فصلنامه حسابداری مالی/سال سیزدهم/ شماره ۵۱/پاییز ۱۴۰۰/صفحات ۷۶- ۴۹

تأثیر معیارهای افشای اختیاری اطلاعات بر صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌های شرکت در هر یک از دوره‌های زمانی رونق و رکود بازار سرمایه

غزل صادقی یخدانی *
عبدالله خانی **

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۵/۰۸ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۲/۲۰

چکیده

نتایج پژوهش‌های تجربی در بررسی رابطه بین افشای اطلاعات و صرف ریسک سهام تا حدی متناقض بوده است. هدف پژوهش حاضر بررسی اثرگذاری دوره‌های زمانی رونق و رکود بازار سرمایه بر میزان تأثیر افشای اختیاری اطلاعات بر صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌های شرکت با هدف توضیح تناقض مذکور است. به‌منظور اندازه‌گیری متغیر افشای اختیاری از معیارهای به‌موقع بودن، تورش و دقت پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای و سالانه شرکت استفاده شده است. برای تعیین دوره‌های زمانی رونق و رکود بازار از فیلتر هودریک- پراسکات و برای آزمون فرضیه‌ها از اطلاعات ۱۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بین سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۷ و مدل رگرسیون چندگانه استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که معیارهای به‌موقع بودن و تورش پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای و سالانه بر صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌ها، تأثیری مستقیم و معنادار و معیار دقت پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای بر صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌ها، تأثیری معکوس و معنادار دارد. همچنین، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که رونق و رکود بازار بر میزان تأثیر معیار به‌موقع بودن پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای و دقت پیش‌بینی سودهای سالانه بر صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌ها اثرگذار است. نتایج پژوهش حاکی از این است که چرخه بازار سرمایه یک عامل اثرگذار بر میزان تأثیر افشای اختیاری بر صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌ها است.

* دانش آموخته دکتری،گروه حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران.
Email: ghazalsadeghi64@pds.ui.ac.ir
** دانشیار،گروه حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران. (نویسنده مسئول).
Email: a.khani@ase.ui.ac.ir

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

همچنین، رابطه بیان‌شده برای معیارهای مختلف سنجش افشای اختیاری اطلاعات متفاوت است.

کلیدواژه‌ها: افشای اختیاری اطلاعات، رونق و رکود بازار سرمایه، صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌های شرکت.

۱- مقدمه

امروزه وجود اطلاعات شفاف یکی از ارکان اساسی پاسخگویی و تصمیم‌گیری‌های اقتصادی آگاهانه محسوب می‌شود. افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها یکی از ابزارهای مهم مدیران به‌منظور انتقال اطلاعات مربوط به عملکرد مالی و وضعیت مالی سازمان‌ها است. شرکت‌ها یا از طریق ارائه گزارش‌های مالی حسابرسی شده، ملزم به افشای اطلاعات در بازار سرمایه خواهند بود و یا اینکه به‌صورت داوطلبانه، همچون ارائه پیش‌بینی‌های مدیریت، تمایل به افشای اطلاعات خواهند داشت (نوح، سو و وبر[1]، ۲۰۱۹؛ پورحیدری، یوسف‌زاده، اعظمی و معصومی‌بیلندی، ۱۳۹۶). یکی از موضوع‌های مهمی که در رابطه با افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها مطرح است، پیامدهای اقتصادی افشای اطلاعات است. افشای اجباری و اختیاری اطلاعات می‌تواند دارای پیامدهای اقتصادی متعددی باشد که از جمله این پیامدها می‌توان به بهبود نقدشوندگی سهام در بازار سرمایه، کاهش هزینه سرمایه شرکت‌ها و افزایش کاربران و افزایش توان پیش‌بینی استفاده‌کننده از اطلاعات اشاره نمود (پورحیدری و حسین‌پور، ۱۳۹۱).

درک ارتباط بین سطح افشای اطلاعات و هزینه سرمایه، همواره برای مدیران و سرمایه‌گذاران، جذاب بوده است. پژوهش‌های نظری و تجربی در گذشته و در حوزه قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، نشان‌دهنده ارتباط منفی بین سطح افشای اطلاعات و هزینه سرمایه شرکت‌ها بوده‌اند (دیاموند و ورشیا[2]، ۱۹۹۱؛ لوئیز و ورشیا[3]، ۲۰۰۵؛ افلاطونی و امیر بختیاروند، ۱۳۹۵؛ پورزمانی و منصوری، ۱۳۹۴). این پژوهش‌ها بیان می‌کنند که افشای اطلاعات آگاهی‌بخش، از طریق بهبود نقدشوندگی سهام و کاهش ریسک تخمین سرمایه‌گذاران از پارامترهای بازده یک دارایی، منجر به کاهش هزینه سرمایه می‌شود. با این وجود، ممکن است یک ارتباط منفی مستقیم بین افشای اطلاعات و هزینه سرمایه مشاهده نشود. به عنوان مثال، کوتاری، لی و شارت[4] (۲۰۰۹) یک رابطه جهت‌دار بین افشای اطلاعات و هزینه سرمایه را نشان می‌دهند. آنها

1 Noh, So & Weber
2 Diamond & Verrecchia
3 Leuz & Verrecchia
4 Kothari, Li & Short

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

نشان می‌دهند که افشای مطلوب، عدم اطمینان سرمایه‌گذاران و هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد، درحالی‌که افشای نامطلوب، عدم اطمینان سرمایه‌گذاران و هزینه سرمایه را افزایش می‌دهد. دو پژوهش تجربی انجام شده توسط بوتوسان[1] (۱۹۹۷)، بوتوسان و پلوملی[2] (۲۰۰۲) نیز از رابطه منفی بین افشای اطلاعات و هزینه سرمایه حمایت نمی‌کند.

داتا و نزلوبین[3] (۲۰۱۸، ۲۰۱۷) در پژوهش نظری خود و با تکیه بر مطالعات گذشته، نقش بالقوه عوامل کلان اقتصادی در توانایی توضیح‌دهندگی یافته‌های تجربی متناقض در زمینه ارتباط بین افشای اطلاعات و هزینه سرمایه شرکت را بررسی نمودند. آنها بیان می‌کنند که تأثیر افشای اطلاعات بر هزینه سرمایه به شرایط اقتصادی بازار سرمایه بستگی دارد. بر اساس دیدگاه این دو پژوهشگر، بازار سرمایه هر کشوری نماد وضعیت تجارت و اقتصاد آن کشور محسوب می‌شود، تغییرات ساختاری در اقتصاد کشور از یک سو و تغییرات در وضعیت ریسک‌های حاکم بر بازار سرمایه از سوی دیگر، موجب تغییر در شرایط بازار سرمایه گردیده و رونق یا رکود بازار سرمایه را در پی خواهد داشت و درنتیجه، عملکرد هر شرکت و سطح نرخ رشد هر شرکت را به فراخور تأثیرپذیری آن شرکت از شرایط اقتصادی، تحت تأثیر قرار می‌دهد. رونق بازار سرمایه باعث جذب و رکود آن باعث فرار سرمایه از بازار می‌شود. شرایط اقتصادی به عنوان یک عامل برون‌سازمانی می‌تواند تأثیرات متفاوتی بر شرکت‌ها داشته باشد، برای نمونه، در شرایط رکود اقتصادی انتظار می‌رود میزان رشد فروش و حاشیه سود شرکت‌ها و همچنین میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها کاهش یابد و برعکس، در دوران رونق انتظار می‌رود عکس این موضوع رخ دهد. درنتیجه، انتظار می‌رود شرایط اقتصادی تأثیر متفاوتی بر داده‌های حسابداری و عملکرد شرکت‌ها و در نهایت بر سطح نرخ رشد شرکت‌ها داشته باشد (خلیفه‌سلطانی و اسماعیلی، ۱۳۹۳؛ پورحیدری و عالی‌پور، ۱۳۹۰) بنابراین انتظار می‌رود که شرکت‌ها در مواجهه با شرایط رونق و رکود بازار، واکنش یکسانی از خود نشان ندهند و چه بسا شرکتی با رشد پایین (به دلیل واکنش متفاوت به ریسک سیستماتیک) که در شرایط رونق کلیت بازار می‌تواند روی پای خود بایستد، در شرایط رکود، به‌سرعت دچار بحران شود. این امر به‌نوبه خود می‌تواند منجر به افشای مطلوب یا نامطلوب اطلاعات توسط شرکت‌ها، کاهش یا افزایش عدم اطمینان سرمایه‌گذار و در نتیجه تأثیر متفاوت منفی یا مثبت اطلاعات افشا شده بر روی هزینه سرمایه شود. بدیهی است که بررسی رابطه بین افشای اطلاعات و صرف ریسک در دوره‌های مختلف

1 Botosan
2 Botosan & Plumlee
3 Dutta & Nezlobin

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

چرخه بازار سرمایه در مقایسه با یک بررسی بی‌تفاوت به چرخه بازار سرمایه، از کارایی بالاتری برخوردار بوده و تخصیص کاراتر منابع را موجب می‌شود (لیزانو، گارسیا و آنتون[1]، ۲۰۱۱؛ تینگ و لین[2]، ۲۰۱۱).

بر این اساس و با توجه به نتایج متناقض در زمینه رابطه بین افشای اطلاعات و هزینه سرمایه، در این پژوهش و برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران، سعی خواهد شد تا رابطه بین افشای اختیاری اطلاعات و صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌های شرکت در هر یک از دوره‌های زمانی رونق و رکود بازار سرمایه بررسی شود.

بر این اساس، سؤال‌های اصلی پژوهش به شرح زیر است:

۱) آیا افشای اطلاعات بر صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌های شرکت تأثیر دارد؟

۲) آیا چرخه بازار سرمایه بر رابطه بین افشای اطلاعات و صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌های شرکت تأثیر دارد؟

۲- مبانی نظری پژوهش

ارتباط بین افشای اطلاعات و هزینه سرمایه یک مفهوم کلیدی در مباحث مرتبط با گزارشگری مالی است. بر اساس تئوری اقتصادی افشا، کیفیت افشای اطلاعات در یک بازار رقابتی می‌تواند نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذار و یا به عبارت دیگر هزینه سرمایه را کاهش دهد (کامران، اسدی و اثنی‌عشری، ۱۳۹۹) که خود منجر به افزایش رفاه سهامداران فعلی و آتی می‌شود. دو رویکرد کلی در ادبیات پژوهش از رابطه منفی بین افشای اطلاعات و هزینه سرمایه حمایت می‌کند. در رویکرد اول استدلال بر این مبنا است که افزایش نقدشوندگی سهام از طریق کاهش هزینه معاملات سهام و افزایش تقاضا برای آن، هزینه سرمایه سهام را کاهش خواهد داد. از طرف دیگر، افشای بیشتر اطلاعات توسط شرکت‌ها، از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، منجر به افزایش نقدشوندگی سهام خواهد شد. در نتیجه، افشای بیشتر اطلاعات توسط شرکت‌ها از طریق افزایش نقدشوندگی سهام منجر به کاهش هزینه سرمایه سهام خواهد شد (دیاموند و ورشیا، ۱۹۹۱، ناظمی و نصیری، ۱۳۹۳ ب). در رویکرد دوم، سرمایه‌گذاران جهت تعیین قیمت سهام، نیازمند تخمین توزیع بازده آتی آن هستند. حال اگر افشای اطلاعات بیشتری در مورد بازده آتی سهام انجام گیرد به‌نوبه خود می‌تواند منجر به کاهش ریسک تخمین بازده آتی سهام و در نتیجه کاهش هزینه سرمایه آن گردد (کلارسون، گادز و تامپسون[3]، ۱۹۹۶). بسیاری از

1 Lizano, Garcia & Anton
2 Ting & Lin
3 Clarkson, Guedes & Thompson

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

پژوهش‌های تجربی در این حوزه نیز، نشان‌دهنده ارتباط منفی بین سطح افشای اطلاعات و هزینه سرمایه شرکت‌ها هستند (ایزیلی و اوهارا[1]، ۲۰۰۴؛ لوئیز و ورشیا، ۲۰۰۵). علی‌رغم این، نتایج پژوهش‌های تجربی در بررسی رابطه بین افشای اطلاعات و هزینه سرمایه تا حدی متناقض بوده است. به عنوان مثال، بر اساس نتایج پژوهش بوتوسان (۱۹۹۷) بین افشای اطلاعات و هزینه سرمایه هیچ‌گونه رابطه معناداری وجود ندارد و در پژوهش مشترک دیگری از همین نویسنده یک رابطه مثبت بین افشای اطلاعات و هزینه سرمایه وجود دارد (بوتوسان و پلوملی، ۲۰۰۲)؛ اما در مقابل، نتایج ایزیلی و اوهارا (۲۰۰۴) و لوئیز و ورشیا (۲۰۰۵) مبین رابطه منفی بین افشای اطلاعات و هزینه سرمایه است. در پژوهش‌های داخل نیز گاهی برای رابطه بین افشای اجباری و اختیاری اطلاعات و هزینه سرمایه، نتایج متناقضی وجود دارد (پورحیدری و همکاران، ۱۳۹۶؛ افلاطونی و بختیاروند، ۱۳۹۵؛ ناظمی و نصیری، ۱۳۹۳ الف).

اخیراً افشای رقم سود پیش‌بینی شده توسط مدیریت، به عنوان جنبه دیگری از موضوع افشا در رابطه با افشای اختیاری و اجباری در پژوهش‌ها مدنظر قرار گرفته است و کیفیت این اطلاعات این امکان را ایجاد می‌کند که دیدگاه‌هایی در زمینه ارتباط بین افشای اختیاری اطلاعات و هزینه سرمایه شرکت فراهم شود. سود پیش‌بینی شده توسط مدیریت ابزار مهمی است تا مدیران بتوانند درک سرمایه‌گذاران از عملکرد شرکت را بهبود بخشند، زیرا مدیر در سود پیش‌بینی شده خود اطلاعات داخلی (خصوصی) شرکت را نیز در نظر می‌گیرد (نوح و همکاران، ۲۰۱۹؛ کال، کمپبل، دی هالیوال و مون[2]،۲۰۱۷). به همین دلیل، افشای رقم سود پیش‌بینی شده از طرف مدیر با خطای پایین، دقت زیاد و ارائه به‌موقع، می‌تواند دارای محتوای اطلاعاتی برای سرمایه‌گذار باشد (بال، جیارامان و شیواکومار[3]، ۲۰۱۲). بررسی انجام شده توسط گراهام، هاروی و راژگوپال[4] (۲۰۰۵) نشان می‌دهد که بیش از ۹۰ درصد مدیران شرکت باور دارند که اطلاعات آینده‌نگر از سود می‌تواند به کاهش ریسک اطلاعات و هزینه سرمایه کمک کند. کلمنت، فرانکل و میلر[5] (۲۰۰۳) دریافتند که بین اعلام پیش‌بینی سود توسط مدیریت و هزینه سرمایه رابطه منفی وجود دارد. در مقابل، فرانسیس، ناندا و اولسون[6] (۲۰۰۸) نشان می‌دهند که افشای اختیاری پیش‌بینی سود توسط مدیریت به تنهایی و در میان تمامی معیارهای افشای

1 Easley & Ohara
2 Call, Campbell, Dhaliwal & Moon
3 Ball, Jayaraman & Shivakumar
4 Graham, Harvey & Rajgopal
5 Clement, Frankel & Miller
6 Francis, Nanda & Olsson

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

اختیاری، هزینه سرمایه را افزایش می‌دهد. همچنین، نتایج پژوهش‌ها در گذشته نشان داده است که پیش‌بینی اخبار خوب، عدم اطمینان سرمایه‌گذار و در نتیجه هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد، درحالی‌که پیش‌بینی اخبار بد، عدم اطمینان سرمایه‌گذار و هزینه سرمایه را افزایش می‌دهد؛ زیرا شرکت‌های با اخبار خوب پیش‌بینی سود در مقایسه با شرکت‌های با اخبار بد پیش‌بینی سود، انگیزه‌های متفاوتی دارند، استراتژی‌های مختلفی به کار می‌گیرند، شیوه‌های متفاوتی برای پیش‌بینی سودهایشان می‌پذیرند و واکنش‌های نامتقارن بازار سهام را دارند (اسکینر[1]، ۱۹۹۴). از سوی دیگر، پژوهش‌های دیگر بیان می‌کند که افشای سودهای پیش‌بینی شده در فواصل زمانی مشخص می‌تواند منجر به کاهش تورش سودهای پیش‌بینی شده و افزایش دقت[2] آن گردد (اسکینر، ۱۹۹۴؛ بال و همکاران، ۲۰۱۲).

در این میان، داتا و نزلوبین (۲۰۱۷، ۲۰۱۸) سعی نمودند مسئله تناقض مذکور را توضیح دهند. بر اساس نظر این دو پژوهشگر، تأثیر افشای اطلاعات بر روی رفاه سهامداران فعلی و آتی، از طریق تأثیر بر هزینه سرمایه، وابسته به عوامل کلان اقتصادی و متأثر از میزان رشد شرکت و نوع تکنولوژی در بازار است. در واقع تغییر در شرایط اقتصادی می‌تواند منجر به رونق یا رکود در بازار سرمایه شده و در نتیجه، عملکرد هر شرکت و سطح نرخ رشد هر شرکت را به فراخور تأثیرپذیری آن شرکت از شرایط اقتصادی، تحت تأثیر قرار دهد که این امر نیز به‌نوبه خود می‌تواند منجر به تأثیر متفاوت اطلاعات افشا شده توسط شرکت بر روی رفاه سهامداران فعلی و آتی، از طریق تأثیر منفی و یا مثبت بر روی هزینه سرمایه گردد. به بیان دیگر هنگامی که رکود بازار سرمایه باعث شود که سطح رشد شرکت کمتر از سطح رشد مورد انتظار شود، افشای آگاهی‌بخش اطلاعات منجر به صرف ریسک پایین‌تر گردد؛ زیرا عدم اطمینان سرمایه‌گذاران درباره سودهای تقسیمی آتی که عامل تعیین کننده ریسک در شرکت‌های با رشد پایین است، کاهش خواهد یافت؛ اما زمانی که رونق بازار سرمایه باعث شود که سطح رشد شرکت از سطح رشد مورد انتظار بیشتر شود، سطح رشد بیشتر شرکت می‌تواند دلیل بر انگیزه مدیر جهت تقسیم سود کمتر و سرمایه‌گذاری بیشتر باشد، در این صورت، افزایش افشای اطلاعات آگاهی‌بخش در مورد این‌گونه شرکت‌ها منجر به آگاهی سهامدار از انگیزه احتمالی مدیر می‌شود. حال، افزایش افشای اطلاعات آگاهی‌بخش در مورد شرکت‌های با رشد بالاتر از رشد مورد انتظار، منجر به آگاهی بیشتر از وجود نوسان در جریان وجوه نقد آتی شرکت و در نتیجه قیمت‌های آتی سهام خواهد شد که به‌نوبه خود منجر به افزایش عدم اطمینان

1 Skinner
2 Accuracy

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

سرمایه‌گذار و درخواست صرف ریسک بیشتر از طرف سرمایه‌گذار خواهد گردید. صادقی یخدانی، خانی و بت‌شکن (۱۳۹۹) نیز در پژوهش خود نشان دادند که نرخ رشد شرکت، بر رابطه بین معیار به‌موقع بودن پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای و تورش پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای (معیارهای سنجش افشای اختیاری) و معیار افشای اجباری اطلاعات و صرف ریسک سهام مؤثر است. وجه تمایز این پژوهش با پژوهش حاضر این است که در پژوهش انجام شده توسط صادقی یخدانی و همکاران (۱۳۹۹)، به بررسی تأثیر نرخ رشد بلندمدت شرکت به عنوان یک عامل کلان اقتصادی بر رابطه مذکور پرداخته است و فرضیه‌های پژوهش نیز بر این اساس شکل گرفته است، اما پژوهش حاضر به بررسی تأثیر عامل رونق و رکود بازار سرمایه (چرخه بازار سرمایه) (به عنوان عامل اثرگذار بر نرخ رشد شرکت) بر رابطه مذکور پرداخته است و فرضیه‌ها نیز بر اساس این مسئله شکل گرفته است.

۳- پیشینه پژوهش

پژوهش‌های داخلی در زمینه رابطه بین افشا و هزینه سرمایه را می‌توان همانند پژوهش‌های خارجی پشتوانه این پژوهش به سه دسته کلی طبقه‌بندی نمود. دسته اول از این پژوهش‌ها نشان‌دهنده رابطه منفی بین افشای اطلاعات و هزینه سرمایه هستند (افلاطونی و امیربختیاروند، ۱۳۹۵؛ پورزمانی و منصوری، ۱۳۹۴؛ کر، هیل و وردی[1]، ۲۰۱۴؛ ایزیلی و اورهارا، ۲۰۰۴). دسته دوم نشان‌دهنده رابطه مثبت بین افشای اطلاعات و هزینه سرمایه بوده (پورحیدری و همکاران، ۱۳۹۶؛ اسدی‌راد، کعب‌عمیر و مهربانی، ۱۳۹۵؛ گائو، تیلور و ورشیا[2]، ۲۰۱۱؛ گائو[3]، ۲۰۰۸) و طبقه سوم عدم وجود رابطه بین این دو متغیر را نشان می‌دهند (بوتوسان، ۱۹۹۷؛ حسینی عمران، ۱۳۹۹؛ ناظمی و نصیری، ۱۳۹۳ الف). بر این اساس، داتا و نزلوبین (۲۰۱۸، ۲۰۱۷) نیز مدل نظری خود را با هدف تبیین همزمان سه دسته نتایج متفاوت پژوهش‌های تجربی مذکور ارائه نموده‌اند. در ادامه، به ترتیب، به برخی از پژوهش‌های خارجی و داخلی مذکور اشاره می‌شود.

۳-۱- پیشینه داخلی

حسینی عمران (۱۳۹۹) در پژوهشی با عنوان «بررسی ارتباط بین افشای اطلاعات، رشد شرکت و هزینه سرمایه» به بررسی تأثیر افشای اطلاعات و رشد شرکت بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. این پژوهش بین ۱۰۰ شرکت

1 Core, Hail & Verdi
2 Gaw, Taylor & Verrecchia
3 Gao

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

عضو بورس اوراق بهادار تهران، بین سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ انجام گرفت. نتایج پژوهش نشان داد که بین افشای اطلاعات و هزینه سرمایه رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین، نتایج پژوهش آنها حاکی از این بود که بین هزینه سرمایه و رشد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

پورحیدری و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه بین کیفیت سود و هزینه سرمایه با افشای اختیاری» به بررسی اهمیت در نظر گرفتن واکنش افشا نسبت به کیفیت سود، حین تجزیه و تحلیل اثرات افشا بر هزینه سرمایه شرکت پرداختند. این پژوهش بین ۷۷ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران، بین سال‌های ۱۳۷۷ تا ۱۳۹۲ انجام گرفت. نتایج این پژوهش نشان داد که بین کیفیت سود و میزان افشا توسط شرکت‌ها رابطه مستقیم و معناداری برقرار است. همچنین نتایج پژوهش نشان داد که در صورت عدم توجه به متغیرهای کنترلی مرتبط با ریسک، رابطه مثبت و معناداری بین هزینه سرمایه و میزان افشای اختیاری صورت گرفته توسط شرکت‌ها برقرار است و با کنترل اثرات کیفیت سود، بین هزینه سرمایه و افشای اختیاری شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد.

اسدی راد و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر ریسک ورشکستگی بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام عادی در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی تأثیر ریسک ورشکستگی بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام عادی در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۹۳- ۱۳۸۷ پرداختند. نمونه آماری پژوهش به دست آمده بر اساس روش حذف سیستماتیک، شامل ۳۵۱ شرکت بود. نتایج پژوهش در کل نشان داد که ۱) در نمونه آماری مورد بررسی، بین هزینه سرمایه سهام عادی و قابلیت اتکا و بهنگامی اطلاعات افشا شده رابطه مثبت و معناداری وجود دارد ۲) ریسک ورشکستگی شرکت تأثیر معناداری بر رابطه هزینه سرمایه سهام عادی و قابلیت اتکا و بهنگامی گزارشات مالی شرکت دارد.

افلاطونی و بختیاروند (۱۳۹۵) در پژوهشی با عنوان «تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و کیفیت افشا بر هزینه سرمایه: رویکرد متغیرهای ابزاری» به بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و کیفیت افشا بر هزینه سرمایه با به‌کارگیری رویکرد متغیرهای ابزاری و برآورد گشتاورهای تعمیم‌یافته در ۱۲۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۴ پرداختند. نتایج آنها نشان داد که در بررسی رابطه بین متغیرهای ذکر شده، تورش درون‌زایی وجود دارد و نتایج استفاده از رویکرد متغیرهای ابزاری، بیانگر وجود رابطه منفی و معناداری بین دو متغیر کیفیت گزارشگری مالی و کیفیت افشا با هزینه سرمایه است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

ناظمی و نصیری (۱۳۹۳ الف) در پژوهشی با عنوان «بررسی ارتباط میان افشای اطلاعات و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی ارتباط میان شاخص افشای اطلاعات شرکت‌ها و هزینه سرمایه ۷۵ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران، در بازه زمانی ۱۳۹۰- ۱۳۸۳ و با استفاده از رگرسیون چندمتغیره پرداختند. نتایج آنها نشان داد که شرکت‌هایی که اقدام به افزایش میزان افشای اطلاعات می‌کنند، نقدشوندگی سهام بیشتری نسبت به دیگر شرکت‌ها دارند. همچنین افزایش میزان اطلاعات افشا شده شرکت‌ها منجر به کاهش ریسک برآورد سرمایه‌گذاران می‌شود و افزایش میزان اطلاعات افشا شده شرکت‌ها با هزینه سرمایه آنها ارتباط معناداری ندارد.

۲-۳- پیشینه خارجی

ژانگ[1] (۲۰۲۱) در پژوهشی تحت عنوان «کارایی بازار، هزینه سرمایه و کیفیت افشای اطلاعات» به بررسی تأثیر کیفیت افشای اطلاعات بر کارایی بازار و هزینه سرمایه پرداخت. نتایج پژوهش حاکی از این بود که دقت بیشتر افشای اطلاعات عمومی سطح کارایی در بازار مالی و هزینه سرمایه را بهبود می‌بخشد.

داسیلوا و برگمن[2] (۲۰۱۹) در پژوهشی تحت عنوان «افشای شرکت از طریق اینترنت و هزینه سرمایه ضمنی» به بررسی اثر افشای اطلاعات از طریق وب‌سایت شرکت‌ها بر هزینه سرمایه ضمنی پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که معیارهای سنجش افشای اطلاعات از طریق وب‌سایت شرکت‌ها با هزینه سرمایه ضمنی مرتبط نمی‌باشد.

داتا و نزلوبین (۲۰۱۸) در یک پژوهش نظری با عنوان «افشای اطلاعات، سرمایه‌گذاری واقعی و رفاه سهامداران» به بررسی ترجیحات سهامداران فعلی و آتی شرکت نسبت به کیفیت افشای اجباری اطلاعات پرداختند. تجزیه و تحلیل آنها تأثیر کیفیت اطلاعات روی تصمیمات سرمایه‌گذاری داخلی شرکت را نیز در برمی‌گرفت. نتایج آنها نشان داد که درحالی‌که سرمایه‌گذاری شرکت به‌طور یکنواخت در کیفیت اطلاعات افزایش می‌یابد، رفاه سهامداران فعلی می‌تواند به‌وسیله افشای اطلاعات ناقص حداکثر شود و رفاه سهامداران آتی در کیفیت افشای اطلاعات افزایش می‌یابد اگر نرخ رشد در عملیات شرکت در طول دوره مالکیت آنها به میزان کافی بالا باشد.

داتا و نزلوبین (۲۰۱۷) در یک پژوهش نظری با عنوان «افشای اطلاعات، رشد شرکت و هزینه سرمایه» به بررسی تأثیر افشای اطلاعات روی هزینه سرمایه و رفاه سهامداران، در یک

1 Zhang
2 Da-Silva & Bergmann

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

وضعیت پویا، پرداختند. نتایج آنها نشان داد که هزینه سرمایه شرکت در دقت افشای اطلاعات کاهش می‌یابد (افزایش می‌یابد) هنگامی که نرخ رشد شرکت زیر (بالای) یک نرخ رشد آستانه بلندمدت باشد. نتایج آنها همچنین نشان داد که درحالی‌که سهامداران فعلی همیشه حداکثر افشای عمومی را ترجیح می‌دهند، رفاه سهامداران آتی در دقت افشای اطلاعات کاهش می‌یابد (افزایش می‌یابد) هنگامی که نرخ رشد شرکت زیر (بالای) یک نرخ رشد آستانه بلندمدت باشد.

کر و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهشی تحت عنوان «کیفیت افشای اجباری، مالکیت داخلی و هزینه سرمایه» به بررسی این موضوع پرداختند که آیا مالکیت داخلی ارتباط بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟ آنها با استفاده از یک نمونه بزرگ از ۳۵ کشور در طول سال‌های ۱۳۹۰ تا ۲۰۰۴، نشان دادند که قوانین افشا در سطح کشور به‌طور منفی با مالکیت داخلی، هزینه سرمایه ضمنی و بازده تحقق یافته مرتبط شده است. آنها نشان دادند که درحالی‌که اثر مستقیم افشا روی هزینه سرمایه منفی است، اثر غیرمستقیم آن روی هزینه سرمایه، از طریق مالکیت، مثبت است.

گائو و همکاران (۲۰۱۱) در پژوهشی با عنوان «افشا و هزینه سرمایه: شواهدی از اطلاعات مکمل» به بررسی ارتباط بین افشای اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی و همچنین ارتباط بین افشا و هزینه سرمایه پرداختند. نتایج آنها نشان داد که مطابق با افشای اطلاعاتی که مکمل اطلاعات خصوصی است و در اختیار سرمایه‌گذاران است، افشای دقیق‌تر اطلاعات می‌تواند منجر به یک افزایش در عدم تقارن اطلاعاتی شود. آنها همچنین وجود یک ارتباط مثبت بین دقت افشای اطلاعات و هزینه سرمایه، برای شرکت‌هایی که سهامشان در یک بازار ناقص مبادله می‌شود را اثبات نمودند.

گائو (۲۰۰۸) در پژوهشی با عنوان «کیفیت افشا، هزینه سرمایه و رفاه سرمایه‌گذار» با مطالعه یک اقتصاد تولیدی به بررسی اثر افشای اطلاعات بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاری پرداخت. او در پژوهش خود سه اصل را اثبات نمود. اول، هنگامی‌که سرمایه‌گذاری به میزان کافی انعطاف‌پذیر باشد (یعنی، نسبت به تغییر قیمت واکنش سریع داشته باشد)، هزینه سرمایه می‌تواند با کیفیت افشا افزایش یابد. دوم، شرایط احتمالی وجود دارد که در آن کیفیت افشا، رفاه سهامداران فعلی و/یا سهامداران آتی را کاهش دهد. در آخر اینکه هزینه سرمایه آماره مناسبی برای اثرات کیفیت افشا روی رفاه سرمایه‌گذاران فعلی یا آتی نیست.

ایزیلی و اوهارا (۲۰۰۴) در پژوهش خود با عنوان «اطلاعات و هزینه سرمایه» به تجزیه و تحلیل ارتباط بین ساختار اطلاعات شرکت و هزینه سرمایه آن پرداختند. آنها نشان دادند که تفاوت در ترکیب اطلاعات بین اطلاعات خصوصی و عمومی، هزینه سرمایه را تحت تأثیر قرار

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

می‌دهد، چرا که سرمایه‌گذاران خواستار بازدهی بالاتری برای نگهداری سهام با اطلاعات خصوصی بیشتر هستند. آنها همچنین نشان دادند که شرکت‌ها می‌توانند هزینه سرمایه خود را با انتخاب استانداردهای حسابداری، انتخاب سیاست‌های افشا برای شرکت‌های خود، جذب یک تحلیل‌گر فعال تحت تأثیر قرار دهند.

۴- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری پژوهش و پژوهش‌های قبلی، فرضیه‌های این پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: تورش پیش‌بینی سود بر صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌های شرکت اثرگذار است.

فرضیه دوم: دقت پیش‌بینی سود بر صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌های شرکت اثرگذار است.

فرضیه سوم: افشای به‌موقع پیش‌بینی سود بر صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌های شرکت اثرگذار است.

فرضیه چهارم: چرخه بازار سرمایه در میزان تأثیر تورش پیش‌بینی سود بر صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌های شرکت اثرگذار است.

فرضیه پنجم: چرخه بازار سرمایه در میزان تأثیر دقت پیش‌بینی سود بر صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌های شرکت اثرگذار است.

فرضیه ششم: چرخه بازار سرمایه در میزان تأثیر افشای به‌موقع پیش‌بینی سود بر صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌های شرکت اثرگذار است.

۵- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر بر اساس ماهیت و روش گردآوری داده‌ها یک پژوهش توصیفی- همبستگی است. از آنجا که نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران، مدیران و سایر افراد مورد استفاده قرار گیرد، در دسته پژوهش‌های کاربردی نیز قرار می‌گیرد. در این پژوهش و به‌منظور گردآوری داده‌ها، از روش اسنادکاوی و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌های پژوهش از نرم‌افزار صفحه گسترده اکسل و نرم‌افزارهای اقتصادسنجی ایویوز نسخه ۸ و استتا نسخه ۱۶ استفاده گردید. در پژوهش حاضر برای آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیونی چندگانه استفاده شده است. همچنین، آزمون‌های مربوط به خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس نیز انجام شده و در صورت مشاهده ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی از مدل رگرسیونی حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده گردیده و در نهایت به آزمون فرضیه‌ها برای نمونه مورد نظر پرداخته شده است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

جامعه آماری پژوهش حاضر، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در پژوهش حاضر از داده‌های سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۷ به‌منظور پیش‌بینی سودها استفاده شده است. از سودهای پیش‌بینی شده به عنوان یکی از متغیرها در مدل صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌ها استفاده شده و صرف ریسک مورد انتظار برای سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۷ برآورد گردیده است. سپس مدل اصلی پژوهش در بازه زمانی مذکور و همچنین در بازه زمانی رونق و رکود بازار سرمایه آزمون شده است. به‌منظور در دسترس بودن و همگن ساختن جامعه آماری پژوهش، ویژگی‌هایی به شرح زیر در نظر گرفته شده است:

۱) شرکت‌های صنایع واسطه‌گری مالی، سرمایه‌گذاری و بانک‌ها، نباید جزء نمونه انتخابی باشند، زیرا ماهیت عملیات آنها متفاوت است.

۲) تمام داده‌های مورد نیاز پژوهش برای شرکت‌های مورد بررسی، طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۷، موجود باشد.

۳) در طی دوره مورد نظر سال مالی خود را تغییر نداده باشند.

پس از بررسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نمونه نهایی شامل ۱۶۳ شرکت شد که واجد تمام شرایط فوق بودند. از بین شرکت‌های مذکور ۳۳ شرکت نیز به دلیل داشتن ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام منفی در بین دوره زمانی پژوهش (۱۳۸۰-۱۳۹۷) از جامعه آماری پژوهش حذف شدند و سرانجام تجزیه و تحلیل بر روی ۱۳۰ شرکت انجام شد. کلیه متغیرهای موجود در پژوهش در سطح ۱ درصد و ۹۹ درصد تریم شده است.

۱-۵- مدل اصلی پژوهش

مدل اصلی این پژوهش به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر می‌باشد (الهی، هایز و پلوملی[1]، ۲۰۱۹). شایان ذکر است برای سهولت، اندیس t از کلیه متغیرها حذف شده است.

$$RP_i = \alpha_0 + \alpha_1 Disclosure_i + \alpha_2 Size_i + \alpha_3 Beta_i + \alpha_4 Leverage_i + \alpha_5 \frac{B_i}{P_i} + \varepsilon_i \quad (۱)$$

که در این مدل متغیرهای پژوهش به شرح زیر است:

RP_i: متغیر وابسته است و نشان‌دهنده صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌های شرکت i در دوره مالی منتهی به زمان t است که در ادامه نحوه محاسبه آن بیان شده است (لی و موهانرام[2]، ۲۰۱۴).

1 Ellahie, Hayes & Plumlee
2 Li & Mohanram

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

$Disclosure_i$: متغیر مستقل افشای اختیاری اطلاعات شرکت i در دوره مالی منتهی به زمان t است که برای اندازه‌گیری آن از معیارهای به‌موقع بودن، تورش و دقت پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای و سالانه استفاده شده و در ادامه نحوه محاسبه هر یک از آنها بیان شده است (کال و همکاران، ۲۰۱۷؛ آقابیک‌زاده، فروغی و دستگیر، ۱۳۹۶)

$Size_i$: متغیر کنترلی اندازه شرکت i است که از طریق لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سرمایه، در ابتدای دوره مالی t، محاسبه شده است (الهی و همکاران، ۲۰۱۹).

$Beta_i$: متغیر کنترلی بتای خاص شرکت از مدل CAPM است که با استفاده از رگرسیون غلتان بازده‌های ماهانه هر شرکت بر روی بازده‌های بازار، در طول ۳۶ ماه قبل از دوره مالی t (حداقل ۱۲ ماه از ۳۶ ماه مورد نیاز است)، تخمین زده می‌شود. ضریب بازده بازار در رگرسیون مربوطه، بتای شرکت i در دوره مالی t است (الهی و همکاران، ۲۰۱۹؛ پورحیدری، یوسف‌زاده و اعظمی، ۱۳۹۳).

$Leverage_i$: متغیر کنترلی اهرم مالی است که از طریق نسبت بدهی‌های بلندمدت شرکت i به جمع دارایی‌های شرکت i در ابتدای دوره مالی t محاسبه شده است (الهی و همکاران، ۲۰۱۹؛ مشایخی و فرهادی، ۱۳۹۲).

$\frac{B_i}{P_i}$ متغیر کنترلی نسبت ارزش دفتری شرکت i به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام آن شرکت در ابتدای دوره مالی t است (الهی و همکاران، ۲۰۱۹؛ مشایخی و فرهادی، ۱۳۹۲).

۲-۵- نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

۱-۲-۵- متغیر وابسته پژوهش

متغیر وابسته پژوهش، صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌های شرکت i در دوره مالی t است. این معیار صرف ریسک، بر پایه رابطه بین بازده‌های مورد انتظار شرکت و ویژگی‌های شرکت است که در ادبیات مالی و حسابداری به عنوان ویژگی‌های مؤثر بر بازدهی شرکت شناخته شده‌اند. (الهی و همکاران، ۲۰۱۹؛ پنمن و ژو[1]، ۲۰۱۶؛ پنمن، رگیانی، ریچاردسون و تونا[2]، ۲۰۱۵؛ لولن[3]، ۲۰۱۴؛ لیل، کالن و الیوت[4]، ۲۰۱۳). همچنین کوردیا، گویال و نوزاوا[5] (۲۰۱۷) نشان می‌دهند که ویژگی‌هایی از قبیل اندازه، ارزش دفتری به ارزش بازار، مومنتوم و غیره، در مقایسه با ضرایب عوامل در مدل‌های چند عاملی قیمت‌گذاری، به مراتب از قدرت توضیح‌دهندگی

1 Penman & Zhu
2 Penman, Reggiani, Richardson & Tuna
3 Lewellen
4 Lyle, Callen & Elliott
5 Chordia, Goyal & Nozawa

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

بالاتری برای توضیح تفاوت نرخ بازده مورد انتظار سهام انفرادی برخوردارند. لذا به پیروی از الهی و همکاران (۲۰۱۹)، مدل رگرسیون به‌منظور تخمین صرف ریسک بر پایه ویژگی‌های شرکت، به شرح رابطه (۲) است:

$$r_{i,t+1} - rf_t = \gamma_0 + \gamma_1 Size_{i,t} + \gamma_2 \frac{B_{i,t}}{P_{i,t}} + \gamma_3 \frac{E_{i,t}}{B_{i,t}} + \gamma_4 \frac{FEPS_{i,t}}{P_{i,t}} + \gamma_5 Beta_{i,t} + \gamma_6 Leverae_{i,t} + \gamma_7 ROE_{i,t} + \gamma_8 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1} \quad (۲)$$

که در این مدل:

$\mathbf{r_{i,t+1} - rf_t}$: صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌های شرکت i در پایان سال مالی t+1 است.

$\mathbf{r_{i,t+1}}$: بازده سهام شرکت i در پایان سال مالی t+1 است که بر اساس میانگین هندسی بازده‌های ماهانه شرکت‌های نمونه اندازه‌گیری شده است.

$\mathbf{rf_t}$: نرخ بهره بدون ریسک در دوره مالی t است که در این پژوهش نرخ سپرده‌های بانکی (یک‌ساله) است.

$\mathbf{Size_{i,t}}$: اندازه شرکت است که از طریق لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در پایان دوره مالی t محاسبه می‌گردد.

$\frac{\mathbf{B_{i,t}}}{\mathbf{P_{i,t}}}$: نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در پایان دوره مالی t است.

$\frac{\mathbf{E_{i,t}}}{\mathbf{B_{i,t}}}$: نسبت سود خالص به قیمت هر سهم شرکت i مربوط به دوره مالی t است.

$\frac{\mathbf{FEPS_{i,t}}}{\mathbf{P_{i,t}}}$: سود هر سهم عادی پیش‌بینی شده شرکت i در دوره مالی t+1، تقسیم بر قیمت سهام در پایان دوره مالی t است (الهی و همکاران، ۲۰۱۹؛ لیل و همکاران، ۲۰۱۳). سود هر سهم پیش‌بینی شده ($\mathbf{FEPS_{i,t+1}}$) با استفاده از مدل سود باقیمانده (RI) تخمین زده شده است که در ادامه نحوه محاسبه آن بیان شده است (هس، میچر و کائول[1]، ۲۰۱۹)

$\mathbf{Beta_{i,t}}$: متغیر کنترلی معیار ریسک سیستماتیک یعنی بتای بازار از مدل CAPM است (الهی و همکاران، ۲۰۱۹؛ هی، پلومل و ون[2]، ۲۰۱۸؛ پورحیدری و همکاران، ۱۳۹۳).

$\mathbf{Leverae_{i,t}}$: متغیر اهرم مالی است که از طریق نسبت بدهی‌های بلندمدت به جمع دارایی‌های شرکت i در پایان دوره مالی t محاسبه می‌گردد.

1 Hess, Meuter & Kaul
2 He, Plumlee & Wen

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

$\mathbf{ROE_{i,t}}$: بازده حقوق صاحبان سهام شرکت i برای دوره مالی t است که از تقسیم سود خالص بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام محاسبه گردیده است.

$\mathbf{ROA_{i,t}}$: بازده دارایی‌های شرکت i برای دوره مالی t است که از طریق نسبت سود خالص به جمع دارایی‌ها در پایان دوره مالی t محاسبه می‌شود.

در این مدل بازده مورد انتظار برای دوره مالی t+1، با استفاده از ضرایب رگرسیون تخمین زده شده بر اساس داده‌های پنج دوره مالی قبل (t-5 تا t-1)، به روش رگرسیون تلفیقی و ویژگی‌های هر شرکت در پایان دوره مالی t، برآورد شد.

- نحوه محاسبه سودهای پیش‌بینی شده هر سهم ($\mathbf{FEPS_{i,t+\tau}}$) مبتنی بر مدل رگرسیون

در این پژوهش پیش‌بینی سودها بر اساس مدل موسوم به مدل سود باقیمانده (RI)، معرفی شده توسط لی و موهانرام (۲۰۱۴) صورت می‌گیرد. این مدل رگرسیونی به شرح زیر است:

$$E_{i,t+\tau} = \chi_0 + \chi_1 Neg_{i,t} + \chi_2 E_{i,t} + \chi_3 Neg_{i,t} \times E_{i,t} + \chi_4 B_{i,t} + \chi_5 TACC_{i,t} + \varepsilon_{i,t+\tau} \quad (۳)$$

که در این مدل:

$\mathbf{E_{i,t+\tau}}$: سود خالص شرکت i در دوره مالی $t+\tau$ $(\tau = 1 \text{ to } 5)$است.

$\mathbf{E_{i,t}}$: سود خالص شرکت i در دوره مالی t است.

$\mathbf{Neg_{i,t}}$: متغیر ساختگی است که برای شرکت‌های زیان‌ده در دوره مالی t برابر یک است (در غیر این صورت صفر است).

$\mathbf{Neg_{i,t} \times E_{i,t}}$: متغیر تعاملی که نشان‌دهنده تأثیر متقابل سود و زیان است.

$\mathbf{B_{i,t}}$: ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت i در دوره مالی t است.

$\mathbf{TACC_{i,t}}$: اقلام تعهدی کل شرکت i در دوره مالی t است که مطابق با مدل ریچاردسون، اسلوان، سالیمان و تونا[1] (۲۰۰۵) اندازه‌گیری شده است (به دلیل حجم بالای اطلاعات از ارائه نحوه اندازه‌گیری این متغیر در مقاله اجتناب شده است).

در این روش ابتدا ضرایب رگرسیون مدل ۳ با استفاده از داده‌های پنج دوره مالی قبل، تخمین زده می‌شود. به این ترتیب ضرایب رگرسیون مذکور برای پیش‌بینی سودهای یک دوره مالی بعد، بر اساس داده‌ها از سال t-5 تا t-1 به روش رگرسیون تلفیقی تخمین زده می‌شود. سپس، سودها برای دوره مالی بعد، از طریق ضرب متغیرهای مستقل مشاهده شده در پایان

1Richardson, Sloan, Soliman & Tuna

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

دوره مالی t در ضرایب به دست آمده از مدل که بر اساس داده‌های پنج دوره مالی قبل تخمین زده شده است، برآورد می‌گردد (لی و موهانرام، ۲۰۱۴).

۲-۲-۵- متغیرهای مستقل پژوهش

متغیر مستقل پژوهش، افشای اطلاعات ($Disclosure_{ji}$) شرکت i در دوره مالی t است. به‌منظور اندازه‌گیری افشای اختیاری اطلاعات از سه معیار، شامل ۱. معیار به‌موقع بودن پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای و سالانه، ۲. معیار تورش پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای و سالانه و ۳. معیار دقت پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای و سالانه استفاده گردید که نحوه محاسبه هر یک از این معیارها به شرح زیر است.

TL_{it}: معیار به‌موقع بودن پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای و سودهای سالانه برای شرکت i در دوره مالی t را نشان می‌دهد که از طریق مدل زیر محاسبه شده است (کال و همکاران، ۲۰۱۷؛ آقابیک‌زاده و همکاران، ۱۳۹۶؛ بال و همکاران، ۲۰۱۲).

$$TL_{it} = 1 - \frac{DAY_{it}}{30} \quad (۴)$$

که در این رابطه DAY_{it} تعداد روزها بین تاریخ پایان میان‌دوره و تاریخ گزارش پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای برای شرکت i در دوره مالی t و همچنین، تعداد روزها بین تاریخ گزارش اولین پیش‌بینی سود (سودهای سالانه) شرکت i در دوره مالی t و ۳۰ روز قبل از پایان دوره مالی t (مهلت تعیین شده برای گزارش اولین پیش‌بینی سود) است.

B_{it}: تورش پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای و سودهای سالانه است که از طریق مدل زیر محاسبه شده است (کال و همکاران، ۲۰۱۷؛ واک، رو و سک[1]، ۲۰۱۲).

$$B_{it} = \frac{AE_{it} - FE_{it}}{P_{it}} \quad (۵)$$

که در این مدل

AE_{it}: نشان‌دهنده سودهای واقعی شرکت i در دوره مالی t است.

FE_{it}: پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای و سودهای سالانه شرکت i در دوره مالی t است.

P_{it}: قیمت بازار سهام شرکت i در پایان دوره مالی t است.

1 Kwak, Ro & Suk

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

از آنجا که بین تورش پیش‌بینی سود و افشای اختیاری اطلاعات رابطه معکوس وجود دارد، به‌منظور بررسی تأثیر افشای اختیاری اطلاعات بر صرف ریسک سهام، در مدل اصلی، از معیار یک منهای تورش پیش‌بینی سود استفاده شده است.

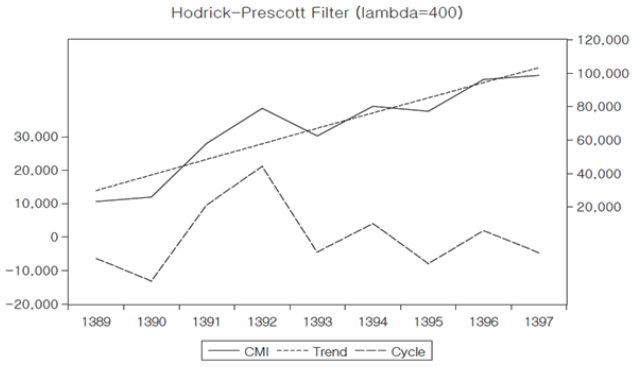
$\mathbf{ACC_{it}}$: دقت پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای و سودهای سالانه را نشان می‌دهد که برابر با قدر مطلق تورش پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای و سودهای سالانه است (کال و همکاران، ۲۰۱۷؛ عباسی و بذرافشان، ۱۳۹۶؛ واک و همکاران، ۲۰۱۲؛ بال و همکاران، ۲۰۱۲).

۳-۵- تعیین چرخه بازار سرمایه

در پژوهش حاضر، چرخه بازار سرمایه به عنوان عامل کلان اقتصادی و اثرگذار بر عملکرد شرکت و سطح نرخ رشد شرکت در نظر گرفته شده است. بر این اساس و مطابق با پژوهش مهرانی، کامیابی و غیور (۱۳۹۶)، به‌منظور محاسبه چرخه بازار سرمایه از فیلتر هودریک-پراسکات و شاخص کل بازار سرمایه ایران طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۷ (دوره مورد مطالعه) استفاده شده که نتایج آن در شکل شماره ۱ نشان داده شده است. یکی از پارامترهای مهم این فیلتر در نرم‌افزار، پارامتر لامبادا است که فرآیند یکنواخت سازی جزء روند را کنترل می‌کند. در ایران و بر اساس مبانی نظری مطرح در پژوهش انجام شده توسط هادیان و هاشم‌پور (۱۳۸۲) این پارامتر ۴۰۰ در نظر گرفته می‌شود. با توجه به خط نقطه‌چین رسم شده توسط نرم‌افزار، نقاطی که زیرخط وجود دارد نشان‌دهنده دوره رکود بازار و نقاط بالای خط، نشان‌دهنده دوره رونق بازار سرمایه است. بر اساس نمودار موجود در شکل شماره ۱، چرخه بازار سرمایه ایران در بازه زمانی یاد شده شامل ادوار زیر می‌باشد:

۱) ۱۳۹۱، ۱۳۹۲، ۱۳۹۴ و ۱۳۹۶: دوران رونق

۲) ۱۳۸۹،۱۳۹۰، ۱۳۹۳، ۱۳۹۵ و ۱۳۹۷: دوران رکود



شکل (۱). نمودار چرخه بازار سرمایه ایران طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۷

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

۶- یافته‌های پژوهش

۶-۱- آمار توصیفی

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرها در مدل اصلی پژوهش برای کل نمونه و شکل ۲ آمار توصیفی متغیرها در دوره زمانی رونق (سال‌های ۱۳۹۱، ۱۳۹۲، ۱۳۹۴ و ۱۳۹۶) و دوره زمانی رکود بازار سرمایه (سال‌های ۱۳۸۹، ۱۳۹۰، ۱۳۹۳، ۱۳۹۵ و ۱۳۹۷) را نشان می‌دهد.

جدول (۱). آمار توصیفی متغیرها در مدل اصلی پژوهش برای کل نمونه (۱۱۷۰ سال- شرکت)

متغیرها			مبانگبن	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌های شرکت			۰/۰۹۸۳	۰/۰۶۴۷	-۰/۲۴۴۶	۰/۴۰۶۷
افشای اختیاری اطلاعات	پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای	تورش	۰/۹۸۹۷	۰/۱۰۲	-۰/۰۳۹۱	۲/۱۳۴۰
		دقت	۰/۰۵۵۵	۰/۰۷۶	۰	۰/۸۵۲۹
		به‌موقع بودن	-۰/۱۱۸۶	۰/۴۷۶۸	-۴/۲۱۱۱	۰/۹۵۵۶
	پیش‌بینی سودهای سالانه	تورش	۰/۹۸۷۷	۰/۱۱۵۳	-۰/۲۸۴۴	۱/۷۲۰۶
		دقت	۰/۰۷۲۷	۰/۰۸۲۱	۰	۰/۷۲۰۶
		به‌موقع بودن	۰/۶۴۴۳	۰/۷۹۵۳	-۴/۸۳۳۳	۲/۶۳۳۳
اندازه			۹/۰۳۳۱	۰/۶۹۸۶	۷/۳۱۸۵	۱۱/۶۲۷۲
بتا			۰/۷۹۵۲	۰/۷۷۸۹	-۱/۴۱۶۲	۱۰/۱۶۲۶
اهرم			۰/۰۶۴۲	۰/۰۶۹۹	۰	۰/۵۷۱۱
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار			۰/۵۵۸۱	۰/۳۸۷۶	۰/۰۱۱۵	۳/۵۲۱۵

همان‌طور که از جدول (۱) مشاهده می‌کنید، مقدار میانگین معیار صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌های شرکت مقدار ۰/۰۹۸۳ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. از آماره انحراف معیار موجود در جدول (۱) که میزان پراکندگی مشاهدات از میانگین را نشان می‌دهد، نیز می‌توان نتیجه گرفت که متوسط میزان پراکندگی مقادیر صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌ها حول میانگین برابر با ۰/۰۶۴۷ است. در مورد مقدار انحراف معیار شاخص‌های مختلف سنجش افشای اختیاری اطلاعات (شامل به‌موقع بودن، تورش و دقت پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای و سالانه) نیز می‌توان گفت که بین مقادیر مشاهده شده در جدول (۱) تفاوت قابل‌توجهی وجود دارد. به‌طوری‌که بیشترین پراکندگی مربوط به معیار به‌موقع بودن پیش‌بینی سودهای سالانه (۰/۷۹۵۳) و کمترین پراکندگی مربوط به معیار دقت پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای (۰/۰۷۶) است. از تفاوت بین مقدار میانگین برای معیار به‌موقع بودن پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای (-۰/۱۱۸۶) و سودهای سالانه (۰/۶۴۴۳) می‌توان نتیجه‌گیری کرد که به‌طور متوسط بیشتر شرکت‌ها سودهای میان‌دوره‌ای را با تأخیر ارائه نموده‌اند، اما در مورد پیش‌بینی سودهای سالانه نتیجه برعکس است. ازآنجایی‌که

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

عدد مربوط به میانگین تورش پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای و سالانه مثبت است، می‌توان نتیجه‌گیری کرد که به‌طور متوسط اکثر شرکت‌ها سودهای پیش‌بینی شده‌شان از مقادیر واقعی بیشتر است. همچنین، آماره مربوط به میانگین دقت پیش‌بینی‌ها نیز نشان‌دهنده دقت پایین آن برای اکثر شرکت‌ها است.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرها در مدل اصلی پژوهش برای دوره زمانی رونق و رکود بازار سرمایه

متغیرها			میانگین		انحراف معیار		کمینه		بیشینه	
			رکود	رونق	رکود	رونق	رکود	رونق	رکود	رونق
صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌های شرکت			۰/۰۹۸	۰/۰۹۹	۰/۰۷۵	۰/۰۴۹	-۰/۱۹۴	-۰/۲۴۵	۰/۴۰۷	۰/۰۲۶۹
افشای اختیاری اطلاعات	پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای	تورش	۰/۹۸۵	۰/۹۹۶	۰/۰۹۴	۰/۱۱۱	-۰/۰۳۹	۰/۵۰۱	۱/۳۶۹	۲/۱۳۴
		دقت	۰/۰۵۴	۰/۰۵۸	۰/۰۶۸	۰/۰۸۵	۰	۰	۰/۵۹۲	۰/۸۵۳
		به‌موقع بودن	-۰/۱۳۰	-۰/۱۰۵	۰/۵۱۳	۰/۴۲۶	-۴/۲۲۱	-۲/۷۶۷	۰/۹۱۱	۰/۹۳۳
	پیش‌بینی سودهای سالانه	تورش	۰/۹۸۴	۰/۹۹۲	۰/۱۱۱	۰/۱۲۰	-۰/۲۸۴	۰/۵۲۸	۱/۴۷۰	۱/۷۲۱
		دقت	۰/۰۶۸	۰/۰۷۹	۰/۰۷۴	۰/۰۹۱	۰	۰	۰/۴۷۰	۰/۷۲۱
		به‌موقع بودن	۰/۶۱۲	۰/۶۸۵	۰/۸۲۷	۰/۷۵۲	-۴/۸۳۳	-۳/۶	۲/۲۶۷	۲/۶۳۳
اندازه			۸/۹۳۳	۸/۹۳۳	۰/۷۲۳	۰/۶۹۰	۷/۳۱۸	۷/۴۰۱	۱۱/۳۳۴	۱۱/۰۴۵
بتا			۰/۷۴۵	۰/۸۵۷	۰/۷۱۳	۰/۸۵۱	-۱/۴۱۶	-۱/۰۴۵	۹/۰۱۵	۱۰/۱۶۳
اهرم			۰/۰۶۷	۰/۰۶۶	۰/۰۷۱	۰/۰۷۴	۰	۰	۰/۶۰۹	۰/۵۷۱
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار			۰/۵۸۰	۰/۶۲۸	۰/۳۸۹	۰/۴۶۱	۰/۰۵۳	۰/۰۱۲	۳/۰۰۸	۳/۵۲۲

با توجه به مشاهدات موجود در جدول شماره (۲) نیز می‌توان گفت که مقدار میانگین برای معیار صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌ها در دوران رونق بازار سرمایه (۰/۰۹۹) بیشتر از دوران رکود (۰/۰۹۸) است. این مقدار برای تمامی معیارهای سنجش افشای اختیاری اطلاعات (تورش، دقت و به‌موقع بودن پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای و سالانه) نیز در دوران رونق بازار سرمایه بیشتر از دوران رکود است. تحلیل نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌ها در دوران رونق بازار سرمایه، به‌طور داوطلبانه، افشای بیشتری را انجام می‌دهند. از طرفی، برخلاف انتظار، بازده مازاد بر نرخ بازده بدون ریسکی (صرف ریسکی) که توسط سرمایه‌گذاران مطالبه می‌شود در دوران رونق بازار سرمایه بیشتر است اما این اختلاف بسیار ناچیز است. مقدار انحراف معیار برای معیار صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌ها نیز نشان می‌دهد که این مقدار برای دوره زمانی رکود بازار سرمایه بیشتر از دوران رونق بازار سرمایه است؛ که این موضوع می‌تواند به دلیل وجود نوسانات زیاد بازار در دوره زمانی رکود باشد. انحراف معیار نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در دوره زمانی رونق بازار سرمایه برابر با ۰/۴۶۱ بوده که در مقایسه با انحراف معیار این متغیر در دوره زمانی رکود بازار سرمایه (۰/۳۸۹) عدد بزرگ‌تری است. این موضوع نیز می‌تواند نشان‌دهنده نوسان بیشتر در دوره رکود بازار سرمایه باشد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

۲-۶-آزمون فرضیه‌های پژوهش

در ادامه فرضیه‌های پژوهش بر اساس مدل رگرسیون اصلی پژوهش (مدل ۱) آزمون می‌شوند.

۶-۲-۱- آزمون فرضیه اول تا سوم پژوهش

در فرضیه‌های اول تا سوم پژوهش به بررسی رابطه بین تورش، دقت و به‌موقع بودن پیش‌بینی سود و صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌ها پرداخته می‌شود. همان‌طور که قبلاً اشاره شد معیارهای پیش‌بینی سود، برای دوره‌های زمانی میان‌دوره‌ای (۳ ماهه، ۶ ماهه، ۹ ماهه) و سالانه به‌صورت مجزا آزمون می‌شوند. از آنجا که نتایج آزمون ناهمسانی واریانس و آزمون خودهمبستگی برای فرضیه‌های مذکور، نشان‌دهنده وجود ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی است، مدل‌های مذکور بر اساس روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته آزمون شده است که نتایج آن در جدول (۳) ارائه شده است. در جدول مذکور، معناداری در سطوح اطمینان ۹۰ درصد (*)، ۹۵ درصد، (**) و ۹۹ درصد، (***) و برای کلیه متغیرهای پژوهش نشان داده شده است. جدول شامل ضرایب، آماره Z و سطح معناداری مربوط به عرض از مبدأ و تمامی متغیرهای مدل است.

جدول (۳). نتایج مربوط به فرضیه‌های اول تا سوم پژوهش

متغیرهای پژوهش	مدل حداقل مربعات تعمیم‌یافته	
	میان‌دوره‌ای	سالانه
عرض از مبدأ	۰/۰۵۵۰	۰/۰۵۵۲
	(۱/۴۳)	(۱/۴۹)
به‌موقع بودن پیش‌بینی سود	*۰/۰۰۸۱	***۰/۰۰۴۹
	(۱/۷۹)	(۲/۶۳)
تورش پیش‌بینی سود	***۰/۰۴۷۱	***۰/۰۴۳۳
	(۲/۷۰)	(۳/۲۳)
دقت پیش‌بینی سود	* -۰/۰۴۱۶	-۰/۰۲۸۰
	(-۱/۷۸)	(-۱/۵۵)
اندازه	-۰/۰۰۲۱	-۰/۰۰۲۳
	(-۰/۵۸)	(-۰/۶۱)
اهرم	** -۰/۰۵۹۸	** -۰/۰۶۵۳
	(-۲/۲۵)	(-۲/۴۲)
بتا	***۰/۰۱۳۴	***۰/۰۱۳۶
	(۵/۶۳)	(۵/۵۹)
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	***۰/۰۱۵۷	***۰/۰۱۶۷
	(۳/۳۴)	(۳/۵۲)

بر اساس مشاهدات جدول (۳) می‌توان نتیجه‌گیری کرد که افشای اختیاری اطلاعات، برای دو معیار تورش و به‌موقع بودن پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای و سالانه به‌طور مثبت و معنادار و برای معیار دقت پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای به‌طور منفی و معنادار بر صرف ریسک

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

مبتنی بر ویژگی‌های شرکت اثرگذار است. با توجه به مشاهدات جدول و نتایج پژوهش می‌توان گفت که سه فرضیه اول تا سوم پژوهش برای معیارهای بیان‌شده رد نمی‌شود.

۲-۲-۶- آزمون فرضیه چهارم تا ششم پژوهش

فرضیه چهارم تا ششم نیز به بررسی تأثیر چرخه بازار بر رابطه بین تورش، دقت و به‌موقع بودن پیش‌بینی سود و صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌ها می‌پردازد. نتایج مربوط به فرضیه‌های مذکور بر اساس مدل حداقل مربعات تعمیم‌یافته در جدول (۴) ارائه شده است.

جدول (۴). نتایج مربوط به فرضیه‌های چهارم تا ششم پژوهش

متغیرهای پژوهش	مدل حداقل مربعات تعمیم‌یافته			
	سالانه		میان‌دوره‌ای	
	دوره رکود	دوره رونق	دوره رکود	دوره رونق
عرض از مبدأ	۰/۱۵۹۴***	۰/۱۷۰۹***	۰/۱۴۳۶***	۰/۱۷۴۸***
	(۳/۵۰)	(۶/۹۰)	(۲/۸۹)	(۶/۴۴)
به‌موقع بودن پیش‌بینی سود	۰/۰۰۵۰*	۰/۰۰۳۹**	۰/۰۰۳۲	۰/۰۱۳۹***
	(۱/۸۹)	(۲/۲۰)	(۰/۵۲)	(۲/۹۶)
تورش پیش‌بینی سود	۰/۰۰۶۵	-۰/۰۱۴۲	۰/۰۱۵۳	-۰/۰۱۲۷
	(۰/۳۲)	(-۱/۲۱)	(۰/۵۹)	(-۰/۸۲)
دقت پیش‌بینی سود	-۰/۰۴۰۸	-۰/۰۳۴۳**	-۰/۰۶۹۷*	-۰/۰۶۷۹***
	(-۱/۳۵)	(-۲/۲۷)	(-۱/۸۸)	(-۳/۵۴)
اندازه	-۰/۰۰۷۶*	-۰/۰۱۰۳***	-۰/۰۰۶۵	-۰/۰۱۰۵***
	(-۱/۷۸)	(-۴/۳۱)	(-۱/۴۷)	(-۴/۴۳)
اهرم	-۰/۱۲۴۰***	۰/۰۲۱۸	-۰/۱۱۲۳***	۰/۰۲۱۹
	(-۳/۳۸)	(۱/۲۹)	(-۳/۰۸)	(۱/۲۶)
بتا	۰/۰۱۸۶***	۰/۰۰۸۲***	۰/۰۱۸۱***	۰/۰۰۷۵***
	(۵/۵۱)	(۵/۱۸)	(۵/۴۲)	(۴/۸۸)
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	-۰/۰۰۹۱	۰/۰۴۳۹***	-۰/۰۰۸۷	۰/۰۴۵۸***
	(-۱/۴۶)	(۱۲/۰۷)	(-۱/۳۱)	(۱۲/۵۸)

بر اساس مشاهدات جدول (۴) می‌توان نتیجه‌گیری کرد که افشای اختیاری اطلاعات، برای معیار به‌موقع بودن پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای و سالانه در دوره زمانی رونق بازار سرمایه، به‌طور مثبت و معنادار بر صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌ها اثرگذار است. در دوره زمانی رکود بازار سرمایه معیار مذکور برای سودهای پیش‌بینی شده به‌صورت سالانه بر صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌ها به‌طور مثبت و معنادار اثرگذار است اما برای سودهای پیش‌بینی شده به‌صورت میان‌دوره‌ای اثرگذار نیست. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که معیار دقت پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای و سالانه در دوره زمانی رونق بازار سرمایه، به‌طور منفی و معنادار بر صرف ریسک

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

مبتنی بر ویژگی‌ها اثرگذار است. معیار مذکور در دوره زمانی رکود بازار سرمایه، تنها برای سودهای پیش‌بینی شده به‌صورت میان‌دوره‌ای بر صرف ریسک اثرگذار است. با توجه به نتایج به دست آمده می‌توان گفت که چرخه بازار سرمایه بر رابطه افشای اختیاری اطلاعات، برای معیارهای به‌موقع بودن پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای و دقت پیش‌بینی سودهای سالانه و صرف ریسک سهام اثرگذار است. با توجه به مشاهدات جدول و نتایج پژوهش می‌توان گفت که فرضیه‌های پنجم و ششم پژوهش برای معیارهای بیان‌شده رد نمی‌شود.

۷- بحث و نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر تأثیر افشای اختیاری اطلاعات بر صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌های شرکت، در هر یک از ادوار چرخه بازار سرمایه را با تکیه بر مبانی نظری مطرح شده در این زمینه بررسی نمود. برای این منظور شش فرضیه اصلی آزمون شد.

در ارتباط با فرضیه اول تا سوم پژوهش و تجزیه و تحلیل‌های انجام شده در زمینه تأثیر افشای اختیاری اطلاعات بر صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌ها نتایج نشان داد که افشای اختیاری اطلاعات، برای معیارهای تورش و به‌موقع بودن پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای و سالانه، به‌طور مثبت و معنادار و برای معیار دقت پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای، به‌طور منفی و معنادار بر صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌ها اثرگذار است. نتایج منفی و معنادار رابطه مذکور، موافق با نتایج پژوهش‌های باغومیان، غلامی، امین‌پور و کریم‌پور (۱۳۹۷)، عباسی و بذرافشان (۱۳۹۶)، کر و همکاران، (۲۰۱۴) و ایزیلی و اورهارا (۲۰۰۴) و نتایج مثبت و معنادار با نتایج پژوهش‌های پورحیدری و همکاران (۱۳۹۶)، پرندین، رضایی و پرویزی (۱۳۹۳)، گائو و همکاران (۲۰۱۱) و گائو (۲۰۰۸) سازگار است. در نتیجه، سه فرضیه اول، دوم و سوم پژوهش در ارتباط با معیارهای بیان‌شده رد نشد.

نتایج مربوط به آزمون فرضیه‌های چهارم تا ششم نیز نشان داد که افشای اختیاری اطلاعات، برای معیارهای به‌موقع بودن پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای و سالانه در دوره زمانی رونق بازار و به‌موقع بودن پیش‌بینی سودهای سالانه در دوره رکود بازار، به‌طور مثبت و معنادار و برای معیارهای دقت پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای و سالانه در دوره رونق بازار سرمایه و دقت پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای در دوره رکود بازار سرمایه، به‌طور منفی و معنادار بر صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌ها اثرگذار است. از بررسی نتایج حاصل از سه فرضیه چهارم تا ششم می‌توان نتیجه‌گیری کرد که چرخه بازار سرمایه بر رابطه بین به‌موقع بودن پیش‌بینی سودهای میان‌دوره‌ای و دقت پیش‌بینی سودهای سالانه و صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌های شرکت اثرگذار است اما معیار چرخه بازار سرمایه بر جهت روابط مذکور اثرگذار نیست.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

نتایج حاصل از فرضیه دوم پژوهش می‌تواند برای سیاست‌گذاران و قانون‌گذاران اوراق بهادار مهم باشد. با توجه به اثر افشای سودهای پیش‌بینی شده دقیق‌تر توسط مدیریت (معیار دقت سودهای پیش‌بینی شده توسط مدیریت) بر کاهش هزینه سرمایه، سیاست‌گذاران و قانون‌گذاران اوراق بهادار می‌توانند بر افشای اطلاعات آینده‌نگر و دقیق‌تر از سود توسط شرکت‌ها تأکید بیشتری نمایند، زیرا افشای این‌گونه اطلاعات منجر به کاهش عدم اطمینان سرمایه‌گذاران و همچنین کاهش هزینه سرمایه شرکت می‌شود. همچنین، نتایج فرضیه‌های پنجم و ششم پژوهش نشان داد که شرایط اقتصادی بازار (رونق و رکود بازار سرمایه) بر رابطه بین افشای اطلاعات و صرف ریسک سهام اثرگذار است. در نتیجه، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در تصمیم‌گیری‌های خود بیش از پیش به شرایط اقتصادی بازار سرمایه توجه لازم و کافی را داشته باشند.

همچنین، پژوهشگران و دانشجویان نیز می‌توانند در پژوهش‌های آتی خود، تأثیر عوامل دیگر اقتصادی از جمله نرخ تورم، نرخ تولید ناخالص ملی، نرخ بهره بدون ریسک را بر رابطه بین افشای اطلاعات و صرف ریسک سهام مورد بررسی قرار دهند و از معیارهای دیگر برای سنجش افشای اطلاعات (به عنوان مثال، اطلاعات افشا شده توسط رسانه‌ها، مطبوعات و وب‌سایت‌ها) و از مدل‌های دیگر برای سنجش صرف ریسک سهام (مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای) استفاده نمایند. همچنین، می‌توان تأثیر عوامل کلان اقتصادی مختلف را بر رابطه بین افشای اطلاعات و صرف ریسک سهام در طول چرخه عمر شرکت بررسی نمود.

۸- محدودیت‌های پژوهش

در انجام هر پژوهش محدودیت‌هایی برای دستیابی به اهداف پژوهش وجود دارد. عمده‌ترین محدودیت‌های موجود در پژوهش حاضر به شرح زیر است:

۱) داده‌های استفاده شده از صورت‌های مالی برای پیش‌بینی سودهای مبتنی بر مدل رگرسیون و تخمین صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌ها از بابت تورم تعدیل نشده است، در صورت تعدیل از این بابت ممکن است نتایج متفاوتی حاصل شود.

۲) در پژوهش حاضر به‌منظور اندازه‌گیری یکی از متغیرهای موجود در مدل مربوط به تخمین صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌های شرکت (متغیر سودهای پیش‌بینی شده) نیاز به داده‌های استفاده شده از صورت‌های مالی شرکت‌ها از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۷ بود که این منجر به کنار گذاری بسیاری از شرکت‌ها، به دلیل عدم وجود داده، از جامعه آماری پژوهش شد. لذا نتایج به دست آمده، قابلیت تعمیم به‌تمامی شرکت‌ها را ندارد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

۳) به دلیل اینکه یکی از متغیرهای موجود در مدل مربوط به تخمین صرف ریسک مبتنی بر ویژگی‌های شرکت، بر اساس پیش‌بینی سودهای مبتنی بر مدل رگرسیونی برآورد می‌شود، خطای ناشی از برآورد، می‌تواند بر روی نتایج نهایی تأثیرگذار باشد. لذا به‌کارگیری این مدل در دوره‌های زمانی و نمونه آماری متفاوت با پژوهش حاضر ممکن است به مبالغ دیگری برای محاسبات منتهی شود؛ بنابراین در استفاده از این مدل‌ها و نتایج حاصل از آنها باید با احتیاط عمل شود.

۹- منابع

آقابیک‌زاده، مهدی؛ فروغی، داریوش؛ دستگیر، محسن. (۱۳۹۶). تأثیر محافظه‌کاری و تأخیر در افشای اخبار همزمان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالانه بر واکنش بازار سهام، **مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، ۲۴(۲)، ۱۹۶- ۱۷۳.

اسدی‌راد، فاطمه؛ احمد کعب‌عمیر و فاطمه مهربانی. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر ریسک ورشکستگی بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام عادی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، **کنفرانس بین‌المللی مدیریت و حسابداری**، تهران.

افلاطونی، عباس؛ و امین امیربختیاروند. (۱۳۹۵). تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و کیفیت افشا بر هزینه سرمایه: رویکرد متغیرهای ابزاری، **فصلنامه حسابداری مالی** ۸(۳۱): ۵۰-۳۰.

باغومیان، رافیک؛ فرید غلامی حسن‌کیاده؛ آریا امین‌پور و سارا کریم‌پور. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین افشای اختیاری و هزینه سرمایه مالکانه، **مجله دانش حسابرسی** ۱۸(۷۲): ۱۲۴-۹۷.

پرندین، کاوه؛ حامد رضائی و مهدی پرویزی. (۱۳۹۳). تأثیر افشای داوطلبانه بر کیفیت سود و هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **مجله پژوهش‌های نوین در حسابداری** ۱(۴): ۴۴-۳۴.

پورحیدری، امید؛ نسرین یوسف زاده؛ زینب اعظمی و زهرا معصومی بیلندی. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین کیفیت سود و هزینه سرمایه با افشای اختیاری، **مجله دانش حسابداری مالی** ۳(۴): ۲۰-۱.

پورحیدری، امید؛ نسرین یوسف‌زاده و زینب اعظمی. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر اندازه شرکت بر رابطه افشا و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **مجله دانش حسابداری** ۱۸(۵): ۱۱۱-۹۱.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

پورحیدری، امید؛ و حمزه حسین‌پور. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین افشای اجباری و اختیاری با ارزش سهام شرکت‌ها، **چشم‌انداز مالی** ۵(۲): ۲۸-۹.

پورحیدری، امید؛ و داریوش عالی‌پور. (۱۳۹۰). بررسی ارتباط بین داده‌های حسابداری با چرخه‌های تجاری در بورس اوراق بهادار تهران، **مجله پژوهش‌های حسابداری مالی** ۲(۸): ۱۶- ۱.

پورزمانی، زهرا؛ و فرناز منصوری. (۱۳۹۴). تأثیر کیفیت افشا، محافظه‌کاری و رابطه متقابل آنها بر هزینه سرمایه سهام عادی، **پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی** ۲۵(۷): ۹۶-۷۹.

حسینی عمران، مصطفی. (۱۳۹۹). بررسی ارتباط بین افشای اطلاعات، رشد شرکت و هزینه سرمایه، **نشریه چشم‌انداز حسابداری و مدیریت** ۳(۲۶): ۱۳۰-۱۱۹.

خلیفه‌سلطانی، سیداحمد؛ و فاطمه اسماعیلی. (۱۳۹۳). تأثیر چرخه تجاری بر پایداری مدل‌های پیش‌بینی ورشکستگی، **پژوهش‌های تجربی حسابداری** ۴(۱۳): ۲۲- ۱.

صادقی یخدانی، غزل؛ عبدالله خانی و محمود بت‌شکن. (۱۳۹۹). بررسی تأثیر افشای اطلاعات بر صرف ریسک سهام با توجه به سطح نرخ رشد شرکت. **مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی** ۲۷(۳): ۴۰۹-۳۸۱.

عباسی، ابراهیم؛ و محسن بذرافشان. (۱۳۹۶). بررسی رابطه کیفیت سود، افشای داوطلبانه و رفتار نامتقارن اطلاعاتی با هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، **فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری** ۷(۱): ۶۰- ۴۱.

کامران، مهدیه؛ غلامحسین اسدی و حمیده اثنی‌عشری. (۱۳۹۹). بررسی رابطه غیرخطی افشای اختیاری و ارزش شرکت با بهره‌گیری از رویکرد رگرسیون انتقال ملایم پانلی. **مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی** ۲۷(۲): ۲۵۷-۲۳۱.

مشایخی، بیتا؛ و سوران، فرهادی. (۱۳۹۲). تأثیر اندازه شرکت بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **نشریه حسابداری مدیریت** ۴(۶): ۱۱۵-۱۰۱.

مهرانی، ساسان؛ یحیی کامیابی و فرزاد غیور. (۱۳۹۶). اثر چرخه بازار سرمایه بر رفتار الگوهای پیش‌بینی درماندگی مالی، **مجله دانش حسابداری** ۸(۲): ۶۲-۳۵.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

ناظمی، امین؛ و طاهره نصیری. (۱۳۹۳ الف). بررسی ارتباط میان افشای اطلاعات و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی** ۳(۱): ۱۱۸-۹۷.

ناظمی، امین؛ و طاهره نصیری. (۱۳۹۳ ب). بررسی ارتباط میان کیفیت حاکمیت شرکتی و میزان مالکیت نهادی با افشای اطلاعات، **فصلنامه حسابداری مالی** ۶(۲۴): ۱۲۰-۹۹.

هادیان، ابراهیم؛ و محمدرضا هاشم‌پور. (۱۳۸۲). شناسایی چرخه‌های تجاری در اقتصاد ایران، **فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران** ۵(۱۵): ۱۲۰-۹۳.

Ball, R., S. Jayaraman & L. Shivakunar. (2012). Audited financial reporting and voluntary disclosure as complements: A test of the Confirmation Hypothesis. **Journal of Accounting and Economics** 53(1-2): 136-166.

Botosan, C. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. **The Accounting Review** 72(3): 323–349.

Botosan, C., & M. Plumlee. (2002). A re-examination of disclosure level and the expected cost of capital. **Journal of Accounting Research** 40(1): 21–40.

Call, A.C., J.L. Campbell, D.S. Dhaliwal & J.R. Moon. (2017). Employee quality and financial reporting outcomes. **Journal of Accounting and Economics** 64(1): 123-149.

Chordia, T., A. Goyal & Y. Nozawa. (2017). Are Capital Market Anomalies Common to Equity and Corporate Bond Markets? An Empirical Investigation. **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 52(4): 1301-1342.

Clarkson, P., J. Guedes & R. Thompson. (1996). On the diversification, observability and measurement of estimation risk. **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 31(1): 69- 84.

Clement, M., R. Frankel & J. Miller. (2003). Confirming management earnings forecasts, earnings uncertainty, and stock returns. **Journal of Accounting Research** 41(4): 653–680.

Core, J.E., L. Hail & R.S. Verdi. (2014). Mandatory disclosure quality, inside ownership, and cost of cpital. **European Accounting Review** 24(1): 1-29.

Da-Silva, W.M., & D. Bergmann. (2019). Corporate disclosure via the internet and implied cost of capital. **Retrieved from https://ssrn.com/abstract= 326656560.**

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

Diamond, D., & R. Verrecchia. (1991). Disclosure liquidity and the cost of capital. **the journal of Finance** 46(4): 1325- 1360.

Dutta, S., & A. Nezlobin. (2017). Information disclosure, firm growth, and the cost of capital. **Journal of Financial Economics** 123(1): 415-431.

Dutta, S., & A. Nezlobin. (2018). **Information disclosure**, real investment, and shareholder welfare.

Easley, D., & M. Ohara. (2004). Information and the cost of capital. **Journal of Finance** 59(4): 1553–1583.

Ellahie, A., R.M. Hayes & M.A. Plumlee. (2019). Growth matters: disclosure level and risk premium. **Retrieved from https://ssrn.com/abstract=2816984.**

Francis, J., D. Nanda & P. Olsson. (2008). Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital. **Journal of Accounting Research** 46(1): 53–99.

Gao, P. (2008). Disclosure quality cost of capital, and investors' welfare. **The journal of the accounting review** 85(1): 1-29.

Gaw, I.D., D.J. Taylor & R.E. Verrecchia. (2011). Disclosure and the cost of capital: evidence of information complementarities. **University of Melbourne**. Working paper.

Graham, J., C. Harvey & S. Rajgopal. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of Accounting and Economics** 40(1-3): 3–73.

He, J., M. Plumlee & J. Wen. (2018). Voluntary disclosure, mandatory disclosure, and cost of capital. **Journal of Business Finance & Accounting** 46(3-4): 307-335.

Hess, D., M. Meuter & A. Kaul. (2019). The Performance of mechanical earnings forecasts. **Retrieved from https://ssrn.com/abstract=3041364**.

Kothari, S.P., X. Li & J.E. Short. (2009). The effect of disclosures by management, analysts, and business press on cost of capital, return volatility, and analyst forecasts: a study using content analysis. **The Accounting Review** 84(5): 1639–1670.

Kwak, B., B.T. Ro & I. Suk. (2012). The composition of top management with general counsel and voluntary information disclosure. **Journal of Accounting and Economics** 54(1): 19-41.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]

Leuz, C., & R. Verrecchia. (2005). Firms' capital allocation choices, information quality, and the cost of equity capital. **The University of Pennsylvania**, Working Paper.

Lewellen, J. (2014). The cross-section of expected stock returns, **Critical Finance Review** 4(1): 1-44.

Li, K.K., & P. Mohanram. (2014). Evaluating cross-sectional forecasting models for implied cost of capital. Review of Accounting Studies 19(3): 1152-1185.

Lizano, M.M., D. Garcia & M. Anton. (2011). The influence of the business cycle on the stability of business failure prediction models. **European Accounting Association** 34th annual congress, 20-22 April 2011, Rome, Italy, 328-348.

Lyle, M., J. Callen & R. Elliott. (2013). Dynamic risk, accounting-based valuation and firm fundamentals**. Review of Accounting Studies** 18(4): 899–929.

Noh, S., E.C. So & J.P. Weber. (2019). Voluntary and Mandatory disclosure: Do managers view them as substitute?, **Journal of Accounting and Economics** 68(1): 1-18.

Penman, S., & J. Zhu. (2016). Accounting- based estimates of the cost of capital: a third way. Columbia Business School. **Retrieved from https://ssrn.com/abstract=2842269.**

Penman, S.H., F. Reggiani, S. Richardson & I. Tuna. (2015). An accounting-based characteristic model for asset pricing. **Retrieved from http://ssrn.com/abstract=1966566.**

Richardson, S., R. Sloan, M. Soliman & I. Tuna. (2005). Accrual reliability, earnings persistence and stock prices. **Journal of Accounting and Economics** 39(3): 437-485.

Skinner, D. (1994). Why firms voluntarily disclose bad news?, **Journal of Accounting Research** 32(1): 38–60.

Ting, I., & Y. Lin. (2011). What is missing? Using data mining techniques with business cycle phases for predicting company financial crises. **Asia Pacific Management Review** 16(4): 535 549.

Zhang, X. (2021). Market efficiency, the cost of capital, and information disclosure quality. **Retrieved from https://ssrn.com/abstract= 3786796.**

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.51.4.3]