



גופי ביקורת פנימיים וחיצוניים לחברה, והשפעתם על ערך המידע שבדיווח



נטע גילת

ד"ר נטע גילת סיימה לאחרונה את לימודי הדוקטורט במחלקה למימון וחשבונאות בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב, בהנחייתה של פרופ' אתי איינהורן. בעלת תואר ראשון בכלכלה וחשבונאות מאוניברסיטת תל אביב, ותואר שני בכלכלה (בהצטיינות) מאוניברסיטת בן גוריון. מחקרה מתמקד בניתוח השפעות רגולציה על איכות וכמות גילויי החברות.

תקציר

מחקר זה בוחן כיצד הגדלת הביקורת על דיווחי החברה משפיעה על ערך המידע של דיווחיה. במחקר מוצג מודל ניהול רווחים בנוכחות שני גופי פיקוח אלטרנטיביים המופקדים על ביקורת דיווחי המנהל – גוף פיקוח פנימי של החברה וגוף פיקוח חיצוני לחברה – המבקרים את דיווחי המנהל ומענישים מנהלים שנתפסים בעת ביצוע מניפולציה על הדיווחים. המחקר מראה שגידול בעונשים המוטלים על מנהל שמבצע מניפולציה על ידי גוף פיקוח חיצוני לחברה, מוביל לגידול בערך המידע של הדיווח, אולם גידול בעונשים המוטלים על מנהל שמבצע מניפולציה על ידי גוף פיקוח פנימי לחברה – דווקא מוביל לקטיון בערך המידע של הדיווח. כמו כן, גידול ברמת הפיקוח הפנימית עלול לפגוע בערך המידע של הדיווח. לאור זאת, בעת הגדלת הדרשה לפיקוח פנימי הדוק יותר, קובע המדיניות צריך לקחת בחשבון את הפגיעה האפשרית באיכות הדיווח שנגרמת עקב כך.

ספרות ניהול הרווחים מסתמכת על הרעיון הבסיסי שלפיו השימושיות (Usefulness) של הדוחות הכספיים נפגמת על ידי מניפולציה של ההנהלה¹:

"The primary qualities are that accounting information shall be relevant and reliable...to be reliable, information must have representational faithfulness and it must be verifiable and neutral. Accounting information may not represent faithfully what it purports to represent because it has one or both of two kinds of bias...the measurer, through lack of skill or lack of integrity, or both, may misapply the measurement method chosen."

עם זאת, מודלים מוקדמים של ניהול רווחים (Narayanan, 1985; Stein, 1989) ראים שמניפולציה שנעשית על ידי מנהלים אינה משפיעה על ערך המידע של הדוחות. מודלים אלו מניחים כי משקיעים מפתחים ציפיות רציונליות ויש להם ידע מושלם לגבי עניין המנהל במחיר החברה ולפיכך במטרת הדיווח שלו. שתי ההנחות הללו יחדיו מביאות לכך שמשקיעים יכולים לצפות באופן מושלם את המניפולציה שמבצע המנהל, ולכן יכולים לנטרל את המניפולציה בעת תמחור החברה. המודלים הללו מניחים כי המנהל נושא בעלויות בשל המניפולציה שהוא מבצע, עלויות אלה כוללות בין היתר עלויות מוניטין אישיות ועלויות משפטיות שיכולות להיווצר כתוצאה מביצוע מניפולציה. כאמור, בהינתן שהמשקיעים יודעים את פונקציית המטרה של המנהל, ומסוגלים לנטרל את המניפולציה באופן מושלם, איכות הדיווח לא נפגמת עקב ביצוע המניפולציה. עם זאת, למרות שהמנהל כושל בביצוע מניפולציה על המשקיעים, שכן אלה מסוגלים להסיק את המניפולציה של המנהל ולתקן אותה, המנהל שפועל למקסם את תועלתו ממשיך לבצע מניפולציה ולשאת בעלויות הנלוות אליה. לפיכך, בעוד המנהל לא נהנה מהמניפולציה שביצע ונאלץ לשאת בעלויות הנלוות אליה, הוא לכוד בשיווי משקל שאינו יעיל, והיה רוצה להתחייב באופן אמין שלא לבצע מניפולציה על הרווחים. בהנחה שאין למנהל אפשרות להתחייב על אי ביצוע מניפולציה בצורה אמינה,

מחקר זה בוחן כיצד מנגנוני הביקורת על דיווחי החברה משפיעים על ערך המידע של דיווחיה. במחקר מוצג מודל ניהול רווחים בנוכחות שני גופי פיקוח אלטרנטיביים המופקדים על ביקורת דיווחי המנהל: גוף פיקוח פנימי של החברה (לדוגמה, דירקטוריון החברה, ועדת הביקורת ורואי החשבון המבקרים) וגוף פיקוח חיצוני לחברה (לדוגמה, רשות ניירות ערך ורשות המיסים), שמבקרים את דיווחי המנהל ומענישים מנהלים שנתפסים בעת ביצוע מניפולציה על הדיווחים. המחקר מראה שבעוד הגברת מנגנון הביקורת החיצוני לחברה תמיד מביאה לשיפור בערך המידע שבדיווח, הגברת מנגנון הביקורת הפנימי של החברה עלולה דווקא לפגוע בערך המידע שבדיווח.

בדומה לנהוג בספרות, המנהל נושא עלויות בגין ביצוע מניפולציה על הדיווח. ישנן שני סוגי עלויות המוטלות על מנהל שנתפס בעת ביצוע מניפולציה: עלויות פיקוח פנימיות ועלויות פיקוח חיצוניות. עלויות הפיקוח הפנימיות הן עלויות שנושא מנהל הנתפס בעת ביצוע מניפולציה על ידי גוף הפיקוח הפנימי של החברה. עלויות אלה משקפות את העלויות האישיות (עלויות מוניטין, קנסות המוטלות על המנהל) שעלולות להיווצר עקב הניסיון של המנהל לרמות את גוף הפיקוח הפנימי של החברה. פונקציית עלויות הפיקוח הפנימיות אינה ידועה במלואה למשקיעים בשל גורמים ספציפיים לחברה המשפיעים עליה, כגון התרבות הארגונית של החברה או מערכת היחסים בין המנהל לגוף הפיקוח הפנימי בחברה. עלויות הפיקוח החיצוניות הן עלויות שנושא מנהל הנתפס בעת ביצוע מניפולציה על ידי גוף הפיקוח החיצוני לחברה. עלויות אלה משקפות לדוגמה עלויות משפטיות או קנסות שאליהם חשוף מנהל שנתפס על ידי גוף חיצוני לחברה בעת ניסיון לבצע מניפולציה על הדיווח. פונקציית עלויות הפיקוח החיצוניות אינן ספציפיות לכל חברה ולכן קיימת ודאות מלאה לגביהן. ההבדל בין הוודאות המאפיינת את פונקציית העלויות החיצוניות לבין חוסר הוודאות המאפיין את פונקציית העלויות הפנימיות מוביל לכך שבעוד הגברת מנגנון הפיקוח החיצוני תמיד מובילה לגידול בערך המידע שבדיווחי החברה, הגברת מנגנון הפיקוח הפנימי יכולה דווקא להוביל לקיטון בערך המידע שבדיווחיה. לפיכך, ובניגוד לאינטואיציה הבסיסית, יותר פיקוח פנימי אינו תמיד מוביל לדוחות איכותיים יותר, ולכן בעת הגדלת הדרישה לפיקוח פנימי הדוק יותר, קובע המדיניות צריך לקחת בחשבון את הפגיעה האפשרית באיכות הדיווח שנגרמת עקב כך.

1 The Financial Accounting Standards Board (FASB) asserts in Statement of Financial Accounting Concepts No. 2.

נכפה עליו לבצע מניפולציה, לשאת בעלויות הנלוות אליה, ולא ליהנות מפירותיה.

מבחינה תיאורטית, ההנחה הראשונית שלפיה משקיעים מחזיקים בידע מושלם לגבי מטרת המנהל, מביאה לכך שביצוע מניפולציה על הדוחות לא משפיע על הערך האינפורמטיבי שלהם. עם זאת, הסרת הנחה זו מביאה לתוצאה שונה. במאמר הנודע "Reporting Bias" של Fischer & Verrecchia (2000) הראו שכאשר המנהל צופה באופן פרטי במטרת הדיווח שלו, משקיעים אינם מסוגלים לנטרל את המניפולציה באופן מושלם, ולאור זאת ביצוע מניפולציה מקטין את ערך המידע של הדוחות. חוסר היכולת של המשקיעים לבצע התאמה בגין המניפולציה מביא לכך שביצוע מניפולציה מוסיף רעש לדוח, ובהתאם לכך מקטין את ערך המידע שלו. בנוסף, מכיוון שמשקיעים אינם מסוגלים להפוך את המניפולציה באופן מושלם, המנהל יכול להרוויח מביצועה.

המשמעות של חוסר הוודאות לגבי מטרת המנהל נחקרה גם על ידי Fischer & Stocken (2004), שהניחו שהמנהל צופה באופן פרטי במטרת הדיווח. הם הרחיבו את המודל הבסיסי של Fischer & Verrecchia, ובחנו כיצד נוכחות של משקיע בעל מידע משפיע על המניפולציה של המנהל ועל איכות הדיווח. הם הגדירו את איכות הדיווח כמינוס תוחלת ההפרש בין רווחים מדווחים ורווחים אמיתיים בריבוע, כאשר ערך גבוה יותר מתואם עם איכות דיווח גבוהה יותר. בעזרת שימוש במודל המסחר של Kyle (1985), הם הראו שההשפעה שיש לנוכחות משקיעים בעלי מידע על המניפולציה ועל איכות הדיווח תלויה בסוג המידע שהם מחזיקים. הם מחלקים את המידע שיש למשקיעים לשני מרכיבים: מידע לגבי מטרת המנהל ומידע לגבי ערך החברה, ומראים שכאשר משקיעים בעלי מידע מחזיקים בידע יחסי גבוה יותר לגבי ערך החברה, המידע שהם מחזיקים, הזולג למשקיעים דרך הביקוש שלהם, מחליף את הדיווח ומפחית את תגובת עושה השוק לדוח, ולפיכך מקטין את תמריץ המנהלים לבצע מניפולציה על ידי הטיית הדיווח. לעומת זאת, כאשר המשקיעים בעלי המידע מחזיקים בידע יחסי גבוה לגבי מטרת המנהל, המידע שהם מחזיקים, הזולג למשקיעים דרך הביקוש שלהם, משלים את הדיווח ומגביר את תגובת עושה השוק לדוח, ולפיכך מגדיל את תמריץ המנהלים להטות את הדיווח. נוסף על כך הם בוחנים גם כיצד המידע הקיים משתקף במחיר המניה של החברה, ובכך בוחנים את ההשפעה שיש למשקיעים בעלי מידע על ערך המידע שבדוחות. הם מראים שכאשר המשקיעים בעלי

המידע מחזיקים בידע יחסי גבוה לגבי ערך של החברה, השילוב של מידע נוסף לגבי ערך החברה וקטיון במניפולציה מביא ליעילות מחיר גבוהה יותר. עם זאת, כאשר משקיעים בעלי מידע מחזיקים במידע יחסי גבוה לגבי מטרת המנהל, השילוב של מידע נוסף לגבי ערך החברה ונידול במניפולציה עלול להביא לקטיון ביעילות המחיר.

במאמר מאוחר יותר הורחב המודל של Fischer & Verrecchia באמצעות הפרדה בין ביצוע מניפולציה חשבונאית לבין ביצוע מניפולציה ריאלית, תוך שימת דגש על ההשפעה שיש לשינוי נהלים חשבונאיים, תחת ההנחה שלשינוי הנהלים החשבונאיים יש יכולת לשלוט רק על ביצוע מניפולציה חשבונאית על איכות הדיווח (Ewert & Wagenhofer, 2005). הם בדקו את הטענה שנהלים חשבונאיים מחמירים יותר מורידים את רמת המניפולציה ומשפרים את איכות הדיווח. הם הניחו שהחמרת הנהלים החשבונאיים מגדילה את העלויות הנלוות לביצוע מניפולציה, והראו שנהלים חשבונאיים מחמירים יותר מורידים את הרעש בדיווח הכספי, ולפיכך מגדילים את ערך המידע שבדיווח. בהנחה שמטרת קובע המדיניות היא לשפר את איכות הדיווח, החמרת הסטנדרטים החשבונאיים מביאה לתוצאה הרצויה. עם זאת, העלייה באיכות הדיווח הנגרמת עקב החמרת הנהלים החשבונאיים מגדילה את התועלת השולית של ביצוע מניפולציה על רווחים ולכן מובילה לעלייה בביצוע מניפולציה ריאלית.

בניגוד לטענה שעלויות הנלוות למניפולציה מביאות לקטיון בה, Laux & Stocken (2012) הראו שקנסות משפטיים גבוהים יותר שמוטלים על מנהלים המבצעים מניפולציה, לא תמיד מביאים לצמצום המניפולציה על הדיווח. הם מראים שהעונשים המשפטיים המוטלים על מנהל שמבצע מניפולציה מביאים לעלייה בהערכת המשקיעים את החברה יותר מאשר ללא קיום העונשים המשפטיים. לפיכך, למנהל שמרוויח מעליית הערך יש תמריץ גבוה יותר לבצע מניפולציה על הדיווח.

מחקר זה ממשיך את קווי המחקר שהוצגו ב-Ewert & Wagenhofer (2005) ו-Laux & Stocken (2012), בכך שהוא בוחן כיצד רגולציה הדורשת פיקוח הדוק יותר על דיווחי המנהלים ועונשים כבדים יותר על מנהלים המבצעים מניפולציה על הדיווח, משפיעה על ערך המידע שבדוחות. עם זאת, ובניגוד למחקרים שנסקרו, מחקר זה מתמקד בהבדל בין סוגי פיקוח שונים ומראה שבעוד הידוק מערכת הפיקוח

החיצונית לחברה מגדיל את ערך המידע שבדיווח, הידוק של מערכת הביקורת הפנימית של החברה עלול דווקא להזיק לו.

המודל

חברה נסחרת בשוק הון רציונלי ואדיש לסיכון. נניח כי ערך החברה מתפלג נורמלית, ושווי החברה ידוע רק למנהלי החברה ואינו נגיש למשקיעים². על מנת להתמקד בניהול רווחים וכנהוג בספרות, לא קיימת במודל החלטת ייצור שמשפיעה על ערך החברה. מנהל החברה, שיש לו תמריץ להשפיע על מחירה³, מחויב לספק דוח רווחים. עניין המנהל בערך של החברה ידוע לכל המשתתפים. בעוד מנהל החברה מחויב להעניק דיווח, נניח כי יש לו יכולת לבצע מניפולציה על הרווחים המדווחים באמצעות דיווח דוח רווחים מוטה.

קיימים שני גופים האחראים על פיקוח הדיווח של מנהל החברה, והמטרה המשותפת שלהם היא להגדיל את איכות הדיווח. הגוף הראשון הוא גוף פיקוח פנימי של החברה, ואילו הגוף השני הוא גוף פיקוח חיצוני לחברה. בשלב הראשון, מנהל החברה מעביר לגוף הפיקוח הפנימי את הדיווח הראשוני המורכב מהמידע הפרטי של מנהל החברה לגבי ערכה, ומהטיה שהוא בוחר לצרף לדיווח. במטרה לנלות ניסיונות של מניפולציה על הרווחים, גוף הפיקוח הפנימי של החברה מבקר את הדיווח ומגלה פרופורציה מסוימת מניסיונות הטיית הדיווח. לאחר גילוי אותה פרופורציה מההטיה, גוף הפיקוח הפנימי מתקן את ההטיה שגילה בדיווח, כך שהחברה מספקת לשוק ההון דיווח מוטה באופן חלקי. הפרופורציה מההטיה שגוף הפיקוח הפנימי מגלה ומתקן מייצגת את רמת הפיקוח הפנימית של החברה, התלויה במאפיינים שונים של גוף הפיקוח הפנימי, כגון החוזק של ועדת הביקורת, מספר מבחני הביקורת שנעשים ואיכותם, רמת המחויבות האישית של חברי גוף הפיקוח הפנימי, ויכולת גוף הפיקוח הפנימי להתעמת עם מנהל החברה ולהפוך את החלטת הדיווח שלו. מנהלים ששואפים להגדיל את מחיר המניה משתמשים לעיתים במספר מניפולציות שונות ב-בזמן על מנת להשיג את מטרם (לדוגמה, הגדלת רווח על ידי הקטנת הפרשה לחומ"ס ובמקביל קביעת אורך חיים ארוך לנכסים קבועים וכו'). לפיכך, רמת הביקורת

הפנימית יכולה לקבוע את כמות שיטות המניפולציה שמוהות על ידי מערכות הביקורת הפנימית של החברה.

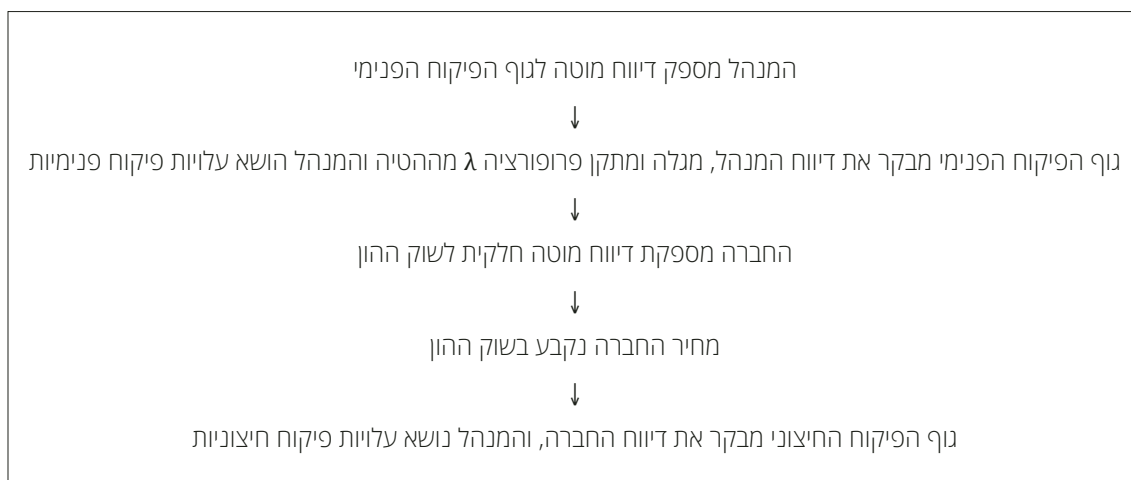
כנהוג בספרות, נניח כי ניסיונות המניפולציה של המנהל נושאים עלויות. ראשית, המנהל נושא עלויות פנימיות הקשורות לניסיון ביצוע המניפולציה שהתגלה על ידי גוף הפיקוח הפנימי. עלויות אלה משקפות את העלויות האישיות שעלולות להיווצר עקב ניסיון המנהל לרמות את גוף הפיקוח הפנימי של החברה. מכיוון שעלויות אלה קשורות לניסיונות המניפולציה שהתגלו על ידי גוף הפיקוח הפנימי, הן פונקציה עולה של רמת הפיקוח. בדומה למוצג במאמרם של Dye & Sridhar (2004), פונקציית העלות הפנימית מורכבת מעלות פיקוח פנימית קבועה וידועה ועוד רעש רנדומלי, המשקף את הנסיבות הייחודיות לכל חברה המשפיעות על פונקציית העלות הפנימית.

כאמור, לאחר שמתבצעת הביקורת הפנימית על דיווחי המנהל, החברה מדווחת לשוק ההון דוח מתוקן, המשקף את הדיווח הראשוני של המנהל והתיקון שנעשה לדיווח זה בעקבות התיקון של גוף הפיקוח הפנימי. מאחר שגוף הפיקוח הפנימי מגלה רק פרופורציה מסוימת מההטיה, החברה מספקת לשוק ההון דיווח מוטה חלקי. בשלב זה המשקיעים מתמחרים את החברה בהתאם למידע שברשותם. לאחר שנקבע שווי החברה בשוק ההון, נערכת ביקורת על דיווח החברה על ידי גוף פיקוח חיצוני⁴. מנהל החברה חשוף לעלות חיצונית שמשקפת עלויות משפטיות וקנסות שאליהם הוא חשוף בעקבות המניפולציה על הרווחים שנחשפה. ניתן גם לייחס עלויות אלה לעלויות אישיות שאליהן חשוף המנהל, כגון עלויות מוניטין הנגרמות עקב חשיפת המניפולציה שהוא עשה. עלויות אלה קשורות אך ורק למניפולציה שהמנהל מצליח להכניס לדוח הסופי. מכיוון שרק אחוז מהמניפולציה הראשונית מצליח לעקוף את גוף הפיקוח הפנימי, המנהל חשוף לעלויות חיצוניות רק בגין אותו חלק מהמניפולציה שעלול להיחשף על ידי גוף הפיקוח החיצוני. כלומר, העלות החיצונית מקושרת רק למניפולציה שלא התגלתה על ידי גוף הפיקוח הפנימי ושדווחה למשקיעים. פונקציית העלות החיצונית מורכבת רק מעלות קבועה. מכיוון שעלויות אלה אינן ספציפיות לחברה, נניח שקיימת ודאות

2 לשם הפשטות, נניח כי מנהלי החברה יודעים את ערך החברה בצורה מושלמת. עם זאת, ניתן להכליל את הניתוח גם למקרים שבהם מנהלי החברה חשופים למידע חלקי בנוגע לשווי החברה, בלי לפגוע בתוצאות מבחינה איכותית.

3 תמריץ זה יכול לנבוע מכונת המנהלים למכור מניות בבעלותם, מתמריצים מבוססי מניות, מרצון לגייס הון ועוד.

4 לשם פשטות, נניח כי גוף הפיקוח החיצוני מגלה את כל ניסיונות המניפולציה שבוצעו על ידי החברה ומעניש את המנהל בהתאם. ניתן גם להרחיב את הניתוח למקרה שבו קיימת הסתברות חיובית כלשהי לגילוי המניפולציה של החברה על ידי גוף הפיקוח החיצוני. הרחבה זו אינה משנה את התוצאות באופן איכותי.



הנותרת בנוגע לערך החברה לאחר הדיווח, מחולקת בשונות המקורית של ערך החברה. מדד זה מבטא את פרופורציית חוסר הוודאות הנותר לאחר הדיווח, כאשר ערך גבוה יותר של חוסר ודאות מתואם עם ערך מידע נמוך יותר, וערך נמוך יותר של חוסר ודאות מתואם עם ערך מידע גבוה יותר.

כעת, לאחר שהוגדר פתרון המודל והמדד לאיכות הדיווח, אציג את תוצאת המודל ואת ההשפעה שיש לרמת הפיקוח, לעלויות הפיקוח ולפרמטרים השונים במודל על ערך המידע של הדיווח.

טענה 1

קיים פתרון למודל

האינטואיציה הכלכלית העומדת מאחורי תמחור המשקיעים היא שהמשקיעים מתמחרים את החברה כדיווח שאליו הם חשופים, בניכוי תוחלת ההטיה, כפול מקדם דיווח, המשקף את יכולת המידע המדווח לייצג את הערך האמיתי של החברה (Value relevance), ושווה לשונות ערך החברה חלקי שונות הדוח.

ההטיה האופטימלית שנבחרת על ידי המנהל מורכבת משני חלקים. החלק הראשון הוא ודאי וקבוע, ואילו החלק השני אינו ודאי ותלוי בגורם האקראי המאפיין את פונקציית העלות הספציפית לחברה. מכיוון שלמשקיעים אין ודאות לגבי

מוחלטת לגביהן. תרשים מספר 1 מציג ציר זמן המתאר את סדר האירועים במודל.

פתרון המודל

שיווי משקל המתייחס לרמת הבקרה הפנימית מכיל כלל דיווח ופונקציית מחיר כך ש:

1. החלטת המנהל – המנהל לוקח את כלל התמחור של השוק כנתון ומחליט איזה דיווח לספק לגוף הפיקוח הפנימי של החברה במטרה למקסם את התועלת שלו, תוך התחשבות בפונקציית העלות הפנימית והחיצונית.

2. מחיר החברה – מחיר החברה נקבע בהינתן כל המידע הציבורי. כלומר, משקיעים קובעים את מחיר החברה כתוחלת הצפויה של ערך החברה, בהינתן התנהגות הדיווח של המנהל.

נרצה לבחון כיצד שינוי ברמת הביקורת הפנימית, שינוי בעלויות הפיקוח הקבועות (הפנימיות והחיצוניות לחברה), ושינוי בפרמטרים השונים במודל, משפיעים על ערך המידע של הדיווח. כדי לבחון את ערך המידע שבדיווח, יש לבחון כיצד המידע הקיים משתקף בדיווחי החברה. בהתאם לכך, דיווח הוא בעל ערך מידע גבוה יותר, ככל שהוא מכיל יותר מידע בנוגע לערך החברה. בהתאם למדד איכות הדיווח שהוצג במאמרם של (Fischer & Verrecchia, 2000), נגדיר מדד לערך המידע של הדיווח DQ השווה לשונות (או חוסר הוודאות)

פונקציית עלות הפיקוח הפנימית, הם אינם מסוגלים להפוך את ההטיה בעת תמחור החברה. חוסר הוודאות בא לידי ביטוי בכך שההטיה אינה קבועה ולכן הדוח שאילו חשופים המשקיעים הוא רועש. לפיכך, אנו מזהים גורם נוסף של חוסר ודאות שאינו מאפשר למשקיעים להפוך את ההטיה של המנהל. לכן, כפי שנראה בהמשך, ובניגוד לתוצאות שהציגו Stein (1985), Narayanan (1989), גם כאשר ישנה ודאות לגבי מטרת המנהל, ביצוע מניפולציה על ידי המנהל משפיע על ערך המידע בדיווח.

מדד ערך המידע שהוצג, השווה לשונות הנותרת בנוגע לערך החברה לאחר הדיווח, מחולקת בשונות המקורית של ערך החברה, המבטא את פרופורציית חוסר הוודאות הנותרת לאחר הדיווח, הוא פונקציה ישירה של מקדם הדיווח. מכיוון שחוסר הוודאות שנותרת לאחר הדיווח הוא פונקציה ישירה של מקדם הדיווח, לשם הנוחות נבחר כיצד הפרמטרים השונים משפיעים על גודל מקדם הדיווח כאשר עלייה במקדם הדיווח מתואמת עם חוסר ודאות שלאחר הדיווח נמוך יותר, ולפיכך עם ערך מידע גבוה יותר.

טענה 2

עבור עלויות קבועות שגדולות מאפס, קיימת רמת פיקוח פנימית כך שבתחילה מקדם הדיווח יורד עם רמת הפיקוח הפנימית ומגיע למינימום, ולאחר מכן עולה עם רמת הפיקוח.

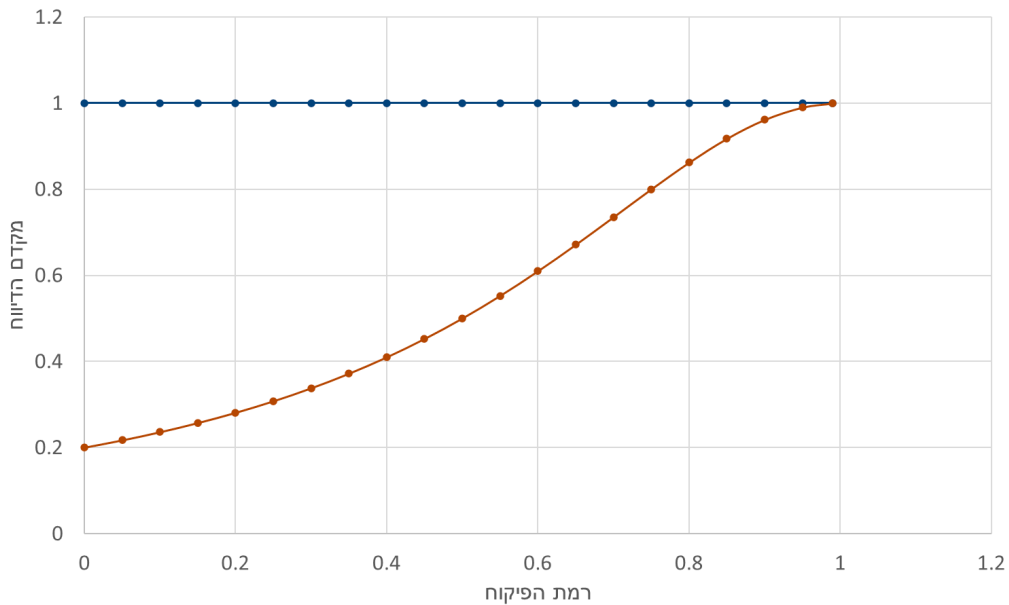
כאשר אין גוף פיקוח פנימי לחברה (כך שהפרופורציה מההטיה שגוף הפיקוח הפנימי מגלה שווה לאפס), קיימת ודאות מלאה במודל. הסיבה לכך היא שהמקור היחידי לחוסר הוודאות של המשקיעים הוא חוסר הידע לגבי הגורם האקראי בפונקציית העלות הפנימית של החברה. אם לא קיים מנגנון פיקוח פנימי, המשקיעים מסוגלים להסיק את הטיית המנהל באופן מושלם ולהפוך את ההטיה בעת תמחור החברה. לפיכך, כאשר אין גוף פיקוח פנימי, מקדם הדיווח שווה ל-1 וערך המידע בדיווח הוא מקסימלי. כאשר גוף הפיקוח הפנימי הוא "מושלם", כלומר גוף הפיקוח הפנימי מגלה את הטיית המנהל במלואה ומתקן את הדוח טרם פרסומו, המשקיעים חשופים לדוח שאינו מוטא ומתמחרים את החברה בהתאם למידע האמין שברשותם. לפיכך, כאשר הפרופורציה מההטיה שגוף הפיקוח הפנימי מגלה שווה ל-1, מקדם הדיווח שווה ל-1 וערך המידע בדיווח

הוא מקסימלי. כאשר רמת הפיקוח הפנימית היא בין 0 ל-1, לכל עלייה ברמת הפיקוח ישנן שתי השפעות מנוגדות על מקדם הדיווח. כאמור, מקדם הדיווח מודד את היחס בין שונות ערך החברה לשונות הדוח המפורסם. עלייה ברמת הפיקוח משפיעה על שונות הדיווח בשני כיוונים מנוגדים. מחד, כל עלייה ברמת הפיקוח מביאה באופן ישיר לקיטון בשונות הדיווח, שכן פרופורציה יותר גדולה מההטיה מתוקנת ברמת החברה טרם הפרסום. הקיטון בשונות הדיווח מוביל לגידול במקדם הדיווח ולעלייה בערך המידע שבדיווח. מנגד, עלייה ברמת הפיקוח מגדילה את שונות הדיווח בכך שהיא מגדילה את שונות ההטיה הנבחרת על ידי המנהל. כלומר, עקב הגידול ברמת הפיקוח, המשקיעים מחזיקים במידע יותר רועש לגבי החלטת ההטיה האופטימלית של המנהל, ולפיכך הדיווח הופך לרועש יותר. לאור זאת, המשקיעים נותנים פחות משקל לדיווח בעת התמחור. כלומר, עלייה ברמת הפיקוח מובילה לירידה במקדם הדיווח ולירידה בערך המידע שבדיווח. כדי לדעת כיצד משפיע גידול ברמת הביקורת הפנימית על מקדם הדיווח ועל ערך המידע שבדיווח, יש לבחון איזו מבין ההשפעות המתוארות היא דומיננטית יותר.

כדי להבין את האינטואיציה הכלכלית מאחורי התוצאות המוצגות, נבחר את הגורמים המשפיעים על החלטת ההטיה של המנהל וכיצד אלה משפיעים על שונות ההטיה, שונות הדיווח וערך המידע שבדיווח. ההטיה האופטימלית הנבחרת היא זו שמביאה לכך שהרווח השולי מההטיה יהיה שווה לעלות השולית מההטיה. בהתאם לכך ההטיה האופטימלית מורכבת משני רכיבים: הראשון הוא מרכיב קבוע שאינו משפיע על שונות ההטיה, והשני הוא מרכיב אקראי שמשפיע על שונות ההטיה. המשקל שמקבל המשתנה האקראי בעת בחירת ההטיה האופטימלית תלוי בעלויות הפיקוח וברמת הפיקוח.

מכיוון שהמקור היחיד לחוסר הוודאות של המשקיעים הוא המרכיב האקראי בפונקציית העלות הפנימית הספציפית לכל חברה, כאשר עלות הפיקוח הקבועה הפנימית שווה לאפס, לגורם האקראי אין השפעה על החלטת המנהל, כך שהמשקיעים מחזיקים בוודאות מוחלטת לגביה. לפיכך, כל שינוי ברמת הפיקוח אינו משפיע על שונות הדיווח ומקדם הדיווח הוא מקסימלי ושווה ל-1. תוצאה זו עקבית עם התוצאות שהוצגו בספרות ניהול הרווחים המוקדמת (Stein, 1989). תרשים 2 מציג את מקדם הדיווח, לכל רמת פיקוח, כאשר העלות הפנימית הקבועה שווה לאפס (בכחול).

תרשים 2: מקדם הדיווח כפונקציה של רמת הפיקוח



שונות המרכיב האקראי בפונקציית העלות הפנימית $\sigma_{\epsilon}^2 = 100$, העלות החיצונית $C_{\epsilon} = 0/2$ והעלות הפנימית $C_{\alpha} = 0/2$.

עלייה ברמת הפיקוח מתואמת עם שונות דיווח קטנה יותר ועם דיווח בעל ערך מידע גבוה יותר. תרשים 3 מציג את מקדם הדיווח לכל רמת פיקוח, כאשר עלות הפיקוח הפנימית ועלות הפיקוח החיצונית גדולות מאפס.

כאשר עלות הפיקוח החיצונית שווה לאפס, המשקל שמקבל המרכיב האקראי בהטיה האופטימלית שווה ל-1, ושונות הדיווח דווקא יורדת עם רמת הפיקוח. לפיכך, כאשר אין עלויות פיקוח חיצוניות, כל עלייה ברמת הפיקוח מתואמת עם דוח רועש פחות ועם גידול במקדם הדיווח. תרשים 2 מציג את מקדם הדיווח לכל רמת פיקוח, כאשר העלות החיצונית שווה לאפס (באדום).

טענה 3

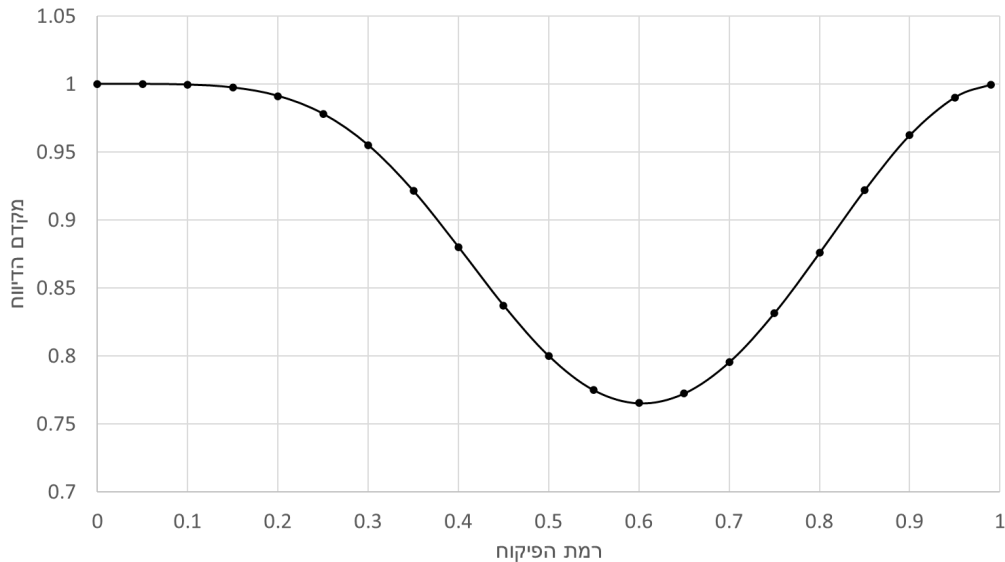
עבור עלויות פיקוח חיצוניות ופנימיות גדולות מאפס, מקדם הדיווח גדל עם עלות הפיקוח החיצונית וקטן עם עלות הפיקוח הפנימית.

ערך המידע שבדיווח, הנמדד על ידי מקדם הדיווח, תלוי ביחס בין שונות ערך החברה לבין שונות הרווחים המדווחים. שונות הרווחים המדווחים תלויה בשונות של ההטיה האופטימלית, שהיא פונקציה של עלויות הפיקוח הפנימית והחיצונית הנלוות לביצוע המניפולציה. כאמור, בשיווי משקל ניתן לפרק את ההטיה האופטימלית לשני מרכיבים:

המרכיב הראשון הוא מרכיב קבוע שאינו משפיע על שונות הדיווח ולכן אינו משפיע על מקדם הדיווח. המרכיב השני

כאשר עלויות הפיקוח הפנימיות והחיצוניות גדולות מאפס, כל עלייה ברמת הפיקוח מתואמת עם עלייה במשקל שמקבל הגורם האקראי בעת בחירת ההטיה האופטימלית על ידי המנהל. בשל העובדה שהגורם האקראי מקבל משקל גבוה יותר – שונות ההטיה גדלה. שונות הדיווח, לעומת זאת, תלויה גם באופן ישיר ברמת הפיקוח, כאשר כל עלייה ברמת הפיקוח מובילה לכך שחלק יותר קטן מההטיה נכנס לדוח הסופי, כך שכל עלייה ברמת הפיקוח מתואמת עם ירידה בשונות הדיווח. בסיכום הדברים, עבור רמות פיקוח נמוכות – העלייה בשונות ההטיה היא ההשפעה הדומיננטית, כך שכל עלייה ברמת הפיקוח מתואמת עם שונות דיווח גדולה יותר ועם דיווח בעל ערך מידע נמוך יותר. עבור רמות הפיקוח הגבוהות – ההשפעה הישירה של גידול ברמת הפיקוח היא הדומיננטית, כך שכל

תרשים 3: מקדם הדיווח כפונקציה של רמת הפיקוח כאשר העלות הפנימית והעלות החיצונית גדולות מ-0



שונות המרכיב האקראי בפונקציית העלות הפנימית $\sigma^2 = 100$, העלות החיצונית $C_e = 2$ והעלות הפנימית $C_i = 2$.

סיכום

הספרות המוקדמת בתחום ניהול רווחים הדגימה שכאשר יש למשקיעים ודאות מלאה לגבי עניין המנהל במחיר החברה, למניפולציה שנעשית על ידי המנהל אין השפעה על ערך המידע של הדוחות. הסיבה לכך היא שהמשקיעים מסוגלים להסיק את ההטיה האופטימלית של המנהל ולהפוך אותה בעת תמחור החברה (Narayanan 1985; Stein, 1989). עם זאת, מחקרים מאוחרים יותר הראו שכאשר אין ודאות מלאה לגבי עניין המנהל במחיר החברה, משקיעים אינם מסוגלים להפוך את הטיית המנהל באופן מושלם, כך שמניפולציה שנעשית על ידי המנהל מורידה את ערך המידע של הדוחות. מחקרים הראו שהגדלת העונשים הנלווים לביצוע מניפולציה מקטינים את המניפולציה של המנהל ולפיכך מגדילים את איכות הדיווח (Fischer & Verrecchia, 2000, Fischer & Stocken, 2004; Ewert & Wagenhofer, 2005).

מאמר זה בוחן את ההשפעה שיש לנופי ביקורת פנימיים של החברה וחיצוניים לה על ערך המידע של הדיווח, ומראה שבעוד הגברת הפיקוח החיצוני לחברה (על ידי גידול בעונשים החיצוניים המוטלים על מנהל שמבצע מניפולציה) מעלה את

הוא מרכיב שאינו קבוע ולכן הוא משפיע על שונות הדיווח ועל מקדם הדיווח, ולפיכך משפיע על ערך המידע שבדיווח. כלומר, המרכיב שאינו קבוע בהטיה האופטימלית של המנהל, הוא זה שקובע את שונות הדיווח ומשפיע כפועל יוצא על ערך המידע בדיווח. ככל שהמשקל שמושם על הגורם האקראי בעת בחירת ההטיה האופטימלית גבוה יותר, כך גדלה שונות ההטיה וערך המידע בדיווח יורד.

באופן טבעי, גידול בעלות הפיקוח החיצונית מקטין את התמריץ של המנהל להטות את הדוח. הקיטון בהטיה האופטימלית הנבחרת על ידי המנהל מביא לקיטון בשונות ההטיה ולקיטון בשונות הדוח. בשל כך הדוח הופך לבעל ערך מידע גבוה יותר, כפי שמתבטא בגידול במקדם הדיווח. לעומת זאת, גידול בעלות הפיקוח הפנימית דווקא מגדיל את שונות הדוח ומקטין את ערך המידע שבדיווח. בשל העובדה שחוסר הוודאות במודל קשור אך ורק לפונקציית עלות הפיקוח הפנימית, ככל שעלות הפיקוח הפנימית גדולה יותר, כך ישנה יותר חוסר ודאות, והדוח הופך לחועש יותר. הגידול ברעש של הדוח מביא את המשקיעים לתת משקל נמוך יותר לדוח בעת התמחור, כפי שמתבטא בירידה במקדם הדיווח ופגיעה בערך המידע של הדיווח.

ערך המידע של הדיווח, דווקא הגברת הפיקוח הפנימי (על ידי הגדלת העונשים הפנימיים המוטלים על מנהל שמנסה לבצע מניפולציה) יכול לפגוע בערך המידע של הדיווח. ההסבר לתוצאה זו הוא שלגופי ביקורת פנימיים לחברה עשויים להיות מאפיינים שונים מגופי ביקורת החיצוניים לה. בעוד העונשים המוטלים על מנהלים הנתפסים בעת ביצוע מניפולציה על ידי גוף ביקורת חיצוני מאפיינים בוודאות, העונשים הפנימיים המוטלים על מנהלים הנתפסים בעת ביצוע מניפולציה על ידי גוף ביקורת פנימי לחברה הם ספציפיים לכל חברה ותלויים במשתנים שונים שאינם ידועים במלואם לציבור המשקיעים. חוסר הוודאות לגבי העלויות הפנימיות הקשורות לביצוע

מניפולציה על ידי מנהל מביא לכך שגידול ברמת הביקורת הפנימית עלול דווקא להפוך את הדיווח לרועש יותר, ולפיכך לבעל ערך מידע נמוך יותר.

אם כן, בניגוד לאינטואיציה הבסיסית, יותר פיקוח אינו בהכרח מוביל לדיווח איכותי יותר. לפיכך, בעת קביעת רמת הביקורת הפנימית הנדרשת, יש לקחת בחשבון את ההשפעות השליליות שעלולות להיות להגדלת הביקורת הפנימית על ערך המידע של הדוחות.

neta.sher1@gmail.com

ד"ר נטע גילת

- Dye, R. A., & Sridhar, S. S. (2004). Reliability-relevance trade-offs and the efficiency of aggregation. *Journal of Accounting Research*, 42(1), 51-88.
- Ewert, R. & Wagenhofer, A. (2005), "Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management," *The Accounting Review*, 80(4): 1101-1124.
- Fischer, P. E. & Stocken, P. C. (2004), "Effect of investor speculation on earnings management," *Journal of Accounting Research*, 42(5): 843-870.
- Fischer, P. E. & Verrecchia, R. E. (2000), "Reporting bias," *The Accounting Review*, 75(2): 229-245.
- Kyle, A. S. (1985), "Continuous auctions and insider trading," *Econometrica*, 53(6): 1315-1335.
- Laux, V. & Stocken, P. C. (2012), "Managerial reporting, overoptimism, and litigation risk," *Journal of Accounting and Economics*, 53(3): 577-591.
- Narayanan, M. (1985), "Managerial incentives for short-term results," *Journal of Finance*, 40(5): 1469-1484.
- Stein, J. C. (1989), "Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior," *Quarterly Journal of Economics*, 104(4): 655-669.