



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۳ / شماره ۴ (پیاپی ۵۲) / زمستان ۱۴۰۳
صفحه ۲۹۹ تا ۳۲۴

ارتباط بین افشاء داوطلبانه و عملکرد مالی با تأکید بر سازوکارهای نظام راهبری شرکتی

فهیمة صفی خانی

دکتری حسابداری، استادیار گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران. (نویسنده مسئول)
Safikhani90@yahoo.com

محمد رضا صفی خانی

دانشجوی دکتری مهندسی صنایع، واحد نور، دانشگاه آزاد اسلامی، نور، ایران
Safikhane90@gmail.com

فاطمه بشارت پور

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد علوم تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
f.besharatpour@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۲/۲۶ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۶/۱۴

چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی ارتباط بین افشاء داوطلبانه و عملکرد مالی شرکت ها و تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی بر عملکرد مالی و همچنین تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی بر رابطه بین افشاء داوطلبانه و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. به همین منظور داده های مربوط به ۹۸ شرکت در بازه زمانی سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸ جمع آوری شد. به منظور بررسی روابط بین متغیرها از رگرسیون چند متغیره همچنین جهت آزمون فرضیه ها از روش داده های ترکیبی استفاده شد. یافته های پژوهش نشان می دهد بین افشاء داوطلبانه و عملکرد مالی شرکت ها ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد. در واقع افزایش افشای داوطلبانه، مشکلات نمایندگی را از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه گذاران کاهش می دهد. با کاهش عدم تقارن اطلاعات، تقاضا برای معاملات افزایش می یابد. با افزایش تقاضا، قیمت سهام بالا رفته و عملکرد مالی شرکت بهبود می یابد. همچنین بین نظام راهبری شرکتی (درونی و بیرونی) و عملکرد مالی شرکت ها نیز ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد. شرکت هایی با سازوکارهای راهبری بهتر، شکاف قیمتی باریک تر، کیفیت بالاتر سهام، کمترین تأثیر قیمت از حجم را به دنبال دارند. این عوامل عملکرد مالی مطلوب شرکت را به دنبال دارد. همچنین نظام راهبری شرکتی ارتباط بین افشاء داوطلبانه و عملکرد مالی شرکت ها را تقویت می کند. راهبری شرکتی خوب باعث ارتقای شفافیت و افشا داوطلبانه می شود. افزایش افشا منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه بهبود عملکرد مالی شرکت می شود.

واژه های کلیدی: افشاء داوطلبانه، عملکرد مالی، سازوکارهای درونی راهبری شرکتی، سازوکارهای بیرونی راهبری شرکتی.

۱- مقدمه

در سال‌های اخیر نارضایتی سرمایه‌گذاران و بازارهای مالی از گزارشگری مالی الزامی شرکتها، منجر به افزایش تقاضا جهت تهیه داوطلبانه اطلاعات جامع در مورد راهبردهای بلندمدت و عملکرد مدیران شده است. این نارضایتی، مورد توجه انجمن‌های علمی، مقامات قانونی و حرفه‌ای سراسر جهان نیز قرار گرفته است (بواسو و کامار، ۲۰۰۷). راهبرد افشای داوطلبانه اطلاعات، نقش مهمی در کاهش عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه‌گذاران خارجی ایفاء می‌کند و می‌تواند سطح اعتماد سرمایه‌گذاران را بالا برده و منجر به بهبود نقدشوندگی سهام، کاهش هزینه سرمایه و بهبود عملکرد شرکتها شود (میک و همکاران، ۱۹۹۵؛ کریستندل و بونتیس، ۲۰۰۷). در واقع به منظور به دست آوردن اعتماد سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، شرکتها نیاز به افزایش شفافیت در ارائه اطلاعات دارند. به منظور افزایش شفافیت، شرکتها می‌توانند تصمیم به گسترش سیاست‌های افشای خود و به تبع آن افشای داوطلبانه به عنوان یک ابزار مهم اقتصادی بگیرند (خواجوی و طلائی، ۱۳۹۴). دلیل اصلی تأکید بر افشای داوطلبانه و شفافیت این است که این دو زیر بنای اصلی برای حفظ منافع سهامداران محسوب می‌شوند. (مدهنی و پانکاج، ۲۰۰۹). افشاء کامل همراه با شفافیت گزارشگری مالی می‌تواند شرایط مطمئنی را ایجاد کرده و اعتماد سرمایه‌گذاران را ارتقاء دهد. بنابراین شفافیت تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت‌ها دارد و می‌تواند از منافع سهامداران حفاظت کند (رستمی و همکاران، ۱۴۰۰).

برای حصول اطمینان از ایفاء مسئولیت افشاء و شفافیت مناسب اطلاعات بنگاه‌های اقتصادی در مقابل عموم و افراد ذینفع، باید نظارت و مراقبت کافی به عمل آید. اعمال نظارت و مراقبت در این زمینه مستلزم وجود سازوکارهای راهبری شرکتی مناسب است. راهبری شرکتی فرآیندی است که موجب می‌شود شفافیت اطلاعاتی شرکت که از سوی مدیران آن تهیه می‌شود از کیفیت بالاتری برخوردار گردد (بوشمن و همکاران، ۲۰۰۴). در واقع، هدف نهایی راهبری شرکت‌ها، نه تنها کاهش مشکل نمایندگی و همسو نمودن منافع کارگزار با منافع کارگزار، بلکه تأمین منافع تمام گروه‌ها در واحدهای تجاری است. بنابراین، به لحاظ نظری، انتظار می‌رود که سازوکارهای نظام راهبری بر عملکرد مالی شرکت‌ها تأثیرگذار باشد، زیرا راهبری اثربخش موجب می‌شود پیامدهای نامناسب ناشی از تضاد منافع بین مدیران و مالکان، نظیر سوء استفاده از قدرت، کاهش یابد. عدم افشای کامل و صحیح اطلاعات، منجر به افزایش هزینه انتخاب نامطلوب و خطر اخلاقی به عنوان عناصر حاصل از عدم تقارن اطلاعاتی و در نهایت، افزایش هزینه مبادله می‌شود. افزایش هزینه مبادله، کاهش قیمت سهام، توقف بازار و در نهایت، خروج برخی از سرمایه‌گذاران از چرخه بازار را به دنبال دارد. هر چه عدم تقارن اطلاعاتی در بازار بیشتر باشد، حجم معاملات کاهش خواهد یافت و در نتیجه منجر به تضعیف عملکرد مالی شرکت می‌شود. نظام راهبری شرکتی منسجم و ساختار یافته، از طریق ارتقای سطح افشاء داوطلبانه و شفافیت اطلاعاتی نقش مهمی در جهت‌دهی تصمیمات سرمایه‌گذاران و بازیگران بازار سرمایه داشته، موجبات ایجاد بازارهای سرمایه‌ای با نقدشوندگی و عمق بالا و در نتیجه بهبود عملکرد مالی شرکت را فراهم می‌آورد. (کاشانی پور و همکاران، ۱۳۸۹).

در ارتباط با تفاوت و تمایز پژوهش حاضر با سایر مطالعات می‌توان گفت، پژوهش‌های انجام گرفته قبلی نشان از بررسی تأثیر هر یک از عوامل سازوکارهای درونی و بیرونی راهبری شرکتی بطور جداگانه بر افشاء داوطلبانه و

عملکرد مالی شرکت ها دارد. در این پژوهش استفاده از شاخص ترکیبی و چند بعدی راهبری شرکتی (ابعاد درونی و بیرونی) دارای این مزیت است که به جای وارد کردن هر کدام از عوامل راهبری شرکتی در مدل پژوهش به عنوان متغیر جداگانه، تمامی این عوامل در قالب یک متغیر که بصورت نمره راهبری شرکتی داخلی و خارجی محاسبه شده است، وارد می شود.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

و عملکرد مالی - افشاء داوطلبانه

تعریف ساده افشاء، انتقال و ارائه اطلاعات اقتصادی اعم از مالی و غیر مالی، کمی یا سایر اشکال مرتبط با وضعیت و عملکرد مالی شرکت است. هدف اصلی افشاء آگاه کردن سرمایه گذاران، مالکان و تحلیلگران در خصوص کیفیت و ارزش شرکت است. به طور کلی در گزارشات دوره ای ارائه شده دو نوع افشاء وجود دارد: افشای اجباری و افشای داوطلبانه (موسیوا، ۲۰۱۷). افشای داوطلبانه در گزارش های سالانه انتخاب آزاد برای مدیریت شرکت را نشان می دهد تا اطلاعاتی در مورد امور مالی، غیر مالی، و فعالیت های استراتژیک ارائه می دهد تا سهامداران متفاوت را با توجه به ارتباط آنها با سازمان راضی نگاه دارد (خانا و همکاران، ۲۰۱۹). در ادبیات موجود، تئوری ها و نظریات مرتبط با افشاء، همچون تئوری نمایندگی، تئوری علامت دهی، تئوری نیاز سرمایه و تئوری مشروعیت بیان شده است (ربیعی و همکاران، ۱۳۹۹). این تئوری ها به عنوان تئوریهای پشتوانه افشای اطلاعات و ارتباط افشای اطلاعات و عملکرد شرکت ارائه می باشد.

بر اساس تئوری علامت دهی، شرکت ها به منظور دستیابی به منابع محدود سرمایه با هم در رقابت هستند. اگر شرکت به لحاظ گزارشگری مالی خوشنام باشد و در مورد فعالیت های خود اطلاعات بیشتری افشاء نماید توانایی بیشتری در جذب سرمایه خواهد داشت چرا که اعتماد سرمایه گذاران را به خود جلب خواهد کرد. افشای داوطلبانه اطلاعات باعث می شود عدم تقارن اطلاعات بین شرکت و بازار کاهش یابد و در نتیجه تعداد بیشتری از سهام شرکت مورد معامله قرار گیرد. به این ترتیب توان نقدشوندگی سهام افزایش یافته و موجب جلب توجه نهادهای سرمایه گذاری بزرگ خواهد شد. با ادامه این امر شرکت می تواند حجم بزرگی از سهام خود را به فروش برساند. بنابراین با افزایش تقاضا، قیمت سهام شرکت بالا رفته و ارزش بازار شرکت نیز افزایش می یابد (دایاموند و ورکچیا، ۲۰۱۰). طبق تئوری علامت دهی، شرکتهایی که سودآوری و نقدینگی بالایی دارند، تمایل بیشتری برای افشای اطلاعات و علامت دهی نسبت به عملکرد مالی خوب جهت جذب سرمایه گذار و جلب اعتماد سرمایه گذار دارند (موسیوا، ۲۰۱۷).

طبق تئوری نمایندگی، افشای صحیح و مناسب اطلاعات مالی با ارائه پیش بینی های به موقع و دقیق تر، مسأله نمایندگی را با پرکردن شکاف عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران کاهش می دهد. پیش بینی های دقیق و به موقع، موجب بهبود تصمیم گیری استفاده کنندگان از گزارش های حسابداری می شود و افشای مالی ضعیف باعث گمراهی سهامداران شده و اثر نامطلوبی بر ثروت آنها دارد. تجزیه و تحلیل نظری و شواهد تجربی نشان می دهد که افزایش عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سهامداران شرکت با کاهش تعداد سرمایه گذاران و پایین آمدن

قدرت نقدشوندگی اوراق بهادار، کم شدن حجم معاملات و بطور کلی با کاهش منافع اجتماعی از محل این داد و ستد رابطه مستقیم دارد. افشاء داوطلبانه، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داده و در نتیجه کنترل و نظارت بر شرکت بیشتر شده و عملکرد شرکت بهبود می‌یابد. به عبارتی با افزایش شفافیت و افشاء، عدم تقارن اطلاعاتی بین ذینفعان و هزینه سرمایه کاهش یافته و توانایی جذب سرمایه و در نتیجه عملکرد شرکت افزایش می‌یابد (جیاو، ۲۰۱۱؛ عثمان، ۲۰۱۲). افشای داوطلبانه فرصتی بهتر برای اعمال تئوری نمایندگی را فراهم می‌کند، به این معنی که مدیریت که دسترسی بهتر به اطلاعات خصوصی شرکت را نسبت به صاحبان و سرمایه‌گذاران خارجی دارد، می‌تواند ارتباطات قابل اعتماد را در بازار به منظور افزایش ارزش شرکت با کاهش هزینه‌های نمایندگی، ایجاد نماید (واروی، ۲۰۱۸).

با افزایش سطح افشای داوطلبانه شرکتها، سرمایه‌گذاران می‌توانند به اطلاعات دقیقتری درباره وضع موجود و راهبردهای آتی شرکت دست پیدا کنند و از این طریق ساز و کاری پدید می‌آید که رفتارهای فرصت طلبانه و تصمیم‌های خودمحورانه‌ی مدیران را کاهش دهند (کارامند و وفیاس، ۲۰۰۵). دالیوال و همکاران^۱ (۲۰۰۸) معتقدند، افشای اطلاعات مالی شفاف، مشکلات نمایندگی را از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران به حداقل می‌رساند و در مقابل، افشای ضعیف اطلاعات مالی اغلب باعث گمراهی سهامداران و در نتیجه تأثیرات نامطلوبی بر ثروت آنان دارد (آلمیدا و دالمیسو، ۲۰۱۵). با کاهش عدم تقارن اطلاعات بین شرکت و بازار، تعداد بیشتری از سهام شرکت مورد معامله قرار گیرد. به این ترتیب توان نقدشوندگی سهام افزایش یافته و موجب جلب نهادهای سرمایه‌گذاری بزرگ خواهد شد. بنابراین با افزایش تقاضا، قیمت سهام شرکت بالا رفته و عملکرد شرکت نیز افزایش می‌یابد (بوتوسان و پلامی، ۲۰۰۲).

در مقالات مربوط به افشای داوطلبانه، تعدادی از مطالعات، مزایایی را که شرکت‌ها می‌توانند در هنگام ارائه افشای داوطلبانه بدست آورند، را نشان می‌دهند. افشای داوطلبانه که تصویری واضح از تحلیل مالی در مورد عملکرد مالی شرکت را نشان می‌دهد و این خود به آنها در پیش‌بینی‌های معتبرتر و قابل اعتمادتر کمک خواهد نمود. یکی دیگر از مزایای افشای اختیاری افزایش نقدینگی و در نهایت، کاهش هزینه سرمایه می‌باشد (شارف الدین و داود، ۲۰۱۹).

نتایج مختلط در ارتباط با افشا و عملکرد شرکت گزارش شده است (لین و همکاران، ۲۰۱۳). از یک سو، افزایش سطح افشای شرکت منجر به افزایش هزینه سرمایه می‌شود و بر عملکرد شرکت تأثیر منفی خواهد گذاشت (دالیوال و همکاران، ۲۰۰۹). از سوی دیگر، شرکت‌ها با افشای اطلاعات بیشتر وجهه خود را افزایش خواهند داد، که به آنها در دستیابی به توجه، حمایت و مشروعیت بیشتر از جانب سهامداران و جامعه کمک خواهد نمود و بر عملکرد شرکت تأثیر مثبت خواهد گذاشت (آرمیتاژ و مارستون، ۲۰۰۸؛ لین و همکاران، ۲۰۱۳). چئونگ و همکاران (۲۰۱۰) در مطالعه خود به بررسی رابطه بین افشای اختیاری و اجباری و عملکرد مالی شرکت پرداختند. یافته‌های آنان نشان داد که بین افشای اختیاری و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، اما بین افشای اجباری و ارزش شرکت رابطه‌ای وجود ندارد. بانرجی و همکاران (۲۰۱۴) به بررسی ارتباط بین افشاء و عملکرد شرکتها

¹ Daliwal et al

پرداختند. آن‌ها یافتند تأثیر افشای بر عملکرد مبتنی بر بازار خیلی ضعیف و مثبت و تأثیر افشای بر عملکرد مبتنی بر حسابداری منفی و معنی دار است. جانکنسگارد (۲۰۱۴) به این نتیجه رسید بین سطح افشای و عملکرد مالی در گزارشات سالانه رابطه درجه دومی را نشان می‌دهد. با این حال، بین عملکرد مالی، و افشا در گزارشات سه ماهه یا گزارشات مبتنی بر وب، رابطه ای وجود ندارد. همرونی و همکاران (۲۰۱۵) به صورت تجربی رابطه میان افشای اختیاری شرکت و عملکرد شرکت را بررسی می‌کنند. تحلیل آنها رابطه مثبت میان سطح افشا و میزان عملکرد شرکت را نشان می‌دهد. شارف الدین و داود (۲۰۱۹) به بررسی رابطه بین افشای شرکت‌ها و عملکرد شرکت پرداختند. آنها شواهد محکمی در مورد رابطه II شکل بین افشای و عملکرد شرکت یافتند. ستایش و همکاران (۱۳۹۳) به این نتیجه رسیدند که رابطه معناداری بین افشای داوطلبانه با بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام وجود ندارد؛ اما رابطه مثبت معناداری بین افشای داوطلبانه و نمرات کارایی محاسبه شده به عنوان معیار جامع عملکرد است. تفتیان و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی اثر تدوین استاندارد و مقررات گذاری بر سطح افشای و عملکرد شرکتها پرداختند. نتایج حاکی از وجود رابطه دوطرفه بین سطح افشا و عملکرد مبتنی بر حسابداری و بازار در دوره قبل و بعد از تدوین استاندارد و مقررات گذاری است. عزلتی و همکاران (۱۴۰۰) به این نتیجه رسیدند که افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی موجب کاهش هزینه‌های نمایندگی، هزینه حقوق صاحبان سهام و هزینه‌های مبادی و موجب تقویت نقدشوندگی سهام و ارزش بازار شرکت می‌گردند. بر اساس پیشینه مطالعات گذشته و مبانی نظری موضوع، در این پژوهش فرضیه اول پژوهش به صورت زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: بین افشای داوطلبانه و عملکرد مالی شرکتها ارتباط مثبت وجود دارد.

سازوکارهای نظام راهبری شرکتی و عملکرد مالی

راهبری شرکت به عنوان داشتن مشروعیت، پاسخگویی و صلاحیت در حوزه سیاست و ارائه خدمات همزمان با رعایت قانون و حقوق انسانی توصیف می‌گردد. این مفهوم با گزارش کادبری به راحتی قابل درک می‌باشد که در آن مدیریت، راهبری شرکتی و کنترل فعالیت شرکت‌های فعال را نشان می‌دهد (ال-احدال و همکاران، ۲۰۲۰). این سازمان توسعه و همکاری اقتصادی (۲۰۰۴) راهبری شرکتی را شامل مجموعه‌ای روابط بین مدیران اجرایی، اعضای هیأت مدیره، سهامداران و سایر ذینفعان شرکت است. همچنین راهبری شرکتی به عنوان مکانیسم تنظیم اهداف شرکت و شیوه دستیابی به این اهداف و نیز چگونگی ارزیابی و نظارت بر عملکرد شرکت را شامل می‌شود (اقبال و همکاران، ۲۰۱۹).

سازوکارهای راهبری شرکتی به کار گیرنده توانایی‌هایی هستند که از تأثیر مستقیم بر روی توانایی سرمایه گذاران برای وادار کردن مدیریت به استفاده کارا از منابع موجود در سازمان‌ها و در نهایت بهبود عملکرد سازمان برخوردارند. به طور طبیعی طرح این موضوع توسط یک نهاد نظارتی مانند سازمان بورس و اوراق بهادار در یک چارچوب کلی یعنی راهبری شرکتی و با هدف فراهم ساختن بستر لازم برای حمایت هر چه بیشتر و بهتر از حقوق

¹ OECD

سهامداران به ویژه سهامداران خرد صورت می‌گیرد. بر اساس نظریه جنسن^۱ (۱۹۷۶) پایه و اساس مطالعات راهبری شرکتی، تئوری نمایندگی است. هدف اصلی راهبری شرکتی رفع تضاد منافع بین سهامداران و مدیریت است. زیرا راهبری شرکتی منجر به کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. شرکت‌ها با راهبری شرکتی قوی معمولاً با سطح شفافیت عملیاتی و مالی همراه است و سطح بالای کیفیت افشای اطلاعات منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش نقدشوندگی بازار سهام می‌شود (صالحی، ۱۴۰۰). با افزایش نقدشوندگی، عملکرد مالی شرکت بهبود می‌یابد. هر شرکتی به نوعی با ترکیبی از ساز و کارهای راهبری شرکتی داخلی و خارجی اداره می‌شود (بالاسوبرامانیم و جورج، ۲۰۱۲). تقویت سازوکارهای راهبری شرکتی منجر به آگاهی بازار از کیفیت سهام شرکت‌ها و به تبع آن افزایش ارزش شرکت می‌گردد (فرانکل و همکاران، ۱۹۹۹). پژوهش‌هایی به بررسی رابطه بین راهبری شرکتی و عملکرد مالی شرکت با استفاده از شاخص‌ها و معیارهای مختلفی از ویژگی‌های مؤثر بر شفافیت فعالیت‌های مالی و عملیاتی پرداختند. نتایج نشان می‌دهد، شرکت‌هایی با سازوکارهای راهبری بهتر، شفاف‌تر، باریک‌تر، کیفیت بالاتر سهام، کمترین تأثیر قیمت از حجم معاملات و کاهش احتمال معامله بر پایه اطلاعات را به دنبال دارند. در این پژوهش‌ها معیارهای ارتقاء سیاست‌های مرتبط با افشاء و شفافیت گزارش‌های مالی شرکت، باعث دقت بیشتر سرمایه‌گذاران گردیده و سبب می‌گردد تا افراد بیشتری به دنبال سهام شرکت باشند. این معیارها و عوامل در قالب راهبری شرکتی می‌تواند عملکرد مالی مطلوبیت شرکت را در پی داشته باشد (آیتکن و کارمرتون فورد، ۲۰۰۳). به طور کلی پژوهش‌های گذشته در حوزه راهبری شرکتی را می‌توان به سه دسته تقسیم نمود: دسته اول پژوهش‌هایی هستند که بین مکانیسم‌های داخلی و خارجی آن با عملکرد شرکتی رابطه مثبتی یافته‌اند. دسته دوم پژوهشگران رابطه منفی بین راهبری شرکتی و عملکرد را گزارش کرده‌اند و در دسته سوم پژوهش‌ها عدم رابطه بین این دو متغیر را متذکر شده‌اند. نمره مربوط به سازوکارهای درونی (شامل اندازه هیأت مدیره، استقلال هیأت مدیره، دوگانگی مدیرعامل و درصد مالکیت مدیریتی) و نمره مربوط به سازوکارهای بیرونی راهبری شرکتی (شامل درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، تمرکز مالکیت، اندازه حسابرس و سهام شناور آزاد) و پژوهش‌های صورت گرفته مربوط به ارتباط آن‌ها با عملکرد مالی به شرح زیر است:

اندازه هیأت مدیره: ادبیات تئوریک دو دیدگاه متفاوت در مورد نقش اندازه هیأت مدیره در عملکرد شرکت‌ها وجود دارد. یکی از این دیدگاه‌ها بیان می‌داد که هر چه اندازه هیأت مدیره کوچک‌تر باشد، عملکرد شرکت بهبود می‌یابد. به عبارت دیگر هر چه تعداد هیأت مدیره کمتر باشد، کارایی آن‌ها در بحث‌های پیش‌آمده بیشتر شده و بهتر می‌توانند در جهت اهداف شرکت گام بردارند زیرا در هیأت مدیره‌های بزرگتر ممکن است افرادی بدون تخصص داشته باشند که کارایی هیأت مدیره را تحت تأثیر قرار می‌دهند (هرمالین و ویسبک، ۲۰۰۳). از سوی دیگر دیدگاه دوم بیان می‌دارد که در هیأت مدیره‌هایی با اندازه کوچکتر، احتمالاً از منافع چون دریافت نظرات، پیشنهادها متنوع و تخصصی بی‌بهره و محروم خواهند بود. به عبارت دیگر، هر چه اندازه هیأت مدیره بزرگ‌تر باشد احتمال حل مسائلی که شرکت در بازار رقابتی به دلیل وجود نظرات متنوع و بحث‌های بیشتر با آن‌ها مواجه است، بیشتر خواهد بود (دالتون و دالتون، ۲۰۰۵). نتایج پژوهش بندسون و همکاران (۲۰۰۴) نشان داد که هیأت

^۱ Jensen

مدیره دارای کم تر از شش عضو، تأثیر با اهمیتی بر عملکرد شرکت ندارد، اما هنگامی که تعداد اعضای هیأت مدیره به هفت نفر یا بیشتر افزایش می یابد ارتباط این دو گروه منفی می گردد. آدامز و مهران (۲۰۰۵) ارتباط مثبت بین تعداد اعضای هیأت مدیره و عملکرد شرکت یافتند. پیلای و ال-مالکوی (۲۰۱۷) یافتند اندازه هیأت مدیره بر عملکرد مالی شرکت تأثیر مثبت دارد. نتایج پژوهش فیلائی و همکاران (۲۰۱۸) نشان می دهد اندازه هیأت مدیره تأثیر قابل توجی بر عملکرد شرکت ها دارد.

استقلال هیأت مدیره: اعضای غیرموظف هیأت مدیره از طریق نظارت بر مدیران موظف، بر روی تصمیمات آنان نظارت دارند. در نتیجه ترکیب هیأت مدیره می تواند بر عملکرد مالی شرکت ها اثرگذار باشد. تئوری نمایندگی برای افزایش استقلال هیأت مدیره از مدیریت، از این ایده پشتیبانی می کند که هیأت مدیره باید تحت اختیار مدیران بیرونی باشد. زیرا رفتارهای فرص طلبانه مدیریت باید توسط مدیران غیر اجرایی شرکت تحت کنترل و نظارت باشد. وجود چنین مدیرانی می تواند کیفیت تصمیمات مدیریت را تحت تأثیر قرار داده و راهکارهای مناسب که باید توسط مدیریت انجام شود تا عملکرد شرکت بهبود یابد (تنایی و رجبی، ۱۳۹۳). نتایج پژوهش بلک و همکاران (۲۰۰۶) نشان داد که رابطه مثبتی بین استقلال هیأت مدیره و عملکرد شرکت وجود دارد. مونیاندی و هیلر (۲۰۱۴) دریافتند استقلال هیأت مدیره بر عملکرد شرکت تأثیر مثبت دارد.

دوگانگی مدیرعامل: بر اساس تئوری نمایندگی نقش هیأت مدیره و مدیرعامل باید تفکیک گردد به طوری که تصمیمات مدیریتی از کنترل شرکت متمایز گردد. دوگانگی مدیرعامل در تصمیم گیری، به مدیرعامل قدرت و آزادی بیشتری می دهد، در نتیجه میان مالک و مدیریت اختلافی ایجاد می کند و در نهایت عملکرد شرکت کاهش می یابد (اقبال و همکاران، ۲۰۱۹). ادبیات تئوریک بیان می دارد جدایی جایگاه هیأت مدیره و مدیر عامل، باعث بهبود عملکرد شرکت می گردد. چانگ و سان (۲۰۰۸) بر این عقیده اند که پس از رسوایی های مالی، سرمایه گذاران به این موضوع بیشتر توجه کردند که دوگانگی وظیفه مدیرعامل ممکن است وظیفه امانتداری هیأت مدیره در نظارت بر گزارشگری مالی را به مخاطره اندازد. همچنین، آنها معتقدند که دوگانگی وظیفه مدیرعامل می تواند به طور بالقوه ریسک تصمیم گیرنده نهایی بودن مدیرعامل در زمینه گزارشگری مالی را افزایش دهد که در نتیجه ارزش شرکت را افزایش دهد. راجدی و همکاران (۲۰۰۸) نشان دادند بین عملکرد شرکت و ترکیب نقش ریاست هیئت مدیره و مدیر عامل رابطه منفی وجود دارد. رودیگر و همکاران (۲۰۱۰) در پژوهشی نشان دادند جدایی ترکیب نقش رئیس هیأت مدیره و مدیر عامل شرکت رابطه معناداری با عملکرد شرکت ندارد. نتایج پژوهش ال-ماتری و همکاران (۲۰۱۲) نشان داد دوگانگی مدیرعامل، اندازه هیات مدیره، با عملکرد شرکت ارتباط ضعیفی دارد.

درصد مالکیت مدیریتی: مالکیت مدیریتی به عنوان درصد سهام متعلق به مدیران شرکت تعریف می شود. دو دیدگاه در مورد مالکیت مدیریتی مطرح است. دیدگاه اول بیان می کند که مالکیت مدیریتی بالا ممکن است با افزایش هزینه های نمایندگی، منجر به جبهه گیری مدیریت شود و ارزش شرکت را کاهش دهد. دیدگاه دوم اینکه مالکیت مدیریتی، رفتارهای فرص طلبانه مدیران را کاهش می دهد و به افزایش ارزش شرکت کمک می کند. جنسن و مکلینگ (۱۹۷۶)، اولین پژوهشگرانی بودند که با تأکید بر جدایی مالکیت از کنترل رابطه نمایندگی را

تئوریزه کرده و بر این مبنا نتیجه گرفتند که تمایل مدیران به بیشینه سازی ثروت سهامداران وابسته با میزان مالکیت خودشان در شرکت مربوط است. آنها همچنین، استدلال کردند که افزایش درصد مالکیت مدیریتی ارزش شرکت را از طریق کاهش هزینه نمایندگی، افزایش می دهد (خواجهی و شکراللهی، ۱۳۹۶). میولو اسپیتز (۲۰۰۶) یافتند شرکت هایی که دارای درصد مالکیت مدیریتی بالای ۴۰٪ باشند، عملکردشان در حال بهبود است. فلوراکیس و همکاران (۲۰۱۴) یافتند افزایش در مالکیت مدیریت، عملکرد شرکت را بهبود می بخشد. شائو (۲۰۱۸) رابطه میان ساختار راهبری شرکتی و عملکرد شرکت را بررسی کردند. نتایج نشان می دهد که اندازه مالکیت مدیریتی ارتباط منفی با عملکرد شرکت دارد.

درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی: در رابطه با نقش نظارتی سهامداران نهادی، فرضیه نظارت کاراً بیان می کند که با سرمایه گذاری بیشتر سهامداران نهادی نظارت کاراتری توسط آنها اعمال میشود و اختلاف عقاید و مشاجرات نمایندگی به احتمال قوی برطرف می گردد. بر اساس این فرضیه بارتو و همکاران^۱ (۲۰۰۰) معتقدند که مالکان نهادی، سرمایه گذاران حرفه ای بوده که دارای تمرکز بلندمدت هستند. بنابراین با توجه به حجم سرمایه گذاری و کاربرد بودن این سهامداران، حضور آنها موجب نظارت بر مدیریت و به حداکثر رساندن ارزش شرکت در بلندمدت می شود (صالحی، ۱۳۹۹). در خصوص تأثیر سرمایه گذاران نهادی بر شرکت ها دیدگاه های مختلفی وجود دارد. عده ای معتقدند که سرمایه گذاران نهادی با توجه به اینکه آنها از دانش و تخصص کافی و تجربه زیادی برخوردارند و می توانند به عنوان یک نهاد ناظر، عملکرد مدیریت و در نتیجه عملکرد شرکت را کنترل کنند از طرف دیگر عده ای بیان کردند که سرمایه گذاران نهادی به علت دید کوتاه مدت و اهداف کوتاه مدت که رسیدن به سود می باشد در عملکرد بلندمدت شرکت تأثیر منفی می گذارند (فاسیو و لاسفر، ۲۰۰۰). نتایج پژوهش باتاچاریا و گراهام (۲۰۰۶) نشان داد که عکس العمل دو طرفه معناداری بین عملکرد شرکت و مالکیت نهادی وجود دارد. تیسای و گو (۲۰۰۷) نیز در بررسی ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت دریافتند مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت تأثیر مثبت دارد. عابد ال نصر و همکاران (۲۰۱۷) یافتند ارتباط مثبت بین مالکان نهادی و عملکرد شرکت وجود دارد.

تمرکز مالکیت: زمانی که مالکیت در دست سهامداران عمده است، سیستم کنترل متمرکز است. از آنجایی که تمرکز مالکیت، به عنوان یک تعیین کننده با اهمیت سازوکار راهبری شرکتی مشاهده شد، به نظر می رسد هویت مالکان کنترل کننده نقش اساسی در رابطه با مالکیت-عملکرد داشته باشد. بنابراین عملکرد شرکتی که سهامداران عمده آن دارای سهام بیشتری هستند، بهتر از شرکتی باشد که سهامداران عمده آن سهام کمتری در اختیار دارند (گورسوی و همکاران، ۲۰۰۳). نتایج پژوهش گوتیرز پومبو (۲۰۰۸) ارتباط مثبت بین عملکرد شرکت و تمرکز مالکیت یافتند و این ارتباط را به اثر نظارتی بهتر سهامداران مربوط دانستند. در واقع، هر قدر سهم یک سهامدار از شرکت کمتر باشد، منافع حاصل از نظارت بر رفتار مدیر کمتر خواهد بود، بنابراین تمرکز در سهام، نظارت بیشتر بر رفتار مدیر و کاهش فرصت طلبی را به همراه خواهد داشت؛ زیرا کسب حق مالکیت به وسیله مدیران و نظارت سهامداران بزرگ، راهی است که به شکل بالقوه می تواند مشکلات نمایندگی را کاهش و ارزش شرکت را افزایش

^۱ Barto et al

دهد. اسماعیل و عبدالله (۲۰۱۷) ارتباط مثبت و معنی دار میان سطوح بالای تمرکز مالکیت و عملکرد مالی یافتند و در سطوح پایین تمرکز مالکیت ارتباط قوی تر می باشد.

اندازه حسابرِس: دی انجلو^۱ معتقد است که موسسه های حسابرِس بزرگتر، انگیزه قویتری برای حسابرِس با کیفیت بالاتر دارند زیرا علاقه مندند که شهرت بیشتری در بازار بدست آورند و از آنجا که تعداد صاحبکارانشان زیاد است نگران از دست دادن آنها نمی باشند. تصور بر این است که همیشه موسساتی به دلیل دیگری به منابع و امکانات بیشتر برای آموزش حسابرسان خود و انجام آزمون های مختلف، خدمات حسابرِس را با کیفیت بالاتری ارائه می کنند (کردلر و رحمتی، ۱۳۹۲). نتایج پژوهش عابدی (۱۳۹۷) نشان داد رابطه معنی دار مثبت بین اندازه موسسه حسابرِس و ارزش شرکت وجود دارد. کرکز و همکاران (۱۳۹۵) یافتند که بین اندازه حسابرِس و عملکرد مالی شرکت رابطه معناداری وجود ندارد. نتایج پژوهش جامی و همکاران (۱۳۹۸) نشان داد که کیفیت حسابرِس، ارتباط مثبت با ارزش شرکت دارد.

سهام شناور آزاد: سهام شناور آزاد قسمتی از سهام یک شرکت که بدون هیچ گونه محدودیتی قابل معامله باشد. سهام شناور میزان سهامی است که در دست سهامداران استراتژیک نیست و سهامداران استراتژیک با استفاده از قدرت کنترل و تغییر سیستم مدیریتی بر روی عملکرد شرکت تأثیر مستقیم می گذارند پس، میزان سهام شناور می تواند سهامداران استراتژیک و غیر استراتژیک را تغییر دهد و این تغییر با تأثیر در میزان کنترل شرکت و سیستم مدیریتی بر روی عملکرد شرکت تأثیر می گذارد (خواجوی و رستم زاده، ۱۳۹۲). نتایج پژوهش کاسیر و واگنر (۲۰۰۴) نشان داد رابطه معنادار بین میزان سهام شناور و عملکرد مالی وجود دارد. اصلانی و همکاران (۱۳۹۳) به این نتیجه رسیدند، میزان سهام شناور آزاد بر عملکرد مالی تأثیر معناداری ندارد. اسعدی و ایمان طلب (۱۳۹۷) یافتند رابطه مثبت و معناداری بین سهام شناور آزاد با ارزش شرکت ها وجود دارد. بر اساس پیشینه مطالعات گذشته و مبانی نظری موضوع در این پژوهش فرضیه دوم پژوهش به صورت زیر تدوین شده است:

فرضیه دوم: بین سازوکارهای نظام راهبری و عملکرد مالی ارتباط مثبت وجود دارد.

نقش تعدیلگر راهبری شرکتی بر رابطه بین افشاء داوطلبانه و عملکرد مالی

با تفکیک مقوله مالکیت از مدیریت و وجود اهداف متضاد بین نماینده و کارگزار، مشکلات نمایندگی پدیدار می شود. در این رابطه نمایندگی، مدیریت مزیت اطلاعاتی دارد. مدیریت ممکن است اقداماتی را انجام دهد که با سایر منافع ذینفعان اختلاف دارند. افشای داوطلبانه فرصتی بهتر برای اعمال تئوری نمایندگی را فراهم می کند، به این معنی که مدیریت که دسترسی بهتر به اطلاعات خصوصی شرکت را نسبت به صاحبان و سرمایه گذاران خارجی دارد، می تواند ارتباطات قابل اعتماد را در بازار به منظور افزایش ارزش شرکت با کاهش هزینه های نمایندگی، ایجاد نماید (واروی، ۲۰۱۸). سازوکارهای راهبری شرکتی بر اطلاعات افشا شده توسط شرکت برای سهامداران آن اثر می گذارند و احتمال عدم افشای کامل و مطلوب اطلاعات و افشای اطلاعات کم اعتبار را کاهش می دهند. پژوهش

^۱ Di Angelo

ها نشان می‌دهد در صورت وجود نظارت مؤثرتر هیئت مدیره بر مدیریت، کیفیت و کفایت اطلاعات منتشر شده توسط مدیریت افزایش می‌یابد بهبود کیفیت افشای شرکت باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. اجرای نظام راهبری شرکتی می‌تواند باعث ارتقای شفافیت اطلاعاتی شود. به منظور افزایش شفافیت، شرکت‌ها می‌توانند تصمیم به گسترش سیاست‌های افشای خود و به تبع آن افشای داوطلبانه به عنوان یک ابزار مهم اقتصادی بگیرند (خواجوی و طلائی، ۱۳۹۴). افشای داوطلبانه نقش پر اهمیتی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و عدم اطمینان بین مدیران و سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی دارد (ریبیعی و همکاران، ۱۳۹۹). کاهش شرایط عدم اطمینان، نیاز به نظارت بر فعالیت‌های مدیریت را کاهش و متعاقباً باعث کاهش هزینه‌های تأمین مالی و افزایش ارزش شرکت می‌شود (گیتزمن و ترومبتا، ۲۰۰۳). آلمیدا و دالمیسو (۲۰۱۵) معتقدند که یکی از مهمترین عواملی که منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود، راهبری شرکتی (مکانیزم‌های راهبری شرکتی) است. با افزایش شفافیت و افشا و همچنین راهبری شرکتی خوب، عدم تقارن اطلاعاتی بین ذینفعان کاهش در نتیجه عملکرد مالی شرکت و بازده سرمایه‌افزایش می‌یابد. مبانی نظری و مطالعات پیشین مرتبط با سازوکارهای درونی و بیرونی راهبری شرکتی که نقش تعدیلگر بر رابطه بین افشاء داوطلبانه و عملکرد مالی شرکت‌ها دارد به شرح زیر است:

اندازه هیأت مدیره: اندازه هیأت مدیره باید متناسب با اندازه سازمان باشد و هدف آن باید دستیابی به مشارکت مطلوب کلیه اعضای هیأت مدیره باشد. اندازه هیأت مدیره عبارت است از تعداد مدیران اعم از موظف و غیر موظف است که عضو هیأت مدیره هستند (اقبال و همکاران ۲۰۱۹). تئوری نمایندگی بیان می‌کند هر چه هیأت مدیره بزرگتر باشد، دارای ظرفیت نظارتی قویتری است. بنابراین، به عنوان ابزار اثربخشی در نظارت بر عملکرد مدیران است. به این معنی در هیأت مدیره‌ای که دارای اعضای بیشتری است انتظار می‌رود نظارت بیشتری انجام شود و به دنبال آن اطلاعات بیشتری افشا شود. روف (۲۰۱۱) نشان داد که سطح افشای اختیاری با اندازه هیأت مدیره، رابطه مستقیم معناداری دارد. ساتا و همکاران (۲۰۱۵) بین اندازه هیأت مدیره و افزایش سطح افشای داوطلبانه ارتباط منفی معناداری یافتند. نیکبخت و پورحسینی (۱۳۹۴) به این نتیجه رسیدند بین اندازه هیأت مدیره با افشای اختیاری رابطه معنی داری وجود ندارد.

استقلال هیأت مدیره: بر اساس تئوری نمایندگی هر چه نسبت اعضای مدیران مستقل بزرگتر باشد، هیأت مدیره نظارت موثرتری بر فرصت‌طلبی‌های مدیریتی خواهد داشت و می‌توان انتظار داشت شرکت افشای داوطلبانه بیشتری داشته باشد. فاما و جنسن (۱۹۸۳) معتقدند که هر چه استقلال هیأت مدیره بیشتر باشد، نظارت بر فرصت‌های مدیریتی بیشتر خواهد بود و مدیران خارج از هیأت مدیره می‌توانند ارزش شرکت را تقویت کنند. درصد استقلال مدیران به عنوان یک عامل اصلی و تأثیرگذار افشاء داوطلبانه شرکت‌ها در نظر گرفته می‌شود (باراکو و همکاران، ۲۰۰۶). استقلال هیأت مدیره، عدم تقارن اطلاعاتی بین ارکان درونی و بیرونی شرکت را کاهش می‌دهد، این موضوع منجر به افزایش افشای اطلاعات می‌شود. هافنگ و جانگو (۲۰۰۷) نشان دادند نسبت مدیران غیرموظف در هیأت مدیره رابطه معنی دار و مثبت با افشاء اختیاری وجود دارد. روف (۲۰۱۱) نشان داد نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره بر سطح افشای اختیاری تأثیر منفی دارد. اویار و همکاران (۲۰۱۳) به این نتیجه رسیدند بین استقلال هیأت مدیره با سطح افشای داوطلبانه رابطه مثبت وجود دارد.

دوگانگی مدیرعامل: طرفداران نظریه نمایندگی ضمن تأکید بر تفکیک وظایف رئیس هیأت مدیره از مدیر عامل اظهار می کنند که رئیس هیأت مدیره باید در عین عضویت هیأت مدیره از امور جاری شرکت مستقل باشد به این ترتیب کنترل بهتری بر برنامه های پرخطر مدیرعامل داشته باشد. تفکیک این دو نقش بین دو فرد موجب نظارت بیشتر بر اهداف، افشای گزارش های شرکتها و شرایط مدیریتی شرکت می شود (اینسیو، ۲۰۱۲). نتایج پژوهش لونگ (۲۰۰۴) نشان داد در شرکت هایی که مدیر عامل دوگانه دارند، افشای داوطلبانه کمتری انجام می دهند. هوفانگ و ژیانگو (۲۰۰۷) یافتند شخصی که هر دو وظایف را بر عهده داشته باشد، تمایل کمتری به افشای داوطلبانه خواهد داشت. نتایج پژوهش الگرینی و گریکو (۲۰۱۳) نشان داد متغیرهای اندازه هیات مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل با افشای اختیاری رابطه معناداری داشتند.

درصد مالکیت مدیریتی: مالکیت مدیریتی طبق نظر جنسن و مک لین^۱ (۱۹۷۶) به عنوان مکانیزم اصلی راهبری هستند که در کنترل مسائل نمایندگی کمک می کند. آنها اثبات کردند سطح بالاتری از مالکیت مدیریتی موجب می شود منافع مدیران و سهامداران با یکدیگر همتراز شود و همچنین هزینه های نمایندگی کاهش و ارزش شرکت افزایش یابد (بیک و همکاران، ۲۰۰۹). در مقابل با افزایش مالکیت مدیریتی، افشای اختیاری کاهش می یابد. لی و کوی (۲۰۰۸) یافتند شرکت های با ساختار مالکیت مدیریتی بیشتر، افشای داوطلبانه بیشتری دارند. بیک و همکاران (۲۰۰۹) عنوان نمودند در شرکت هایی با سطح پایین از مالکیت مدیریتی، رابطه منفی بین سطح مالکیت مدیریتی و افشای اختیاری وجود دارد. روف و عبدالله (۲۰۱۱) یافتند که میزان افشای داوطلبانه اطلاعات در شرکتها با ساختار مالکیت مدیریتی بالاتر رابطه منفی دارد. ستا و همکاران (۲۰۱۵) به این نتیجه رسیدند بین مالکیت مدیریتی و اندازه هیأت مدیره با افزایش کیفیت سطح افشای داوطلبانه ارتباط منفی معناداری وجود دارد.

درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی: سرمایه گذاران نهادی به دلیل داشتن مسئولیت امانتی و منابعی که در اختیار دارند، انگیزه بیشتری برای کاوش در اطلاعات خصوصی پیش از افشا در گزارشهای سالانه شرکت های موجود در پرتفوی خود دارند. علاوه بر این مالکیت نهادی عمده موجب سطح بالایی از افشای اختیاری قبل از انتشار اعلامیه های سود می گردد. لاند هولم و ویندکل (۲۰۰۶) بیان می کنند مدیران در جهت منافع شخصی خود تمرکز می کنند تا اینکه به حداکثر سازی ثروت سهامداران تمایل داشته باشند. بر اساس تئوری نمایندگی می توان گفت در شرکت هایی که مالکیت نهادی بیشتر باشد افشای داوطلبانه برای سهامداران بیشتر خواهد بود. دولاجا و هم نویسان (۲۰۰۷) رابطه مثبتی بین مالکیت نهادی و افشای اختیاری یافتند. گیسبرت و ناوالاس (۲۰۰۹) به این نتیجه رسیدند مالکیت نهادی بر میزان اطلاعاتی که توسط شرکتها به صورت داوطلبانه در گزارش های سالانه افشا می شود، تاثیر قابل توجهی ندارد. نتایج پژوهش المانس و هم نویسان (۲۰۱۲) نشان داد بین مالکیت نهادی و افشای داوطلبانه ارتباط معکوس وجود دارد. یور و هم نویسان (۲۰۱۴) به این نتیجه رسیدند بین مالکیت نهادی با افشای اختیاری رابطه مثبت وجود دارد.

تمرکز مالکیت: شرکت هایی که در آن ها تمرکز مالکیت به میزان کمتری وجود دارد و به عبارتی، مالکیت در سطح گسترده تری از نظر تعداد سرمایه گذاران توزیع شده است، تنها با نوع اول مسئله نمایندگی یعنی تضاد منافع

^۱Jensen and McLean

مدیر-مالک مواجه هستند. این تضاد باعث می‌شود سرمایه‌گذاران خواستار افشای بیشتر باشند. لکال (۲۰۰۷) نیز به این نتیجه رسید که بین تمرکز مالکیت و افشای داوطلبانه یک همبستگی منفی وجود دارد. پلنبرگ و بانگاج (۲۰۰۸) یافتند که با افزایش تمرکز مالکیت، سطح افشای اختیاری کاهش می‌یابد.

اندازه حسابرس: موسسات حسابرسی بزرگتر خدمات حسابرسی را با کیفیت بیشتری ارائه می‌کنند. دو نظریه رقیب مطرح است؛ از یک طرف حسابرسان بزرگ این قابلیت را دارند تا شرکتها را به انجام افشای داوطلبانه ترغیب و تشویق نمایند و از طرف دیگر می‌توانند با اعتبار بخشی به گزارشات شرکت و افزایش ارزش شرکت، شرکت را از انجام افشای داوطلبانه بی‌نیاز نمایند شرکت‌هایی که توسط حسابرسان معتبر و بزرگ مورد حسابرسی قرار می‌گیرند، افشای اختیاری با جزئیات بیشتری را در گزارشهای سالانه خود ارائه خواهند نمود (ستایش و همکاران، ۱۳۹۳). این حسابرسان، علاوه بر اینکه میزان اطلاعات افشا شده را تحت تأثیر قرار داده و موجب افزایش آن می‌شوند، کیفیت اطلاعات افشا شده را نیز بهبود خواهند بخشید (بوشمن و همکاران، ۲۰۰۴). نتایج پژوهش منساح (۲۰۱۲) بیانگر این بود بین اندازه موسسه حسابرسی و افشای داوطلبانه ارتباط معناداری وجود ندارد. نتایج پژوهش اویار و همکاران (۲۰۱۳) بیانگر آن بود که بین اندازه موسسه حسابرسی با سطح افشای داوطلبانه رابطه مثبت وجود دارد. اوکولی و ایزدونمی (۲۰۱۴) به این نتیجه رسیدند که اندازه موسسه حسابرسی دارای اثری معنادار بر ارزش بازار سهام می‌باشند. موحدی و همکاران (۱۳۹۷) یافتند که اندازه حسابرس به طور مثبت و معنادار بر سطح افشای داوطلبانه تأثیر گذار است.

سهام شناور آزاد: بخشی از سهام شرکت است که دارندگان آن آماده عرضه و فروش آن سهام می‌باشند و قصد ندارند با حفظ آن قسمت از سهام، در مدیریت شرکت مشارکت نمایند. از یک طرف می‌توان پیش بینی نمود که با افزایش سهام بر تعداد ذینفعان شرکت افزوده شده و مدیران مجبور به رعایت بیشتر افشای می‌شوند و از سوی دیگر می‌توان گفت که با افزایش سهام شناور، از تمرکز مالکیت کاسته شده و به دلیل افزایش تضاد منافع میان سهامداران و مدیریت، سطح افشای توسط مدیران کاهش می‌یابد. نتیجه پژوهش جوهمانی (۲۰۱۳) نشان داد که بین مالکیت بلوکی و افشای اختیاری رابطه منفی معنادار وجود دارد. با توجه به ادبیات نظری و پژوهش‌های پیشین، سازوکارهای راهبری شرکتی می‌تواند بر رابطه بین افشا داوطلبانه و عملکرد مالی تأثیر داشته باشد. با توجه به ادبیات پژوهش فرضیه سوم به شرح زیر است:

فرضیه سوم: نظام راهبری ارتباط بین افشای داوطلبانه و عملکرد مالی شرکت‌ها را تقویت می‌کند.

۳- روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر طبقه بندی بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است. از لحاظ روش و ماهیت تحقیق حاضر از نوع تحقیقات همبستگی است. همچنین پژوهش حاضر از نوع پژوهش‌های توصیفی است؛ زیرا پژوهشگر دخالتی در موقعیت، وضعیت و نقش متغیرها ندارد. روش تحقیق به صورت استقرایی است. این پژوهش از لحاظ زمان انجام پژوهش، از نوع پژوهش‌های پس رویدادی (نیمه تجربی) است. در این پژوهش گردآوری اطلاعات در دو مرحله انجام می‌شود. در مرحله اول برای تحریر مبنای نظری و ادبیات پژوهش از روش کتابخانه‌ای و متون

تخصصی خارجی و فارسی استفاده شده است و در مرحله دوم یعنی داده های مالی پژوهش، از صورت های مالی و گزارش هیئت مدیره شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران واقع بر سایت سازمان بورس و سایت کدال استخراج شده است. پس از گردآوری داده های اولیه، به منظور آماده سازی متغیرها و انجام محاسبات لازم جهت دستیابی به متغیرهای مورد نیاز پژوهش از نرم افزار Excel و به منظور تجزیه و تحلیل داده ها از نرم افزار Eviews8 استفاده گردیده است. جامعه آماری تحقیق از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل شده و قلمرو زمانی تحقیق از سال ۱۳۹۰ تا سال ۱۳۹۸ تعریف شده است. همچنین، نمونه آماری به روش حذفی و با در نظر گرفتن معیارهای زیر انتخاب شده است:

- ۱) شرکت هایی که تا ابتدای سال ۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 - ۲) به دلیل افزایش قابلیت مقایسه، افزایش توان همسنجی و همسان سازی سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد و در طی دوره پژوهش سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
 - ۳) بیش از ۴ ماه در هر سال، توقف نماد معاملاتی نداشته باشند.
 - ۴) شرکت هایی که جزء شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری مالی، شرکت های لیزینگ، هلدینگ، بیمه و بانک ها نباشند.
- در نهایت با توجه به محدودیت های ذکر شده تعداد ۹۸ شرکت به عنوان جامعه آماری انتخاب شد.

۴- متغیرهای پژوهش و تعریف عملیاتی آن ها

متغیر وابسته

در این پژوهش معیار سنجش عملکرد مالی شرکت بازده دارایی ها می باشد. این نسبت نشان می دهد مدیریت در تبدیل دارایی ها به سود چقدر کارایی داشته است (یالکین و همکاران، ۲۰۱۲). این نسبت به صورت زیر محاسبه می شود:

رابطه (۱)

$$ROA = \frac{\text{سود خالص}}{\text{حقوق صاحبان سهام}}$$

متغیر مستقل

متغیر مستقل این پژوهش، سطح افشای داوطلبانه شرکت ها است. در این پژوهش از چک لیست پورحیدری و حسین پور (۱۳۹۱) استفاده شده است. چک لیست نهایی متشکل از ۱۱ مورد افشای اختیاری بود. سپس با بررسی صورت های مالی سالانه، یادداشت های توضیحی و گزارش های مجامع عمومی و هیأت مدیره، به هر قلم از موارد موجود در چک لیست که توسط شرکت ها افشا شده بود، عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر تعلق می گیرد و در نهایت شاخص افشای اختیاری با تقسیم جمع موارد افشا شده به کل مواردی که می بایست افشا شود محاسبه می گردد. به صورت رابطه ۲ محاسبه می گردد:

رابطه (۲)

$$VDI = \sum_{i=1}^n \frac{d_i}{n}$$

که در این معادله اگر مورد افشا شده باشد، d_i معادل یک در نظر گرفته شده است و در غیر اینصورت صفر در نظر گرفته شده است. حداکثر موارد افشاء (n) نیز معادل ۶۰ می باشد.

متغیر تعدیلگر

نظام راهبری شرکتی مجموعه‌ای از سازوکارهای کنترل درون شرکتی و برون شرکتی می باشد که تعادل مناسب میان حقوق صاحبان سهام از یکسو و نیازها و اختیارات هیئت مدیره را از سوی دیگر برقرار می نماید و در نهایت این ساز و کارها اطمینان معقولی را برای صاحبان سهام و تهیه کنندگان منابع مالی و سایر گروههای ذینفع فراهم می نماید. راهبری شرکتی شامل مکانیسم های درونی و بیرونی است. استفاده از شاخص ترکیبی و چند بعدی دارای این مزیت است که به جای وارد کردن هر کدام از عوامل راهبری در مدل پژوهش به عنوان متغیر جداگانه، تمامی این عوامل در قالب یک متغیر وارد می شود (گمپرز و همکاران، ۲۰۰۳). بر این اساس، فرضیه های پژوهش در دو حالت مستقل، مورد آزمون قرار می گیرد. در پژوهش حاضر برای تعیین عوامل راهبری شرکتی، چهار متغیر برای مکانیسم های داخلی راهبری شرکتی (شامل اندازه هیأت مدیره، استقلال هیأت مدیره، دوگانگی مدیرعامل و درصد مالکیت مدیریتی) و چهار متغیر برای مکانیسم های خارجی راهبری شرکتی (شامل درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی، تمرکز مالکیت، اندازه حسابرس و سهام شناور آزاد) جمع آوری گردید و در پایان نیز از روش کدگذاری به منظور عملیاتی کردن متغیر راهبری شرکتی استفاده شد و بر این رویه به هر کدام از عوامل هشت گانه امتیاز صفر و یک اختصاص یافت که از جمع زدن این امتیازها، نمره راهبری شرکتی داخلی و خارجی محاسبه می شود. سازو کارهای درونی و سازوکارهای بیرونی راهبری شرکتی متغیر تعدیل گر می باشد که به صورت زیر می باشد:

-سازوکارهای درونی نظام راهبری

-اندازه هیأت مدیره: اگر تعداد اعضای هیات مدیره شرکت هفت نفر باشد، برابر یک و در غیر اینصورت برابر صفر خواهد شد.

-استقلال اعضای هیأت مدیره: اگر نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره به کل اعضای هیأت مدیره شرکت بزرگتر از میانه در نمونه مورد بررسی باشد، برابر یک و در غیر اینصورت برابر صفر است.

-درصد مالکیت مدیریتی: اگر نسبت درصد مالکیت مدیریتی شرکت بزرگتر از میانه در نمونه مورد بررسی باشد، برابر یک قرار و در غیر اینصورت برابر صفر خواهد شد.

-تفکیک وظایف مدیر عامل و رئیس هیأت مدیره: متغیر مجازی است، اگر مدیر عامل رئیس هیئت مدیره باشد مقدار صفر و در غیر این صورت یک خواهد شد.

-سازوکارهای بیرونی نظام راهبری

-درصد مالکیت نهادی: اگر درصد سهام تحت تملک سهامداران نهادی شرکت بزرگتر از میانه در نمونه مورد بررسی باشد، برابر یک و در غیر اینصورت برابر صفر خواهد شد.

-تمرکز مالکیت: اگر درصد سهام تحت تملک سهامداران عمده شرکت بزرگتر از میانه در نمونه مورد بررسی باشد، برابر یک و در غیر اینصورت برابر صفر خواهد شد.

-سهام شناور: برای شرکت هایی که میزان سهام شناور آنها کوچکتر از میانگین کل نمونه در یک دوره ۱۰ ساله بوده اند ارزش یک و برای بقیه ارزش صفر در نظر گرفته شده است.

-اندازه حسابرِس: متغیر مجازی است، حسابرِس شرکت ها توسط سازمان حسابرِس انجام گرفته است مقدار یک و در غیر این صورت صفر.

متغیرهای کنترلی: به منظور کنترل سایر متغیرهایی که به نحوی در تجزیه و تحلیل مسأله پژوهش مؤثرند، متغیرهای کنترلی لازم با توجه به مرور متون تعیین شده و عبارت است از:

Lev: اهرم مالی از تقسیم بدهی ها به دارایی ها به دست می آید.

Size: اندازه شرکت برابر است با لگاریتم کل دارایی های شرکت.

MB: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، این نسبت از تقسیم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به دست می آید.

۵-مدل های پژوهش

در این پژوهش، به منظور آزمون فرضیه های پژوهش از مدل رگرسیون چند متغیره به شرح مدل (۱) استفاده شده است.

مدل (۱)

$$FP_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Disclosure_{it} + \beta_2 CG_{it} + \beta_3 Disclosure_{it} * CG_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 \frac{M}{B}_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \epsilon_{it}$$

FP_{it} عملکرد مالی (متغیر وابسته) $Size_{it}$ اندازه شرکت
 $Disclosure_{it}$ افشای داوطلبانه (متغیر مستقل) Lev_{it} اهرم مالی
 CG_{it} نظام راهبری شرکت (سازوکارهای درونی و بیرونی) $\frac{M}{B}_{it}$ ارزش بازار به ارزش دفتری
 $Disclosure_{it} * CG_{it}$ افشای داوطلبانه * راهبری شرکتی ϵ_{it} خطای تصادفی

با توجه به دو حالت انتخابی برای نظام راهبری شرکتی، فرضیه های پژوهش در دو حالت مستقل مورد آزمون قرار گرفته اند.

۶-یافته های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش که با استفاده از داده های ۹۸ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره های زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ اندازه گیری شده اند.

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

| متغیرهای پژوهش | میانگین | میانه | حداکثر | حداقل | انحراف معیار | چولگی | کشیدگی |
|---|---------|--------|--------|--------|--------------|--------|--------|
| افشای داوطلبانه | 0/549 | 0/566 | 0/766 | 0/183 | 0/109 | -0/506 | 2/933 |
| بازده دارایی | 0/063 | 0/056 | 0/591 | -0/370 | 0/128 | 0/119 | 4/823 |
| راهبری درونی | 3/067 | 3/00 | 4/00 | 1/00 | 0/754 | -0/465 | 2/828 |
| راهبری بیرونی | 2/489 | 2/00 | 4/00 | 0/00 | 1/187 | -0/016 | 2/376 |
| اندازه شرکت | 12/232 | 12/116 | 14/587 | 10/792 | 0/692 | 0/889 | 3/902 |
| اهرم مالی | 0/665 | 0/666 | 1/660 | 0/180 | 0/218 | 0/7646 | 4/972 |
| ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام | 2/144 | 1/869 | 9/202 | -4/774 | 1/672 | 0/7077 | 5/759 |

همانطور که در جدول ۱ مشاهده می‌شود شرکت‌ها به طور متوسط دارای ۵۴ درصد افشای داوطلبانه می‌باشند. گستره ی تغییرات افشای داوطلبانه بین ۱۸ درصد تا ۷۰ درصد می‌باشد. انحراف معیار داده‌ها پراکندگی داده‌ها از میانگین را نشان می‌دهد. انحراف معیار کم نشان دهنده پراکندگی کم داده‌ها از میانگین و انحراف معیار زیاد نشان دهنده پراکندگی زیاد داده‌ها از میانگین می‌باشد. متغیر افشای داوطلبانه با انحراف معیار ۱۱/۰ دارای کمترین پراکندگی از میانگین و متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری با انحراف معیار ۱/۶۷ دارای بیشترین پراکندگی از میانگین است.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

با توجه به دو معیار انتخابی برای متغیر راهبری، فرضیه‌های پژوهش در دو حالت مستقل مورد آزمون قرار گرفت. با استفاده از آزمون F لیمر، امکان اینکه بتوان از رگرسیون پانل دیتا استفاده کرد یا خیر مورد بررسی قرار گرفته است و همچنین نوع اثرات بین مقاطع مورد با استفاده از آزمون هاسمن بررسی شده است. همچنین جهت بررسی فرضیه پژوهش از آزمون رگرسیون پانل دیتا استفاده شده که نتایج آزمون‌های فوق در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول (۲) نتایج رگرسیون پانل دیتا-مدل ۱

| متغیرها | ضریب رگرسیون | انحراف استاندارد | t آماره | سطح معناداری | نتیجه |
|------------------------------|--------------|------------------|-----------|--------------|---------|
| افشای داوطلبانه | 0/156447 | 0/057939 | 2/700209 | 0/0071 | معنادار |
| راهبری درونی | 0/029666 | 0/012127 | 2/446247 | 0/0147 | معنادار |
| راهبری درونی*افشای داوطلبانه | 0/048612 | 0/021988 | 2/210867 | 0/0274 | معنادار |
| اندازه شرکت | -0/033704 | 0/015419 | -2/185789 | 0/0292 | معنادار |

| | | | | | |
|---|-----------------------|--------------|-----------|----------------|----------------------|
| معنادر | 0/0001 | 3/947925 | 0/001784 | 0/007044 | اهرم مالی |
| معنادر | 0/0000 | -16/23299 | 0/014767 | -0/239716 | ارزش دفتری به بازار |
| معنادر | 0/0025 | 3/038368 | 0/172186 | 0/523164 | مقدار ثابت |
| 0/801596 | | | | | ضریب تعیین تعدیل شده |
| 1/977947 | | | | | آماره دوربین واتسن |
| 34/74769 | | | | | آماره کل مدل |
| | نتیجه | سطح معناداری | آماره | آزمون | |
| | روش رگرسیون پانل دیتا | 0/0000 | 8/344221 | لیمر F آزمون | |
| | اثرات ثابت | 0/0008 | 81/111025 | آزمون هاسمن | |
| | باقیمانده‌ها نرمالند | 0/842 | 0/342 | آزمون چارک-برا | |
| $FP_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Disclosure_{it} + \beta_2 Internal\ CG_{it} + \beta_3 Disclosure_{it} * Internal\ CG_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 \frac{M}{B}_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \varepsilon_{it}$ <p>Internal CG_{it} متغیر مستقل (نظام راهبری درونی) و متغیر Disclosure_{it} * Internal CG_{it} متغیر تعدیلگر (نظام راهبری درونی) می باشد.</p> | | | | | |

برای مشخص نمودن تأثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته بر اساس سطح معناداری و آماره t قضاوت می شود در صورتی که سطح معناداری کمتر ۰/۰۵ و قدر مطلق آماره t بزرگتر از ۱/۹۶ باشد، متغیر مستقل تأثیر معناداری بر متغیر وابسته خواهد داشت. بر اساس جدول بالا، نتایج حاصل از بررسی فرضیه‌های پژوهش نشان می دهد که افشای داوطلبانه، راهبری درونی و " راهبری درونی * افشا داوطلبانه" و متغیرهای کنترلی تأثیر معناداری بر عملکرد مالی شرکت ها دارند. با توجه به علامت ضریب رگرسیون متغیرها می توان گفت که نظام راهبری درونی تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی شرکت ها دارند. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که حدود ۸۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده در این مدل توضیح داده می شود و باقیمانده به وسیله متغیرهای دیگری توضیح داده می شود که در اینجا در نظر گرفته نشده اند. با توجه به جدول بالا مقدار آماره دوربین واتسون حاکی از عدم وجود مشکل خود همبستگی است. همچنین بر اساس احتمال آماره F (F<0.05) معادله رگرسیون در کل معنادار می باشد.

جدول (۳) نتایج رگرسیون پانل دیتا-مدل ۲

| متغیرها | ضریب رگرسیون | انحراف استاندارد | t آماره | سطح معناداری | نتیجه |
|--------------------------------|--------------|------------------|----------|--------------|---------|
| افشای داوطلبانه | 0/108994 | 0/033663 | 3/237815 | 0/0013 | معنادار |
| راهبری بیرونی | 0/018936 | 0/006424 | 2/947606 | 0/0033 | معنادار |
| راهبری بیرونی * افشا داوطلبانه | 0/027245 | 0/009909 | 2/749490 | 0/0061 | معنادار |
| اندازه شرکت | 0/026888 | 0/010473 | 2/567271 | 0/0105 | معنادار |

| | | | | | |
|--|-----------------------|--------------|-----------|----------------|--------------------------|
| معنادر | 0/0001 | 4/008449 | 0/002107 | 0/008447 | اهرم مالی |
| معنادر | 0/0000 | -12/15357 | 0/023640 | -0/287307 | نسبت ارزش بازار به دفتری |
| معنادر | 0/1583 | -1/412261 | 0/121576 | -0/171697 | مقدار ثابت |
| 0/690177 | | | | | ضریب تعیین تعدیل شده |
| 2/104720 | | | | | آماره دوربین واتسن |
| 226/9474 | | | | | آماره کل مدل |
| | نتیجه | سطح معناداری | آماره | آزمون | |
| | روش رگرسیون پانل دیتا | 0/0000 | 8/136887 | لیمر F آزمون | |
| | اثرات ثابت | 0/0008 | 72/315118 | آزمون هاسمن | |
| | باقیمانده‌ها نرمالند | 0/907 | 0/194 | آزمون جارک-برا | |
| $FP_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Disclosure_{it} + \beta_2 External CG_{it} + \beta_3 Disclosure_{it} * External CG_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 \frac{M}{B}_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \epsilon_{it}$ <p>External CG_{it} متغیر مستقل (نظام راهبری بیرونی) و متغیر Disclosure_{it} * External CG_{it} متغیر تعدیلگر (نظام راهبری بیرونی) می باشد.</p> | | | | | |

نتایج حاصل از بررسی فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد افشای داوطلبانه، راهبری بیرونی و "راهبری بیرونی*" افشاء داوطلبانه" و متغیرهای کنترلی تأثیر معناداری بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارند. با توجه به علامت ضریب رگرسیون متغیرها می‌توان گفت که نظام راهبری بیرونی تأثیر مثبت و معناداری بر رابطه بین افشای داوطلبانه و عملکرد مالی شرکت‌ها دارد. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود ۶۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده در این مدل توضیح داده می‌شود و باقیمانده به وسیله متغیرهای دیگری توضیح داده می‌شود که در اینجا در نظر گرفته نشده‌اند. با توجه به جدول 3 مقدار آماره دوربین واتسن حاکی از عدم وجود مشکل خود همبستگی است. همچنین بر اساس احتمال آماره F ($F < 0.05$) معادله رگرسیون در کل معنادار است.

نتیجه‌گیری و پیشنهادات

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر افشاء داوطلبانه و راهبری شرکتی (درونی و بیرونی) بر عملکرد مالی شرکتها و تأثیر راهبری شرکتی (درونی و بیرونی) بر ارتباط بین افشاء داوطلبانه و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. به لحاظ با اهمیت بودن تأثیر راهبری شرکتی بر ارتباط بین افشاء داوطلبانه و عملکرد مالی و دستیابی به عملکرد مالی مطلوب، اکثر جوامع تلاش‌هایی را برای فراهم کردن سیستم راهبری شرکتی مناسب انجام داده‌اند. راهبری شرکت و ساز و کارهای مختلف آن از طریق سیاست‌های افزایش افشای داوطلبانه به حفظ ارزش حقوق سهامداران و بهبود عملکرد شرکت‌ها کمک می‌کند. بدین صورت که شرکت‌ها به منظور به دست آوردن اعتماد سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، نیاز به افزایش شفافیت در

ارائه اطلاعات (اعم از مالی و غیر مالی) دارند. به منظور افزایش شفافیت، شرکت ها می توانند تصمیم به گسترش سیاست های افشای خود و به تبع آن افشای داوطلبانه به عنوان یک ابزار مهم اقتصادی، بگیرند. در این پژوهش رابطه میان افشای داوطلبانه و عملکرد مالی شرکت ها با تأکید سازوکارهای درونی و بیرونی راهبری شرکت ها مورد بررسی قرار گرفت. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش نشان داد که بین افشای داوطلبانه و عملکرد مالی شرکت ها ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. به بیان دیگر، هر چه افشاء داوطلبانه در شرکت های مورد بررسی بیشتر باشد، عملکرد مالی شرکت ها بهبود می یابد. که این نتایج با پیش بینی اولیه و مبانی نظری موجود در این زمینه نیز کاملاً همسو می باشد. زیرا افزایش افشای اطلاعات مالی شفاف، مشکلات نمایندگی را از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه گذاران به حداقل می رساند، با کاهش عدم تقارن اطلاعات بین شرکت و بازار، تعداد بیشتری از سهام شرکت مورد معامله قرار گیرد. به این ترتیب توان نقدشوندگی سهام افزایش یافته و موجب جلب نهادهای سرمایه گذاری بزرگ خواهد شد. بنابراین با افزایش تقاضا، قیمت سهام شرکت بالا رفته و عملکرد شرکت نیز افزایش می یابد. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه با یافته های حاصل از پژوهش اگستر و وانگر (2013) همسو است. نتایج حاصل از پژوهش آنان نشان دهنده رابطه مثبت بین معیارهای عملکرد عملیاتی با افشای داوطلبانه است. همچنین این نتایج با نتایج پژوهش بوشمن و اسمیت (2003)، چئونگ و همکاران (2010) و همرونی و همکاران (2015) و ستایش و همکاران (1391) نیز هماهنگ است. برای آزمون فرضیه دوم پژوهش تأثیر نمره نهایی مکانیزم های درونی و بیرونی راهبری شرکتی بطور جداگانه بر عملکرد مالی شرکتها بررسی شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش در دو حالت بیانگر این موضوع است که بین مکانیزم های درونی راهبری شرکت و مکانیزم های بیرونی راهبری شرکت بطور جداگانه و عملکرد مالی شرکت ها ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. که این نتایج با مبانی نظری موجود در این زمینه نیز کاملاً همسو می باشد. تئوری نمایندگی ناشی از مجزاسازی مالکیت از کنترل است، هرچه راهبری شرکتی موثرتر باشد و باعث کاهش مشکل نمایندگی شود، از دیدگاه یک سهامدار عملکرد شرکت بهتر خواهد بود. هر شرکتی به نوعی با ترکیبی از ساز و کارهای راهبری شرکتی داخلی و خارجی اداره می شود. تقویت سازوکارهای راهبری شرکتی منجر به آگاهی بازار از کیفیت سهام شرکت ها و به تبع آن افزایش عملکرد مالی شرکت می گردد. این نتایج با نتایج پژوهش براون و کایلور (2009)، کور و همکاران (2006) و نجوین و همکاران (2014) و پلیو ال مالکوی (2017) هماهنگ است. بر این اساس می توان ادعا نمود هر چه نمره راهبری درونی و بیرونی شرکت های مورد بررسی بیشتر باشد، عملکرد مالی شرکت ها نیز بیشتر می شود. برای آزمون فرضیه سوم پژوهش تأثیر نمره نهایی مکانیزم های درونی و بیرونی راهبری شرکتی بطور جداگانه بر ارتباط بین افشاء داوطلبانه و عملکرد مالی شرکتها بررسی شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش بیانگر این موضوع است که مکانیزم های درونی و بیرونی راهبری شرکت بطور مجزا ارتباط بین افشاء داوطلبانه و عملکرد مالی شرکت ها را تقویت می کند که این نتایج با پیش بینی اولیه و مبانی نظری موجود در این زمینه نیز کاملاً همسو می باشد. زیرا سازوکارهای راهبری شرکتی باعث ارتقای شفافیت اطلاعاتی می شود. به منظور افزایش شفافیت، شرکتها باید اقدام به گسترش سیاست های افشای داوطلبانه نمایند. بر اساس تئوری نمایندگی مطرح شده در مبانی نظری پیش بینی می شد که افزایش میزان افشاء منجر به کاهش عدم تقارن

اطلاعاتی گردد و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی نیز افزایش عملکرد شرکت را به دنبال دارد. بنابراین می‌توان ادعا نمود سازوکارهای نظام راهبری شرکتی رابطه بین افشاء داوطلبانه و عملکرد مالی شرکت‌ها را تقویت می‌کند. در این پژوهش‌های معیارهای ارتقاء سیاست‌های مرتبط با افشاء و شفافیت گزارش‌های مالی شرکت، باعث دقت بیشتر سرمایه‌گذاران گردیده و سبب می‌گردد تا افراد بیشتری به دنبال سهام شرکت باشند. این معیارها و عوامل در قالب راهبری شرکتی می‌تواند عملکرد مالی مطلوبیت شرکت را در پی داشته باشد. این نتایج با نتایج پژوهش فاما و جنسن (۱۹۸۳)، دولچا و همونیسان (۲۰۰۷)، لی و کوی (۲۰۰۸)، یوار و همکاران (۲۰۱۳) سازگار است. بر این اساس می‌توان ادعا نمود با افزایش شفافیت و افشاء و همچنین راهبری شرکتی خوب، عدم تقارن اطلاعاتی بین ذینفعان، ریسک دریافتی آنها و هزینه سرمایه کاهش یافته و توانایی جذب وجوه نقد و نیز فرصت‌های سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت افزایش یافته و در نتیجه عملکرد مالی شرکت و بازده سرمایه‌گذاری می‌یابد.

با توجه به نتایج و یافته‌های این پژوهش که نشان دهنده نقش راهبری شرکتی بر رابطه افشاء داوطلبانه و عملکرد مالی شرکتها است، پیشنهاد می‌شود به منظور کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران، حداکثر سازی منافع سهامداران و توجه به منافع ذینفعان از طریق افشای داوطلبانه و افزایش در میزان شفافیت اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران، زمینه برای ایجاد راهبری شرکتی مناسب در شرکتها به وسیله نهادهای قانون گذار و بورس اوراق بهادار تهران فراهم شود تا بر تکیه بر جریان اطلاعات متوازن، عدم اطمینان سرمایه‌گذاران بالقوه کاهش یابد و در نتیجه افزایش نقدشوندگی سهام و بهبود عملکرد مالی شرکتها مهیا شود. همچنین پیشنهاد می‌شود تا ارگان‌ها و نهادهای ذیصلاح قانون گذار و استانداردها مانند سازمان حسابرسی، با بهبود رویه‌های نظارتی، اصلاح مقررات و ایجاد سازوکار مناسب برای ارائه اطلاعات آگاهی بخش به سرمایه‌گذاران، به آنها کمک کنند تا به جای تصمیم‌گیری بر پایه اطلاعات مالی و غیر مالی به دست آمده از منابع غیر رسمی، با ارائه میزان افشای داوطلبانه و در نتیجه کاهش شکاف اطلاعاتی در بازار سرمایه، به تصمیم‌گیری‌های آگاهانه فعالان بازار بورس در خصوص مبادلات خویش کمک نمایند. بنابراین پیشنهاد می‌شود که سیستم اطلاع‌رسانی جامع و مناسبی در بورس اوراق بهادار تهران ایجاد گردد، به طوری که با امتیازدهی به سطح افشای داوطلبانه شرکتها و با ارائه‌ی مشوق‌هایی در این خصوص، شرکتها را به ارائه این اطلاعات ترغیب و به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه افزایش نقدشوندگی سهام و بهبود عملکرد مالی شرکتها در بازار بورس کمک کند. در ایران نیز در خصوص نظام راهبری شرکتی اقداماتی صورت گرفته است اما بسط و گسترش فعالیت‌های مربوط به برقراری نظام راهبری شرکتی مناسب، ضروری است. استقرار مناسب این ساختارها، اقدامی اساسی برای استفاده بهینه از منابع، ارتقای پاسخگویی، شفافیت، رعایت انصاف و رعایت حقوق همه ذینفعان شرکتها است. با توجه به نتایج این پژوهش و به منظور ارتقای کارایی بورس اوراق بهادار تهران، پیشنهادهایی به صورت زیر ارائه می‌شود:

(۱) اجرای این پژوهش در صنایع مختلف موجود در بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند رهنمودهایی را در خصوص وضعیت و تفاوتهای نظام راهبری شرکت به ارمغان بیاورد.

۲) استفاده از معیارهای دیگر سطح افشای داوطلبانه مانند معیار جنسن (۲۰۰۲) و معیارهای دیگر عملکرد مالی مانند نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و معیارهای عملکرد اقتصادی شرکت ها مانند ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی و غیره نیز قابل بررسی است.

۳) استفاده از امتیاز افشای اعلام شده از طرف سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می شود، چون این معیار هم جنبه مربوط بودن و هم جنبه قابل اتکاء بودن را در نظر می گیرد.

فهرست منابع

- * اسعدی، عبدالرضا، ایمان طلب، هدی، (۱۳۹۷)، رابطه سهام شناور آزاد با بازدهی، نقدشوندگی، ارزش شرکتها، فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۳۷، صص ۲۳۳-۲۱۱.
- * اصلانی عظیم، خدابخشی، نسرین، جوانبخت، مرتضی، (۱۳۹۳)، بررسی تاثیر میزان سهام شناور آزاد بر عملکرد مالی و ایجاد مزیت رقابتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (با تأکید بر شرکت های گروه صنعت خودرو و ساخت قطعات ایران)، اولین کنفرانس اقتصاد و مدیریت کاربردی با رویکرد ملی.
- * تنایی، محسن، رجبی، هادی، (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر اندازه و استقلال هیأت مدیره بر هزینه های نمایندگی، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال ششم، شماره ۳۲، صص ۱۰۳-۸۶.
- * تفتیان، اکرم، ایزدی نیا، ناصر، دستگیر، محسن، امیری، هادی، (۱۳۹۵)، اثر تدوین استاندارد و مقررات گذاری بر سطح افشا و عملکرد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از سیستم معادلات همزمان، فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال پنجم، شماره ۱۷، صص ۴۳-۲۵.
- * جامی، مجید، محمدی، فاطمه، سارانی، افسانه، (۱۳۹۸)، بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، شماره ۱۴.
- * خواجهی، شکراله، علیزاده طلا تپه، وحید، (۱۳۹۴)، بررسی اثر سطح افشای داوطلبانه بر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و رویدادهای واقعی، دانش حسابداری مالی، دوره ۲، شماره ۳، صص ۴۶-۲۳.
- * خواجهی، شکرالله، رستم زاده، ناصر، (۱۳۹۲)، بررسی رابطه سهام شناور آزاد با عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چشم انداز مدیریت مالی، شماره ۹، صص ۵۱-۲۹.
- * ربیعی، خدیجه، مهرانی، کاوه، تحریری، آرش، (۱۳۹۹)، تدوین مدل ارزیابی کیفیت افشای اختیاری، فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال نهم، شماره ۳۵، صص ۲۰۶-۱۸۷.
- * رستمی، حسین، رضایی، فرزین، خلعتبری، عبدالصمد، (۱۴۰۰)، آزمون مدیریت تاثیر اطلاعات بر عملکرد با تأکید بر نقش تبدیلی شکیبایی سهامداران اکثریت: مطالعه موردی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه دانش سرمایه گذاری، سال دهم، شماره ۳۸، صص ۴۴-۲۵.

- * ستایش، محمدحسین، روستا، منوچهر،، عزیزاده، وحید،(۱۳۹۳)، بررسی ارتباط بین افشای داوطلبانه و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های تجربی حسابداری، شماره ۱۳: صص ۱۶۰-۱۵۳.
- * صالحی، اله کرم،(۱۳۹۹)، تأثیر قدرت حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی بازار سهام: با تأکید بر معیارهای آمیبهود، حجم معامله و شکاف قیمتی، فصلنامه دانش سرمایه گذاری، سال دهم، شماره ۳۷: صص ۳۷-۵۵.
- * عزلتی، فاطمه،، نوری فرد، یداله،، امام ودی، قدرت اله،، دارابی، رویا،، حاجیها، زهره،(۱۴۰۰)، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی و آثار آنها(با تأکید بر انطباق تئوریهای علامتهی و مشروعیت)، فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال دهم، شماره ۳۸، صص ۸۶-۶۷.
- * کاشانی پور، محمد،، مهرانی، ساسان،، پاشانژاد، یوسف،(۱۳۸۹)، بررسی ارتباط برخی از مکانیزم های راهبری شرکتی با نقدشوندگی بازار، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره دوم، شماره پیاپی ۴: صص ۷۶-۶۱.
- * کردلر، علی،، رحمتی، سلمان،(۱۳۹۲)، بررسی رابطه اندازه، دوره تصدی و تخصص حسابرس درصنعت با نقدشوندگی سهام، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۲۱: صص ۱۰۳-۸۱.
- * نیکبخت، محمدرضا، پور حسینی، جلیل،(۱۳۹۴)، رابطه بین ساختار هیأت مدیره با افشا اختیاری و شفافیت مالی، فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، دوره ۴، شماره ۱۶، صص ۶۹-۷۶.
- * موحدی، آرزو،، کاظمی، حسین،، صراف، فاطمه،(۱۳۹۷)، تأثیر کیفیت حسابرسی بر سطح افشای داوطلبانه در بازار سرمایه، مجله نخبگان علوم و مهندسی، دوره ۳، شماره ۶، صص ۱۴-۱.
- * Abdallah,A.N., Ismail, A.K.(2017).Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries. J. Int. Financ. Mark. Inst. Money 46, 98–115.
- * Abed Al-Nasser, Abdallaha, A., Ismail .(2017). Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries .Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Volume 46, January 2017, Pages 98-115.
- * Adams, R., Mehran, H .(2005).Corporate Performance, Board Structure and its Determinants in the Banking Industry in EFA 2005 Moscow Meetings.
- * Aitken, M.,Comerton-Forde, C .(2003). How should liquidity be measured?. Pacific-Basin Finance Journal, Vol. 3, No. 11, pp. 45–59.
- * Al-ahdal.W., Alsamhi.,M., Tabash.M., Farhan., N.(2020). The impact of corporat governance on financial performance of Indian and GCC listed firms: An empirical investigation .Research in International Business and Finance. Vol. 51.
- * Allegrini,M., Greco,G.(2013). Corporate boards, audit committees and voluntary disclosure: evidence from Italian Listed Companies, DOI 10.1007/s10997-011-9168-3.
- * Al-Matari, Y.A., Kaid Al-Swidi, A., Hanim, F., Fadzil, B., Al-Matari, E.M. (2012). Board of directors, audit committee characteristics and performance of Saudi Arabia listed companies.Int. Review Manag. Mark. 2 (4), 241-251. Retrieved from. www.econjournals.com.
- * Almeida, J., Dalmácio, F.(2015).The Effects of Corporate Governance and Product Market Competition on Analysts’bForecasts Evidence from the Brazilian Capital Market .The International Journal of Accounting. 50:PP. 16-339.
- * Armitage, S.,Marston, C. (2008). Corporate disclosure, cost of capital and reputation: evidence from finance directors’, The British Accounting Review, Vol. 40, No. 4, pp.314–336.

- * Balasubramanian, N., George, R.(2012).Corporate governance and the Indian institutional context: emerging mechanisms and challenges in conversation with K.V. Kamath, Chairman, Infosys and ICICI Bank. IIMB Management Review, 24(4), 215-233.
- * Banerjee, S., Masulis, R., Pal, S .(2014).Do More Transparency & Disclosure Necessarily Enhance Firm Performance.?
- * Barako,D.G., Hancock,P., Izan, H. Y.(2006.) Relationship Between Corporate Governance Attributes And Voluntary Disclosure In Annual Reports": The Kenyan Experience.
- * Beak, H. Y. , Darlene, R. J., Joung, W.(2009).Managerial Ownership, Corporate Governance, and Voluntary Disclosure, Journal of Business & Economic Studies, 152_, 44-61.
- * Bennedsen, M., Kongsted, H. C. Nielsen, K. M .(2004). Board Size Effects in Closely Held Corporations. CAM Institute of Economics, University of Copenhagen. Working Papers.vol. 25.
- * Bhattacharya P. S., Graham M.(2006).Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from Finland. Working paper; Available at <http://ssrn. Com>.
- * Black, B.S., Jang, H. kim,W.(2006).Predicting Firms' Corporate Governance Choices: Evidence from Korea. J. Law. Econ.Org. 22(2), PP366-413.
- * Boesso, G. Kumar. K .(2007). Drivers of corporate voluntary disclosure: A framework and empirical evidence from Italy and the United States. Accounting, Auditing & Accountability Journal, Vol. 20, No. 2, pp. 269 - 296
- * Botosan, c., plumle, m.(2002).Are-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. Journal of accounting research, vol,40.
- * Bushman, R.M., Piotroski, J.D., & Smith, A.J. (2004).What Determines Corporate Transparency?, Journal of Accounting Research, 42, 207-252.
- * Cheung, Y.L., Jiang, P. and Tan, W. (2010). A transparency disclosure index measuring disclosures: Chinese listed companies, Journal of Accounting and Public Policy, Vol. 29, No. 3, pp.259–280.
- * Dawd, I., Charfeddin, L.(2019). Effect of aggregate, mandatory and voluntary disclosure on firm performance in developing market. Int. J. Accounting, Auditing and Performance Evaluation, Vol. 15, No. 1.PP. 56-31.
- * Dhaliwal, D., Li, O.Z., Tsang, A.H. and Yang, Y.G. (2011).Voluntary non-financial disclosure and the cost of equity capital: the case of corporate social responsibility reporting, The Accounting Review, Vol. 86, No. 1, pp.59–100.
- * Dalton, C. M. Dalton, D. R.(2005).Boards of Directors: Utilizing Empirical Evidence in Developing Practical Prescriptions. British Journal of Management, Vol. 16, PP. 91-97.
- * Diamond, D. Verrecchia, R.(2010).Disclosure, liquidity and the cost of capital. The Journal of Finance, Vol. 66, pp.1325–1355.
- * Elemans. (2012). Ownership Structure And Voluntary Disclosure In Europe.
- * Faccio, M., Lasfer, A.(2000).Do occupational pension funds monitor companies in which the hold large stakes?. Journal of Corporate Finance.
- * Florackis, CH., Kanas, A., Kostakis, A .(2014).Dividend Policy, Managerial Ownership and Debt Financing: A Non-Parametric Perspective. European Journal of Operational Research, Working paper. doi: 10.1016/j.ejor.2014.08.031.
- * Frankel, R., Johnson, M. Skinner, D.J .(1999).An Empirical Examination of Conference Calls as a Voluntary Disclosure Medium. Journal of Accounting Research, 37(1).pp. 133-152.
- * Gietzmann, M., M. Trombetta.(2003).Disclosure interactions: accounting policy choice and voluntary disclosure effects on the cost of raising outside capital, Accounting & Business Research, Vol. 33, No. 3, pp. 187-205.
- * Gisbert, A., Navallas, B.(2009).Corporate Governance Mechanisms and Voluntary Disclosure. The Role of Independent Directors in the Boards of Listed Spanish Firms, Universidad Autonoma de Madrid, Faculty of Economics.

- * Gursoy, G., Aydogan, K.(2003).Equity Ownership Structure,Risk Taking, and Performance, An Emprical Investigationin Turkish Listed companies. *Emerging Markrts Finance and Trade*, Vol (38), No. 38, pp. 6-25
- * Gutierrez, L.,Carlos. P.(2008).Corporate ownership and control contestability in emerging Markets: The case of Colombia. *Journal of Economics and Business*, pp.235-266.
- * Hermalin, B. E. Weisback, M. S.(2003).Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature, Center for Responsible Business. Working Paper Series. Paper 3.
- * Hamrouni, A., Miloudi, A. enkraiem, R. (2015).Signaling firm performance through corporate voluntary disclosure. *The Journal of Applied Business Research*, Vol. 4, No. 31, pp.609–620.
- * Huafang, X., Jianguo, Y.(2007).Ownership structure, board composition and corporate voluntary disclosure: Evidence from listed companies in China. *Managerial Auditing Journal*, 22 (6) , 604–619.
- * Ienciu, I. A .(2012).The Relationship between Environmental Reporting and Corporate Governance Characteristics of Romanian Listed Entities. *Accounting And Management Information System*,11(2),PP,267-294.
- * Iqbal, S., Nawaz, A., Ehsan, S.(2019). Financial performance and corporate governance in microfinance: Evidence from Asia. *Journal of Asian Economics*. Vol. 60, No. , 1-13.
- * Jankensgård. H. 2014. A Tale of Beauties and Beasts: Testing the Optimal Disclosure Hypothesis. *Multinational Finance Journal*, Vol. 18, No. 1/2, pp. 139–167.
- * Jiao, Y.(2011). Corporate disclosure, market valuation, and firm performance, .*Financial Management*, 40(3), 647-676.
- * Juhmani, Omar .(2013). Ownership Structure and Corporate Voluntary Disclosure: Evidence from Bahrain. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 3 (2). pp. 133-148.
- * Khanna, R., Singh Chahal, B. (2019). Towards the Association of Voluntary Disclosures and Value of Firms: Evidence Revisited in India. *Journal of Modern Accounting and Auditing*. Vol. 15, No. 3, 113-142.
- * Karamanou, I., Vafeas, N.(2005).The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis. *Journal of accounting research*, 43(3), 453-486.
- * Kaserer, C. Wagner ,N .(2004). Executive Pay, Free Float, and Firm Performance :Evidence from Germany. <http://maint.ssrn.com/?Abstractid=650621>.
- * Kristandl, G., Bontis,N.(2007).The impact of voluntary disclosure on cost of equity capital estimates in a temporal setting. *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 8, No. 4, pp. 577-594.
- * Lang, M. H., Lins, K. V., & Miller, D.(2003).ADRs, analysts, and accuracy:Does cross listing in the U.S. improve a firm's information environment and increase market value?. *Journal of Accounting Research*, 41(2), 17–345.
- * Lin, C., Chang, R. and Dang, V. (2013).The U-shaped relationship between corporate social disclosure and corporate performance: evidence from Taiwan's electronics industry, *The 19th International Conference on Industrial Engineering and Engineering Management*, pp.935–943.
- * Lundholm, R. , Van Winkle, M. (2006). Motives for disclosure and non-disclosure: a framework and review of the evidence. *Accounting and Business Research*, 36 (sup1) ,. ۴۳-۴۸
- * Madhani M. Pankaj.(2009). Role of Voluntary Disclosure and Transparency in Financial Reporting, *The Accounting World*, pp. 66-63.
- * Mathuva, D.(2017).The Determinants of Forward-looking Disclosures in Interim Reports for Non-financial Firms: Evidence from a Developing Country. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, ISSN 2162-3082.

- * Meek, G.K., Roberts, C.B., & Gray, S.J. (1995). Factors Influencing Voluntary Annual Reports Disclosures by U.S. U.K. and Continental European Multinationals Corporations. *Journal of International Business Studies*, 26 (3): 555-572.
- * Mensah, B.A., (2012). Association between Firm-Specific Characteristics and Levels of Disclosure of Financial Information of Rural Banks in the Ashanti Region of Ghana. *Journal of Applied Finance & Banking*, Vol. 2, No. 1, Pp. 69-92.
- * Muniandy, B., Hillier, J. (2014). Board independence, investment opportunity set and performance of south African firms, *Pacific-Basin Finance Journal*. 1-44.
- * Mueller, E., Spitz Oener, A. (2006). Managerial Ownership and Company Performance in German Small and Medium-Sized Private Enterprises. *German Economic Review*. 7(2), PP. 233-247.
- * Okolie, A. O. and Izedonmi, F.I.O. (2014). The Impact of Audit Quality on the Share Prices of Quoted Companies in Nigeria. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5 (8), 150-166.
- * Othman, H. B. (2012). The effect of board structure and process disclosure on corporate performance in the emerging African markets. *Managerial Auditing Journal*, 27(2), 156-174.
- * Petra, S. T. (2005). Do outside independent directors strengthen corporate boards?, *Corporate Governance*, 5: 55-72.
- * Phillai, R., Al-malkawi, H.N., (2018) . relationship between corporate governance and firm performance : evidence from GCC countries. *Res. Int. Business Financ.* PP. 1–17.
- * Rachdi, H., Elgaied, M. (2008). Composition, Structure of Board of Directors and Performance: The Case of American Firms., Available at SSRN: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?>
- * Rouf, A. (2011). Corporate characteristics, governance attributes and the extent of voluntary disclosure in Bangladesh. *African Journal of Business Management*, 5(19): 7836-7845.
- * Rüdiger, F., René, M Stulz. (2010). Why do firms appoint CEOs as outside directors?. *Journal of Financial Economics*, In Press, Corrected Proof, Available online 11 March 2010.
- * Shao, Lin. (2018). Dynamic Study of Corporate Governance Structure and Firm Performance in China: Evidence From 2001-2015. *Chinese Management Studies* <https://doi.org/10.1108/CMS-08-2017-0217>.
- * Satta, G., Parola, F., Profumo, G., Penco, Lara. (2015). Corporate governance and the quality of voluntary disclosure: Evidence from medium-sized listed firms. *International Journal of Disclosure and Governance*, 12(1), 144-166.
- * Uyar, A., Kilic, M., & N. Bayyurt. (2013). Association between firm characteristics and corporate voluntary disclosure: Evidence from Turkish listed companies, <http://www.redalyc.org/articulo>.
- * Warui Waweru. F. (2018). Voluntary accounting disclosure and market performance of non-financial firms listed Nairobi securities exchange, Kenya. Phd thesis, Jomo Kenyatta University of Agriculture and Technology. Kenya.

The Relationship between Voluntary Disclosure and Financial Performance with Emphasis on Corporate Governance Mechanisms

Fahimeh Safikhani

PhD of Accounting, Assistant professor of accounting department Qazvin Branch, Islamic Azad University, Qazvin, Iran (Corresponding author)
Safikhani90@yahoo.com

Mohammadreza Safikhani

PhD student of Industrial Engineering, Noor Branch, Islamic Azad University, Noor, Iran
Safikhane90@gmail.com

Fatemeh besharatpour

PhD student of Accounting, Sciences And Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran
f.besharatpour@gmail.com

Abstract

The purpose of this study is to investigate the relationship between voluntary disclosure and financial performance of companies and the effect of corporate governance mechanisms on financial performance and also the effect of corporate governance mechanisms on the relationship between voluntary disclosure and financial performance of companies listed on the Tehran Stock Exchange. For this purpose, data related to 98 companies in the period from 2011 to 2019 were collected. Multivariate regression was used to investigate the relationships between variables and the combined data method was used to test the hypotheses. Findings show that there is a positive and significant relationship between voluntary disclosure and financial performance of companies. In fact, increasing voluntary disclosure reduces agency problems by reducing information asymmetry between management and investors. As information asymmetry decreases, demand for transactions increases. As demand increases, stock prices rise and the company's financial performance improves. There is also a positive and significant relationship between corporate governance system (internal and external) and financial performance of companies. Companies with better governance mechanisms, narrower price gaps, higher stock quality, have the lowest price-volume impact. These factors lead to the optimal financial performance of the company. The corporate governance system also strengthens the link between voluntary disclosure and corporate financial performance. Good corporate governance promotes transparency and voluntary disclosure. Increasing disclosure reduces information asymmetry and thus improves the company's financial performance.

Keywords: Voluntary Disclosure, Financial Performance, Internal Corporate Governance Mechanisms, External Corporate Governance Mechanism.