



Investment Efficiency and Risk Disclosure in Financial Statements

Yadegar Mohammadi*, Aiat Allah Ebrahimi**

Abstract

The present study aimed to study the effect of risk disclosure in financial statements on investment efficiency. Conceptually, investment efficiency is achieved when companies invest only in currently net worth of positively positive projects. Risk disclosure is one of the phenomena that will affect the efficiency of investment by reducing information asymmetry. The statistical population of this research is the companies listed on the Tehran Stock Exchange and its statistical sample includes the selection of 139 companies during the period 2011 to 2017. The sampling method, systematic omission and the method used to estimate the model is the multivariate regression method using integrated estimates with fixed effects. The results of testing the hypotheses show that there is a direct and significant relationship between risk disclosure and investment efficiency of companies operating in the Iranian stock market, so that by increasing the risk disclosure of companies in the annual financial reports, their investment efficiency increases. Further studies also show that the size of companies has a direct and significant relationship with investment efficiency and a negative and significant relationship with more and more investment and less investment.

Keywords: Risk disclosure, Investment efficiency, over-investment, under-investment.

JEL Classification: M41, G11, G17

* Ph.D. in Financial Management, Islamic financial management department, management and economics faculty, Imam Hossein comprehensive University, Tehran, Iran. (corresponding author)

Mohamadi.y.57@gmail.com

** Assistant Professor, Islamic financial management department, management and economics faculty, Imam Hossein comprehensive University, Tehran, Iran.

aite_ebrahimi@yahoo.com



نشریه علمی

«پژوهش‌های راهبردی بودجه و مالی»

(پاییز ۱۳۹۹، سال اول، شماره ۳: ۲۱۷-۱۷۹)

شاپا چاپی: ۱۸۰۹ - ۲۷۱۷
شاپا الکترونیکی: ۱۹۹۳ - ۲۷۱۷

کارایی سرمایه‌گذاری و افشای ریسک در گزارش‌های مالی

یادگار محمدی*، آیت‌اله ابراهیمی**

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۸/۱۰

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۹/۰۱

چکیده

پژوهش حاضر، با هدف مطالعه اثر افشای ریسک در گزارش‌های مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری انجام گرفته است. به‌طور مفهومی کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت‌ها تنها در پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت، سرمایه‌گذاری نمایند. افشای ریسک یکی از پدیده‌هایی است که با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیرگذار خواهد بود. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه آماری آن شامل انتخاب ۱۳۹ شرکت طی دوره هفت‌ساله ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ است. روش نمونه‌گیری، حذف نظام‌مند و روش مورد استفاده برای برآورد الگو، روش رگرسیون چندمتغیره با استفاده از تخمین داده‌های تلفیقی با اثرات ثابت است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که رابطه مستقیم و معنی‌داری میان افشای ریسک و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های فعال در بازار بورس ایران وجود دارد، به‌طوری‌که با افزایش میزان افشای ریسک شرکت‌ها در گزارش‌های مالی سالانه، بر کارایی سرمایه‌گذاری آنها افزوده می‌شود. همچنین بررسی‌های بیشتر نشان می‌دهد اندازه شرکت‌ها رابطه مستقیم و معنی‌داری با کارایی سرمایه‌گذاری و رابطه منفی و معنی‌داری با سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد دارد.

کلیدواژه‌ها: افشای ریسک؛ کارایی سرمایه‌گذاری؛ سرمایه‌گذاری بیشتر از حد؛ سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد

طبقه‌بندی JEL: G17, G11, M41

* دکتری مدیریت مالی، گروه مدیریت مالی اسلامی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه جامع امام حسین(ع)، تهران، ایران.
(نویسنده مسئول)
mohamadi.y.57@gmail.com

** استادیار گروه مدیریت مالی اسلامی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه جامع امام حسین(ع)، تهران، ایران.
aite_ebrahimi@yahoo.com

مقدمه

سرمایه‌گذاری در امور مختلف، همواره به‌عنوان یکی از راه‌های مهم توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود و عقب‌ماندگی مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع و رشد و دگرگونی سریع روابط اقتصادی، به رقابت شدیدی در عرصه تجارت، صنعت و سرمایه‌گذاری منجر شده است. لذا شرکت‌ها برای بقا و گسترش فعالیت‌های خود، نیاز به انجام سرمایه‌گذاری مناسب و به‌موقع و یا به‌عبارت‌دیگر، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری دارند (یحیی حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۶). کارایی سرمایه‌گذاری یا سرمایه‌گذاری در حد بهینه، مستلزم آن است که از یک‌سو از مصرف منابع در فعالیت‌های که سرمایه‌گذاری در آنها بیش‌ازحد مطلوب انجام شده است، جلوگیری شود و از سوی دیگر، منابع به سمت فعالیت‌هایی هدایت شود که نیاز بیشتر به سرمایه‌گذاری دارد (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷). به‌طور مفهومی کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت‌ها تنها در پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری نمایند. البته این سناریو در صورتی کارساز است که بازار کامل باشد و هیچ‌یک از مسائل بازار ناقص از جمله گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹).

جدایی مالکیت از مدیریت و عدم تقارن اطلاعاتی و خطر اخلاقی ناشی از آن، مالکان را نگران می‌سازد که مبدا مدیریت که دارای کنترل بر دارایی‌های آنهاست به تخصیص نامناسب منابع بپردازد (مؤذنی و همکاران، ۱۳۹۵). لذا براساس نظریه نمایندگی، زمانی که مدیران راجع به وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری پرمفعت اطلاعات خوبی داشته باشند، امکان دارد که آن را به دلیل مشکلات مخاطره اخلاقی که ناشی از تملک وجوه نقد شرکت توسط مدیریت، عدم دوراندیشی و گزینش طرح‌های نامناسب و نیز کمبود وجوه در دسترس که ناشی از تأمین مالی خارجی پرهزینه است، دنبال نکنند (گارسیا لارا^۲ و همکاران، ۲۰۱۵).

طبق نظریه نمایندگی، بیش‌و‌کم سرمایه‌گذاری هر دو می‌تواند نتیجه عدم وجود تقارن

۱. Biddle et al

۲. Garcia Lara et al

اطلاعاتی بین ذی‌نفعان باشد (هدایتی‌پور و همکاران، ۱۳۹۷). از عواملی که می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد، افشای مناسب اطلاعات خصوصاً در رابطه ریسک‌های مرتبط با فعالیت‌های شرکت است (می‌هکینن و همکاران، ۲۰۱۳). افشای اطلاعات در گزارش‌های مالی علاوه بر اینکه باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین ذی‌نفعان می‌شود، از عوامل تعیین‌کننده برای سرمایه‌گذاران جهت اطمینان از تخصیص بهینه منابع و پاسخگویی مدیران درخصوص عملکردشان می‌باشد (لی^۲ و همکاران، ۲۰۱۹).

یکی دیگر از عوامل مؤثر بر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، اندازه شرکت به‌عنوان عاملی از میزان در دسترس بودن اطلاعات است. به این معنا که اطلاعات شرکت‌های بزرگ بیشتر از شرکت‌های کوچک در دسترس همگان قرار دارد. این موضوع سبب کاهش مسئله اطلاعات نامتقارن در شرکت‌های بزرگ می‌شود (ستایش و همکاران، ۱۳۹۳).

بنابراین، ارائه اطلاعات شفاف و کیفیت افشای بالاتر با کمک به شناسایی بهتر فرصت‌های سرمایه‌گذاری توسط مدیران و سرمایه‌گذاران، به انتخاب طرح‌ها و کاهش خطر اخلاقی مدیران (نقش حاکمیتی اطلاعات) و افزایش نقدشوندگی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران، موجب ارتقاء و بهبود عملکرد اقتصادی و افزایش بازده سهام‌داران می‌شود (باشمن^۳ و همکاران، ۲۰۰۳).

به‌طور خلاصه می‌توان گفت که طبق مبانی نظری با افزایش افشای ریسک در گزارش‌های مالی، عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه‌گذاران کاهش یافته و در نتیجه کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. همچنین وجود منابع مالی مناسب و سازوکارهای حرفه‌ای سرمایه‌گذاری و تأثیر عوامل حاکمیت شرکتی در کنترل رفتارها و تصمیم‌گیری‌های مدیریت در شرکت‌های بزرگ می‌تواند ضمن کنترل خطر اخلاقی به افزایش

۱. Miihkinen et al

۲. Li et al

۳. Bushman

کارایی سرمایه‌گذاری منجر گردد.

براین اساس، در این پژوهش، باتوجه به اهمیت کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران به بررسی تأثیر افشای ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته شده است. برای تحقق این هدف، ساختار مقاله بدین صورت تدوین شده است، در ادامه پس از بیان مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش، در بخش بعد به روش‌شناسی پژوهش پرداخته می‌شود، در ادامه تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش ارائه می‌شود و یافته‌ها و نتایج حاصل از پژوهش بخش انتهایی مقاله را شامل می‌شود.

مبانی نظری

افشای ریسک

اصل افشای ریسک، یکی از اصول حسابداری است که بر کلیه جوانب گزارشگری مالی تأثیر دارد. اصل افشای ریسک ایجاب می‌کند که کلیه واقعیت‌های بااهمیت، مربوط به رویدادها و فعالیت‌های مالی واحد تجاری به شکل مناسب و کامل گزارش شود. براساس این اصل، صورت‌های مالی اساسی باید حاوی تمامی اطلاعات بااهمیت، مربوط و به‌موقع باشد و این نوع اطلاعات به گونه‌ای قابل فهم و حتی‌الامکان کامل ارائه شود تا امکان اتخاذ تصمیمات آگاهانه برای استفاده‌کنندگان را فراهم سازد. از سوی دیگر، اطلاعاتی که ارائه می‌شود نباید از لحاظ کمیت و کیفیت به گونه‌ای باشد که باعث سردرگمی استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی شود (عالی و، ۲۰۰۵).

افشای اطلاعات مربوط و قابل اتکا را می‌توان به‌عنوان یکی از ابزارهای ایفای مسئولیت پاسخگویی مدیران دانست، هرچه انتشار اطلاعات در محیط اقتصادی بیشتر باشد، امکان اتخاذ تصمیم‌های آگاهانه و ایفای مسئولیت پاسخگویی درمورد چگونگی تحصیل و مصرف منابع بیشتر می‌شود؛ بنابراین، یکی از الزامات رشد و توسعه اقتصادی دسترسی ذی‌نفعان به اطلاعات شفاف و باکیفیت است. (ناظمی و همکاران، ۱۳۹۴)

در حوزه افشا و محرک‌های مدیریت برای افشا دو نظریه نمایندگی و علامت‌دهی نقش مهمی دارند. نظریه علامت‌دهی استدلال می‌کند که مدیران در شرکت‌های با عملکرد خوب از افشای اختیاری ریسک برای علامت‌دهی درخصوص رویه‌های مدیریت ریسک و جذب سرمایه‌گذاران بیشتر (از راه بهبود شفافیت) استفاده می‌کنند. به این ترتیب، افشای ریسک، اطلاعات مفیدی را به بازار انتقال و درک ذی‌نفعان از میزان در معرض ریسک قرار داشتن را بهبود می‌دهد و در نمایش عملکرد شرکت‌ها مهم است (لینسمیر و همکاران، ۲۰۰۲).

درواقع، نظریه علامت‌دهی توضیح می‌دهد که شرکت‌ها سعی دارند که اخبار خوب را به سرمایه‌گذاران و سایر گروه‌های علاقه‌مند به وسیله افشای علامت دهند (الیویرا، ۲۰۰۶). لینسلی و شرایوز (۲۰۰۶) اثبات کردند که نظریه علامت‌دهی مربوط‌ترین نظریه در تشریح و تبیین پدیده افشای ریسک است.

همچنین مطابق نظریه نمایندگی مدیران ممکن است با هدف کاهش هزینه نمایندگی و ناقرینگی اطلاعاتی اقدام به افشای اختیاری کنند (ابراهام و کوکس، ۲۰۰۷). ناقرینگی اطلاعاتی یکی از بنیان‌های نظریه علامت‌دهی است و بنابراین با بهبود افشای می‌توان مشکلاتی از قبیل هزینه معاملات بالا، کم‌عمقی بازار، نقدشوندگی پایین، بازده پایین معاملات و سرمایه‌گذاری بدون سود برای سرمایه‌گذاران خرد در بازار سرمایه را کاهش داد (نمازی و ابراهیمی، ۱۳۹۵).

در نظریه نمایندگی، سازوکارهای کنترلی مختلفی مثل کیفیت گزارشگری مالی و افشای وجود دارد که عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک اطلاعاتی را کاهش می‌دهند و نظارت بر فعالیت‌های مدیران به منظور کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه آنها را تقویت می‌کنند (هپ و توماس، ۲۰۰۸).

یکی دیگر از دلایل افزایش اهمیت افشای ریسک، اثری است که ریسک‌های مختلف شرکت‌ها بر تصمیمات سرمایه‌گذاران در ارزیابی و ارزش‌گذاری صحیح مؤسسات دارد (فولر و جنسن، ۲۰۰۲). افشای موارد مربوط به ریسک، شکاف اطلاعاتی ایجادشده بین مدیران و سرمایه‌گذاران در رابطه با عدم اطمینان تجاری را کاهش می‌دهد. افشای ریسک می‌تواند در

ارزیابی عملکرد آتی شرکت‌ها توسط سرمایه‌گذاران تأثیرگذار باشد. مدیران نیز می‌توانند از افشای ریسک منتفع گردند. آنها می‌توانند وضعیت خوب مؤسسه خود را با شناسایی و افشای مناسب ریسک نشان داده و در مقابل مدیرانی که اقدام به افشای مناسب ریسک نمی‌کنند، مزیت بیشتری به دست آورند (الشندادی و همکاران، ۲۰۱۳).

بنابراین، افشای کامل همراه با گزارشگری شفافیت مالی می‌تواند شرایط مطمئنی را ایجاد نموده و اعتماد سرمایه‌گذاران را ارتقا بخشد. شفافیت تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت‌ها دارد و می‌تواند از منافع سهام‌داران محافظت کند (بادآورندهی و همکاران، ۱۳۹۵).

کارایی سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری در امور مختلف، همواره به‌عنوان یکی از راه‌های مهم توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود و عقب‌ماندگی، مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع و رشد و دگرگونی سریع روابط اقتصادی، به رقابت شدیدی در عرصه تجارت، صنعت و سرمایه‌گذاری منجر شده است. لذا، شرکت‌ها برای بقا و گسترش فعالیت‌های خود، نیاز به انجام سرمایه‌گذاری‌های مناسب و به‌موقع و یا به‌عبارت‌دیگر افزایش کارایی سرمایه‌گذاری دارند (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۶).

انجام هر سرمایه‌گذاری به‌خودی‌خود مناسب و موجه نمی‌باشد؛ بنابراین، شرکت‌ها در انجام سرمایه‌گذاری باید به مفهوم کارایی توجه نمایند (فروغی و همکاران، ۱۳۹۵).

کارایی سرمایه‌گذاری زمانی به‌وجود می‌آید که شرکت‌ها ضمن ارزیابی مداوم نتایج سرمایه‌گذاری منابع مالی خود در پروژه‌های مختلف، از مصرف منابع در پروژه‌هایی که زیان‌ده بوده، سودآوری کافی نداشته و یا سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد بهینه انجام‌شده جلوگیری و در عوض منابع مالی خود را در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری نمایند (کلسی و همکاران، ۲۰۱۷).

در تعیین کارایی سرمایه‌گذاری حداقل دو معیار نظری وجود دارد: معیار نخست بیان می‌کند که به‌منظور تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری نیاز به جمع‌آوری منابع وجود دارد. در یک

بازار کارا تمام پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت می‌باید تأمین مالی شوند. گرچه تعداد زیادی از تحقیقات موجود در حوزه مالی نشان داده است که محدودیت‌های مالی توانایی مدیران در تأمین مالی را محدود می‌سازد (هوبارد^۱، ۱۹۹۸).

بنابراین، استنباط می‌شود شرکت‌های که با محدودیت تأمین مالی مواجه هستند، ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد تأمین مالی از قبول و انجام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت صرف‌نظر نمایند که این امر به کاهش کارایی سرمایه‌گذاری منجر می‌شود.

معیار دوم نیز بیان می‌کند که اگر شرکت تصمیم به تأمین مالی بگیرد هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی با آن انجام گیرد. به‌عنوان مثال، مدیران ممکن است با انتخاب پروژه‌های نامناسب در جهت منافع خویش یا حتی سوءاستفاده از منابع موجود به سرمایه‌گذاری ناکارآمد اقدام نمایند (استین^۲، ۲۰۰۳).

لذا با توجه به محدودیت منابع، علاوه بر مسئله توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی از جمله مسائل بسیار بااهمیت برای مدیریت و سرمایه‌گذاران شرکت‌ها می‌باشد (موزنی و همکاران، ۱۳۹۴).

افشای ریسک و کارایی سرمایه‌گذاری

ریسک‌ها در تمام جنبه‌های زندگی وجود دارند (چوی و همکاران^۳، ۲۰۱۵). امروزه تغییرات محیطی شرکت‌ها را با انواع مختلفی از ریسک‌ها مواجه ساخته است (صیادی و همکاران، ۱۳۹۸). در محیط پرتلاطم امروزی، بسیاری از سرمایه‌گذاران بر اهمیت شفاف‌سازی اطلاعات تأکید می‌کنند و فقدان اطلاعات و یا عدم اطمینان درباره آنها به یک مشکل اساسی در بازارهای مالی تبدیل شده است (فروغی و همکاران، ۱۳۹۵).

با افزایش پیچیدگی فعالیت‌های تجاری، سرمایه‌گذاران، اطلاعاتی نیاز دارند که شرایط فعالیت آنها را در بازارهای پیشرفته امروزی فراهم سازد. فروپاشی مداوم شرکت‌های بزرگ که تصویر نادرستی از ریسک موجود شرکت ارائه کرده بودند، دامنه و سودمندی افشای اطلاعات

۱. Hubbard

۲. Stein

۳. Choi et al

(به‌ویژه در مورد ریسک) را بیشتر نمایان ساخته است (برادران حسن‌زاده و همکاران، ۱۳۹۶). نیاز برای گزارشگری مالی و افشای اطلاعات، ناشی از وجود عدم تقارن اطلاعات بین افراد درون سازمان و بیرون از سازمان و همچنین مشکلات نمایندگی می‌باشد (کوتاری^۱ و همکاران، ۲۰۰۹). افشای اطلاعات می‌تواند این قبیل مغایرت‌ها را در مسائلی از قبیل ارزش شرکت کاهش دهد (کلاین^۲ و همکاران، ۲۰۰۵).

شفافیت اطلاعات حسابداری و به‌تبع آن افشای مناسب می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به دو روش بهبود بخشند: یکی کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سهام‌داران و در نهایت کاهش هزینه‌های افزایش سرمایه شرکت و دیگری کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سهام‌داران و مدیران و در نهایت کاهش هزینه‌های سهام‌داران برای نظارت بر مدیران و بهبود انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری (بادآور نهندی و همکاران، ۱۳۹۵).

طبق نظر چن و همکاران^۳ (۲۰۱۵) یکی از دو نوع کمکی که اطلاعات حسابداری در جهت افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌توانند ارائه دهند، همانا «کاهش ریسک» و «کاهش عدم تقارن اطلاعاتی» است (صیادی و همکاران، ۱۳۹۸).

از آنجا که افشای مناسب ریسک‌های شرکت منجر به نظارت و پاسخگویی بهتر مدیران می‌شود و عدم تقارن اطلاعاتی، انتخاب نادرست و خطر اخلاقی را کاهش می‌دهد، می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش دهد. از سوی دیگر، کیفیت مناسب افشای منجر می‌شود که مدیران قادر باشند از طریق شناسایی بهتر پروژه‌های سرمایه‌گذاری، تصمیمات سرمایه‌گذاری مؤثرتری اتخاذ کنند (هاشمی و همکاران، ۱۳۹۳) و عملاً باعث جلوگیری از بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری مدیران خواهد شد. از سوی دیگر، از آنجا که ناکارایی سرمایه‌گذاری هزینه‌های نمایندگی را افزایش می‌دهد

۱. Kothari et al

۲. Klein et al

۳. Chen et al

توجه به عواملی که انجام این سرمایه‌گذاری را محدود می‌نماید از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. یکی از این عوامل شفافیت و افشای ریسک توسط شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاران می‌باشد (داریوش فروغی و همکاران، ۱۳۹۵).

پیشینه تحقیق

پژوهش‌های تجربی زیادی وجود دارد که تأثیر عوامل گوناگونی بر افزایش کارایی سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار داده‌اند. برای مثال، چکیپ کلسی و حسینیلی^۱ (۲۰۱۷) نقش قابلیت‌اطمینان اطلاعات در افزایش کارایی سرمایه‌گذاری را تأیید کردند، گارسیا لارا^۲ و همکاران (۲۰۱۵) این‌گونه دریافتند که محافظه‌کاری حسابداری، کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد. دعائی و همکاران (۱۳۹۷)، هدایتی‌پور و همکاران (۱۳۹۷) و مشایخی و محمدپور (۱۳۹۳) نیز دریافتند که کیفیت گزارشگری مالی باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۶) نشان دادند که دقت پیش‌بینی سود، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش و سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد را کاهش می‌دهد. صیادی و همکاران (۱۳۹۸) دریافتند مدیر توانمند نقش مؤثری بر کارایی سرمایه‌گذاری و کاهش ناکارایی سرمایه‌گذاری دارد. همچنین پژوهش‌های انجام‌شده در حوزه افشای ریسک نیز نشان داده‌اند که اطلاعات ریسک دارای محتوای اطلاعاتی بوده و در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران اثرگذار است (جوریون^۳، ۲۰۰۲). پژوهش‌های این حوزه به بررسی مواردی از قبیل، ویژگی‌های اطلاعات ریسک افشاشده (لینسلی و شرایوز، ۲۰۰۶)، رابطه افشای ریسک و ناقرینگی اطلاعاتی (میهنکن^۴، ۲۰۱۳) و عوامل مؤثر بر افشای ریسک شامل اندازه شرکت (امران^۵ و همکاران، ۲۰۰۹)، اهرم مالی (مارشال و ویتمن^۶،

۱. Houcinel & Chakib kolsi

۲. Garcia Lara et al

۳. Jorion

۴. Miihkinen

۵. Amran

۶. Marshall & Weetman

۲۰۰۷ و حسن، ۲۰۰۹)، سودآوری (الشندی^۱ و همکاران، ۲۰۱۳)، سازوکارهای راهبری شرکتی (الشندی و نری^۲، ۲۰۱۵ و ابرهام و کوکس، ۲۰۰۷، اربابیان و همکاران، ۱۳۹۸ و نمازی، ۱۳۹۵) و همچنین سایر مسائل ریسک از جمله تأثیر افشای ریسک بر قیمت سهام (برادران حسن‌زاده و همکاران، ۱۳۹۶)، چگونگی افشای ریسک (نمازی و ابراهیمی، ۱۳۹۵) و ارتباط ارزشی ریسک و گزارشگری ریسک (رحمانی و همکاران، ۱۳۹۷) پرداخته‌اند. در نهایت یافته مهمی که در بسیاری از پژوهش‌های این حوزه گزارش شده، عدم کفایت افشای ریسک است (دیویس^۳ و همکاران، ۲۰۱۰).

تقفی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و جریان نقد آزاد در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۹ - ۱۳۸۰ پرداختند. نتایج به‌دست‌آمده حاکی از آن است که هرچه کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت‌ها بالاتر باشد، مسئله سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و کم‌ترازحد به‌وجود می‌آید و این ارتباط در شرکت‌هایی با جریان نقد آزاد بالا، بیشتر رخ می‌دهد و تأثیر کاهش سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد از طریق کیفیت اطلاعات حسابداری در این شرکت‌ها به‌مراتب بیشتر است.

ستایش و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی ارتباط بین افشای داوطلبانه و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند، آنها با بررسی داده‌های ۸۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۰ - ۱۳۸۱ نشان دادند که رابطه معنی‌داری بین افشای داوطلبانه با بازده حقوق صاحبان سهام وجود ندارد. اما رابطه مثبت و معنی‌داری بین افشای داوطلبانه و نمرات کارایی محاسبه‌شده به‌وسیله فن تحلیل پوششی داده‌ها به‌عنوان معیار جامع عملکرد وجود دارد.

ناظمی و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهش خود به بررسی رابطه دوطرفه بین کیفیت افشای اطلاعات و بازده سهام پرداختند. آنها با بررسی داده‌های ۱۲۷ شرکت طی دوره مالی ۱۳۹۰ -

۱. Elshandidy et al

۲. Neri

۳. Davies et al

۱۳۸۲ برای بررسی رابطه بین این دو متغیر از آزمون علیت گرنجری^۱ استفاده کردند. نتایج، بیانگر وجود رابطه دوطرفه بین کیفیت افشا و بازده سهام است.

نمازی و همکاران (۱۳۹۵) در تحقیقی با عنوان "بررسی تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی بر افشای ریسک" داده‌های مربوط به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی سال‌های ۱۳۹۲ - ۱۳۸۸ به تعداد ۳۵۰ سال - شرکت به روش اسناد کاوی مورد بررسی قرار دادند. آنها با استفاده از روش تحلیل محتوا موارد افشای ریسک در گزارش‌های مالی سالانه شرکت‌ها را استخراج و سپس با استفاده از مدل رگرسیون خطی تلفیقی مورد آزمون قرار دادند. نتایج تحلیل نشان می‌دهد که مالکیت سهام‌داران نهادی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر میزان افشای ریسک و مالکیت پنج سهام‌دار عمده، تعداد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل تأثیر منفی و معنی‌داری بر میزان افشای ریسک دارند. همچنین نتایج بیانگر اثر مثبت و معنی‌دار اندازه شرکت و اهرم مالی بر میزان افشای ریسک بود.

نمازی و همکاران (۱۳۹۵) در تحقیق دیگر با عنوان "بررسی چگونگی افشای ریسک در گزارش‌های سالانه شرکت‌ها و عوامل مؤثر بر آن" پرداختند. آنها برای این منظور یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی و گزارش فعالیت‌های هیئت‌مدیره ۲۷۵ سال - شرکت برای دوره زمانی ۱۳۹۲ - ۱۳۸۸ با استفاده از تحلیل محتوا مورد بررسی قرار دادند. نتایج، نشان داد شرکت‌ها به‌طور معنی‌دار به ارائه اطلاعات گذشته‌نگر در مقایسه با آینده‌نگر، کیفی در مقایسه با کمی و افشای منابع ریسک در مقایسه با مدیریت ریسک گرایش دارند. همچنین اندازه شرکت، اهرم مالی با میزان افشای ریسک ارتباط مثبت و معنی‌دار و سطح ریسک بازار شرکت رابطه منفی و معنی‌داری با افشای ریسک دارد.

بادآورنهدی و مؤذنی (۱۳۹۵) در تحقیقی با استفاده از داده‌های ۱۲۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۳ - ۱۳۸۸ به رابطه بین استعداد مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری و خطر سقوط قیمت سهام پرداخته‌اند. آنها کارایی سرمایه‌گذاری را با استفاده از

۱. Granger

مدل چن و همکاران (۲۰۱۱)، استعداد مدیریتی را با استفاده از الگوی دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲)، کیفیت گزارشگری مالی را با استفاده از مدل کوتاری و همکاران (۲۰۰۵) و خطر سقوط قیمت سهام را با استفاده از مدل چن و همکاران (۲۰۰۱) اندازه‌گیری نمودند. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با مدیران با استعدادتر، تصمیمات سرمایه‌گذاری ناکاراتری اتخاذ می‌کنند همچنین در این شرکت‌ها، انجام اقدامات فرصت طلبانه و دستکاری گزارش‌های مالی به منظور پنهان ساختن و انباشتن اخبار بد، خطر سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهد. این نتایج نظریه "جستجوی رانت" را تأیید می‌نماید.

برادران حسن‌زاده و همکاران (۱۳۹۶) در تحقیق با عنوان تأثیر افشای ریسک بر پیش‌بینی قیمت سهام به وسیله سود و ارزش شرکت‌ها باهدف بررسی مربوط بودن و تأثیرگذار بودن افشای ریسک در گزارشگری مالی به بررسی داده‌های ۳۲۸ شرکت - سال طی دوره زمانی ۱۳۸۹ - ۱۳۹۲ با استفاده از مدل رگرسیون چندمتغیره پرداختند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد رابطه معنی‌داری بین سطح افشای ریسک شرکت‌ها و محتوای اطلاعاتی تغییرات سود وجود ندارد. همچنین بین افشای ریسک و ارزش شرکت‌ها رابطه معنی‌داری مشاهده نشد. نامربوط بودن اطلاعات افشاشده و ناتوانی و عدم آگاهی سرمایه‌گذاران در تفسیر اطلاعات افشاشده، می‌تواند از مهم‌ترین دلایل این نتایج باشد.

حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۶) در تحقیق خود به رابطه دقت پیش‌بینی سود با کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند در این پژوهش با استفاده از داده‌های ۱۳۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۸ - ۱۳۹۲ با استفاده از رگرسیون چندمتغیره نشان دادند که دقت پیش‌بینی سود با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و با سرمایه‌گذاری کم‌تراز حد و سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد، رابطه منفی دارد.

رحمانی و همکاران (۱۳۹۷) در تحقیقی با عنوان ارتباط ارزشی افشا و گزارشگری ریسک در بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی داده‌های مربوط به ۱۹ بانک پذیرفته‌شده در بورس تهران طی سال‌های ۱۳۹۵ - ۱۳۹۰ پرداختند. آنها با تخمین سه الگو برای تبیین اثر افشای ریسک بر متغیرهای قیمت، بازدهی و ارزش بانک دریافتند که افشای ریسک با

قیمت و ارزش بانک دارای رابطه مثبت و معنی‌دار و با بازدهی بانک دارای رابطه منفی و معنی‌دار می‌باشد و در مجموع، وجود ارتباط ارزشی افشای ریسک در بازار سرمایه ایران تأیید می‌شود. اربابیان و همکاران (۱۳۹۷) داده‌های مربوط به ۵۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۲ - ۱۳۸۹ جهت بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر گزارشگری ریسک مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که هرچند شرکت‌ها اطلاعات نسبتاً کمی را در مورد ریسک افشا می‌کنند، اما رابطه معنی‌داری بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و افشای ریسک وجود دارد.

بادآور نهندی و همکاران (۱۳۹۷) در تحقیق خود با عنوان تأثیر ارتباطات سیاسی بر کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و عملکرد شرکت به بررسی داده‌های ۱۱۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۵ - ۱۳۸۹ پرداختند. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد تأثیر مثبتی داشته و بر عملکرد شرکت تأثیر منفی می‌گذارد.

هدایتی‌پور و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان بررسی رابطه بین مدل‌های کیفیت گزارشگری مالی، زمان‌بندی تعهدات، کارایی و عدم کارایی سرمایه‌گذاری با بررسی داده‌های ۸۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۵ - ۱۳۸۶ با استفاده از رگرسیون چندمتغیره به تحلیل داده‌ها پرداختند. آنها برای محاسبه کیفیت گزارشگری از سه روش مجزای درآمد احتیاطی، ارقام تعهدی اختیاری، کیفیت ارقام تعهدی سرمایه در گردش و روش ترکیبی آنها استفاده کردند. نتایج حاکی از آن است که کیفیت گزارشگری مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری تأثیری ندارد و افزایش نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل بدهی‌ها باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود.

دعایی و همکاران (۱۳۹۷) در تحقیق با عنوان رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به اثر تعدیل‌گری عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار مالکیت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، با استفاده از داده‌های ۱۰۰ شرکت از شرکت‌های

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۵ - ۱۳۸۶ به بررسی رابطه کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به نقش تعدیل‌گری دو متغیر عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار مالکیت پرداخته شده است. نتایج نشان می‌دهد رابطه مثبت و معنی‌داری بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری نقش معنی‌داری دارد.

فصیحی و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی با عنوان تأثیر افشای ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنها، داده‌های ۶۰ شرکت را طی دوره زمانی ۱۳۹۵ - ۱۳۸۸ را بررسی کردند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که افشای ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد یعنی با افزایش افشای ریسک، کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها افزایش می‌یابد. این پژوهش علاوه بر اینکه از نظر روش و مدل‌های محاسبه متغیرها خصوصاً متغیر افشای ریسک و کارایی سرمایه‌گذاری با پژوهش حاضر متفاوت است، از نظر فرضیات نیز تفاوت اساسی دارد. به طوری که در پژوهش فصیحی و همکاران (۱۳۹۸) تنها اثر کیفیت افشای ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری مورد ارزیابی قرار گرفته، در حالی که این پژوهش به اثر افشای ریسک بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد پرداخته شده است.

صیادی و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی با عنوان نقش مدیریت ریسک شرکت (ERM) بر رابطه توانایی مدیریت و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. آنها توان مدیریت را از طریق مدل دمرجیان و مک وی (۲۰۱۲) و متغیر کارایی سرمایه‌گذاری را با استفاده از مدل بیدل و همکاران (۲۰۰۹) و گن (۲۰۱۵) اندازه‌گیری کردند. در این پژوهش مدیریت ریسک نقش متغیر تعدیل‌گر را دارد. آنها داده‌های مربوط به ۱۰۶ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۵ - ۱۳۸۰ را بررسی کردند. نتایج، بیانگر عدم تأثیر مدیریت ریسک (ERM) بر رابطه بین توان مدیریتی و افزایش کارایی یا کاهش ناکارایی سرمایه‌گذاری است. بیدل^۱ و همکاران (۲۰۰۹) و چن^۱ و همکاران (۲۰۱۱) در تحقیقات جداگانه‌ای تأثیرات

۱. Biddle et al

کیفیت گزارشگری مالی را بر عدم کارایی سرمایه‌گذاری (بیش‌ازحد و کم‌ترازحد) بررسی نمودند، یافته‌های تحقیقات حاکی از آن است که بهبود کیفیت گزارشگری مالی به کاهش عدم کارایی سرمایه‌گذاری (بیش‌ازحد و کم‌ترازحد) منجر می‌شود.

جیو^۲ (۲۰۱۱) در پژوهشی رابطه بین رتبه‌های افشا و عملکرد عملیاتی شرکت‌ها را بررسی کرد. وی رتبه‌های افشا را از طریق تحلیل محتوا و عملکرد عملیاتی را با محاسبه معیار Q توپین به‌دست آورد. برای این کار داده‌های ۶۵۳۴ سال - شرکت را طی بازه زمانی ۱۹۹۶ - ۱۹۸۲ بررسی کرد. نتایج، بیانگر رابطه مثبت بین رتبه‌های افشای به‌عنوان متغیر مستقل با معیارهای عملکرد عملیاتی بود.

کراویت^۳ و همکاران (۲۰۱۳) دریافتند که افشای ریسک، اطلاعات جدیدی را در مورد اطمینان و ریسک شرکت آشکار می‌سازد. آنها امتحان کردند که آیا تغییرات در افشای ریسک، اثر معنی‌داری بر دیدگاه استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی در ارتباط با ریسک شرکت دارد یا نه؟ نتایج، نشان داد که تغییرات سالانه در افشای ریسک، رابطه مثبت و معنی‌داری با تغییرپذیری روزانه بازده سهام و حجم معاملات دارد.

کامپبل^۴ و همکاران (۲۰۱۵) افشای اجباری ریسک و اطلاع‌دهنده‌بودن عوامل افشاشده ریسک شرکت را بر ارزش شرکت بررسی کردند. یافته‌های آنها نشان داد که گزارش ریسک تصویری از کسب‌وکار سازمان است که عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد و بر قیمت سهام تأثیرگذار است. آنها دریافتند که افشای عوامل کیفی ریسک ارتباط دقیقی با افشای موارد خاص ریسک در شرکت دارد. همچنین اطلاعات ریسک مندرج در صورت‌های مالی باعث کاهش شکاف قیمت خرید و فروش، بتای بالا و نوسان بازدهی سهام شده است. آنها پیشنهاد می‌کنند مدیران عوامل ریسک را افشا کنند، زیرا سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری و ارزش‌گذاری به این

۱. Chen et al

۲. Jiao

۳. Kravet

۴. Campbell

اطلاعات اتکا می‌کنند، بنابراین، بررسی ارتباط ارزشی افشای ریسک و اثر آن بر انتظارات سهام‌داران و سایر ذی‌نفعان قابل توجه است.

گارسیا لارا و همکاران^۱ (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت این‌گونه فرض نمودند که محافظه‌کاری حسابداری، کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد. نتایج پژوهش آنها نشانگر آن بود که شرکت‌های محافظه‌کارتر سرمایه‌گذاری بیشتری انجام داده و بدیهی بیشتری در وضعیت تمایل به سرمایه‌گذاری کم‌تراز حد منتشر می‌کنند و اینکه این اثرات در شرکت‌هایی با ویژگی عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر دیده می‌شود.

چک‌کپ کلسی و حسینلی^۲ (۲۰۱۷) در تحقیقی با عنوان کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری با استفاده از داده‌های ۲۵ شرکت تونسی در طی سال‌های ۲۰۱۳ - ۱۹۹۷ پرداختند. آنها با بررسی ویژگی‌های اطلاعات مالی، نشان دادند قابلیت اطمینان اطلاعات، ناکارآمدی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. درحالی‌که محافظه‌کاری ارتباط و تأثیر قابل‌توجهی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری ندارند.

خلاصه پیشینه پژوهش

محقق (سال)	هدف	روش	خلاصه یافته‌ها
تقفی و همکاران (۱۳۹۰)	بررسی رابطه کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و جریان نقد آزاد	رگرسیون چندمتغیره	کیفیت اطلاعات حسابداری با سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و سرمایه‌گذاری کم‌تر از رابطه معنی‌داری دارد.
ستایش و همکاران (۱۳۹۳)	بررسی ارتباط بین افشای داوطلبانه و عملکرد شرکت‌ها	رگرسیون چندمتغیره	رابطه مثبت و معنی‌داری بین افشای داوطلبانه و نمرات کارایی وجود دارد
ناظمی و همکاران (۱۳۹۵)	رابطه دوطرفه بین کیفیت افشای اطلاعات و بازده سهام	رگرسیون چندمتغیره و علیت گرنجری	رابطه دوطرفه‌ای بین کیفیت افشا و بازده سهام وجود دارد.
نمازی و همکاران	بررسی تأثیر سازوکارهای راهبری	رگرسیون	مالکیت سهام‌داران نهادی تأثیر مثبت و

۱. Garsia Lara et al

۲. Houcinel & Chakib kolsi

کارایی سرمایه‌گذاری و افشای ریسک در گزارش‌های مالی

معنی‌داری بر میزان افشای ریسک و مالکیت پنج سهام‌دار عمده، تعداد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل تأثیر منفی و معنی‌داری بر میزان افشای ریسک دارند.	چندمتغیره	شرکتی بر افشای ریسک	(۱۳۹۵)
شرکت‌ها به‌طور معنی‌دار به ارائه اطلاعات گذشته‌نگر در مقایسه با آینده‌نگر، کیفی در مقایسه با کمی و افشای منابع ریسک در مقایسه با مدیریت ریسک گرایش دارند.	رگرسیون چندمتغیره	بررسی چگونگی افشای ریسک در گزارش‌های سالانه شرکت‌ها و عوامل مؤثر بر آن	نمازی و همکاران (۱۳۹۵)

ادامه خلاصه پیشینه پژوهش

خلاصه یافته‌ها	روش	هدف	محقق (سال)
شرکت‌هایی با مدیران بااستعدادتر، تصمیمات سرمایه‌گذاری ناکاراتری اتخاذ می‌کنند همچنین در این شرکت‌ها، انجام اقدامات فرصت‌طلبانه و دستکاری گزارش‌های مالی به‌منظور پنهان‌ساختن و انباشتن اخبار بد، خطر سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهد	رگرسیون چندمتغیره	رابطه بین استعداد مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری و خطر سقوط قیمت سهام	بادآور نهندی و مودنی (۱۳۹۵)
رابطه معنی‌داری بین سطح افشای ریسک شرکت‌ها و محتوای اطلاعاتی تغییرات سود وجود ندارد.	رگرسیون چندمتغیره	تأثیر افشای ریسک بر پیش‌بینی قیمت سهام به‌وسیله سود و ارزش شرکت‌ها	برادران حسن‌زاده و همکاران (۱۳۹۶)
دقت پیش‌بینی سود با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت دارد	رگرسیون چندمتغیره	رابطه دقت پیش‌بینی سود با کارایی سرمایه‌گذاری	حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۶)
افشای ریسک باقیمت و ارزش بانک دارای رابطه مثبت و معنی‌دار و با بازدهی بانک دارای رابطه منفی و معنی‌دار می‌باشد.	رگرسیون چندمتغیره	ارتباط ارزشی افشا و گزارشگری ریسک در بانک‌ها	رحمانی و همکاران (۱۳۹۷)
رابطه معنی‌داری بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و افشای ریسک وجود دارد.	رگرسیون چندمتغیره	تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر گزارشگری ریسک	اربابیان و همکاران (۱۳۹۷)
ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد	رگرسیون	تأثیر ارتباطات سیاسی بر کارایی	بادآور نهندی و

همکاران (۱۳۹۷)	سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و عملکرد شرکت	چندمتغیره	تأثیر مثبتی داشته و بر عملکرد شرکت تأثیر منفی می‌گذارد.
هدایتی‌پور و همکاران (۱۳۹۷)	رابطه بین مدل‌های کیفیت گزارشگری مالی، زمان‌بندی تعهدات، کارایی و عدم کارایی سرمایه‌گذاری	رگرسیون چندمتغیره	کیفیت گزارشگری مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری تأثیری ندارد و افزایش نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل بدهی‌ها باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود.
دعایی و همکاران (۱۳۹۷)	رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به اثر تعدیل‌گری عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار مالکیت	رگرسیون چندمتغیره	رابطه مثبت و معنی‌داری بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری نقش معنی‌داری دارد.

ادامه خلاصه پیشینه پژوهش

محقق (سال)	هدف	روش	خلاصه یافته‌ها
صیادی و همکاران (۱۳۹۸)	نقش مدیریت ریسک شرکت (ERM) بر رابطه توانایی مدیریت و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری	رگرسیون چندمتغیره	مدیریت ریسک (ERM) بر رابطه بین توان مدیریت و افزایش کارایی یا کاهش ناکارایی سرمایه‌گذاری تأثیری ندارد.
بیدل و همکاران (۲۰۰۹) چن و همکاران (۲۰۱۱)	رابطه کیفیت گزارشگری مالی را بر عدم کارایی سرمایه‌گذاری	رگرسیون چندمتغیره	بهبود کیفیت گزارشگری مالی منجر به کاهش عدم کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود.
جیو (۲۰۱۱)	رابطه بین رتبه‌های افشا و عملکرد عملیاتی شرکت‌ها	رگرسیون چندمتغیره	رابطه‌ای مثبت بین رتبه‌های افشای با معیارهای عملکرد عملیاتی وجود دارد.
کراویت و همکاران (۲۰۱۳)	رابطه بین افشای ریسک و تغییرپذیری بازده سهام	رگرسیون چندمتغیره	تغییرات سالانه در افشای ریسک، رابطه مثبت و معنی‌داری با تغییرپذیری روزانه بازده سهام و حجم معاملات دارد.
کامپیل و همکاران (۲۰۱۵)	بررسی تأثیر افشای اجباری ریسک و اطلاع‌دهنده بودن عوامل افشاشده ریسک شرکت بر ارزش شرکت	رگرسیون چندمتغیره	افشای ریسک بر قیمت سهام تأثیرگذار است.

گارسیا لارا و همکاران (۲۰۱۶)	رابطه محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت	رگرسیون چندمتغیره	بین محافظه‌کاری و سرمایه‌گذاری بیشتر رابطه وجود دارد.
چکیپ کلسی و حسینی (۲۰۱۷)	تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری	رگرسیون چندمتغیره	قابلیت اطمینان اطلاعات، ناکارآمدی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه ۱: افشای ریسک در گزارش‌های مالی سالانه بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر دارد.
 فرضیه ۲: افشای ریسک در گزارش‌های مالی سالانه بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد تأثیر دارد.
 فرضیه ۳: افشای ریسک در گزارش‌های مالی سالانه بر کارایی سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد تأثیر دارد.

روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ ماهیت از نوع توصیفی - همبستگی است. زیرا از یک طرف وضع موجود را بررسی می‌کند و از طرف دیگر رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون کشف یا تعیین می‌کند. از نظر هدف نیز از نوع پژوهش‌های کاربردی محسوب می‌شود. هدف پژوهش‌های کاربردی، توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. قلمرو موضوعی پژوهش بررسی تأثیرپذیری کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها از افشای ریسک در گزارش‌های مالی است که جزء حوزه پژوهش‌های مدیریت مالی و حسابداری مالی محسوب می‌شود.

روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این پژوهش برای اندازه‌گیری متغیر سطح افشای ریسک (Riskdisk) در گزارش فعالیت‌های هیئت‌مدیره و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی از روش تحلیل محتوا استفاده شده است. با توجه به اینکه داده‌های پژوهش حاضر از نوع ترکیبی است، برای انتخاب بین داده‌های تابلویی با اثرها و بدون اثرها از آزمون F لیمر استفاده شده است. در صورت انتخاب داده‌های تابلویی با اثرها از آزمون هاسمن استفاده می‌شود تا مشخص شود اثرها تصادفی هستند یا ثابت. همچنین به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش و تحلیل اثر و روابط بین متغیرهای نمونه از آزمون F فیشر، آزمون معنی‌داری t و ضریب تعیین تعدیل شده استفاده شده است. برای آزمون

خودهمبستگی از آماره دوربین - واتسون استفاده می‌شود. درنهایت برای محاسبه متغیرهای پژوهش و انجام آزمون‌های بالا از نرم‌افزار صفحه گسترده Excel و Eviews استفاده شده است.

جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت‌ها پذیرفته شده و فعال در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ می‌باشد. نمونه انتخابی به صورت حذفی انتخاب می‌شوند؛ به این معنا که همه شرکت‌ها مورد بررسی قرار خواهند گرفت و شرکت‌هایی به عنوان نمونه انتخاب می‌شوند که تمامی شرایط زیر را دارا باشند:

۱. حداقل در ابتدای سال ۱۳۹۰ به عضویت بورس اوراق بهادار تهران درآمده باشند؛
 ۲. به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، دوره مالی شرکت‌ها، منتهی به تاریخ ۲۹ اسفند هر سال باشد؛
 ۳. اطلاعات مالی آنها از جمله صورت‌های مالی و گزارش فعالیت‌های هیئت‌مدیره در دسترس باشد؛
 ۴. شرکت‌ها از نوع شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بانک و بیمه به دلیل ماهیت متفاوت آنها نباشند؛
 ۵. وقفه معاملاتی بیشتر از ۴ ماه نداشته باشند.
- با اعمال شرایط فوق فهرست نهایی شامل ۱۳۹ شرکت به دست آمد و براین اساس اطلاعات مربوط به نمونه در طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ (۹۷۳ سال - شرکت) در دسترس قرار گرفت.

الگو و متغیرهای پژوهش

طبق فرضیه‌های پژوهش افشای ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری و به تبع آن بر سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و کم‌ترازحد تأثیرگذار است. جهت آزمون فرضیه‌های تحقیق کارایی سرمایه‌گذاری (Absinvest)، سرمایه‌گذاری بیش‌ترازحد (overinvest) و سرمایه‌گذاری کم‌ترازحد (underinvest) به عنوان متغیر وابسته با استفاده از مدل گودمن و همکاران (۲۰۱۴) محاسبه شده

و افشای ریسک (Riskdisk) به‌عنوان متغیر مستقل با استفاده از تحلیل محتوای گزارش‌های مالی شرکت‌ها به‌دست می‌آید. متغیرهای کنترلی شناخته‌شده نیز در مدل وارد و نتایج در قالب رگرسیون حداقل مربعات معمولی (OLS) به‌صورت مدل (۱) ارائه و تخمین زده می‌شوند. از آنجا که تاکنون مدلی که بتواند نقش افشای ریسک واحد تجاری را در جهت افزایش کارایی سرمایه‌گذاری ارزیابی نماید، ارائه نشده است. لذا پژوهش حاضر با بررسی مدل‌های مختلف و پشتیبانی مبانی نظری، مدل گودمن و همکاران (۲۰۱۴) را به‌عنوان مدل پایه انتخاب و با تعدیل آن مدل شماره (۱) را جهت این بررسی ارائه نمود.

مدل (۱)

$$\text{Absinvest (overinvest or underinvest)} = \beta_0 + \beta_1 \text{Riskdisk}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Growth}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Lev}_{i,t-1} + \beta_4 \text{Cash}_{i,t-1} + \beta_5 \text{Size}_{i,t-1} + \beta_6 \text{Return}_{i,t-1} + \beta_7 \text{Invest}_{i,t-1} + \beta_8 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_9 \text{Age}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{MBV}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر وابسته: کارایی سرمایه‌گذاری

در این پژوهش به پیروی از مدل گودمن و همکاران^۱ (۲۰۱۴) برای محاسبه کارایی سرمایه‌گذاری از مدل رگرسیون زیر به‌عنوان شاخص کارایی سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود.

مدل (۲)

$$\text{Invest}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i,t-1} + \beta_2 \frac{\text{CFO}_{i,t-1}}{\text{Asset}_{i,t-1}} + \beta_3 \text{Asset Growth}_{i,t-1} + \beta_4 \text{Invest}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

$\text{Invest}_{i,t}$ = متغیر وابسته پژوهش بوده و معیار کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد. در این رابطه کارایی سرمایه‌گذاری برابر با کوس قدر مطلق پسماندهای ($\varepsilon_{i,t}$) به‌دست آمده از مدل

۱. Goodman et al

رگرسیون شماره ۱ خواهد بود.

$Overinvest_{i,t}$ = معیار سرمایه‌گذاری بیش‌تر از حد است. اگر پسماند رگرسیون بالا
($\varepsilon_{i,t}$) مثبت باشد، نشان‌دهنده سرمایه‌گذاری بیش‌ از حد خواهد بود.

$underinvest_{i,t}$ = معیار سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد است. اگر پسماند رگرسیون بالا
($\varepsilon_{i,t}$) منفی باشد، نشان‌دهنده سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد خواهد بود.

$Q_{i,t-1}$ = معیار Q توین برای سال $t-1$ می‌باشد که از حاصل تقسیم مجموع ارزش بازار
دارایی‌ها بر ارزش دفتری دارایی‌ها، به‌منظور اندازه‌گیری فرصت‌های رشد در مدل وارد می‌شود.

$\frac{CFO_{i,t-1}}{Asset_{i,t-1}}$ = عبارت است از جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی در سال $t-1$
تقسیم بر جمع دارایی‌ها در ابتدای سال $t-1$ ؛

$Asset\ Growth_{i,t-1}$ = عبارت است از درصد رشد دارایی‌ها در سال $t-1$ ؛

$Invest_{i,t-1}$ = سرمایه‌گذاری‌های شرکت در سال $t-1$ (عبارت است از خرید
خالص دارایی‌های ثابت و نامشهود در سال $t-1$ تقسیم بر جمع دارایی‌ها در ابتدای سال $t-1$).

متغیر مستقل: افشای ریسک

$Riskdisk_{i,t-1}$ = معیار افشای ریسک شرکت‌ها بوده و برابر است با لگاریتم طبیعی نمره
سطح افشای ریسک شرکت i در سال $t-1$.

در این پژوهش از روش تحلیل محتوا برای اندازه‌گیری متغیر سطح افشای ریسک
($Riskdisk$) استفاده شده است. به‌این‌منظور، برای بررسی افشای ریسک در گزارش فعالیت‌های
هیئت‌مدیره و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی از روش تحلیل محتوا استفاده شده است. در
این روش، پژوهشگر پیام‌های تولیدشده را با هدف درک معانی ارائه‌شده مورد بررسی و
تجزیه و تحلیل قرار می‌دهد (نمازی و همکاران، ۱۳۹۶). برای این‌منظور، از تعداد جملات مرتبط با
ریسک که در گزارش‌های مالی شرکت‌ها آمده به‌عنوان معیاری برای سنجش و اندازه‌گیری متغیر
سطح افشای ریسک استفاده شده است. این روش قبلاً توسط پژوهشگرانی مانند لیندسی و

شرایوز^۱ (۲۰۰۶)، آمران و همکاران^۲ (۲۰۰۹)، دوپلر و همکاران^۳ (۲۰۱۱)، الزهار و حسینی (۲۰۱۱)، نمازی و همکاران (۱۳۹۵) و برادران حسن‌زاده و همکاران (۱۳۹۶) مورد استفاده قرار گرفته است. با استناد به مطالعه انجام شده فوق، برای شناسایی موارد افشای ریسک، مفهومی کامل و جامعی از ریسک در نظر گرفته شده و هر جمله‌ای که بتواند خواننده (استفاده‌کننده) گزارش‌های مالی را در خصوص هر نوع مخاطره، آسیب و تهدیدی که قبلاً بر شرکت تأثیر داشته و یا ممکن است تأثیر بگذارد و همچنین مدیریت هر نوع فرصت، چشم‌انداز، مخاطره، آسیب و تهدید، آگاه و مطلع سازد، به‌عنوان افشای ریسک در نظر گرفته می‌شود. سپس از لگاریتم طبیعی تعداد عبارت‌های مربوط به ریسک‌های ارائه‌شده در گزارش فعالیت‌های هیئت‌مدیره و یادداشت‌های پیوست صورت‌های مالی به‌عنوان اندازه افشای ریسک استفاده شده است.

متغیرهای کنترلی

بر اساس ادبیات موضوع، پیشینه پژوهش و همچنین پژوهش‌های یانگ و جیانگ (۲۰۰۸)، حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۶)، نمازی و همکاران (۱۳۹۵)، ثقفی و همکاران (۱۳۹۰) متغیرهای کنترلی این پژوهش به شرح زیر استفاده شده است.

$$\text{Growth}_{i,t-1} = \text{نرخ درآمد سالانه شرکت } i \text{ در سال } t-1$$

$$\text{Lev}_{i,t-1} = \text{نسبت کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌های شرکت } i \text{ در سال } t-1$$

$\text{Cash}_{i,t-1}$ = برابر است با مجموع وجوه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت‌های شرکت تقسیم بر میان‌داری‌ها در سال $t-1$ ؛

$$\text{Size}_{i,t-1} = \text{لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت } i \text{ در سال } t-1$$

$$\text{Return}_{i,t-1} = \text{بازده سالانه سهام شرکت } i \text{ در سال } t-1$$

$$\text{Age}_{i,t-1} = \text{لگاریتم طبیعی سال‌های فعالیت شرکت}$$

$$\text{MBV}_{i,t-1} = \text{برابر است با نسبت ارزش بازار بر ارزش دفتری سهام شرکت}$$

۱. Linsley and Shrivs

۲. Amran and et al

۳. Dabler and et al

$$ROA_{i,t-1} = \text{نسبت سود عملیاتی بر جمع دارایی‌های شرکت } i \text{ در سال } t-1.$$

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول زیر ارائه شده است. به منظور شناخت بهتر ماهیت جامعه‌ای که در پژوهش مطالعه شده و آشنایی بیشتر با متغیرهای پژوهش، قبل از تجزیه و تحلیل داده‌های آماری، لازم است این داده‌ها توصیف شود. با توجه به جدول ۱، متوسط کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های نمونه برابر با ۰/۰۷۰- بوده و میانه آن ۰/۰۳۳- است. انحراف معیار این متغیر برابر با ۰/۱۰۱ بوده و چولگی و کشیدگی آن به ترتیب ۳/۱۳۷- و ۱۴/۶۵۸ می‌باشد. همچنین میانگین سرمایه‌گذاری بیشتر از حد در شرکت‌های نمونه برابر با ۰/۰۳۳ بوده و متوسط سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد آنها ۰/۰۳۶- می‌باشد. میانگین لگاریتم طبیعی شاخص افشای ریسک شرکت‌ها برابر با ۱/۹۱۰ بوده و میانه آن ۱/۹۴۵ می‌باشد. ضمن اینکه کم‌ترین و بیشترین میزان آن به ترتیب ۱/۶۰۹ و ۲/۳۰۲ است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرها و تعداد مشاهدات			شاخص‌های مرکزی		شاخص‌های پراکندگی		
متغیر	علامت اختصاری	مشاهدات	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
کارایی سرمایه‌گذاری	Absinvest	۹۷۳	-۰/۰۷۰	-۰/۰۳۳	۰/۱۰۱	-۳/۱۳۷	۱۴/۶۵۸
سرمایه‌گذاری بیش از حد	Overinvest	۹۷۳	۰/۰۳۳	۰/۰۰۰	۰/۰۹۶	۴/۲۸۷	۲۲/۴۸۴
سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد	Underinvest	۹۷۳	-۰/۰۳۶	-۰/۰۱۰	۰/۰۵۵	-۲/۰۷۳	۷/۱۱۹
افشای ریسک شرکت	Riskdisk	۹۷۳	۱/۹۱۰	۱/۹۴۵	۰/۱۷۰	۰/۲۷۸	۲/۷۷۱
نرخ رشد درآمد سالانه	Growth	۹۷۳	۰/۱۸۹	۰/۱۵۴	۰/۳۲۸	۰/۹۸۱	۵/۲۴۹
					حداکثر	حداقل	
					-۰/۰۰۰۲	-۰/۶۰۷	
					۰/۶۰۷	۰/۰۰۰	
					۰/۰۰۰	-۰/۲۶۱	
					۲/۳۰۲	۱/۶۰۹	
					۱/۵۰۹	-۰/۴۷۱	

کارایی سرمایه‌گذاری و افشای ریسک در گزارش‌های مالی

۰/۹۰۶	۰/۱۴۷	۲/۵۰۲	-۰/۳۷۰	۰/۱۷۳	۰/۵۸۵	۰/۵۷۰	۹۷۳	Lev	اهرم مالی
۰/۳۸۴	۰/۰۰۱	۷/۸۵۳	۲/۱۷۰	۰/۰۷۵	۰/۰۴۲	۰/۰۶۸	۹۷۳	Cash	نسبت نقدی
۱۸/۵۶۳	۱۱/۰۹۰	۳/۹۶۱	۰/۸۷۸	۱/۵۳۹	۱۳/۸۳۰	۱۴/۰۳۳	۹۷۳	Size	اندازه شرکت
۴/۳۳۶	-۰/۴۹۸	۷/۷۶۲	۲/۰۵۸	۰/۸۷۸	۰/۲۰۳	۰/۴۹۱	۹۷۳	Return	بازده سالانه سهام
۴/۱۲۷	۲/۵۶۴	۲/۲۹۳	-۰/۵۶۳	۰/۴۰۰	۳/۶۶۳	۳/۵۴۸	۹۷۳	Age	عمر شرکت
۱۰/۸۷۵	۰/۵۱۶	۹/۷۳۲	۲/۲۴۵	۱/۷۵۱	۲/۱۲۶	۲/۶۰۳	۹۷۳	MBV	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
۰/۵۲۳	-۰/۱۴۸	۳/۵۵۱	۰/۶۲۵	۰/۱۲۷	۰/۱۲۶	۰/۱۴۵	۹۷۳	ROA	بازده دارایی‌ها

منبع: یافته‌های تحقیق

آزمون مانایی متغیرهای تحقیق

در این مطالعه برای آزمون مانایی متغیرها از آماره "لوین لین و چو" بهره گرفته شده است. بررسی مقادیر آماره‌های آزمون لوین، لین و چاو و سطح معنی‌داری آنها جدول ۲ نشان می‌دهد که تمامی متغیرها در سطح ۹۵ درصد مانا هستند. از این رو، نیازی به آزمون هم‌جمعی نبوده و مشکل رگرسیون کاذب وجود نخواهد داشت.

جدول ۲. آزمون مانایی متغیرهای تحقیق

نتیجه	سطح معنی‌داری	آماره محاسبه شده	متغیر
مانا	۰/۰۰۰۰	-۴۵/۲۲۹	کارایی سرمایه‌گذاری
مانا	۰/۰۰۰۰	-۵۵۴۶/۷	سرمایه‌گذاری بیش از حد
مانا	۰/۰۰۰۰	-۳۸/۳۷۹	سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد
مانا	۰/۰۰۰۰	-۴۱/۰۱۷	افشای ریسک شرکت
مانا	۰/۰۰۰۰	-۵۰/۸۹۶	نرخ رشد درآمد سالانه
مانا	۰/۰۰۰۰	-۱۷/۵۰۳	اهرم مالی
مانا	۰/۰۰۰۰	-۴۹/۹۷۳	نسبت نقدی
مانا	۰/۰۰۰۰	-۳۳۳۲/۸	اندازه شرکت
مانا	۰/۰۰۰۰	-۲۲/۹۰۱	بازده سالانه سهام

عمر شرکت	-۷۰/۵۸۴	۰/۰۰۰۰	مانا
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	-۴۸/۵۵۸	۰/۰۰۰۰	مانا
بازده دارایی‌ها	-۳۶/۱۵۰	۰/۰۰۰۰	مانا

منبع: یافته‌های تحقیق

آزمون بهنجار (نرمال بودن) توزیع متغیر وابسته تحقیق

در انجام این تحقیق به منظور تخمین مؤلفه‌های مدل از روش حداقل مربعات معمولی (OLS) استفاده می‌شود. این روش بر این فرض استوار است که متغیر وابسته تحقیق دارای توزیع بهنجار (نرمال) بوده و توزیع غیر نرمال آن منجر به تخطی از مفروضات این روش برای تخمین پارامترها می‌شود. لذا لازم است بهنجار (نرمال بودن) توزیع متغیر وابسته مورد آزمون قرار گیرد. در این مطالعه این موضوع از طریق آماره جارکیو - برا^۱ مورد بررسی قرار می‌گیرد. نتایج آزمون در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون بهنجار (نرمال بودن) توزیع متغیرهای وابسته تحقیق

متغیر	آماره جارکیو - برا	سطح اهمیت
کارایی سرمایه‌گذاری	۴۷۲/۷۵۱	۰/۰۰۰۰

میزان سطح اهمیت آماره جارکیو - برا برای متغیر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت بیانگر این است که متغیر وابسته تحقیق از توزیع بهنجار برخوردار نیست؛ بنابراین، لازم است قبل از آزمون فرضیه‌ها نرمال‌سازی صورت گیرد. در این مطالعه برای نرمال‌سازی داده‌ها از تابع انتقال جانسون بهره گرفته شده است. نتایج حاصل از آزمون جارکیو - برا بعد از فرایند نرمال‌سازی داده‌ها به شرح جدول ۴ می‌باشد. از آنجا که بعد از نرمال‌سازی داده‌ها سطح اهمیت آماره جارکیو - برا به بالاتر از ۰/۰۵ افزایش یافته (۰/۱۳۳۲) بنابراین، بیانگر این است که متغیر وابسته تحقیق بعد از فرایند نرمال‌سازی، دارای توزیع نرمال است.

۱. Jarque - Bera

جدول ۴. نتایج آزمون نرمال بودن توزیع متغیر وابسته تحقیق بعد از فرایند نرمال‌سازی

متغیر	آماره جارکیو - برا	سطح اهمیت
کارایی سرمایه‌گذاری	۴/۰۳۱	۰/۱۳۳۲

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج آزمون F لیمر

چنانچه در جدول شماره ۵ مشاهده می‌شود، برای هر سه فرضیه پژوهش در آزمون F لیمر فرض صفر رد می‌شود و لازم است در برآورد مدل از روش داده‌های پانل استفاده شود. همچنین باتوجه به نتایج حاصل از آزمون هاسمن (جدول ۶)، از آنجاکه سطح معنی‌داری این آزمون نیز برای همه فرضیه‌ها کم‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین، در برآوردها می‌باید روش اثرات ثابت به کار برده شود. باتوجه به نتایج آزمون‌های F لیمر و هاسمن، مدل‌های تحقیق از طریق روش رگرسیون پانل دیتا به صورت روش اثرات ثابت برآورد شده است.

جدول ۵. نتایج آزمون F لیمر برای فرضیه‌های تحقیق

فرضیه‌ها	آماره آزمون	مقدار آماره آزمون	درجه آزادی	P-Value
فرضیه اول	F	۶/۴۹۷	(۱۳۸۸۲۵)	۰/۰۰۰۰
فرضیه دوم	F	۱/۴۸۴	(۱۳۸۸۲۵)	۰/۰۰۰۷
فرضیه سوم	F	۴/۵۴۱	(۱۳۸۸۲۵)	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج آزمون هاسمن

جدول ۶. نتایج آزمون هاسمن فرضیه‌های تحقیق

فرضیه‌ها	آماره آزمون	مقدار آماره آزمون	درجه آزادی	P-Value
فرضیه اول	χ^2	۳۳/۷۶۹	۹	۰/۰۰۰۱
فرضیه دوم	χ^2	۶۵/۸۷۲	۹	۰/۰۰۰۰
فرضیه سوم	χ^2	۶۹/۷۰۰	۹	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق

آزمون فرضیه اول تحقیق

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش با رویکرد داده‌های تابلویی با آثار ثابت در جدول شماره ۷ ارائه شده است. در بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک نتایج آزمون جارکوا - براگویی آن است که باقیمانده‌های حاصل از برآورد مدل در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار می‌باشند؛ به طوری که مقدار احتمال مربوط به این آزمون بزرگ‌تر از ۰/۰۵ است. درخصوص بررسی همسانی واریانس باقیمانده‌ها با توجه به اینکه مقدار احتمال مربوط به آزمون بارتلت کم‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، ناهمسانی واریانس باقیمانده‌های مدل تأیید می‌شود که برای رفع آن در برآورد از روش EGLS استفاده شده است. علاوه بر این، چون مقدار آماره دوربین واتسن مابین عدد ۱/۵ و ۲/۵ می‌باشد، لذا استقلال باقیمانده‌های مدل نیز مورد پذیرش قرار می‌گیرد. درخصوص هم‌خطی میان متغیرهای مدل نیز از آنجا که مقدار آماره VIF برای تمامی متغیرها کم‌تر از ۱۰ است، می‌توان گفت هم‌خطی شدیدی میان آنها وجود نداشته و این فرض از مفروضات کلاسیک نیز تأیید می‌شود.

نهایتاً پس از بررسی‌های اولیه و انجام آزمون‌های پایه برای بررسی مفروضات کلاسیک، معنی‌دار بودن کل مدل به دلیل اینکه مقدار معنی‌دار بودن آماره F از ۵٪ کم‌تر است، با اطمینان ۹۵٪ برای بررسی فرضیه پژوهش تأیید می‌شود. همچنین ضریب تعیین (R^2) مدل نیز گویای آن است که ۵۸/۷۲ درصد از تغییرات کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌شود. بنابراین، براساس نتایج ارائه شده در جدول ۱ - ۷، سطح معنی‌داری آماره t مربوط به متغیر «افشای ریسک شرکت» کوچک‌تر از ۰/۰۵ بوده و ضریب آن مثبت می‌باشد. لذا می‌توان گفت رابطه مستقیم و معنی‌داری میان افشای ریسک شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های فعال در بازار بورس ایران وجود دارد؛ به طوری که با افزایش میزان افشای ریسک شرکت، بر کارایی سرمایه‌گذاری آنها افزوده می‌شود. از این رو، فرضیه اول تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید شده و نشان‌دهنده اثر افزایش افشای ریسک شرکت‌ها بر کارایی

سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌باشد.

تحلیل نتایج مربوط به متغیر اندازه شرکت نیز نشان می‌دهد که اندازه شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری با کارایی سرمایه‌گذاری دارد یعنی با افزایش اندازه شرکت‌ها کارایی سرمایه‌گذاری نیز افزایش می‌یابد. این بدین معناست که شرکت‌های بزرگ به دلیل دسترسی بهتر به منابع و همچنین دستیابی به فرصت‌های سرمایه‌ای با خالص ارزش مثبت می‌توانند کارایی سرمایه‌گذاری بالاتری نسبت به شرکت‌های کوچک داشته باشند.



جدول ۷. نتایج برآورد مدل برای فرضیه اول تحقیق

متغیر وابسته: کارایی سرمایه‌گذاری				
VIF	P-Value	آماره t	ضریب	متغیر
-	۰/۰۰۰۰	-۱۰/۱۹۱	-۰/۴۶۱	ضریب ثابت
۱/۰۷۷	۰/۰۰۰۰	۱۷/۹۲۶	۰/۱۵۵	افشای ریسک شرکت
۱/۷۳۴	۰/۵۱۶۸	-۰/۶۴۸	-۰/۰۰۱	نرخ رشد درآمد سالانه
۱/۱۶۶	۰/۵۸۱۷	-۰/۵۵۱	-۰/۰۰۵	اهرم مالی
۱/۳۰۶	۰/۰۰۰۰	۴/۲۰۳	-۰/۰۶۸	نسبت نقدی
۳/۰۶۶	۰/۰۰۲۵	۳/۰۳۳	۰/۰۱۱	اندازه شرکت
۱/۱۸۶	۰/۱۰۳۴	-۱/۶۳۰	-۰/۰۰۱	بازده سالانه سهام
۳/۱۳۳	۰/۲۲۸۶	-۱/۲۰۴	-۰/۰۱۹	عمر شرکت
۱/۲۱۶	۰/۰۴۱۹	۲/۰۳۸	۰/۰۰۱	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
۱/۷۶۱	۰/۰۲۴۸	۲/۲۴۹	۰/۰۳۲	نرخ بازده دارایی‌ها
ضریب تعیین مدل ۰/۵۸۷۲				
۳/۱۷۴ (۰/۲۰۴۴)	آماره Jarque-Bera (P-Value)	۷/۹۸۵ (۰/۰۰۰۰)	آماره F مدل (P-Value)	
۲/۳۳۰	آماره دوربین واتسن	۱۹/۶۴۵ (۰/۰۰۰۶)	آماره بارتلت (P-Value)	

منبع: یافته‌های تحقیق

آزمون فرضیه دوم تحقیق

برای آزمون فرضیه دوم پژوهش نیز همچون فرضیه اول، پس از بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک، همسانی واریانس باقیمانده‌ها با استفاده از آزمون بارتلت مورد بررسی قرار گرفت. با توجه به اینکه مقدار احتمال مربوط به این آزمون کم‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد. ناهمسانی واریانس باقیمانده‌های مدل تأیید می‌شود که برای رفع آن در برآورد از روش EGLS استفاده شده است. علاوه بر این، از آنجاکه مقدار آماره دوربین واتسن مابین عدد ۱/۵ و ۲/۵ می‌باشد، لذا استقلال باقیمانده‌های مدل نیز مورد پذیرش قرار می‌گیرد. در خصوص هم‌خطی میان متغیرهای

مدل نیز از آنجاکه مقدار آماره VIF برای تمامی متغیرها کم‌تر از ۱۰ می‌باشد، می‌توان گفت هم‌خطی شدیدی میان آنها وجود نداشته و این فرض از مفروضات رگرسیون کلاسیک نیز تأیید می‌شود.

لذا پس از بررسی‌های اولیه و انجام آزمون‌های پایه برای بررسی مفروضات کلاسیک، معنی‌دار بودن کل مدل به دلیل اینکه مقدار معنی‌دار بودن آماره F از ۵٪ کم‌تر است، برای بررسی فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود. همچنین ضریب تعیین (R^2) مدل نیز گویای آن است که ۲۳/۷۵ درصد از تغییرات سرمایه‌گذاری بیشتر از حد شرکت‌ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌شود. بنابراین، براساس نتایج ارائه شده در جدول ۸، سطح معنی‌داری آماره t مربوط به متغیر «افشای ریسک شرکت» کوچک‌تر از ۰/۰۵ بوده و ضریب آن منفی (۰/۰۷۶-) می‌باشد. نتیجه، نشان‌دهنده رابطه معکوس و معنی‌داری میان افشای ریسک شرکت و سرمایه‌گذاری بیشتر از حد شرکت‌های فعال در بازار بورس ایران است؛ به طوری که با افزایش میزان افشای ریسک شرکت، از سرمایه‌گذاری بیشتر از حد آنها کاسته می‌شود. از این رو، فرضیه دوم تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید شده و نشان‌دهنده اثر کاهنده افشای ریسک شرکت‌ها بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد آنها می‌باشد.

تحلیل نتایج مربوط به متغیر اندازه شرکت در فرضیه دوم نشان می‌دهد که اندازه شرکت رابطه منفی و معنی‌داری با سرمایه‌گذاری بیشتر از حد دارد؛ یعنی افزایش اندازه شرکت‌ها، باعث کاهش سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌شود. این بدین معناست که شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر برای انجام سرمایه‌گذاری‌های خود و انتخاب پروژه‌های سرمایه‌ای از سازوکارهای حرفه‌ای‌تری استفاده می‌نمایند که این مسئله ضمن جلوگیری از سرمایه‌گذاری بیشتر از حد در این شرکت‌ها، منجر به افزایش کارایی نیز خواهد شد. این نتیجه فرضیه اول تحقیق در خصوص تأثیر اندازه شرکت بر کارایی سرمایه‌گذاری را مجدداً تأیید می‌نماید.

جدول ۸. نتایج برآورد مدل برای فرضیه دوم تحقیق

متغیر وابسته: سرمایه‌گذاری بیشتر از حد				
متغیر	ضریب	آماره t	P-Value	VIF
ضریب ثابت	۰/۴۱۳	۸/۰۷۹	۰/۰۰۰۰	-
افشای ریسک شرکت	-۰/۰۷۶	-۹/۶۲۶	۰/۰۰۰۰	۱/۱۳۹
نرخ رشد درآمد سالانه	-۰/۰۰۱	-۰/۷۹۲	۰/۴۲۸۱	۱/۳۱۷
اهرم مالی	۰/۰۰۵	۰/۶۵۶	۰/۵۱۱۹	۱/۲۱۰
نسبت نقدی	۰/۰۴۸	۳/۵۱۱	۰/۰۰۰۵	۱/۴۰۸
اندازه شرکت	-۰/۰۳۳	-۸/۳۸۴	۰/۰۰۰۰	۲/۹۹۱
بازده سالانه سهام	-۰/۰۰۰۴	-۰/۴۴۰	۰/۶۵۹۸	۱/۱۱۶
عمر شرکت	۰/۰۶۷	۳/۸۱۷	۰/۰۰۰۱	۲/۸۴۴
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	-۰/۰۰۱	-۱/۷۴۰	۰/۰۸۲۱	۱/۲۸۴
نرخ بازده دارایی‌ها	۰/۰۰۲	۰/۲۲۵	۰/۸۲۱۵	۱/۳۴۶
ضریب تعیین مدل ۰/۳۳۷۵				
آماره F مدل (P-Value)	۱/۷۴۸ (۰/۰۰۰۰)	آماره Jarque-Bera (P-Value)	۰/۸۴۷ (۰/۶۵۴۵)	
آماره بارتلت (P-Value)	۱۲/۳۳۱ (۰/۰۱۵۱)	آماره دوربین واتسن	۲/۲۴۹	

منبع: یافته‌های تحقیق

آزمون فرضیه سوم تحقیق

برای آزمون فرضیه سوم پژوهش، همچون فرضیه‌های قبل پس از بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک، بررسی همسانی واریانس باقیمانده‌ها با استفاده از آزمون بارتلت انجام گرفته است. باتوجه به اینکه مقدار احتمال مربوط به این آزمون کم‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، ناهمسانی واریانس باقیمانده‌های مدل تأیید می‌شود که برای رفع آن در برآورد از روش EGLS استفاده شده است. علاوه بر این، از آنجاکه مقدار آماره دوربین واتسن مابین عدد ۱/۵ و ۲/۵ می‌باشد، لذا استقلال باقیمانده‌های مدل نیز مورد پذیرش قرار می‌گیرد. درخصوص هم‌خطی میان متغیرهای

مدل نیز از آنجاکه مقدار آماره VIF برای تمامی متغیرها کم‌تر از ۱۰ می‌باشد، می‌توان گفت هم‌خطی شدیدی میان آنها وجود نداشته و این فرض از مفروضات رگرسیون کلاسیک نیز تأیید می‌شود.

لذا پس از بررسی‌های اولیه و انجام آزمون‌های پایه برای بررسی مفروضات کلاسیک، معنی‌دار بودن کل مدل به دلیل اینکه مقدار معنی‌دار بودن آماره F از ۵٪ کم‌تر است، برای بررسی فرضیه سوم پژوهش تأیید می‌شود؛ بنابراین، براساس نتایج ارائه‌شده در جدول ۹، سطح معنی‌داری آماره t مربوط به متغیر «افشای ریسک شرکت» کوچک‌تر از ۰/۰۵ بوده و ضریب آن مثبت می‌باشد، لذا می‌توان گفت رابطه مستقیم و معنی‌داری میان افشای ریسک شرکت و سرمایه‌گذاری کم‌ترازحد شرکت‌های فعال در بازار بورس ایران وجود دارد، به طوری که با افزایش میزان افشای ریسک شرکت، بر سرمایه‌گذاری کم‌ترازحد آنها افزوده می‌شود. از این رو، فرضیه سوم تحقیق نیز در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید شده و نشان‌دهنده اثر افزایش افشای ریسک شرکت‌ها بر سرمایه‌گذاری کم‌ترازحد آنها می‌باشد.

تحلیل نتایج مربوط به متغیر اندازه شرکت در فرضیه سوم نیز همان‌طور که انتظار می‌رفت، نشان می‌دهد که اندازه شرکت رابطه منفی و معنی‌داری با سرمایه‌گذاری کم‌ترازحد دارد؛ یعنی افزایش اندازه شرکت‌ها، علاوه بر اینکه باعث کاهش سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌شود، سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد را نیز کاهش خواهد داد. این موضوع، کارایی سرمایه‌گذاری را در این شرکت‌ها نشان می‌دهد. زیرا طبق مبانی نظری کارایی سرمایه‌گذاری یعنی اینکه شرکت‌ها نه بیشتر از حد و نه کم‌تر از حد سرمایه‌گذاری نمایند. بنابراین، مطابق با تحلیل فرضیه اول پژوهش اندازه شرکت باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود که این مسئله می‌تواند ناشی از دسترسی بهتر به منابع مالی و انتخاب دقیق‌تر و صحیح‌تر پروژه‌های سرمایه‌گذاری به دلیل وجود سازوکارهای مناسب در شرکت‌های بزرگ باشد.

جدول ۹. نتایج برآورد مدل برای فرضیه سوم تحقیق

متغیر وابسته: سرمایه‌گذاری کم‌تراز حد				
VIF	P-Value	آماره t	ضریب	متغیر
-	۰/۰۳۲۱	۲/۱۴۶	۰/۰۵۸	ضریب ثابت
۱/۰۸۳	۰/۰۰۰۰	۸/۱۲۰	۰/۰۳۵	افشای ریسک شرکت
۱/۵۴۲	۰/۷۴۴۵	۰/۳۲۶	۰/۰۰۰۵	نرخ رشد درآمد سالانه
۱/۱۱۴	۰/۷۳۰۱	۰/۳۴۵	۰/۰۰۲	اهرم مالی
۱/۱۲۲	۰/۰۱۷۲	۲/۳۸۷	۰/۰۲۴	نسبت نقدی
۱/۹۵۲	۰/۰۰۰۰	-۱۱/۹۸۲	-۰/۰۲۴	اندازه شرکت
۱/۱۴۱	۰/۰۰۰۰	-۵/۷۹۷	-۰/۰۰۳	بازده سالانه سهام
۲/۴۸۸	۰/۰۰۰۰	۵/۷۳۰	۰/۰۵۰	عمر شرکت
۱/۲۸۴	۰/۱۱۱۵	-۱/۵۹۳	-۰/۰۰۰۷	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
۱/۶۸۱	۰/۱۱۷۵	۱/۵۶۶	۰/۰۱۳	نرخ بازده دارایی‌ها
ضریب تعیین مدل ۰/۴۹۷۵				
۱/۱۸۴ (۰/۵۵۳۱)	Jarque-Bera (P-Value)	آماره	۵/۵۵۶ (۰/۰۰۰۰)	آماره F مدل (P-Value)
۱/۹۶۹	آماره دوربین واتسن	آماره	۱۲/۹۶۶ (۰/۰۱۱۴)	آماره بارتلت (P-Value)

منبع: یافته‌های تحقیق

نتیجه‌گیری

بررسی ادبیات موجود نشان می‌دهد که مسئله کارایی سرمایه‌گذاری و افشای ریسک به‌عنوان دو جریان مجزای پژوهشی مورد بررسی قرار گرفته‌اند، ولی رابطه این دو متغیر به‌طور مشخص مورد توجه نبوده است. لذا این پژوهش به‌دنبال بررسی رابطه افشای ریسک در گزارش‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها با استفاده از تخمین داده‌های تلفیقی به روش رگرسیون با اثرات ثابت نشان می‌دهد که رابطه مستقیم و

معنی‌داری میان افشای ریسک و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های فعال در بازار بورس ایران وجود دارد، به طوری که با افزایش میزان افشای ریسک شرکت‌ها در گزارش‌های مالی سالانه، بر کارایی سرمایه‌گذاری آنها افزوده می‌شود که این نتیجه مطابق با تحقیق فسیحی و همکاران (۱۳۹۸) می‌باشد. همچنین بررسی‌ها نشان می‌دهند که افشای ریسک شرکت‌ها رابطه مستقیم و معنی‌داری با سرمایه‌گذاری کم‌تراز حد داشته و رابطه معکوس و معنی‌داری با سرمایه‌گذاری بیشتر از حد دارد. این رابطه می‌تواند ناشی از نقش افشای ریسک در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه اجبار مدیریت به پاسخگویی در خصوص عملکرد و تصمیمات خود خصوصاً در حوزه سرمایه‌گذاری‌ها و مخارج سرمایه‌ای شرکت باشد. به عبارت دیگر، به دلیل اینکه افشای ریسک می‌تواند نشانگر عملکرد منفی مدیریت شرکت‌ها در کنترل عوامل داخلی و محیطی حاکم بر شرکت‌ها باشد، افشای آن، مدیریت را وادار به برنامه‌ریزی و تلاش جهت کاهش این عوامل منفی حاکم بر شرکت‌ها می‌نماید. از طرف دیگر، افشای ریسک ضمن کاهش خطر اخلاقی به دلیل ایجاد شفافیت اطلاعاتی باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود که این امر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری منجر خواهد شد. لذا افشای اطلاعات می‌تواند در ارزیابی عملکرد مدیریت در رابطه با تصمیمات سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران مفید واقع شود.

نتایج بررسی‌های بیشتر نشان می‌دهد که اندازه شرکت با کارایی سرمایه‌گذاری، رابطه مثبت و معنی‌دار داشته و با سرمایه‌گذاری بیشتر و کم‌تراز حد، رابطه منفی و معنی‌دار دارد. این موضوع نشان‌دهنده این امر است که به دلیل وجود منابع مالی مناسب، شرکت‌های بزرگ فرصت‌های بیشتر و بهتری جهت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سرمایه‌ای خواهند داشت. از طرفی وجود سازوکارهای حرفه‌ای مناسب و همچنین کنترل‌های نظام‌مند حاکم بر این شرکت‌ها می‌تواند ضمن خنثی‌سازی خطر اخلاقی، زمینه کارایی سرمایه‌گذاری را فراهم نماید.

همچنین این بررسی نشان می‌دهد متغیرهای کنترلی نسبت نقدی، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و نرخ بازده دارایی‌ها با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌دار دارند. در مدل ارائه‌شده در این پژوهش نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و نرخ بازده دارایی‌ها با کارایی سرمایه‌گذاری

رابطه مثبت و معنی‌دار دارند که این مسئله با نتایج تحقیقات (بادآورنهدی و همکاران، ۱۳۹۵)، (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۶) و (فروغ‌نژاد و همکاران، ۱۳۹۴) مطابقت دارد. همچنین متغیرهای کنترلی نسبت نقدی با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معنی‌دار دارند که این مسئله با تحقیق (مدرس و همکاران، ۱۳۸۷) همخوانی ندارد.

محدودیت‌های تحقیق

عدم انتشار نظام‌مند افشای ریسک توسط شرکت‌ها؛
عدم بررسی تأثیر صنعت به‌عنوان یک عامل مداخله‌گر احتمالی؛
عدم بررسی تأثیر جداگانه انواع ریسک (مالی، عملیاتی و...).

پیشنهاد‌های کاربردی حاصل از تحقیق

سازمان بورس اوراق بهادار تهران به‌منظور کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و به‌تبع آن کاهش هزینه نمایندگی برای سرمایه‌گذاران، شرکت‌ها را به‌صورت نظام‌مند مکلف به افشای کلیه ریسک‌های مبتلابه در گزارش‌های مالی شرکت‌ها نماید.

سازمان بورس اوراق بهادار تهران و سازمان حسابرسی ضمن تدوین دستورالعمل‌ها و استانداردهای حسابرسی لازم، مؤسسات حسابرسی را ملزم نمایند که در انجام حسابرسی ضمنی و حسابرسی نهایی از افشای مناسب و دقیق ریسک‌های شرکت‌ها توسط مدیریت اطمینان یافته و در صورتی که مدیریت شرکت در این خصوص پنهان‌کاری داشته باشد، به این موضوع در گزارش نهایی اشاره نمایند.

باتوجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها، پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران هنگام بررسی و ارزیابی شرکت سرمایه‌پذیر، به روند افشای ریسک توجه کافی مبذول دارند؛ چراکه یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که افشای ریسک می‌تواند به‌عنوان یک معیار قابل مشاهده توسط ذی‌نفعان برون‌سازمانی برای کارایی سرمایه‌گذاری شرکت مورد استفاده قرار گیرد.

پیشنهاد‌هایی برای تحقیقات آتی

در تحقیقات انجام‌شده درخصوص کارایی سرمایه‌گذاری تاکنون تنها تأثیر عوامل داخلی

شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفته است، لذا پیشنهاد می‌شود تأثیر عوامل بیرونی و محیطی حاکم بر شرکت‌ها همچون نرخ بهره و نرخ تورم مورد بررسی قرار گیرد. رابطه بین افشای ریسک و کارایی سرمایه‌گذاری به تفکیک صنعت بررسی شود. تأثیر افشای انواع ریسک به تفکیک عملیاتی، مالی، قانونی و ... بر کارایی سرمایه‌گذاری بررسی شود.

رابطه بین افشای ریسک و کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری با استفاده از مدل‌های دیگر سنجش کارایی سرمایه‌گذاری بررسی شود. اثر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر افشای ریسک و کارایی سرمایه‌گذاری به صورت هم‌زمان بررسی شود.

منابع

- اربابیان، علی‌اکبر و میری قهدریجانی، نازنین (۱۳۹۷)، تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر گزارشگری ریسک، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۰(۴۰): ۱۳۶ - ۱۱۱.
- بادآور نهند، یونس و تقی‌زاده خانقاه، وحید (۱۳۹۷)، تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و عملکرد شرکت، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۵(۲): ۱۹۸ - ۱۸۱.
- بادآور نهندی، یونس و موذنی، بیتا (۱۳۹۵)، ارتباط بین استعداد مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری و خطر سقوط قیمت سهام، فصلنامه مدیریت بهره‌وری، ۱۰(۳۹): ۲۸۰ - ۲۴۷.
- برادران حسن‌زاده، رسول و محرومی، رامین (۱۳۹۶)، تأثیر افشای ریسک بر پیش‌بینی قیمت سهام به‌وسیله سود و ارزش شرکت‌ها، راهبرد مدیریت مالی، ۵(۱۹): ۲۰۹ - ۱۸۹.
- تقفی، علی؛ بولو، قاسم و محمدیان، محمد (۱۳۹۱)، کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و جریان نقد آزاد، پیشرفت‌های حسابداری، ۳(۲): ۶۳ - ۳۷.
- حساس یگانه، یحیی؛ مرفوع، محمد و نقدی، معصومه (۱۳۹۶)، رابطه دقت پیش‌بینی سود با کارایی سرمایه‌گذاری. فصلنامه علمی - پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۴(۵۴): ۶۵ - ۴۵.
- دعایی، میثم و سیدجمالی، ذکیرسادات (۱۳۹۷)، رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری باتوجه به اثر تعدیل‌گری عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار ملکیت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق

- بهادار تهران، فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، ۶(۳): ۱۲۶ - ۱۱۰.
- رحمانی، علی؛ سلیمانی امیری، غلامرضا و طاهری، ماندانا (۱۳۹۷)، ارتباط ارزشی افشا و گزارشگری ریسک در بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۱(۳۹): ۲۲ - ۱.
- ستایش، محمدحسین و روستا، منوچهر و علیزاده، وحید (۱۳۹۳)، بررسی ارتباط بین افشای داوطلبانه و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۴(۱۳): ۱۶۰-۱۵۳.
- صیادی، محمد؛ دستگیر، محسن و علی‌احمدی، سعید (۱۳۹۸)، مطالعه نقش مدیریت ریسک شرکت (ERM) بر رابطه بین توانایی مدیریت و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری، فصلنامه راهبرد مالی، ۷(۲۴): ۳۹ - ۱.
- عالی‌ور، عزیز (۱۳۸۴)، صورت‌های مالی اساسی، انتشارات سازمان حسابرسی، نشریه شماره ۷۶.
- فروغی، داریوش و ساکیانی، امین (۱۳۹۵)، تأثیر توانایی مدیریتی بر کارایی سرمایه‌گذاری، فصلنامه پژوهش حسابداری، ۶(۲۲): ۱۱۶ - ۹۷.
- فصیحی، صغری؛ حسینی، سیدعلی و مشایخ، شهناز (۱۳۹۸)، بررسی تأثیر افشای ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی - پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، ۸(۳۱): ۳۷۱ - ۳۵۰.
- مدرس، احمد و حصار زاده، رضا (۱۳۸۷)، کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱(۲): ۱۱۶ - ۸۵.
- ناظمی، امین؛ ممتازیان، علی‌رضا و بهپور، سجاد (۱۳۹۴)، بررسی رابطه متقابل بین افشای اطلاعات مالی و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از سیستم معادلات هم‌زمان، مجله پیشرفت‌های حسابداری، ۷(۲): ۲۴۴ - ۲۱۹.
- نمازی، محمد و ابراهیمی میمند، مهدی (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی بر افشای ریسک، فصلنامه حسابداری مالی، ۸(۳۰): ۳۹ - ۱.
- نمازی، محمد و ابراهیمی میمند، مهدی (۱۳۹۵)، بررسی چگونگی افشای ریسک در گزارش‌های سالانه شرکت‌ها و عوامل مؤثر بر آن، مجله علمی - پژوهشی دانش حسابداری مالی، ۳(۹): ۳۰ - ۱.
- هاشمی، سیدعباس؛ صمدی، سعید و هادیان، ریحانه (۱۳۹۳)، اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری، مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۱(۴۴): ۱۴۳ - ۱۱۷.
- هدایتی‌پور، مرضیه و نصیرزاده، فرزانه (۱۳۹۷)، بررسی رابطه بین مدل‌های کیفیت گزارشگری مالی، زمان‌بندی تعهدات، کارایی و عدم کارایی سرمایه‌گذاری، فصلنامه علمی - پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۵(۵۸): ۱۰۵ - ۷۹.

- Abraham, S. and P. Cox. (2007). Analyzing the determinants of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports. *British Accounting Review*, 39 (3): 227-248.
- Biddle, G. Hilary, G. Verdi, R.S. (2009). "How does financial reporting quality relate to investment efficiency?" *Journal of Accounting and Economics*, 48, 112-131.
- Bushman, R.M., Smith, A. J. (2003). "Transparency, financial accounting information and corporate governance". *FRBNY Economic Policy Review*, 9(1), 65-87.
- Campbell, J. L., Chen, H., Dhaliwal, D. S., Lu, M., and Steele, L. B. (2014). The Information Content of Mandatory Risk Factor Disclosures in Corporate Filings. *Review Accounting Study*, Vol. 19, Pp. 396-455. 18.
- Chen, F., Hope, O., Li, Q., Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86, 1255-1288.
- Choi et al. (2015). Optimizing enterprise risk management: a literature review and critical analysis of the work of Wu and Olson, *Ann Oper Res*. DOI 10.1007/s10479-015-1789-5
- Davies, J., Moxey, P., and Welch, I. (2010). Risk and reward: Tempering the pursuit of profit. London: ACCA journal.
- Elshandidy, T. and Neri, L. (2015). Corporate Governance, Risk Disclosure Practices, and Market Liquidity: Comparative Evidence from the UK and Italy. *Corporate Governance*, 23 (4): 331-356.
- Elshandidy, T., I. Fraser, and K. Hussainey. (2013). Aggregated, Voluntary, and Mandatory Risk Disclosure Incentives: Evidence from UK FTSE All-share Companies. *International Review of Financial Analysis*, 30: 320-333.
- Fuller, J., Jensen, M.C. (2002). Just Say No to Wall Street: Putting a Stop to the Earnings Game. *Applied Corporate Finance*, 14(4), pp. 41-46.
- Garcia Lara, J. M., Garcia Osma, B. and Penalva, F. (2015). Accounting conservatism and firm investment efficiency. <http://papers.ssrn.com>.
- Goodman, T. H., Shroff, N., Neamtiu, M., and White, H. D. (2014). Management Forecast Quality and Capital Investment Decisions. *The Accounting Review*, 89, 331-365.
- Hope, O., Thomas, W.B., (2008). Managerial empire building and firm disclosure. *Journal of Accounting Research*, 46, 591-626.
- Houcinel, A., Chakib kolsi, M. (2017). "The Effect of Financial Reporting Quality on Corporate Investment Efficiency." Evidence from the Tunisian Stock Market. *Research in International Business and Finance*, N.5.PP.34-1
- Hubbard, R. (1998). Capital-Market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature*, 36, 193-225
- Jiao, Y. (2011). Corporate disclosure, market valuation, and firm performance,

- financial management* , vol ,40 ,pp.647-676
- Jorion, P. (2002). How informative are Value-at Risk disclosures? *Accounting Review*, 77 (4): 911-931.
- Kashif Naeem , Matthew C. Li.(2019). Corporate investment efficiency: The role of financial development in firms with financing constraints and agency issues in OECD non-financial firms. *International Review of Financial Analysis*. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.01.003>
- Klein, P., Shapiro, D., Young, J. (2005). Corporate governance, *family ownership and firm Value: the Canadian evidence*, *Corporate Governance*, 13(6), pp.769-84.
- Kothari, S. P. (2009). The role of financial reporting in reducing financial risks in the marke Discussion. Federal Reserve Bank of Boston. *Conference Series* 2(44), p.89.
- Kravet, T.D., Muslu, V. (2013). Textual risk disclosures and investors' risk perceptions. *Review of Accounting Studies*, 18(4), pp.1088–1122.
- Linsley, P., Shrivs, P. (2006). Risk reporting: a study of risk disclosure in the annual reports of UK companies. *British Accounting Review*, 38(4), pp.387-404.
- Linsmeier, T.J., D.B. Thorton, M. Venkatachalam, and M. Welker. (2002). The effect of mandated market risk disclosures on trading volume sensitivity to interest rate, exchange rate and commodity price movements. *Accounting Review*, 77 (2): 343-377.
- Miihkinen. A .(2013). The usefulness of firm risk disclosures under different firm riskiness, investor-interest, and market conditions: New evidence from Finland. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 29: 312– 331
- Oliveira, L., Rodrigues, L.L., Craig, R. (2006), Firm-specific determinants of intangibles reporting: evidence from the Portuguese stock market, *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 10(1), pp.11-33.
- Stein ,J.(2003) . Agency information and corporate investment . In *Hand of the Economics of finance* , edited by Gorge constantinides , Milt Hamis and Renestulz , Elsevier. 111-165

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی