

## تأثیر افشای ریسک بر پیش‌بینی قیمت سهام به‌وسیله سود و ارزش شرکت‌ها<sup>۱</sup>

رسول برادران حسن زاده و رامین محرومی<sup>۲</sup>

### چکیده

هدف از انجام این پژوهش، بررسی مربوط بودن و تأثیرگذار بودن افشای ریسک در گزارشگری مالی می‌باشد. این پژوهش کاربردی بوده و طرح آن از نوع شبه تجربی و روش انجام کار، علی-پس رویدادی است. جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و دوره زمانی پژوهش از ابتدای سال ۸۹ لغایت پایان سال ۹۲ می‌باشد. برای محاسبه برخی متغیرها از داده‌های سال‌های ۸۸ و ۹۳ نیز استفاده شده است. به‌منظور انتخاب مدل‌های رگرسیونی از آزمون‌های هاسمن و چاو استفاده شده است. در این پژوهش پیش‌بینی شد که افزایش سطح افشای ریسک می‌تواند مشکلات مربوط به نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات را کاهش دهد. بر اساس آنچه پیش‌بینی شده بود فرض شد که بین افشای ریسک و قابلیت پیش‌بینی قیمت سهام به‌وسیله تغییرات سود رابطه وجود دارد. همچنین پیش‌بینی شد که بین افشای ریسک و ارزش شرکت‌ها نیز رابطه وجود دارد. نتایج بیانگر این بود که رابطه معناداری بین سطح افشای ریسک شرکت‌ها و محتوای اطلاعاتی تغییرات سود وجود ندارد. همچنین بین افشای ریسک و ارزش شرکت‌ها رابطه معناداری مشاهده نشد. نامربوط بودن اطلاعات افشاشده و ناتوانی و عدم آگاهی سرمایه‌گذاران در تفسیر اطلاعات افشاشده، می‌تواند از مهم‌ترین دلایل این نتیجه‌گیری باشد.

واژه‌های کلیدی: افشای ریسک، قیمت سهام، سود، بازده سهام، ارزش شرکت

طبقه‌بندی موضوعی: D81, E31, G32, G17, M41

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/jfm.2018.13881.1274

۲. دانشیار گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران، Email: baradaran313@iaut.ac.ir

۳. دانشجوی دکتری حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران، نویسنده مسئول،

Email: ramini.mahroomi@yahoo.com

## مقدمه

استفاده کنندگان از گزارش های مالی، اطلاعاتی می خواهند که بر تصمیم گیری های اقتصادی آنها در ارزیابی رویدادهای گذشته، حال یا آینده و تائید یا تصحیح ارزیابی های گذشته مؤثر و مربوط باشد (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۲۰۰۹). این افراد در فرآیند اتخاذ تصمیم، به صورت های مالی و اطلاعات همراه آنها اتکا می کنند. سطح افشای به کاررفته در تهیه گزارش های مالی ممکن است کیفیت اطلاعات تهیه شده را تحت تأثیر قرار دهد و باعث افزایش ارزش آن اطلاعات و مربوط بودن آنها شود. با افزایش پیچیدگی فعالیت های تجاری، سرمایه گذاران اطلاعاتی نیاز دارند که شرایط فعالیت آنها را در بازارهای پیشرفته امروزی فراهم سازد. فروپاشی مداوم شرکت های بزرگ که تصویر نادرستی از ریسک موجود شرکت ارائه کرده بودند دامنه و سودمندی افشای اطلاعات (به ویژه در مورد ریسک) را بیشتر نمایان ساخته است. این وضعیت، تدوین کنندگان قوانین مالی و حسابداری را ترغیب کرده است که در مورد افشای اطلاعات مورد نیاز بازنگری نمایند (دیومیس، ۲۰۰۸). نهایتاً اینکه چنین وضعیتی افشای اطلاعات در مورد ریسک شرکت ها را دارای اهمیت ویژه ای کرده است. سرمایه گذاران و سایر استفاده کنندگان از گزارش های مالی خواستار اطلاعاتی هستند که آنها را در امر تصمیم گیری یاری کند. از طرف دیگر، مؤسسات ممکن است به دلایل مختلف مانند کاهش عدم تقارن اطلاعاتی (پترسن و پلنبرگ<sup>۲</sup>، ۲۰۰۶)، کاهش هزینه سرمایه (بتوسان و پلاملی<sup>۳</sup>، ۲۰۰۲)، کاهش هزینه بدهی (سنگوپتا<sup>۴</sup>، ۱۹۹۸) و غیره اقدام به افشای اطلاعات نمایند. سؤالی که در این میان مطرح می شود این است که آیا میزان افشای ریسک به کاررفته در تهیه گزارش های مالی، مربوط بوده و بر ارزش اطلاعات تهیه شده توسط شرکت ها تأثیر می گذارد و آیا این افشای ریسک بر قابلیت پیش بینی پذیری قیمت سهام تأثیر گذار بوده و با ارزش شرکت ها رابطه دارد؟ طی سال های اخیر، برای پاسخ دادن به سؤوالهایی از این دست، پژوهش های راجع به تأثیر افشای اطلاعات بر مربوط بودن اطلاعات حسابداری مانند سود، قیمت و ارزش شرکت ها افزایش یافته است. به نظر می رسد انجام پژوهشی که میزان تأثیری گذاری افشای ریسک بر تصمیم گیری های مالی و اقتصادی مشارکت کنندگان در بازار سرمایه را در مواردی مانند پیش بینی قیمت سهام و تعیین ارزش شرکت نشان دهد ضروری باشد.

- 
1. Deumes
  2. Petersen and Plenborg.
  3. Botosan and Plumlee
  4. Sengupta

با استفاده از نتایج این پژوهش، قانون‌گذاران بازارهای مالی و تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری می‌توانند از تأثیر افشای اطلاعات ریسک شرکت‌ها بر محتوای اطلاعاتی تغییرات سود (در پیش‌بینی قیمت سهام شرکت‌ها) آگاه شوند. نتایج این مطالعه می‌تواند مدیران شرکت‌ها و تدوین‌کنندگان مقررات مالی را از این موضوع که "آیا سطح افشای اطلاعات حسابداری مربوط به انواع ریسک را می‌توان به امید افزایش آگاهی شرکت‌کنندگان در بازار سرمایه بیشتر کرد" آگاه سازد. همچنین مدیران می‌توانند یافته‌های پژوهش‌هایی از این دست را در تعیین نوع اطلاعاتی که باید افشا شود استفاده نمایند.

### مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

اصل افشاء یکی از اصول حسابداری است که بر کلیه جوانب گزارشگری مالی تأثیر دارد. اصل افشاء ایجاب می‌کند که کلیه واقعیت‌های بااهمیت مربوط به رویدادها و فعالیت‌های مالی واحد تجاری به شکل مناسب و کامل گزارش شود. بر اساس این اصل، صورت‌های مالی اساسی باید حاوی تمامی اطلاعات بااهمیت، مربوط و به‌موقع باشد و این نوع اطلاعات به‌گونه‌ای قابل فهم و حتی‌الامکان کامل ارائه شود تا امکان اتخاذ تصمیمات آگاهانه برای استفاده‌کنندگان را فراهم سازد. از سوی دیگر، اطلاعاتی که ارائه می‌شود نباید از لحاظ کمیت و کیفیت به‌گونه‌ای باشد که موجبات سردرگمی استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی را فراهم سازد (عالی‌تر، ۲۰۰۵).

ریسک یا خطر در هر فعالیتی که احتمال موفقیت صد در صد نباشد وجود دارد. ریسک جزء جدانشدنی زندگی انسان‌ها و سازمان‌هاست و موفقیت در تصمیم‌گیری‌ها با یک نوع یا طیف متنوعی از ریسک‌ها روبرو است (کیانی و همکاران، ۲۰۱۵). اصل مهمی در بازار سرمایه وجود دارد مبنی بر اینکه سرمایه‌گذار از ریسک‌گریزان است. بر این اساس، سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز از ورود سرمایه خود به‌جایی که ریسک وجود دارد و یا افق نامشخص و نامعلومی در برابر سود و اصل سرمایه آن‌ها است امتناع می‌کنند. ریسک در بازارهای مالی اهمیت قابل توجهی دارد و در تصمیمات سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه تأثیرگذار است و به همین دلیل سرمایه‌گذاران تمایل دارند از مخاطراتی که ممکن است سرمایه‌گذاری آن‌ها را تهدید کند آگاه باشند. گزارش‌های مالی و غیرمالی که شرکت‌ها به‌صورت سالانه (و فصلی و چندماهه) منتشر می‌کنند (و در واقع با این کار اقدام به افشای اطلاعات می‌نمایند) از مهم‌ترین منابع برای ارزیابی ریسک‌هایی است که شرکت‌ها با آن مواجه می‌شوند و مورد استفاده سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرند.

یکی از دلایل افزایش اهمیت افشای ریسک، اثری است که ریسک‌های مختلف شرکت‌ها بر تصمیمات سرمایه‌گذاران در ارزیابی و ارزش‌گذاری صحیح مؤسسات دارد (فولر و جنسن، ۲۰۰۲). افشای موارد مرتبط با ریسک، شکاف اطلاعاتی ایجادشده بین مدیران و سرمایه‌گذاران در رابطه با عدم اطمینان تجاری را کاهش می‌دهد. افشای ریسک می‌تواند در ارزیابی عملکرد آتی شرکت‌ها توسط سرمایه‌گذاران تأثیرگذار باشد. مدیران نیز می‌توانند از افشای ریسک منتفع گردند. آن‌ها می‌توانند وضعیت خوب مؤسسه خود را با شناسایی و افشای مناسب ریسک نشان داده و در مقابل مدیرانی که اقدام به افشای مناسب ریسک نمی‌کنند مزیت بیشتری به دست آورند (الشندادی و همکاران، ۲۰۱۳). پژوهش‌هایی نیز وجود دارد که نشان می‌دهد افشای ریسک چندان کارآمد نمی‌باشد. برخی از این پژوهش‌ها بیانگر این است که افشای ریسک، اطلاعات قابل اتکایی به سرمایه‌گذاران ارائه نمی‌کند (شراند و الیت، ۱۹۹۸)؛ و برخی دیگر معتقدند که افشای ریسک مفید نبوده و خالی از هرگونه مدیریت واقعی می‌باشد (کمپل و اسلاک، ۲۰۰۸، داویس و همکاران، ۲۰۱۰ و ماکسی و برنت، ۲۰۰۸).

یکی از انگیزه‌های مدیران برای افشای اضافی اطلاعات، مربوط به نظریه علامت‌دهی<sup>۷</sup> می‌باشد. این نظریه مشکلات مربوط به عدم تقارن اطلاعات را مطرح می‌سازد و بیان می‌دارد که چطور عدم تقارن اطلاعات در صورتی که اطلاعات در اختیار سرمایه‌گذاران قرار گیرد می‌تواند کاهش پیدا کند (موریس، ۱۹۸۷). در واقع تئوری علامت‌دهی توضیح می‌دهد که شرکت‌ها سعی دارند اخبار خوب را به سرمایه‌گذاران و سایر گروه‌های علاقه‌مند به وسیله افشا علامت دهند (الیویرا، ۲۰۰۶). لیندسی و شرایوز<sup>۸</sup> (۲۰۰۶) اثبات کردند که تئوری علامت‌دهی مربوط‌ترین تئوری در تشریح و تبیین پدیده افشای ریسک می‌باشد.

1. Fuller and Jensen
2. Elshandidy and et al
3. Schrand and Elliot
4. Campbell and slock
5. Davies and et al
6. Moxey and Berendt,
7. Signaling theory
8. Morris
9. Oliveira
- 10 Linsley and Shrives

هدف اصلی افشای اطلاعات در گزارش‌های مالی آگاه بخشی به تحلیلگران و سرمایه‌گذاران درباره مبلغ و زمان‌بندی جریان‌های نقدی است تا پیش‌بینی بهتری از سودآوری شرکت داشته باشند. پژوهش‌ها انجام‌شده نشان می‌دهد که یک افشای خوب، دقت پیش‌بینی تحلیلگران از سودهای آتی را بهبود می‌بخشد. به این معنی که در شرکت‌های با سطح افشای بالا نسبت به شرکت‌های با سطح افشای پایین، رابطه قوی‌تری بین بازده سهام و سودهای آتی وجود دارد (دسای و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۴). افشای کافی با کاهش دادن هزینه معاملات و یا افزایش تقاضا برای سهام و در نتیجه با کاهش بازده مورد انتظار، باعث افزایش نقدینگی سهام و کاهش ریسک آن می‌شود. دیاموند و ورچیا<sup>۲</sup> (۱۹۹۱) و اسپینوزا و تامبتا<sup>۳</sup> (۲۰۰۷) معتقدند که افشای بهتر باعث کاهش خطای پیش‌بینی سرمایه‌گذاران درباره پارامترهایی از قبیل بازده آتی سهام می‌شود. به این معنی که سرمایه‌گذاران ریسک بیشتری را برای یک دارایی با اطلاعات کم در مقایسه با یک دارایی با اطلاعات زیاد در نظر می‌گیرند. (ناظمی و همکاران ۱۳۹۴).

دیاموند و ورچیا (۱۹۹۱) ادعا می‌کنند که با کاهش عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و افراد بیرون شرکت، عدم اطمینان سرمایه‌گذاران به عملکرد آتی شرکت کاهش پیدا کرده و این امر باعث افزایش نقدینگی سهام شرکت می‌شود. کلارکسن و همکاران<sup>۴</sup> (۱۹۹۶) و کلوس و همکاران<sup>۵</sup> (۱۹۹۵) بیان می‌دارند که کاهش بهای معاملات (با افزایش نقدینگی سهام) باعث تقاضای بیشتر برای سهام شرکت شده و این نیز نهایتاً منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود. با این وجود ممکن است افزایش سطح افشا برای شرکت‌های فعال در محیط رقابتی بالا دارای اثر منفی بوده و منجر به کاهش ارزش بازار شرکت شود.

نیاز برای گزارشگری مالی و افشای اطلاعات، ناشی از وجود عدم تقارن اطلاعات بین افراد درون سازمان و بیرون سازمان و همچنین مشکلات نمایندگی می‌باشد (کوتاری و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۰۹). افشای اطلاعات می‌تواند این قبیل مغایرت‌ها را در مسائلی از قبیل ارزش شرکت کاهش دهد. پژوهش‌های قبلی پیامدهای افشا را در ارزیابی بازار از ارزش شرکت مورد بررسی قرار داده‌اند (کلاین و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۰۵). دسترسی بیشتر افراد بیرون سازمان به اطلاعات شرکت می‌تواند منجر

- 
1. Desai and et al
  2. Diamond and Verrecchia
  3. Espinosa and Trombetta
  4. Clarkson and et al
  5. Coles and et al
  6. Kothari and et al
  7. Klein and et al

به کارایی بازار شده و باعث جذب سرمایه گذاران به طرف شرکت شود (وانگ و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸). در شرایطی که افراد درون سازمان (مدیران) در انجام امور خود بهترین حالت ممکن را برای سرمایه گذاران در نظر نمی گیرند افشای اطلاعات به عنوان یک ابزاری برای کاهش (تعدیل) بهای نمایندگی عمل می نماید. پاگاری و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) عنوان می دارند که افشا به عنوان ابزاری است که به سرمایه گذاران اجازه می دهد توانایی خود را در ارزیابی شرکت افزایش دهند.

پژوهش های زیادی وجود دارد که بیانگر وجود رابطه بین سطح افشا و ارزش شرکت می باشد. هلی و همکاران<sup>۳</sup> (۱۹۹۹) مستند ساختند که افزایش سطح افشا می تواند باعث بهبود ارزیابی بازار از شرکت مورد نظر شود. این اثر سطح افشا بر ارزش شرکت بر تصمیمات مدیران و نیز در توزیع وجوه نقد آتی اثر می گذارد (لامبرت و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۷). همچنین الزاهار و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۵) عنوان می دارند که افشا احتمالاً ارزیابی بازار از ارزش شرکت را افزایش خواهد داد. در مجموع پیامدهای افزایش سطح افشا مواردی از قبیل کاهش قیمت گذاری اشتباه، افزایش سوددهی و افزایش ارزش شرکت گزارش شده است.

کراویت و موسلو<sup>۶</sup> (۲۰۱۳) دریافتند که افشای ریسک، اطلاعات جدیدی را در مورد اطمینان و ریسک شرکت آشکار می سازد. آن ها امتحان کردند که آیا تغییرات در افشای ریسک، اثر معناداری بر دیدگاه استفاده کنندگان (از گزارش های مالی) در ارتباط با ریسک شرکت دارد یا نه؟ نتایج نشان داد که تغییرات سالانه در افشای ریسک، رابطه مثبت و معناداری با تغییرپذیری روزانه بازده سهام و حجم معاملات دارد.

باو و داتا<sup>۷</sup> (۲۰۱۴) در پژوهشی که انجام دادند اطلاعات مربوط به ریسک را به انواع مختلفی طبقه بندی کرده (۳۰ نوع) و بررسی نمودند که آیا افشای ریسک بر دیدگاه استفاده کنندگان از اطلاعات در مورد ریسک اثرگذار است یا نه؟ برخلاف پژوهش کراویت و موسلو (۲۰۱۳) و کمبل و همکاران (۲۰۱۴) آنها دریافتند که حدود دوسوم (۲/۳) از انواع ریسک افشاشده، کمبود محتوای اطلاعاتی داشته و اثری بر دیدگاه استفاده کنندگان از گزارش های مالی در مورد ریسک ندارد. در توجیه این نتیجه می توان گفت که برخی مدیران تمایل دارند عوامل ریسکی را افشا کنند که در

- 
1. Wang and et al
  2. Pagano and et al
  3. Healy and et al
  4. Lambert and et al
  5. Elzahar and et al
  6. Kravet and Muslu
  7. Bao and Datta

ارزیابی عدم اطمینان و همچنین ارزیابی جریان‌های نقدی آتی چندان مفید نیست. این پژوهش نشان داد که انواع کمتری از انواع ریسک منتشر شده دارای محتوای اطلاعاتی است. در این پژوهش نتیجه گرفته شد که تنها افشای ریسک‌های نقدینگی و سامانمند دارای محتوای اطلاعاتی است و بر دیدگاه‌ها و تصمیمات استفاده‌کنندگان تأثیر می‌گذارد.

مومن و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۵) در پژوهشی که انجام دادند مربوط بودن افشای ریسک را در گزارش‌های مالی بررسی نمودند. متغیرهای کنترل در پژوهش آن‌ها سودآوری، اندازه و اهرم بود. یافته‌ها نشان داد که رابطه مثبت و معناداری بین افشای اختیاری اطلاعات ریسک و توانایی بازار در پیش‌بینی تغییرات سود در دو سال بعد وجود دارد. یافته دیگر پژوهش این بود که افزایش بهای مالکیت باعث کاهش معناداری رابطه افشای ریسک و قابلیت پیش‌بینی سود شده و با افزایش بهای مالکیت، سرمایه‌گذاران به اطلاعات دیگری غیر از افشای ریسک اتکا می‌کنند.

تاسی و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۶) در پژوهشی که انجام دادند نتیجه گرفتند که در بین همه انواع ریسک افشاشده، ریسک مالی بیشترین تأثیرگذاری را دارد. آن‌ها همچنین دریافتند که پوشش بیشتر اخبار و ایجاد حس وجود اخبار منفی، باعث افزایش ریسک تجاری می‌شود. یافته‌ها نشان داد که بین ریسک تجاری برای انتشاردهندگان بدهی و حجم بالای افشای فاکتورهای ریسک، رابطه وجود دارد.

پورحیدری و حسین پور (۲۰۱۱) رابطه بین افشای اختیاری و اجباری با ارزش شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش نشان داد که بین افشای اجباری و ارزش سهام شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد و با افزایش شاخص کیفیت افشا ارزش بازار سهام شرکت‌ها نیز افزایش پیدا می‌کند. یافته‌های پژوهش همچنین بیانگر این بود که بین افشای اختیاری و ارزش سهام شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد.

وکیلی فرد و همکاران (۲۰۱۲) در پژوهشی که انجام دادند سطح افشای مدیریت ریسک را با حجم معاملات و قیمت سهام مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر ریسک‌های افشاشده شرکت قرار نمی‌گیرند و در نتیجه رابطه معناداری بین سطح افشای مدیریت ریسک و حجم معاملات وجود ندارد. همچنین بین سطح افشای ریسک و قیمت سهام رابطه معناداری مشاهده نگردید.

1. Moumen and et al

2. Tasi and et al

همت فر و مقدسی (۲۰۱۳) رابطه بین کیفیت افشا (شامل قابل اتکا بودن و به موقع بودن) را با ارزش سهام شرکت‌ها مورد آزمون قرار دادند. یافته‌های پژوهش نشان داد که بین کیفیت افشا و ارزش سهام تورم‌زدایی شده، رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین یافته‌ها حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین "قابلیت اتکا و به موقع بودن" با ارزش سهام تورم‌زدایی شده بود. ناظمی و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهش خود به بررسی رابطه دوطرفه بین کیفیت افشای اطلاعات و بازده سهام پرداختند. آن‌ها برای بررسی رابطه بین این دو متغیر از آزمون علیت گرنجری<sup>۱</sup> استفاده کردند. نتایج بیانگر وجود رابطه دوطرفه بین کیفیت افشا و بازده سهام بود.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به توضیحات و مبانی پیش گفته، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر مطرح می‌گردد:

فرضیه اول: سطح افشای ریسک بر قابلیت پیش‌بینی قیمت سهام به وسیله سود تأثیر دارد.

فرضیه دوم: بین سطح افشای ریسک و ارزش شرکت‌ها رابطه وجود دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش کاربردی بوده و طرح آن از نوع شبه تجربی و روش انجام کار، علی-پس رویدادی است. جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و دوره زمانی پژوهش از ابتدای سال ۸۹ لغایت پایان سال ۹۲ می‌باشد. برای محاسبه برخی از متغیرها مانند بازده آتی سهام، سود و تغییرات سود از اطلاعات سال‌های ۸۸ و ۹۳ نیز استفاده شده است. بازده آتی سهام (بازده یک سال بعد) متغیر توضیحی در مدل‌ها می‌باشد. برای محاسبه تغییرات سود هر سهم در سال جاری از سود هر سهم سال قبل استفاده شده است. همچنین برای همگن شدن، دو متغیر سود هر سهم و تغییرات سود هر سهم بر قیمت هر سهم در پایان سال قبل تقسیم شده‌اند. شرکت‌های موردنظر در این پژوهش باید دارای شرایط زیر باشند:

برای افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند باشد، صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه و گزارش‌های هیئت‌مدیره شرکت‌ها به‌طور کامل در سایت بورس موجود باشد، شرکت‌ها تا پایان اسفند ۸۸ در بورس پذیرفته‌شده باشند، شرکت‌ها نیابستی سال مالی خود را طی



دوره مورد مطالعه تغییر داده باشند، از شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ و بانک‌ها نباشند و اطلاعات مورد نیاز آن‌ها برای انجام این پژوهش در دسترس باشد. برای گردآوری داده‌ها و سایر اطلاعات مورد نیاز از نرم‌افزار تدبیرپرداز و صورت‌های مالی و گزارش‌های هیئت‌مدیره شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. در نهایت پس از بررسی‌های لازم و اعمال موارد فوق، ۳۲۸ سال-شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب شدند.

### مدل‌های استفاده‌شده و تعریف متغیرها

افشای ریسک باعث کاهش خطای پیش‌بینی سرمایه‌گذاران درباره پارامترهایی از قبیل قیمت و بازده آتی سهام می‌شود. به این معنی که سرمایه‌گذاران ارزش کمتری را برای یک دارایی با اطلاعات کم در مقایسه با یک دارایی با اطلاعات زیاد در نظر می‌گیرند. در این پژوهش برای بررسی تأثیر سطح افشای ریسک بر قابلیت پیش‌بینی قیمت سهام به‌وسیله سود (آزمون فرضیه اول) از مدل زیر استفاده شده است:

مدل (۱):

$$Ret_{i,t} = 0 + 1 \left( \frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) + 2 \left( \frac{\Delta EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) + 3 \left( \frac{EPS_{i,t+1}}{P_{i,t}} \right) + 4 \left( \frac{\Delta EPS_{i,t+1}}{P_{i,t}} \right) + 5 Ret_{i,t+1} + 6 RISKDI_{i,t} + 7 \left( \frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) * RISKDIS_{i,t} + 8 \left( \frac{\Delta EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) * RISKDIS_{i,t} + 9 \left( \frac{EPS_{i,t+1}}{P_{i,t}} \right) * RISKDIS_{i,t} + 10 \left( \frac{\Delta EPS_{i,t+1}}{P_{i,t}} \right) * RISKDIS_{i,t} + 11 Ret_{i,t+1} * RISKDIS_{i,t} + 12 SIZE_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

که در آن:

$Ret_{i,t}$  بازده شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $EPS_{i,t}$  سود هر سهم شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $EPS_{i,t+1}$  تفاوت سود هر سهم در دو نقطه زمانی یعنی در ابتدا و پایان سال  $t$  برای شرکت  $i$ ،  $EPS_{i,t+1}$  سود هر سهم شرکت  $i$  در سال  $t+1$ ،  $EPS_{i,t+1}$  تفاوت سود هر سهم در دو نقطه زمانی یعنی در ابتدا و پایان سال  $t+1$  برای شرکت  $i$ ،  $Ret_{i,t+1}$  بازده شرکت  $i$  در سال  $t+1$ ،  $P_{i,t-1}$  قیمت بازار هر سهم شرکت  $i$  در ابتدای سال  $t$  و  $P_{i,t}$  قیمت بازار هر سهم شرکت  $i$  در ابتدای سال  $t+1$  (یا انتهای سال  $t$ ) می‌باشد.  $RISKDIS_{i,t}$  لگاریتم طبیعی نمره سطح افشای ریسک شرکت  $i$  در سال  $t$  می‌باشد.

در این پژوهش از روش تحلیل محتوا برای اندازه‌گیری متغیر سطح افشای ریسک یعنی RISKDIS استفاده شده است. تحلیل محتوا یک روش پژوهشی برای گرفتن نتایج معتبر و قابل تکرار از یک متن می‌باشد (کریپنداف، ۲۰۰۴). در این روش، پژوهشگر پیام‌های تولید شده را مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌دهد. برای این منظور از تعداد جملات مرتبط با ریسک که در گزارش‌های مالی شرکت‌ها آمده به عنوان معیاری برای سنجش و اندازه‌گیری متغیر سطح افشای ریسک استفاده شده است. این روش قبلاً توسط پژوهشگرانی مانند لیندسی و شرایوز (۲۰۰۶)، آمران و همکاران (۲۰۰۹)، دوبلر و همکاران (۲۰۱۱) و الزهار و حسینی (۲۰۱۲) مورد استفاده قرار گرفته است. با استناد به مطالعه انجام شده توسط لیندسی و شرایوز (۲۰۰۶) برای شناسایی موارد افشای ریسک، مفهومی کامل و جامعی از ریسک در نظر گرفته شده است. برای همین منظور هر جمله‌ای که بتواند خواننده (استفاده کننده) گزارش‌های مالی را در مورد فرصت‌ها و چشم‌اندازهای شرکت، هر نوع مخاطره، آسیب و تهدیدی که قبلاً بر شرکت تأثیر گذاشته و یا ممکن است تأثیر بگذارد و همچنین مدیریت هر نوع فرصت، چشم‌انداز، مخاطره، آسیب و تهدید آگاه و مطلع سازد به عنوان یک افشای ریسک در نظر گرفته شده و برحسب تعداد جملات مرتبط با ریسک، به شرکت  $i$  در سال  $t$  نمره مشخصی داده شده است.

متغیر کنترل در مدل فوق  $SIZE_{i,t}$  است که برای کنترل اندازه شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرد و برابر با لگاریتم طبیعی فروش شرکت  $i$  در سال  $t$  می‌باشد.

برای آزمون معناداری رابطه افشای ریسک و ارزش شرکت (آزمون فرضیه دوم) از مدل زیر استفاده شده است:

مدل (۲):

$$MTBV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 RISKDIS_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 LEV_{i,t} + \alpha_4 PROF_{i,t} + \alpha_5 GROWTH_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

که در آن:

$MTBV_{i,t}$  نشان‌دهنده ارزش شرکت  $i$  در سال  $t$  بوده و برابر با لگاریتم طبیعی نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری آن‌ها می‌باشد،  $LEV_{i,t}$  اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t$  بوده که

1. Content analysis
2. Krippendorff
3. Amran and et al
4. Dobler and et al

از تقسیم بدهی‌ها بر دارایی‌ها به‌دست آمده است،  $PROF_{i,t}$  سودآوری شرکت  $i$  در سال  $t$  بوده و از نسبت سود خالص به فروش نتیجه شده و  $GROWTH_{i,t}$  متغیر رشد شرکت  $i$  در سال  $t$  بوده که برای محاسبه آن از نرخ رشد فروش استفاده شده است.  $SIZE_{i,t}$  و  $RISKDIS_{i,t}$  در مدل اول تشریح شدند.

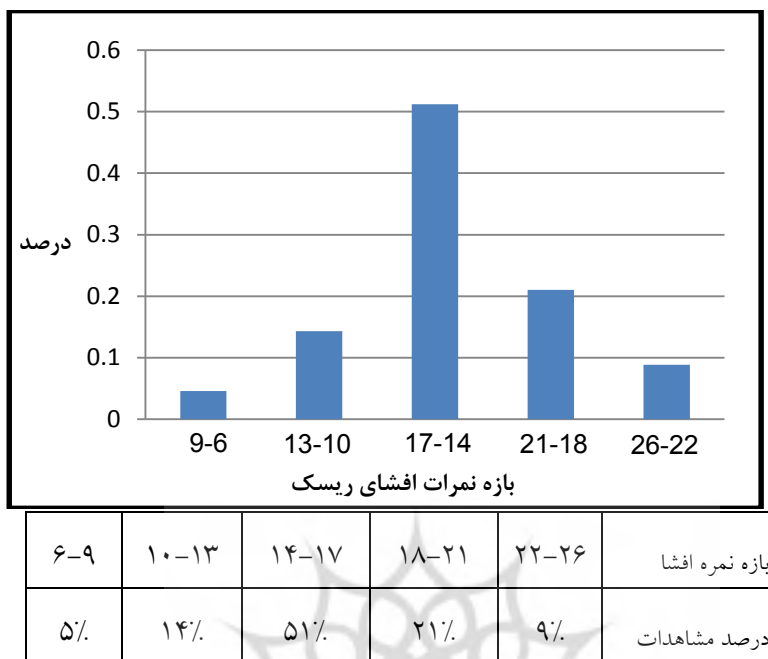
### تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

در جدول ۱ آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش ارائه گردیده است و نمودار ۱ نمودار دسته‌بندی نمرات سطح افشای ریسک شرکت‌های موردبررسی را نشان می‌دهد.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	پیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کنشیدگی
Ret	۰/۳۹	۰/۳۲	۲/۲۳	-۰/۸	۰/۵۲	۱/۸۳	۴/۰۳
$\left(\frac{EPS}{P}\right)$	۰/۱۶	۰/۱۷	۲/۱۹	-۱/۴۳	۰/۱۳	۰/۱۶۲	۱۱/۳۲
$\left(\frac{\Delta EPS}{P}\right)$	۰/۰۰۸	۰/۰۰۴	۰/۶۱	-۰/۵۲	۰/۱۵	۰/۶۵	۳/۵۱۷
RISKDIS	۲/۷۳۹	۲/۷۷۲	۳/۲۵۸	۱/۷۹۱	۰/۲۴۳	-۰/۹	۲/۰۱۷
SIZE	۲۷/۵۴۹	۲۷/۵۷۸	۳۲/۶۲۴	۲۳/۹۱	۱/۶۱۹	۰/۱۷۱	۱/۳۴۵
MTBV	۰/۹۲۴	۰/۹۲۲	۲/۶۹۳	-۰/۵۲۷	۰/۶۲۴	۰/۱۴	۰/۱۱۵
LEV	۰/۵۶۳	۰/۵۶۶	۰/۹۹۱	۰/۰۸	۰/۲۲	-۰/۲۰۷	-۰/۸۶۶
PROF	۰/۲۴۵	۰/۲۰۸	۰/۹۵	-۰/۶۷۹	۰/۲۶۲	۰/۲۳۵	۶/۰۸
GROWTH	۰/۲۶۷	۰/۲۶۵	۲/۷۳۲	-۰/۹۹	۰/۵۵۵	۱/۰۲۹	۳/۴۵۹
نمره خام RISKDIS	۱۵/۹۱	۱۶	۲۶	۶	۳/۶	۰/۱۳۶	۰/۶۰۸

در جدول آمار توصیفی، نمرات افشای ریسک قبل و بعد از لگاریتم گرفتن نشان داده شده است. بیشترین نمره کسب شده افشا ۲۶ و حداقل آن برابر با ۶ می‌باشد. در تخمین مدل‌ها از لگاریتم نمرات استفاده شده است.



نمودار ۱. دسته‌بندی نمرات سطح افشای ریسک

در نمودار ۱ نمرات افشای ریسک به صورت خام لحاظ شده است. بیشترین تعداد نمرات کسب شده برای شرکت‌ها در بازه ۱۴-۱۷ قرار دارد که شامل ۵۱ درصد کل مشاهدات می‌باشد و این در حالی است که تنها ۵ درصد مشاهدات در بازه نمرات ۶-۹ قرار دارد. میانگین و میانه نمرات خام افشای ریسک که به ترتیب برابر با ۱۵/۹۱ و ۱۶ می‌باشند در بازه نمرات ۱۴-۱۷ قرار دارند.

برای انتخاب از میان الگوی داده‌های تلفیقی<sup>۱</sup> و پانلی (تابلویی) از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. همچنین در صورت انتخاب داده‌های پانلی به منظور انتخاب از بین الگوی اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. برای انتخاب از بین روش‌های تلفیقی و تابلویی فرض صفر ( $H_0$ ) به این صورت می‌باشد که عرض از مبدأها برای همه مقاطع یکسان است. در صورتی که معناداری آماره F لیمر بیشتر از ۵٪ باشد فرض  $H_0$  پذیرفته شده و از الگوی داده‌های تلفیقی استفاده می‌شود در غیر این صورت از الگوی داده‌های پانلی استفاده می‌شود. با توجه به اینکه سطح معناداری

1. Pooled  
2. Panel

تأثیر افشای ریسک بر پیش‌بینی قیمت سهام به‌وسیله سود و ... ۲۰۱

آماره F لیمر برای مدل‌های (۱) و (۲) به ترتیب برابر با ۰/۸۴۳ و ۰/۴۱۳ به‌دست آمده است برای تخمین هر دو مدل از الگوی داده‌های تلفیقی استفاده شده است.

جدول ۲ نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش را نشان می‌دهد. با استفاده از مدل (۱) تأثیر سطح افشای ریسک بر محتوای اطلاعاتی تغییرات سود مورد آزمون قرار گرفت.

جدول ۲. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول (تخمین مدل (۱))

$Ret_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right) + \alpha_3 \left(\frac{EPS_{i,t+1}}{P_{i,t}}\right) + \alpha_4 \left(\frac{\Delta EPS_{i,t+1}}{P_{i,t}}\right) + \alpha_5 Ret_{i,t+1} + \alpha_6 RISKDIS_{i,t} + \alpha_7 \left(\frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right) * RISKDIS_{i,t} + \alpha_8 \left(\frac{\Delta EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right) * RISKDIS_{i,t} + \alpha_9 \left(\frac{EPS_{i,t+1}}{P_{i,t}}\right) * RISKDIS_{i,t} + \alpha_{10} \left(\frac{\Delta EPS_{i,t+1}}{P_{i,t}}\right) * RISKDIS_{i,t} + \alpha_{11} Ret_{i,t+1} * RISKDIS_{i,t} + \alpha_{12} SIZE_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
متغیر	ضریب و معناداری	متغیر	ضریب و معناداری
(Constant)	-۰/۴۸۷ (-۰/۷۳۳)	$\left(\frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right) * RISKDIS_{i,t}$	-۰/۱۰۴ (-۰/۲۶۴)
$\left(\frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right)$	*** ۰/۷۱۴ (۳/۳۲۸)	$\left(\frac{\Delta EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right) * RISKDIS_{i,t}$	۰/۶۱۳ (۱/۴۲۲)
$\left(\frac{\Delta EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right)$	** ۰/۴۲۸ (۲/۳۵۷)	$\left(\frac{EPS_{i,t+1}}{P_{i,t}}\right) * RISKDIS_{i,t}$	۰/۰۶۵ (۰/۰۵۸)
$\left(\frac{EPS_{i,t+1}}{P_{i,t}}\right)$	۰/۰۸۶ (۰/۰۲۷)	$\left(\frac{\Delta EPS_{i,t+1}}{P_{i,t}}\right) * RISKDIS_{i,t}$	۰/۲۵ (۰/۴۳۳)
$\left(\frac{\Delta EPS_{i,t+1}}{P_{i,t}}\right)$	-۰/۴۸۵ (-۰/۲۹۲)	$Ret_{i,t+1} * RISKDIS_{i,t}$	۰/۴۴۱ (۱/۳۵۷)
$Ret_{i,t+1}$	** -۱/۹۴۵ (-۲/۰۰۲)	$SIZE_{i,t}$	* ۰/۰۱۵ (۱/۷۱۱)
$RISKDIS_{i,t}$	۰/۱۰۶ (۰/۵۱۷)		
دوربین واتسون (DW) آماره: ۱/۷۳		F آماره: ۳۰/۱۹***	$R^2$ : ۰/۵۳
۳۲۸: تعداد مشاهدات		*** معنی‌داری ضریب در سطح اطمینان ۹۹ درصد، ** معنی‌داری ضریب در سطح اطمینان ۹۵ درصد و * معنی‌داری ضریب در سطح اطمینان ۹۰ درصد. اعداد داخل پرانتز آماره t می‌باشد.	

آماره دوربین واتسون برای مدل برازش شده برابر با  $1/73$  می‌باشد. برای آزمون وجود خودهمبستگی پیاپی مرتبه اول بین باقیمانده‌ها از آماره دوربین واتسون استفاده می‌شود. چنانچه آماره دوربین واتسون برای مدل برازش شده در بازه  $1/5$  و  $2/5$  قرار داشته باشد می‌توان به‌طور تقریبی پذیرفت که بین باقیمانده‌ها خودهمبستگی مرتبه اول وجود ندارد. با توجه به عدد به‌دست‌آمده برای آماره دوربین واتسون ( $1/73$ ) می‌توان گفت که به‌طور تقریبی در مدل (۱) اجزا خطا همبستگی معناداری با یکدیگر ندارند. همچنین با توجه به آماره  $F$  به‌دست‌آمده ( $30/19$ ) و سطح معنی‌داری آن می‌توان نتیجه گرفت که در سطح اطمینان  $99\%$  مدل رگرسیون خطی از لحاظ آماری معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده ( $adjR^2$ ) نیز که بیانگر قدرت تبیین مدل بوده برابر با  $0/51$  بوده و نشان می‌دهد که تقریباً  $0/51$  تغییرات متغیر وابسته (بازده جاری سهام) به‌وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می‌شوند.

همچنان که در جدول ۲ مشاهده می‌شود ضریب متغیر  $RISKDIS_{i,t} * \left(\frac{\Delta EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right)$  برابر با  $0/613$  است و آماره  $t$  مربوط به آن  $1/422$  می‌باشد. معنادار نبودن ضریب به‌دست‌آمده نشان می‌دهد که افشای ریسک منجر به افزایش محتوای اطلاعاتی تغییرات سود در سال جاری نشده است. ضریب  $RISKDIS_{i,t} * \left(\frac{\Delta EPS_{i,t+1}}{P_{i,t}}\right)$  نیز طبق پیش‌بینی مثبت بوده ( $0/25$ ) ولی از لحاظ آماری معنی‌دار نمی‌باشد که نشان می‌دهد افشای ریسک بر "قابلیت پیش‌بینی قیمت سهام به‌وسیله تغییرات سود سال آتی" تأثیر نداشته است. در مجموع می‌توان گفت که هرچند ضرایب به‌دست‌آمده برای متغیرهای  $RISKDIS_{i,t} * \left(\frac{\Delta EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right)$  و  $RISKDIS_{i,t} * \left(\frac{\Delta EPS_{i,t+1}}{P_{i,t}}\right)$  طبق پیش‌بینی مثبت بودند ولی با توجه به سطوح معناداری به‌دست‌آمده می‌توان نتیجه گرفت که افشای ریسک در شرکت‌های مورد بررسی، تأثیر معناداری بر قابلیت پیش‌بینی قیمت سهام شرکت‌ها (به‌وسیله تغییرات سود) نداشته و در نتیجه فرضیه اول پژوهش پذیرفته نمی‌شود. در واقع می‌توان گفت که اقلام ریسک افشاشده در گزارش‌های مالی نتوانسته محتوای اطلاعاتی تغییرات سود را افزایش دهد.

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش در جدول ۳ نشان داده شده است. برای رد یا پذیرش فرضیه دوم، رابطه بین افشای ریسک و ارزش شرکت‌ها با استفاده از مدل (۲) مورد آزمون قرار گرفت.

جدول ۳. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم (تخمین مدل (۲))

$MTBV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 RISKDIS_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 LEV_{i,t} + \alpha_4 PROF_{i,t} + \alpha_5 GROWTH_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
متغیر	ضریب و معناداری	متغیر	ضریب و معناداری
(Constant)	-۰/۳۷۵** (-۲/۳۲)	LEV <sub>i,t</sub>	۰/۰۲۸ (۰/۱۳۶)
RISKDIS <sub>i,t</sub>	۰/۰۱۸ (۰/۵۹۹)	PROF <sub>i,t</sub>	۰/۰۹۷*** (۳/۱۵۴)
SIZE <sub>i,t</sub>	۰/۰۲۸*** (۳/۶۲۳)	GROWTH <sub>i,t</sub>	۰/۰۴۶ (۱/۱۰۷)
دوربین واتسون (DW) آماره: ۱/۵۲		F آماره: ۸/۶۰۸***	adjR <sup>2</sup> : ۰/۱۰۴
۳۲۸: تعداد مشاهدات		*** معنی‌داری ضریب در سطح اطمینان ۹۹ درصد، ** معنی‌داری ضریب در سطح اطمینان ۹۵ درصد و * معنی‌داری ضریب در سطح اطمینان ۹۰ درصد. اعداد داخل پرانتز آماره t می‌باشد.	

فرض عدم وجود همبستگی پیاپی مرتبه اول برای باقیمانده‌ها در مدل دوم مورد تأیید است زیرا که دوربین واتسون به‌دست آمده بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد (DW=۱/۵۲). در سطح اطمینان ۹۹٪ نیز مدل رگرسیون خطی از لحاظ آماری معنادار بوده و قدرت تبیین مدل ۰/۱۰۴ می‌باشد. همچنان که در جدول ۳ مشاهده می‌شود ضریب به‌دست آمده برای متغیر سطح افشای ریسک یعنی RISKDIS<sub>i,t</sub> برابر با ۰/۰۱۸ می‌باشد و با توجه به سطح معناداری به‌دست آمده برای این متغیر، می‌توان گفت که بین سطح افشای ریسک و ارزش شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد. البته مطابق آنچه پیش‌بینی شده بود ضریب به‌دست آمده مثبت بود. می‌توان عنوان کرد که در شرکت‌های مورد بررسی، نوع افشای ریسکی که انجام شده است نتوانسته باعث افزایش ارزش شرکت شود و در واقع افشای ریسک انجام شده در افزایش ارزش شرکت نامربوط بوده است. همچنین نتایج نشان می‌دهد که از بین متغیرهای کنترل، دو متغیر اندازه و سودآوری با ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری دارند. ضریب متغیر اندازه شرکت یعنی SIZE<sub>i,t</sub> برابر با ۰/۰۲۸ و آماره t آن برابر با ۳/۶۲۳ بوده و در سطح اطمینان ۹۹٪ معنادار است و ضریب متغیر سودآوری یعنی PROF<sub>i,t</sub> برابر با ۰/۰۹۷ بوده و آن نیز در سطح اطمینان ۹۹٪ معنادار می‌باشد و این نشان می‌دهد

که رابطه بین ارزش شرکت و دو متغیر اندازه و سودآوری شرکت‌های مورد بررسی از لحاظ آماری معنادار است. در واقع می‌توان بیان نمود که هرچه اندازه شرکت‌ها بزرگ‌تر باشد نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام آن شرکت‌ها به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آن‌ها عدد بزرگ‌تری خواهد بود. همچنین اگر سودآوری شرکت‌ها افزایش پیدا کند این نسبت نیز افزایش پیدا خواهد کرد.

### نتیجه‌گیری و بحث

در این پژوهش به توجه به این پیش‌بینی که افزایش سطح افشای ریسک می‌تواند مشکلات مربوط به نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات (برای سرمایه‌گذاران) را کاهش دهد فرض شد که بین افشای ریسک از یک‌سو و قابلیت پیش‌بینی پذیری قیمت سهام و ارزش شرکت از سوی دیگر، رابطه وجود دارد. نتایج بیانگر این بود که سطح افشای ریسک شرکت‌ها بر مربوط بودن سود در پیش‌بینی قیمت سهام تأثیرگذار نیست. همچنین بین افشای ریسک و ارزش شرکت‌ها رابطه معناداری مشاهده نشد. البته در هر دو مورد رابطه مثبت بود. این یافته‌ها با نتایج پژوهش و کیلی فرد و همکاران (۲۰۱۲)، همت فر و مقدسی (۲۰۱۳) و باو و داتا (۲۰۱۴) همخوانی داشته و با یافته‌های پژوهش الزهار و همکاران (۲۰۱۵)، مؤمن و همکاران (۲۰۱۵) و ناظمی و همکاران (۲۰۱۶) منطبق نیست. نامربوط بودن اطلاعات افشاشده، عدم توجه سرمایه‌گذاران به اطلاعات افشاشده در مورد ارقام ریسک و ناتوانی و عدم آگاهی آن‌ها در تفسیر اطلاعات افشاشده می‌تواند از مهم‌ترین دلایل این نتیجه‌گیری باشد. نتیجه دیگر پژوهش این بود که ارزش شرکت با سودآوری و اندازه شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری دارد.

با توجه به نتایج به‌دست آمده، پیشنهادهای کاربردی زیر ارائه می‌شود:

در شرایطی که ناتوانی و عدم آگاهی سرمایه‌گذاران در تفسیر اطلاعات افشاشده‌ی مرتبط با ریسک می‌تواند از دلایل مهم مربوط بودن و اثرگذار نبودن افشای ریسک باشد پیشنهاد می‌شود سازمان بورس از طریق ارائه برنامه‌های آموزشی بیشتر، توانایی سرمایه‌گذاران و سایر افراد ذینفع بیرونی را در استفاده از اطلاعات مالی افشاشده به‌ویژه در ارتباط با ریسک افزایش دهد. همچنین سازمان بورس و سایر مراجع ذیصلاح می‌توانند شرکت‌ها را بر اساس سطح افشای ریسک انجام‌شده طبقه‌بندی کنند. برای مدیران شرکت‌ها نیز پیشنهاد می‌شود نوع اطلاعاتی را که در ارتباط با



ریسک‌های عمده شرکت در گزارش‌های مالی افشا می‌شود مورد بازبینی قرار داده و تا حد امکان آن دسته از اطلاعات مالی و غیرمالی را افشا کنند که توانایی سرمایه‌گذاران را در ارزیابی ریسک-های عمده شرکت بهبود ببخشد.

برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود رابطه افشای ریسک با سایر متغیرهای مهم شرکت‌ها مانند هزینه سرمایه، نقدینگی سهام و عملکرد شرکت مورد بررسی قرار گیرد. همچنین پژوهشگران می‌توانند همبستگی افشای کلی شرکت (شامل افشای اجباری و داوطلبانه) را با میزان افشای ریسک مورد بررسی قرار دهند. تفکیک ریسک‌های افشاشده به ریسک‌های جزئی‌تر مانند ریسک مالی و ریسک عملیاتی می‌تواند موضوع پژوهش‌های آتی باشد.

محدودیت اصلی پژوهش‌هایی از این قبیل، ذهنی بودن اندازه‌گیری برخی از متغیرها (در این پژوهش سطح افشای ریسک) می‌باشد. ذهنی بودن بدین معنی که معیار سنجش افشای ریسک ممکن است سلیقه‌ای باشد و با تغییر شاخص‌های اندازه‌گیری سطح افشای ریسک، نمرات سطح افشای شرکت‌ها نیز تغییر کرده و نتایج پژوهش تحت تأثیر قرار گیرد. همچنین در این پژوهش، داده‌های مورد استفاده بابت تورم تعدیل نشده است. با توجه به وجود تورم و متفاوت بودن آن در بازه‌های زمانی مختلف، در صورتی که داده‌های پژوهش بابت تورم تعدیل می‌شد ممکن بود نتایج متفاوتی حاصل شود.

## منابع

- پورحیدری، امید و حسین پور، حمزه. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین افشای اجباری و اختیاری با ارزش سهام شرکتها. فصلنامه چشم انداز مدیریت مالی، سال دوم. شماره ۵، ص ۲۸-۹.
- عالی ور، عزیز. (۱۳۸۴). صورتهای مالی اساسی. انتشارات سازمان حسابرسی، نشریه شماره ۷۶.
- کمیته فنی سازمان حسابرسی. (۱۳۸۶). استانداردهای حسابداری. تهران، سازمان حسابرسی.
- کیانی، طاهره، فرید، داریوش و حجت‌الله، صادقی. (۱۳۹۴). اندازه‌گیری ریسک با معیار سنجش ارزش در معرض ریسک (VaR) از طریق مدل GARCH (مطالعه‌ای در سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران). فصلنامه راهبرد مدیریت مالی، سال سوم، شماره ۱۰، ص ۱۶۸-۱۴۹.
- ناظمی، امین، ممتازیان، علیرضا و بهبور، سجاد. (۱۳۹۴). بررسی رابطه متقابل بین افشای اطلاعات مالی و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از سیستم معادلات همزمان. مجله پیشرفت‌های حسابداری، دوره هفتم، شماره ۲، ص ۲۴۴-۲۱۹.
- همت فر، محمود و مقدسی، منصور. (۱۳۹۲). بررسی کیفیت افشا (قابلیت اتکا و بموقع بودن) بر ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره بیستم، شماره ۲، ص ۱۴۷-۱۳۳.
- وکیلی فرد، حمیدرضا؛ کوهرمزی، شیر و طالب پور اصل، رزگار. (۱۳۹۲). بررسی رابطه سطح افشای مدیریت ریسک با حجم معاملات و قیمت. ماهنامه بورس، شماره ۱۰۳، ص ۷۳-۶۶.
- Accounting Standards Setting Committee. (2009). Accounting and auditing principles and regulations; Accounting standards. The Iranian of Audit Organization Publications, 160 [In Persian].
- Alivar, A. (2005). Basic Financial Statements. The Iranian of Audit Organization Publications, 76 [In Persian].
- Amran, A., Bin, A.M.R., Hassan, B.C.H.M. (2009). Risk reporting, an exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports. Managerial Auditing Journal, 24(1), pp.39° 57.
- Bao, Y., Datta, A. (2014). Simultaneously discovering and quantifying risk types from textual risk disclosures. Management Science, 60(6), pp.1371° 1391.
- Botosan, C., M. Plumlee. (2002). A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. Journal of Accounting Research, 40(1), pp.21-40.

- Campbell, J.L., Chen, H., Dhaliwal, D.S., Lu, M., Steele, L.B. (2014). The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings. *Review of Accounting Studies*, 19(1), pp. 396° 455.
- Clarkson, P., Guedes, J., Thompson, R. (1996). On the diversification, observability and measurement of estimation risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (1), pp.69° 84.
- Coles, J. L., Loewenstein, U., Suay, J. (1995). On equilibrium pricing under parameter uncertainty. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30(3), pp.347° 364.
- Davies, J., Moxey, P., Welch, I. (2010). *Risk and Reward: Tempering the Pursuit of Profit*. The Association of Chartered Certified Accountants, London.
- Deumes, R. (2008). Corporate risk reporting: a content analysis of narrative risk disclosures in prospectuses. *Journal of Business Communication*, 45(2), pp.120° 157.
- Dobler, M., Lajili, K., Zeghal, D. (2011). Attributes of corporate risk disclosure: an international investigation in the manufacturing sector. *Journal of International Accounting Research*, 10(2), pp.1° 22.
- Elshandidy, T., Fraser, I., Hussainey, K. (2013). Aggregated, voluntary, and mandatory risk disclosure incentives: evidence from UK FTSE all-share companies. *International Review of Financial Analysis*, 30, pp.320° 333.
- Elzahar, H., Hussainey, K. (2012). Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports. *Journal of Risk Finance*, 13(2), pp.133° 147.
- Elzahar, H., Hussainey, K., Mazzi, F., Tsalavoutas, I. (2015). Economic consequences of Key Performance Indicators disclosure quality. *International Review of Financial Analysis*, 39, pp.96° 112.
- Fuller, J., Jensen, M.C. (2002). Just Say No to Wall Street: Putting a Stop to the Earnings Game. *Applied Corporate Finance*, 14(4), pp. 41° 46.
- Healy, P., Hutton, A., Palepu, K. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 16(3), pp.485° 520.
- Hematfar, M., Moghadasi, M. (2013). Relationship between Disclosure Quality (Including Reliability and Timeliness) on Stock Value of Companies Listed on the Tehran Exchange. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 20(2), pp.133-147 [In Persian].
- Jones, D. A. (2007). Voluntary disclosure in R&D-intensive industries. *Contemporary Accounting Research*, 24(2), pp.489° 522.
- Kiani, T., Fareed, D., Sadeghi, H. (2015). The Measurement of Risk based on the Criterion of Value at Risk via Model of GARCH (A Study of Stock of Listed Companies in Tehran Stock Exchange (TSE) in the Cement

- Industry). The Iranian Financial Management Strategy, 3(3), pp.149-168 [In Persian].
- Klein, P., Shapiro, D., Young, J. (2005). Corporate governance, family ownership and firm Value: the Canadian evidence, *Corporate Governance*, 13(6), pp.769-84.
  - Kothari, S. P. (2000). The role of financial reporting in reducing financial risks in the marke Discussion. Federal Reserve Bank of Boston. Conference Series 2(44), p.89.
  - Kravet, T.D., Muslu, V. (2013). Textual risk disclosures and investors risk perceptions. *Review of Accounting Studies*, 18(4), pp.1088° 1122.
  - Krippendorff, K. (2004.) Content Analysis: An Introduction to its Methodology, 2nd ed, Sage, Beverly Hills.
  - Lambert, R. C., Leuz, Verrecchia, R. (2007). Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*, 45(2), pp.385-420.
  - Linsley, P., Shrivies, P. (2005). Examining risk reporting in UK public companies. *Journal of Risk Finance*, 6(4), pp.292-305.
  - Linsley, P., Shrivies, P. (2006). Risk reporting: a study of risk disclosure in the annual reports of UK companies. *British Accounting Review*, 38(4), pp.387-404.
  - Morris, R. D. (1987). Signalling, Agency Theory And Accounting Policy Choice. *Accounting and Business Research*, 18(69), p.47.
  - Moumen, N. Othman, H.B., Hussainey, K. (2015). The value relevance of risk disclosure in annual reports Evidence from MENA emerging markets. *Research in International Business and Finance*, 34, pp.177° 204.
  - Nazemi, A., Momtazian, A.R., Behpour, S. (2016). Investigating the Relationship between Disclosure Quality and Stock Return of the Companies Listed in Tehran Stock Exchange: Using a Simultaneous Equations System. *The Iranian Accounting Advances*, 7(2), pp.219-244 [In Persian].
  - Oliveira, L., Rodrigues, L.L., Craig, R. (2006), Firm-specific determinants of intangibles reporting: evidence from the Portuguese stock market, *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 10(1), pp.11-33.
  - Ossain, M., Courtenay, S.M., Luo, S. (2006). The effect of voluntary disclosure, ownership structure and proprietary cost on the return ° future earnings relation. *Pacific-Basin Finance Journal*, 14(5), pp.501° 521.
  - Pagano, R., Roell, A., Zechner, J. (2002). The geography of equity listings: why do European Companies list abroad. *Journal of Finance*, 57(6), pp.2651-2694

- Petersen, C., Plenborg, T. (2006). Voluntary disclosure and information asymmetry in Denmark. *Journal of International Accounting Auditing & Taxation*, 15(2), pp.127-149
- Pourhaidari, O., HoseinPour, H. (2011). The Survey of Relationship Between Mandatory and Voluntary Disclosure With Firms Stock Value. *The Iranian Financial Management Prespective*, 2(5), pp. 9-28 [In Persian].
- Schrand, C., Elliot, J. (1998). Risk and financial reporting: a summary of the discussion at the 1997 AAA/FASB conference. *Acc.Horizons*, 12(3), pp.271° 282.
- Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *The Accounting Review*, 73(4), pp.459-474
- Tasi, F., lu, H.M., Hung, MW. (2016). The Impact of news articles and corporate disclosure on credit risk valuation. *Journal of Banking and Finance*, (88), pp.100° 116.
- Vakilifar, H.R., Koohormozi, SH., Talebpourasl, R. (2012). The survey of relationship level of risk management disclosures with trading volume and price. *Monthly magazine of Tehran Stock Exchange*, (103), pp.66-73 [In Persian].
- Wang, J., Song, L., Yao, S. (2013). The determinants of corporate social responsibility Disclosure: evidence from China. *The Journal of Applied Business Research*, 29(6), pp.1833-1848.