



## تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران

علی زارعی<sup>۱</sup>  
رؤیا دارابی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۱۲/۱۸

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۱۰/۱۶

### چکیده

دیدگاه مالی رفتاری نشان می‌دهد که برخی از تغییرات در قیمت اوراق بهادار، هیچ دلیل بنیادی نداشته و گرایش احساسی سرمایه‌گذار، نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها ایفا می‌کند. در حال حاضر توسط بسیاری از شرکت‌ها، افشای اختیاری به دلیل مزایایی چون هزینه سرمایه کمتر، افزایش اعتبار، نقد شوندگی بیشتر، بهبود در تصمیمات سرمایه‌گذاری و کاهش ریسک قانونی ناشی از افشای ناکافی، صورت می‌گیرد. هدف از این پژوهش بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر افشای اختیاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار سرمایه ایران می‌باشد. این پژوهش از نوع علی، پس رویدادی و کاربردی است. نتایج آزمون فرضیه‌ها در ۷۲ شرکت نشان داد که بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و افشای اختیاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ اما با دسته‌بندی گرایش‌های احساسی به گرایش‌های احساسی بالا و پایین، رابطه معناداری بین آن‌ها و افشای اختیاری یافت نشده است. همچنین از میان متغیرهای کنترلی، بین رشد اقتصادی، اندازه شرکت، بازده دارایی‌ها و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با افشای اختیاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ همچنین بین زیانده بودن شرکت‌ها و افشای اختیاری رابطه منفی و معناداری یافت شده است.

**واژه‌های کلیدی:** مالی رفتاری، گرایش‌های احساسی، افشای اختیاری.

۱- دانشجوی دکتری گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، دانشکده اقتصاد و حسابداری، تهران، ایران.  
۲- دانشیار گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، دانشکده اقتصاد و حسابداری، تهران، ایران (نویسنده اصلی)  
Royadarabi110@yahoo.com

## ۱- مقدمه

در طول سال‌های اخیر، مطالعات و تحقیقات مالی وارد دوران فکری جدیدی شده است که در برخی از آن‌ها، مفروضات اقتصاد مالی مدرن موردانتقاد قرار گرفته است. یکی از این مفروضات، منطقی بودن سرمایه‌گذاران است که به‌طورجدی به چالش کشیده شده و مطالعات متعددی به بررسی این موضوع اختصاص یافته‌اند. امروزه این موضوع قوت بیشتری گرفته است که قیمت‌ها بیشتر توسط نگرش‌ها و فاکتورهای روانی تعیین می‌شوند تا متغیرهای بنیادی و بنابراین مطالعه روانشناسی بازار اهمیت بیشتری پیدا کرده است. بر این اساس شاید هیچ موضوعی در ادبیات مالی اخیر بحث‌برانگیزتر از این سؤال نباشد که آیا سرمایه‌گذاران در تعیین قیمت سهام منطقی عمل می‌کنند یا خیر؟ (نیکو مرام و همکاران، ۱۳۹۱، ۳) هدف عمده سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در بازار سهام، کسب بازده معقول است و بازده از دو بخش تغییرات قیمت سهام و سود سهام تقسیمی به دست می‌آید. سرمایه‌گذاران و تحلیلگران مالی می‌توانند با استفاده از مدل‌های سرمایه‌گذاری، قیمت سهام و بازده را پیش‌بینی کنند. تئوری مالی سنتی بیان می‌کند که قیمت سهام، ارزش بنیادی سهام را نشان می‌دهد و منعکس‌کننده ارزش جریان‌های نقدی آتی است. از دیدگاه فرضیه بازار کارا، قیمت اوراق بهادار منعکس‌کننده تمام اطلاعات موجود در بازار است و انتظار می‌رود که تأثیر هرگونه اطلاعات جدید در بازار، سریعاً در قیمت سهام شرکت‌ها منعکس شود. بر پایه این تئوری، سرمایه‌گذاران دارای رفتار عقلایی بوده، به دنبال حداکثر ساختن مطلوبیت مورد انتظار خود هستند. بر این اساس، تغییرات قیمت سهام به تغییرات سیستماتیک در ارزش‌های بنیادی شرکت مربوط است و رفتار غیر عقلایی سرمایه‌گذار تأثیری بر بازده ندارد؛ اما بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهامی که از ارزیابی ذهنی بالاتری برخوردارند، رابطه مثبت وجود دارد (حیدر پور و همکاران، ۱۳۹۲، ۳). در نتیجه باید بر اساس متغیرهای احساسی، شرایط رفتاری فعالان بازار سهام را بررسی کرد. به‌عبارت‌دیگر، به‌جز عوامل بنیادی، باید تأثیر عوامل رفتاری و احساسی سرمایه‌گذاران را نیز بر قیمت سهام در نظر گرفت. از آنجایی که علاوه بر تأثیر متغیرهای حسابداری نظیر بازده دارایی‌ها، بازده فروش، ارزش دفتری دارایی‌ها به ارزش بازار آن‌ها، سود هر سهم، اندازه شرکت بر قیمت و بازده سهام، متغیرهای رفتاری خرد و کلان نیز بر قیمت سهام تأثیرگذار می‌باشد (ستایش و شمس‌الدینی، ۱۳۹۵، ۲) از سوی دیگر، تئوری مالی رفتاری، بیانگر دو فرض اساسی است: اولین فرض این است که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر گرایش‌های احساسی خود تصمیم می‌گیرند. دومین فرض این است که آربیتراژ در برابر سرمایه‌گذاران احساسی، پر ریسک و پرهزینه است؛ بنابراین سرمایه‌گذاران منطقی یا آربیتراژگرها در برگرداندن قیمت‌ها به قیمت بنیادی، پرتکاپو نیستند.

مالیه رفتاری مدرن اعتقاد دارد که محدودیت‌هایی برای آربیتراژ وجود دارد (حیدر پور و همکاران، ۱۳۹۲، ۳). در حقیقت، فعل و انفعال پویا بین معامله‌گران اختلال زا و آربیتراژگران منطقی، قیمت‌ها را شکل می‌دهد و اگر یک سهام، معامله‌گرهای اختلال زا بیشتر یا معامله‌گرهای منطقی کمتری داشته باشد، نوسانات قیمتی آن چشمگیر است (لی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰، ۴) با توجه به وجود استثناهای بازار سرمایه و در نظر گرفتن نظریه<sup>۲</sup> مالی رفتاری، به نظر می‌رسد همراه با متغیرهای کلان اقتصادی و حسابداری، عوامل رفتاری سرمایه‌گذاران نیز می‌تواند بر قیمت سهام شرکت‌ها تأثیرگذار باشد. از دیدگاه مالی رفتاری عوامل گوناگون و متنوعی وجود دارد که به موجب آن عوامل، افراد اقدام به اتخاذ تصمیم‌های غیر بهینه می‌کنند. لذا سرمایه‌گذاران باید اهمیت این عوامل را در تصمیم‌گیری‌های خود دریافته و تعیین کنند که آیا این‌گونه از سوگیری‌ها در تصمیمات گذشته آن‌ها دخیل بوده است و آیا در تصمیمات آتی آن‌ها تأثیرگذار است؟ سپس در مرحله بعدی به دنبال فهم این غیرعقلانیات در رفتار دیگر سرمایه‌گذاران هستند تا بتوانند از اشتباهات انجام‌شده توسط آن‌ها در جهت انجام معاملات سودمند و بهینه بهره ببرند (موسوی و آقا بابائی، ۱۳۹۶، ۵). افشاء اطلاعات مالی و غیرمالی یکی از روش‌های مورد استفاده شرکت‌ها برای انتقال اطلاعات مرتبط با عملکرد شرکت به استفاده‌کنندگانی مثل سرمایه‌گذاران و سایر ذینفعان می‌باشد که به طرق دیگر توانایی دسترسی به این اطلاعات را ندارند؛ لذا افشاء مکانیسمی در جهت کاهش مسائل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی است. علاوه بر این افشای اطلاعات مالی شفاف و قابل دسترس، می‌تواند باعث افزایش کارایی بازار سرمایه از طریق تخصیص بهینه منابع و همچنین افزایش ارزش شرکت گردد (کاشانی پور و همکاران، ۱۳۸۸، ۶). شرکت‌ها موظف هستند تا بر اساس استانداردهای مربوطه و سایر قوانین و مقررات، افشای حداقل اطلاعات را در قالب صورت‌های مالی، یادداشت‌های همراه، گزارش هیئت‌مدیره و غیره انجام دهند؛ اما برخی از شرکت‌ها اقدام به ارائه اطلاعاتی فراتر از موارد مندرج در این استانداردها و قوانین و مقررات مربوطه می‌پردازند که از آن به عنوان افشای اختیاری یاد می‌شود. افشای اختیاری در خصوص اطلاعاتی صورت می‌گیرد که شرکت تشخیص می‌دهد می‌تواند بر تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی سالانه تأثیرگذار باشد. مواردی همچون اطلاعاتی در خصوص ویژگی‌های شرکت و استراتژی‌ها، اطلاعات مالی (مثل اطلاعات قیمت سهام) یا اطلاعات غیرمالی (مثل مسئولیت اجتماعی شرکت) از جمله مثال‌های، برای افشای اختیاری شرکت‌ها است. افشای اختیاری را نیز می‌توان به عنوان یک مکانیسم کنترلی خارجی در جهت کاهش مشکلات بین سهامداران عضو (دارندگان اطلاعات نهائی) و غیر عضو، از طریق فراهم کردن اطلاعات مربوط به نتایج مالی و غیرمالی دانست (کاشانی پور و همکاران، ۱۳۸۸، ۶). از آنجایی که سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های خود به‌طور کامل به اطلاعات

افشاشده تکیه می‌کنند، انجام افشای اختیاری می‌تواند موجب ارائه تصویری روشن از وضعیت مالی و عملکرد شرکت شده و منجر به اعتماد بیشتر سرمایه‌گذاران به شرکت گردد. افشا اختیاری به دلیل مزایایی چون هزینه سرمایه کمتر، افزایش اعتبار، نقد شوندگی بیشتر، بهبود در تصمیمات سرمایه‌گذاری و کاهش ریسک قانونی ناشی از افشای ناکافی، در حال حاضر توسط بسیاری از شرکت‌ها صورت می‌گیرد و همچنین به‌عنوان یکی از حوزه‌های بااهمیت در تحقیقات حسابداری مالی به حساب می‌آید (پور حیدری و حسین پور، ۱۳۹۱، ۵). در دیدگاه مالی سنتی، تأثیر عوامل روانشناسی مدنظر قرار نمی‌گیرد و نتایج پژوهش‌های مالی رفتاری نشان داده است که افشای اختیاری اطلاعات مالی و غیرمالی تأثیر مهمی بر گرایش احساسی فردی و ساختاریافته سرمایه‌گذاران، دارد (لیستون<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵، ۵) برخی از سرمایه‌گذاران برای تعیین ارزش سهام از روش‌های علمی استفاده نمی‌کنند، آن‌ها از قضاوت‌های شخصی، مبتنی بر تصورات ذهنی و اطلاعات غیرعلمی و شرایط روانی و احساسی برای تصمیم‌گیری حاکم بر بازار سهام استفاده می‌کنند. این شرایط می‌تواند ناشی از انتشار اطلاعات توسط شرکت‌ها ایجاد شود. موارد فوق شواهدی مبنی بر تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر سطح افشای اختیاری است (کوپر و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۵، ۷). تحقیقات پیشین (به‌عنوان مثال، کیم و ها<sup>۴</sup>، ۲۰۱۰؛ چن و لین<sup>۵</sup>، ۲۰۱۰، ۸) رابطه بین گزارش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و باورهای مشارکت‌کنندگان بازار در مورد شرکت‌ها را بررسی و اثبات کرده‌اند که منجر به اثبات رابطه قابل پیش‌بینی بین تمایل سرمایه‌گذاران و قیمت‌گذاری اشتباه ارزش سهام شرکت شده است. از آنجائی که موجودیت اطلاعات شرکتی دقیق و به‌موقع در بازارهای سرمایه‌ای که کارکرد مناسب و درستی دارند، حیاتی هست (کوپر و همکاران، ۲۰۱۵، ۵)؛ پژوهش‌های شرح داده‌شده در بخش پیشینه پژوهش، رابطه بین گزارش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و باورهای مشارکت‌کنندگان بازار در مورد شرکت‌ها را اثبات کرده‌اند که منجر به اثبات رابطه قابل پیش‌بینی بین تمایل سرمایه‌گذاران و قیمت‌گذاری اشتباه ارزش سهام شرکت شده است. لذا هدف از این پژوهش بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر افشای اختیاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار سرمایه ایران هست. تفاوت این پژوهش با پژوهش‌های انجام‌شده داخلی آن است که تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران مورد مطالعه قرار می‌دهد. این موضوعی است که در تحقیقات قبلی به آن اشاره نشده است مطالعات گذشته عمدتاً تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام و جریان نقد آزاد و اقلام تعهدی اختیاری و بازده سهام را بررسی کرده‌اند. از این‌رو، این پژوهش در نظر دارد تا تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران مطالعه قرار می‌دهد. این موضوع می‌تواند موجب بازنگری یا بسط نتایج مطالعات گذشته در زمینه مالی رفتار و توسعه

سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه شود. اهمیت این پژوهش در این است که به دانشجویان، اساتید رشته‌های مالی و حسابداری، سرمایه‌گذاران و قانون‌گذاران بازار سرمایه نشان خواهد داد که چه روابطی بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و افشا اختیاری اطلاعات وجود دارد. از این رو، پرسش اصلی این پژوهش آن است که تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران چگونه می‌باشد. هدف نخست این مقاله بررسی رابطه گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران می‌باشد. هدف دوم این پژوهش نیز آن است آگاه‌سازی سرمایه‌گذاران و سازمان بورس اوراق بهادار و سایر استفاده‌کنندگان از نتایج موضوع می‌باشد.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### ۲-۱- مبانی نظری

گرایش‌های احساسی را می‌توان تمایلات سرمایه‌گذاران به سفته‌بازی تعریف نمود. از این منظر گرایش‌های احساسی منجر به ایجاد تقاضای نسبی برای سرمایه‌گذاری‌های سفته‌بازانه گردیده و این امر اثرات مقطعی در قیمت سهام را در پی خواهد داشت؛ اما سؤالی که اینجا مطرح می‌شود این است که چه عواملی منجر می‌شود تا یک سهام در مقابل تمایلات سرمایه‌گذاران به سفته‌بازی آسیب‌پذیر باشد؟ شاید مهم‌ترین علت این موضوع را بتوان به ذهنی بودن ارزش‌گذاری آن‌ها مربوط دانست (باکر و ورگلر، ۲۰۰۶، ۴). تعریف دیگری که می‌توان برای گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بیان نمود عبارت است از "حاشیه میزان خوش‌بینی و بدبینی سهامداران نسبت به یک سهام" (کیم و ما، ۲۰۱۰، ۱). شاخص‌های اندازه‌گیری گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران را می‌توان به سه گروه تقسیم‌بندی کرد: اولین گروه از شاخص‌های اندازه‌گیری گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران مبتنی بر روش‌های پیمایشی بوده و به‌طور مستقیم گرایش‌های احساسی بازار را اندازه‌گیری می‌کند. از این گروه می‌توان به شاخص تمایلات مصرف‌کنندگان میشیگان<sup>۸</sup> اشاره کرد. در نقطه مقابل روش‌های مستقیم، روش‌های غیرمستقیم قرار دارد که برای اندازه‌گیری گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران از داده‌های مالی بهره می‌گیرند. از این گروه نیز می‌توان به شاخص عدم تعادل در خرید و فروش<sup>۹</sup>، شاخص اطمینان بارن<sup>۱۰</sup> و شاخص گرایش‌های احساسی بازار سرمایه<sup>۱۱</sup> اشاره کرد. دسته سوم از روش‌های اندازه‌گیری مربوط به روش‌های ترکیبی می‌باشد که معروف‌ترین آن شاخص ترکیبی ارائه‌شده توسط باکر و ورگلر (۲۰۰۶) می‌باشد (کیم و ما، ۲۰۱۰، ۲). چن و همکاران<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۱، ۸) نشان دادند، گرایش احساسی ایجادشده توسط رسانه‌های اجتماعی (از قبیل شبکه‌های اجتماعی و وبسایت‌های رسمی و روزنامه‌ها)، با بازده‌های سهام فعلی و آتی ارتباط دارد.

تأثیر رسانه غالباً برای آن‌گونه شرکت‌ها که سهامشان توسط سرمایه‌گذاران خرده نگهداری می‌شود، قوی‌تر است. وو و همکاران<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۰، ۷) برای اولین بار اثر روز، هفته و بازده سهام را با گرایش احساسی سرمایه‌گذار مرتبط کردند. تخمین‌های تجربی حاکی از آن است که نقش اثر روز، هفته بر بازده، مشابه نقش گرایش احساسی سرمایه‌گذار بر بازده است و متعلق به سهم‌هایی با ارزیابی ذهنی بالاست. به‌عنوان مثال سهم‌هایی با ارزش بازار پایین، در زمانی که اثر روز هفته قوی‌تر است، بیشتر تحت تأثیر گرایش‌های احساسی قرار می‌گیرند. همچنین در این تحقیق، ارتباط بلایی بین گرایش احساسی و بازده کشف شد. (حیدر پور و همکاران، ۱۳۹۲، ۳).

لینگ و همکاران<sup>۱۴</sup> (۲۰۱۰) ارتباط مثبتی بین گرایش احساسی سرمایه‌گذار و بازده‌های سه‌ماهه بعدی در دو بازار واقعی خصوصی و عمومی پیدا کردند. آن‌ها همچنین نتیجه گرفتند که گرایش احساسی سرمایه‌گذار نقش مداوم بیشتری در منحرف کردن از ارزش‌های بنیادی و ایجاد مانع بر سر راه استفاده از فرصت توسط آربیتراژگران آگاه، در بازارهای خصوصی (به خاطر عدم نقدینگی، عدم تقارن اطلاعاتی و محدودیت در افشا قیمت) نسبت به بازارهای عمومی بازی می‌کند. هنگل براک و همکاران<sup>۱۵</sup> (۲۰۰۹، ۷) دو شاخص گرایش احساسی AAI و Sentix را، به ترتیب از آمریکا و آلمان استفاده کردند. نتیجه این بود که شاخص گرایش احساسی به‌طور منفی در آمریکا و به‌طور مثبت در آلمان با بازده‌های آتی مرتبط است. همچنین اثر مثبت روز اعلامیه را در آلمان پیدا نمودند. برای بازار آمریکا نیز، در زیر دوره ۱۹۹۴-۱۹۷۸ اثر منفی روز انتشار گرایش احساسی تأیید شد اما در دوره‌های دیگر اثر روز انتشار معنی‌دار نمی‌باشد. بدین معنی که شاخص بازده نسبت به انتشار شاخص گرایش احساسی واکنش نشان می‌دهد. باکر و وارگلر (۲۰۰۶، ۵) چگونگی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده مقطعی سهام را مورد مطالعه قرار دادند. بر اساس یافته‌های آن‌ها هنگامی که شاخص اول دوره گرایش‌های احساسی در سطح پایین می‌باشد، بازده سهام شرکت‌های کوچک، تازه تأسیس، پر نوسان، غیر سود ده، فاقد سود تقسیمی، دچار بحران‌های مالی، بالا می‌باشد و برعکس. این موضوع بیانگر این است که چنین سهم‌هایی در دوران نزولی گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، به‌طور نسبی کمتر از واقع قیمت‌گذاری می‌شوند. کو مار و لی<sup>۱۶</sup> (۲۰۰۶، ۵) در مطالعه‌ای مدل‌های مربوط به معامله‌گران اختلال‌زا را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های آن‌ها حاکی از این است که معاملات سیستماتیک خرد، تغییرات بازده سهم‌هایی که بیشتر مورد توجه معاملات خرد قرار می‌گیرند (شامل سهام شرکت‌های کوچک، قیمت پایین و نسبت مالکیت نهادی کم) را تبیین می‌کنند و این موضوع در رابطه با سهم‌هایی که از هزینه آربیتراژ بالاتری برخوردار هستند بیشتر نمود پیدا می‌کند. بر اساس نتیجه‌گیری آن‌ها گرایش‌های و تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران در ایجاد بازده نقش دارند. لی<sup>۱۷</sup> (۲۰۰۶، ۴) به اندازه‌گیری ریسک

گرایش احساسی گزارش‌های سالانه پرداخت و نتیجه گرفت که این ریسک می‌تواند بازده‌های آتی را پیش‌بینی کند. شرکت‌هایی که افزایش عمده در ریسک گرایش احساسی دارند، در دوازده ماه بعد از تاریخ انتشار گزارش سالانه، بازده‌های منفی نسبت به شرکت‌های دیگر خواهند داشت. جونز و باندوپادیاها<sup>۱۸</sup> (۲۰۰۵، ۵) با استفاده از روش ارائه‌شده توسط پرساود (۱۹۹۶، ۵)، شاخصی را تحت عنوان شاخص گرایش‌های احساسی بازار سرمایه ارائه کردند که با استفاده از داده‌های بازار سرمایه تمایل بازار به قبول ریسک ذاتی را در یک بازه زمانی نشان می‌دهد. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که شاخص گرایش‌های احساسی بازار سرمایه همبستگی بالایی با شاخص بازده بورس اوراق بهادار داشته و تغییرات قیمتی در بازار با گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران مرتبط می‌باشد. براون<sup>۱۹</sup> (۱۹۹۹، ۸) طی تحقیقات خود متوجه این موضوع شد که گرایش احساسی معامله‌گرهای اختلال زا با نوسانات قیمتی ارتباط مثبت دارد. شلی فرو ویشنی<sup>۲۰</sup> (۱۹۹۷، ص ۷) درزمینه آربیتراژ از لحاظ تئوریک بیان نمودند که اوراق بهادار بی‌ثبات، در یک معامله اختلال زای معین، دچار قیمت‌گذاری اشتباه بزرگ‌تری شده و بازده میانگین بالاتری کسب می‌کنند.

مروری جامع بر ادبیات افشای اختیاری اولین بار توسط هلی و پالپو<sup>۲۱</sup> (۲۰۰۷، ۹) انجام شده است. در مقاله وی بیان شده است که جهت‌گیری تصمیمات مربوط به افشای اختیاری بر نقش اطلاعات در گزارشگری برای افراد حاضر در بازار سرمایه بستگی دارد. در حقیقت محققان دانشگاهی، افراد حرفه‌ای و قانون‌گذاران به افشای اختیاری از منظر یک عامل مهم در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد درون‌سازمانی و برون‌سازمانی می‌نگرند (گاندیا<sup>۲۲</sup>، ۲۰۰۵، ۶). در پژوهش هلی و پالپو (۲۰۰۷، ۷)، پنج عامل تأثیرگذار در تصمیمات افشای اختیاری بازار سرمایه، بیان شده است: فرض مبادلات بازار سرمایه، فرض جدال بر سر کنترل شرکت، فرض سهام جایزه، فرض هزینه‌های حقوقی و فرض مسائل در ارتباط با مالک. خلاصه‌ای از فرض‌های مزبور در پژوهش کالت و راسکی<sup>۲۳</sup> (۲۰۰۸، ۶) مورد بررسی قرار گرفته است. آن‌ها موارد زیر را بیان کردند: (۱) فرض مبادلات بازار سرمایه؛ شرکت‌ها جهت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه کاهش هزینه تأمین مالی از طریق کاهش ریسک اطلاعات، انگیزه برای افشای داوطلبانه دارند. (۲) فرض جدال بر سر کنترل شرکت؛ زمانی که عملکرد شرکت ضعیف است، مدیران با افشای اختیاری اطلاعات سعی بر افزایش ارزش شرکت خواهند نمود تا بتوانند علت عملکرد ضعیف را توضیح دهند و در نتیجه خطر از دست رفتن شغلشان کاهش یابد. (۳) فرض سهام جایزه؛ اگر پاداش مدیران در قالب سهام اعطا گردد، آن‌ها این انگیزه را خواهند داشت تا با استفاده از افشای اختیاری امکان اظهار موارد مخرب را کاهش دهند و همچنین شرکت هم برای افشای اختیاری انگیزه خواهد داشت تا از این طریق هزینه‌های قراردادی با مدیرانی که سهام جایزه را دریافت خواهند کرد، کاهش دهد. (۴)

فرض هزینه حقوقی؛ مدیران مایل به افشای اخبار بد هستند تا از این طریق از برخوردهای قانونی برای افشای ناکافی جلوگیری کنند و همچنین درصد کاهش افشای پیش‌بینی‌هایی خواهند بود که این موارد مزبور را زیر سؤال ببرد و (۵) فرض مسائل در ارتباط با مالک؛ اگر مدیران متوجه شوند که افشای اطلاعات دارای مضرات رقابتی است، افشای داوطلبانه محدود خواهد شد. پژوهشگران دریافته‌اند که پیش‌بینی مدیریت در دوره‌ای که گرایش‌های پایین‌تری وجود دارد، به‌طور میانگین بالاتر از پیش‌بینی سود تحلیل‌گران است که پیش از پیش‌بینی مدیریت منتشر شده است. این یافته‌ها نشان می‌دهند که مدیران با ارائه پیش‌بینی‌های مثبت، در هنگامی که گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران کم است، اقدام به واکنش استراتژیک می‌کنند، اما مدیران، وقتی که گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بالا باشد، ساکت می‌مانند (کالت و راسکی، ۲۰۰۸، ۹).

پژوهش‌های پیشین رابطه سازگاری را بین تمایل سرمایه‌گذار و باورهای شرکت‌کنندگان بازار پیرامون شرکت را ثابت کرده‌اند که منجر به رابطه قابل پیش‌بینی بین تمایل سرمایه‌گذار و قیمت‌گذاری اشتباه شرکت می‌شود (چن و همکاران، ۲۰۱۲، ۸). به‌طور خاص، این پژوهش‌ها بررسی می‌کنند که آیا افشاگری داوطلبانه شرکتی مشروط بر تمایل سرمایه‌گذار تلاشی را برای آگاهی رساندن (ارائه اطلاعات مرتبط ارزشمند برای ارتقای توانایی سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری صحیح شرکت) یا گمراهی (ارائه استراتژیک اطلاعاتی که باعث افزایش توانایی سرمایه‌گذار برای ارزش‌گذاری صحیح شرکت‌های کم ارزش‌گذاری شده) می‌شوند، اما در هنگامی که شرکت‌ها زیاد ارزش‌گذاری شوند ساکت می‌مانند را منعکس می‌کند یا خیر (کوپر و همکاران، ۲۰۱۵، ۷). در بستر همراه‌کنندگی، وقتی تمایل سرمایه‌گذار پایین باشد، مشارکت‌کنندگان بازار نسبت به آینده تمامی شرکت‌ها بدبین هستند که منجر به ارزش‌گذاری کم شرکت‌ها می‌شود. در مقابل، وقتی تمایل سرمایه‌گذار بالا باشد، شرکت‌کنندگان بازار نسبت به آینده شرکت‌ها خوش‌بین هستند که منجر به ارزش‌گذاری زیاد شرکت‌ها می‌شود. از یک‌سو اگر انتخاب‌های افشاگری داوطلبانه شرکتی مدیران تلاشی را برای آگاهی رساندن منعکس می‌کند، مشخص نیست که افشاگری‌های داوطلبانه شرکتی با تمایل بازار ارتباط دارد یا خیر (کوپر و همکاران، ۲۰۱۵، ۵). در هر دو مورد، شرکت‌ها به‌طور کلی اشتباه قیمت‌گذاری شده‌اند و مدیرانمی‌توانند افشاگری‌های بیشتری برای آگاهی دادن به سرمایه‌گذاران در مورد قیمت‌گذاری اشتباه، ارائه کنند. از سوی دیگر، اگر انتخاب‌های افشاگری داوطلبانه شرکتی تلاش برای گمراهی را منعکس کند، افشاگری‌های داوطلبانه شرکتی رابطه منفی با تمایل بازار دارد. به‌طور خلاصه، در طول دوره تمایل پایین، مدیران افشاگری داوطلبانه شرکت خود را برای اصلاح ارزش‌گذاری کم، افزایش می‌دهند. مدیران در طول دوره تمایل بالا، برای نفع بردن از ارزش‌گذاری بیش‌ازحد، سکوت اختیار می‌کنند (کوپر و همکاران، ۲۰۱۵، ۶).



## ۲-۲- مروری بر پیشینه پژوهش

وراد و الدبی<sup>۲۵</sup> (۲۰۱۷، ۹) به بررسی تأثیر افشای اختیاری بر هزینه سرمایه شرکت‌های اردنی پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که افشای اختیاری هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد. کیمو همکاران<sup>۲۶</sup> (۲۰۱۶، ۷) به بررسی تصمیمات احساسی سرمایه‌گذاران و افشای اختیاری پرداختند. نتایج پژوهش ایشان نشان داد که افشای اختیاری در شرکت‌ها رابطه مثبتی با تصمیمات احساسی سرمایه‌گذاران دارد. بنلملیهو همکاران<sup>۲۷</sup> (۲۰۱۵، ۱۱) تحقیقی تحت عنوان اثر افشای اختیاری شرکت‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری را با استفاده از تعدادی شرکت‌های آمریکایی در طول دوره ۱۹۹۸-۲۰۱۲ مورد بررسی قرار دادند، نتیجه نشان داد که افشای اختیاری، ناکارآمدی سرمایه‌گذاری را کاهش و در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. کوپر و همکاران (۲۰۱۵، ۱) در پژوهشی با عنوان رابطه تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران و سطح افشا در شرکت‌ها، به بررسی میزان تأثیرگذاری سیاست‌های افشا در شرکت‌ها بر تصمیمات احساسی سرمایه‌گذاران پرداختند. نتایج این تحقیقات نشان می‌دهد که در دوره‌های که گرایش احساسی بالا در سرمایه‌گذاران وجود دارد، مدیران میزان افشا اطلاعات شرکت را کاهش می‌دهند و دوره‌های که گرایش‌های احساسی پائین در سرمایه‌گذاران وجود دارد، مدیران میزان افشا اطلاعات شرکت را افزایش می‌دهند در نتیجه دریافتند که بین سطح افشا اطلاعات در شرکت‌ها و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران رابطه مستقیم و معنای داری وجود دارد. هوانگ و همکاران<sup>۲۸</sup> (۲۰۱۵، ۹) به بررسی نقش گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در پیش‌بینی بازده آتی پرداختند. با حذف اجزای مشترک در شاخص گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، شاخص که در این پژوهش ارائه داده می‌شود از قدرت پیش‌بینی کنندگی بیشتری برخوردار است؛ بنابراین با توجه به پژوهش حاضر نتایج پژوهش نشان می‌دهد که شاخص‌های گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به‌طور معناداری هم از نظر اقتصادی و هم از نظر آماری قابلیت پیش‌بینی کنندگی بازده آتی و بازده مقطعی آتی را دارد. همچنین گرایش‌های احساسی از قابلیت پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی نیز برخوردار است؛ بنابراین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران تأثیرگذاری معناداری بر بازده و جریان‌های نقدی آتی دارد. لن و همکاران<sup>۲۹</sup> (۲۰۱۳، ۸)، به بررسی عوامل تعیین‌کننده و آینده افشای اختیاری در چین پرداختند. آن‌ها با استفاده از اطلاعات ۱۰۶۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس شانگهای و شنزن به این نتیجه رسیدند که افشای اختیاری رابطه مثبتی با اندازه شرکت، اهرم مالی و بازده سرمایه و همچنین رابطه منفی با نوع حسابرسان دارد. آدلوپو<sup>۳۰</sup> (۲۰۱۱، ۷) با بررسی عوامل تأثیرگذار بر افشا اختیاری در ۵۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس نیجریه و با استفاده از ۲۵ شاخص افشا اختیاری مورد استفاده توسط ربرت و گرس<sup>۳۱</sup> (۱۹۹۵، ۶)، رابطه معنادار مثبتی میان اندازه شرکت (لگاریتم مجموع

دارایی‌ها) و نوع حسابرس (Big4) و افشا اختیاری یافت. پالم<sup>۳۲</sup> (۲۰۰۸، ۵) در تحقیق خود با استفاده از داده‌های ۱۵۰ شرکت استرالیایی نشان داد کیفیت حسابرسی (اندازه حسابرس) با کیفیت افشا رابطه مثبتی دارد، بدین صورت شرکت‌هایی که توسط (Big4) حسابرسی شده‌اند تشویق شده‌اند تا افشای باکیفیت‌تری را ارائه دهند. جوهانسن و همکاران<sup>۳۳</sup> (۲۰۰۲، ۷) در تحقیق خود نشان دادند که بین دوره تصدی حسابرس و کیفیت افشا رابطه معناداری وجود دارد، به صورتی که در دوره تصدی کوتاه‌مدت دو و سه‌ساله کیفیت گزارش پایین‌تر بوده، از طرفی شواهدی از کاهش کیفیت گزارش برای دوره تصدی نه سال یا بیشتر نیز یافت نشد. باراکو و همکاران<sup>۳۴</sup> (۲۰۰۶، ۶) با بررسی عوامل تأثیرگذار بر افشا اختیاری شرکت‌های کنیایی طی سال‌های ۱۹۹۲ تا ۲۰۰۱ به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های بزرگ و دارای اهرم مالی بالاتر تمایل به افشا اختیاری بیشتری دارند و همچنین حضور کمیته حسابرسی در شرکت می‌تواند منجر به افزایش افشا اختیاری گردد؛ اما نقدینگی، سودآوری و نوع حسابرس خارجی شرکت تأثیر معناداری بر سطوح افشای اختیاری ندارد. فرگوسن و همکاران<sup>۳۵</sup> (۲۰۰۲، ۴) با انجام پژوهشی در زمینه افشای اختیاری بر روی نمونه‌ای از ۱۴۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار هنگ‌کنگ و تهیه فهرستی شامل ۹۳ معیار برای افشای اختیاری به این نتیجه رسیدند که رابطه معناداری میان شاخص افشاء با اهرم مالی و نوع شرکت وجود دارد؛ اما نوع صنعت و اندازه شرکت رابطه معناداری با شاخص افشای اختیاری ندارند. چائو و ونگبرن<sup>۳۶</sup> (۱۹۸۷، ۵)، نشان دادند که افشای اختیاری با اندازه شرکت رابطه معناداری داشته ولیکن با اهرم مالی و دارایی‌های ثابت رابطه‌ای نداشته است. اوسو-آنساه<sup>۳۷</sup> (۱۹۹۸، ۶) در مطالعه خود تأثیر هشت ویژگی شرکت را بر افشا اختیاری ۴۹ شرکت پذیرفته‌شده در بورس زیمبابوه بررسی کرد. وی با استفاده از شاخص افشایی شامل ۲۴ مورد به این نتیجه رسید که کیفیت حسابرسی خارجی، نقد شوندگی، اهرم مالی و نوع صنعت تأثیر معناداری بر افشا ندارد؛ اما سودآوری، سن شرکت، مالکیت و اندازه شرکت رابطه معناداری با افشا دارند. السعید<sup>۳۸</sup> (۲۰۰۶) با بررسی تأثیر برخی ویژگی‌های شرکت بر افشا اختیاری ۴۰ شرکت سعودی و با استفاده از شاخص افشای اختیاری شامل ۲۰ مورد طی سال ۲۰۰۳، نتیجه گرفت که رابطه مثبت و معناداری میان اندازه شرکت و افشای اختیاری برقرار است اما میان سایر متغیرها و افشای اختیاری رابطه‌ای مشاهده نشد. ناصر و همکاران<sup>۳۹</sup> (۲۰۰۲، ۵)، به بررسی میزان افشا در کشورهای درحال توسعه پرداختند و نتیجه گرفتند که میان افشا و اندازه شرکت، نوع حسابرس، نقدینگی، اهرم و سودآوری رابطه وجود دارد.

موسوی و آقا بابائی (۱۳۹۶، ۲۵) در پژوهشی با عنوان، تأثیر اطمینان بیش‌ازحد بر رفتار سرمایه‌گذاران: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، اطمینان بیش‌ازحد در پایه‌ای‌ترین حالت خود،

می‌تواند به‌عنوان اطمینان‌بیش‌توانه در استدلال‌ها، قضاوت‌ها و توانایی‌های شناختی تعریف شود و هدف از تحقیق خود را بررسی اثرات این سوگیری مهم بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران بیان کردند. آن‌ها در این پژوهش ضمن اندازه‌گیری جنبه‌های مختلف اطمینان بیش‌ازحد سرمایه‌گذاران (برآورد غلط، توهم کنترل، خوش‌بینی نسبت به آینده، اثر بهتر از متوسط، پیش‌بینی نوسانات آتی)، ارتباط آن با حجم معاملات، دفعات سفارش و بازده افراد حقیقی آزمون نمودند. نتایج به‌دست‌آمده از تحلیل پرسشنامه و معیارهای عملکرد معاملات معامله‌گران حقیقی نشان می‌دهد که میان دفعات سفارش فرد و اطمینان بیش‌ازحد همبستگی وجود دارد. همچنین بین حجم سفارش‌ها فرد و اطمینان بیش‌ازحد همبستگی وجود دارد. ارتباط میان اطمینان بیش‌ازحد و بازده مورد تأیید قرار نگرفت. ستایش و شمس‌الدینی (۱۳۹۵، ۳) در پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که متغیرهای اثرمونتوم و صرف ارزش سهام از دیدگاه نسبت سود به قیمت هر سهم، دارای ارتباط مثبت معنادار و متغیر اثر زیان‌گریزی دارای ارتباط منفی معنادار باقیمت سهام می‌باشند؛ اما بین سهم تغییر اثر برگشت بلندمدت و اثر اندازه و صرف ارزش سهام از دیدگاه نسبت سود به خالص جریان‌های نقدی هر سهم باقیمت سهام رابطه معناداری یافت نشد. علاوه بر این، متغیر نرخ بازده دارایی‌ها ارتباط مثبت و نرخ بازده فروش ارتباط منفی باقیمت سهام دارد. بین دو متغیر نسبت سرمایه در گردش به دارایی‌ها و نرخ رشد دارایی‌ها باقیمت سهام، رابطه معناداری یافت نشد. پور حیدری و همکاران (۱۳۹۲، ۱۲) در تحقیقی به بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، بر بازده سهام پرتفوی‌های مرتب‌شده بر اساس اندازه، قیمت، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی در قلمرو زمانی ۱۳۸۰ لغایت ۱۳۸۸ پرداختند. بازده ماهانه هر پرتفوی بر اساس بازده ماهانه هر شرکت و با استفاده از رویکرد وزن برابر محاسبه شد و در آخر با اجرای روش رگرسیون چند متغیره به‌صورت سری زمانی بر روی مدل، ضرایب مربوطه تخمین زده شد. بدین منظور مدل چهار عاملی پرتفوی بازار، اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به بازار و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در تبیین بازده مورد استفاده قرار گرفت. نتایج آن پژوهش حاکی از وجود رابطه مثبت و معنی‌دار گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهام شرکت‌های دارای کمترین اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی می‌باشد. تفتیان و همکاران (۱۳۹۵، ۳) پژوهش تحت عنوان اثر تدوین استاندارد و مقررات گذاری بر سطح افشا و عملکرد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از سیستم معادلات همزمان (ارائه مدلی جامع جهت اندازه‌گیری سطح افشا) انجام دادند نتایج پژوهش، حاکی از وجود رابطه دوطرفه بین سطح افشا و عملکرد مبتنی بر حسابداری و بازار شرکت‌های

پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره قبل و بعد از تدوین استاندارد و مقررات گذاری است. همچنین بعد از تدوین استانداردها و مقررات گذاری، رابطه افشا و عملکرد نیز تفاوت معنی‌داری نسبت به دوره قبل از آن پیدا کرده است. سدید و همکاران (۱۳۹۴، ۲) در پژوهشی به بررسی عوامل مؤثر بر سطح افشا اطلاعات آتی در گزارش‌های سالانه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین متغیرهای اندازه شرکت، نسبت بدهی، اندازه موسسه حسابرسی و سودآوری با سطح افشا اطلاعات آتی حسابداری رابطه معناداری وجود دارد و بین متغیرهای تمرکز مالکیت و سن شرکت با سطح افشا اطلاعات آتی حسابداری رابطه معناداری وجود ندارد. پور زمانی و منصوری (۱۳۹۴، ۲) در پژوهشی با عنوان تأثیر کیفیت افشاء، محافظه‌کاری و رابطه متقابل آن‌ها بر هزینه سرمایه سهام عادی دریافتند که کیفیت افشا و محافظه‌کاری اثر معکوسی بر هزینه سرمایه سهام عادی دارد. کاشانی پور و همکاران (۱۳۹۲، ۴) در پژوهشی به بررسی رابطه بین افشای اختیاری و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی پرداختند. طبق نتایج تحقیق کاهش در سطح مالکیت مدیریتی و افزایش درصد مالکیت سهامداران عمده با افزایش در سطح افشای داوطلبانه رابطه دارد. این در حالی است که رابطه‌ای معنی‌داری بین مالکیت دولتی با افشای اختیاری یافت نشد. حیدر پور و همکاران (۱۳۹۲: ۴) پژوهشی تحت عنوان تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران پربازده سهام انجام دادند. نتایج پژوهش حاکی از وجود رابطه مثبت و معنادار گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهام شرکت‌های دارای کمترین اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی بود. خدماتی پور و محرومی (۱۳۹۱، ۳) به بررسی تأثیر افشای داوطلبانه اطلاعات بر مربوط بودن سود هر سهم پرداختند. جامعه آماری تحقیق، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و دوره زمانی تحقیق از ابتدای سال ۸۶ لغایت پایان سال ۸۹ بود. نتایج بیانگر این بود که افشای داوطلبانه اثر معناداری بر مربوط بودن سود هر سهم ندارد. از دیدگاه آنان، یک دلیل مهم برای این نتیجه‌گیری، می‌تواند ناتوانی سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی در استفاده از اطلاعات حسابداری افشاشده باشد. فروغی و جو نقانی (۱۳۹۱، ۴) در پژوهشی به بررسی رابطه بین میزان افشای اطلاعات و ارزش شرکت پرداختند. در این پژوهش برای تعیین میزان افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها، چک‌لیستی بر اساس قوانین و مقررات سازمان بورس اوراق بهادار تهران و استانداردهای حسابداری ایران تهیه‌شده که این چک‌لیست شامل افشای کل، اجباری و اختیاری اطلاعات می‌باشد. فرضیه‌های این پژوهش با استفاده از روش داده‌های ترکیبی برای ۸۱ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، بین سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۸۶ مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که رابطه معنی‌داری بین افشای کل، اجباری و

اختیاری اطلاعات باارزش شرکت وجود دارد. پور حیدری و حسین پور (۱۳۹۱، ۲)، تأثیر افشای اجباری و اختیاری باارزش بازار سهام شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. دوره زمانی تحقیق ارسال ۱۳۸۶ تا سال ۱۳۸۸ می‌باشد. در این تحقیق برای محاسبه افشای اجباری، از شاخص کیفیت افشا اطلاعات رسانی بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است و به منظور محاسبه شاخص افشای اختیاری از چک‌لیستی شامل ۱۶ مورد افشا که شرکت‌ها می‌توانستند به صورت داوطلبانه به افشای آن‌ها بپردازند، استفاده گردید نتایج آن‌ها نشان داد که بین افشای اجباری و ارزش بازار سهام شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد و با افزایش شاخص کیفیت افشا، ارزش بازار سهام شرکت‌ها نیز افزایش می‌یابد؛ اما نتایج آن‌ها نشان داد که، رابطه معناداری بین افشای اختیاری و ارزش بازار سهام وجود ندارد. ستایش و کاظم نژاد (۱۳۹۰، ۳) برای پی بردن به تأثیر کیفیت افشا بر نقد شوندگی و هزینه سرمایه سهام عادی جاری و آتی، ۱۰۵ شرکت ایرانی را مورد بررسی قرار دادند و متوجه شدند که رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نقد شوندگی جاری و آتی شرکت وجود ندارد و بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام عادی جاری و آتی شرکت، رابطه منفی و معناداری وجود دارد. اعتمادی و امیرخانی (۱۳۹۰، ۲) به دنبال یافتن پاسخ این سؤال بودند که آیا افشای اجباری، رابطه بین بازده سهام و سودهای آتی را بهبود می‌بخشد و اطلاع‌دهندگی بیشتری را برای سهامداران فراهم می‌کند و در نهایت متوجه شدند که افشاهای صورت گرفته در گزارش شرکت‌ها حاوی محتوای اطلاعاتی درباره سودهای آتی بوده و سرمایه‌گذاران از این اطلاعات افشاشده در تصمیم‌گیری‌هایشان استفاده می‌کنند. کاشانی پور و پارچینی (۱۳۸۸، ۳) در پژوهشی با عنوان «رابطه افشای اطلاعات اختیاری و اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره» به بررسی رابطه دو مکانیسم کنترلی یعنی افشای اختیاری (مکانیسم کنترل خارجی) مدیران غیرموظف (مکانیسم کنترل داخلی) می‌پردازد. نتیجه پژوهش آن‌ها نشان داد که رابطه معنی‌داری بین این دو متغیر وجود دارد.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به اهداف و مبانی نظری پژوهش فرضیه‌های زیر تدوین شده است:

**فرضیه اول:** بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و افشای اختیاری رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه دوم:** بین گرایش‌های احساسی بالای سرمایه‌گذاران و افشای اختیاری رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه سوم:** بین گرایش‌های احساسی پایین سرمایه‌گذاران و افشای اختیاری رابطه معناداری وجود دارد.

## ۴- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، تحقیق کاربردی است و رویکردی قیاسی - استقرائی دارد از حیث چگونگی مسائل مورد مطالعه و گردآوری اطلاعات از جمله تحقیق توصیفی - مشاهده‌ای، از نوع همبستگی می‌باشد که ارتباط بین متغیرها مورد بررسی قرار می‌گیرد و از نظر ماهیت داده‌ها، تحقیق کمی می‌باشد. با توجه به اینکه این تحقیق می‌تواند در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار گیرد، این تحقیق کاربردی محسوب می‌شود. در این پژوهش به منظور نمونه‌گیری از روش نمونه‌گیری هدفمند (حذف سیستماتیک) استفاده شده است، بدین منظور کلیه شرکت‌های فعال در فرا بورس و بورس اوراق بهادار، در بازه زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۴ که دارای شرایط زیر بوده‌اند به عنوان نمونه انتخاب و بقیه حذف شده‌اند: سال مالی شرکت‌ها باید منتهی به پایان اسفند بوده و در طول دوره تغییر نکرده باشد، صورت‌های مالی شرکت‌ها، حسابرسی شده و غیر تلفیقی باشد و شرکت‌های تحت بررسی جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری‌ها، بانک‌ها، بیمه و لیزینگ) نباشد، معاملات سهام آن‌ها به طور مداوم در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته باشد و توقف معاملاتی بیش از یک ماه نداشته باشند، اطلاعات مالی مورد نیاز به طور کامل در دسترس باشد. در نهایت با در نظر گرفتن شرایط فوق تعداد ۷۲ شرکت به عنوان نمونه مورد مطالعه این تحقیق انتخاب شدند.

## ۵- مدل پژوهش و نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

در این پژوهش به منظور آزمون فرضیه‌ها، از مدل ۱ استفاده شده است (کوپر و همکاران، ۲۰۱۵، ۲۳)

(۱)

$$VD = \beta_0 + \beta_1 SENT + \beta_2 DUMMY1 \times SENT + \beta_3 DUMMY2 \times SENT + \beta_4 \Delta GDP + \beta_5 SIZE + \beta_6 ROA + \beta_7 BTM + \beta_8 LOSS + \beta_9 CAPEX + \varepsilon$$

که در آن:

متغیر وابسته

افشای اختیاری (VD): محاسبه و اندازه‌گیری سطح افشای داوطلبانه بر اساس شاخص‌های پیشنهادی توسط بوتوسان<sup>۴۰</sup> (۱۹۹۷: ۷) که برگرفته از نظرات کمیته جنکینز بود، اندازه‌گیری می‌شود. در مدل بوتوسان، شاخص‌های مورد استفاده از طریق گزارش‌های راهبردی شرکتی و نیز ارقام رتبه‌بندی شرکت‌های آمریکایی استخراج شده بود. به دلیل فقدان موارد مذکور در ایران و با توجه به این که سازمان حسابرسی قالب نمونه گزارشگری را در کتابچه‌ای تحت عنوان "شرکت سهامی عام نمونه- صورت‌های مالی" در سال ۱۳۷۹ منتشر نموده و شرکت‌ها در تهیه و گزارش

اطلاعات به شاخص‌های مندرج در آن تکیه می‌کنند، این امر امکان افشای اطلاعات داوطلبانه در متن صورت‌های مالی را محدود نموده است. لذا برای استخراج شاخص‌های افشای داوطلبانه اطلاعات به گزارش فعالیت هیئت‌مدیره شرکت‌ها اتکا گردید. نهایتاً، برای اندازه‌گیری سطح افشای داوطلبانه، پرسشنامه تعدیل‌شده بوتوسان که توسط کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۸) تنظیم‌شده بود، مورد استفاده قرار گرفت. شاخص‌ها پس از بررسی از نظر الزامی نبودن مطابق استانداردهای حسابداری یا قانونی در شش بخش کلی به شرح جدول ۱ (شامل ۷۱ شاخص) تعیین شدند:

جدول ۱- اجزای ارزیابی سطح افشای داوطلبانه

| تعداد شاخص در هر بخش | اجزای ارزیابی سطح افشای داوطلبانه |
|----------------------|-----------------------------------|
| ۱۷                   | پیشینه اطلاعاتی                   |
| ۸                    | خلاصه‌ای از نتایج تاریخی مهم      |
| ۱۰                   | آماره‌های کلیدی غیرمالی           |
| ۷                    | اطلاعات بخش‌ها                    |
| ۱۰                   | اطلاعات پیش‌بینی                  |
| ۱۹                   | بحث و تحلیل مدیریت                |

منبع: کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۸)

### متغیرهای مستقل

گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران (SENT): در این مطالعه برای اندازه‌گیری گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران از شاخص گرایش‌های احساسی بازار سرمایه استفاده شد. این شاخص توسط جونز<sup>۴۱</sup> (۲۰۰۵، ۹) و با تعدیل مدل ارائه‌شده توسط پرساود<sup>۴۲</sup> (۱۹۹۶، ۸) بسط داده‌شده است. بنابراین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با استفاده از رابطه ۲ زیر اندازه‌گیری شد:

(۲)

$$SENT = \frac{\sum(R_{it} - R_r)(R_{iv} - R_v)}{[\sum(R_{it} - R_r)^2 \sum(R_{iv} - R_v)^2]^{\frac{1}{2}}} \times 100$$

که در آن:

$R_{it}$ : بازده سالانه سهام شرکت  $i$  در سال  $t$

$R_{iv}$ : رتبه نوسان پذیری بازده سهام شرکت  $i$  که از میانگین انحراف معیار بازده سهام ۲ سال قبل از  $t$  استفاده می‌شود.

$R_f$ : میانگین رتبه بازده سالانه سهام شرکت‌های پرتفوی (در این پژوهش شرکت‌های نمونه بر اساس اندازه (لگاریتم طبیعی دارایی‌ها)، مرتب و بر اساس ۵ پرتفوی از کوچک به بزرگ طبقه‌بندی می‌شوند؛ به طوری که پرتفوی شماره ۱ شامل شرکت‌هایی با کمترین مقدار معیار موردنظر و پرتفوی شماره ۵ شامل شرکت‌هایی با بیشترین مقدار معیار در آن سال باشد).

$R_v$ : میانگین رتبه نوسان پذیری تاریخی سهام شرکت‌های پرتفوی.

SIZE: بیانگر اندازه شرکت که از طریق لگاریتم کل دارایی‌های شرکت است.

#### متغیرهای تعدیل‌کننده

DUMMY1: در صورتی که گرایش‌های احساسی بالا (بالتر از میانه) باشد برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر خواهد شد.

DUMMY2: در صورتی که گرایش‌های احساسی پایین (کوچک‌تر از میانه) باشد برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر خواهد شد.

#### متغیرهای کنترلی

$\Delta GDP$ : بیانگر تغییرات در تولید ناخالص ملی است (کوپر و همکاران، ۲۰۱۵، ۸).

ROA: بیانگر بازده دارایی‌های شرکت (نسبت سود یا زیان خالص به کل دارایی‌ها) است.

SIZE: بیانگر اندازه شرکت‌ها بوده که از طریق لگاریتم کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

BTM: بیانگر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شرکت می‌باشد.

LOSS: متغیر مجازی زیانده بودن؛ در صورتی که شرکت زیان‌ده باشد برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر خواهد بود.

CAPEX: بیانگر مخارج سرمایه‌ای است که از نسبت جریان وجوه نقد ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

#### ۶- یافته‌های پژوهش

##### ۶-۱- آمار توصیفی

جدول ۱ حاوی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش است. در این جدول حداقل، حداکثر، میانگین، میانه، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی کلیه متغیرها ارائه گردیده است.



جدول ۱- آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش

| متغیرها                        | حداقل   | حداکثر | میانه  | میانگین | انحراف معیار | چولگی  | کشیدگی |
|--------------------------------|---------|--------|--------|---------|--------------|--------|--------|
| افشای اختیاری                  | ۲۵      | ۵۸     | ۳۳     | ۳۵/۱۲۸  | ۸/۸۰۲        | ۰/۷۱۲  | ۱/۱۵۲  |
| گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران | -۸۲/۱۲۹ | ۹۰/۳۰۲ | ۱۵/۰۳۲ | ۲۲/۱۱۲  | ۹/۲۰۵        | -۰/۶۱۵ | ۱/۲۲۱  |
| تولید ناخالص ملی               | -۰/۱۲۵  | ۰/۲۲۸  | ۰/۱۰۲  | ۰/۱۱۳   | ۰/۰۹۸        | ۰/۹۲۸  | ۱/۵۰۳  |
| اندازه                         | ۴/۱۵۶   | ۷/۶۰۵  | ۵/۴۵۳  | ۵/۵۷۷   | ۰/۶۵۵        | ۰/۹۵۲  | ۰/۹۱۸  |
| بازده دارایی‌ها                | -۰/۱۵۷  | ۱/۲۰۳  | ۰/۵۴۲  | ۰/۵۸۹   | ۰/۳۳۳        | -۰/۵۰۲ | ۰/۸۲۴  |
| نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار  | ۰/۰۹۳   | ۴/۳۴۹  | ۰/۶۰۰  | ۰/۷۶۵   | ۰/۵۴۸        | ۰/۶۹۹  | ۱/۳۳۵  |
| زیانده بودن                    | ۰       | ۱      | ۰      | ۰/۱۵۸   | ۰/۴۸۰        | ۰/۹۳۶  | ۱/۳۰۳  |
| مخارج سرمایه‌ای                | -۰/۵۳۷  | ۰/۶۹۹  | -۰/۱۱۷ | -۰/۱۲۹  | ۰/۱۴۵        | -۰/۹۰۲ | ۱/۶۶۹  |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج آمار توصیفی بیانگر این است که امتیاز شرکت‌ها در افشای اختیاری به‌طور متوسط ۳۳ می‌باشد. بیشترین امتیاز افشای اختیاری ۵۸ بوده و کمترین آن ۲۵ می‌باشد. برای انجام رگرسیون خطی، مفروضاتی وجود دارد که در ادامه به بررسی برخی از آن‌ها می‌پردازیم.

۶-۲- بررسی نرمال بودن و مانایی متغیرها

برای بررسی نرمال بودن داده‌ها از آماره جارک برا و بررسی مانایی (ایستایی) متغیرها از آماره‌ایم، پسران و شین استفاده شده است. نتایج بیانگر این است که کلیه متغیرهای اصلی نرمال بوده‌اند (قبل از برازش، داده‌های پرت حذف شده‌اند). همچنین نتایج بررسی نشان داد که کلیه متغیرهای اصلی مانا می‌باشند.

جدول ۲- نتایج آزمون نرمال بودن و مانایی متغیرها

| متغیرها                        | آماره جارک برا | احتمال | ایم، پسران و شین | احتمال |
|--------------------------------|----------------|--------|------------------|--------|
| گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران | ۲/۶۰۹          | ۰/۲۷۱  | -۲۱/۰۱۱          | ۰/۰۰۰  |
| تولید ناخالص ملی               | ۳/۲۱۱          | ۰/۱۴۲  | -۲۱/۵۵۱          | ۰/۰۰۰  |
| اندازه                         | ۲/۶۹۸          | ۰/۲۵۹  | -۱۷/۲۶۴          | ۰/۰۰۰  |
| بازده دارایی‌ها                | ۳/۹۹۱          | ۰/۱۰۲  | -۸/۴۹۳           | ۰/۰۰۰  |
| نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار  | ۲/۶۱۲          | ۰/۲۶۹  | -۱۳/۰۳۰          | ۰/۰۰۰  |
| زیانده بودن                    | ۶/۵۰۲          | ۰/۰۹۷  | -۱۰/۹۶۰          | ۰/۰۰۰  |
| مخارج سرمایه‌ای                | ۱/۱۱۹          | ۰/۶۱۲  | -۸/۹۶۶           | ۰/۰۰۰  |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۳-۶- بررسی ناهمسانی واریانس

برای بررسی وجود ناهمسانی واریانس، آزمون آل ام آرچ<sup>۴۳</sup> به شرح جدول ۳ انجام شده است:

جدول ۳- نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

| آماره  | درصد معناداری |
|--------|---------------|
| ۲۳/۱۱۲ | ۰/۰۰۰         |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج آزمون ضرایب لاگرانژ (آماره) و درصد معناداری مربوط به این آزمون برای شرکت‌های نمونه در سطح خطای ۱ درصد فرض ناهمسانی واریانس جملات اخلال پذیرفته می‌شود که برای رفع مشکل مزبور از روش کم‌ترین مجذورات تعمیم‌یافته (GLS) استفاده می‌گردد.

### ۴-۶- بررسی هم خطی

در صورتی عامل تورم واریانس (VIF) بزرگ‌تر از ۱۰ باشد وجود هم خطی تأیید می‌گردد. با توجه به عامل تورم واریانس متغیرهای مستقل ارائه‌شده در جدول ۴، بین متغیرهای مستقل هم خطی وجود ندارد.

جدول ۴- نتایج آماره تورم واریانس

| متغیرها                                | نام اختصاری متغیرها | واریانس |
|--|---------------------|---------|
| گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران         | SENT                | ۴/۴۱۲   |
| گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران* دامی ۱ | SENTD1              | ۵/۵۱۲   |
| گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران* دامی ۲ | SENTD2              | ۴/۱۲۹   |
| تولید ناخالص ملی                       | GDP                 | ۱/۲۳۹   |
| اندازه                                 | SIZE                | ۳/۸۴۵   |
| بازده دارایی‌ها                        | ROA                 | ۱/۵۲۱   |
| نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار          | BTM                 | ۱/۱۲۹   |
| زیانده بودن                            | LOSS                | ۱/۱۸۳   |
| مخارج سرمایه‌ای                        | CAPEX               | ۱/۲۰۲   |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۵-۶- نتایج آزمون فرضیه‌ها

در داده‌های پانلی جهت انتخاب بین مدل داده‌های تلفیقی، مدل اثر ثابت و مدل اثر تصادفی آزمون‌هایی وجود دارد. همانند آزمون چاو و آزمون هاسمن که نتایج این آزمون‌ها در جدول ۵ ارائه شده است:

جدول ۵- نتایج آزمون‌های پنل

| آزمون هاسمن  |        | آزمون چاو    |        |
|--------------|--------|--------------|--------|
| آماره احتمال |        | آماره احتمال |        |
| ۰/۰۰۰۰       | ۲۷/۲۳۱ | ۰/۰۰۰۰       | ۷/۲۲۱۳ |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج حاصل از جدول ۵، احتمال آماره آزمون چاو در مواردی که بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد، بیانگر تأیید مدل داده‌های تلفیقی می‌باشد. اگر مدل داده‌های تلفیقی ارجح بود کار تمام است. در غیر این صورت آزمون هاسمن ضرورت می‌یابد. احتمال آماره آزمون هاسمن در مواردی که کمتر از ۰/۰۵ است، حاکی از تأیید مدل اثر ثابت می‌باشد.

جدول ۶- نتایج رگرسیون تأثیر گرایش‌های احساسی بر افشای اختیاری

| آزمون داده‌های ترکیبی   |         |         | متغیر توضیحی                            |
|---|---------|---------|---|
| احتمال  | آماره   | ضریب    |   |
| ۰/۰۰۰   | ۶/۳۴۵   | ۰/۰۱۲۷  | گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران          |
| ۰/۷۳۷   | ۰/۳۳۵   | ۰/۰۱۱۲  | گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران * دامی ۱ |
| ۰/۷۰۱   | ۰/۳۸۳   | ۰/۰۱۲۹  | گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران * دامی ۲ |
| ۰/۰۰۰   | ۱۱/۵۱۴  | ۰/۰۰۱۲  | تولید ناخالص ملی                        |
| ۰/۰۰۰   | ۱۵/۳۳۱  | ۰/۰۰۰۹  | اندازه                                  |
| ۰/۰۰۱   | ۳/۲۷۷   | ۰/۰۲۰۵  | بازده دارایی‌ها                         |
| ۰/۰۰۰   | ۳/۹۵۲   | ۰/۱۰۲   | نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار           |
| ۰/۰۰۰   | -۴/۳۳۳۶ | -۰/۰۲۳۶ | زیا نده بودن                            |
| ۰/۷۰۵   | -۰/۳۷۸  | -۰/۰۲۷۹ | مخارج سرمایه‌ای                         |
| آماره F: ۲۶/۳۲۱۲ احتمال: ۰/۰۰۰ آماره دوربین - واتسون ۱/۲۵ ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۶۳۲ |         |         |   |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همان‌گونه که در جدول ۶ مشاهده می‌شود با توجه به مقدار محاسبه‌شده برای آزمون F می‌توان نتیجه گرفت کل مدل رگرسیونی معنی‌دار می‌باشد. با توجه به ضرایب محاسبه‌شده برای هر یک از متغیرهای توضیحی و سطح معنی‌داری آن‌ها، متغیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری با افشای اختیاری دارد؛ بنابراین می‌توان ادعان داشت که فرضیه اول این پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و افشای اختیاری با سطح معناداری ۰/۰۰۰ تأیید می‌شود؛ اما فرضیه‌های دوم و سوم پژوهش تأیید نشده‌اند. همچنین، سایر متغیرهای کنترلی به‌غیر از مخارج سرمایه‌ای از نظر آماری معنادار می‌باشند. به‌علاوه، آماره دوربین واتسون نشان می‌دهد که خودهمبستگی سریالی شدید مرتبه اول وجود ندارد؛ چراکه مقدار این آماره بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار گرفته است.

#### ۷- بحث و نتیجه‌گیری

در تئوری مالی سنتی گرایش احساسی سرمایه‌گذار هیچ نقشی در قیمت سهام، بازده تحقق‌یافته و بازده مورد انتظار ندارد اما دیدگاه مالی رفتاری نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر گرایش‌های احساسی خود تصمیم می‌گیرد و آربیتراژگران منطقی، به علت ریسک بالا در برگرداندن قیمت‌ها به سطح بنیادی پرتکاپو نبوده و قیمت‌گذاری نادرست اصلاح نخواهد شد. از این جهت گرایش احساسی، نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها و تبیین بازده ایفا می‌کند. تصمیم‌گیری‌های اقتصادی نیازمند اطلاعاتی است که بتوان با کمک آن‌ها منابع موجود و در دسترس را به‌گونه‌ای مطلوب تخصیص داد. یکی از مهم‌ترین عوامل در تصمیم‌گیری صحیح، اطلاعات مناسب و مرتبط با موضوع تصمیم است که اگر به‌درستی فراهم و پردازش نشود، تأثیرات منفی برای فرد تصمیم‌گیرنده در پی خواهد داشت. بهره‌گیری از اطلاعات افشاشده و به عبارتی تصمیم‌گیری صحیح در بازار اوراق بهادار زمانی امکان‌پذیر است که این اطلاعات، به‌موقع، مربوط، بااهمیت و نیز کامل و قابل‌فهم باشد. چنانچه اطلاعات فاش شده، این ویژگی‌ها یا بعضی از آن‌ها را نداشته باشد، بدون تردید سازوکار کشف قیمت در بازار به‌درستی عمل نخواهد کرد و قیمت‌گذاری اوراق به شیوه‌ای مطلوب انجام نخواهد شد. وجود اطلاعات کافی در بازار و انعکاس به‌موقع و سریع اطلاعات در قیمت اوراق بهادار با کارایی بازار ارتباط تنگاتنگی دارد. افشای اطلاعات موجب بهبود سازوکار کشف قیمت‌ها و در نتیجه قیمت‌گذاری بهینه و افزایش امکان پیش‌بینی منطقی روند قیمت‌ها می‌شود. شفافیت شاخص توان مدیریت در ارائه اطلاعات ضروری به شکل صحیح، روشن، به‌موقع و در دسترس است. به عبارتی شفافیت، منعکس‌کننده این مطلب است که آیا سرمایه‌گذاران تصویری واقعی از آنچه واقعاً در داخل شرکت روی می‌دهد دارند یا خیر. در طی یک

دهه گذشته شفاف‌سازی اطلاعات مالی تأثیر مهمی بر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران داشته است. تعداد فزاینده پژوهش‌های انجام‌شده نشان می‌دهد که در دسترس بودن و کیفیت اطلاعات مالی شرکت‌ها دو عامل کلیدی تأثیرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری است. مالی رفتاری، بیان‌گرد و فرض اساسی است؛ اولین فرض این است که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر گرایش‌های احساسی خود تصمیم می‌گیرند. در اینجا گرایش احساسی به صورت اعتقاد به جریان‌های نقدی آتی و ریسک‌های سرمایه‌گذاری تعریف‌شده که این اعتقاد توسط حقایق در دسترس ایجاد شده است. دومین فرض این است که آربیتراژ در برابر سرمایه‌گذاران احساسی پر ریسک و پرهزینه است؛ بنابراین سرمایه‌گذاران منطقی یا آربیتراژگرها در برگرداندن قیمت‌ها به قیمت بنیادی، پرتکاپو نیستند. مالی رفتاری مدرن اعتقاد دارد که محدودیت‌هایی برای آربیتراژ وجود دارد. نتایج آزمون فرضیه در ۷۲ شرکت در طی سال‌ها ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۴ نشان داد که بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و افشای اختیاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. نتایج این یافته با نتایج کوپر و همکاران (۲۰۱۵، ص ۸) مطابق است؛ این یافته پیشنهاد می‌کند که مدیران می‌توانند با افشای اطلاعات اضافی و به صورت اختیاری باورهای مشارکت‌کنندگان بازار را تحت تأثیر قرار دهند؛ قبل از اینکه سرمایه‌گذاران به دلیل عدم افشای برخی اطلاعات به صورت احساسی تصمیم‌گیری نمایند. این یافته، شواهد مستقیمی بر رفتارهای افشاگری عدم تقارن بین شرکت‌های کم ارزش‌گذاری در مقابل زیاد ارزش‌گذاری شده، ارائه می‌کند. نتایج مؤید این است که شرکت‌ها تلاش می‌کنند تا وقتی کم ارزش‌گذاری شده‌اند قیمت‌گذاری اشتباه را اصلاح کنند، اما زمانی کم ارزش‌گذاری می‌شوند سکوت می‌کنند؛ اما با دسته‌بندی گرایش‌های احساسی به گرایش‌های احساسی بالا و پایین، رابطه معناداری بین آن‌ها و افشای اختیاری یافت نشده است. نتایج این یافته با نتایج کوپر و همکاران (۲۰۱۵، ص ۸) مطابقت ندارد. همچنین نتایج نشان داد که بین تولید ناخالص ملی و اندازه شرکت با افشای اختیاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. از میان متغیرهای کنترلی، بین بازده دارایی‌ها، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با افشای اختیاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ همچنین بین زیانده بودن و مخارج سرمایه‌ای با افشای اختیاری رابطه منفی و معناداری یافت شده است.

پیشنهاد‌های حاصل از نتایج پژوهش را می‌توان به شرح زیر بیان کرد:

- با توجه به رابطه بین متغیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر افشای اختیاری، به کارگزاران و مشاوران مالی فعال در بورس اوراق بهادار توصیه می‌شود، علاوه بر متغیرهای اقتصادی و حسابداری تأثیرگذار بر نوسانات قیمت سهام، به ویژگی‌های رفتاری سرمایه‌گذاران نیز توجه شود.

- با توجه به تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر افشای اختیاری، سرمایه‌گذاران باید هنگامی که در بازار اخبار هیجانی و احساساتی زودگذر وجود دارد، با دقت بیشتری به خرید و فروش سهام مبادرت ورزند.
- از آنجایی که دانش مالی رفتاری در دنیا یک دانش نوپاست و تعداد پژوهش‌های انجام‌شده در ایران نیز چندان زیاد نمی‌باشد، به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود:
- اثرات گرایش‌های احساسی را برای دوره‌های کمتر از یک سال به صورت روزانه، هفتگی، ماهانه یا چندماهه بررسی کنند و با نتایج این پژوهش مقایسه نمایند؛
- در پژوهشی جداگانه، اثر سایر عوامل مالی رفتاری مانند اعتماد بیش‌ازحد بر قیمت سهام بررسی شود؛ مشابه این پژوهش را برای دوره‌های زمانی طولانی‌تر تکرار کنند.

#### فهرست منابع

- (۱) پور حیدری، امید و حمزه حسین پور، (۱۳۹۱)، "بررسی رابطه بین افشای اجباری و اختیاری بازارش سهام شرکت‌ها"، چشم‌انداز مدیریت مالی، شماره ۵، صص ۲۸-۹.
- (۲) پور زمانی، زهرا و فرناز منصوری، (۱۳۹۴)، "تأثیر کیفیت افشاء، محافظه‌کاری و رابطه متقابل آن‌ها بر هزینه سرمایه سهام عادی"، فصلنامه پژوهش حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۲۵، دوره ۷، صص ۹۶-۷۹.
- (۳) تفتیان، اکرم، ناصر ایزدی نیا، محسن دستگیر و هادی امیری، (۱۳۹۵)، "اثر تدوین استاندارد و مقررات گذاری بر سطح افشا و عملکرد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از سیستم معادلات همزمان (ارائه مدلی جامع جهت اندازه‌گیری سطح افشا)", فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، دوره ۵ شماره ۱۷، صص ۳۴-۲۵.
- (۴) حیدر پور، فرزانه، یدالله تازی وردی و مریم محرابی، (۱۳۹۲)، "تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام"، پژوهش‌های دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، شماره ۱۷، دوره ۶، صص ۱۳-۱.
- (۵) خدای پور، احمد و رامین محرومی، (۱۳۹۱)، "تأثیر افشای داوطلبانه بر مربوط بودن سود هر سهم"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، دوره ۵ شماره ۱۴، صص ۱۲-۱.
- (۶) ستایش، محمدحسین و کاظم شمس‌الدینی، (۱۳۹۵)، "بررسی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، شماره ۸، صص ۱۲۵-۱۰۳.

- (۷) ستایش، محمدحسین، مصطفی کاظم نژاد و مهدی ذوالفقاری، (۱۳۹۰)، "بررسی تأثیر کیفیت افشاء بر نقد شوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۳، شماره ۳، صص ۷۴-۵۵.
- (۸) سدیدی، مهدی، حسین بدیعی و حمید نبوی، (۱۳۹۴)، "بررسی عوامل مؤثر بر سطح افشاء اطلاعات آتی در گزارش‌های سالانه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، دوره ۴ شماره ۱۶، صص ۶۸-۵۷.
- (۹) موسوی، سید مرتضی، فریدون آقا بابائی و محمدابراهیم، (۱۳۹۶)، "تأثیر اطمینان بیش‌ازحد بر رفتار سرمایه‌گذاران: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره ۳۴، صص ۸۱-۶۱.
- (۱۰) فروغی، داریوش و احمد آدینه جو نقانی، (۱۳۹۱)، "رابطه بین میزان افشای اطلاعات و ارزش شرکت"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۴، شماره ۱۵، صص ۱۴۲-۱۱۷.
- (۱۱) کاشانی پور، محمد، علی رحمانی، علی پارچینی و سیدمهدی پارچین، (۱۳۸۸)، "رابطه بین افشای اختیاری و مدیران غیرموظف"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، شماره ۵۷، صص ۱۰۰-۸۵.
- (۱۲) کاشانی پور، محمد، مجید زنجیر دار، سید مهدی پارچینی پارچین و سید جواد بابا زاده، (۱۳۹۲)، "رابطه بین افشای اختیاری و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۵، شماره ۱۹، صص ۶۸-۴۳.
- (۱۳) نمازی، محمد، انوار بایزیدی و سعید جبار زاده کنگر لویی، (۱۳۹۰)، "بررسی رابطه بین کیفیت حسابرسی و مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۹، صص ۹-۱.
- (۱۴) نیکو مرام، هاشم، فریدون رهنمای رود پشته، فرشاد هیبیتی و شهره یزدانی، (۱۳۹۱)، "تأثیر سوگیری شناختی سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران بر ارزشیابی سهام"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره ۱۳، صص ۸۱-۶۱.
- 15) Adelbue.G, (2011), "Accounting Disclosure And Firms' Financial Attributes: Evidence From The UK Markets", International Review Financial Analysis, PP. 1-23
- 16) Adelopo, I, (2011), "Voluntary Disclosure Practices amongst Listed Companies in Nigeria", Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting, 27, PP. 338-345.

- 17) Adeyemi, S. and Fagbemi, T, (2010), "Audit Quality, Corporate Governance and Firm Characteristics in Nigeria", *International Journal of Business and Management*, 5 (5), PP. 169-179.
- 18) Alsaeed, K, (2006), "The Association between Firm-Specific Characteristics and Disclosure: the Case of Saudi Arabia", *Managerial Auditing Journal*, 21 (5), PP. 476-496.
- 19) Annual Financial Reporting in Greece. *European Accounting Review*, 15(2), PP. 273-287.
- 20) Azibi, J. Tondeur, H. and Rajhi, M, (2010), "Auditor Choice and Institutional Investor Characteristics after the Enron Scandal in the French Context", *Crises et nouvelles problématiques de la Valeur*, Nice: France.
- 21) Baker, Malcolm. & Wurgler, Jeffrey, (2006), "Investor Sentiment and the Cross-
- 22) Barako, D. G. Hancock, P. & Izan, H. Y, (2006), "Factors Influencing Voluntary Corporate Disclosure by Kenyan Companies", *Corporate Governance: An International Review*, 14(2), PP. 107-125.
- 23) Barako, D.G. Hancock, P. and Izan, H.Y, (2006), "Factors Influencing Voluntary Corporate Disclosure by Kenyan Companies", *Corporate Governance*, 14(2), PP. 107-125
- 24) Beintmelie j, J. and T. Plenborg. S. Harris, (2015), "Value Relevance of Voluntary Disclosure in Theannual Report", *Accounting and Finance*, 48(2), PP. 159.
- 25) Chen, Hailiang. De, Prabuddha. Yu, Hu. and Hwang, Byoung-Hyoun, (2011), "Sentiment Revealed In Social Media and Its Effect on the Stock Market", Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- 26) Chow, C.W. & Wong-Boren, A, (1987), "Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporations", *The Accounting Review*, LXII (3), PP. 533-541.
- 27) Chun, E. D. Matsumoto, and G.S. Miller, "Assessing Methods of Identifying Management
- 28) Collett P, Hrasky S, (2008), "Voluntary Disclosure of Corporate Governance Practices by Lsted Australian Companies", *School of Account. Financ*, 13(2), PP. 188-196.
- 29) Dontoh, Alex, (1989), "Voluntary Disclosure", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, First Published Apr 1, PP. 480-511.
- 30) Eng L.L. & Mak Y.T, (2003), "Corporate Governance and Voluntary Disclosure", *Journal of Accounting and Public Policy*, 22, PP. 325-345.
- 31) Ferguson, M.J, et al, (2002), "Voluntary Disclosure by State – Owned Enterprises Listed on the Stock Exchange of Hong- Kong", *Journal of International Financial Management and Accounting*, 13(2), PP. 125- 152.
- 32) Gul A. F. Kim, J. and Qui A. A, (2010), "Ownership Concentration, Foreign Shareholding, Audit Quality, and Stock Price Synchronicity: Evidence from China", *Journal of Financial Economics*, 95 (3), PP. 425-442.
- 33) Healy, P. and Palepu, K, (2001), "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature", *Journal of Accounting & Economics*, 3, PP. 405-440.
- 34) Hengelbrock, Jordis, Theissen, Erik & Westheide, Christian, (2009), "Market Response to Investor Sentiment", Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)



- 35) Huang, D, Jiang, F, Tu, J, & Zhou, G, (2015), "Investor Sentiment Aligned: A Powerful Predictor of Stock Returns", *Review of financial study*, 28(3), PP. 791-837
- 36) Johnson, Van E. Khurana, Inder K. Reynolds, J. Kenneth, (2002), "Audit Firm Tenure and the Quality of Financial Reports", in: *Contemporary Accounting Research*, 19, PP. 637-660.
- 37) Jones, Anne Leah & Bandopadhyaya, Arindam, (2005), "Measuring Investor Sentiment in Equity Markets", *Financial Services Forum Publications, Working Paper 1007*, PP. 6.
- 38) Kim, J.B. Li, L. Lu, L.Y. Yu, Y, (2016), "Financial Statement Comparability and Expected Crash Risk", *Journal of Accounting and Economics*, 61, PP. 294-312
- 39) Kim, Taehyuk & Ha. Aejin, (2010), "Investor Sentiment and Market Anomalies", 23rd Australasian Finance and Banking Conference 2010 Paper, Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- 40) Kim, T, Ha, A, Lopatta, K, (2016), "Investor Sentiment and Market Anomalies", 23rd Australasian Finance and Banking conference 2010 paper, Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- 41) Kumar, Alok & Lee, Charles, (2006), "Retail Investor Sentiment and Return Comovements", *Journal of Finance*, 61(5), PP. 2451-2486.
- 42) Lan, Y. and Wang, L. Zhang, X, (2013), "Determinants and Features of Voluntary Disclosure in the Chinese Stock Market", *China Journal of Accounting Research*.
- 43) Latridis, G, (2008), "Accounting Disclosure and Firms' Financial Attributes: Evidence from the UK Stock Market", *International Review of Financial Analysis*, 17 (2),
- 44) Leun S. and et al, (2013), "Director Ownership and Voluntary Segment Disclosure: Hong Kong Evidence", [ssrn.com/abstract=591401](http://ssrn.com/abstract=591401).
- 45) Li, Feng, (2006), "Do Stock Market Investors Understand the Risk Sentiment of Corporate Annual Reports?", Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- 46) Ling, D. Naranjo, A. Scheik B, (2010), "Investor Sentiment and Asset Pricing in Public and Private Markets", Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- 47) Mcknight & Tomkins, (1999), "Top Executive Pay in the United Kingdom: A Corporate Governance Dilemma", [International Journal of the Economics of Business](http://International Journal of the Economics of Business), 1999, 6 (2), PP. 223-243.
- 48) Michael J. Cooper. Jing He. Marlene A. Plumlee, (2015), "Voluntary Disclosure and Investor Sentiment", [onlinelibrary.wiley.com](http://onlinelibrary.wiley.com).
- 49) Naser, K. Khatib, K. & Karbhari, Y, (2002), "Empirical Evidence on the Depth of Corporate Disclosure in Developing Countries: The Case of Jordan", *International Journal of Commerce and Management*, 12, PP. 122-155.
- 50) Newman, P. & Sansing, R, (1993), "Disclosure Policies with Multiple Users", *Journal of Accounting Research*, PP. 92-112.
- 51) Owusu Ansah, Stephen and Stergios Ieventis, (2006), "Timeliness of Corporate"
- 52) Owusu-Ansah, S, (1998), "The Impact of Corporate Attributes on the Extent of Mandatory Disclosure and Reporting by Listed Companies in Zimbabwe", *The International Journal of Accounting*, 33(5), PP. 605-631.

- 53) Palmer, P.D, (2008), "Audit Quality and Financial Report Disclosure", Flinders Business School Research Paper Series.
- 54) Peters, G. F. and Abbott, L. J. and Parker, S, (2001), "Voluntary Disclosures and Auditor Specialization: The Case of Commodity Derivative Disclosures Western Regional American Association Meeting", San Jose, C.A.
- 55) Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, (2000), "Agency Problems and Dividend Policies around the World", 55 (1), PP. 1-33.
- 56) Reese, W.A. Weisbach, M, (2002), "Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-Listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings", Journal of Financial Economics, 66, PP. 65-104.
- 57) Skinner, D.J, (1994), "Why Firms Voluntarily Disclose Bad-News", Journal of Accounting Research, 32(1), PP. 38-60.
- 58) Stolowy, H. i Lebas, J.M, (2002), "Corporate Financial Reporting: A Global Perspective", (Thomson Learning).
- 59) Trueman, (1986), "Information Quality and the Valuation of New Issues", Journal of Accounting and Economics, 8(2), PP. 159-172
- 60) varled, M, Edeebi, J, (2017), "Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns", Journal of finance, 61, PP. 1645-1680.
- 61) Wu, Yanran. Han, Liyan. Tao, Ke. &Zhang, Zhongyuan, (2010), "Investor Sentiment and the Day-of-the-Week Effectof Cross-Sectional Return", Available atwww.ssrn.com

#### یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> Li, Feng
- <sup>2</sup> Latridis
- <sup>3</sup> Cooper et al
- <sup>4</sup> Kim, Taehyuk and Ha. Aejin
- <sup>5</sup> Chen and Lin
- <sup>6</sup> Baker & Wurgler
- <sup>7</sup> kim & Ha
- <sup>8</sup> Michigan Consumer Sentiment Index(MCSI)
- <sup>9</sup> Buy-Sell Imbalance
- <sup>10</sup> Barron's Confidence Index
- <sup>11</sup> Equity Market Sentiment Index(EMSI)
- <sup>12</sup> Chen & Et.al
- <sup>13</sup> Wu & Et.al
- <sup>14</sup> Ling & Et.al
- <sup>15</sup> Hengelbrock & Et.al
- <sup>16</sup> Kumar, A. and Lee
- <sup>17</sup> Li
- <sup>18</sup> Jones & Bandopadhyaya
- <sup>19</sup> Brown
- <sup>20</sup> Shleifer & Vis-
- <sup>21</sup> Healy, P. and Palepu, K
- <sup>22</sup> Gandia
- <sup>23</sup> Collett and Hrasky

24. Chun et al
25. varled, M and Edeebi, J
26. Kim et al
27. Beinmelie j. et al
28. Huang et al
29. Leun S. and et al
30. Adelbue.G
31. Robert and Grace
32. Palmer
33. Johansen et al
34. Barako et al
35. Ferguson et al
36. Chow, C.W. & Wong-Boren
37. Owusu-Ansah, S
38. Alsaed, K
39. Naser et al
40. Bvtvsan
41. Jones
42. Prsavn
43. LM ARCH