهامداران جریان نمی‌یابد و شرکت ها در محیط های نظارتی مختلف از سطح بهینه متفاوتی برای میزان افشا برخوردار هستند. رئوس این مقاله به شرح ذیل می‌باشد. در بخش بعدی راجع به ادبیات پژوهشی و مسائل مرتبط بحث شده است، سپس مقدمه ای بر مدل‌های پذیرفته شده برای معیارهای عملکرد شرکت، متغیرهای کنترل بکاررفته در متغیرهای وابسته و شرح و وصف داده ها و روش تحقیق پذیرفته شده برای مطالعه مطرح می‌گردد. بخش یکی مانده به آخر نتایج تجربی مطالعه رامطرح نموده و در بخش پایانی، ملاحظات پایانی برگرفته از این تحقیق مطرح می‌گردد.

ROA به عنوان درآمد عملیاتی تقسیم بر دارایی های کل شرکت در شروع سال مالی تعریف شده است؛ ROE نسبت سود و درآمد خالص تقسیم بر حقوق صاحبان سهام در شروع سال مالی می باشد. برای بدست آوردن معیار عملکرد نسبتاً عاری از دستکاری، لازم است تاثیر انتخاب های استراتژی بالقوه در مورد استهلاک دارایی های مشهود، استهلاک دارایی های نامشهود و ارقام تعهدی را پاک کنیم. پیرو **Cornett et al. (2008)**، **Bartov, Gul** و **Tsui (2001)** و **Dechow, Sloan** و **Sweeney (1995)**، از مدل تغییر یافته **Jones' (1991)** برای اندازه گیری ارقام تعهدی اختیاری استفاده می کنیم که به عنوان قدرتمندترین مدل برای تشخیص مدیریت سود در میان سایر مدلها شناخته شده است. ارقام تعهدی اختیاری به عنوان بخشی از ارزش دفتری دارایی ها به صورت زیر محاسبه می شود:

$$\text{Discretionary Accruals} = \text{Total Accruals} - (1 + _ \text{sale} - _ \text{Receivables} + \text{PPE}) (1)$$

در این رابطه PPE دارایی ها، کارخانه، تجهیزات و متغیرهای وصول شدنی را نشان می دهد تا مشخص شود چه مقدار تغییر در فروش در حقیقت ناشی از تشخیص متحورانه فروش های بحث برانگیز می باشد. ارقام تعهدی کل را می توان از طریق داده های ترازنامه پی در پی یا متوالی یا از صورت جریان نقدی محاسبه نمود. **Cornett et al. (2008)** این گونه استدلال می کنند که صورت جریان نقدی در حضور رویدادهای غیر مفصل بندی نظیر ادغام و خرید ارجع می باشد که منجر به تغییراتی در ترازنامه می گردد که از طریق صورت سود و زیان جریان نمی یابد. بنابراین، ارقام تعهدی کل را به صورت سود قبل از کسر آیتم های فوق العاده و عملیات های تنزیل یافته منهای جریان نقدی عملیاتی از عملیات های مستمر محاسبه می کنیم.

مدل

در این بخش، هدف ما تعیین یک فرم تابعی مناسب برای رابطه بین افشا و اندازه گیری عملکرد شرکت می باشد که به ما اجازه تست سئوالات تحقیق را می دهد. در اینجا از مدل داده های پنل دینامیکی (پویا) استفاده می کنیم. عملکرد حقیقی شرکت، با TFP و افشا با DI نشان داده می شود. **LEV, FS, CE** و **FG** مابقی متغیرهای توضیحی در مدل هستند. پیرو اظهارات **Fang et al. (2009)**، **Cornett et al. (2008)** و **Black** و **Kim (2012)**، یک فرم پارامتری خطی برای کلیه متغیرهای توضیحی با برآورد مدل (1) فرض می کنیم:

$$TFP_{it} = \alpha + \gamma TFP_{it-1} + \beta DI_{it} + \delta_1 LEV_{it} + \delta_2 FS_{it} + \delta_3 CE_{it} + \delta_4 FA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

در این رابطه TFP با Adj-ROA و Adj-ROE اندازه گیری می شود. بازده منهای اقلام تعهدی اختیاری روی نسبت دارایی، Adj-ROE درآمد و سود خالص منهای اقلام تعهدی اختیاری حقوق صاحبان سهام، DI نمره افشا، Lev اهرم شرکت، FS اندازه شرکت، CE مخارج سرمایه، FA سن شرکت و ε یک جمله خطا را نشان می دهد.

برای مدلسازی رابطه بین اندازه گیری عملکرد شرکت و افشا و تعیین نقاط انفصال افشا زمانی که اندازه گیری عملکرد شرکت جهات را تغییر می دهد، مدل (2) را به صورت زیر تعیین می کنیم:

$$TFP_{it} = \alpha + \gamma TFP_{it-1} + \beta_1 DI_{it} + \beta_2 DI_{it}^2 + \delta_1 LEV_{it} + \delta_2 FS_{it} + \delta_3 CE_{it} + \delta_4 FA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

در این مدل از اندازه گیری عملکرد شرکت در برابر افشا و جذرش رگرسیون گرفته می شود. رابطه درجه دو پیشنهاد شده در مدل دوم، معرف یک نقطه انفصال است که با مشتق گیری از مقدار افشا، می توان به شکلی بهینه به آن دست یافت. نقطه انفصال در رابطه درجه دو، با علامت های مورد انتظار ضرایب متغیرهای افشا (β_1) و (β_2) با فرض $\partial TFP / \partial DI = 0$ و حل DI محاسبه می شود:

$$TFP = \alpha + \beta_1 DI + \beta_2 DI^2$$

$$\partial TFP / \partial DI = \beta_1 + 2\beta_2 DI = 0 \quad (4)$$

سپس، نقطه انفصال $DI = -(\beta_1 / 2\beta_2)$

از آنجایی که متغیر افشا نمی تواند مقادیر منفی اتخاذ کند، در نتیجه نقطه انفصال DI بایستی برابر یا بیشتر از صفر باشد (≥ 0 نقطه انفصال DI). این امر منجر به این شرط می گردد که β_1 و β_2 نشان دهنده علامت های مخالفی می باشند. برای ارزیابی این مسئله که آیا هیئت مدیره مستقل اثر افشا بر معیارهای عملکرد شرکت را خنثی می کند یا خیر، IB^* ، IB^*DI ، IB^*DI^2 و IB^{**} به مدل اضافه می شوند:

$$TFP_{it} = \alpha + \gamma TFP_{it-1} + \beta_1 DI_{it} + \beta_2 DI_{it}^2 + \beta_3 IB^*DI_{it} + \beta_4 IB^{**}DI_{it} + \delta_1 IB_{it} + \delta_2 LEV_{it} + \delta_3 FS_{it} + \delta_4 CE_{it} + \delta_5 FA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

در این رابطه IB نسبت مدیران مستقل در هیئت مدیره را نشان می دهد.

روش برآورد

یکی از نکات مهم روش پیشنهادی آن است که روابط درونزاد بین افشا و عملکرد حقیقی شرکت را با دقت کنترل می کنیم. تعداد بزرگی از مطالعات Demsetz و (1985) Lehn, Hermalin و (1988) Weisbach, Smith و (1992) Bizjak, Brickley, Watts و (1993) Coles, Bhagat و (1999) Black, Core و (1999) Guay, Denis و (1999) Sarin و (2008) Coles et al. به این مسئله توجه کردند که درونزادی هنگام انجام هر برآورد تجربی در عملکرد شرکت، یک نگرانی جدید تلقی می گردد. این محققین نشان می دهند که مقادیر هر یک از متغیرها، برحسب عملکرد شرکت تعیین می شود. به علاوه، مقادیر فعلی متغیرهای توضیحی احتمالاً به مقادیر گذشته شان بستگی دارند. بنابراین، نادیده گرفتن این منبع درونزادی می تواند پیامدهای جدی برای استنباط به همراه داشته باشد.

در اینجا از استدلالات مبتنی بر تحقیق قبل استفاده می کنیم که نشان می دهد درونزادی پویا، یک نگرانی در افشا و عملکرد شرکت به شمار می رود. به طور مثال، (2013) Chen et al. و (1970) Akerlof پیشنهاد می کنند که شرکت هایی با ارزش بالا باید انگیزه های بیشتری برای مشارکت در افشای داوطلبانه در سال آینده داشته باشند، زیرا این کار کمک می کند هزینه های سرمایه آنها پائین تر آمده از تخفیف و تنزیل قیمت در بازار برای اجناس بنجل اجتناب می گردد. برای رفع بایاس های پدید آمده در این زمینه، مدل پیشنهادی را با استفاده از ارزیابی یا برآورد کننده پنل پویا مدلسازی می کنیم که سه منبع بالقوه درونزادی را کنترل می نماید: (1) ناهمگنی غیر قابل مشاهده، که در صورتی پدید می آید که عوامل غیر قابل مشاهده ای وجود داشته باشد که بر متغیرهای وابسته و توضیحی اثرگذار می باشند، (2) همزمانی که در صورتی پدید می آید که متغیرهای مستقل تابع متغیر وابسته یا مقادیر مورد انتظار متغیر وابسته باشند و (3) درونزادی پویا که در صورتی پدید می آید که اعمال فعلی شرکت بر محیط کنترلش اثرگذار باشد، این امر خود بر اعمال آتی اش اثرگذار خواهد بود.

برای آزمون مدلها، ابتدا مسائل بالقوه مرتبط با اثر همزمانی را با استفاده از متغیرهای ابزاری گیر می اندازیم. GMM از اطلاعات مربوط به تاریخچه شرکت به عنوان ابزارهای معتبر برای شکل فعلی عملکرد شرکت، افشا و سایر متغیرهای توضیحی پیرامون ویژگیهای شرکت استفاده می کند. مولفین مختلفی (مثلاً Wintoki, Linck & Netter, 2012 و (2013) Pathan & Faff)، مدارک قوی فراهم می نمایند دال بر اینکه ابزارهای مرتبط با شیوه GMM پویا معتبر و قدرتمند می باشد. ثانیاً، این مطالعه از مدل پنل اثرات ثابت پویا در

مشخصات رگرسیون استاندارد برای تولید برآوردهای پارامتر سازگار استفاده می کند که در برابر ناهمگنی غیر قابل مشاهده استوار می باشد. **Driscoll** و **Kraay (1998)** نشان می دهند که نادیده گرفتن وابستگی مقطعی در هنگام برآورد مدل‌های پنل می تواند منجر به استنباط آماری شدیداً جانبدارانه گردد. سوم اینکه، از روش مشخصات **GMM** پنل پویا استفاده می کنیم که در برابر درونزادی پویا استوار بوده و به شیوه اثرگذاری عملکرد فعلی شرکت بر عملکرد و افشای آتی اشاره می کند.

روی هم رفته، استفاده از ارزیاب یا برآورد کننده **GMM**، در این حوزه از مطالعه به سه دلیل مناسب تر می باشد: اول اینکه، شیوه **GMM** مسئله شاخص افشای کند با گذشت زمان را رفع می کند که می تواند تکنیک های اثرات ثابت را بی اثر نشان دهد. ثانیاً، زمانی که رابطه پویا بین متغیر مربوطه و متغیرهای توضیحی وجود دارد، برآورد کننده های اثرات ثابت غیر پویا به صورت بایاسی ظاهر می شوند. سوم اینکه با توجه به طبیعت پویای رابطه بین افشا و عملکرد، ابزارهای مرتبط با شیوه **GMM** پویا معتبر و قدرتمند ظاهر شده و از اطلاعات مربوط به تاریخچه شرکت به عنوان ابزارهایی برای ویژگیهای فعلی شرکت استفاده می کنند.

نتیجه

1. 5 آماره های توصیفی

جدول 1 تعریف و خلاصه آماره های هر متغیر بکاررفته در مطالعه حاضر را مطرح می کند. متغیرها در قسمت ذیل تعریف و مورد بحث قرار گرفته اند. شرکت متوسط دارای **Adj-ROE** 0.287 می باشد. کسر **Adj-ROE** میانه، 0.071 است. **Adj-ROA** دارای توزیع مشابه با میانگین (میانه) **0.036 (0.075)** و انحراف معیار 0.078 می باشد. مقدار میانگین افشا، 0.787 است که نشان می دهد شرکت ها اکثر نمرات پیش بینی شده را افشا می کنند. میانگین هیئت مدیره های مستقل، 0.538 است که نشان می دهد در حدود نیمی از اعضای هیئت مدیره مستقل هستند. اهرم میانگین (میانه) **0.538 (0.563)** است. شرکت میانه در نمونه دارای فروش 2.8 میلیارد دلار آمریکا می باشد. نسبت متوسط مخارج سرمایه حاصل از فروش 0.087 می باشد. سن متوسط شرکت **28.803** است. میانگین ها و میانه ها در جدول 1 نشان می دهند کلیه متغیرها از توزیع نرمال پیروی می کنند.

جدول 2 مرتبه پیرسون و اسپیرمن همبستگی ها بین معیارهای عملکرد حقیقی شرکت، معیار عملکرد شرکت، معیار افشا و کلیه متغیرهای کنترل بکاررفته در مشخصات پایه را نشان می دهد. همبستگی های پیرسون بالای قطر اصلی و همبستگی های اسپیرمن پائین قطر گزارش شده اند. طبق جدول 2، ضرایب همبستگی پیرسون و اسپیرمن رابطه معناداری بین DI و اندازه گیری عملکرد حقیقی در مقدار $p = 0.000$ نشان می دهند. به علاوه، بین DI با دو معیار عملکرد شرکت همبستگی پیرسون (اسپیرمن) مثبت معناداری وجود دارد: ROE و ROA. نتیجه بدست آمده نشان می دهد شرکت هایی با افشای بالا از عملکرد شرکتی بهتری برخوردار هستند. در این راستا چند خطی بودن را نیز به روش آماری بامحاسبه شاخص شرایط بررسی می کنیم که ریشه دوم (مجذور) حداکثر مقدار مشخصه تقسیم بر حداقل مقدار مشخصه می باشد. اگر این شاخص بیشتر از 30 باشد، متغیر با مسئله رفتار چند خطی شدیدی مواجه می باشد. این گونه استنباط می کنیم که رفتار چند خطی نگران کننده نیست، در نتیجه می توان از تحلیل رگرسیون استفاده نمود.

2.5 رابطه بین افشا و عملکرد حقیقی شرکت

جدول 3 رابطه بین افشا و عملکرد حقیقی شرکت را نشان می دهد. پنل پائین جدول 3 شامل آزمون های پس از برآورد خودهمبستگی و روایی و اعتبار ابزار می باشد. $AR(1)$ و $AR(2)$ آزمون های **Arellano** و **Bond (1991)** برای خودهمبستگی مرتبه اول و مرتبه دوم در خطاهای اول اختلاف می باشند.

زمانی که خطاهای رگرسیون مستقل و دارای توزیع یکسان است، خطاهای اول اختلاف طبق تعریف خودهمبسته می باشند. برای هر یک از مدل های گزارش شده در جدول 3، آزمون های $AR(1)$ و $AR(2)$ هیچ گونه مدرکی دال بر خودهمبستگی در سطوح متداول معناداری نشان نمی دهند. به علاوه، آزمونهای رسمی مختلفی، من جمله آزمون **Hansen-J**: شناسایی بیش از حد برای تأیید اعتبار و روایی برآورد کننده **GMM** سیستم بکاررفته در مطالعه انجام شده است. همان گونه که در ردیف آخر جدول 3 نشان داده شد، آزمون **Hansen-J**: مقدار p بالای 10 درصد بدست می آورد، که نشان می دهد متغیرهای ابزاری بکاررفته در **GMM** سیستم معتبر هستند. بنابراین، نتایج پس از برآورد و ارزیابی نشان می دهد مدل پویا مشخصه خوبی برای مدل عملکرد حقیقی شرکت به شمار می رود.

مدل (1) از مشخصات خطی استفاده می کند. مدل (2) با لحاظ کردن جمله جذر افشا، DI2 به عنوان رگرسور، تلاش می کند به رابطه غیر خطی بین افشا و عملکرد دست یابد، در صورتی که مدل (3) مدارکی دال بر نقش تعاملی تعداد مدیران مستقل در هیئت مدیره فراهم می نماید.

نتایج مدل (1) رابطه آماری مثبت و معناداری بین **Adj-ROA** و عملکرد حقیقی شرکت نشان می دهد، در حالیکه **Adj-ROE** هیچ گونه اختلافات معناداری نشان نمی دهد. این مسئله از این حدس حمایت می کند که افشا مقداری رو به افزایش می باشد. نتایج بدست آمده در مدل (2) رابطه مثبت بین **Adj-ROA** با افشا و رابطه منفی بین **Adj-ROA** و جذر افشا نشان می دهد. علامت مورد انتظار ضرایب متغیرهای DI و DI2 رابطه غیر خطی بین **Adj-ROA** و افشا را تأیید می کند. طبق نتایج بدست آمده، حداکثر **Adj-ROA** در بدست می آید. به ویژه، نتایج بدست آمده

نشان می دهد شیب منحنی افشا- **Adj-ROA** به سمت بالا می باشد تا زمانی که افشا به سطح 1. 91 درصد برسد؛ سپس شیب آن به سمت پائین می شود. نتایج بدست آمده حاکی از آن است که تغییرات در نیازهای افشا، هر چند مستقیماً برای مالکان مفید است، اما حامل هزینه های غیر مستقیم نیز می باشد. این مسئله از این فرض حمایت می کند که نگرانیهای شغلی مدیرعامل در سطح بزرگتر افشا، از طریق مدیریت سودبیشتر به بخشی از منفعت و مزیت افشا دست می یابد. همچنین، سطح بهینه افشا می تواند کمتر از حداکثر افشا باشد. فراتر رفتن از آن سطح، ارزش شرکت را کاهش خواهد داد. نتیجه بدست آمده با مدل **Hermalin** و

Weisbach (2012) سازگاری دارد که این گونه استدلال می کند که افشای بیشتر اثرات معکوسی بر مدیرعاملان و اثر مخربی بر ارزش سهامدار اعمال می نماید. برای تفسیر هر چه بهتر نقطه برگشت (چرخش)، شکل 1 منحنی U شکل وارونه را ترسیم نموده و در عین حال 1. 91 درصد را به عنوان سطحی اعلام می کند

که افشا از اثر مثبت بر سودآوری به اثر منفی تبدیل می شود. هرچند رابطه مثبتی بین افشا و **Adj-ROA** وجود دارد، اما رابطه بین افشا و **Adj-ROE** معنادار نیست، این مسئله در مورد جملات منحنی الخط نیز صدق

می کند. مدل آخر جدول 3 نتایج ارزیابی و برآورد جملات تعاملی را نشان می دهد. ضریب مثبت و منفی جملات تعاملی **Adj-ROA** و جذرش ($\beta_3 = 2.833$ و $\beta_4 = -1.636$) از رابطه غیر خطی بین افشا و عملکرد حقیقی شرکت حمایت می کند. نتایج بدست آمده نشان می دهد بین هیئت مدیره های وابسته و مستقل

اختلافات آماری معناداری وجود دارد، حتی زمانی که مشخصات با امکان رابطه غیر خطی بین **Adj-ROA** و افشا، تطبیق دارند. بنابراین، نتایج بدست آمده نشان می دهد حداکثر **Adj-ROA** در $Adj-ROA = -2.833 / (2 * -1.636) = 86.5\%$ بدست می آید. در نتیجه نقطه ای وجود دارد که فراتر از آن افزایش اضافی، ارزش شرکت را کاهش می دهد. نتیجه بدست آمده به ما اجازه می دهد به این نتیجه برسیم که سطح بهینه افشا در شرکت هایی با نسبت بالای مدیران مستقل در هیئت مدیره، کاهش می یابد. این مسئله حاکی از آن است که نقش یک هیئت مدیره مستقل برای نظارت بر مدیرعامل به موازات نقش نظارتی افشا در شرکت ها برای افزایش نگرانیهای شغلی مدیرعامل می باشد. بنابراین، افشا در سطح بالاتر استقلال هیئت مدیره، احتمالاً اثر مخربی بر ارزش سهامدار دارد. آن همچنین نقش مهم یک هیئت مدیره مستقل به عنوان یک متغیر تعاملی در هنگام تجزیه و تحلیل اثر افشا بر عملکرد شرکت را نیز تأیید می نماید. ضریب رابطه بین افشا و **Adj-ROE** حتی در این مورد نیز معنادار نیست. ضرایب متغیرهای کنترل در جدول 3 به طور کلی با **Cornett et al. (2008)** سازگاری دارند. ضرایب اندازه شرکت همگی مثبت بوده و نشان می دهند که شرکت های بزرگ از عملکرد حقیقی بیشتر شرکت برخوردارند. به همین نحو، ضرایب مخارج سرمایه نیز مثبت و از لحاظ آماری معنادار هستند. جمله سن شرکت به طور کلی مثبت است اما تنها در یک رگرسیون معنادار می باشد. جمله اهرم عمدتاً منفی و در سطح 10 درصد یا بهتر از لحاظ آماری معنادار است، این مسئله حاکی از آن است که اهرم، عملکرد حقیقی شرکت را کاهش می دهد.

3.5 رابطه بین افشا و عملکرد شرکت

جدول 4 نتایج رگرسیون عملکرد مالی شرکت را به عنوان تابع متغیرهای افشا مطرح می کند. در این جدول، با عملکرد گزارش شده، **ROA** و **ROE** به عنوان متغیرهای وابسته رفتار می کنیم. مثل مطالعات قبل، مدارک تجربی ما از رابطه مثبت معنادار بین افشا و اندازه گیری عملکرد شرکت (**ROA** و **ROE**) حمایت می نماید. در مقایسه با نتایج جدول 3 برای عملکرد حقیقی گزارش شده شرکت، رابطه غیر خطی (U شکل وارونه) در جدول 4 با استفاده از عملکرد معمول شرکت ناپدید می شود. ضرایب جمله تعاملی با هیئت مدیره مستقل و جذرش از لحاظ آماری مثبت و معنادار می باشد. نتایج بدست آمده نشان داد زمانی که مدیران مستقل تر در هیئت مدیره حضور آرند، آنگاه بین عملکرد معمول شرکت و افشا رابطه غیر خطی وجود دارد. روی هم رفته، این مسئله حاکی

از آن است که عملکرد حقیقی شرکت، که طبق سوده‌های عاری از اثرات انتخاب مدیران برای استهلاک دارایی‌های مشهود، استهلاک دارایی‌های نامشهود و ارقام تعهدی محاسبه شده است، به متغیرهای نظارتی کمتر پاسخ می‌دهد. الگوهای سایر متغیرها با نتایج جدول 3 سازگاری دارد. به طور مثال، اندازه شرکت، سن شرکت و مخارج سرمایه، عملکرد شرکت را افزایش می‌دهند، در حالیکه اهرم عملکرد شرکت را کاهش می‌دهد.

نتیجه‌گیری

در اینجا استدلال و داده‌های فراتراز عقل متداول را مورد بررسی قرار می‌دهیم مبنی بر اینکه افشای بیشتر همیشه بهتر نیست. هرچند بر این باوریم که سهم مطالعات قبل در بررسی روابط خطی بین افشا و عملکرد بسیار مهم است، اما در نقطه پیشنهاد شده توسط آنها با توجه به روابط غیر خطی بالقوه ادامه می‌دهیم. در حقیقت، مطالعه حاضر با فراخوان **Hermalin** و **Weisbach (2012)** برای درک و شناخت بهتر نتیجه افشا و جاذبه **McConnell (2003)** برای تحقیق بیشتر در مورد نقش مدیران خارجی صحبت می‌کند. این مطالعه نشان می‌دهد زمانی که تاثیر احتمالی مدیریت سود از برآوردهای عملکرد شرکت حذف شود، آنگاه رابطه بین عملکرد و افشا غیر خطی می‌شود، این مسئله حاکی از آن است که سطح بهینه افشا کمتر از ماکسیمال یا بیشینه است. مدارک بدست آمده در مورد این ایده مشکوک می‌باشند که افشای بیشتر آزاد نیست؛ تلاشهای برای سطوح فراتر از این حد بهینه، سود را کاهش خواهد داد.

مدیرعاملان مسئولیت انتخاب و تامین رژیم افشا را برعهده دارند؛ وجود و دامنه اثر افشا به مدیرعاملانی بستگی دارد که ذاتاً با سهامداران در چالش هستند. تحلیل درست تر نشان می‌دهد زمانی که سطح افشا بسیار بالا است، عملکرد شرکت کاهش می‌یابد. این کاهش ریشه در آن دارد که افشا به سهامداران و هیئت مدیره اجازه یادگیری در مورد کیفیت مدیرعامل و ریسک شغلی اضافی مدیرعامل را می‌دهد. بنابراین، افشای بیشتر، مسائل نمایندگی موجود و اطلاعات نامتقارن را با امکان نمایش غلط تشدید می‌نماید، که این مسئله مدیریت سود را به خاطر افزایش ریسک‌های شغلی مدیرعاملان، افزایش می‌دهد. نتایج بدست آمده حاکی از آن است که انتخاب سطح افشا یک رابطه جانشینی بین کسب اطلاعات مربوط به شرکت و فعالیتهای مخرب مدیرعاملان ایجاد می‌کند. این رابطه جانشینی، رابطه U شکل وارونه بین افشا و عملکرد شرکت را تعیین می‌نماید، زمانی که ارقام تعهدی اختیاری از عملکرد اندازه‌گیری شده شرکت حذف می‌شوند. به علاوه، این گونه استدلال می‌کنیم که

نمایش غلط در شرکت های وابسته به نظارت مدیرعامل تفاوت داشته و کلاس های خاصی از شرکت ها با مدیران مستقل تر در هیئت مدیره به طور غیر محتمل از افشای بیشتر لذت می برند.

Variable	# of observations	Mean	Median (50%)	SD	25%	95%
Adj-ROA	848	0.036	0.075	0.078	-0.189	0.361
Adj-ROE	848	0.287	0.216	0.124	-0.524	0.375
ROA	848	0.059	0.314	0.217	-0.139	0.438
ROE	848	0.185	0.243	0.172	-0.542	0.617
Disclosure	848	0.787	0.804	0.097	0.723	0.915
Independent Board	848	0.538	0.623	0.225	0.337	0.748
Leverage	848	0.538	0.563	0.247	0.359	0.783
Firm Size (Millions of US Dollars)	848	2842.000	1780.000	1524.000	749.000	4265.000
Capital Expenditures	848	0.087	0.047	0.273	0.026	1.769
Firm Age	848	28.803	24.043	6.850	19.080	52.000

جدول 1

	Adj-ROE	Adj-ROA	ROE	ROA	DI	IB	LEV	FS	CE	FA
Adj-ROE		0.384 ^b	0.682 ^a	0.447 ^b	0.150 ^c	-0.127	0.245 ^a	-0.138 ^a	0.326 ^b	-0.096 ^a
Adj-ROA	0.636 ^a		0.421 ^a	0.672 ^a	0.178 ^b	0.103 ^b	-0.284 ^c	0.021 ^b	0.137	0.118 ^b
ROE	0.739 ^b	0.425 ^a		0.290 ^a	0.125 ^b	0.016 ^c	0.224 ^a	0.179 ^a	0.238 ^c	0.121 ^a
ROA	0.491 ^a	0.786 ^a	0.374 ^a		0.118 ^b	0.072 ^c	0.352	-0.301 ^a	0.168 ^b	-0.124 ^a
DI	0.175 ^b	0.203 ^a	0.086 ^b	0.178 ^c		0.158 ^a	0.137 ^b	0.541 ^a	0.328 ^a	0.238 ^a
IB	-0.143 ^b	0.032	-0.067 ^c	0.085 ^b	0.154 ^a		-0.082 ^a	0.204 ^a	-0.227 ^a	0.357 ^b
LEV	0.213 ^a	0.122 ^a	-0.249 ^a	0.127	0.103 ^b	-0.138 ^a		-0.379 ^a	-0.102	-0.030 ^b
FS	-0.238 ^a	0.085 ^a	0.096 ^a	-0.205 ^a	0.580 ^a	0.158 ^a	-0.433 ^a		0.328	0.392 ^a
CE	0.320 ^a	0.153 ^c	0.213 ^a	0.121 ^c	0.288 ^a	0.305	-0.087 ^a	0.174 ^c		0.258 ^b
FA	-0.144 ^c	0.127	-0.045 ^b	0.107 ^b	0.270 ^a	0.387 ^a	-0.173 ^b	0.272 ^a	0.382 ^b	

جدول 2

	Model 1		Model 2		Model 3	
	Adj-ROA	Adj-ROE	Adj-ROA	Adj-ROE	Adj-ROA	Adj-ROE
TFP (t-1)	2.145* (0.189)	1.227* (0.047)	1.021* (0.264)	2.538* (0.071)	2.095* (0.069)	3.011* (0.201)
DE	1.452* (0.201)	0.124 (0.016)	1.559* (0.328)	3.250* (0.053)	1.419* (0.327)	2.128* (0.062)
DE ²			-0.856* (0.256)	-0.371 (0.009)	-0.785* (0.179)	-4.793 (0.018)
IBDE					2.674* (0.136)	1.782 (0.021)
IBDE ²					-1.638* (0.226)	-1.770* (0.025)
IB					-0.039* (0.183)	-0.457* (0.308)
LEV	-18.764* (0.049)	-0.132* (0.042)	10.489 (0.004)	-0.120* (0.054)	-17.378* (0.048)	-0.052* (0.059)
FS	5.396* (0.297)	0.426* (0.061)	6.031* (0.067)	0.130* (0.127)	4.769* (0.256)	0.213* (0.270)
CE	1.026* (0.057)	-0.723* (0.052)	3.069* (0.205)	0.376* (0.038)	2.809* (0.125)	1.124* (0.241)
FA	1.201 (0.006)	0.557 (0.024)	0.124* (0.069)	-0.470 (0.025)	0.230 (0.023)	0.119 (0.021)
AR (1) test (p-value)	(0.127)	(0.010)	(0.000)	(0.021)	(0.124)	(0.000)
AR (2) test (p-value)	(0.348)	(0.856)	(0.269)	(0.985)	(0.235)	(0.103)
Hansen-J test (p-value)	(0.122)	(0.308)	(0.858)	(0.243)	(0.764)	(0.320)
No. of instruments	58	58	58	60	69	68
No. of groups	124	125	125	124	124	124

جدول 3

	Model 1		Model 2		Model 3	
	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE
FP (t-1)	3.095 [*] (0.054)	2.483 [*] (0.301)	2.128 [*] (0.056)	-4.145 [*] (0.245)	1.922 [*] (0.066)	2.421 [*] (0.276)
DI	11.437 [*] (0.245)	5.785 [*] (0.068)	6.626 [*] (0.180)	2.213 [*] (0.037)	9.538 [*] (0.238)	2.129 [*] (0.060)
DI ²			-4.834 [*] (0.061)	2.010 [*] (0.167)	11.856 [*] (0.042)	4.753 [*] (0.058)
IBDI					4.220 [*] (0.097)	3.358 [*] (0.039)
IBDI ²					1.323 (0.007)	1.866 [*] (0.031)
IB					1.328 [*] (0.041)	1.520 [*] (0.047)
LEV	-8.187 (0.021)	3.280 (0.014)	-7.175 (0.010)	14.096 [*] (0.046)	-21.659 (0.019)	-0.823 [*] (0.035)
FS	1.380 [*] (0.048)	4.543 [*] (0.054)	-0.023 (0.007)	4.786 [*] (0.036)	-3.954 [*] (0.042)	6.573 [*] (0.041)
CE	1.405 (0.014)	2.893 (0.009)	-0.894 (0.007)	2.068 [*] (0.031)	-1.980 [*] (0.058)	3.502 [*] (0.055)
FA	0.021 [*] (0.053)	0.011 [*] (0.059)	1.321 [*] (0.043)	0.112 [*] (0.030)	1.107 (0.010)	0.423 [*] (0.263)
AR (1) test (p-value)	(0.076)	(0.123)	(0.112)	(0.035)	(0.014)	(0.021)
AR (2) test (p-value)	(0.463)	(0.398)	(0.821)	(1.207)	(0.463)	(0.546)
Hansen-J test (p-value)	(0.376)	(0.360)	(0.611)	(1.056)	(0.483)	(0.767)
No. of instruments	58	58	58	60	69	68
No. of groups	124	125	125	124	124	124

جدول 4

	Model 1		Model 2		Model 3	
	Unmanaged ROA	Unmanaged ROE	Unmanaged ROA	Unmanaged ROE	Unmanaged ROA	Unmanaged ROE
TFP (t-1)	2.027 [*] (0.068)	4.096 [*] (0.056)	2.278 [*] (0.130)	1.872 [*] (0.014)	2.368 [*] (0.073)	3.146 [*] (0.060)
DI	1.972 [*] (0.284)	6.356 [*] (0.049)	1.317 [*] (0.128)	6.249 (0.014)	1.465 [*] (0.058)	2.140 [*] (0.065)
DI ²			-0.732 [*] (0.083)	-8.010 (0.009)	-0.814 [*] (0.138)	-4.891 (0.010)
IBDI					2.614 [*] (0.090)	1.021 (0.015)
IBDI ²					-1.513 [*] (0.152)	-2.428 (0.021)
IB					-0.120 (0.005)	-0.049 [*] (0.041)
LEV	-0.042 [*] (0.061)	-1.215 [*] (0.176)	-0.909 [*] (0.031)	-0.650 [*] (0.043)	-1.843 [*] (0.059)	-0.304 [*] (0.055)
FS	5.763 [*] (0.059)	0.725 (0.018)	6.560 [*] (0.297)	0.023 (0.005)	4.890 [*] (0.327)	0.056 (0.005)
CE	-0.478 (0.0012)	0.641 [*] (0.038)	0.870 [*] (0.064)	-1.625 (0.007)	0.918 [*] (0.237)	1.056 (0.027)
FA	0.440 [*] (0.061)	0.542 [*] (0.207)	0.980 [*] (0.058)	-0.705 (0.008)	0.419 [*] (0.049)	1.048 [*] (0.196)
AR (1) test (p-value)	(0.184)	(0.072)	(0.089)	(0.095)	(0.104)	(0.010)
AR (2) test (p-value)	(0.029)	(0.281)	(0.199)	(0.196)	(0.483)	(0.124)
Hansen-J test (p-value)	(0.374)	(0.783)	(0.034)	(0.280)	(0.128)	(0.057)
No. of instruments	58	58	58	60	69	68
No. of groups	124	125	125	124	124	124

TFP (t-1) is the one-year lag of the dependent variable. The descriptions for all of the variables listed above are given in the notes to Table 1. This

جدول 5

	Model 1		Model 2		Model 3	
	Adj-ROA	Adj-ROE	Adj-ROA	Adj-ROE	Adj-ROA	Adj-ROE
TFP (t-1)	2.025* (0.228)	2.137* (0.061)	0.542* (0.227)	3.735* (0.035)	2.134* (0.107)	1.240* (0.061)
DI	2.832* (0.290)	1.831 (0.006)	2.490* (0.052)	0.834 (0.015)	2.769* (0.270)	0.578* (0.030)
DI ²			-1.382* (0.168)	3.052 (0.006)	-1.531* (0.175)	-4.690 (0.021)
IBDI					5.040* (0.123)	3.512 (0.029)
IBDI ²					-3.021* (0.275)	-1.051 (0.017)
IB					0.523* (0.301)	0.780* (0.219)
LEV	-10.398* (0.69)	0.390 (0.25)	-7.547* (0.215)	-0.377* (0.063)	-8.024* (0.276)	-0.037* (0.048)
FS	3.895* (0.050)	2.903* (0.201)	4.278* (0.286)	1.323* (0.057)	3.528* (0.192)	2.207* (0.049)
CE	1.525* (0.259)	-0.983* (0.055)	1.108* (0.059)	-1.021* (0.030)	2.216 (0.011)	1.542* (0.070)
FA	-0.327* (0.067)	-0.276* (0.051)	-0.128* (0.044)	-0.330* (0.036)	-0.129 (0.028)	-0.276 (0.012)
AR (1) test (p-value)	(0.075)	(0.035)	(0.010)	(0.010)	(0.000)	(0.021)
AR (2) test (p-value)	(0.762)	(0.363)	(0.541)	(0.834)	(0.425)	(0.417)
Hansen-J test (p-value)	(0.476)	(0.432)	(0.451)	(0.484)	(0.545)	(0.647)
No. of instruments	29	28	27	26	29	29
No. of groups	124	125	125	124	123	123

جدول 6