

## بررسی اثر کیفی اجزای افشای ریسک شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی با توجه به متغیرهای تعدیل گر ریسکی بودن، شرایط رکود و تحلیل گران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران

مهدی حیدری<sup>۱</sup>، غلامرضا منصورفر<sup>۲</sup>، مهدی رضایی فیروزجایی<sup>۳</sup>

**چکیده:** هدف این پژوهش بررسی ارتباط بین کیفیت افشای ریسک شرکتی با عدم تقارن اطلاعاتی در شرایط ریسکی بودن شرکت، رکود و وجود تحلیل گران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران است. برای دستیابی به هدف پژوهش، ۱۰۰ شرکت برای دوره زمانی پژوهش (۱۳۹۳-۱۳۸۸) بررسی شده است. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از الگوی داده‌های تصادفی آزمون شد و تجزیه و تحلیل افشای اطلاعات ریسک، از طریق تحلیل محتوایی از بخش‌های مختلف گزارش هیئت مدیره صورت گرفت. رویه اجرای پژوهش بر اساس استانداردهایی است که لینسلی و شرایوز (۲۰۰۶) تدوین کرده‌اند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد رابطه منفی و معناداری بین کیفیت افشای ریسک و عدم تقارن اطلاعاتی (شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و سطح معاملات) وجود دارد. همچنین میزان ریسکی بودن شرکت با توجه به سطح فناوری و وجود تحلیل گران نهادی در حالت حجم معاملات، تأثیر معناداری بر ارتباط بین کیفیت افشای ریسک و عدم تقارن اطلاعاتی می‌گذارد؛ اما در بورس اوراق بهادار تهران افشای اطلاعات ریسکی در وضعیت‌های مختلف اقتصادی تأثیر یکسانی بر عدم تقارن اطلاعاتی دارد.

**واژه‌های کلیدی:** شرایط رکودی و تحلیل گران نهادی، شرایط ریسکی بودن، عدم تقارن اطلاعاتی، کیفیت افشای ریسک.

۱. استادیار حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران

۲. دانشیار علوم مالی، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران

۳. دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۵/۰۳/۱۹

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۵/۰۶/۲۹

نویسنده مسئول مقاله: مهدی حیدری

E-mail: m.heydari@urmia.ac.ir

## مقدمه

بسیاری از محققان که در میان آنها آبراهامسون و امیر (۱۹۹۶) پیشگام بودند، به بررسی این موضوع پرداختند که آیا اطلاعات غیرمالی که از آنها با عنوان اطلاعات حسابداری نرم<sup>۱</sup> یاد شده است، علاوه بر اطلاعات مالی، اطلاعات مربوط به ارزش را نیز در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهند؟ نتایج این مطالعات نشان می‌دهد اطلاعات حسابداری نرم، در واقع اطلاعات مربوط به ارزش را برای سرمایه‌گذاران ارائه کرده است (آبراهامسون و امیر، ۱۹۹۶) گزارش سالانه شرکت متشکل از مؤلفه‌های مالی و غیرمالی، منبع اصلی اطلاعات برای سرمایه‌گذاران و سهامداران است. پیچیدگی فزاینده محیط کسب و کار، فرایندها و محدودیت‌های قانونی، به تقاضای شرکت‌ها برای تأمین سطح بالاتری از افشای اطلاعات به منظور افزایش شفافیت و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی منجر می‌شود (رودریگز دامینگوز و ناگئورا گومز، ۲۰۱۴). از این رو در صورت‌های مالی سنتی، اطلاعات مفیدی از سایر بخش‌های گزارش سالانه لازم است تا نیاز ذی‌نفعان برطرف شود. در سال‌های اخیر، به دنبال ورشکستگی‌های بزرگ شرکت‌های ایالات متحده و غرب اروپا، اطلاعات ریسک و مدیریت ریسک در کانون توجه قرار گرفته است (ایتری‌دیس، ۲۰۱۱). ریسک عنصر غیرقابل چشم‌پوشی برای هر شرکت تجاری محسوب می‌شود. هر شرکت علاوه بر ریسک‌های مالی در معرض ریسک‌های غیرمالی از جمله ریسک‌های تجاری و تغییرات محیط اقتصادی نیز قرار دارد که می‌تواند آن واحد تجاری را به شدت تحت تأثیر قرار دهد. ریسک شرکت را می‌توان هر رویداد اعم از، خطر، تهدید، فرصت، آسیب یا مخاطره تعریف کرد که بر شرکت تأثیرگذار است (لینسلی و شریوز، ۲۰۰۶).

هدف از این مطالعه، تجزیه و تحلیل ریسک‌های اصلی افشاشده شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران (به صورت اجباری یا داوطلبانه) و یافتن خصوصیات از شرکت است که باعث افشای اطلاعات ریسک یا جلوگیری از افشای آن می‌شود. بر این اساس، از روش تجزیه و تحلیل محتوای گزارش‌های سالانه برای به دست آوردن اطلاعات ریسک، اعم از اجباری یا داوطلبانه استفاده شده است. ریسک‌های اجباری شامل ریسک‌های مالی (ریسک اعتباری، ریسک نقدینگی، ریسک نرخ بهره، ریسک نرخ ارز و ریسک قیمت<sup>۲</sup>) و ریسک‌های داوطلبانه شامل ریسک‌های غیرمالی (ریسک عملیات، ریسک استراتژی، ریسک یکپارچگی<sup>۳</sup>، ریسک ناشی از قدرت<sup>۴</sup>، ریسک فناوری اطلاعات و ریسک پردازش اطلاعات<sup>۵</sup>) هستند.

- 
1. Soft Accounting Information
  2. Price Risk
  3. Integrity Risk
  4. Empowerment Risk
  5. Information Processing and Technology Risk

قوانین موجود در ایران در ارتباط با افشای ریسک کلی شرکت، خلأهایی را برای بحث کردن نشان می‌دهند. استانداردهای حسابداری و حسابرسی و الزامات بورس اوراق بهادار سازوکارهای نهادی به‌شمار می‌روند که بر لزوم افشای اطلاعات قاعده‌مند تأکید دارند و موجب کاهش شکاف اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران شرکت‌ها می‌شوند، اما این شکاف اطلاعاتی را به‌طور کامل برطرف نمی‌کنند. از این رو افشای داوطلبانه می‌تواند به کاهش شکاف اطلاعاتی و بهبود اعتبار گزارشگری مالی کمک کند. بر این اساس می‌توان به سودمندی افشای اختیاری توسط شرکت‌ها همچون منبع مهم اطلاعاتی در کنار افشای اجباری نگاه کرد. برای پر کردن شکاف‌های موجود، این مطالعه به بررسی و آزمون سؤالات زیر می‌پردازد:

۱. آیا کیفیت افشای ریسک که شرکت‌ها در گزارش‌های سالانه‌شان درج می‌کنند، بر عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران مؤثر است؟
۲. آیا عوامل احتمالی همانند شرایط ریسکی شرکت، وجود سرمایه‌گذاران نهادی و وضعیت بازار بر سودمندی افشای ریسک سالانه شرکت برای سرمایه‌گذاران، مؤثر است؟

جنبه نوآوری تحقیق حاضر نسبت به تحقیقات مشابهی که در سال‌های اخیر کیفیت افشا (برای نمونه کرمی و صدیقی، ۱۳۹۴) را بررسی کرده‌اند، این است که آنها در تحقیق خود به بررسی برخی عوامل حاکمیت شرکتی بر سطح افشا در بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند و همچنین از رویکرد تحلیل میانگین افشا و چک لیست افشا برای اندازه‌گیری سطح افشای اطلاعات بانک استفاده کرده‌اند، در حالی که تحقیق حاضر برای اولین بار به بررسی کیفیت افشای ریسک پرداخته است که با توجه به اهمیت ریسک و افشای اطلاعات ریسکی همچون تغییرات نرخ ارز، قانون هدفمندی یارانه‌ها، تغییرات در نرخ حامل‌های انرژی، مباحث مربوط به اعمال تحریم‌ها و... به‌عنوان ریسک‌های سیستماتیک و ریسک‌هایی همچون ریسک عملیاتی، ریسک تجاری و... به‌عنوان ریسک غیرسیستماتیک، از جمله ریسک‌های عمده‌ای هستند که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره بررسی با آن مواجه بوده‌اند و در تصمیمات سرمایه‌گذاران نقش مهمی ایفا کرده است. همچنین، نکته بااهمیت در تحقیق حاضر، استفاده از روش تحلیل محتوایی در بررسی افشای ریسک از بخش‌های مختلف گزارش هیئت‌مدیره است که ضمن تأکید بر جنبه کیفی افشای ریسک، بر جنبه کمی افشای ریسک هم تأکید داشته و در واقع از جامعیت مناسبی برخوردار است که می‌تواند به‌عنوان روش جدیدی در بررسی کیفیت افشا در تحقیقات آتی استفاده شود.

## پیشینه نظری

### افشای اطلاعات ریسکی

اهمیت گزارشگری ریسک - که یک نوع افشای داوطلبانه است - از اوایل سال ۱۹۹۸ و در زمانی آغاز شد که انجمن حسابداران خبره در انگلستان و ولز، مطلب بحث‌انگیزی را درباره گزارشگری مالی ریسک (پیشنهادی برای صرف ریسک تجاری) منتشر کرد. این انجمن پیشنهاد داد، مدیران اطلاعات مربوط به مدیریت ریسک را در گزارش‌های سالانه خود درج کنند و بدین ترتیب تصمیم‌گیرندگان مطلع در بازار را تجهیز نمایند (لیندسی و شرایوز، ۲۰۰۶). بر اساس مطالعات لینسلی و شرایوز (۲۰۰۵) گزارش‌های سالانه فعلی تنها بخشی از موارد افشای ریسک را فراهم می‌کند و این میزان از نظر استفاده‌کنندگان کفایت لازم را ندارد. درواقع، گزارش‌های سالانه کنونی، انواع ریسک افشا را به میزان کافی و مناسب افشا نکرده و درباره آنها بحث و بررسی نمی‌کنند، درحالی‌که همین عوامل می‌تواند شرکت و فعالیت‌های مدیران آن را به چالش بکشد. در حال حاضر، مرور و بازبینی وضعیت مربوط به گزارش‌های ریسک، ماهیت تدریجی دارد که در اصطلاح به آن دیدگاه تعدیل‌کننده می‌گویند. این دیدگاه نسبت به افشای ریسک، به‌طور مشخص بر ریسک بازار تأکید می‌کند و ریسک بازار، خود به عوامل دیگر بستگی دارد (برتا و بوزلون، ۲۰۰۴).

برتا و بوزلون (۲۰۰۴) افشای ریسک را مخابره اطلاعات درباره شرکت، استراتژی‌ها، مشخصات، عملیات و سایر عوامل خارجی که تأثیر بالقوه‌ای بر نتایج مورد انتظار دارند، تعریف می‌کنند. افشای ریسک در گزارش‌های سالانه باید محدود باشد. بر طبق نظر برتا و بوزلون (۲۰۰۴)، افشای ریسک، اطلاعاتی درباره استراتژی‌ها، اقدامات، عملکرد و علاوه بر این اطلاعاتی که به‌طور خاص بر ریسک تمرکز می‌کند را دربرمی‌گیرد. بر اساس تعریف لینسلی و شرایوز (۲۰۰۶)، اطلاع‌رسانی به خواننده در مورد فرصت‌ها، چشم‌اندازها، خطر، آسیب، تهدید و افشایی که شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد یا در آینده تحت تأثیر قرار خواهد داد، یا اطلاع مدیریت از تک تک موارد یاد شده، می‌تواند به‌عنوان افشای ریسک در نظر گرفته شود. از آنجا که این تعریف علاوه بر اینکه شامل جنبه‌های فرصت، چشم‌انداز، تهدید و ترس می‌شود، مواجه شدن با این موارد را نیز بیان می‌کند، نسبت به تعریف برتا و بوزلون (۲۰۰۴) جامع‌تر است.

### عدم تقارن اطلاعاتی

تقارن اطلاعاتی در صورتی ایجاد می‌شود که مدیران و سرمایه‌گذاران اطلاعات یکسانی درباره شرکت دارند. بنابراین مدیران و بازار، عدم اطمینان یکسانی را درباره شرکت تجربه می‌کنند. عدم

تقارن اطلاعاتی وضعیتی است که مدیران در مقایسه با سرمایه‌گذاران، اطلاعات افشا نشده بیشتری درباره عملیات و جوانب مختلف شرکت در آینده در اختیار دارند. سرمایه‌گذاران تنها به واسطه اطلاعات صورت‌های مالی قادر به عکس‌العمل به موقع در بازار سهام نیستند و همواره تمایل به کسب اطلاعات محرمانه دارند که این کار احتمالاً به کاهش نقدشوندگی در بازار و افزایش هزینه سرمایه منجر می‌شود (دیاموند، پرار، کالندر و دروین، ۱۹۹۱). معمولاً زمانی که اطلاعات تازه‌ای از وضعیت شرکت‌ها در بازار منتشر می‌شود، تحلیل‌گران، سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان این اطلاعات را تجزیه و تحلیل می‌کنند و بر مبنای آن تصمیم به خرید و فروش می‌گیرند. این اطلاعات و نحوه تأثیر آن بر رفتار استفاده‌کنندگان، به‌ویژه سهامداران، موجب تغییر قیمت و حجم معاملات سهام می‌شود؛ زیرا نحوه برخورد افراد با این اطلاعات جدید، نوسان قیمتی را شکل می‌دهد. بنابراین در صورت نشت اطلاعات، واکنش‌های متفاوتی از سوی سرمایه‌گذاران به واسطه وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه مشاهده می‌شود که تحلیل‌های نادرست و همراه‌کننده‌ای را از وضعیت جاری بازار به همراه خواهد داشت. عدم تقارن اطلاعات، پیامدهای نامطلوب مختلفی از قبیل افزایش هزینه معاملات، کاهش کارایی بازار و کاهش نقدشوندگی به دنبال دارد و به‌طور کلی، موجب کاهش سود حاصل از معاملات در بازارهای سرمایه می‌شود. مطالب یادشده می‌تواند بیان‌کننده اهمیت موضوع عدم تقارن اطلاعات و تأثیر انکارناپذیر آن بر تصمیم‌گیری‌های افراد باشد. بنابراین، می‌توان بیان کرد که عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه‌گذاران، موضوعی بنیادی برای آنها و ناظران بازار محسوب می‌شود. عدم تقارن اطلاعاتی به‌طور مستقیم بر عملکرد بازارهای اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد، به‌گونه‌ای که افزایش آن سبب کاهش کارایی بازار می‌شود (آجینکیا، هاجرس و سنگوپتا، ۲۰۰۵).

### **رابطه کیفیت افشای اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی**

کیفیت افشای اطلاعات شرکت‌ها به‌طور بالقوه از دو راه، عدم تقارن اطلاعاتی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. اول اینکه کیفیت افشای اطلاعات از طریق تغییر در رفتار معامله‌ای سرمایه‌گذاران ناآگاه، بر عدم تقارن اطلاعاتی اثرگذار است. در این رابطه با توجه به فرضیه شناخت سرمایه‌گذاری مرتون، سرمایه‌گذاران ناآگاه به احتمال بیشتری در شرکت‌هایی که به‌خوبی شناخته شده‌اند و شهرت دارند، سرمایه‌گذاری و معامله می‌کنند؛ بنابراین اگر کیفیت افشای بالاتر باعث مطرح‌شدن شرکت شده یا هزینه فرایند افشای اطلاعات را کاهش دهد، سهام شرکت بیشتر توسط سرمایه‌گذاران ناآگاه معامله خواهد شد. بر این اساس، هرچه کیفیت افشا بالاتر باشد، معاملات کمتر آگاهانه کاهش می‌یابد که آن نیز با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی همراه می‌شود. دومین راه تأثیر کیفیت افشای اطلاعات بر عدم تقارن اطلاعاتی، تغییر در انگیزه جست‌وجوی اطلاعات محرمانه

است. شرکت‌های باکیفیت افشای بالاتر به احتمال بیشتری به انتشار سریع اطلاعات کلی و آینده‌نگر اقدام می‌کنند. با افزایش کیفیت افشای اطلاعات، احتمال کشف اطلاعات پیش از افشای عمومی آنها کاهش می‌یابد و به دنبال آن، سود مدنظر از جست‌وجوی اطلاعات محرمانه و انگیزه‌های کشف اطلاعات محرمانه کاهش می‌یابد. در نتیجه کیفیت افشای بالاتر، از تعداد سرمایه‌گذاران علاقه‌مند به کسب اطلاعات محرمانه و معامله کاسته می‌شود و به دنبال آن هزینه مبادله کاهش می‌یابد (بروان و هیلگیست، ۲۰۰۷).

### پیشینه تجربی

#### کیفیت افشای ریسک

مطالعات متعددی ریسک شرکتی را از لحاظ میزان و کیفیت بررسی کرده‌اند. با توجه به اینکه افشای اطلاعات به‌طور عمده به‌وسیله استانداردهای ملی بررسی می‌شود، مطالعات انجام‌شده در این زمینه، بیشتر در قلمرو ملی خاص خود تمرکز کرده‌اند. به همین دلیل، پیشینه تحقیقات انجام‌گرفته در این زمینه را بر اساس قلمرو مختلف سرزمینی که استانداردهای مشابهی دارند، دسته‌بندی کرده‌ایم.

از مطالعات اولیه‌ای که در ایالات متحده آمریکا به بررسی افشای ریسک پرداخته‌اند، می‌توان به مطالعات رول استون (۱۹۹۹) و لینزیمیر و همکاران (۲۰۰۲) اشاره کرد که عمدتاً بر ریسک‌های مالی تمرکز داشتند؛ به‌خصوص به تحلیل افشای ریسک نرخ‌های بهره، نرخ‌های پولی و قیمت‌های سهام پرداخته‌اند. با توجه به الزامات SEC، آنها با ریسک مرتبط به بازار سرمایه سروکار داشتند (دومینگئوز و همکاران، ۲۰۱۴).

بنیان تحقیقات مرتبط با افشای ریسک در اروپا مربوط به انگلستان است (لینسلی و شرایوز، ۲۰۰۶). در این رابطه، شرکت‌ها پس از ریسک استراتژیک و ریسک جامعیت، به‌طور گسترده به افشای اطلاعات مالی تمایل دارند. اکثر شرکت‌های انگلیسی، اطلاعات ناچیز یا کمی در زمینه عوامل تجاری ارائه می‌دهند که بیشتر اطلاعات خام مربوط به گذشته و آینده است و هیچ تلاش واضحی که نشان دهد اطلاعات پیشین، چگونه بر جنبه خاصی از ریسک اثر گذاشته‌اند، انجام نمی‌دهند (دومینگئوز و همکاران، ۲۰۱۴). از این لحاظ، لینسلی و شرایوز (۲۰۰۶) تأکید کردند که میزان خوانا بودن افشای ریسک، سخت یا بسیار دشوار است و این امر مانع ارتباط مؤثر می‌شود. با این حال، بنا بر یافته‌های آبراهامسون و امیر (۱۹۹۶) شرکت‌هایی که به ارائه اطلاعات می‌پردازند، معمولاً اطلاعات قابل محاسبه و قابل اندازه‌گیری را فراهم می‌کنند که مرتبط با مجموعه فعالیت‌های خودشان بوده و مختص همان بخشی است که در آن فعالیت می‌کنند؛ از

این رو، این اطلاعات به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند که سابقه ریسک شرکت‌ها را بهتر درک کنند (دومینگوز و همکاران، ۲۰۱۴).

در قاره اروپا، کایتر (۲۰۰۱)، کایتر و وینکلر (۲۰۱۴)، برتا و بوزلون (۲۰۰۴)، رودریگوز و همکارانش (۲۰۱۴) افشای اطلاعات شرکت‌ها در مورد ریسک را به ترتیب برای کشورهای آلمان، ایتالیا و اسپانیا بررسی کردند.

در آلمان کایتر (۲۰۰۱) و کایتر و وینکلر (۲۰۱۴) نشان دادند، کاهش سریع افشای اطلاعات آتی مربوط به ریسک، دال بر بی‌میلی مدیران برای ارائه اطلاعات است. بدین ترتیب، آنها دریافتند که در اغلب شرکت‌ها، رویکرد سیستماتیکی برای افشای اطلاعات اتخاذ نشده است. یافته‌های مشابه با نتایج به‌دست‌آمده در آلمان را می‌توان در ایتالیا هم مشاهده نمود.

برتا و بوزلون (۲۰۰۴) با هدف ارائه چارچوبی برای تحلیل ارتباط ریسک و شاخصی برای اندازه‌گیری کیفیت افشای ریسک، به بررسی شرکت‌های غیرمالی پذیرفته‌شده در بازار عادی بورس اوراق بهادار ایتالیا پرداختند. آنها پیشنهاد کردند که کیفیت افشای ریسک باید همراه با جنبه‌های مختلفی از ارتباطات ریسکی تحلیل شود. همچنین آنان دریافتند که در انتشار اطلاعات ریسکی، بیشتر بر ریسک‌های گذشته و حال تأکید شده است تا اینکه بر اطلاعات آتی متمرکز شود؛ اگرچه شرکت‌ها خود را متمایل به افشای ریسک‌های استراتژیک نشان می‌دهند.

در اسپانیا نیز مطالعه‌ای مشابه توسط رودریگوز و همکارانش (۲۰۱۴) صورت گرفته است. آنها دریافتند که اغلب شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار مادرید، ریسکشان را به‌صورت عمومی آشکار می‌کنند و اطلاعات گسترده‌ای درباره ریسک ارائه نمی‌دهند. علاوه بر این، حضور مدیران مستقل و خارجی در هیئت‌مدیره به کیفیت افشای ریسک مرتبط نیست. آنها دریافتند اندازه شرکت، تنها با ریسک افشای داوطلبانه (اختیاری) دارای رابطه معنادار است و مشخصات دیگر شرکت از جمله اهرم، سودآوری و بخش صنعتی، ارتباط معناداری با هر دو ریسک افشای اجباری و اختیاری ندارند.

### **مدیریت ریسک و عدم تقارن اطلاعاتی و کیفیت افشا**

پترسون و پلنبرگ (۲۰۰۶) در پژوهشی با عنوان «افشای اختیاری و عدم تقارن اطلاعاتی» به بررسی سطح افشای اختیاری ۱۸۵ شرکت دانمارکی طی سال ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۰ پرداختند. آنها از اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش به‌عنوان معیار اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی بهره بردند. نتایج تحقیق آنها نشان داد در شرکت‌های نمونه آزمون شده، سطح افشای شرکت، با عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی دارد.

کرمیر، مگنان و ولسون (۲۰۰۵) در تحقیقی به بررسی تأثیر تعدیلی افشای اختیاری بر رابطه بین کیفیت سود و عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند. نتایج آنها نشان داد کیفیت سود و افشای اختیاری با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی مرتبط هستند، در واقع افشای اختیاری بر ارتباط بین کیفیت سود و عدم تقارن اطلاعات در بازار سهام، اثر تعدیلی دارد.

پارکر و پارساییان (۱۳۸۷) معتقدند با توجه به سیستم اقتصادی و تغییرات مداوم در عوامل محیطی، موضوع مدیریت ریسک از اهمیت ویژه‌ای در نحوه اداره سازمان‌های مالی و خدماتی برخوردار شده است. شرکت‌هایی که بتوانند مسائل مربوط به ریسک را به خوبی مدیریت کنند، می‌توانند بر عوامل محیطی تسلط یابند و ارزش شرکت را افزایش دهند.

خواجوی و علیزاده طلاتپه (۱۳۹۳) به بررسی رابطه بین افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار بورس تهران پرداختند. بدین منظور، تأثیر اندازه شرکت، اهرم مالی، قیمت و حجم معاملات سهام را نیز کنترل کردند. آنها برای اندازه‌گیری متغیر سطح افشای داوطلبانه، از چک‌لیست بوتوسان (۲۰۰۴) که توسط ستایش و کاشانی‌پور (۱۳۹۳) تعدیل شده است، بهره بردند. یافته‌های بررسی ۱۲۲ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۰ گویای آن بود که بین سطح افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار بورس تهران، رابطه معناداری وجود ندارد. به گفته آنان، دلیل آن می‌تواند عواملی چون پایین بودن سطح افشای داوطلبانه شرکت‌ها، بی‌توجهی به اطلاعات افشا شده توسط سرمایه‌گذاران یا فقدان تحلیل گران مالی باشد؛ زیرا میزان افشای داوطلبانه شرکت‌ها نتوانسته است میزان عدم تقارن اطلاعاتی را در بازار سرمایه به‌طور شایان توجهی تغییر دهد.

اخگر و شانظری (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و عدم تقارن اطلاعاتی تحت شرایط متفاوت ریسکی و علاقه سرمایه‌گذاران پرداختند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد رابطه معنادار و معکوسی بین کیفیت گزارشگری مالی و عدم تقارن اطلاعاتی بر اساس گسترش وجود دارد، ولی بین کیفیت گزارشگری مالی و عدم تقارن اطلاعاتی بر اساس حجم، رابطه معناداری یافت نشد. همچنین متغیر ریسک بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و عدم تقارن اطلاعاتی، تأثیری نداشت. در واقع، زمانی که شرکت سرمایه‌بر است، ریسک عملیاتی وجود دارد و شرکت سرمایه‌زیادی را صرف تجهیزات و سایر دارایی‌های ثابت می‌کند، از این رو دوره بازگشت سرمایه افزایش می‌یابد و چنانچه تقاضای کالای تولیدی این شرکت‌ها با کاهش مواجه شود، احتمال افت شدید سهام آنها وجود دارد. در این حالت شاید شرکت‌ها از ارائه اطلاعات دقیق به سهامداران خودداری کنند. همچنین تأثیر متغیر علاقه سرمایه‌گذاران بر رابطه



بین کیفیت گزارشگری مالی و عدم تقارن اطلاعاتی، مشاهده نشد و دلیل آن را می‌توان این‌گونه توجیه کرد که در بیشتر موارد، نوع خرید تقلیدی و توده‌وار است.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به توضیحات مربوط به بیان مسئله تحقیق و ادبیات موجود و نبود پژوهشی با محوریت کیفیت افشای اطلاعات ریسکی و رابطه آن با عدم تقارن اطلاعاتی، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین شده‌اند:

فرضیه اول: بین کیفیت افشای ریسک شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی ارتباط منفی وجود دارد.

فرضیه دوم: بین کیفیت افشای ریسک شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی، وابسته به ریسک ذاتی شرکت، ارتباط منفی وجود دارد.

فرضیه سوم: بین کیفیت افشای ریسک شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی، وابسته به شرایط رکود اقتصادی، ارتباط منفی وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین کیفیت افشای ریسک و عدم تقارن اطلاعاتی، وابسته به تعداد سهامداران نهادی، ارتباط منفی وجود دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۹۳ (دوره شش‌ساله) است که شرایط زیر را داشته باشند:

۱. جزء بانک‌ها، مؤسسه‌های مالی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، مادرشرکت‌ها و لیزینگ‌ها نباشند.
۲. دوره مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
۳. شرکت‌ها باید در تمام سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ داده کافی داشته باشند؛ یعنی در تمام طول این دوره، به‌طور فعال در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته باشند.
۴. هر شرکت در هر سال دست‌کم ۹ ماه معامله داشته باشد.
۵. صورت‌های مالی شرکت‌ها حسابرسی شده باشند.
۶. اطلاعات مربوط به قیمت‌های پیشنهادی خریدوفروش آنها موجود باشد.

در نهایت پس از رعایت شروط فوق، تعداد شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۱۳۹۳ به ۱۰۰ شرکت رسید. حجم نهایی نمونه شامل ۶۰۰ سال - شرکت است که در قالب ۱۸ گروه صنعت به‌عنوان نمونه انتخاب و بررسی شده‌اند.

### **روش تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش**

#### **بررسی کیفیت افشای ریسک**

اطلاعات مربوط به افشای ریسک به‌صورت دستی از بخش‌های مختلف صورت‌های مالی، یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی و گزارش هیئت‌مدیره جمع‌آوری شده است. تجزیه و تحلیل افشای اطلاعات ریسک در تحقیق حاضر، از طریق تحلیل محتوایی از بخش‌های مختلف گزارش هیئت‌مدیره صورت گرفته است. انتخاب روش تحلیل محتوایی، به این دلیل است که این مطالعه بر ابعاد و سطوح افشای اطلاعات ریسک تأکید دارد و کیفیت آن را مدنظر قرار می‌دهد. تحلیل محتوا، رایج‌ترین روشی است که در ارزیابی افشای ریسک استفاده می‌شود (آمران و سایر همکاران، ۲۰۰۲). انواع مختلف ریسکی که در این تحقیق آزمون می‌شوند، همان ریسک‌های ارائه‌شده در مدل لینسلی و شرایوز (۲۰۰۶) است که عبارت‌اند از: ریسک‌های استراتژیک، عملیاتی، مالی، خسارت‌دب‌دگی<sup>۱</sup> و مدیریت. شایان ذکر است که با توجه به شرایط داخلی کشور، تغییراتی در این مدل ایجاد شده و به سرفصل‌های ریسک مالی، ریسک عملیاتی، ریسک استراتژیک و ریسک عدم درستکاری<sup>۲</sup> در این تحقیق پرداخته شده است. در تحلیل محتوایی می‌توان از تعداد واژگان، عبارات و قسمتی از متن استفاده کرد (لینسلی و شرایوز، ۲۰۰۶). در این تحقیق از تعداد عبارت ریسک به‌عنوان معیار اندازه‌گیری استفاده می‌شود. همچنین، تصمیم‌گیری در خصوص اینکه کلمات به‌عنوان افشای ریسک کدگذاری شوند، دشوار است. بر اساس چارچوب لینسلی و شرایوز (۲۰۰۶) هنگامی عبارت‌ها به‌عنوان افشای ریسک کدگذاری می‌شوند که خواننده از فرصت‌ها، چشم‌اندازها، خطرها، آسیب‌ها، تهدیدها و افشای اطلاعاتی تأثیرگذار بر شرایط فعلی یا وضعیت آینده شرکت یا از مدیریت هر یک از موارد یادشده آگاه باشد (میکینن، ۲۰۱۳). در تحقیق حاضر از تعریف مشابه بالا برای کدگذاری عبارت‌ها به‌عنوان کدگذاری افشای ریسک استفاده شده است. عبارت‌های تحلیل‌شده در جدول ۱ درج شده است.

---

1. Damage Risk  
2. Integrity Risk

جدول ۱. عنوان ریسک و زیرمجموعه‌های آن

عنوان ریسک	زیرمجموعه‌های مرتبط
ریسک عملیاتی	ریسک‌های مربوط به تأمین منابع، کارایی و عملکرد، رضایت مشتری، کاهش ارزش نام تجاری، کاهش ارزش موجودی کالا، شکست در ارائه خدمات و کالا، سلامت و ایمنی محیطی.
ریسک مالی	ریسک‌های مربوط به نرخ بهره، نرخ ارز، نقدینگی، کالا و اعتبار.
ریسک استراتژیک	ریسک‌های مربوط به پایش محیطی، صنعت، پرتفوی کسب و کار، رقبا، قیمت‌گذاری، ارزش‌گذاری، برنامه‌ریزی، چرخه عمر، اندازه‌گیری عملکرد، حاکمیتی، سیاسی و مقرراتی.
ریسک عدم درستکاری	ریسک‌های مربوط به تقلب مدیران و کارکنان، اعمال غیرقانونی و شهرت و اعتبار.

### معیار تجربی کیفیت افشای ریسک

مطالعات اولیه متعددی به‌طور تلویحی فرض می‌کنند که افشای مقداری، معیار معتبری برای کیفیت افشا است (باتوسن، ۲۰۰۴). به همین دلیل از لگاریتم طبیعی کل تعداد واژگان افشای ریسک به‌عنوان نخستین شاخص تجربی برای کیفیت افشای ریسک استفاده شده است.

$$QUANTITY = \ln(\text{total number of risk disclosure words}) \quad (\text{رابطه ۱})$$

پوشش<sup>۱</sup> اطلاعات ریسکی فراهم آمده، دومین بُعد کیفی افشای ریسک است (بیتی، مکیناس و فرنلی، ۲۰۰۴). ارائه مناسب ریسک‌های عمده‌ای که شرکت با آن مواجهه است برای سرمایه‌گذاران اهمیت زیادی دارد؛ زیرا ریسک اطلاعات و مسئله انتخاب ناسازگارشان را کاهش می‌دهد. افشای ریسک برای سرمایه‌گذاران موجود و بالقوه به این دلیل مفید است که آنها درک درستی از ساختار ریسک شرکت پیدا می‌کنند (بیتی، مکیناس و فرینلی، ۲۰۰۴). در پژوهش حاضر از شاخص هرفیندال برای اندازه‌گیری تمرکز افشای شرکت بر موضوعات ریسکی استفاده کردیم که از رابطه ۲ به‌دست می‌آید.

$$COVERAGE = \left[ \frac{1}{H} \right] \quad (\text{رابطه ۲})$$

*the number of main risk topics*

که در فرمول بالا  $H$  معرف معیار اندازه‌گیری هرفیندال و میزان تمرکز بر موضوعات ریسکی است که از رابطه ۳ محاسبه می‌شود.

$$H = \sum_{i=1}^n p_i^2 \quad (\text{رابطه ۳})$$

1. Coverage

که در آن  $p_i$  نشان‌دهندهٔ افشای ریسک در هر یک از سرفصل‌های خاص است. از معکوس  $H$  هرفیندال، به‌عنوان شاخص هرفیندال بهتری که به‌طور گسترده پوشش افشای ریسک را منعکس می‌کند، استفاده شده است. مقدار عددی این شاخص، با تقسیم‌بندی بر اساس سرفصل‌های اصلی ریسک تعیین شده است.

### مدل آزمون فرضیه

با توجه به ادبیات تحقیق، مدل رگرسیونی این تحقیق شامل دو متغیر وابسته، یک متغیر مستقل، سه متغیر تعدیل‌گر و هفت متغیر کنترل برای آزمون فرضیه‌ها به شکل زیر تدوین شده است.

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 Rdisc_{it} + \sum_{h=1}^3 \beta_{2h} X_{hit} + \sum_{h=1}^3 \beta_{3h} X_{hit} \times Rdisc_{it} + Control\ variables + e_{it} \quad (1) \text{ مدل}$$

در مدل بالا  $y_{it} = \{pread_{it}; Volume_{it}\}$  و عوامل احتمالی (ریسکی بودن شرکت، شرایط رکود و سرمایه‌گذاران نهادی)  $X_{hit}$  است.

جدول ۲. تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

متغیر	نام متغیر	نوع متغیر	تعریف عملیاتی هر متغیر
Rdis	کیفیت افشای ریسک	مستقل	کیفیت افشای ریسک
Spread	شکاف قیمتی	وابسته - کنترلی	شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش (در مدل حجم معاملات متغیر کنترلی است).
Volume	سطح معاملات	وابسته - کنترلی	سطح معاملات (در مدل شکاف قیمتی متغیر کنترلی است)
Htec	سطح تکنولوژی	تعدیل‌گر	سطح تکنولوژی بر اساس شاخص SIC (شرکت‌های با تکنولوژی بالاتر، ریسکی‌تر)
Mcap	اندازهٔ شرکت	تعدیل‌گر	لگاریتم طبیعی ارزش روزانهٔ بازار (شرکت‌های کوچک‌تر، ریسکی‌تر)
Falling	شرایط رکودی	تعدیل‌گر	شرایط رکود در اقتصاد
Analysts	تحلیل‌گران نهادی	تعدیل‌گر	تعداد سرمایه‌گذاران نهادی
Ernvar	کیفیت سود	کنترلی	انحراف معیار سود قبل اقلام غیرعادی
Aq	کیفیت سود	کنترلی	انحراف معیار جزء اخلاص
Clshs	مالکیت مدیریت	کنترلی	مقدار سهمی که در اختیار مدیریت است
Page	تعداد صفحات گزارش‌ها	کنترلی	تعداد صفحات گزارش هیئت‌مدیره
Volatility	انحراف معیار بازدهی	کنترلی	انحراف معیار بازدهی روزانه

جدول ۳. تعریف کمی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	تعریف کمی هر متغیر
شکاف قیمتی	$SPREAD = \frac{ASK PRICE - BID PRICE}{(ASK PRICE + BID PRICE)/2} \times 100$
حجم معاملات	$Volume = \frac{Daily Trading Volume}{Nbr shares} \times 100$
سطح تکنولوژی	این متغیر به صورت دامی تعریف شده است، بدین صورت که با استفاده از شاخص SIC، شرکت‌های با سطح تکنولوژی بالاتر، ریسکی تر محسوب شده و به آنها مقدار ۱ اختصاص داده می‌شود و به شرکت‌های با سطح تکنولوژی کمتر به عنوان شرکت‌های با ریسک کمتر، عدد صفر تعلق می‌گیرد.
اندازه شرکت	شرکت‌ها بر اساس لگاریتم طبیعی ارزش روزانه بازار به دو گروه شرکت‌های کوچک و بزرگ دسته‌بندی شده‌اند؛ بدین ترتیب که میانگین شش‌ساله برای هر شرکت محاسبه می‌شود، اگر مقدار متغیر از میانگین شش‌ساله بزرگ‌تر باشد، شرکت با اندازه بزرگ محسوب می‌شود و اگر مقدار متغیر از میانگین شش‌ساله کمتر باشد، شرکت با اندازه کوچک در نظر گرفته می‌شود. با توجه به تئوری کارایی بازار از دید سرمایه‌گذاران، شرکت‌های کوچک‌تر نسبت به شرکت‌های بزرگ‌تر ریسکی‌ترند. بر این اساس شرکت‌های کوچک‌تر، ریسکی‌تر در نظر گرفته شده و به آنها عدد ۱ اختصاص می‌یابد و به شرکت‌های بزرگ‌تر که با ریسک کمتری در نظر گرفته شدند، عدد صفر تعلق می‌گیرد (متغیر دامی).
شرایط رکودی	این متغیر به صورت دامی تعریف شده است؛ بدین صورت که با توجه به فیلتر هادریک - پرسکات و با استفاده از داده‌های تولید ناخالص داخلی، شرایط رکود اقتصادی مشخص شده است. اگر افشای ریسک در دوره رکود اتفاق افتاده باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر بدان اختصاص داده شده و در مدل لحاظ می‌شود.
تحلیل گران نهادی	از آنجا که سرمایه‌گذاران نهادی، سهامداران متبصری هستند و در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات مزیت بیشتری دارند (سنایش و کاشانی‌پور، ۱۳۹۳)، این پیش‌فرض وجود دارد که آنها با توجه به توان تحلیلی خود روی اطلاعات افشاشده شرکت‌ها پردازش بیشتری انجام می‌دهند، در نتیجه موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شوند. بر این اساس میانگین شش‌ساله متغیر مدنظر محاسبه می‌شود، اگر تعداد سرمایه‌گذار نهادی شرکت از میانگین شش‌ساله بیشتر باشد، به آن عدد ۱ و اگر کمتر از میانگین ۶ سال باشد عدد صفر تعلق می‌گیرد که به صورت متغیر دامی تعریف شده است.

## یافته‌های پژوهش

## بررسی آمار توصیفی

برای بررسی مشخصات عمومی و پایه‌ای متغیرها به منظور برآورد و تخمین مدل‌ها، ابتدا از شاخص‌های توصیفی مربوط به متغیرها استفاده می‌شود. نتایج مربوط به مقدار شاخص‌های توصیفی متغیرها در جدول ۴ گزارش شده است. یکی از مهم‌ترین استفاده‌ای که می‌توان از جدول آمار توصیفی داشت، قضاوت درباره نرمال یا غیر نرمال بودن داده‌هاست. آزمون چارک برا آزمونی است که برای این بررسی عمومیت بیشتری دارد. این آماره نشان می‌دهد متغیرهای پژوهش دارای توزیع نرمال هستند؛ زیرا با توجه به احتمال مربوطه ( $p\text{-value} < 0$ ) فرض صفر آزمون مبنی بر نرمال بودن داده‌ها تأیید می‌شود. بین متغیرهای پژوهش، کیفیت سود (ErnVAR) با انحراف معیار ۰/۰۶۲۷ کمترین پراکندگی را دارد، از این رو متمرکزتر بوده و از دقت بیشتری برخوردار است و متغیر گسترش با انحراف معیار ۳/۵۵۵۳ نسبت به متغیرهای دیگر پراکنده‌تر بوده و از دقت کمتری برخوردار است.

جدول ۴. جدول آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

احتمال آماره	مقدار چارک برا	کشیدگی	چولایی	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	میانگین	
۰/۰۰۰۱	۶۰/۲۴۱۵	۳۲/۴۴۲	۴/۲۹۳۱	۳/۵۵۵۳	۰/۳۳۵۸	۴۱/۲۴۰	۳/۶۳۴	شکاف قیمتی
۰/۰۰۰۱	۵/۲۵۴۶	۳۳/۶۳۹	۴/۴۶۸۶	۰/۱۷۸۳	۰/۰۰۰۳	۱/۸۵۳	۰/۱۴۷	حجم
۰/۰۰۰۱	۳/۲۷۵	-۰/۵۸۵۰	-۰/۸۵۵۰	۰/۰۸۰۹	۰/۴۵۰	۰/۹۱۲	۰/۷۲۲	کیفیت افشای ریسک
۰/۰۰۰۱	۵۰/۴۲۴۷	۴۳/۲۷۱۰	۵/۳۸۸۰	۲/۷۶۵۳	۰/۶۰۷۱	۳۰/۰۳	۳/۳۷۲	نوسان بازدهی
۰/۰۰۰۱	۹۴/۴۴	۱/۰۷۱۱	۰/۱۱۹۶	۰/۳۷۰۴	۰	۰/۸۸۶	۰/۳۵۳	ریسکی بودن
۰/۰۰۰۱	۹۳/۴۵	۱/۱۱۵۴	۰/۲۱۶۱	۰/۳۶۸۳	۰	۰/۹۱۲	۰/۳۳۶	سطح فناوری
۰/۰۰۰۱	۹۱/۲۲۷	۱/۱۰۹۵	-۰/۱۳۷۰	۰/۳۶۲۳	۰	۰/۸۹۷	۰/۳۹۸	سهامداران نهادی
۰/۰۰۰۱	۱۰۳/۷۲	۱/۶۵۱۶	۰/۷۶۳۳	۰/۳۴۳۹	۰	۰/۹۱۲	۰/۲۴۰	شرایط رکودی
۰/۰۰۰۱	۲۶/۲۳۳	۴/۰۱۹۳	-۰/۰۵۰۸	۰/۶۲۳۰	۱/۰۶۰۴	۲/۲۵۸	۳/۶۷	تعداد صفحات
۰/۰۰۰۱	۳۴۹/۶۳۳	۵/۰۳۳۳	-۱/۵۶۹۳	۰/۰۶۲۷	-۰/۳۳۶۴	-۰/۰۰۱	-۰/۰۷۳	کیفیت سود (ErnVar)
۰/۰۰۰۱	۶۵/۴۷۰	۲/۹۵۳۱	-۰/۸۰۸۷	۰/۲۱۹۳	۰/۰۱۸۸	۰/۹۹۴	۰/۶۴۰	مالکیت مدیریت
۰/۰۰۰۱	۷۰/۵۹۴۳	۱۷/۱۰۵	-۳/۱۱۳	-۰/۱۶۳۳	-۲/۲۷۱۵	۰/۰۰۰۱	۰/۱۲۹۶	کیفیت سود (AQ)

در این بخش به منظور تشخیص تلفیقی یا ترکیبی بودن فرضیه‌های پژوهش، از آزمون بروش - پاگان استفاده شده است. فرضیه صفر این آزمون بر تصادفی بودن آزمون مدنظر دلالت دارد. با توجه به نتایج، تمام مدل‌های پژوهش از نوع تصادفی هستند.

جدول ۵. آزمون پرورش پاگان برای انتخاب مدل

Cross-section	حجم معاملات		شکاف قیمتی		فرضیه‌ها
	F	P-Value	F	P-Value	
Panel-Random	۲۸/۸۸	۰/۰۰۱۵	۳۳/۳۳	۰/۰۰۰۱	فرضیه اول
Panel-Random	۳۳/۶۷	۰/۰۰۰۴	۳۶/۲۰	۰/۰۰۰۳	فرضیه دوم
Panel-Random	۲۶/۴۱	۰/۰۰۵۶	۳۲/۹۰	۰/۰۰۰۵	فرضیه سوم
Panel-Random	۲۱/۹۳	۰/۰۱۵۵	۳۷/۳۷	۰/۰۰۰۱	فرضیه چهارم

### نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

#### نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه اول پژوهش حاضر به بررسی ارتباط بین کیفیت افشای ریسک و عدم تقارن اطلاعاتی در حالت شکاف قیمتی و حجم معاملات می‌پردازد. نتایج آزمون فرضیه اول در حالت شکاف قیمتی نشان می‌دهد بین کیفیت افشای ریسک و عدم تقارن اطلاعاتی ارتباط معناداری وجود دارد و با توجه به ضریب رگرسیونی و احتمال آماره، این ارتباط منفی و معنادار است. همچنین بر اساس نتایج آزمون فرضیه اول در حالت حجم معاملات، با توجه به ضریب رگرسیونی و احتمال آماره، بین کیفیت افشای ریسک و عدم تقارن اطلاعاتی ارتباط منفی و معناداری برقرار است. این نتایج با یافته‌های پترسون و پلنبرگ (۲۰۰۶)، چانگ، لین، چانگ و چن (۲۰۰۸)، میکینن (۲۰۱۳) در تحقیقات خارجی و احمدپور و عجم (۱۳۸۸)، پورزمانی، جهانشاد و محمودآبادی (۱۳۹۲) در مطالعات داخلی همخوانی دارد. همچنین این یافته با نتیجه پژوهش اخگر و شانظری (۱۳۹۴) تنها در حالت شکاف قیمتی در داخل کشور که رابطه منفی و معناداری بین کیفیت افشا و عدم تقارن اطلاعاتی را نشان داده‌اند، سازگار است؛ اما در حالت حجم معاملات، نتایج به‌دست‌آمده در این تحقیق با یافته‌های خواجهی و علیزاده (۱۳۹۳) و اخگر و شانظری (۱۳۹۴) مغایرت دارد. بر این اساس می‌توان گفت که فرضیه اول تأیید می‌شود. نکته‌ای که باید در مورد مقایسه این تحقیق با تحقیق‌های نام برده در نظر گرفت، این است که این تحقیق برای اولین بار با استفاده از روش تحلیل محتوایی در بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی افشای اطلاعات ریسکی به

عنوان یک بخش از افشای داوطلبانه پرداخته است و در ایران تحقیقی که به طور کامل با تحقیق حاضر مشابهت داشته باشد، وجود ندارد تا معیار مناسبی برای مقایسه قرار گیرد.

جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه اول

متغیرها	حجم معاملات			شکاف قیمتی		
	ضرایب	آماره t	احتمال آماره	ضرایب	آماره t	احتمال آماره
کیفیت افشا ریسک	-۰/۳۷۴۳۴۰	-۴/۰۵	۰/۰۰۰۱	-۱۰/۳۶۳۸۲	-۶/۰۷	۰/۰۰۰۱
حجم / شکاف	-۰/۰۱۴۲۴	-۰/۶۶	۰/۵۱۲	۰/۵۰۲۴۳	۰/۶۶	۰/۵۱۲
نوسان بازدهی	۰/۰۰۰۳۴۰۷	-۰/۱۳	۰/۸۹۳	۰/۱۳۸۸۶۴	۲/۹۵	۰/۰۰۳
کیفیت سود (ErnVar)	-۰/۲۷۰۸۶	-۲/۳۹	۰/۰۱۷	۰/۷۳۲۱	-۰/۳۴	۰/۷۳۲
کیفیت سود (AQ)	-۰/۱۰۸۱۲	-۲/۵۰	۰/۰۱۲	-۰/۸۷۲۳۸	-۱/۰۷	۰/۲۸۴
مالکیت مدیریت	۰/۳۷۵۲	۶/۲۹	۰/۰۰۰۱	۲/۰۱۳	۲/۵۹	۰/۰۱۰
تعداد صفحات گزارشها	-۰/۰۲۵۳	-۱/۹۹	۰/۰۴۷	-۱/۴۲۸	-۶/۱۳	۰/۰۰۰۱
مقدار ثابت	۰/۶۶۶۷	۶/۷۵	۰/۰۰۰۱	۱۸/۴۶۰	۱۰/۴۲	۰/۰۰۰۱
آماره کای دو	۱۱۴/۵۳			۲۰۵/۰۱		
احتمال آماره کای دو	۰/۰۰۰۱			۰/۰۰۰۱		

### نتایج آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم به بررسی کیفیت افشای ریسک بر عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های با ریسک ذاتی بالا (با توجه به سطح فناوری و اندازه شرکت و در نظر گرفتن ارزش بازار شرکت) در حالت شکاف قیمتی و حجم معاملات می‌پردازد. نتایج آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد تأثیر متغیر ریسکی بودن شرکت‌ها در حالت شکاف قیمتی، در ارتباط بین کیفیت افشای ریسک بر عدم تقارن اطلاعاتی با توجه به ضریب رگرسیونی و احتمال آماره، معنادار نیست. نتیجه به دست آمده از آزمون فرضیه دوم با مبانی نظری ارائه شده میکینن (۲۰۱۳) مطابقت ندارد؛ اما با یافته‌های اخگر و شانظری (۱۳۹۳) که در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته است، همخوانی دارد. نتایج آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد تأثیر متغیر ریسکی بودن شرکت‌ها در حالت حجم معاملات، در ارتباط بین کیفیت افشای ریسک بر عدم تقارن اطلاعاتی با توجه به ضریب رگرسیونی و احتمال آماره در شرکت‌های با ریسک بالا و در نظر گرفتن سطح فناوری، معنادار



است. این یافته با نتیجه پژوهش میکینن (۲۰۱۳) همخوانی دارد، اما با نتایج به دست آمده در تحقیق مشابه که توسط اخگر و شانظری (۱۳۹۳) انجام گرفته است، سازگار نیست.

جدول ۷. نتایج آزمون فرضیه دوم

متغیرها	حجم معاملات		شکاف قیمتی	
	ضرایب	آماره t	احتمال آماره	ضرایب
کیفیت افشا ریسک	-۰/۵۲۵۹	-۴/۲۲	۰/۰۰۰۱	-۱۲/۰۵۹۸
ریسکی بودن شرکت	۰/۵۵۲۸	-۰/۴۲	۰/۶۷۳	-۰/۹۱
سطح فناوری	-۰/۳۹۷۳	-۲/۳۸	۰/۰۱۷	-۲/۲۳۵۹
ریسکی بودن* کیفیت افشای ریسک	-۰/۰۲۶۴۱	-۰/۱۵	۰/۸۸۳	۲/۲۱۲۷
سطح فناوری* کیفیت افشای ریسک	۰/۳۹۱۲	۲/۲۹	۰/۰۲۲	۲/۵۵۳۳
حجم معاملات / شکاف قیمتی	۰/۰۰۱۳۸	-۰/۶۴	۰/۵۲۳	۲/۴۹۱
نوسان بازدهی	۰/۰۰۰۳۸	-۰/۱۵	۰/۷۸۹	-۰/۱۴۵
کیفیت سود (EmVar)	-۰/۲۱۴	-۱/۸۸	۰/۰۶۱	-۰/۵۹۶
کیفیت سود (AQ)	-۰/۱۰۲	-۲/۳۸	۰/۰۱۷	-۰/۷۹۷
مالکیت مدیریت	۰/۱۳۰	۴/۱۶	۰/۰۰۰۱	۰/۲۲۹
تعداد صفحات گزارشها	-۰/۰۲۹	-۲/۲۶	۰/۰۲۴	-۱/۳۷۴
مقدار ثابت	۰/۵۳۷۸	۴/۶۴۴۴	۰/۰۰۰۱	۱۷/۶۹۹
آماره کای دو	۱۲۵/۸۴		۲۱۳/۷۸	
احتمال آماره کای دو	۰/۰۰۰۱		۰/۰۰۰۱	

### آزمون فرضیه سوم

در فرضیه سوم تأثیر کیفیت افشای ریسک بر عدم تقارن اطلاعاتی با توجه به متغیر تعدیل گر شرایط رکودی در دو حالت شکاف قیمتی و حجم معاملات بررسی شده است. نتایج آزمون فرضیه دوم نشان می دهد با توجه به ضریب رگرسیونی و احتمال آماره، متغیر تعدیل گر شرایط رکودی بر ارتباط بین کیفیت افشای ریسک و عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر معناداری ندارد. در واقع می توان نتیجه گرفت در بورس اوراق بهادار تهران، افشای اطلاعات ریسکی در شرایط مختلف اقتصادی تأثیر یکسانی بر عدم تقارن اطلاعاتی دارد. نتایج آزمون این فرضیه با یافته های میکینن (۲۰۱۳) مطابقت ندارد. دوره رکود اقتصادی در تحقیق میکینن (۲۰۱۳) دوره بحران اقتصاد جهانی در سال های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ در نظر گرفته شده است و نتایج تحقیق نشان می دهد

سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات ریسکی ارائه شده در خلال این دوره، واکنش معناداری نشان داده‌اند. اما در تحقیق حاضر دوره رکود در سال‌ها ۹۰ و ۹۱ همراه با اتخاذ سیاست‌هایی همچون هدفمندی یارانه‌ها، افزایش حامل‌های انرژی و تغییرات ناگهانی در نرخ ارز، اتفاق افتاد که مشاهده کردیم، سرمایه‌گذاران واکنش معناداری به افشای اطلاعات ریسکی در طول این دوره نداشته‌اند. شاید دلیل آن ناکافی بودن میزان افشای اطلاعات، بی‌توجهی به افشای اطلاعات توسط سرمایه‌گذاران و فقدان تحلیل‌گران مالی در بازار باشد که میزان افشای اطلاعات نتوانسته است میزان عدم تقارن اطلاعاتی را تحت تأثیر قرار دهد. این نتایج با یافته‌های به‌دست آمده از پژوهش قالبیاف اصل و نادری (۱۳۸۶) مطابقت دارد و حاکی از این است که سرمایه‌گذاران در کوتاه‌مدت به اطلاعات و اخبار منتشرشده در شرایط رکود و رونق، واکنش بیش از حد نداشته‌اند.

جدول ۸. جدول آزمون فرضیه سوم

متغیرها	حجم معاملات			شکاف قیمتی		
	ضرایب	آماره t	احتمال آماره	ضرایب	آماره t	احتمال آماره
کیفیت افشا ریسک	-۰/۳۷۸۳۴۴	-۳/۴۷	۰/۰۰۰۱	-۹/۹۶۹۴	-۴/۹۲	۰/۰۰۰۱
شرایط رکودی	-۰/۱۱۰۱	-۰/۰۹	۰/۹۳۱	۰/۷۲۴۰۰	۰/۳۰	۰/۷۶۱
کیفیت افشا ریسک*شرایط رکودی	۰/۰۱۰۹۶	۰/۰۶	۰/۹۵۰	-۱/۲۳۱۶	-۰/۳۸	۰/۷۰۷
حجم معاملات/شکاف قیمت	۰/۰۰۱۴۱	۰/۶۵	۰/۵۱۵	۰/۴۹۸۵	۰/۶۵	۰/۵۱۵
نوسان بازدهی	۰/۰۰۰۳۰۱۸	۰/۱۲	۰/۹۰۵	۰/۱۳۵۰۳	۲/۸۵	۰/۰۰۴
کیفیت سود	-۰/۱۰۷۴	-۲/۴۸	۰/۰۱۳	۰/۷۳۸۷	۰/۳۵	۰/۷۳
کیفیت سود	-۰/۲۷۱۱	-۲/۳۹	۰/۰۱۷	-۰/۸۴۱۷	-۱/۰۳	۰/۳۰۳
مالکیت مدیریت	۰/۱۲۶۴	۴/۰۲	۰/۰۰۰۱	۰/۱۴۴۵	۰/۲۴	۰/۸۰۹
تعداد صفحات گزارش‌ها	-۰/۰۲۵۵	-۲/۰۰	۰/۰۴۶	-۱/۴۳۴۷	-۶/۱۵	۰/۰۰۰۱
مقدار ثابت	۰/۶۷۱۴۴	۶/۱۸	۰/۰۰۰۱	۱۸/۲۳۸۵	۹/۲۷	۰/۰۰۰۱
آماره کای دو	۱۱۴/۵۹			۲۰۵/۷۱		
احتمال آماره کای دو	۰/۰۰۰۱			۰/۰۰۰۱		

### آزمون فرضیه چهارم

فرضیه چهارم به بررسی ارتباط بین کیفیت افشای ریسک و عدم تقارن اطلاعاتی در حالت شکاف قیمتی و حجم معاملات با توجه به وجود تحلیل‌گران نهادی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. نتیجه آزمون فرضیه چهارم نشان می‌دهد وجود تحلیل‌گران نهادی بر ارتباط بین کیفیت افشای اطلاعات ریسکی و عدم تقارن اطلاعاتی در حالت شکاف قیمتی با توجه به رابطه مثبت و معنادار، تأثیری ندارد. بر این اساس وجود تحلیل‌گران نهادی، رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات ریسکی و عدم تقارن اطلاعاتی را تحت تأثیر قرار نمی‌دهد. دلیل این نتیجه را می‌توان در نوع خرید تقلیدی و توده‌وار سهامداران جست‌وجو کرد. در صورتی که تقاضا برای خرید یک سهم زیاد باشد، قیمت سهام افزایش می‌یابد. در بسیاری موارد این افزایش قیمت جنبه روانی دارد و دلیل آن افزایش تقاضای واقعی برای محصول آن شرکت خاص نیست. اگر سهامداران خود به تجزیه و تحلیل اطلاعات منتشرشده شرکت‌ها اقدام کنند یا از مشاوره تحلیل‌گران مالی بهره ببرند، انتخاب آنان با آگاهی همراه خواهد بود. نتیجه به‌دست‌آمده از فرضیه چهارم در حالت گسترش، مغایر با مبانی نظری مطرح‌شده میکینن (۲۰۱۳) و هم‌راستا با پژوهش پورزمانی، جهانشاد و محمودآبادی (۱۳۹۲) است؛ اما نتیجه به‌دست‌آمده در حالت حجم معاملات، با مباحث مطرح‌شده در بالا همخوانی ندارد. در واقع با توجه به رابطه منفی و معنادار بین کیفیت افشای اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی و در نظر گرفتن تحلیل‌گران نهادی، فرضیه چهارم تأیید می‌شود. متغیر سهامداران نهادی به‌عنوان یکی از عوامل خارجی نظام حاکمیت شرکتی، نقش مهمی در رفع عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش هزینه نمایندگی دارد. موضوع سهامداران نهادی از دو جنبه مطرح می‌شود: اول مفهوم نظارت کارآمد و دوم مفهوم همگرایی منافع. این دو مفهوم در توجیه یافته‌های پژوهش حاضر به کار می‌رود؛ بدین‌گونه که بین مالکیت نهادی و حجم معاملات رابطه معناداری وجود دارد. سرمایه‌گذاران نهادی یکی از گروه‌های اصلی فعال در بازارند که از طریق معاملات عمده، تأثیر شگرفی بر سمت و سوی حرکت بازار می‌گذارند. به‌علاوه ساختار منسجم سازمانی و شبکه پیچیده مالکانه آنها، تمایز این گروه را بیشتر نمایان می‌کند. آنها به نیابت از گستره وسیع مالکان و با اتکا به توان زیاد در تحلیل، جمع‌آوری و تفسیر مداوم اطلاعات، تصمیمات آگاهانه‌تر و منطقی‌تری در مقایسه با سرمایه‌گذاران ناآگاه اتخاذ می‌کنند و بدین ترتیب موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شوند. این مفاهیم هم‌راستا با نتایج فرضیه فوق در حالت حجم معاملات است. نتایج فرضیه چهارم هم‌راستا با یافته‌های میکینن (۲۰۱۳) و پورافشار (۱۳۹۲) است.

جدول ۹. جدول آزمون فرضیه چهارم

متغیرها	حجم معاملات		شکاف قیمتی	
	ضرایب	آماره t	احتمال آماره	ضرایب
کیفیت افشا ریسک	-۱۴/۴۶۷	-۶/۱۷	۰/۰۰۰۱	-۳/۳۷۸
شرایط رکودی	-۵/۵۹۸	-۲/۴۲	۰/۰۱۵	-۰/۰۹
کیفیت افشا ریسک* سرمایه گذاران نهادی	۶/۵۴۲۱	۲/۰۵	۰/۰۴۱	۰/۰۱۰
حجم / شکاف قیمتی	۰/۷۸۵۰۱	۱/۰۳	۰/۳۰۳	۰/۰۱۴
نوسان بازدهی	-۰/۱۱۴	۲/۴۵	۰/۰۱۴	-۰/۰۰۳
کیفیت سود (EmVar)	۰/۲۳۰۸	۰/۱۱	۰/۹۱۳	-۰/۱۰
کیفیت سود (AQ)	-۰/۶۸۴۸	-۰/۸۴	۰/۴۰۰	-۲/۳۹
مالکیت مدیریت	۰/۵۲۳۰	۰/۸۷	۰/۳۸۳	۰/۱۲
تعداد صفحات گزارشها	-۱/۳۶۳۳	-۵/۸۶	۰/۰۰۰۱	-۲/۰۰
مقدار ثابت	۲۰/۸۶۵	۹/۴۳	۰/۰۰۰۱	۶/۱۸
آماره کای دو	۲۲۵/۰۶		۱۱۴/۵۹	
احتمال آماره کای دو	۰/۰۰۰۱		۰/۰۰۰۱	

### نتیجه گیری

عدم تقارن اطلاعاتی یکی از موارد مهم در تصمیم‌گیری است. در صورتی که اطلاعات مورد نیاز استفاده‌کنندگان به صورت نابرابر بین آنان توزیع شود، می‌تواند نسبت به موضوع واحد، نتایج متفاوتی داشته باشد. هنگامی که شرکت‌ها با مشکل عدم تقارن اطلاعاتی مواجه می‌شوند، سرمایه‌گذاران کم‌تجربه ممکن است نتوانند مانند سرمایه‌گذاران باتجربه پردازش درستی از اطلاعات به عمل آورند. با توجه به نقش انکارناپذیر اطلاعات در بازار سرمایه، گفته می‌شود گران‌ترین دارایی در بورس، اطلاعات است که این اطلاعات از طریق کانال افشا در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد. در این پژوهش، رابطه بین کیفیت افشای ریسک و عدم تقارن اطلاعاتی، تحت شرایط ریسکی بودن شرکت، شرایط رکودی و وجود تحلیل‌گران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. در پژوهش حاضر، تجزیه و تحلیل افشای اطلاعات ریسک، از طریق تحلیل محتوایی بخش‌های مختلف گزارش هیئت‌مدیره صورت گرفته است. رویه بررسی افشای ریسک در تحقیق حاضر بر اساس استانداردهایی است که لینسلی و شرابوز (۲۰۰۶) تدوین کرده‌اند. نتایج پژوهش حاضر نشان داد بین کیفیت افشای ریسک و عدم تقارن

اطلاعاتی (شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و سطح معاملات)، رابطه منفی و معناداری وجود دارد. بر این اساس هرچه افشای اختیاری اطلاعات ریسکی بیشتر باشد و اطلاعات دقیق‌تر و شفاف‌تری ارائه شود، سرمایه‌گذاران با آگاهی بیشتر نسبت به سرمایه‌گذاری تصمیم گرفته و اقدام می‌کنند. نتیجه دیگر این پژوهش نشان داد، میزان ریسکی بودن شرکت‌ها بر ارتباط بین کیفیت افشای ریسک و عدم تقارن اطلاعاتی در دو حالت شکاف قیمتی و حجم معاملات متفاوت است، بدین ترتیب در حالت شکاف قیمتی، میزان ریسکی بودن شرکت‌ها بر ارتباط بین کیفیت افشای ریسک و عدم تقارن اطلاعاتی تأثیرگذار نیست و در حالت حجم معاملات، میزان ریسکی بودن شرکت با توجه به سطح فناوری، بر ارتباط بین کیفیت افشای ریسک و عدم تقارن اطلاعاتی تأثیرگذار نیست. اما ریسکی بودن شرکت با توجه به اندازه شرکت بر اساس ارزش بازار، بر ارتباط بین کیفیت افشای ریسک و عدم تقارن اطلاعاتی معنادار است. بر اساس نتایج این تحقیق، متغیر تعدیل‌گر شرایط رکودی، تأثیر معناداری بر ارتباط بین کیفیت افشای ریسک و عدم تقارن اطلاعاتی ندارد. در واقع، می‌توان نتیجه گرفت در بورس اوراق بهادار تهران، افشای اطلاعات ریسکی در وضعیت مختلف اقتصادی تأثیر یکسانی بر عدم تقارن اطلاعاتی دارد. بر این اساس می‌توان گفت میانگین سطح افشای داوطلبانه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار اوراق بهادار تهران، موجب می‌شود سرمایه‌گذاران هنگام تصمیم‌گیری در وضعیت مختلف اقتصادی، به افشای اطلاعات واکنش چندانی نشان نداده یا به‌طور جدی به آن توجه نکنند.

طبق نتایج این پژوهش، وجود تحلیل‌گران نهادی بر ارتباط بین کیفیت افشای اطلاعات ریسکی بر عدم تقارن اطلاعاتی در حالت شکاف قیمتی، تأثیری ندارد. دلیل این نتیجه را می‌توان نوع خرید تقلیدی و توده‌وار سهامداران دانست؛ یا اینکه به دلیل نبود تحلیل‌گران مالی خبره در شرکت‌های سرمایه‌گذاری نهادی، میزان افشای داوطلبانه شرکت‌ها نتوانسته است میزان عدم تقارن اطلاعاتی را در بازار سرمایه به‌طور شایان توجهی تغییر دهد، اما وجود تحلیل‌گران نهادی در حالت حجم معاملات تأثیر معناداری بر ارتباط بین کیفیت افشای ریسک و عدم تقارن اطلاعاتی داشته است.

## پیشنهادها

### پیشنهادهای کاربردی

۱. با توجه به نتایج تحقیق مبنی بر اینکه افشای اختیاری و گسترده اطلاعات ریسکی، موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود؛ سازمان‌های سیاست‌گذار، اجرایی و نظارتی باید

ساختاری اتخاذ کنند تا شرکت‌ها به ارائه گزارش‌های مالی واقعی، دقیق و صحیح ملزم شوند.

۲. با توجه به اینکه سهامداران نسبت به نوسان‌های حجم معاملات در بازار سهام واکنش نشان می‌دهند، بهتر است سازمان بورس اوراق بهادار تهران شفافیت اطلاعاتی بیشتری در رابطه با علت این‌گونه نوسان‌ها در اختیار داشته باشد تا مشخص شود این نوسانات ناشی از اقدامات سفته‌بازانه یا معاملات گروه‌های خاصی از سرمایه‌گذاران است یا خیر.

### پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

۱. ارتباط بین کیفیت افشای ریسک و عدم تقارن اطلاعاتی با سایر روش‌های محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی و کیفیت افشای ریسک ارزیابی شود.
۲. تغییرات حجم معاملات و قیمت سهام در بازار بورس تهران می‌تواند ناشی از حرکات سفته‌بازی و خرید و فروش‌های کوتاه‌مدت باشد که این تغییرات به یک‌باره صف‌های خرید و فروش زیادی ایجاد می‌کنند. می‌توان در تحقیقات آتی این عوامل را به‌عنوان متغیر کنترلی لحاظ کرد.

### References

- Abrahamson, E. & Amir, E. (1996). The information content of the president's letter to shareholders. *Journal of Business Finance & Accounting*, 23(8), 1157-1182.
- Ahmadpour, A. & Ajam, M. (2010). The relationship between Quality of accruals and information asymmetry the companies listed in the Tehran Stock Exchange. *Journal of Securities Exchange*, 3(11), 107-124. (in Persian)
- Ajinkya, B., Bhojras, S. & Sengupta. (2005). The Association between Outside Directors, Institutional Investors and the Properties of Management Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research*, 43(3), 343-376.
- Akhgar, M. & Shanazari, N. (2015). The relationship between the quality of financial reporting and information asymmetry regarding to differnt firm riskiness and investment interest. *Journal of Financial Accounting Knowledge*, 2(2), 147-199. (in Persian)
- Amran, A., Manaf Rosli Bin, A. & Haat, B. (2008). Risk reporting: An exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports. *Managerial Auditing Journal*, 24(1), 39-57.

- Beattie, V., McInnes, B. & Fearnley, S. (2004). A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: A comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. *Accounting Forum*, 28(3), 205–236.
- Beretta, S., & Bozzolan, S. (2004). A framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, 39(3), 265–288.
- Botosan, C. (2004). Discussion of a framework for the analysis of risk communication. *The International Journal of Accounting*, 39(3), 289-295.
- Brown, S. & Hillegeist, S. (2007). How disclosure quality affects the level of information asymmetry. *Review of Accounting Studies*, 12(3), 443-477.
- Chang, S., Lin, R., Chang, F. & Chen, R. (2007). Achieving manufacturing flexibility through entrepreneurial orientation. *Industrial Management & Data Systems*, 107(7), 997-1017.
- Cormier, D., Magnan, M. & Van Velthoven, B. (2005). Environmental disclosure quality in large German companies: economic incentives, public pressures or institutional conditions. *European Accounting Review*, 14(1), 3–39.
- Diamond, A., Prevor, M., Callender, G. & Druin, D. (1997). Prefrontal cortex cognitive deficits in children treated early and continuously for PKU. *Monographs of the Society for Research in Child Development*, 62(4), 252-279.
- Ghalibaf Asl, H. & Naderi, M. (2008). Investigating of overreact by investor in Tehran Stock Exchange to the information and reports in Economic Downturn and boon. *Journal of financial Research*, 8(21), (in Persian)
- Iatridis, G. (2011). Accounting disclosures, accounting quality and conditional and unconditional conservatism. *International Review of Financial Analysis*, 20(2), 88-102.
- Kajuter, P. & Winkler, C. (2014). Die Risikoberichterstattung der DAX100-Unternehmen im Zeitvergleich. *Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung*, 3(5), 217–228.
- Kajüter, P. (2001). Risikoberichterstattung: Empirische Befunde und der Entwurf des DRS 5. *Der Betrieb*, 54(3), 105–111.
- Karami, G. & Sedighi, F. (2015). The level of disclosure, and its determinative factors, emphasizing of Islamic based mechanisms and strategies. *Journal of Financial Research*, 17(40), 357-376. (in Persian)
- Khajavi, N. & Alizadeh, V. (2014). The Effects of voluntary disclosure on information asymmetry of listed companies in Tehran Stock Exchange.

*Journal of Empirical studies of Financial Accounting*, 11(42), 89-115.  
(in Persian)

Linsley, P. & Shrives, P. (2006). Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *The British Accounting Review*, 38(4), 387-404.

Miihkinen, A. (2013). The usefulness of firm risk disclosures under different firm riskiness, investor-interest, and market conditions: New evidence from Finland. *Advances in International Accounting*, 29(2), 312-331.

Parker, G. Parsaeian, A. (2008). The management and dimensions of risk, the definition and using in financial organization. *Journal of financial research*, 2(5), 125-144. (in Persian)

Petersen, C. V. & Plenborg, T. (2006). Voluntary disclosure and information asymmetry in Denmark. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 15(2), 127-149.

Pourzamani, Z., Jahanshad, A. & Mahmoudabadi, A. (2012). The impact of intellectual capital on market value and financial performance. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 19(68), 17-30. (in Persian)

Rodriguez Domínguez, L. & Noguera Gámez, L. C. (2014). Corporate reporting on risks: Evidence from Spanish companies. *Revista de Contabilidad*, 17(2), 116-129.

Setayesh, H. & Kashanipour, F. (2012). Investigating the impact of the effective factors on capital structure of listed companies in Tehran stock exchange. *Journal of financial research*, 12(30), 57-74. (in Persian)