



فصلنامه راهبرد مدیریت مالی

دانشگاه الزهرا

سال دوازدهم، شماره چهل و ششم، پاییز ۱۴۰۳

صفحات ۶۸-۵۱



مقاله پژوهشی

تأثیر تغییرات رتبه اعتباری بر کیفیت افشاء شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران<sup>۱</sup>

پرویز پیری<sup>۲</sup>، گلشن محمدی خانقاه<sup>۳</sup>، گلاله زینب<sup>۴</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۶/۱۰

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۸/۲۰

چکیده

مبنای اصلی تصمیم‌گیری مشارکت‌کنندگان در بورس اوراق بهادار اطلاعاتی است که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، منتشر می‌کنند. در صورت عدم افشاء صحیح اطلاعات، بدون تردید، ساز و کار کشف قیمت در بازار به درستی عمل نخواهد کرد و قیمت‌گذاری اوراق به شیوه‌ای مطلوب انجام نخواهد شد. بنابراین با توجه به اهمیت سطح افشاء، شناسایی عوامل موثر بر کیفیت افشاء، حائز اهمیت است لذا در این پژوهش اقدام به بررسی تأثیر تغییرات رتبه اعتباری بر کیفیت افشاء شده است. جهت اجرای پژوهش نمونه‌ای متشکل از ۱۲۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۱ الی ۱۴۰۰ مورد بررسی قرار گرفتند. جهت انجام تحلیل، داده‌های مربوط به رتبه اعتباری، رتبه کیفیت افشاء و متغیرهای کنترلی، از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی استخراج شده است. همچنین جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش EGLS استفاده شده است. براساس نتایج حاصل از پژوهش، رابطه منفی بین تغییرات رتبه اعتباری و کیفیت افشاء وجود دارد. به عبارتی تغییرات رتبه اعتباری بر سطح افشای اختیاری شرکت‌ها موثر بوده اما این تأثیر از نظر آماری معنی‌دار به دست نیامد، در حالی که بین رتبه اعتباری و کیفیت افشاء رابطه منفی و معنی‌دار برقرار بود. به عبارت دیگر، هرچه رتبه اعتباری بالاتر باشد، کیفیت افشاء شرکت پایین‌تر است. بنابراین، هرچه رتبه اعتباری بالاتر باشد به دلیل ارزیابی پایین‌تر ریسک توسط سرمایه‌گذاران، تقاضای آنها برای افشاء بیشتر اطلاعات نیز کاهش پیدا می‌کند. به عبارتی افزایش رتبه اعتباری از طریق کاهش تقاضای اطلاعات می‌تواند منجر به کاهش افشاء شود.

واژگان کلیدی: رتبه اعتباری، ریسک اعتباری، کیفیت افشاء.

طبقه‌بندی موضوعی: M41.

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/jfm.2024.45333.2880

۲. دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران. نویسنده مسئول. Email: p.piri@urmia.ac.ir

۳. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد، دانشگاه الزهرا، تهران، ایران.

Email: mohammadikhanghah@gmail.com

۴. کارشناس ارشد، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران. Email: golalezinab1388@gmail.com

## مقدمه

مبنای اصلی تصمیم‌گیری مشارکت‌کنندگان در بورس اوراق بهادار اطلاعاتی است که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، منتشر می‌کنند. برای تصمیم‌گیری صحیح در بازار اوراق بهادار نیاز به انتشار اطلاعات مربوط، با اهمیت، قابل اتکاء، کامل و قابل فهم می‌باشد (اعتمادی و خلیل‌پور، ۱۳۹۱). کیفیت افشای تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکتها دارد و می‌تواند از منافع سهامداران حفاظت نماید. صورتهای مالی مبهم میزان بدهی شرکت را پنهان کرده و در صورتی که شرکت در آستانه ورشکستگی باشد، این شرایط پنهان می‌ماند. از آنجایی که سهامداران، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان از صورتهای مالی برای مقاصد تصمیم‌گیری از اطلاعات درون شرکت آگاهی کافی ندارند و همواره به دنبال کسب اطلاعاتی برای ارزیابی عملکرد و ریسک-سنجی شرکت‌های مورد نظر خود می‌باشند تا بتوانند در آنها سرمایه‌گذاری کنند، لذا هر ساله شرکت‌ها یک سری از اطلاعات مالی و غیر مالی خود را در قالب گزارشات مالی افشای می‌نمایند. اطلاعات مالی منتشر شده به وسیله شرکت‌ها به عنوان مهمترین ابزار سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل در مورد ارزیابی عملکرد مدیریت و شرکت تشخیص داده شده است. در مجموع، انتظار می‌رود با توجه به نظریه نمایندگی، بهبود کیفیت اطلاعات مالی عرضه شده از سوی مدیران شرکت‌ها، به عنوان یکی از ساز و کارهای نظارتی منجر به کاهش اطلاعات خصوصی و عدم‌تقارن اطلاعاتی و در نتیجه کاهش مشکلات نمایندگی شود (لیوئان، ساتریا و ایل مینیر، ۲۰۱۶). به عبارتی گزارشگری و افشای اطلاعات مهم‌ترین ابزاری هستند که شرکت‌ها برای ارتباط با سهامداران بکار می‌برند. از این رو شفافیت دارای اهمیت زیادی نزد سهامداران می‌باشد. گزارشگری مبهم و پیچیده هیچ اطلاعاتی درباره ریسک‌های موجود در شرکت در اختیار قرار نمی‌دهد. در صورت عدم افشای صحیح اطلاعات، بدون تردید، ساز و کار کشف قیمت در بازار به درستی عمل نخواهد کرد و قیمت‌گذاری اوراق به شیوه‌ای مطلوب انجام نخواهد شد. در نتیجه، واقعی بودن قیمت‌ها و پیش‌بینی منطقی روند آتی آن مورد سوال خواهد بود (اعتمادی و خلیل‌پور، ۱۳۹۱).

تصمیمات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری مستلزم دسترسی به اطلاعات شفاف، مربوط و قابل اتکا است. در صورتی که اطلاعات مورد نیاز کاربران بازار سرمایه به صورت نامتقارن توزیع شود، سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان شکاف قیمت و نرخ پیشنهادی خویش را افزایش داده و نتیجه آن افزایش هزینه سرمایه شرکت‌ها و ناشران خواهد بود. از سوی دیگر، موفقیت بازار بورس اوراق بهادار در تخصیص کارا و بهینه منابع مالی به بنگاه‌های اقتصادی نیز مستلزم این است که تأمین‌کنندگان منابع مالی شرکت‌ها قبل از اخذ تصمیمات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری، اطلاعات کافی در خصوص زیان‌های احتمالی ناشی از درماندگی بنگاه‌ها و توان بازپرداخت بدهی را داشته باشند (جعفری و احمدوند، ۱۳۹۴). اهمیت دسترسی به اطلاعات مناسب جهت تصمیم‌گیری به حدی است که در جوامع دموکراتیک، شفافیت اطلاعات و امکان دسترسی به آن در شمار حقوق سرمایه‌گذار قرار می‌گیرد. بر این اساس بررسی عوامل موثر بر کیفیت افشای حائز اهمیت می‌باشد. افزون بر این یکی دیگر از معیارهای اساسی برای تصمیم‌گیری

در بورس، وضعیت اعتباری شرکت‌ها می‌باشد. شرکت‌هایی که گزارشگری مالی شفاف و قابل قبولی ندارند، ریسک اعتباری بالایی را داشته و نمی‌توانند اعتماد سهامداران را جلب نمایند. چنین شرایطی در نهایت، درجه اعتبار و میزان نقدشوندگی را در کل بازار سرمایه به شدت کاهش می‌دهد (مدهانی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹). افشاء به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان در درک خطرات اقتصادی سرمایه‌گذاری کمک زیادی می‌کند (الیوت و ژاکوبس<sup>۲</sup>، ۱۹۹۴).

تغییرات منفی در رتبه اعتباری می‌تواند هزینه تامین مالی را برای شرکت‌هایی که وام می‌گیرد افزایش دهد همچنین تأثیرات منفی مستقیم و فوری بر شرکت داشته باشد. تحقیقات پیشین همچون باسو و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۷). همچنین گایلت و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۲۰) نشان داده است که کاهش رتبه اعتباری با تغییر در ساختار سرمایه (جایگزینی تامین مالی از استقراض به فعالیت انتشار سهام) مرتبط است. به عبارتی با پایین آمدن رتبه اعتباری، تمرکز شرکت به سمت صاحبان سرمایه سهام معطوف می‌شود درحالی که افزایش رتبه اعتباری منجر به تمرکز به سمت تامین مالی از طریق بدهی سوق می‌دهد و این عوامل بر نوع افشاء اطلاعات تأثیر می‌گذارد. هرچه افشاء بیشتر باشد هزینه تامین مالی کمتر خواهد شد. مطالعات باسو و همکاران (۲۰۱۷) نشان می‌دهد اگر یک شرکت به دلیل پایین آمدن رتبه اعتباری بیشتر به بازارهای سهام وابسته شود، افشاگری داوطلبانه خود را افزایش می‌دهد تا هزینه سرمایه سهام را به حداقل برساند، همچنین اگر یک شرکت به دلیل رتبه‌بندی اعتباری بالا، وابستگی بیشتری به بازارهای بدهی داشته باشد ممکن است افشای داوطلبانه را کاهش دهد. همچنین گایلت و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی به این نتیجه رسیدند که هرچه رتبه اعتباری بالاتر باشد به دلیل ارزیابی ریسک پایین‌تر توسط سرمایه‌گذاران تقاضای آنها برای افشاء بیشتر اطلاعات نیز کاهش پیدا می‌کند. به عبارتی افزایش رتبه اعتباری از طریق کاهش تقاضای اطلاعات می‌تواند منجر به کاهش افشاء شود.

براساس مبانی نظری و با توجه به اهمیت افشاء و تأثیری که بر تصمیم‌گیرندگان دارد، شناسایی عوامل موثر بر آن حائز اهمیت می‌باشد که یکی از عوامل تأثیرگذار طبق پژوهش‌های صورت گرفته، رتبه اعتباری شرکت‌هاست، لذا در این پژوهش اقدام به بررسی تأثیر تغییرات رتبه اعتباری بر کیفیت افشاء شده است. همچنین با توجه به اینکه در ایران پژوهشی در این زمینه صورت نپذیرفته، این موضوع نوآوری پژوهش حاضر تلقی می‌گردد. به عبارتی هدف پژوهش حاضر بررسی این موضوع است که آیا رتبه اعتباری و تغییرات آن بر کیفیت افشاء شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تأثیرگذار است یا خیر؟

1. Modhani
2. Elliott & Jacobson
3. Basu et al
4. Gillette et al



در ادامه مقاله اقدام به ارائه مبانی نظری، روش‌شناسی پژوهش، تجزیه و تحلیل داده‌ها و در نهایت نتیجه‌گیری شده است.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

یکی از عواملی که ریسک اطلاعاتی را افزایش می‌دهد، وجود عدم‌تقارن اطلاعاتی میان مشارکت کنندگان در بازارهای سرمایه می‌باشد. براساس نظریه عدم‌تقارن اطلاعاتی، در شرکتهایی که افشای کافی و مناسب در مورد وضعیت مالی و نتایج عملکرد ندارند، سرمایه‌گذاران و سایر تأمین مالی کنندگان به دلیل عدم آگاهی از وضعیت عملیاتی و مالی شرکت و تردید در بازگشت اصل و فرع سرمایه خود، نگرانی بالایی برای اعطای منابع مالی به شرکت مذکور را دارند. بنابراین برای کاهش آثار زیانبار نابرابری اطلاعاتی، شرکتها با افشای کافی و منظم اطلاعات مرتبط با عملکرد و وضعیت مالی، نگرانی سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان را کاسته و با کاهش ریسک اطلاعاتی نرخ بازده مورد درخواست آنها را پایین می‌آورند که در نهایت، این موضوع منجر به کاهش هزینه سرمایه شرکت خواهد شد (رستمی و رضائی، ۱۳۹۸). همچنین، طبق پژوهش‌های صورت گرفته شرکتها با رتبه اعتباری متفاوت ممکن است رفتار متفاوتی در افشای اطلاعات داشته باشند. براساس پژوهش باسو و همکاران (۲۰۱۷)، دو مکانیسم بالقوه وجود دارد که از طریق آنها تغییرات رتبه‌بندی اعتباری ممکن است بر رفتار افشای داوطلبانه شرکت تأثیر بگذارد که این دو مکانیسم به شرح ذیل می‌باشند:

الف) تنزل رتبه اعتباری ممکن است منجر به نقض عهد شود که به نوبه خود می‌تواند حقوق کنترل را به بستانکاران منتقل کند و بنابراین، منجر به تغییر در شیوه‌های افشاء گردد.

ب) حساسیت تأمین مالی مرتبط با تغییرات رتبه‌بندی اعتباری می‌تواند منبع سرمایه شرکت را تحت تأثیر قرار دهد بنابراین، منجر به تغییر در روش‌های افشای شرکت می‌شود (شرکت رفتار افشای داوطلبانه خود را متناسب با تأمین کنندگان سرمایه خود تنظیم می‌نماید).

این دو مکانیسم (حق کنترل و سیاست تأمین مالی)، پیش‌بینی‌های متضادی را ایجاد می‌کند. براساس مکانیسم حقوق کنترل، کاهش رتبه اعتباری منجر به کاهش افشاء می‌شود و مسئولیت نظارت بیشتر در دست بستانکاران قرار خواهد گرفت. در مقابل، مکانیسم حساسیت تأمین مالی پیش‌بینی می‌کند که کاهش رتبه‌بندی منجر به افشای داوطلبانه بیشتر می‌شود و ارتقاء رتبه اعتباری منجر به افشای داوطلبانه کمتر می‌شود، زیرا شرکت رفتار افشای داوطلبانه خود را متناسب با تأمین کنندگان سرمایه خود تنظیم می‌نماید. چن، چانگ و یانگ<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) در پژوهشی به بررسی تأثیر تغییرات رتبه اعتباری دولتی بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی پرداختند. بدین منظور رتبه اعتباری اعلام شده توسط موسسه رتبه‌بندی S&P طی دوره زمانی ۱۹۸۳ الی ۲۰۰۹ را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که تغییرات رتبه اعتباری از طریق تغییر در ریسک می‌تواند بر هزینه حقوق صاحبان سهام و تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد.

به عبارتی بالا بودن ریسک شرکت منجر به افزایش هزینه تامین مالی شرکت و افزایش نرخ بهره می‌گردد. همچنین ریسک شرکت بر نرخ بازده موردانتظار شرکت تاثیر می‌گذارد.

باسو و همکاران (۲۰۱۷)، به بررسی تاثیر تغییرات رتبه اعتباری بر افشای داوطلبانه ۳۴۶ شرکت طی بازه زمانی ۲۰۰۴ الی ۲۰۰۷ پرداخته و دریافته‌اند اگر رتبه اعتباری شرکت کاهش (افزایش) یابد، افشای اختیاری افزایش (کاهش) می‌یابد.

گایلت و همکاران (۲۰۲۰)، در پژوهشی تحت عنوان «تاثیر رتبه اعتباری بر افشای به بررسی چگونگی تاثیر سطح رتبه اعتباری بر تصمیمات افشای کنندگان بدهی شهرداری» برای سال ۲۰۱۰ پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد هرچه رتبه اعتباری بالاتر باشد تقاضای سرمایه‌گذاران برای افشای کاهش می‌یابد. بل و مالیکان<sup>۱</sup> (۲۰۲۰)، در پژوهشی به بررسی تاثیر رتبه اعتباری بر نوسانات بازار سهام پرداختند. بدین‌منظور داده‌های روزانه بین دوره ۱۹۹۰ الی ۲۰۱۶ که دوره بحران‌های بازار نوظهور را شامل می‌شود مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد کاهش رتبه اعتباری منجر به افزایش نوسانات بازار سهام و اوراق قرضه می‌گردد.

وانهاوریک همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۴) در پژوهشی اقدام به بررسی افشای اجباری اطلاعات مالی و رتبه بندی اعتباری نمونه‌ای از شرکت‌های آلمانی نمودند. زمانی که شرکت‌ها مجبور به افشای عمومی اطلاعات مالی می‌شوند، عموماً انتظار می‌رود آژانس‌های رتبه بندی اعتباری ارزیابی‌های ریسک خود را بهبود بخشند. براساس تئوری پیش بینی می‌شود افشای اطلاعات با کیفیت بر رتبه اعتباری اثرگذار است. اما عامل دیگری که ریسک شهرت است بر این موضوع تاثیرگذار است بدین شرح که تحلیلگران به اخبار مثبت وزن کمتر و به اطلاعات منفی وزن بیشتری می‌دهند به عبارتی به دلیل ریسک شهرت، امکان کاهش در رتبه اعتباری ارائه شده توسط موسسات رتبه‌بندی وجود دارد.

حسن‌زاده و همکاران (۱۳۹۲)، به ارائه الگوی افشای اجباری و اختیاری مبتنی بر حاکمیت شرکتی و تاثیر آن بر مدیریت هزینه سرمایه با حجم نمونه مشتمل بر ۱۲۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۰ پرداختند. بدین منظور با استفاده از برآورد مدل رگرسیون چند متغیره مینی بر داده‌های تابلویی، به این نتیجه رسیدند که افشای اطلاعات بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تاثیرگذار نمی‌باشد.

افلاطونی و نیکبخت (۱۳۹۶)، بررسی تأثیر کیفیت افشای و کیفیت اقلام تعهدی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه ۱۰۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در بازه زمانی ۱۳۸۳ الی ۱۳۹۴ پرداختند و دریافته‌اند که با افزایش در کیفیت افشای، سرعت تعدیل ساختار سرمایه نیز به صورت معنی‌داری افزایش می‌یابد.

رستمی و رضائی (۱۳۹۸)، به بررسی تأثیر رتبه کیفیت افشا و اطلاع رسانی مناسب بر ظرفیت بدهی ۱۳۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی بازه زمانی ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۵ پرداختند و به این نتیجه رسیدند که رتبه کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب بر ظرفیت استقراض شرکت تأثیر معنی‌دار مثبت دارد.

1. Bales & Malikane  
2. Vanhaverbeke et al

اسکینی و همکاران (۱۳۹۹)، در پژوهشی به بررسی تأثیر کیفیت افشاء بر بازده غیرعادی با آزمون ۲۶۸ اطلاعیه اعلام سود طی دوره ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۳ پرداخته و به این نتیجه رسیدند که پرتفوی با کیفیت افشاء بالاتر، سطح پایین‌تری از بازده غیرعادی را دارند.

رحمانی و همکاران (۱۴۰۲)، در پژوهشی تحت عنوان "رتبه اعتباری و هزینه سرمایه" اقدام به بررسی تأثیر رتبه اعتباری بر هزینه سرمایه نمودند. جهت اجرای پژوهش نمونه‌ای متشکل از ۱۴۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی بازه زمانی ۹۳ تا ۹۹ انتخاب شد. نتایج حاصل از پژوهش با افزایش رتبه اعتباری، ریسک شرکت کاهش یافته و هزینه حقوق صاحبان سهام بیشتر شده است. همچنین، با توجه به وجود رابطه منفی بین رتبه اعتباری و هزینه بدهی، می‌توان استنباط کرد که هرچه رتبه اعتباری بالاتر باشد، ریسک کمتر است و در نتیجه، شرکت با هزینه کمتری می‌تواند تأمین مالی کند.

### فرضیه‌های پژوهش

- براساس مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح ذیل صورت‌بندی می‌شوند:
- فرضیه اول: افزایش رتبه اعتباری منجر به کاهش سطح افشاء می‌گردد.
- فرضیه دوم: کاهش رتبه اعتباری منجر به افزایش سطح افشاء می‌گردد.
- فرضیه سوم پژوهش: رتبه اعتباری بالاتر منجر به کاهش سطح افشاء می‌گردد.

### روش شناسی پژوهش

جهت انجام تحلیل، داده‌های مربوط به رتبه اعتباری، رتبه کیفیت افشا و متغیرهای کنترلی، از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی از سامانه کدال استخراج شده است.

دوره پژوهش یک دوره ۱۰ساله از ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰ می‌باشد. برای تعیین نمونه آماری، ابتدا کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۴۰۰ استخراج و پس از اعمال محدودیت‌های ذیل اعمال گردید:

۱. پایان سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
۲. در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداده باشد،
۳. اطلاعات مالی شرکت در دوره مورد مطالعه در دسترس باشد،
۴. جزء بانک‌ها و موسسات مالی نباشد.
۵. شرکت تا پایان سال ۹۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و طی سال‌های ۹۲-۱۴۰۰ از آن خارج نشده باشد.

## تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

به منظور اجرای پژوهش، ابتدا اقدام به محاسبه رتبه اعتباری شرکت‌ها نموده، پس از محاسبه اختلاف رتبه اعتباری سال مورد نظر از سال قبل، تاثیر آن بر میزان افشاء سال مورد نظر را به شرح ذیل مورد بررسی قرار گرفته است:

برای آزمون فرضیه اول، ابتدا شرکت‌هایی که رتبه اعتباری آنها افزایش پیدا کرده را مشخص و سپس، به آن عدد یک اختصاص داده شده است و برای مابقی شرکت‌ها (شرکت‌هایی که رتبه اعتباری آنها کاهش یافته یا خنثی باقی مانده) صفر اختصاص داده شده است.

برای آزمون فرضیه دوم، ابتدا شرکت‌هایی که رتبه اعتباری آنها کاهش پیدا کرده را مشخص کرده و سپس به آن عدد یک اختصاص داده و برای بقیه شرکت‌ها (شرکت‌هایی که رتبه اعتباری آنها افزایش یافته یا خنثی باقی مانده) صفر در نظر گرفته شده است.

### متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی پژوهش حاضر به شرح ذیل صورت‌بندی شده‌اند:

Lev (اهرم مالی): طبق پژوهش انجام شده توسط کوهن<sup>۱</sup> (۲۰۰۴)، هرچه اهرم مالی بیشتر باشد، سطح افشاء بیشتر خواهد بود. که از طریق جمع بدهیها بر جمع دارایی‌ها محاسبه شده است.

Size (اندازه شرکت): طبق پژوهش ملکیان و دریایی (۱۳۹۰)، شرکت‌هایی با اندازه بزرگتر مستلزم داشتن ساز و کار قوی‌تر برای افشاء هستند. جهت اندازه‌گیری از لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت استفاده شده است.

GROWTH (رشد شرکت): صادقی و همکاران (۱۳۹۹) به این نتیجه رسیدند که رشد شرکت بر سطح افشاء تاثیر دارد که از تفاوت فروش سال جاری و سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل به دست می‌آید.

### اندازه‌گیری کیفیت افشاء

کیفیت افشاء به عنوان متغیر وابسته مورد استفاده قرار گرفته است. جهت اندازه‌گیری آن از پژوهش رحیمی (۱۳۹۵) استفاده شده است. به منظور اندازه‌گیری کیفیت افشاء و شفافیت از ۹ شاخص به شرح ذیل استفاده شده، به طوری که اگر هر یک از عوامل، مصداق داشته باشند، کد یک و در غیر اینصورت، کد صفر لحاظ شده است. در نهایت، از طریق انباشت کدها به منظور عملیاتی کیفیت افشاء دست یافتیم.



## جدول ۱. اندازه‌گیری کیفیت افشاء

۱. آیا ساختار مالکیت شرکت افشاء شده است؟	افشاء و شفافیت
۲. آیا جزئیات پاداش هیأت مدیره افشاء شده است؟	
۳. آیا وام‌های شرکت افشاء شده است؟	
۴. آیا عملکرد شرکت افشاء شده است؟	
۵. آیا اهداف و استراتژی‌های شرکت افشاء شده‌اند؟	
۶. آیا فعالیت‌های اصلی شرکت افشاء شده‌اند؟	
۷. آیا سیاست‌های تقسیم سود افشاء شده‌اند؟	
۸. آیا معاملات با اشخاص وابسته افشاء شده است؟	
۹. آیا موارد استثناء از پیش‌نویس آیین‌نامه راهبری شرکتی افشاء شده است؟	

منبع: رحیمی (۱۳۹۵)

## اندازه‌گیری رتبه اعتباری

رتبه‌بندی اعتباری، ارزیابی احتمال پرداخت به موقع تعهدات مالی می‌باشد. به‌منظور اندازه‌گیری رتبه اعتباری از مدل امتیاز بازار نوظهور استفاده شده است. این مدل ابتدا با استفاده از یک رویکرد ریسک کمی، وضعیت مالی شرکت را به‌صورت جامع و بنیادی مرور کرده، سپس براساس ارزیابی‌های به عمل آمده از ریسک‌های اعتباری خاص در بازار نوظهور، به یک رتبه تعدیل شده نهایی می‌رسد (جعفری و احمدوند، ۱۳۹۴). در این مدل، ابتدا امتیاز بازار نوظهور و مقدار معادل رتبه اعتباری استخراج شده، سپس رتبه معادل امتیاز بازار نوظهور براساس سه عامل اصلی تعدیل می‌گردد این سه عامل عبارتند از: (۱) آسیب‌پذیری شرکت در مقابل کاهش ارزش ناشی از نوسانات نرخ ارز (۲) میزان امنیت اعتباری صنعت مربوطه (۳) توان رقابتی شرکت در صنعت.

امتیاز بازار نوظهور با استفاده از مدل زیر اندازه‌گیری می‌شود (آلتمن وهاچکس<sup>۱</sup>، ۲۰۰۵):

$$EMS=3.25+6.56X_1+3.26X_2+6.72X_3+1.05X_4 \quad (3-7)$$

$$X_1 = \frac{\text{سرمایه در گردش}}{\text{مجموع داراییها}} \quad (3-8)$$

$$X_2 = \frac{\text{سود انباشته}}{\text{مجموع داراییها}} \quad (3-9)$$

$$X_3 = \frac{\text{سود قبل از بهره و مالیات}}{\text{مجموع داراییها}} \quad (3-10)$$



$$X_4 = \frac{\text{ارزش دفتری مجموع حقوق صاحبان سهام}}{\text{ارزش دفتری مجموع بدهی ها}}$$

(۳-۱۱)

جدول ۲. امتیاز  $Z''$  و رتبه‌های اعتباری معادل آئتمن و هاچکیس (۲۰۰۵)

	امتیاز $Z''$	رتبه اعتباری معادل
منطقه سلامت مالی	$\geq ۸/۱۵$	AAA
	$۸/۱۵ - ۷/۶۰$	AA+
	$۷/۶۰ - ۷/۳۰$	AA
	$۷/۳۰ - ۷/۱۰۰$	AA-
	$۷/۱۰۰ - ۶/۸۵$	A+
	$۶/۸۵ - ۶/۶۵$	A
	$۶/۶۵ - ۶/۴۰$	A-
	$۶/۴۰ - ۶/۲۵$	BBB+
	$۶/۲۵ - ۵/۸۵$	BBB
منطقه تردید	$۵/۸۵ - ۵/۶۵$	BBB-
	$۵/۶۵ - ۵/۲۵$	BB+
	$۵/۲۵ - ۴/۹۵$	BB
	$۴/۹۵ - ۴/۷۵$	BB-
	$۴/۷۵ - ۴/۵۰$	B+
	$۴/۵۰ - ۴/۱۵$	B
منطقه درماندگی مالی	$۴/۱۵ - ۳/۷۵$	B-
	$۳/۷۵ - ۳/۲۰$	CCC+
	$۳/۲۰ - ۲/۵۰$	CCC
	$۲/۵۰ - ۱/۷۵$	CCC-
	$۱/۷۵ \leq$	D

منبع: آئتمن و هاچکیس (۲۰۰۵)



پس از محاسبه امتیاز براساس مدل امتیاز بازار نوظهور، امتیاز به دست آمده با امتیاز مندرج در جدول ۲ مقایسه شده، از این طریق رتبه اعتباری معادل امتیاز به دست می‌آید. سپس، این رتبه در سه مرحله براساس سه عامل مطرح شده، تعدیل می‌شود. مراحل تعدیل به شرح ذیل است:

#### مرحله اول - تعدیل رتبه اعتباری معادل براساس آسیب‌پذیری در مقابل نوسانات نرخ ارز

برای تعدیل این مرحله مطابق پژوهش انجام شده توسط جعفری و احمدوند (۱۳۹۴)، از نسبت تأثیر تغییرات نرخ ارز بر فعالیت تأمین مالی منعکس در صورت جریان وجه نقد و همچنین میزان نقدینگی در مقایسه با بدهی‌های جاری آن که در سال آینده سررسید خواهند شد استفاده شده است. بدین صورت که اگر نسبت تأثیر تغییرات نرخ ارز بر وجه نقد شرکت نسبت به متوسط صنعت کمتر بوده یا نسبت وجه نقد بر بدهی جاری شرکت از متوسط صنعت کمتر باشد رتبه اعتباری معادل آن به اندازه سه درجه تعدیل می‌شود؛ مثلاً اگر رتبه  $BB+$  باشد، بعد از سه درجه کاهش به  $B+$  می‌رسد. در صورت خنثی بودن وضعیت آسیب‌پذیری شرکت، کاهش یک درجه‌ای در رتبه اعتباری معادل انجام شده است (مثلاً  $BB+$  به  $BB$ ) و در صورت ناچیز بودن ریسک کاهش ارزش ناشی از نوسانات نرخ ارز برای شرکت (نسبت تأثیر تغییرات نرخ ارز بر وجه نقد شرکت از این نسبت برای متوسط صنعت بیشتر باشد یا نسبت وجه نقد بر بدهی جاری شرکت از این نسبت برای متوسط صنعت بیشتر باشد)، تغییری در رتبه اعتباری معادل ایجاد نشده است.

#### مرحله دوم - تعدیل رتبه اعتباری معادل براساس صنعت

در این مرحله رتبه اعتباری معادل به دست آمده از مرحله اول با میانگین رتبه امنیت اعتباری صنعت مندرج در جدول ۲، مقایسه می‌گردد. اگر اختلاف بین دو رتبه مذکور یک تا سه درجه باشد، رتبه اعتباری معادل تعدیل شده در مرحله اول به اندازه یک درجه تغییر داده شده است. مثلاً، اگر رتبه اعتباری معادل  $BBB$  و رتبه صنعت  $BBB-$ ،  $BB+$  یا  $BB$  باشد، در این صورت رتبه اعتباری معادل محاسبه شده در مرحله اول به اندازه یک درجه کاهش داده شده است. در صورت وجود اختلاف بیش از سه و کمتر از شش درجه، رتبه اعتباری معادل محاسبه شده در مرحله اول به اندازه دو درجه تعدیل و اگر اختلاف شش درجه‌ای و بیشتر باشد، رتبه اعتباری مذکور به اندازه سه درجه تعدیل (مثبت یا منفی) شده است. در این پژوهش به پیروی از پژوهش محمدی و همکاران (۱۳۹۸)، رتبه اعتباری هر شرکت با میانگین رتبه اعتباری محاسبه شده برای هر صنعت از طریق مدل  $Z''$ ، مقایسه شده است.

#### مرحله سوم - تعدیل رتبه اعتباری معادل براساس توان رقابتی

در این مرحله به توان رقابتی شرکت توجه شده و بسته به اینکه شرکت در صنعت خود غالب و برجسته بوده یا از نظر اندازه، نفوذ سیاسی و کیفیت مدیریت یک قدرت داخلی محسوب می‌شود یا خیر، رتبه اعتباری مرتبه دوم یک درجه تغییر می‌کند. اگر توان رقابتی شرکت خنثی باشد که در این صورت تغییری در رتبه اعتباری آن اعمال نمی‌گردد.

پس از طی مراحل فوق، رتبه اعتباری تعدیل شده نهایی به دست آمده و به عنوان متغیر وابسته وارد مدل پژوهش شده است. به پیروی از پژوهش‌های پیشین (مارسیا و همکاران، ۲۰۱۴)، امتیازات تخصیص یافته به رتبه اعتباری را به هفت طبقه تقسیم‌بندی نمودیم. این طبقه‌بندی به شرح ذیل می‌باشد:

**جدول ۳. امتیاز تخصیص یافته به رتبه‌های اعتباری**

	رتبه اعتباری	امتیاز
سطح سرمایه‌گذاری خوب (منطقه سلامت مالی)	AAA	۷
	AA+	۶
	AA	۶
	AA-	۶
	A+	۵
	A	۵
	A-	۵
	BBB+	۴
	BBB	۴
	BBB-	۴
سطح سرمایه‌گذاری پایین (منطقه تردید)	BB+	۳
	BB	۳
	BB-	۳
	B+	۲
	B	۲
	B-	۲
سطح سوداگرانه (بنجل) (منطقه درماندگی مالی)	CCC+	۱
	CCC	۱
	CCC-	۱
	D	۱

منبع: اشباکسکیف و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۶)

### آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آمار توصیفی متغیرها در جدول شماره ۴ ارائه شده است. انحراف معیار عددی است که نشان‌دهنده نحوه پراکندگی داده‌های اطراف مقدار میانگین همان داده‌ها است. در بین متغیرهای کمی پژوهش اندازه



شرکت بیشترین انحراف معیار و اهرم مالی کمترین انحراف معیار را دارد لذا اهرم مالی متمرکزتر بوده و از دقت بیشتری برخوردار است. همچنین با توجه به اینکه احتمال آماره آزمون جارک برا گمتر از ۵ درصد است می‌توان نتیجه گرفت تمامی متغیرها غیرنرمال می‌باشند.

جدول ۴. آمار توصیفی متغیرها

عنوان متغیر	حداقل	حداکثر	میان	میانگین	انحراف معیار	احتمال جارک برا
افشاء	۶	۸	۸	۷/۵۱۱	۰/۶۲۰	۰/۰۰۰
رتبه اعتباری	۱	۷	۴	۳/۸۴۳	۱/۸۹۲	۰/۰۰۰
رشد شرکت	۰/۴۳۶	۲/۲۶۷	۰/۲۸۳	۰/۳۶۹	۰/۵۰۸	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۰/۱۳۹	۱/۰۱۳	۰/۵۴۸	۰/۵۵۰	۰/۲۰۶	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۱۱/۰۵۴	۱۴/۸۲۰	۱۲/۳۵۰	۱۲/۶۶۰	۰/۹۹۶	۰/۰۰۰

منبع: محاسبات پژوهش

#### بررسی نوع الگوی داده‌های ترکیبی

داده‌های این پژوهش از نوع ترکیبی می‌باشد که در این نوع داده‌ها از آزمون بروش پاگان به‌منظور انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و تلفیقی و آزمون هاسمن جهت تعیین اثرات ثابت یا تصادفی استفاده شده است و با توجه به اینکه فرض صفر این دو آزمون در هر دو مدل رد شده، نتیجه می‌گیریم داده‌ها از نوع تابلویی با اثرات ثابت می‌باشد و برای تخمین نهایی هر سه مدل از مدل اثرات ثابت استفاده شده است.

#### بررسی ناهمسانی واریانس از طریق والد تعدیل شده

جدول ۵. آزمون‌های آماری

شرح	نوع آزمون	آماره آزمون	احتمال آماره	نتیجه
فرضیه اول پژوهش	بروش پاگان	۱۴۴۱/۳۵۱	۰/۰۰۰	تابلویی
	هاسمن	۷۰/۴۲۲	۰/۰۰۰	اثرات ثابت
فرضیه دوم پژوهش	بروش پاگان	۱۴۵۵/۸۴۰	۰/۰۰۰	تابلویی
	هاسمن	۶۸/۹۲۴	۰/۰۰۰	اثرات ثابت
فرضیه سوم پژوهش	بروش پاگان	۱۴۲۱/۱۲۱	۰/۰۰۰	تابلویی
	هاسمن	۶۹/۸۱۶	۰/۰۰۰	اثرات ثابت

منبع: محاسبات پژوهش

قبل از تخمین نهایی مدل جهت جلوگیری از بروز نتایج کاذب اقدام به بررسی ناهمسانی واریانس از طریق آزمون والد تعدیل شده نمودیم که نتایج آن در جدول ذیل درج شده است:

**جدول ۶. آزمون والد تعدیل شده**

شرح	مقداره آماره	احتمال آماره	نتیجه
فرضیه اول پژوهش	۱۰۶۰/۱۴	۰/۰۰۰	ناهمسانی وجود دارد.
فرضیه دوم پژوهش	۱۱۳۷/۶۳	۰/۰۰۰	ناهمسانی وجود دارد.
فرضیه سوم پژوهش	۱۱۰۱/۰۴	۰/۰۰۰	ناهمسانی وجود دارد.

منبع: محاسبات پژوهش

با توجه به اینکه فرض صفر آزمون والد تعدیل شده بیانگر وجود ناهمسانی واریانس است، از نتایج حاصل مشخص است در هر سه مدل مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد. بنابراین، به منظور رفع آن از مدل EGLS برای تخمین نهایی مدل استفاده شده است.

#### نتایج آزمون فرضیه اول

با توجه به نتایج مندرج در جدول شماره ۸، از عامل تورم واریانس به منظور اطمینان از اینکه ارتباط خطی بین متغیرهای مستقل بر نتایج پژوهش اثر نامطلوبی ندارد، استفاده شده است. از آنجا که مقدار شاخص تورم واریانس برای تمامی متغیرها کمتر از ۵ به دست آمد است، می توان نتیجه گرفت مسئله هم خطی جدی بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد و مشکلی در نتیجه گیری مدل ایجاد نخواهد کرد. با توجه به اینکه ضریب برآورد شده برای افزایش رتبه اعتباری ۰/۰۱۳- می باشد این موضوع نشان دهنده رابطه معکوس بین افزایش در رتبه اعتباری و کیفیت افشاء می باشد، اما با توجه به دلیل اینکه سطح معنی داری آن از ۵ درصد بیشتر است، نتیجه گرفته می شود این تاثیر از نظر آماری معنی دار نیست.

**جدول ۸. نتایج تاثیر افزایش رتبه اعتباری بر سطح افشاء**

نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معنی داری	Vif
CRin	-۰/۰۱۳	۰/۰۲۹	-۰/۴۴۳	۰/۶۵۸	۱/۰۶
GROWTH	-۰/۱۰۴	۰/۰۲۸	-۳/۶۹۵	۰/۰۰۰	۱/۱۷
LEV	-۰/۰۵۲	۰/۱۱۲	-۰/۴۶۵	۰/۶۴۲	۱/۰۶
SIZE	-۰/۳۳۲	۰/۰۲۳	-۱۴/۱۳۰	۰/۰۰۰	۱/۱۲
C	۱۱/۷۹۸	۰/۳۱۶	۳۷/۳۱۵	۰/۰۰۰	-
	۰/۵۴۰	R-squared		F-statistic ۱۰/۳۱۹	
	۰/۴۸۸	Adjusted R-squared		Prob (F-statistic) ۰/۰۰۰	
				Durbin-watson stat ۱/۵۰۲	

منبع: محاسبات پژوهش

### نتایج آزمون فرضیه دوم

با توجه به نتایج مندرج در جدول شماره ۹، از عامل تورم واریانس به‌منظور اطمینان از اینکه ارتباط خطی بین متغیرهای مستقل بر نتایج پژوهش اثر نامطلوبی ندارد استفاده شده است و با توجه به اینکه مقدار شاخص تورم واریانس برای تمامی متغیرها کمتر از ۵ به دست آمد، بنابراین می‌توان نتیجه گرفت مشکل هم‌خطی جدی بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد و مشکلی در نتیجه‌گیری مدل ایجاد نخواهد کرد. با توجه به اینکه ضریب برآورد شده برای کاهش رتبه اعتباری ۰/۰۰۴۵ می‌باشد نشان دهنده رابطه مثبت بین کاهش در رتبه اعتباری و کیفیت افشاء وجود دارد. اما با توجه به اینکه احتمال آماره آزمون از ۵ درصد بیشتر است نشان دهنده این است که این تاثیر از نظر آماری معنی‌دار نیست.

جدول ۹. نتایج تاثیر کاهش رتبه اعتباری بر سطح افشاء

نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معنی‌داری	Vif
CREDD	۰/۰۰۴۵	۰/۰۲۷	۰/۱۶۹	۰/۸۶۵	۱/۰۵
GROWTH	-۰/۱۰۴	۰/۰۲۴	-۴/۳۲۶	۰/۰۰۰	۱/۱۶
LEV	۰/۰۴۵	۰/۰۷۶	-۰/۵۹۸	۰/۵۴۹۹	۱/۰۵
SIZE	-۰/۳۳۲	۰/۰۱۴	-۲۲/۷۹	۰/۰۰۰	۱/۱۲
C	۱۱/۷۸۳	۰/۱۹۶	۵۹/۸۵	۰/۰۰۰	-
	۰/۵۴۰	R-squared	۱۰/۳۱۹	F-statistic	
	۰/۴۸۸	Adjusted R-squared	۰/۰۰۰	Prob (F-statistic)	
			۱/۵۰۰	Durbin-watson stat	

منبع: محاسبات پژوهش

### نتایج آزمون فرضیه سوم

با توجه به نتایج مندرج در جدول شماره ۱۰، از عامل تورم واریانس به‌منظور اطمینان از اینکه ارتباط خطی بین متغیرهای مستقل بر نتایج پژوهش اثر نامطلوبی ندارد استفاده شده است و با توجه به اینکه مقدار شاخص تورم واریانس برای تمامی متغیرها کمتر از ۵ به دست آمد، بنابراین می‌توان نتیجه گرفت مشکل هم‌خطی جدی بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد و مشکلی در نتیجه‌گیری مدل ایجاد نخواهد کرد. با توجه به اینکه ضریب برآورد شده برای رتبه اعتباری ۰/۰۲۲- می‌باشد نشان دهنده رابطه منفی بین رتبه اعتباری و کیفیت افشاء وجود دارد و با توجه به اینکه احتمال آماره آزمون از ۵ درصد کمتر است نشان دهنده این است که این تاثیر از نظر آماری معنی‌دار می‌باشد. به عبارتی هرچه رتبه اعتباری بالاتر باشد کیفیت افشاء پایین تر بوده و نشان دهنده تایید فرضیه سوم پژوهش می‌باشد.

جدول ۱۰. نتایج تاثیر رتبه اعتباری بر سطح افشاء

نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معنی داری	Vif
CRIT	-۰/۰۲۲	۰/۰۰۹	-۲/۳۹۷	۰/۰۴۳	۱/۷۸
GROWTH	-۰/۰۷۵	۰/۰۴۱	-۱/۸۲۶	۰/۱۰۵	۱/۱۴
LEV	-۰/۰۲۴	۰/۰۶۱	-۰/۳۹۴	۰/۷۰۳	۱/۷۲
SIZE	-۰/۱۱۴	۰/۰۲۷	-۵/۱۸۰	۰/۰۰۰	۱/۱۳
C	۹/۳۵۴	۰/۳۷۵	۲۴/۸۹۱	۰/۰۰۰	-
AR(1)	۰/۵۳۰	۰/۱۵۱	۳/۵۱۰	۰/۰۰۸	-
F-statistic		R-squared			
Prob (F-statistic)		Adjusted R-squared			
Durbin-watson stat					

منبع: محاسبات پژوهش

### بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

مبنای اصلی تصمیم‌گیری مشارکت‌کنندگان در بورس اوراق بهادار اطلاعاتی است که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، منتشر می‌کنند و در صورتی که افشاء به درستی صورت نگیرد، قیمت‌گذاری سهام به درستی انجام نخواهد شد بنابراین شناسایی عواملی که بر کیفیت افشاء موثر هستند حائز اهمیت می‌باشد. از طرفی با توجه به اینکه رفتار افشای اطلاعات شرکتها تحت تاثیر ریسک اعتباری آنها قرار داشته، در این پژوهش اقدام به بررسی رتبه اعتباری و تغییرات آن بر کیفیت افشا نمودیم.

براساس نتایج حاصل از پژوهش، رابطه منفی بین تغییرات رتبه اعتباری و کیفیت افشاء وجود دارد به صورتی که افزایش رتبه اعتباری منجر به کاهش افشاء و کاهش رتبه اعتباری منجر به افزایش سطح افشاء شده است. به عبارتی تغییرات رتبه اعتباری بر سطح افشای اختیاری شرکتها موثر است اما این تاثیر از نظر آماری معنی‌دار نبود. در حالی که بین رتبه اعتباری و کیفیت افشاء رابطه منفی و معنی‌دار برقرار بود. به عبارتی هرچه رتبه اعتباری بالاتر باشد کیفیت افشاء شرکت پایین‌تر است. این نتایج با نتایج پژوهش باسو و همکاران (۲۰۱۷) و همچنین گابلت و همکاران (۲۰۲۰) هم‌خوانی دارد. براساس نتایج حاصل و با توجه به مبنای نظری کاهش رتبه اعتباری با تغییر در ساختار سرمایه (جایگزینی تامین مالی از استقراض به فعالیت انتشار سهام) مرتبط است. به عبارتی با پایین آمدن رتبه اعتباری، تمرکز شرکت به سمت صاحبان سرمایه سهام معطوف شده، درحالی که افزایش رتبه اعتباری منجر به تمرکز به سمت تامین مالی از طریق بدهی سوق می‌دهد و این عوامل بر نوع افشاء اطلاعات تاثیر می‌گذارد. هرچه افشاء بیشتر باشد هزینه تامین مالی کمتر خواهد شد. از طرفی هرچه رتبه اعتباری بالاتر باشد چون سرمایه‌گذاران ریسک را پایین ارزیابی می‌کنند تقاضای آنها برای افشاء بیشتر اطلاعات نیز کاهش پیدا می‌کند. به عبارتی افزایش رتبه اعتباری از طریق کاهش تقاضای اطلاعات می‌تواند منجر به کاهش افشاء شود.

با توجه به اینکه رتبه اعتباری بر کیفیت افشاء تاثیرگذار بود پیشنهاداتی به شرح ذیل ارائه می‌شود:

به مدیران شرکتها پیشنهاد می‌شود جهت جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان، کیفیت افشاء خویش را افزایش دهند.

به بانکها و موسسات اعتباری پیشنهاد می‌شود هنگام ارزیابی اعتبار شرکتها، کیفیت افشاء و رتبه اعتباری شرکتها را مورد توجه قرار دهند. همچنین به فعالان بازار سرمایه و سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود هنگام تصمیم‌گیری در خصوص خرید سهام، رتبه اعتباری شرکتها را مدنظر قرار دهند.

با توجه به اینکه تا مقطع پژوهش حاضر موسسات رتبه بندی به صورت فعال رتبه تمامی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را اعلام ننموده‌اند، پیشنهاد می‌شود در استراتژی‌های تعیین ریسک اعتباری شرکتها، کیفیت افشاء را نیز مدنظر قرار دهند.

جهت پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود عوامل دیگری که بر رابطه بین رتبه اعتباری و سطح افشاء موثر باشد مورد توجه قرار گیرد. به عنوان مثال، مسئولیت پذیری اجتماعی به عنوان عاملی که در جهت حفظ منافع عمومی موثر بوده و کیفیت حاکمیت شرکتی که منافع تمامی ذی نفعان را مدنظر قرار می‌دهد، ممکن است بر رابطه بین رتبه اعتباری و کیفیت افشاء موثر باشد.

به دلیل عدم تجدید ارزیابی دارایی‌ها و وجود نوسان‌های بازار، اثر این عوامل در پژوهش حاضر در نظر گرفته نشده است و این دو عامل محدودیت پژوهش حاضر تلقی می‌گردند.

#### ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.

تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده‌است.





## References

Ashbaugh-skaife, H; Collins, W; Lafond, R. (2006). The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of accounting and economics*, 42, 203-243.

Aflatooni, A. & nikbakht, Z. (2017). Investigating the effect of disclosure quality and accruals quality on capital structure adjustment speed. *Financial Accounting Knowledge*, 4(4), 85-100. (In Persian).

Altman, Edward I. & Hotchkiss, E. (2005). *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt*. 3rd edition. New York: John Wiley and Sons.

Basu, R; Naughton, J. P; & Wang, C. (2017). The effect of credit rating changes on voluntary disclosure. *Social Science Electronic Publishing*.

Bales, K. & Malikane, C. (2020). The effect of credit ratings on emerging market volatility. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 65, 101186.

Baradaran hasanzadeh, R; Jabarzade Kangahrloee, s; Ghaderzadeh, A. (2013). Offer a Voluntary and mandatory disclosure index on based of corporate governance and its impact on cost of capital. *Quantitative researches in management*, 4(4), 102-137.

Cohen, A. D; (2004), "Financial Reporting Quality Choice: Determinants and Consequences", A Dissertation, Northwestern University.

Chen, S. S; Chen, H. Y; Chang, C. C; & Yang, S. L. (2013). How do sovereign credit rating changes affect private investment? *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 4820-4833.

Etemadi, H. & Khalilpour, M. (2012). Assessing the quality of information disclosure of companies admitted to the stock exchange using the fuzzy approach, *Management Accounting and Audit Knowledge Quarterly*, 1(2), 115-132. (In Persian)

Elliott, R. K. & Jacobson, P. D. (1994). Costs and benefits of business Information Disclosure. *Accounting Horizons*: 8(4): 80-96.

Gillette, J. R; Samuels, D; & Zhou, F. S. (2020). The effect of credit ratings on disclosure: Evidence from the recalibration of Moody's municipal ratings. *Journal of Accounting Research*, 58(3), 693-739.

Jafari, S. M. & Ahmadvand, M. (2015). Credit Rating of Companies Listed on Tehran Stock Exchange Using the EMS Approach. *Economics and Business Research*. 6(10), 37-56. (In Persian).

Kothari, S. P; Li, X; & Short, J. E. (2009). The Effect of Disclosures by Management, Analysts, and Financial Press on Cost of Capital, Return Volatility, and Analysts Forecasts: A Study using Content Analysts. *The Accounting Review*, 84(5): 1639-1670.

Luthan, E. & Satria, I. (2016), "The Effect of Good Corporate Governance Mechanism to Earnings Management before and after IFRS Convergence", *Procardia Social and Behavioral Sciences*, 219: 465-471.

Lemmon, M. L. & Zender, J. F. (2010). Debt Capacity and teste of Capital Structure Theoies. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*: 45(5): 1161-1187.

MurciaI, F. C. D. S; Dal-Ri Murcia, F; Rover, S; & Borba, J. A. (2014). The determinants of credit rating: Brazilian evidence. *BAR-Brazilian Administration Review*, 11(2), 188-209.

Modhani, p. (2009). Role of Voluntary Disclosure and Transparency in Financial Reporting. *The Accounting Word*, 63-66.

Malekian, E. & Daryaei, A A. (1390). Firm and Ownership Characters and Corporate Governance (in the Tehran Stock Exchange). *Journal of Accounting Advances*. 3(1), 121-141. (In Persian).

Mohammadikhanghah, G; Piry, P; Mansourfar, Gh. (2020). Real Earnings Management, Corporate Governance Quality and Credit Rating. *Accounting and auditing review*. 26(4), 595-614. (In Persian).

Rahmani, A; Parsaei, M; Mohammadi Khanghah, G. (2023). Credit Rating and Cost of Capital. *Financial Research Journal*, 25 (1), 110-126. (In Persian).

Rahimi, A. (2016). Investigating the relationship between the quality of corporate governance and stock returns with the mediating effect of added economic value in Tehran Stock Exchange companies. Master thesis, Urmia University, Urmia. (In Persian).

Skinny, S; Sadeghi Sharif, S. J; Zarini, M; Safari, A. (2015). Event research on the impact of disclosure quality on abnormal return behavior. *Financial Accounting Quarterly*. 8 (29), 55-78. (In Persian).

Vanhaverbeke, S; Balsmeier, B; & Doherr, T. (2024). Mandatory financial information disclosure and credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 101676.

Sadeghi Yakhdani, Gh; Khani, A; Botshekan, M. (2020). The Effect of the Level of Firm Growth Rate on the Influence of Information Disclosure on Stock Risk Premium. *Accounting and Auditing Review*. 27(3), 381-409. (In Persian).

Rostami, V; Rezaei, L. (2019). The Effect of Disclosure Quality rank and Proper Notifications on the Debt Capacity. *Financial Accounting Knowledge*. 6(1), 107-136. (In Persian).

Yeganeh, H; Salimi, M. J. (2011). Developing a Model for Corporate Governance Rating in Iran. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 9(30), 1-35. (In Persian).

#### COPYRIGHTS



This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.

