



Journal of Financial Accounting Research

Journal of Financial Accounting Research  
E-ISSN: 2322-3405  
Vol. 13, Issue 2, No.48, Spring 2021, P:33-56  
Received: 07.03.2020 Accepted: 09.06.2021

Research Article

## Impact of Conservatism in Risk Disclosure on the Information Content of Accounting Information and Stock Return Synchronicity

**Ramin Mehradi:** PhD Candidate in Accounting, Faculty of Management, Economic and Accounting, Islamic Azad University, Tabriz Branch, Tabriz, Iran  
[mehradi.r1362@gmail.com](mailto:mehradi.r1362@gmail.com)

**Younes Badavarnahandi\*:** Associate Professor of Accounting, Faculty of Management, Economic and Accounting, Islamic Azad University, Tabriz Branch, Tabriz, Iran  
[yb\\_nahandi@yahoo.com](mailto:yb_nahandi@yahoo.com)

**Mehdi Zeinali:** Assistant Professor of Accounting, Faculty of Management, Economic and Accounting, Islamic Azad University, Tabriz Branch, Tabriz, Iran  
[dr.zeynali@gmail.com](mailto:dr.zeynali@gmail.com)

**Rasoul Baradaran hassanzadeh:** Associate Professor of Accounting, Faculty of Management, Economic and Accounting, Islamic Azad University, Tabriz Branch, Tabriz, Iran  
[drh313@gmail.com](mailto:drh313@gmail.com)

### Abstract

In firms with conservative risk disclosure more validity is needed to disclose good risk news and a lower standard of validity is needed to disclose bad risk news. Conservatism in risk disclosure (CRD) can provide reliable information by imposing a higher threshold of verification capability and increase timeliness by faster disclosure of bad risk news. The result would improve the quality of management reports and increase the information content and transparency of accounting information. The purpose of this study is to investigate the effect of CRD on the information content of accounting information and stock return synchronicity. The research method is Ex-post facto and the statistical population of the research is the firms listed on the Tehran Stock Exchange and the number of samples studied includes 167 firms. The research period is from 2009 to 2018. Data are sorted in Excel software and statistical analysis is performed using E-views software. The research hypotheses are tested by panel data approach using kramer test and multiple linear regression. The findings show that CRD enhances the information content of accounting information. The results also show that CRD by increasing the transparency of firm-specific information reduces the stock return synchronicity.

**Keywords:** Conservative Risk Disclosure, Risk Disclosure Tone, Downside Risk, Information Content, Stock Return Synchronicity

\* Corresponding author

2322-3405 / © 2021 The Authors. Published by University of Isfahan

This is an open access article under the CC-BY-NC-ND 4.0 License (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>)



<http://dx.doi.org/10.22108/far.2021.121994.1609>



[20.1001.1.20087691.1400.13.2.3.4](https://doi.org/10.22108/far.2021.121994.1609)

## تأثیر محافظه‌کاری در افشای ریسک بر محتوای اطلاعاتی اطلاعات حسابداری و هم‌زمانی بازده سهام

رامین مهادی: دانشجوی دکتری گروه حسابداری، دانشکده مدیریت، اقتصاد و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تبریز، تبریز، ایران.

[mehradi.r1362@gmail.com](mailto:mehradi.r1362@gmail.com)

یونس بادآور نهندي<sup>۱</sup>: دانشیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت، اقتصاد و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تبریز، تبریز، ایران.

[Yb\\_nahandi@yahoo.com](mailto:Yb_nahandi@yahoo.com)

مهدی زینالی: استادیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت، اقتصاد و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تبریز، تبریز، ایران.

[dr.zeynali@gmail.com](mailto:dr.zeynali@gmail.com)

رسول برادران حسن‌زاده: دانشیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت، اقتصاد و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تبریز، تبریز، ایران.

[drh313@gmail.com](mailto:drh313@gmail.com)

### چکیده

در شرکت‌های دارای افشای ریسک محافظه‌کارانه، برای افشای اخبار خوب مرتبط با ریسک، تأییدپذیری بیشتری لازم بوده و برای افشای اخبار بد ریسک، استاندارد پایین‌تری از تأییدپذیری لازم است. محافظه‌کاری در افشای ریسک، با تحمیل آستانه بالاتری از قابلیت تأیید، اطلاعات اتکاپذیرتری را فراهم می‌کند و با افشای سریع‌تر اخبار بد ریسک، به موقع بودن اطلاعات را افزایش می‌دهد. نتیجه این امر، بهبود کیفیت گزارش‌های ارائه‌شده از سوی مدیریت و افزایش محتوای اطلاعاتی و شفافیت اطلاعات حسابداری خواهد بود. هدف این پژوهش، بررسی تأثیر «محافظه‌کاری در افشای ریسک» بر محتوای اطلاعاتی اطلاعات حسابداری و هم‌زمانی بازده سهام است. روش پژوهش علی‌پس‌رویدادی بوده و جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و تعداد نمونه بررسی‌شده، ۱۶۷ شرکت است. دوره زمانی پژوهش از سال ۱۳۸۸ تا سال ۱۳۹۷ است. داده‌ها در نرم‌افزار Excel مرتب شدند و تجزیه و تحلیل آماری با استفاده از نرم‌افزار Eviews انجام شد. فرضیه‌های پژوهش با رویکرد داده‌های ترکیبی و با استفاده از آزمون کرامر و رگرسیون خطی چندگانه آزمون شدند. یافته‌ها نشان دادند محافظه‌کاری در افشای ریسک، محتوای اطلاعاتی اطلاعات حسابداری را افزایش می‌دهد. همچنین، نتایج نشان دادند محافظه‌کاری در افشای ریسک به واسطه افزایش شفافیت اطلاعات خاص شرکت، هم‌زمانی بازده سهام را کاهش می‌دهد.

واژه‌های کلیدی: محافظه‌کاری در افشای ریسک، لحن افشای ریسک، ریسک نامطلوب، محتوای اطلاعاتی، هم‌زمانی بازده سهام

## مقدمه

در سال‌های اخیر، پژوهش‌های مربوط به محافظه‌کاری در حسابداری، افزایش چشمگیری یافته‌اند و پژوهشگران مختلفی [۴۰، ۱۷، ۱۳، ۶، ۱] رابطه متقابل محافظه‌کاری و متغیرهای بنیادین حسابداری را بررسی و آزمون کرده‌اند. تقریباً همه پژوهش‌های پیشین انجام‌شده در حوزه محافظه‌کاری حسابداری، در رابطه با محافظه‌کاری کمی یعنی محافظه‌کاری در اعداد و ارقام حسابداری بوده است؛ برای مثال، مدل‌های ارائه‌شده باسو [۲۴]، بیور و رایان [۲۵]، بال و شیواکومار [۲۲] و خان و واتز [۳۸] با استفاده از اعداد و ارقام حسابداری، یعنی اطلاعات حسابداری سخت<sup>۱</sup> به سنجش میزان محافظه‌کاری اقدام کرده‌اند. این در شرایطی است که فعالان بازار سرمایه، علاوه بر اطلاعات حسابداری سخت، از اطلاعات حسابداری نرم<sup>۲</sup> نیز استفاده می‌کنند و ممکن است مدیران در تهیه اطلاعات حسابداری نرم (مانند یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی و گزارش‌های هیئت‌مدیره) محافظه‌کارانه یا غیر محافظه‌کارانه عمل کنند. اطلاعات نرم، اطلاعاتی‌اند که خلاصه‌کردن آنها در قالب اعداد و ارقام مشکل بوده و لازم است برای تبدیل شدن به اعداد، محتوای آنها به‌طور کامل درک شود؛ در حالی که اطلاعات سخت، تقریباً در تمامی موارد به‌صورت عددی ثبت می‌شوند. اطلاعات نرم به‌صورت متنی بوده‌اند و شامل نظرها، ایده‌ها، طرح‌های اقتصادی، برنامه‌های آتی مدیران، تفاسیر و تحلیل‌های مربوط به بازار و مواردی از این قبیل‌اند. کمی‌بودن اطلاعات سخت باعث می‌شود به‌راحتی

جمع‌آوری و ذخیره شوند و به‌صورت الکترونیکی نیز قابل انتقال باشند [۴۵]. پترسون [۵۲] بیان می‌کند برای اینکه مشخص شود کدام اطلاعات سخت یا نرم‌اند، تعریف ساده و صریحی وجود ندارد؛ ولی برای اطلاعات سخت ویژگی‌های مشخصی از قبیل عددبودن، قابلیت جمع‌آوری بدون اعمال نظر شخصی و ارزیابی یکسان توسط افراد مختلف وجود دارد. برتومو و مارینویک [۲۷] معتقدند هم‌زیستی اطلاعات حسابداری سخت و نرم، ویژگی اساسی فرآیند اندازه‌گیری است.

یکی از مهم‌ترین اطلاعات نرم در سال‌های اخیر، افشای اطلاعات ریسک شرکت‌ها است که مدیران تهیه می‌کنند. اهمیت افشای ریسک به دلیل تأثیری است که ریسک‌های مختلف بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران دارد [۳۴]. لفظ و کلام مدیران در افشای ریسک‌های شرکت ممکن است محافظه‌کارانه باشد. محافظه‌کاری گرایش حسابداری به الزام درجه بالاتری از تأییدپذیری برای شناسایی اخبار خوب در مقایسه با میزان تأییدپذیری لازم برای شناسایی اخبار بد تعریف شده است [۲۴]. در شرکت‌های دارای افشای ریسک محافظه‌کارانه، آستانه بالاتری از قابلیت تأیید برای افشای اخبار خوب ریسک لازم است و برای افشای اخبار بد ریسک، استاندارد پایین‌تری از تأییدپذیری در نظر گرفته می‌شود. تقریباً همه پژوهش‌های پیشین انجام‌شده درباره افشا (اعم از افشای کلی یا افشای ریسک) مربوط به سنجش اندازه و کیفیت افشا بوده‌اند [۳۲، ۳۹، ۲۶، ۱۹، ۱۶، ۹] و نوع رفتار مدیران مانند خوش‌بینی و بدبینی آنها در افشای ریسک‌های شرکت بررسی نشده است. همچنین، تا به امروز همه مدل‌های ارائه‌شده برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری، در ارتباط با اطلاعات

<sup>۱</sup>.Hard information

<sup>۲</sup>.Soft information

ساختار مقاله به این صورت است که ابتدا مبانی نظری و پیشینه پژوهش‌های خارجی و داخلی مرتبط با موضوع پژوهش، ارائه و سپس فرضیه‌های پژوهش بیان می‌شوند. در ادامه، روش پژوهش شامل ابزار گردآوری داده‌ها و اطلاعات، جامعه آماری، روش نمونه‌گیری، حجم نمونه، مدل‌ها و متغیرهای پژوهش و نحوه آزمون فرضیه‌ها مطرح می‌شوند؛ سپس یافته‌های پژوهش شامل آمار توصیفی و نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها بیان می‌شوند. در بخش پایانی نیز نتیجه‌گیری و پیشنهادها و محدودیت‌ها ارائه می‌شوند.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

#### محافظه‌کاری در افشای ریسک

افشای ریسک، مخابره اطلاعات خوب و بد مربوط به نااطمینانی شرکت است [۳۶]. سولمون و همکاران [۵۴] افشای ریسک را شامل تمامی اقلامی معرفی می‌کنند که بر انتظاراتها و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران مؤثر است. لفظ و کلام مدیران در افشای ریسک‌های شرکت ممکن است محافظه‌کارانه باشد. محافظه‌کاری سازوکاری است که انگیزه‌ها و توانایی مدیریت برای تسریع در افشای اخبار خوب و تأخیر در انتشار اخبار بد را محدود و کنترل می‌کند؛ زیرا اخبار خوب اثبات نشده طبق روش‌های محافظه‌کارانه حسابداری قابل شناسایی نیستند و همچنین، اخبار بد با رعایت استاندارد پایین‌تری از تأییدپذیری به‌عنوان زیان شناسایی می‌شوند [۴۳]. در شرکت‌های با رویه‌های محافظه‌کارانه در افشای ریسک، آستانه بالاتری از قابلیت تأیید برای افشای اخبار خوب ریسک لازم است و اخبار بد ریسک به شکل سریع‌تری افشا می‌شوند. در واقع، همسان با

حسابداری سخت یعنی اعداد و ارقام حسابداری بوده‌اند [۲۲، ۲۴، ۲۵، ۳۸]. این مدل‌ها محافظه‌کاری را با استفاده از اطلاعات صورت سود و زیان و ترانزنامه اندازه‌گیری کرده‌اند؛ این در حالی است که در اندازه‌گیری میزان گزارش‌گری محافظه‌کارانه شرکت‌ها باید افشای کیفی را نیز در نظر گرفت. در پژوهش‌های متعددی تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر محتوای اطلاعاتی بررسی شده است [۴۰، ۲۱، ۱]؛ این در حالی است که در هیچ‌کدام از این پژوهش‌ها تأثیر محافظه‌کاری در افشای ریسک‌های شرکت بر محتوای اطلاعاتی اطلاعات حسابداری بررسی و آزمون نشده است. با توجه به اهمیت افشای ریسک و تأثیرگذاری آن بر بازار سرمایه و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران [۵۱، ۴۴، ۴۰، ۳۹، ۱۹، ۷] و نیز با توجه به شرایط ناپایدار اقتصادی کشور و وجود ریسک‌های متعددی که شرکت‌ها با آن مواجه‌اند و نیز با در نظر گرفتن اینکه اطلاعات مربوط به ریسک نقش مهمی در فرایند تصمیم‌گیری درست دارند [۱۶]، انجام پژوهشی ضروری است تا میزان محافظه‌کاری مدیران را در افشای ریسک‌های شرکت نشان دهد و تأثیر این نوع محافظه‌کاری بر محتوای اطلاعاتی را بررسی و آزمون کند. در این پژوهش برای نخستین‌بار تأثیر میزان محافظه‌کاری در ارائه اطلاعات حسابداری نرم در ارتباط با افشای ریسک‌های شرکت بر محتوای اطلاعاتی اطلاعات حسابداری بررسی شده است. سؤال اصلی پژوهش به این صورت مطرح می‌شود که چگونه می‌توان میزان محافظه‌کاری مدیران در افشای ریسک‌های شرکت را اندازه‌گیری کرد و تأثیر این نوع محافظه‌کاری بر محتوای اطلاعاتی اطلاعات حسابداری چگونه است.

رفتار حسابداری متفاوت در ارتباط با شناسایی سودها و زیان‌ها، ممکن است در بیان و افشای انواع ریسک‌های شرکت، کلام و لفظ مدیران محافظه‌کارانه باشد؛ یعنی زمانی که ریسک کلی شرکت بیشتر می‌شود، میزان افزایش (کاهش) در افشای اخبار منفی و بد (مثبت و خوب) مرتبط با ریسک بیشتر می‌شود؛ ولی میزان افزایش (کاهش) در افشای اخبار مثبت و خوب (منفی و بد) ریسک در زمان کاهش ریسک به همان اندازه افزایش پیدا نمی‌کند. به‌طور خلاصه، منظور از محافظه‌کاری در افشای ریسک، رفتار نامتقارن در افشای اخبار خوب و بد مرتبط با ریسک است.

در ادبیات حسابداری، دو ویژگی مهم محافظه‌کاری بررسی شده‌اند. نخست، وجود جانب‌داری در ارائه کمتر از واقع ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام نسبت به ارزش بازار آن که فلت‌هام و اولسون [۳۳] کرده‌اند. دوم، تمایل به تسریع بخشیدن در شناسایی زیان‌ها و به تعویق انداختن شناسایی سودها که باسو [۲۴] ارائه کرده است. باسو محافظه‌کاری را گرایش حسابداری به الزام درجه بالاتری از تأییدپذیری برای شناسایی اخبار خوب در مقایسه با میزان تأییدپذیری لازم برای شناسایی اخبار بد، تعریف و از حساسیت نامتقارن سود نسبت به اخبار خوب و بد شرکت به‌عنوان مبنایی برای سنجش محافظه‌کاری کمی حسابداری استفاده کرد. در مدل ارائه‌شده باسو، بازده‌های مثبت و منفی به‌ترتیب نماد اخبار خوب و بد شرکت در نظر گرفته شدند. در این پژوهش، با استناد به مدل باسو، از حساسیت لحن افشای ریسک نسبت به ریسک‌های نامطلوبی که شرکت با آن مواجه می‌شود، به‌عنوان مبنایی برای سنجش محافظه‌کاری در افشای ریسک

استفاده شده است. در واقع مدل استفاده‌شده در این پژوهش برای سنجش محافظه‌کاری در افشای ریسک، براساس استدلال رفتار نامتقارن در گزارش‌گری مالی است که بیان می‌کند اخبار بد در قیاس با اخبار خوب به شکلی سریع‌تر شناسایی شده و برای شناسایی اخبار خوب تأییدپذیری بالاتری لازم است [۲۴]. آنچه بیان شد به معنای رابطه نامتقارن میان ریسک نامطلوب و لحن افشای ریسک شرکت‌ها است که در بخش استخراج مدل‌های پژوهش به‌صورت کامل تشریح شده است. همچنین، در این پژوهش با استناد به پژوهش خان و واتز [۳۸] که مدل باسو را توسعه دادند و ویژگی‌های خاص شرکت‌ها را نیز به آن اضافه کردند، در اندازه‌گیری نهایی محافظه‌کاری در افشای ریسک، ویژگی‌های خاص شرکت‌ها نیز در نظر گرفته شدند و مدل اولیه سنجش محافظه‌کاری در افشای ریسک بر اساس این ویژگی‌ها تعدیل شد.

## محافظه‌کاری در افشای ریسک و محتوای

### اطلاعاتی

یافته‌های پژوهش میکینین [۴۸] و مختار و ملت [۴۹] نشان می‌دهند افشای ریسک یکی از مهم‌ترین اطلاعات افشاشده در بازار سرمایه بوده و برای سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری و برآورد ریسک و بازده مفید است؛ بنابراین، برای افشای آن تقاضا وجود دارد [۷]. مدیران از طریق افشای اطلاعات ریسک، به ذینفعان اطلاعاتی را درخصوص ریسک‌های مرتبط با شرکت و نحوه مدیریت آنها ارائه می‌کنند [۹]. افشای موارد مرتبط با ریسک، شکاف اطلاعاتی ایجادشده بین مدیران و سرمایه‌گذاران را در رابطه با نااطمینانی تجاری کاهش

می‌دهد. افشای ریسک در ارزیابی عملکرد آتی شرکت‌ها توسط سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است. مدیران نیز می‌توانند از افشای ریسک بهره‌مند شوند. آنها می‌توانند وضعیت خوب مؤسسه خود را با شناسایی و افشای مناسب ریسک نشان دهند و در مقابل مدیرانی که اقدام به افشای مناسب ریسک نمی‌کنند، مزیت بیشتری به دست آورند [۳۱]. یافته‌های پژوهش طاهری و همکاران [۷] و مومن و همکاران [۵۱] نشان می‌دهند افشای ریسک بر محتوای اطلاعاتی حسابداری تأثیرگذار است. محتوای اطلاعاتی توانایی یک یا چند رقم حسابداری در توضیح تغییر بازده یا قیمت سهام تعریف می‌شود [۱۴]. از نظر بارث و همکاران [۲۳] ارقام حسابداری در صورتی دارای ارزش‌اند که رابطه معناداری با ارزش بازار سهام داشته باشند. در واقع می‌توان از ارتباط بین ارقام حسابداری و قیمت سهام به عنوان معیاری برای سنجش کیفیت اطلاعات حسابداری استفاده کرد [۱۵].

همچنان که در پیش اشاره شد لفظ و کلام مدیران در افشای ریسک‌های شرکت ممکن است محافظه‌کارانه باشد. استرلینگ [۵۵] و واتز [۵۷] استدلال می‌کنند محافظه‌کاری از طریق تحمیل آستانه بالاتری از قابلیت تأیید، اطلاعات اتکاپذیرتری را فراهم می‌کند [۱۴]. محافظه‌کاری در افشای ریسک می‌تواند از طریق الزام به تأییدپذیری بالاتر برای افشای اخبار خوب ریسک، قابلیت اتکای اطلاعات را افزایش دهد و با افشای سریع‌تر اخبار بد ریسک، اطلاعات به موقع‌تری فراهم کند. نتیجه این امر بهبود کیفیت گزارش‌های ارائه‌شده از سوی مدیریت و افزایش محتوای اطلاعاتی و شفافیت اطلاعات حسابداری خواهد بود. در واقع، محافظه‌کاری در

افشای ریسک به وسیله رفتار نامتقارن در افشای اخبار خوب و بد ریسک از انباشت اخبار منفی ریسک جلوگیری می‌کند و خطر سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهد و به این ترتیب، بر قیمت و بازده سهام به‌عنوان یکی از مهم‌ترین اطلاعات حسابداری تأثیرگذار است. محافظه‌کاری در افشای ریسک حتی بر سود نیز تأثیرگذار است. در توضیح این پدیده می‌توان گفت اعمال نظر مدیریت و رعایت نکردن اصول محافظه‌کاری از طریق پنهان کردن یا افشای ناقص اخبار بد و زیان‌ها و بزرگنمایی اخبار خوب یا بیشتر جلوه دادن سودها میسر می‌شود [۵]. پنهان کردن اخبار منفی، به شرکت‌هایی فرصت می‌دهد که از رویه‌های حسابداری متهورانه استفاده می‌کنند تا پروژه‌های منفی را برای مدت‌های طولانی ادامه دهند [۱۷]. محافظه‌کاری در افشای ریسک به وسیله شناسایی و افشای سریع‌تر اخبار منفی ریسک از پنهان کردن و نگهداری پروژه‌های منفی و زیان‌ده جلوگیری می‌کند و بدین ترتیب بر سود شرکت تأثیر می‌گذارد؛ در نتیجه، انتظار می‌رود محافظه‌کاری در افشای ریسک، بر محتوای اطلاعاتی سود تأثیر بگذارد.

### محافظه‌کاری در افشای ریسک و هم‌زمانی بازده

#### سهام

رول [۵۳] اصطلاح هم‌زمانی بازده سهام در ادبیات مالی را برای نخستین بار مطرح کرد و بعدها مورک و همکاران [۵۰] آن را توسعه دادند. رول [۵۳] بیان می‌کند تنها بخشی از حرکت‌های قیمت سهام با اخبار عمومی موجود در بازار توضیح داده می‌شود و بخش چشمگیری از حرکت قیمت سهام به اخبار خاص شرکت نسبت داده می‌شود. قیمت سهام

سهام منجر می‌شود. آنها همچنین نتیجه گرفتند این اثر از دو پدیده عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک قانونی تأثیر می‌گیرد و هرچه این دو متغیر بیشتر باشند، تأثیرپذیری ریسک سقوط قیمت سهام از افشای فاکتورهای ریسک بیشتر خواهد بود.

بنژائو و ژوان [۲۶] تأثیر افشای داوطلبانه بر هم‌زمانی قیمت سهام را بررسی کردند. یافته‌های پژوهش آنها نشان دادند کیفیت بالای افشای داوطلبانه بر هم‌زمانی قیمت سهام تأثیر می‌گذارد و آن را کاهش می‌دهد. همچنین، هرچه سودآوری شرکت بالا باشد، شدت این تأثیر بیشتر خواهد بود.

طاهری و همکاران [۷] ارتباط ارزشی افشای ریسک را مطالعه کردند. یافته‌های پژوهش آنها نشان دادند افشا و گزارش ریسک بانک‌ها با قیمت و ارزش بانک ارتباط مثبت و با بازدهی رابطه منفی دارد. رابطه مثبت افشا با قیمت و ارزش بانک و رابطه منفی آن با بازدهی نشان می‌دهد علاوه بر اثر مستقیم افشا بر بازدهی، اثر غیرمستقیم افشای ریسک بر سودآوری بانک نیز بر بازدهی اثرگذار است. به عبارتی، افشای ریسک حاوی اطلاعات و پیامی از وضعیت ریسک بانک در گذشته است که اثر مشخصی بر قیمت و ارزش بانک دارد و البته حاوی اطلاعاتی برای پیش‌بینی آینده و برآورد سودآوری بانک در کوتاه‌مدت است.

لطفی و همکاران [۱۲] در پژوهشی تأثیر ویژگی‌های شرکت‌ها بر هم‌زمانی بازده سهام را بررسی کردند. آنها در این پژوهش از محافظه‌کاری برای اندازه‌گیری شفافیت سود استفاده کردند و نتیجه گرفتند محافظه‌کاری به‌عنوان یکی از ویژگی‌های اطلاعاتی شرکت‌ها بر هم‌زمانی بازده سهام تأثیر دارد.

هر شرکت متأثر از دو عامل ریسک است؛ عامل بیرونی که به بازار و صنعت مربوط است و همان ریسک سیستماتیک است و عامل درونی که به شرکت ارتباط دارد و با عنوان ریسک غیر سیستماتیک شناخته می‌شود. به همان اندازه که شرکت اطلاعات خاصی از خود ارائه کند، تأثیرپذیری بازده سهام از عواملی چون بازار و صنعت کاهش پیدا می‌کند؛ اما هرچه اطلاعات خاص شرکت کاهش پیدا کند، قیمت سهام شرکت با شاخص‌های بازده بازار و صنعت هم‌زمان خواهد شد [۸]. به‌طور خلاصه، پایین بودن هم‌زمانی بازده سهام شرکت‌ها نشان می‌دهد قیمت آنها وابستگی کمتری به حرکت بازار دارد؛ چون مقدار بیشتری از اطلاعات خاص شرکتی وجود دارد که فعالان بازار به آن اطمینان پیدا می‌کنند [۱۱] و هم‌زمانی بالای بازده سهام به مفهوم کمتر بودن اطلاعات خاص شرکت در قیمت سهام و در عوض، داشتن اطلاعات بیشتر درباره بازار و صنعت مربوطه است [۲۸]. براساس آنچه گفته شد می‌توان هم‌زمانی بازده سهام را شاخصی از محتوای اطلاعاتی قیمت سهام در نظر گرفت [۱۲، ۵۶].

همچنان که قبلاً اشاره شد محافظه‌کاری در افشای ریسک به‌واسطه شناسایی سریع‌تر اخبار بد ریسک، از انباشت اخبار بد و مخفی نگه داشتن پروژه‌های زیان‌ده جلوگیری می‌کند و به افزایش شفافیت اطلاعات مالی کمک می‌کند و با توجه به اینکه ریشه اصلی هم‌زمانی قیمت سهام در شفافیت ناکافی اطلاعات مالی شرکت‌ها است [۸]، انتظار می‌رود محافظه‌کاری در افشای ریسک، بر هم‌زمانی بازده سهام تأثیر بگذارد.

اوو و همکاران [۱۹] در پژوهشی دریافتند افشای فاکتورهای ریسک به کاهش ریسک سقوط قیمت

افشای ریسک، اثر معناداری بر دیدگاه استفاده‌کنندگان (از گزارش‌های مالی) در ارتباط با ریسک شرکت دارد یا خیر. نتایج نشان دادند تغییرات سالانه در افشای ریسک، رابطه مثبت و معناداری با تغییرپذیری روزانه بازده سهام و حجم معاملات دارد. مومن و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی تأثیر افشای اختیاری اطلاعات ریسک بر رابطه ارزشی گزارشگری مالی در پیش‌بینی سود آتی را بررسی کردند. آنها دریافتند رابطه مثبت و معناداری بین افشای اختیاری اطلاعات ریسک و توانایی بازار در پیش‌بینی تغییرات سود در دو سال بعد وجود دارد.

یوو و همکاران [۵۸] در پژوهشی از هم‌زمانی قیمت سهام به‌عنوان تقریبی برای محتوای اطلاعاتی قیمت سهام استفاده کردند و دریافتند گزارشگری متهورانه (غیر محافظه‌کارانه)، محتوای اطلاعاتی قیمت سهام را کاهش می‌دهد و این کاهش در شرکت‌های بخش خصوصی و نیز در شرکت‌های با مالکیت نهادی ضعیف‌تر، بیشتر است.

رضازاده و بکشو [۴] در پژوهشی رابطه بین گزارشگری متهورانه و هم‌زمانی قیمت سهام را بررسی کردند. یافته‌های پژوهش آنها نشان دادند گزارشگری متهورانه (غیر محافظه‌کارانه)، هم‌زمانی قیمت سهام را افزایش می‌دهد؛ به این مفهوم که هرچه گزارشگری مالی شرکت متهورانه باشد، به‌طور متوسط اطلاعات خاص شرکت تأثیر کمتری بر قیمت سهام دارد و در نتیجه، آگاهی بخشی قیمت سهام کاهش پیدا می‌کند. در چنین وضعیتی، قیمت سهام شرکت از روند بازار تبعیت می‌کند و اطلاعات خاص شرکت بر قیمت سهام تأثیر اندکی دارد.

بلچندرام و مهنرام [۲۱] دریافتند رابطه ارزشی درآمد‌های گزارش شده به‌صورت محافظه‌کارانه در

السنیدیدی و شریواز [۳۰] در پژوهشی انگیزه‌های تأثیرگذار بر افشای اطلاعات مرتبط با ریسک در گزارش‌های مالی سالانه شرکت‌های آلمانی را بررسی و آزمون کردند. یافته‌های پژوهش آنها نشان دادند اندازه شرکت و طویل (مفصل) بودن گزارش‌های مالی از مهم‌ترین محرک‌های تأثیرگذار بر افشای اطلاعات مرتبط با ریسک در گزارش‌های مالی هستند. آنها دریافتند شرکت‌های آلمانی در زمان انتقال (افشا) اطلاعات مربوط به ریسک، تمایل به خوش‌بینی کمتر و نیز تمایل به بدبینی بیشتری دارند. همچنین، یافته‌های پژوهش نشان دادند بازار، اخبار خوب مرتبط با ریسک را به‌طور مثبت و اخبار بد را به‌صورت منفی قیمت‌گذاری می‌کند. این یافته‌ها اهمیت تفکیک بین اخبار بد و خوب را به‌هنگام بررسی مفیدبودن افشای ریسک نشان می‌داد.

تالانه و کاظمی [۲] دریافتند رابطه معکوس بین محافظه‌کاری و محتوای اطلاعاتی سود حسابداری وجود دارد؛ به این معنا که در سطح محافظه‌کاری بالا توان توضیح‌دهندگی مدل‌های قیمت و بازده در مقایسه با محافظه‌کاری پایین، کمتر است.

صالحی و همکاران [۶] در پژوهشی اثر محافظه‌کاری غیر شرطی بر مربوطبودن اطلاعات حسابداری را بررسی کردند. نتایج نشان دادند محافظه‌کاری طی دوره زمانی پژوهش افزایش یافته و افزایش محافظه‌کاری نیز موجب افزایش مربوطبودن اطلاعات حسابداری شده است. همچنین، محافظه‌کاری غیر شرطی موجب می‌شود قابلیت اتکای اطلاعات حسابداری افزایش پیدا کند.

کراویت و موسلو [۴۱] دریافتند افشای ریسک، اطلاعات جدیدی را درباره اطمینان و ریسک شرکت آشکار می‌سازد. آنها آزمون کردند آیا تغییرات در



### روش پژوهش

این پژوهش کاربردی بوده و روش انجام کار، علی‌پس‌رویدادی است. برای جمع‌آوری مبانی نظری از مقالات و کتاب‌های داخلی و خارجی و برای گردآوری داده‌ها و سایر اطلاعات مورد نیاز از نرم‌افزار ره‌آورد نوین، پایگاه اطلاع‌رسانی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، صورت‌های مالی شرکت‌ها، یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی، گزارش‌های هیئت‌مدیره، گزارش‌های تفسیری مدیریت و سایر گزارش‌های منتشرشده شرکت‌ها استفاده شده است. داده‌ها در نرم‌افزار Excel مرتب شدند و تجزیه و تحلیل آماری با استفاده از نرم‌افزار Eviews انجام شد. جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و دوره زمانی پژوهش از سال ۱۳۸۸ تا سال ۱۳۹۷ است. به دلیل گستردگی حجم جامعه آماری و وجود برخی ناهم‌هنگی‌ها میان اعضای جامعه، نمونه آماری به روش حذف نظام‌مند انتخاب شده است. محدودیت‌ها بدین صورت است که صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه و گزارش‌های هیئت‌مدیره شرکت‌ها به‌طور کامل در سایت بورس موجود باشد، شرکت‌ها تا پایان سال مالی ۱۳۸۷ در بورس پذیرفته شده باشند، شرکت‌ها نباید سال مالی خود را طی دوره مطالعه شده تغییر داده باشند، از شرکت‌های بیمه، سرمایه‌گذاری، مؤسسات مالی و اعتباری، لیزینگ و بانک‌ها نباشند و اطلاعات مورد نیاز آنها برای انجام این پژوهش در دسترس باشد. در نهایت، پس از اعمال محدودیت‌های اشاره‌شده، ۱۶۷ شرکت (۱۶۷۰ سال - شرکت) طی غربال‌گری زیر به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شدند:

رابطه با قیمت سهام، بیشتر از رابطه ارزشی درآمدهای گزارش‌شده غیرمحافظة کارانه است و نتیجه گرفتند احتمال کمی وجود دارد که گزارشگری محافظه کارانه، عامل اصلی کاهش رابطه ارزشی اطلاعات حسابداری باشد.

کوسنیدیس و همکاران [۴۰] در پژوهشی ارتباط محافظه‌کاری حسابداری را با محتوای اطلاعاتی گزارش‌های مالی در شرکت‌های یونانی بررسی کردند. آنها نتیجه گرفتند رابطه خطی و مشخصی بین محافظه‌کاری حسابداری و رابطه ارزشی اطلاعات حسابداری وجود ندارد و به‌طور کلی شرکت‌های دارای محافظه‌کاری متوسط، رابطه ارزشی بالاتری در گزارش‌های مالی خود دارند.

با توجه به مطالب گفته‌شده در مبانی نظری و پیشینه، محافظه‌کاری در افشای ریسک از طریق الزام به تأییدپذیری بالاتر برای افشای اخبار خوب ریسک، قابلیت اتکای اطلاعات حسابداری را افزایش می‌دهد و با افشای سریع‌تر اخبار بد ریسک، اطلاعات به‌موقع‌تری را برای استفاده‌کنندگان از اخبار و گزارش‌های شرکت فراهم می‌کند. نتیجه این امر، بهبود کیفیت گزارش‌های ارائه‌شده از سوی مدیریت و افزایش شفافیت اطلاعات حسابداری خواهد بود که این نیز به مفهوم ارتقای محتوای اطلاعاتی اطلاعات حسابداری خواهد بود. بر اساس این، فرضیه‌های پژوهش به‌صورت زیر مطرح می‌شوند:

### فرضیه‌های پژوهش

**فرضیه اول:** محافظه‌کاری در افشای ریسک بر محتوای اطلاعاتی اطلاعات حسابداری تأثیر دارد.

**فرضیه دوم:** محافظه‌کاری در افشای ریسک بر هم‌زمانی بازده سهام تأثیر دارد.

## نگاره ۱. مراحل انتخاب نمونه آماری پژوهش به روش حذف نظام‌مند

محدودیت‌ها	تعداد شرکت‌ها
تعداد کل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس در سال ۱۳۹۷	۳۲۴
شرکت‌هایی که قبل از سال ۱۳۸۷ جزء شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس نبودند	۵۶
شرکت‌های بیمه، سرمایه‌گذاری، مؤسسات مالی و اعتباری، لیزینگ و بانک‌ها	۴۴
شرکت‌هایی که دوره مالی آنها طی دوره بررسی شده تغییر کرده است	۲۱
شرکت‌های که اطلاعات آنها طی دوره بررسی شده به‌طور کامل در دسترس نبود	۳۶
باقی‌مانده شرکت‌ها	۱۶۷

## تعریف متغیرها و مدل‌های استفاده‌شده برای آزمون

## فرضیه‌ها

روش آزمون فرضیه اول: برای آزمون فرضیه اول پژوهش، شرکت‌ها براساس میزان محافظه‌کاری در افشای ریسک به سه گروه تقسیم خواهند شد و محتوای اطلاعاتی اطلاعات حسابداری در این سه گروه با استفاده از مدل اولسون، مقایسه و آزمون خواهد شد. مدل اولسون در پژوهش‌های متعددی مانند مشکی‌میاقی و محمدی [۱۳] و جی [۳۵] برای سنجش محتوای اطلاعاتی استفاده شده است. هرچه ضریب تعیین حاصل از برازش مدل اولسون بیشتر باشد، محتوای اطلاعاتی آن گروه از شرکت‌ها بیشتر خواهد بود. برای مقایسه ضریب تعیین حاصل از برازش مدل اولسون در گروهها از آزمون Z کرامر<sup>۱</sup> استفاده خواهد شد. مدل اولسون به شرح مدل (۱) است:

$$MV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{i,t} + \alpha_2 E_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

در مدل فوق،  $MV$  ارزش بازار حقوق صاحبان سهام،  $BV$  ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و  $E$  سود خالص شرکت است. برای همگن‌شدن، این متغیرها بر دارایی‌ها تقسیم شده‌اند.

براساس آنچه در مبانی نظری تشریح شد برای سنجش محافظه‌کاری در افشای ریسک مدل (۲) ارائه می‌شود:

$$\text{مدل (۲)} \quad = \lambda_0 + \lambda_1 DT_{i,t} + \lambda_2 \text{DownsideRisk}_{i,t} + RDT_{i,t} + \lambda_3 \text{DownsideRisk}_{i,t} * DT_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن،  $DT$  متغیر مجازی است که اگر شرکت  $i$  در سال  $t$  در گروه شرکت‌های دارای ریسک نامطلوب بالا باشد، یک و در غیر این صورت، صفر خواهد بود. برای طبقه‌بندی شرکت‌ها به دو گروه کم‌ریسک و پُرریسک براساس ریسک نامطلوب، داده‌های هر شرکت در طی دوره زمانی مطالعه‌شده، به دو گروه کم‌ریسک و پُرریسک طبقه‌بندی خواهد شد.  $RDT$  و  $\text{DownsideRisk}$  به ترتیب لحن افشای ریسک و معیار ریسک نامطلوب‌اند که تعریف آنها به شرح زیر است:

لحن افشای ریسک ( $RDT$ ): در این پژوهش، از روش تحلیل محتوا برای اندازه‌گیری لحن افشای ریسک استفاده شده است. تحلیل محتوا یک روش تحقیقی برای گرفتن نتایج معتبر و تکرارشدنی از یک متن است [۴۲]. در بیشتر پژوهش‌های پیشین، جملات، واحد تحلیل بوده‌اند و از تعداد جملات مرتبط با ریسک آمده در گزارش‌های مالی شرکت‌ها به‌عنوان معیاری برای سنجش و اندازه‌گیری متغیر

<sup>۱</sup>.Risk Disclosure Tone(RDT)

<sup>۱</sup>.Cramer

به جملات خنثی نیز عدد یک اختصاص داده خواهد شد. در نهایت، مجموع نمرات جملات مثبت از مجموع نمرات جملات منفی، کم و عدد به دست آمده بر مجموع نمرات جملات مرتبط با افزایش ریسک تقسیم خواهد شد (درواقع، آنچه به دست می‌آید، درجه بدبینی خالص است). عدد نهایی به دست آمده، نمره لحن افزایش ریسک شرکت  $i$  در سال  $t$  خواهد بود.

**ریسک نامطلوب (DownsideRisk):** رویکرد ریسک نامطلوب مبتنی بر فرض عدم تقارن بازدهی و واکنش متفاوت سرمایه‌گذاران به نوسانات کمتر از میانگین در مقایسه با نوسانات بالای میانگین است. در این رویکرد، فرض بر این است که سرمایه‌گذاران حرکات رو به پایین را ریسک در نظر می‌گیرند و حرکات رو به بالا را فرصت تلقی می‌کنند. با توجه به اینکه در این پژوهش «خالص اخبار منفی درباره ریسک» لحن افزایش ریسک در نظر گرفته شده است، به منظور محاسبه ریسک از مفهوم ریسک نامطلوب استفاده شده است. DownsideRisk با استفاده از انحراف معیار نامطلوب بازده روزانه سهام و با استفاده از رابطه (۱) محاسبه می‌شود:

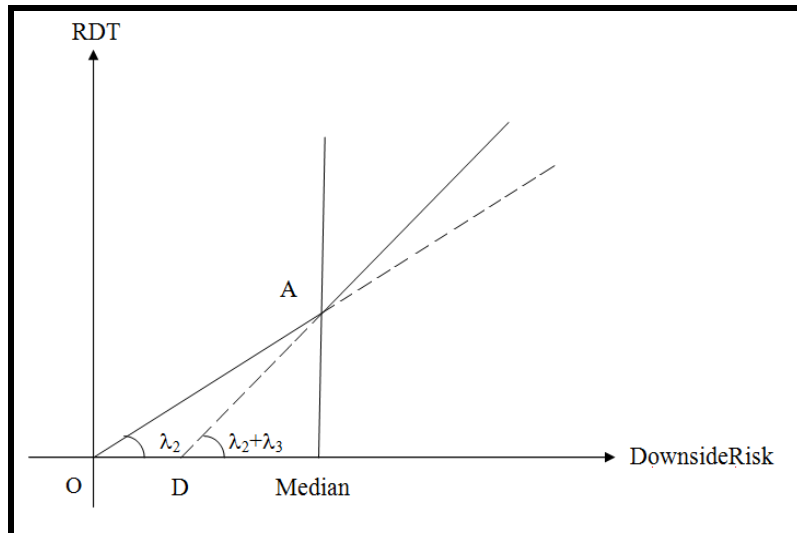
$$\text{DownsideRisk} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (\min[R_i - u, 0])^2}{n}} \quad (1)$$

که در آن،  $n$  تعداد روزهای معامله شده سهام شرکت مدنظر طی سال،  $R$  بازده روزانه سهام و  $u$  میانگین بازده روزانه سهام طی سال است.

رابطه نامتقارن بین لحن افزایش ریسک (RDT) و ریسک نامطلوب (DownsideRisk)، در حالت افزایش محافظه‌کارانه ریسک‌های شرکت، به شرح نمودار (۱) خواهد بود:

سطح افزایش ریسک استفاده شده است. محققانی مانند لینسلی و شرایوز [۴۷]، آمران و همکاران [۱۸]، دوپلر و همکاران [۲۹]، الزهار و حسینی [۳۲] و نمازی و ابراهیمی میمند [۱۶] قبلاً از این روش استفاده کرده‌اند. لینسلی و شرایوز [۴۷] برای شناسایی موارد افزایش ریسک، مفهوم کامل و جامعی را از ریسک در نظر گرفتند. آنها هر جمله‌ای که بتواند خواننده (استفاده‌کننده) گزارش‌های مالی را در موارد زیر آگاه و مطلع سازد، افزایش ریسک در نظر گرفتند و بر حسب تعداد جملات مرتبط با ریسک، به شرکت  $t$  در سال  $t$  نمره مشخصی دادند. این موارد عبارت‌اند از: ۱- فرصت‌ها و چشم‌اندازهای شرکت؛ ۲- هر نوع مخاطره، آسیب و تهدیدی که قبلاً بر شرکت تأثیر گذاشته یا ممکن است تأثیر بگذارد و ۳- مدیریت هر نوع فرصت، چشم‌انداز، مخاطره، آسیب و تهدید.

ابتدا با استفاده از روش فوق، همه جملات مرتبط با ریسک در یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی، گزارش‌های هیئت‌مدیره و گزارش‌های تفسیری مدیریت مشخص می‌شوند و سپس مشابه پژوهش لینسلی و شرایوز [۴۶]، لینسلی و شرایوز [۴۷] و هیل و شارت [۳۷] این جملات به سه دسته خنثی، مثبت و منفی تقسیم خواهند شد. در مرحله بعد، به جملات منفی و مثبت، وزن داده خواهد شد؛ بدین صورت که بر حسب شدت منفی بودن جملات، عدد یک تا سه به جملات منفی اختصاص داده خواهد شد؛ یعنی جمله‌ای که شدت بد یا منفی بودن آن درباره ریسک، بیشتر است، عدد سه را خواهد گرفت. به همین ترتیب، جمله‌ای که درجه مثبت بودن آن بیشترین مقدار است، عدد سه و به جمله مثبت با کمترین شدت عدد یک اختصاص داده خواهد شد.



نمودار ۱. رابطه بین لحن افشای ریسک (RDT) و ریسک نامطلوب (DownsideRisk)

معین به دست آورد. به منظور ارائه مدلی برای سنجش محافظه‌کاری در افشای ریسک برای هر شرکت و در هر سال (یا هر دوره زمانی)، ویژگی‌های مهم شرکت‌ها به مدل (۲) اضافه می‌شوند و آن را تعدیل می‌کنند. ویژگی‌های بررسی شده برای تعدیل مدل (۲) شامل اندازه شرکت، مالکیت مدیریت، تمرکز مالکیت، استقلال هیئت مدیره، دوگانگی وظایف مدیر عامل، اهرم مالی (LEV)، فرصت‌های رشد (MTB) و مالکیت نهادی (InstiOwn) بودند که در نهایت، پس از آزمون‌های لازم، سه ویژگی LEV، MTB و InstiOwn برای تعدیل مدل (۲) انتخاب شدند. LEV از تقسیم مجموع بدهی‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام حاصل می‌شود؛ MTB نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و InstiOwn از تقسیم مجموع سهام نگهداری شده نهادها یعنی بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و نهادهای دولتی بر مجموع سهام شرکت به دست می‌آید.

می‌توان حساسیت «لحن افشای ریسک» نسبت به «ریسک نامطلوب» شرکت‌های کم‌ریسک (یعنی شرکت‌هایی که نمره ریسک نامطلوب آنها کمتر

در شرایطی که شرکت‌ها به دو گروه پُریسک و کم‌ریسک تقسیم شده‌اند و نقطه Median میانه این تقسیم‌بندی است، خط ممتد از محور مختصات، یعنی نقطه O تا نقطه A مربوط به رابطه بین ریسک نامطلوب و لحن افشای ریسک در شرکت‌های کم‌ریسک است. خط ممتد از نقطه A به بعد، نمودار رابطه بین لحن افشای ریسک و ریسک نامطلوب در شرکت‌های پُریسک است و چون با افزایش ریسک نامطلوب، حساسیت لحن افشای ریسک نسبت به ریسک نامطلوب بیشتر می‌شود، شیب این خط (یعنی خط ممتد از نقطه A به بعد) بیشتر از شیب خط OA خواهد بود. همچنین، زاویه  $\lambda_2 + \lambda_3$  بزرگ‌تر از زاویه  $\lambda_2$  خواهد بود و مقدار  $\lambda_3$  همان میزان محافظه‌کاری در افشای ریسک است.

در مدل (۲)، ضریب متغیر  $DT * DownsideRisk$  یعنی  $\lambda_3$  نشان‌دهنده میزان محافظه‌کاری در افشای ریسک خواهد بود. مدل (۲) تنها یک عدد را به عنوان محافظه‌کاری در افشای ریسک برای همه شرکت‌ها در یک دوره زمانی خاص به دست می‌دهد و با استفاده از این مدل نمی‌توان محافظه‌کاری در افشای ریسک یک شرکت خاص را در یک دوره زمانی

در مدل فوق، آخرین عبارات برای کنترل اثرات متقابل ویژگی‌های خاص شرکت‌ها (MTB, LEV) و InstiOwn و لحن افشای ریسک اعمال شده است. برای محاسبه محافظه‌کاری در افشای ریسک هر سال (دوره) - شرکت، ابتدا مدل (۳) برای کل شرکت‌های نمونه برازش می‌شود و سپس مقادیر  $v_0, v_1, v_2$  و  $v_3$  به دست آمده از تخمین مدل (۳) در رابطه (۳) جایگزین می‌شوند و در نهایت، محافظه‌کاری در افشای ریسک (یعنی همان CRD-Score) هر شرکت در دوره مدنظر با استفاده از این رابطه محاسبه می‌شود.

همچنین، به منظور مقایسه یافته‌ها، شرکت‌ها بر اساس میزان محافظه‌کاری کمی حسابداری به سه گروه تقسیم خواهند شد و محتوای اطلاعاتی اطلاعات حسابداری در این سه گروه با استفاده از مدل اولسون آزمون خواهد شد. محافظه‌کاری کمی حسابداری با استفاده از مدل خان و واتز [۳۸] به شرح مدل (۴)، اندازه‌گیری می‌شود:

$$\text{EPS}/P_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 D_{i,t} + \mu_0 \text{RET}_{i,t} + \mu_1 \text{RET}_{i,t} * \text{SIZE}_{i,t} + \mu_2 \text{RET}_{i,t} * \text{MTB}_{i,t} + \mu_3 \text{RET}_{i,t} * \text{LEV}_{i,t} + v_0 \text{RET}_{i,t} * D_{i,t} + v_1 \text{RET}_{i,t} * D_{i,t} * \text{SIZE}_{i,t} + v_2 \text{RET}_{i,t} * D_{i,t} * \text{MTB}_{i,t} + v_3 \text{RET}_{i,t} * D_{i,t} * \text{LEV}_{i,t} + \delta_1 \text{SIZE}_{i,t} + \delta_2 \text{MTB}_{i,t} + \delta_3 \text{LEV}_{i,t} + \delta_4 D_{i,t} * \text{SIZE}_{i,t} + \delta_5 D_{i,t} * \text{MTB}_{i,t} + \delta_6 D_{i,t} * \text{LEV}_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

در مدل فوق، EPS سود هر سهم، P قیمت بازار سهم در ابتدای دوره مالی، RET بازده سهام، SIZE اندازه شرکت است که با استفاده از لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام اندازه‌گیری می‌شود و D متغیر مجازی است که اگر بازده سهام در سال مدنظر منفی باشد، یک و در غیر این صورت، صفر خواهد بود. بقیه متغیرها قبلاً توضیح داده شدند.

برای محاسبه محافظه‌کاری کمی حسابداری، ابتدا مدل (۴) برای کل شرکت‌های نمونه برازش می‌شود

(است) را که همان  $\lambda_2$  است و همچنین، به موقع بودن تفاضلی اخبار بد ریسک نسبت به اخبار خوب ریسک یعنی  $\lambda_3$  را توابع خطی از سه ویژگی مهم و تأثیرگذار شرکت‌ها یعنی MTB, LEV و InstiOwn در نظر گرفت و دو رابطه (۲) و (۳) را ارائه کرد:

رابطه (۲) GRD-Score<sub>i,t</sub> =  $\lambda_2 = \mu_0 + \mu_1 \text{LEV}_{i,t} + \mu_2 \text{MTB}_{i,t} + \mu_3 \text{InstiOwn}_{i,t}$

رابطه (۳) CRD-Score<sub>i,t</sub> =  $\lambda_3 = v_0 + v_1 \text{LEV}_{i,t} + v_2 \text{MTB}_{i,t} + v_3 \text{InstiOwn}_{i,t}$

در معادلات فوق، <sup>۱</sup>GRD-Score معیار به موقع بودن اخبار خوب ریسک و <sup>۲</sup>CRD-Score نمره محافظه‌کاری در افشای ریسک است. اگر رابطه‌های (۲) و (۳) در مدل (۲) جایگذاری شوند، این مدل به شرح مدل (۳) تعدیل خواهد شد:

مدل (۳)  $\text{RDT}_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 \text{DT}_{i,t} + \text{DownsideRisk}_{i,t} * (\mu_0 + \mu_1 \text{LEV}_{i,t} + \mu_2 \text{MTB}_{i,t} + \mu_3 \text{InstiOwn}_{i,t}) + \text{DownsideRisk}_{i,t} * \text{DT}_{i,t} * (v_0 + v_1 \text{LEV}_{i,t} + v_2 \text{MTB}_{i,t} + v_3 \text{InstiOwn}_{i,t}) + (\delta_1 \text{LEV}_{i,t} + \delta_2 \text{MTB}_{i,t} + \delta_3 \text{InstiOwn}_{i,t} + \delta_4 \text{DT}_{i,t} * \text{LEV}_{i,t} + \delta_5 \text{DT}_{i,t} * \text{MTB}_{i,t} + \delta_6 \text{DT}_{i,t} * \text{InstiOwn}_{i,t}) + \epsilon_{i,t}$

که بعد از بسط مدل به صورت زیر تبدیل خواهد شد<sup>۳</sup>:

مدل (۳)  $\text{RDT}_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 \text{DT}_{i,t} + \mu_0 \text{DownsideRisk}_{i,t} + \mu_1 \text{DownsideRisk}_{i,t} * \text{LEV}_{i,t} + \mu_2 \text{DownsideRisk}_{i,t} * \text{MTB}_{i,t} + \mu_3 \text{DownsideRisk}_{i,t} * \text{InstiOwn}_{i,t} + v_0 \text{DownsideRisk}_{i,t} * \text{DT}_{i,t} + v_1 \text{DownsideRisk}_{i,t} * \text{DT}_{i,t} * \text{LEV}_{i,t} + v_2 \text{DownsideRisk}_{i,t} * \text{DT}_{i,t} * \text{MTB}_{i,t} + v_3 \text{DownsideRisk}_{i,t} * \text{DT}_{i,t} * \text{InstiOwn}_{i,t} + \delta_1 \text{LEV}_{i,t} + \delta_2 \text{MTB}_{i,t} + \delta_3 \text{InstiOwn}_{i,t} + \delta_4 \text{DT}_{i,t} * \text{LEV}_{i,t} + \delta_5 \text{DT}_{i,t} * \text{MTB}_{i,t} + \delta_6 \text{DT}_{i,t} * \text{InstiOwn}_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

<sup>۱</sup> Good Risk Disclosure-Score (GRD-Score)

<sup>۲</sup> Conservative Risk Disclosure-Score (CRD-Score)

<sup>۳</sup> مدل (۲) و (۳) و نحوه استخراج آنها برگرفته از رساله دکتری رامین مهرداد به راهنمایی دکتر یونس بادآور نهندي تحت عنوان «ارائه مدلی برای سنجش محافظه‌کاری در افشای ریسک بر پایه لحن افشا» است.

SIZE اندازه شرکت با استناد به پژوهش دای و همکاران [۲۸]، بای و همکاران [۲۰] و بنژائو و ژروان [۲۶] که روش محاسبه آن قبلاً توضیح داده شد، ROA بازده دارایی‌ها (سود خالص بر دارایی‌ها) با استناد به پژوهش بای و همکاران [۲۰] و داداشی و همکاران [۳]، VOLUME حجم معاملات سهام براساس پژوهش بای و همکاران [۲۰] که با تقسیم کل سهام معامله‌شده در طی سال بر مجموع سهام در دست سهامداران به دست می‌آید و HHI شاخص تمرکز صنعت با استناد به پژوهش واتنابه و همکاران [۵۶] به‌عنوان متغیر کنترل انتخاب شده است. شاخص هرفیندال - هیرشمن (HHI) با استفاده از رابطه (۶) محاسبه می‌شود:

$$HHI = \sum_{i=1}^n (S_{ij}^2) \quad \text{رابطه (۶)}$$

در رابطه بالا  $S_{ij}$  سهم (درصد) فروش شرکت  $i$  از فروش کل صنعت  $j$  و  $n$  تعداد شرکت‌های مربوط به صنعت  $j$  است.

#### یافته‌های پژوهش آمار توصیفی

نگاره (۲) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. برای بررسی مشخصات عمومی و پایه‌ای متغیرها، برآورد شاخص‌های توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. میانگین، مهم‌ترین شاخص مرکزی است. میانگین نمره لحن افشای ریسک (RDT) برابر با ۰/۲۳۰ است. با توجه به اینکه «خالص اخبار منفی درباره ریسک» لحن افشای ریسک در نظر گرفته شده است، مثبت بودن میانگین لحن افشای ریسک نشان می‌دهد به‌طور متوسط در شرکت‌های بررسی‌شده، وزن اخبار منفی ریسک، بیشتر از وزن اخبار مثبت ریسک بوده است. حداکثر مقدار این متغیر برابر با ۰/۸۵۳ است که نشان‌دهنده بیشترین وزن اخبار منفی ریسک در مقایسه با اخبار

و سپس مقادیر  $v_0, v_1, v_2$  و  $v_3$  به‌دست‌آمده از تخمین مدل (۴) در رابطه (۴) جایگزین می‌شوند و درنهایت، محافظه‌کاری کمی حسابداری (یعنی همان  $C-Score^1$ ) هر شرکت در دوره مدنظر با استفاده از این رابطه محاسبه می‌شود:

$$C-Score_{i,t} = v_0 + v_1 SIZE_{i,t} + v_2 MTB_{i,t} + v_3 LEV_{i,t} \quad \text{رابطه (۴)}$$

روش آزمون فرضیه دوم: برای آزمون فرضیه دوم پژوهش، از مدل (۵) استفاده شده است:

$$SYNCH_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 CRD-Score_{i,t} + \alpha_2 GROWTH_{i,t} + \alpha_3 RET_{i,t} + \alpha_4 SDRET_{i,t} + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \alpha_7 VOLUME_{i,t} + \alpha_8 HHI_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۵)}$$

که در آن SYNCH هم‌زمانی بازده سهام بوده و به مانند پژوهش بنژائو و ژروان [۲۶]، بای و همکاران [۲۰] و فلاح‌زاده‌برقویی و همکاران [۱۰] برای اندازه‌گیری آن از رابطه (۵) استفاده شده است:

$$SYNCH = \log\left(\frac{R_{i,t}^2}{1-R_{i,t}^2}\right) \quad \text{رابطه (۵)}$$

در رابطه فوق،  $R_{i,t}^2$  ضریب تعیین حاصل از برازش مدل (۶) است:

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{M,t} + \beta_2 R_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۶)}$$

در مدل فوق،  $R_{i,t}$  بازده هفتگی سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $R_{M,t}$  بازده هفتگی بازار در سال  $t$  و  $R_{i,t}$  بازده هفتگی صنعت مربوطه در سال  $t$  است. متغیرهای کنترل در مدل (۵) به شرح زیرند:

**GROWTH** رشد درآمد فروش با استناد به پژوهش فلاح‌زاده برقویی و همکاران [۱۰] و داداشی و همکاران [۳]، RET میانگین بازده هفتگی سهام براساس پژوهش داداشی و همکاران [۳]، SDRET انحراف معیار بازده هفتگی سهام با استناد به پژوهش دای و همکاران [۲۸] و داداشی و همکاران [۳]،

<sup>۱</sup>.Conservative -Score(C-Score)

است و نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر حول این عدد متمرکز شده‌اند. حداکثر متغیر هم‌زمانی بازده سهام عدد مثبتی بوده و برابر با ۰/۹۰۹ است و حداقل این متغیر برابر با یک عدد منفی یعنی ۲/۲۸۹- است. میانگین متغیر C-Score نشان‌دهنده‌ی محافظه‌کاری شرطی حسابداری بوده و با استفاده از مدل خان و واتز [۳۸] محاسبه شده است و برابر با ۰/۳۲۴ است؛ در حالی که حداقل و حداکثر متغیر محافظه‌کاری در افشای ریسک عدد مثبتی است، حداقل مقدار محافظه‌کاری کمی حسابداری عدد منفی بوده و برابر با ۰/۷۱۱- است. حداکثر این متغیر برابر با ۲/۲۸۳ است. میانه متغیر محافظه‌کاری کمی حسابداری نیز برابر با ۰/۲۸۴ بوده و کمتر از میانگین این متغیر است.

مثبت ریسک است. همچنین، حداقل مقدار این متغیر نیز برابر با ۰/۸۵۰- است که نشان‌دهنده‌ی بیشترین وزن اخبار مثبت ریسک در مقایسه با اخبار منفی ریسک است. میانگین انحراف معیار نامطلوب به‌عنوان نماد ریسک نامطلوب (DownsideRisk) برابر با ۰/۰۲۱ بوده و با میانه این متغیر که برابر با ۰/۰۲۰ است، تفاوت چندانی ندارد. میانگین نمره‌ی محافظه‌کاری در افشای ریسک شرکت‌ها یعنی متغیر CRD-Score نیز ۰/۶۴۳ است که نشان می‌دهد به‌طور میانگین، شرکت‌ها طی دوره‌ی بررسی در افشای ریسک‌های مرتبط با شرکت محافظه‌کارانه عمل کرده‌اند. حداقل و حداکثر این مقدار، هر دو عدد مثبتی بوده و به‌ترتیب برابر با ۰/۱۴۴ و ۲/۹۵۰ است. میانگین هم‌زمانی بازده سهام (SYNCH) برابر با ۰/۸۸۱-

نگاره ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
RDT	۰/۲۳۰	۰/۲۶۰	۰/۳۶۷	-۰/۸۵۰	۰/۸۵۳
DownsideRisk	۰/۰۲۱	۰/۰۲۰	۰/۰۱۲	۰/۰۰۰	۰/۱۰۰
LEV	۱/۴۳۸	۱/۱۶۸	۱/۴۳۳	۰/۰۴۶	۱۱/۷۷۴
MTB	۳/۰۰۸	۲/۹۴۷	۱/۶۵۴	۰/۳۹۵	۱۶/۰۳۳
InstiOwn	۰/۵۸۷	۰/۶۱۰	۰/۲۷۹	۰/۰۰۰	۰/۹۹۰
CRD -Score	۰/۶۴۳	۰/۶۲۱	۰/۲۸۰	۰/۱۴۴	۲/۹۵۰
C-Score	۰/۳۲۴	۰/۲۸۴	۰/۳۹۶	-۰/۷۱۱	۲/۲۸۳
BV	۰/۴۱۵	۰/۳۸۹	۰/۲۰۸	۰/۰۵۰	۰/۹۰۹
MV	۱/۳۰۴	۰/۹۹۰	۱/۱۱۴	۰/۰۶۵	۴/۸۳۶
SYNCH	-۰/۸۸۱	-۰/۸۷۴	۰/۵۹۹	-۲/۲۸۹	۰/۹۰۹
GROWTH	۰/۳۶۲	۰/۳۳۷	۰/۴۱۴	-۰/۵۹۶	۲/۶۱۶
SDRET	۰/۰۶۱	۰/۰۵۸	۰/۰۳۰	۰/۰۰۱	۰/۲۱۸
SIZE	۲۷/۷۹۸	۲۷/۷۷۱	۲/۱۲۶	۲۳/۹۴۵	۳۲/۸۰۵
RET	۰/۰۰۹	۰/۰۱۰	۰/۰۳۶	-۰/۰۶۹	۰/۰۶۵
ROA	۰/۲۱۵	۰/۲۱۳	۰/۲۳۰	-۰/۳۸۱	۰/۹۳۶
VOLUME	۰/۳۱۷	۰/۱۹۴	۰/۳۴۷	۰/۰۰۹	۲/۹۹۵
HHI	۰/۱۴۸	۰/۱۲۶	۰/۱۱۲	۰/۰۰۶	۰/۸۶۹

منبع: یافته‌های پژوهش

## تخمین مدل سنجش محافظه‌کاری در افشای ریسک

نگاره (۳) نتیجه تخمین مدل (۳) پژوهش را نشان می‌دهد. در برازش مدل‌ها به منظور انتخاب از بین الگوهای تلفیقی و تابلویی از آزمون لیمر استفاده می‌شود. همچنین، در صورت انتخاب داده‌های تابلویی، 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 است که عرض از مبدأها برای همه مقاطع یکسان است. در صورتی که معناداری آماره  $F$  لیمر بیشتر از ۰/۵ باشد، فرض  $H_0$  پذیرفته و از الگوی داده‌های تلفیقی استفاده می‌شود؛ در غیر این صورت، از الگوی داده‌های تابلویی استفاده می‌شود. با توجه به اینکه آماره  $F$  لیمر برابر با ۰/۷۲۲ بوده و معناداری آن ۰/۶۸۸ است، در تخمین مدل (۳)، از الگوی داده‌های تلفیقی استفاده شده است. برای بررسی وجود ناهمسانی واریانس در مدل‌ها از آزمون بروش - پاگان - گادفری<sup>۱</sup> استفاده شده است. با توجه به معنادار بودن این آماره در سطح اطمینان ۹۹٪ برای این مدل، می‌توان نتیجه گرفت در تخمین مدل (۳) ناهمسانی واریانس وجود دارد که برای رفع آن از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته<sup>۲</sup> استفاده شده است. معناداری

آماره  $F$  فیشر نشان می‌دهد مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۹٪ معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده ( $adjR^2$ ) نیز که قدرت توضیحی متغیرهای مستقل و کنترلی را نشان می‌دهد، برابر با ۰/۳۵۲ است. با توجه به عدد به دست آمده برای آماره دوربین واتسون (بین ۱/۵ و ۲/۵)، نتیجه‌گیری می‌شود که به طور تقریبی در تخمین مدل، اجزای خطای همبستگی معناداری با یکدیگر ندارند؛ یعنی بین باقیمانده‌ها خودهمبستگی مرتبه اول وجود ندارد. با توجه به نگاره (۳)، اهرم مالی و فرصت‌های رشد، محافظه‌کاری در افشای ریسک را افزایش می‌دهند؛ زیرا ضریب متغیرهای تعاملی  $DownsideRisk*DT*LEV$  و  $DownsideRisk*DT*MTB$  مثبت و از لحاظ آماری معنادار است. منفی و معنادار بودن ضریب متغیر تعاملی  $DownsideRisk*DT*InstiOwn$  نیز نشان می‌دهد مالکیت نهادی، محافظه‌کاری در افشای ریسک را کاهش می‌دهد. همچنین، با توجه به اینکه ضریب متغیر  $DownsideRisk*DT$  مثبت بوده (۰/۲۵۸) و در سطح اطمینان ۹۹٪ معنادار است ( $t=۳/۷۵۶$ )، به طور میانگین، مدیران در افشای ریسک‌های مرتبط با شرکت، محافظه‌کارانه عمل کرده‌اند.

<sup>۱</sup>.Breusch-Pagan-Godfrey

<sup>۲</sup>.Generalized Least Squares (GLS)



نگاره ۳. نتایج تخمین مدل سنجش محافظه‌کاری در افشای ریسک (تخمین مدل (۳))

$$RDT_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 DT_{i,t} + \mu_0 \text{DownsideRisk}_{i,t} + \mu_1 \text{DownsideRisk}_{i,t} * LEV_{i,t} + \mu_2 \text{DownsideRisk}_{i,t} * MTB_{i,t} + \mu_3 \text{DownsideRisk}_{i,t} * InstiOwn_{i,t} + \nu_0 \text{DownsideRisk}_{i,t} * DT_{i,t} + \nu_1 \text{DownsideRisk}_{i,t} * DT_{i,t} * LEV_{i,t} + \nu_2 \text{DownsideRisk}_{i,t} * DT_{i,t} * MTB_{i,t} + \nu_3 \text{DownsideRisk}_{i,t} * DT_{i,t} * InstiOwn_{i,t} + \delta_1 LEV_{i,t} + \delta_2 MTB_{i,t} + \delta_3 InstiOwn_{i,t} + \delta_4 DT_{i,t} * LEV_{i,t} + \delta_5 DT_{i,t} * MTB_{i,t} + \delta_6 DT_{i,t} * InstiOwn_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
(Constant)	-۰/۰۰۰۵	-۰/۸۲۱	۰/۴۱۱
DT	-۰/۰۰۷	-۵/۶۵۸	۰/۰۰۰
DownsideRisk	۰/۱۸۱	۳/۱۰۴	۰/۰۰۱
DownsideRisk*LEV	-۰/۰۰۹	-۵/۳۵۱	۰/۰۰۰
DownsideRisk*MTB	-۰/۱۵۳	-۶/۵۸۶	۰/۰۰۰
DownsideRisk*InstiOwn	۰/۲۴۶	۴/۴۴۹	۰/۰۰۰
DownsideRisk*DT	۰/۲۵۸	۳/۷۵۶	۰/۰۰۰
DownsideRisk *DT*LEV	۰/۰۷۹	۴/۵۹۰	۰/۰۰۰
DownsideRisk *DT*MTB	۰/۱۲۹	۵/۵۰۱	۰/۰۰۰
DownsideRisk *DT*InstiOwn	-۰/۱۹۸	-۲/۷۹۲	۰/۰۰۵
LEV	۰/۰۰۱	۴/۵۳۸	۰/۰۰۰
MTB	۰/۰۰۲	۵/۹۱۸	۰/۰۰۰
InstiOwn	-۰/۰۰۵	-۶/۸۲۶	۰/۰۰۰
DT*LEV	-۰/۰۰۰۷	-۲/۴۲۸	۰/۰۱۵
DT*MTB	-۰/۰۰۲	-۴/۶۹۷	۰/۰۰۰
DT*InstiOwn	۰/۰۰۳	۲/۵۸۰	۰/۰۱۰

منبع: یافته‌های پژوهش

نتیجه آزمون فرضیه اول

نگاره (۴) نتیجه آزمون فرضیه اول پژوهش را نشان می‌دهد. برای آزمون تأثیرگذاری محافظه‌کاری در افشای ریسک بر محتوای اطلاعاتی، با استناد به پژوهش کوسنیدیس و همکاران [۴۰] شرکت‌ها براساس نمره CRD-Score به سه گروه تقسیم شدند و محتوای اطلاعاتی این سه گروه با استفاده از مدل اولسون بررسی شد. با توجه به نگاره (۴)، ضریب تعیین تعدیل‌شده ( $adjR^2$ ) حاصل از برآزش مدل اولسون در گروه شرکت‌های دارای محافظه‌کاری در افشای ریسک (CRD-Score) متوسط (۰/۴۴۶)،

بیشتر از ضریب تعیین در گروه شرکت‌های دارای محافظه‌کاری در افشای ریسک پایین (۰/۲۶۹) است و نتایج حاصل از آزمون کرامر نیز معناداری این تفاوت را نشان می‌دهد؛ زیرا معناداری آزمون Z کرامر کمتر از ۰/۰۵ است (معناداری Z کرامر: ۰/۰۱۸). همچنین، ضریب تعیین حاصل از برآزش مدل اولسون در گروه شرکت‌های دارای محافظه‌کاری در افشای ریسک بالا (۰/۶۴۰)، بیشتر از ضریب تعیین مدل اولسون در گروه شرکت‌های دارای محافظه‌کاری در افشای ریسک متوسط است و نتایج حاصل از آزمون کرامر نیز معناداری این تفاوت را نشان

می‌دهد و بر اساس این، فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود.

می‌دهند (معناداری Z کرامر: ۰/۰۰۷). با توجه به این یافته‌ها ادعا می‌شود محافظه‌کاری در افشای ریسک، محتوای اطلاعاتی حسابداری را افزایش

نگاره ۴. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

$MV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{i,t} + \alpha_2 E_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
مقایسه ضریب تعیین تعدیل‌شده (adj) در بین شرکت‌های گروه پایین و متوسط: آماره Z کرامر: ۲/۳۵۷ سطح معناداری: ۰/۰۱۸	گروه شرکت‌های دارای CRD-Score پایین				
	متغیر	(Constant)	BV	E	adjR <sup>2</sup> =۰/۲۶۹
	ضریب	۰/۶۸۹	۰/۵۹۰	۱/۸۴۷	F فیشر: ۱۰۲/۴۹۶
	آماره t	۷/۶۵۴	۲/۹۶۹	۱۲/۴۰۸	معناداری F: ۰/۰۰۰
	معناداری	۰/۰۰۰	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰	DW=۱/۸۶۲
مقایسه ضریب تعیین تعدیل‌شده (adj) در بین شرکت‌های گروه متوسط و بالا: آماره Z کرامر: ۲/۶۶۰ سطح معناداری: ۰/۰۰۷	گروه شرکت‌های دارای CRD-Score متوسط				
	متغیر	(Constant)	BV	E	adjR <sup>2</sup> =۰/۴۴۶
	ضریب	۰/۵۰۹	۰/۳۹۸	۲/۹۹۴	F فیشر: ۲۲۶/۲۹۸
	آماره t	۶/۶۷۲	۲/۴۷۸	۲۰/۱۰۶	معناداری F: ۰/۰۰۰
	معناداری	۰/۰۰۰	۰/۰۱۳	۰/۰۰۰	DW=۱/۶۶۳
مقایسه ضریب تعیین تعدیل‌شده (adj) در بین شرکت‌های گروه بالا:	گروه شرکت‌های دارای CRD-Score بالا				
	متغیر	(Constant)	BV	E	adjR <sup>2</sup> =۰/۶۴۰
	ضریب	۰/۱۳۸	۰/۸۷۷	۳/۸۹۵	F فیشر: ۴۹۷/۹۰۳
	آماره t	۲/۰۷۵	۴/۸۵۰	۲۳/۱۴۵	معناداری F: ۰/۰۰۰
	معناداری	۰/۰۳۸	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	DW=۱/۹۱۵

منبع: یافته‌های پژوهش

حسابداری (C-Score) متوسط (۰/۴۹۷)، بیشتر از این ضریب تعیین در گروه شرکت‌های دارای محافظه‌کاری حسابداری پایین (۰/۳۰۲) است و نتایج حاصل از آزمون کرامر نیز معناداری این تفاوت را نشان می‌دهد (معناداری Z کرامر: ۰/۰۱۱)، ضریب تعیین حاصل از برازش مدل اولسون در گروه شرکت‌های دارای محافظه‌کاری حسابداری بالا (۰/۵۱۶) تفاوت معناداری با ضریب تعیین حاصل از برازش این مدل در گروه شرکت‌های دارای محافظه‌کاری حسابداری متوسط (۰/۴۹۷) ندارد؛ زیرا معناداری آماره کرامر برای تفاوت ذکرشده، بیشتر از

با توجه به مبانی نظری تشریح‌شده، تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر محتوای اطلاعاتی اطلاعات حسابداری در پژوهش‌های متعددی بررسی شده است. به‌منظور مقایسه تأثیر دو متغیر محافظه‌کاری در افشای ریسک و محافظه‌کاری حسابداری (C-Score) بر محتوای اطلاعاتی، یافته‌های مربوط به تأثیر محافظه‌کاری کمی حسابداری بر محتوای اطلاعاتی اطلاعات حسابداری در نگاره (۵) گزارش شده‌اند. همچنان که مشاهده می‌شود هرچند ضریب تعیین حاصل از برازش مدل اولسون در گروه شرکت‌های دارای محافظه‌کاری

۰/۰۵ بوده و برابر با ۰/۷۹۷ است. در واقع، برخلاف حسابداری، محتوای اطلاعاتی اطلاعات حسابداری را محافظه‌کاری در افشای ریسک، محافظه‌کاری کمی به صورت خطی افزایش نمی‌دهد.

نگاره ۵. طبقه‌بندی شرکت‌ها بر اساس محافظه‌کاری کمی حسابداری (C-Score) و مقایسه محتوای اطلاعاتی آنها

$MV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{i,t} + \alpha_2 E_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
مقایسه ضریب تعیین تعدیل شده (adj) در بین شرکت‌های گروه پایین و متوسط: آماره Z کرامر: ۲/۵۴۰ سطح معناداری: ۰/۰۱۱	گروه شرکت‌های دارای C-Score پایین				
	متغیر	(Constant)	BV	E	$adjR^2 = 0/302$
	ضریب	۰/۵۸۵	۰/۷۹۴	۱/۹۳۲	F فیشر: ۱۲۰/۲۲۵
	آماره t	۶/۶۴۷	۳/۹۴۳	۱۲/۸۶۸	معناداری F: ۰/۰۰۰
معناداری	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	DW=۱/۸۸۱	
مقایسه ضریب تعیین تعدیل شده (adj) در بین شرکت‌های گروه متوسط و بالا: آماره Z کرامر: ۰/۲۵۶ سطح معناداری: ۰/۷۹۷	گروه شرکت‌های دارای C-Score متوسط				
	متغیر	(Constant)	BV	E	$adjR^2 = 0/497$
	ضریب	۰/۳۷۶	۰/۵۶۰	۳/۳۴۶	F فیشر: ۲۷۷/۶۱۷
	آماره t	۵/۰۲۲	۳/۴۷۷	۲۱/۵۲۵	معناداری F: ۰/۰۰۰
معناداری	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	DW=۱/۷۲۲	
مقایسه ضریب تعیین تعدیل شده (adj) در بین شرکت‌های گروه بالا: آماره Z کرامر: ۰/۲۵۶ سطح معناداری: ۰/۷۹۷	گروه شرکت‌های دارای C-Score بالا				
	متغیر	(Constant)	BV	E	$adjR^2 = 0/516$
	ضریب	۰/۳۴۱	۰/۷۲۲	۳/۱۹۶	F فیشر: ۳۰۰/۰۸۱
	آماره t	۴/۶۱۸	۴/۰۰۲	۱۹/۸۷۲	معناداری F: ۰/۰۰۰
معناداری	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	DW=۱/۸۶۴	

منبع: یافته‌های پژوهش

### نتیجه آزمون فرضیه دوم

خاص شرکت منجر می‌شود و با تأثیرگذاری بر قیمت سهام، هم‌زمانی بازده سهام را کاهش می‌دهد؛ در نتیجه، فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود. از بین متغیرهای کنترل نیز حجم معاملات (VOLUME) رابطه منفی با هم‌زمانی بازده سهام دارد؛ یعنی با افزایش حجم معاملات، هم‌زمانی بازده سهام کاهش پیدا می‌کند. همچنین، با توجه به اینکه ضریب متغیر اندازه شرکت، یعنی SIZE مثبت و معنادار است، می‌توان نتیجه گرفت هرچه اندازه شرکت‌ها بزرگ‌تر باشد، هم‌زمانی بازده سهام آنها بیشتر خواهد بود.

نگاره (۶) نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش را نشان می‌دهد. انتظار بر این بود که محافظه‌کاری در افشای ریسک به واسطه افزایش شفافیت در افشای اطلاعات، هم‌زمانی بازده سهام را کاهش دهد. با توجه به نگاره (۶)، ضریب متغیر محافظه‌کاری در افشای ریسک یعنی CRD-Score برابر با ۰/۱۵۱- بوده و آماره t و معناداری آن به ترتیب برابر با ۲/۸۶۲- و ۰/۰۰۴ است؛ بر اساس این، بیان می‌شود محافظه‌کاری در افشای ریسک به افشای اطلاعات

## نگاره ۶. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

$\text{SYNCH}_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CRD-Score}_{i,t} + \alpha_2 \text{GROWTH}_{i,t} + \alpha_3 \text{RET}_{i,t} + \alpha_4 \text{SDRET}_{i,t} + \alpha_5 \text{SIZE}_{i,t} + \alpha_6 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_7 \text{VOLUME}_{i,t} + \alpha_8 \text{HHI}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
متغیر	ضریب	آماره t	معناداری	F لیمر: ۰/۹۷۱ معناداری: ۰/۴۵۶
(Constant)	-۱/۲۶۰	-۶/۲۸۲	۰/۰۰۰	
CRD-Score	-۰/۱۵۱	-۲/۸۶۲	۰/۰۰۴	بروش - گادفری: ۳۰/۲۴۷ معناداری: ۰/۰۰۰
GROWTH	-۰/۰۲۵	-۰/۷۳۳	۰/۴۶۳	
RET	۰/۷۵۴	۱/۸۵۴	۰/۰۶۳	F فیشر: ۶/۹۲۵ معناداری: ۰/۰۰۰
SDRET	-۰/۷۸۰	-۱/۵۷۷	۰/۱۱۴	
SIZE	۰/۰۲۰	۲/۹۱۰	۰/۰۰۳	
ROA	۰/۰۵۰	۰/۸۰۲	۰/۴۲۲	adjR <sup>2</sup> =۰/۰۳۰
VOLUME	-۰/۲۲۹	-۵/۵۶۳	۰/۰۰۰	DW=۱/۸۹۴
HHI	۰/۱۴۳	۱/۱۱۹	۰/۲۶۳	

منبع: یافته‌های پژوهش

## بحث و نتیجه‌گیری

همکاران [۷] است که نشان دادند افشای ریسک بر محتوای اطلاعاتی حسابداری تأثیرگذار است و با یافته‌های پژوهش الشنیدیدی و شرایوز [۳۰] نیز همخوانی دارد که نشان دادند شرکت‌ها در زمان انتقال (افشا) اطلاعات مربوط به ریسک، تمایل به خوش‌بینی کمتر و بدبینی بیشتری دارند. همچنین، به‌منظور مقایسه تأثیر دو متغیر «محافظه‌کاری در افشای ریسک» و «محافظه‌کاری کمی حسابداری (C-Score)» بر محتوای اطلاعاتی، تأثیر محافظه‌کاری کمی حسابداری بر محتوای اطلاعاتی محافظه‌کاری حسابداری نیز بررسی شد. یافته‌ها نشان دادند رابطه مشخصی بین محافظه‌کاری کمی حسابداری و محتوای اطلاعاتی محافظه‌کاری وجود ندارد. به نظر می‌رسد محتوای اطلاعاتی بیش از اینکه از محافظه‌کاری کمی تأثیر بگیرد، از محافظه‌کاری کیفی یعنی محافظه‌کاری در افشای ریسک تأثیر می‌پذیرد و اثرگذاری رفتار محافظه‌کارانه مدیران در گزارشگری مالی بر محتوای اطلاعاتی، در افشای کیفی نمود پیدا می‌کند. در بخش دیگر پژوهش، با در نظر گرفتن

از مهم‌ترین بخش‌های افشاشده در گزارش‌های مالی، اطلاعات مربوط به ریسک شرکت‌ها است. اهمیت افشای ریسک به دلیل تأثیری است که ریسک‌های مختلف بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران دارد. مدیران با افشای اطلاعات ریسک، به ذینفعان اطلاعاتی را درخصوص ریسک‌های مرتبط با شرکت و نحوه مدیریت آنها ارائه می‌کنند. در شرکت‌های دارای افشای ریسک محافظه‌کارانه، برای افشای اخبار خوب مرتبط با ریسک، تأییدپذیری بیشتری لازم بوده و برای شناسایی اخبار بد ریسک، استاندارد پایین‌تری از تأییدپذیری لازم است. یافته‌های پژوهش نشان دادند «محافظه‌کاری در افشای ریسک (CRD-Score)» از طریق تحمیل آستانه بالاتری از قابلیت تأیید برای افشای اخبار خوب ریسک، اطلاعات افشاشده اتکاپذیرتری را فراهم می‌کند و با افشای سریع‌تر اخبار بد ریسک، محتوای اطلاعاتی محافظه‌کاری را افزایش می‌دهد. این نتیجه در تطابق با یافته‌های پژوهش مومن و همکاران [۵۱] و طاهری و

گزارش‌های مالی، سهام شرکت‌هایی را خریداری کنند که ریسک‌های آن به صورت محافظه کارانه افشا شده باشد.

### پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

۱. در این پژوهش، رابطه بین محافظه‌کاری در افشای ریسک و محتوای اطلاعاتی بررسی شد. به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود رابطه بین محافظه‌کاری در افشای کلی شرکت‌ها و محتوای اطلاعاتی را بررسی و آزمون کنند.

۲. بررسی سایر پیامدهای احتمالی محافظه‌کاری در افشای ریسک مانند تأثیر محافظه‌کاری در افشای ریسک بر متغیرهایی مانند نقدشوندگی سهام، کیفیت گزارش‌گری مالی، نوع گزارش حسابرسان و مدیریت سود.

### محدودیت پژوهش

یکی از محدودیت‌های اصلی این پژوهش که ریشه در محدودیت استفاده از روش تحلیل محتوا دارد، وابستگی مستقیم نتایج به تعریف و چهارچوب‌بندی اولیه و نیز تفسیر نتایج است. این محدودیت به این معنی است که اگر پژوهشگران از تعاریف و نظام‌های طبقه‌بندی متفاوتی برای اندازه‌گیری لحن افشای ریسک استفاده کنند، ممکن است نتایج متفاوتی حاصل شود. در واقع، به دلیل کیفی بودن افشای ریسک، ممکن است تعاریف و معیارهای سنجش لحن افشای ریسک (و در نتیجه، محافظه‌کاری در افشای ریسک) بین پژوهشگران متفاوت باشند و با تغییر روش‌ها و شاخص‌های اندازه‌گیری لحن افشای ریسک، بر نتایج پژوهش تأثیر بگذارند.

اینکه هم‌زمانی بازده سهام، شاخصی از محتوای اطلاعاتی قیمت سهام است، پیش‌بینی شد محافظه‌کاری در افشای ریسک به واسطه افزایش شفافیت اطلاعات خاص افشاشده شرکت، بر قیمت و بازده سهام تأثیر می‌گذارد و به کاهش هم‌زمانی آن منجر می‌شود. یافته‌ها نشان دادند محافظه‌کاری در افشای ریسک با تحت تأثیر قرار دادن قیمت سهام، هم‌زمانی بازده سهام را کاهش می‌دهد. این یافته در تطابق با پژوهش یوو و همکاران [۵۸] و رضازاده و بکشو [۴] است که نشان دادند گزارش‌گری متهورانه (غیر محافظه کارانه) هم‌زمانی بازده سهام را افزایش می‌دهد.

### پیشنهادهای کاربردی

با توجه به یافته‌های پژوهش، به تدوین‌کنندگان قوانین و استانداردهای حسابداری پیشنهاد می‌شود به گونه‌ای استانداردهای افشای ریسک را وضع کنند که اخبار بد ریسک سریع‌تر و با رعایت استاندارد پایین‌تری از تأییدپذیری افشا شود تا بدین وسیله اخبار منفی مرتبط با ریسک، به موقع در اختیار بازار و استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی قرار گیرند. اتخاذ چنین رویه‌ای در نهایت به افزایش توانایی توضیح‌دهندگی متغیرهای مهم مالی شرکت در ارتباط با بازده و قیمت سهام منجر خواهد شد و با افزایش شفافیت اطلاعات مالی، هم‌زمانی بازده سهام را کاهش خواهد داد. به مدیران شرکت‌ها نیز پیشنهاد می‌شود در افشای ریسک‌های شرکت محافظه کارانه عمل کنند تا بدین وسیله محتوای اطلاعاتی اطلاعات حسابداری افزایش یابد و سرمایه‌گذاران به اطلاعات خاص انتشار یافته شرکت، عکس‌العمل قوی‌تری نشان دهند. برای سرمایه‌گذاران هم پیشنهاد می‌شود با مطالعه و مدنظر قرار دادن افشاهای متنی در

## منابع

- ۱- بادآورندهی، یونس، طالب‌نیا، قدرت‌اله و مرتضی خانلاری. (۱۳۹۰). بررسی محتوای اطلاعاتی عایدات حسابداری محافظه‌کارانه و غیر محافظه‌کارانه. فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره سوم، شماره ۴، صص ۱۱۴-۱۰۳.
- ۲- تالانه، عبدالرضا و مرضیه کاظمی. (۱۳۹۵). محافظه‌کاری و محتوای اطلاعاتی سود. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره بیست‌وسوم، شماره ۴، صص ۴۶۰-۴۳۵.
- ۳- داداشی، ایمان، یحیی‌زاده‌فر، محمود و عباس شامخی امیری. (۱۳۹۷). تأثیر خوش‌بینی مدیران بر هم‌زمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پیشرفت‌های حسابداری، دوره دهم، شماره ۲، صص ۱۸۲-۱۵۹.
- ۴- رضازاده، جواد و عاطفه بکشو. (۱۳۹۳). گزارشگری مالی متهورانه و آگاهی بخشی قیمت سهام. فصلنامه پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، سال سوم، شماره ۵، صص ۲۲-۷.
- ۵- رضایی، فرزین و سمیه بافهم مهربانی. (۱۳۹۲). تأثیر چرخه عملیاتی و ساختار مالکیت بر سطح محافظه‌کاری شرکت‌ها به روش C-score. فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال دوم، شماره ۷، صص ۸۹-۷۵.
- ۶- صالحی، اله‌کرم، بزرگمهریان، شاهرخ و برزو صالحی. (۱۳۹۵). اثر محافظه‌کاری غیرشرطی بر مربوط بودن اطلاعات حسابداری. فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال پنجم، شماره ۱۷، صص ۱۲۱-۱۱۱.
- ۷- طاهری، ماندانا، رحمانی، علی و غلامرضا سلیمانی امیری. (۱۳۹۸). ارتباط ارزشی افشا و گزارشگری ریسک در بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی، سال یازدهم، شماره ۱، صص ۲۲-۱.
- ۸- علی‌نژاد ساروکلائی، مهدی و رضا طاهری عابد. (۱۳۹۷). رابطه بین هم‌زمانی قیمت سهام و ریسک سقوط قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال یازدهم، شماره ۴۰، صص ۱۱-۱.
- ۹- فصیحی، صغری، حسینی، سیدعلی و شهناز مشایخ. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر افشای ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، سال هشتم، شماره ۳۱، صص ۳۵۵-۳۷۱.
- ۱۰- فلاح‌زاده ابرقویی، احمد، تقیان، اکرم و فروغ حیرانی. (۱۳۹۷). بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و هم‌زمانی قیمت سهام با استفاده از سیستم معادلات هم‌زمان در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، سال هفتم، شماره ۲۷، صص ۲۷۶-۲۵۷.
- ۱۱- کامیابی، یحیی و بتول پرهیزکار. (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و هم‌زمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، سال پنجم، شماره ۱۷، صص ۱۸۶-۱۶۵.

- Risk Management Disclosure in Malaysian Annual Reports. *Managerial Auditing Journal*, Vol. 24, No. 1, Pp. 39-57.
- 19- Au, S.Y., Qiu, B., and S.Y. Wu. (2019). Do Risk Factor Disclosures Reduce Stock Price Crash Risk? , [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- 20- Bai, X., Hu, N., Liu, L., and L. Zhu. (2017). Credit Derivatives and Stock Return Synchronicity. *Journal of Financial Stability*, Vol. 28, No. c, Pp. 79-90.
- 21- Balachandran, S.V., and P.S. Mohanram. (2011). Is the Decline in the Value Relevance of Accounting Driven by Increased Conservatism? *Review of Accounting Studies*, Vol. 16, No. 2, Pp. 272-301.
- 22- Ball, R., and L. Shivakumar. (2006). The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition. *Journal of Accounting Research*, Vol. 44, No. 2, Pp. 207-242.
- 23- Barth, M.E., Beaver, W.H., and W.R. Landsman. (2001). The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, No. 1-3, Pp. 77-104.
- 24- Basu, S. (1997). The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, No. 1, Pp. 3-37.
- 25- Beaver, W., and S. Ryan. (2000). Biases and Lags in Book Value and Their Effects on the Ability of the Book-to-Market Ratio to Predict Book Return on Equity. *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, No. 1, Pp. 127-148.
- 26- Benzhaio, Z., and X. Xuan. (2018). Relationship Between Voluntary Disclosure, Stock Price Synchronicity and Financial Status: Evidence from Chinese Listed Companies. *American Journal of Operations Management*
- ۱۲- لطفی، محسن، حقیقت، حمید و محمدحسین قائمی. (۱۳۹۷). شناسایی و رتبه‌بندی عوامل اثرگذار بر هم‌زمانی بازده سهام با استفاده از شبکه‌های عصبی و درخت تصمیم. *فصلنامه دانش حسابداری*، دوره نهم، شماره ۴، صص ۳۶-۱.
- ۱۳- مشکی میاوقی، مهدی و رویا محمدی. (۱۳۹۸). بررسی اثر محافظه‌کاری مشروط بر کیفیت سود مبتنی بر مرتبط‌بودن با ارزش و ضریب واکنش سود. *فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال یازدهم، شماره ۲، صص ۷۴-۶۱.
- ۱۴- مهرانی، ساسان و محسن مطمئن. (۱۳۹۲). محافظه‌کاری و ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری. *فصلنامه پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی*، سال دوم، شماره ۲، صص ۶۱-۴۵.
- ۱۵- مهرانی، ساسان، فعال‌قیومی، علی و محمد مرادی. (۱۳۹۱). رابطه بین مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت و مربوط‌بودن ارزش اطلاعات حسابداری. *مجله دانش حسابداری*، سال سوم، شماره ۱۱، صص ۳۱-۵۵.
- ۱۶- نمازی، محمد و مهدی ابراهیمی میمند. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر سازوکارهای راهبری شرکت بر افشای ریسک. *فصلنامه حسابداری مالی*، سال هشتم، شماره ۳۰، صص ۱-۳۹.
- 17- Ahmed, A.S., and S. Duellman. (2011). Evidence on the Role of Accounting Conservatism in Monitoring Managers' Investment Decisions. *Accounting and Finance*, Vol. 51, No. 3, Pp. 609-633.
- 18- Amran, A., Bin, A.M.R., and B.C.H.M. Hassan. (2009). Risk Reporting, an Exploratory Study on

- 35- Gee-June, k. (2009). The Value Relevance of Book Values, Earnings and Cash Flow: Evidence from Korea. *International Journal of Business and Management*, Vol. 4, No. 10, Pp. 28-42.
- 36- Hassan, M. K. (2009). UAE Corporations-specific Characteristics and Level of Risk Disclosure. *Managerial Auditing Journal*, Vol. 24, No. 7, Pp. 668-687.
- 37- Hill, P., and H. Short. (2009). "Risk Disclosures on the Second Tier Markets of the London Stock Exchange." *Accounting and Finance*, Vol. 49, No. 4, Pp. 753-780.
- 38- Khan, M., and L.R. Watts. (2009). Estimation and Empirical Properties of a Firm-Year Measure of Accounting Conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 48, No. 2-3, Pp. 132-150.
- 39- Kim, H., and Y. Yasuda. (2018). Business Risk Disclosure and Firm Risk: Evidence from Japan. *Research in International Business and Finance*, Vol. 45, No. C, Pp. 413-426.
- 40- Kousenidis, DV., Ladas, AC., and C. Negakis. (2009). Value Relevance of Conservative and Non-Conservative Accounting Information. *The International Journal of Accounting*, Vol. 44, Pp. 219-238.
- 41- Kravet, T.D., and V. Muslu. (2013). Textual Risk Disclosures and Investors' Risk Perceptions. *Review of Accounting Studies*, Vol. 18, No. 4, Pp. 1088-1122.
- 42- Krippendorff, K. (2004). Content Analysis: An Introduction to its Methodology. 2nd ed, Sage, Beverly Hills.
- 43- LaFond, R., and L.R. Watts. (2008). The Information Role of Conservatism. *The Accounting Review*, Vol. 83, Pp. 447-478.
- 44- Li, Y., He., J., and M. Xiao. (2019). Risk Disclosure in Annual Reports and Corporate Investment Efficiency. *and Information Systems*, Vol. 3, No. 4, Pp. 74-80.
- 27- Bertomeu, J., and I. Marinovic. (2016). A Theory of Hard and Soft Information. *The Accounting Review*, Vol. 91, No. 1, Pp. 1-20.
- 28- Dia, J., Lu., C., Yang., Y., and Y. Zheng. (2018). Is the Social Responsibility Information Disclosed by the Companies Really Valuable?—Evidence from Chinese Stock Price Synchronicity. *Sustainability, MDPI*, Vol. 10, No. 10, Pp. 1-22.
- 29- Dobler, M., Lajili, K., and D. Zeghal. (2011). Attributes of Corporate Risk Disclosure: An International Investigation in the Manufacturing Sector. *Journal of International Accounting Research*, Vol. 10, No. 2, Pp. 1-22.
- 30- Elshandidy, T., and P. Shrivies. (2016). Environmental Incentives and Usefulness of Textual Risk Reporting: Evidence from Germany. *The International Journal of Accounting*, Vol. 51, No. 4, Pp. 464-486.
- 31- Elshandidy, T., Fraser, I., and K. Hussainey. (2013). Aggregated, Voluntary, and Mandatory Risk Disclosure Incentives: Evidence from UK FTSE All-share Companies. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 30, Pp. 320-333.
- 32- Elzahar, H., and K. Hussainey. (2012). Determinants of Narrative Risk Disclosures in UK Interim Reports. *Journal of Risk Finance*, Vol. 13, No. 2, Pp. 133-147.
- 33- Feltham, G.A., and J.A. Ohlson, (1995). Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, No. 2, Pp. 689-731.
- 34- Fuller, J., and M.C. Jensen. (2002). Just Say No to Wall Street: Putting a Stop to the Earnings Game. *Applied Corporate Finance*, Vol. 14, No. 4, Pp. 41-46.



- MENA Emerging Markets. *Research in International Business and Finance*, Vol. 34, Pp. 177-204.
- 52- Petersen, M.A. (2004). Information: Hard and Soft. *Northwestern University*, Working Paper.
- 53- Roll, R. (1988). R2. *Journal of Finance*, Vol. 43, No. 3, Pp. 541-566.
- 54- Solomon, J. F., Solomon, A., and S.D. Norton. (2000). A Conceptual Framework for Corporate Risk Disclosure Emerging from the Agenda for Corporate Governance Reform. *The British Accounting Review*, Vol. 32, No. 4, Pp. 447-478.
- 55- Sterling, R. (1967). Conservatism: The Fundamental Principle of Valuation in Traditional Accounting. *A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, Vol. 3, No. 2, Pp. 109-132.
- 56- Watanabe, O., Imhof., M., and S. Tartaroglu. (2019). "Transparency Regulation and Stock Price Informativeness: Evidence from the European Union's Transparency Directive. *Journal of International Accounting Research*, Vol. 18, No. 2, Pp. 89-113.
- 57- Watts, R.L. (2003). Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications. *Accounting Horizons*, Vol. 17, No. 3, Pp. 207-221.
- 58- Yu, Z., Li, L., Tian, G., and H. Zhang. (2013). Aggressive Reporting, Investor Protection and Stock Price Informativeness: Evidence from Chinese Firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 22, No. 2, Pp. 71-85.
- International Review of Economics and Finance*, Vol. 63, No. C, Pp. 138-151.
- 45- Liberti, J.M., and M.A. Petersen. (2018). Information: Hard and Soft. *Northwestern University*, Working Paper.
- 46- Linsley, P.M., and P.J. Shrivies. (2005). Examining Risk Reporting in UK Public Companies. *Journal of Risk Finance*, Vol. 6, No. 4, Pp. 292-305.
- 47- Linsley, P.M., and P.J. Shrivies. (2006). Risk Reporting: A Study of Risk Disclosures in the Annual Reports of UK Companies. *The British Accounting Review*, Vol. 38, No. 4, Pp. 387-404.
- 48- Miihkinen, A. (2013). The Usefulness of Firm Risk Disclosures under Different Firm Riskiness, Investor-interest, and Market Conditions: New Evidence from Finland. *Advances in Accounting*, Vol. 29, No. 2, Pp. 312-331.
- 49- Mokhtar, E.S., H. Mellett. (2013). Competition, Corporate Governance, Ownership Structure and Risk Reporting. *Managerial Auditing Journal*, Vol. 28, No. 9, Pp. 838-865.
- 50- Morck, R., Yeung, B., and W. Yu. (2000). The Information Content of Stock Markets: Why do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements? *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1, Pp. 215-260.
- 51- Moumen, N., Othman, H.B., and K. Hussainey. (2015). The Value Relevance of Risk Disclosure in Annual Reports Evidence from