



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال هشتم / شماره سی‌ویکم / پاییز ۱۳۹۸

بررسی تأثیر افشای ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکتهای پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

صغری فصیحی

دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی دانشگاه الزهراء، تهران، ایران

سیدعلی حسینی

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی دانشگاه الزهراء، تهران، ایران (نویسنده مسئول)
a.hosseini@alzahra.ac.ir

شهناز مشایخ

دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی دانشگاه الزهراء، تهران، ایران

تاریخ دریافت: ۹۷/۱۰/۰۴ تاریخ پذیرش: ۹۸/۰۲/۰۲

چکیده

شرکت‌ها برای رشد و توسعه خود نیازمند سرمایه‌گذاری هستند. مطابق فرضیه قراردادهای کارا مدیران باید از بین طرح‌های مختلف سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری بهینه را انتخاب کنند. پژوهش‌های پیشین به بررسی رابطه عوامل مختلف سطح شرکت مانند ساختار سرمایه و کیفیت گزارشگری مالی با کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند اما در خصوص تأثیر افشا عوامل ریسک شرکت‌ها توجه کمی شده است. هدف از این پژوهش بررسی تأثیر افشای ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌هاست. مطابق مبانی نظری و پژوهش‌های پیشین انتظار می‌رود بین افشای ریسک و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها رابطه معناداری باشد. برای محاسبه شاخص افشای ریسک شرکت‌ها از روش تحلیل محتوی دستی استفاده شده است و شاخص افشای ریسک از طریق طبقه‌بندی ریسک‌های افشاشده شرکت‌ها در قالب چهار زیرمجموعه کلی ریسک‌های مالی، عملیاتی، قوانین و مقررات و استراتژیک و با استفاده از مدل میهنکن (۲۰۱۲) محاسبه شده است. همچنین برای سنجش کارایی سرمایه‌گذاری از مدل چن و همکاران (۲۰۱۴) استفاده شده است. نمونه تحقیق شامل ۶۰ شرکت برای بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که افشای ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر مثبت و معناداری دارد یعنی با افزایش افشای ریسک، کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها افزایش می‌یابد.

واژه‌های کلیدی: کارایی سرمایه‌گذاری، افشای ریسک، عدم تقارن اطلاعاتی.

۱- مقدمه

هدف اولیه شرکت‌ها افزایش ثروت سهامداران است، اما نتایج تجربی نشان می‌دهد که مدیران همیشه به دنبال منافع مالکان نیستند و این امکان وجود دارد که آن‌ها سعی در دستیابی به افزایش منافع خود به وسیله ثروت مالکان داشته باشند (حاجیها و همکاران، ۱۳۹۷). با توجه به این موضوع، نقش اطلاعات حسابداری در کاهش این تضاد آشکار می‌شود. با نگاهی بر پژوهش‌های صورت گرفته مشاهده می‌شود که افزایش گزارشگری مالی منجر به عواقب اقتصادی مهمی برای شرکت‌ها می‌شود. از جمله این عواقب اقتصادی کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌هاست. به صورت مفهومی، کارایی سرمایه‌گذاری شناسایی و تأمین مالی و اجرای پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت در نظر گرفته شده است و ناکارایی نیز نادیده گرفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) و یا انتخاب پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه‌گذاری بیشتر از حد) تعریف شده است (گارسیا لارا واسما، ۲۰۱۵). سرمایه‌گذاری غیرکارا ناشی از دو عامل عدم تقارن اطلاعاتی و مسئله نمایندگی است. عدم تقارن اطلاعاتی میان تأمین‌کنندگان سرمایه و مدیران از طریق خطر اخلاقی و انتخاب نادرست می‌تواند تأثیر منفی بر کارایی سرمایه‌گذاری داشته باشد (حبیب و حسن، ۲۰۱۶). کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت اصلی و نمایندگان را کاهش داده و موجب کاهش هزینه سهامداران برای نظارت بر مدیران و بهبود انتخاب پروژه گردد (وردی، ۲۰۰۶). افشای اطلاعات از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری کمک می‌کند.

از جمله موارد مهم افشا که بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیرگذار است، افشا اطلاعات ریسک در گزارش‌های مالی سالانه آن‌ها می‌باشند. انتظارات ریسک بر رفتار سرمایه‌گذاری مدیران تأثیر دارد (اسلوپیک و همکاران، ۱۹۸۱)؛ بنابراین هرگونه اطلاعات مرتبط با ریسک شرکت برای سرمایه‌گذاران مفید است. مطابق پژوهش‌های پیشین افشا اطلاعات ریسک بر عدم تقارن میان سرمایه‌گذاران و مدیران شرکت‌ها تأثیر دارد (می‌هکنن، ۲۰۱۳). افشای ریسک دارای عواقب اقتصادی است. از جمله موارد عواقب اقتصادی افشای اطلاعات، تأثیر بر کارایی سرمایه‌گذاری است؛ بنابراین، افشای ریسک از طریق میزان کل ریسک افشاشده و شناسایی ریسک‌های ناشناخته قبلی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارد (لی و همکاران، ۲۰۱۸).

در خصوص تأثیر افشای ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دو فرضیه رقیب وجود دارد. فرضیه اول فرضیه همگرایی^۱ است، مطابق این فرضیه، همگنی اطلاعات ریسک در مقایسه با سایر اطلاعات در گزارش‌های مالی سالانه، از طریق افزایش اطلاعات موجود در دسترس سهامداران، سبب بهبود تفسیر عوامل ریسک‌های ناشناخته و رویدادهای غیرمنتظره و افزایش درک سرمایه‌گذاران از ریسک شده که این امر منجر به بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود (هوپ و همکاران، ۲۰۱۴). در مقابل، فرضیه واگرایی قرار دارد که از ناهمگونی اطلاعات ریسک حمایت می‌کند مطابق این فرضیه، افشا اطلاعات ریسک از طریق آشکار شدن عوامل ریسک‌های ناشناخته و رویدادهای غیرمنتظره درک ریسک سرمایه‌گذاران را کاهش داده و در نتیجه منجر به کاهش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود (لی، ۲۰۰۶، کمپل و همکاران، ۲۰۱۴).

در ایران تاکنون پژوهش‌های جامعی در خصوص بررسی عواقب اقتصادی افشای ریسک شرکت‌ها صورت نگرفته است، لذا پژوهش حاضر بخشی از یک کار تحقیقاتی در قالب رساله دکتری است که به بررسی پیامدهای افشای ریسک شرکت‌ها می‌پردازد، همان‌طوری که اشاره شد از جمله این پیامدها، تأثیر افشای ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌هاست. لذا، با توجه به شکاف پژوهشی در خصوص ارتباط بین کیفیت افشای ریسک شرکت‌ها با فعالیت‌های اتخاذ سیاست‌های شرکت‌ها خصوصاً سیاست‌های سرمایه‌گذاری، بنابراین مسئله‌ای که در این پژوهش به آن پاسخ داده خواهد شد این است که آیا افشای ریسک شرکت‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری آن‌ها تأثیر دارد؟

۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

۲-۱- مبانی نظری

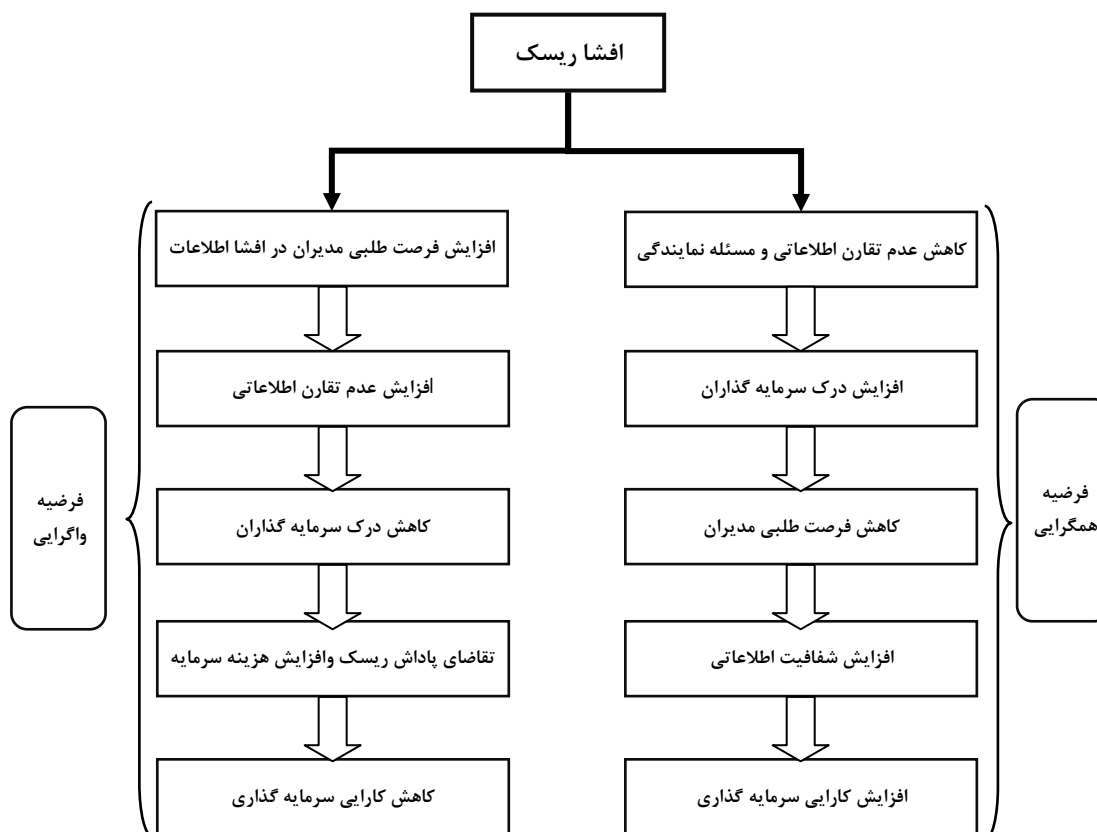
شرکت‌ها برای رشد و توسعه خود نیازمند سرمایه‌گذاری هستند. از جمله وظایف مهم مدیران شرکت‌ها اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت‌هاست. انجام سرمایه‌گذاری به‌خودی‌خود مناسب و موجه نیست و شرکت در انجام سرمایه‌گذاری بایستی به مفهوم کارایی سرمایه‌گذاری نیز توجه نماید (فروغی، امیری و ساکیانی، ۱۳۹۵). مطابق تئوری قراردادهای کارا مدیران باید از میان طرح‌های مختلف سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری را انتخاب کنند که بیشترین سودآوری را برای شرکت‌ها به دنبال داشته باشد؛ بنابراین مطابق این تئوری، مدیران سرمایه‌گذاری را انتخاب می‌کنند که کمترین انحراف از سرمایه‌گذاری کارا داشته باشد. دلایل انحراف از سطح بهینه سرمایه‌گذاری را می‌توان عمدتاً به عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی مربوط دانست، که با ایجاد تضاد منافع بین مالکان و مدیران در سطح مالکیت سهام شرکت، سهامداران را به سمت پذیرش پروژه‌هایی در تقابل با رشد و ارزش شرکت سوق می‌دهد چنان‌که بعضی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت رد شده (سرمایه‌گذاری کمتر از اندازه) و بلعکس، سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی منفی قبول می‌شود (سرمایه‌گذاری بیش از اندازه). (شهبواری و سلمانی، ۱۳۹۷).

عوامل مختلفی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارند. پژوهش‌های پیشین به بررسی عواملی مانند کیفیت گزارشگری مالی (رودریگو وردی، ۲۰۰۶، بیدل و همکاران، ۲۰۰۹، مدرس و حصار زاده، ۱۳۸۷، خدائی و لهرزاقرد و یحیایی، ۱۳۸۹، فخاری و رسولی، ۱۳۹۲، هاشمی و همکاران، ۱۳۹۳)، سررسید بدهی (هاشمی و همکاران، ۱۳۹۳)، محافظه‌کاری (لارا و همکاران، ۲۰۱۵، مراد زاده فرد و همکاران، ۱۳۹۳، محمودآبادی و مهتری، ۱۳۹۰، فخاری و رسولی، ۱۳۹۲)، کیفیت حسابرسی (بادآور نهندی و تقی زاده خانقاه، ۱۳۹۲) و توانایی مدیران (حبیب و حسن، ۲۰۱۶، فروغی و همکاران، ۱۳۹۵) بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداخته‌اند. یکی از مهم‌ترین عوامل که کمتر مورد توجه قرار گرفته است، افشای گزارش‌های مالی سالانه است. نیاز برای گزارشگری مالی و افشای اطلاعات، ناشی از وجود عدم تقارن اطلاعات بین افراد درون سازمان و بیرون سازمان و همچنین مشکلات نمایندگی است (کوتاری و همکاران، ۲۰۰۹). از جمله موارد مهم افشا گزارش‌های مالی سالانه، افشا عوامل ریسک شرکت‌هاست.

یکی از نقش‌های مهم مدیران شرکت‌ها، مدیریت ریسک‌های مرتبط با شرکت است. مدیران از طریق افشای اطلاعات ریسک به ذینفعان اطلاعاتی را در خصوص ریسک‌های مرتبط با شرکت و نحوه مدیریت آن‌ها ارائه می‌کنند. مدیریت ریسک در مجموع سبب حداکثر سازی سودآوری و حداقل سازی احتمال بحران مالی شرکت‌ها شده و بنابراین برای حداکثر سازی ثروت سهامداران مورد نیاز است (سالمون و همکاران، ۲۰۰۰). با در نظر گرفتن نقش ارزشیابی و مباشرتی اطلاعات حسابداری، افشای اطلاعات ریسک شرکت‌ها، ارزشیابی دقیق‌تر را تسهیل می‌کند و راهنمایی جهت ارزیابی کار مدیران است (می‌هکنن، ۲۰۱۲). از طرفی، عدم تقارن اطلاعاتی در مورد اطلاعات ریسک ممکن است منجر به مسائل متعددی از قبیل هزینه معاملاتی بالا، کاهش نقدینگی و سرمایه‌گذاری غیر سودآور برای سرمایه‌گذاران خرد شود (لو، ۱۹۸۸).

در خصوص تأثیر افشا عوامل ریسک شرکت بر کارایی سرمایه‌گذاری، دو تئوری واگرایی و هم‌گرایی مطرح است. مطابق فرضیه هم‌گرایی، با افزایش کیفیت گزارشگری ریسک، شرکت‌ها جزئیات افشای ریسک را افزایش می‌دهند که این امر منجر به افزایش شفافیت اطلاعاتی می‌شود (رولستون، ۱۹۹۹). شفافیت ریسک موجب کاهش ریسک اطلاعاتی سرمایه‌گذاران می‌شود زیرا زمانی که شرکت اطلاعات ریسک باکیفیت ارائه می‌دهند، ریسک‌گزینش نامطلوب کاهش می‌یابد (اسکات، ۲۰۰۹). با کاهش مسئله‌گزینش نامطلوب و عدم تقارن اطلاعاتی، کارایی سرمایه‌گذاری نیز افزایش می‌یابد؛ بنابراین مطابق این فرضیه انتظار می‌رود، افزایش کیفیت افشای ریسک عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داده که این امر با برطرف کردن مشکلات نمایندگی، منجر به افزایش کیفیت گزارشگری مالی شود، در نتیجه شفافیت اطلاعاتی نیز افزایش یافته و فرصت‌طلبی مدیران در انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری به حداقل می‌رسد و در نهایت کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد.

از طرفی، مطابق فرضیه واگرایی، افراد درون‌سازمانی، اطلاعات بیشتری در خصوص پروژه‌های آتی شرکت دارند. لذا انتظار می‌رود که از این مزیت اطلاعاتی استفاده کنند (لیانگ و همکاران، ۲۰۱۰)؛ بنابراین ممکن است مدیران شرکت‌ها که دارای اطلاعات بیشتری در خصوص شرایط عملیات واقعی هستند اطلاعات ریسکی مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاران که بر منافع شخصی مدیران نیز مؤثرند را کمتر یا بیشتر افشا کنند (لی و همکاران، ۲۰۱۸). همچنین عدم تقارن اطلاعاتی میان ذینفعان شرکت‌ها در نتیجه عدم قطعیت اطلاعات افزایش می‌یابد و سختی درک افشا را برای سرمایه‌گذاران افزایش می‌دهد (کمپل و همکاران، ۲۰۱۴). به همین دلیل سرمایه‌گذاران نمی‌توانند در خصوص وضعیت واقعی شرکت قضاوت کنند. لذا زمانی که شرکتی اطلاعات مهم ریسک را افشا می‌کند، سرمایه‌گذاران ممکن است تصور کنند که شرکت با ریسک‌های زیادی مواجه است و تقاضای پاداش برای اجتناب از ریسک‌های ناشناخته می‌کنند، یا حتی میزان مالکیت از سهام خود را کاهش می‌دهند. در نتیجه هزینه سرمایه بالا یا سرمایه ناکافی منجر به کم سرمایه‌گذاری می‌شود (لی و همکاران، ۲۰۱۸). با توجه به این موارد افشای ریسک می‌تواند تأثیر منفی بر کارایی سرمایه‌گذاری داشته باشد، لذا مدل مفهومی پژوهش حاضر به صورت زیر ارائه می‌شود:



۲-۲- پیشینه پژوهش

وردی (۲۰۰۶) به بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بین ۴۹۵۴۳ شرکت نمونه بین سال‌های ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۳ پرداخت. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری مالی، ارتباط منفی با بیش سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد دارد؛ بنابراین کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت اصلی و نمایندگان را کاهش داده و موجب کاهش هزینه‌های سهامداران برای نظارت بر مدیران و بهبود انتخاب پروژه گردد. بیدل و همکاران (۲۰۰۹) به بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج پژوهش آنان بیانگر آن بود که با افزایش کیفیت گزارشگری مالی، کارایی سرمایه‌گذاری بهبود می‌یابد. چن و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری هنگام تأمین مالی از بانک‌ها افزایش و هنگام داشتن انگیزه‌هایی برای حداقل سازی سود به‌منظور

اهداف مالیاتی کاهش می‌یابد. گماریز و بلاستا (۲۰۱۳) اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی را بر کارایی سرمایه‌گذاری بررسی کردند. پژوهشگران برای سنجش کارایی سرمایه‌گذاری از مدل چن و همکاران (۲۰۱۱) و سررسید بدهی از نسبت بدهی کوتاه‌مدت به جمع کل بدهی‌ها استفاده نمودند. یافته‌های آنان حاکی از آن است که افزایش کیفیت گزارشگری مالی و کاهش سررسید بدهی، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد؛ بنابراین کاهش سررسید بدهی مسائل مربوط به سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و کمتر از حد را کاهش می‌دهد. لی و همکاران (۲۰۱۸) با بررسی نمونه‌ای شامل ۱۸۶۵۱ مشاهده، به بررسی تأثیر افشای ریسک شرکت‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری آن‌ها در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار چین پرداختند. محققان به این نتیجه رسیدند که در شرکت‌هایی که افشای ریسک بالاتری دارند، کارایی سرمایه‌گذاری نیز بیشتر است. محققین بیان می‌کنند که شرکت‌هایی که افشای ریسک بیشتری دارند، شفافیت اطلاعاتی افزایش می‌یابد، بنابراین افشای ریسک بر درک و رفتار سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری دارد که از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی سبب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های می‌شود.

در ایران تحقیقات متعددی در خصوص کارایی سرمایه‌گذاری و افشای ریسک شرکت‌ها صورت پذیرفته است، اما هیچ‌یک از تحقیقات صورت گرفته رابطه افشای ریسک شرکت‌ها و کارایی سرمایه‌گذاری را به‌طور مشخص موردتوجه قرار نداده است. در خصوص پژوهش‌های حوزه کارایی سرمایه‌گذاری میتوان به موارد زیر اشاره کرد.

به‌عنوان مثال، بادآورنهدی و خانقاه (۱۳۹۲) به بررسی ارتباط بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. برای تعیین کیفیت حسابرسی از چهار شاخص تخصص حسابرس در صنعت، شهرت حسابرس، دوره تصدی حسابرس و استقلال حسابرس و به‌منظور محاسبه کارایی سرمایه‌گذاری (۲۰۰۶) از مدل ریچاردسون استفاده شده است. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از آن است که بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. وکیلی فرد و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی که انجام دادند سطح افشای مدیریت ریسک را با حجم معاملات و قیمت سهام موردبررسی قراردادند. نتایج نشان داد که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر ریسک‌های افشاشده شرکت قرار نمی‌گیرند و در نتیجه رابطه معناداری بین سطح افشای مدیریت ریسک و حجم معاملات وجود ندارد. همچنین بین سطح افشای ریسک و قیمت سهام رابطه معناداری مشاهده نگردید.

کرمی و همکاران (۱۳۹۴) از داده‌های ۹۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ استفاده کردند و ارتباط کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی‌ها را با کارایی سرمایه‌گذاری و همچنین تأثیر متقابل این دو را بر کارایی سرمایه‌گذاری سنجیدند. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که کیفیت گزارشگری مالی با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معنادار و مثبتی دارد و همچنین ارتباط معنادار و مستقیمی بین میزان استفاده از بدهی کوتاه‌مدت و کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد.

حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی رابطه دقت پیش‌بینی سود با کارایی سرمایه‌گذاری در طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ شامل ۱۳۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش

حاکمی از آن است که دقت پیش‌بینی سود با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و با سرمایه‌گذاری کمتر از حد و سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد رابطه منفی دارد. آقایی و حسن زاده (۱۳۹۷) در پژوهش خود تحت عنوان مقایسه پذیری و تأثیر آن بر کارایی سرمایه‌گذاری به بررسی این موضوع پرداخته‌اند که آیا با افزایش سطح مقایسه پذیری حسابداری میان شرکت‌های هم‌تا، سبب اخذ تصمیمات بهتر سرمایه‌گذاری می‌شود؟ یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معناداری بین مقایسه پذیری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد. مقایسه پذیری حسابداری دسترسی به اطلاعات باکیفیت حسابداری در مورد پروژه‌های سرمایه‌گذاری را افزایش داده و منجر به بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌شود. فرید و قدک فروشان (۱۳۹۷) با بررسی تأثیر نوع تأمین مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری با تأکید بر ارزش شرکت، با استفاده از داده‌های ۸۵ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ به این نتیجه رسیدند که نوع تأمین مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری دارد، علاوه بر آن نوع تأمین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با ارزش‌های متفاوت تأثیر متفاوتی دارد.

در ایران پژوهش‌های اندکی در حوزه افشای ریسک صورت گرفته است. مثلاً، نمازی و ابراهیمی میمند (۱۳۹۵) به بررسی چگونگی افشای ریسک در گزارش سالانه شرکت‌ها و عوامل مؤثر بر آن پرداختند. نتایج نشان داد شرکت‌ها به‌طور معناداری 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 در بررسی عوامل مؤثر بر میزان افشای ریسک، نتایج بیانگر ارتباط مثبت و معنادار بین اندازه شرکت و اهرم مالی با میزان افشای ریسک و رابطه منفی و معناداری بین سطح ریسک بازار شرکت با افشای ریسک بود. این محققان در پژوهشی دیگر (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر سازوکار راهبری شرکتی بر افشای ریسک پرداختند. محققان با استفاده از داده‌های مربوط به ۳۵۰ سال - شرکت برای سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ به این نتیجه رسیدند که مالکیت سهامداران نهادی تأثیر معناداری بر میزان افشای ریسک و مالکیت پنج سهامدار عمده، تعداد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل تأثیر منفی و معناداری بر میزان افشای ریسک دارند. برادران حسن‌زاده و محرومی (۱۳۹۶) در پژوهشی تحت عنوان تأثیر افشای ریسک بر پیش‌بینی قیمت سهام به‌وسیله سود و ارزش شرکت‌ها، به این نتیجه رسیدند که رابطه معناداری بین سطح افشای ریسک شرکت‌ها و محتوای اطلاعاتی تغییرات سود وجود ندارد. همچنین بین افشای ریسک و ارزش شرکت‌ها رابطه معناداری مشاهده نشد. محققان بیان کردند که نامربوط بودن اطلاعات افشاشده و ناتوانی و عدم آگاهی سرمایه‌گذاران در تفسیر اطلاعات افشاشده، می‌تواند از مهم‌ترین دلایل این نتیجه‌گیری باشد.

۳- فرضیه پژوهش

همان‌گونه که در قسمت مبانی نظری بیان شد، انتظار می‌رود افشای اطلاعات مرتبط با ریسک شرکت از طریق تأثیری که بر عدم تقارن اطلاعاتی دارد، بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری داشته باشد. بنابراین فرضیه پژوهش به‌صورت زیر است:

فرضیه: کیفیت افشای ریسک با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها رابطه معناداری دارد.

۴- روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق از نوع تحقیقات شبه تجربی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است و از حیث هدف، از نوع تحقیقات بنیادی است. روش پژوهش حاضر از نوع استقرایی و پس رویدادی است. اطلاعات شرکت‌ها به صورت تلفیقی و به وسیله رگرسیون چندگانه مورد بررسی قرار گرفته است. اطلاعات مزبور از نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج و با اطلاعات صورت‌های مالی تطبیق یافت و برای آماده‌سازی اطلاعات، از صفحه گسترده اکسل و جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات و تحلیل مدل اصلی پژوهش از نسخه ۱۰ نرم‌افزار EViews استفاده گردید. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ می‌باشند. برای سنجش افشای ریسک از دوره ۱۳۸۸-۱۳۹۵ استفاده شده است و برای مدل اصلی پژوهش دوره‌های مالی ۱۳۹۰-۱۳۹۵ در نظر گرفته شده است. نمونه مورد نظر برای انجام این پژوهش به روش حذفی و با در نظر گرفتن معیارهای زیر انتخاب شده‌اند:

- ۱) شرکت‌ها از ابتدای سال ۱۳۸۸ تا انتهای سال ۱۳۹۵ در عضویت بورس اوراق بهادار باشند.
 - ۲) شرکت‌های بانک‌ها، سرمایه‌گذاری، بیمه و واسطه‌گری‌های مالی نباشند.
 - ۳) برای رعایت امکان مقایسه پذیری، سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد.
 - ۴) شرکت‌ها در دوره پژوهش افشای ریسک مرتبط در گزارش هیئت‌مدیره داشته باشند.
- در نهایت ۶۰ شرکت در چند صنعت مختلف واجد شرایط مورد نظر برای استفاده در تحقیق حاضر شدند؛ که برای استفاده در مدل اصلی تحقیق استفاده شده‌اند.

۵- مدل و متغیرهای مورد استفاده

مدل اصلی پژوهش با استفاده از مبانی نظری و پژوهش گائو و همکاران (۲۰۱۲) و لی و همکاران (۲۰۱۸) به صورت رابطه (۱) است:

مدل شماره (۱):

$$INVEFF = \alpha_0 + \alpha_1 Risk Disc + \alpha_3 Control + \epsilon$$

در صورتی که α_1 معنادار شود، حاکی از آن است که افشای ریسک شرکت‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.

۵-۱- متغیر وابسته

کارایی سرمایه‌گذاری (INVEFF)

در این پژوهش به منظور اندازه‌گیری متغیر کارایی سرمایه‌گذاری به استناد به پژوهش چن و همکاران (۲۰۱۱) و همچنین با پیروی از ادبیات مربوطه احسان و حبیب (۲۰۱۶)، هاشمی و همکاران (۱۳۹۳)، فروغی، امیری و ساکیانی (۱۳۹۵) از معیار کارایی سرمایه‌گذاری که از طریق مدل رگرسیون زیر محاسبه می‌شود، به عنوان شاخص کارایی سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود:

مدل شماره (۲):

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 NEG_{i,t-1} + \beta_2 REVGROW_{i,t-1} + \beta_3 NEG * REVGROW_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

INV: سرمایه‌گذاری جدید در دارایی‌های ثابت مشهود و نامشهود منهای دارایی‌های ثابت فروش رفته تقسیم‌بر دارایی‌های ابتدای دوره

NEG: شاخصی است که اگر رشد فروش شرکت i در سال $t-1$ منفی باشد ۱ و در غیر این صورت صفر می‌گیرد.

REVGROW: رشد فروش سالانه برای شرکت i در سال $t-1$

قدر مطلق باقیمانده مدل رگرسیونی بالا بیانگر ناکارایی سرمایه‌گذاری است و در آزمون فرضیه پژوهش استفاده می‌شود.

۵-۲- متغیر مستقل

شاخص کیفیت افشای ریسک شرکت (*Risk Dis Coverage*)

افشای ریسک شامل تمامی اطلاعاتی است که شرکت‌ها در خصوص ریسک‌هایی که با آن مواجه‌اند و در گزارش‌های مالی سالانه خود ارائه می‌دهند، است. افشای ریسک شامل اطلاعاتی است که ریسک‌های اصلی شرکت و تأثیر اقتصادی مورد انتظار آن‌ها بر عملکرد شرکت را توصیف می‌کند، این اطلاعات به سرمایه‌گذاران در ارزیابی جریان نقدی آتی کمک می‌کند. علاوه بر آن، افشای ریسک شامل ریسک‌های گذشته، حال و آتی شرکت‌ها و اقدامات مدیریت ریسک مرتبط با آن‌ها توسط شرکت است. در ایران سازمان بورس اوراق بهادار در دستورالعمل گزارش فعالیت هیئت‌مدیره، در بخش ریسک‌های عمده شرکت‌ها «شرکت‌ها را ملزم به ارائه گزارش ریسک کرده است. در این دستورالعمل ۱۰ طبقه کلی از ریسک به‌عنوان رهنمودی از ریسک‌های عمده ارائه شده است. در این پژوهش با استفاده از گزارش ریسک شرکت‌ها و به پیروی از ادبیات پیشین ریسک‌های افشاشده شرکت‌ها به ۴ گروه کلی ریسک‌های استراتژیک، مالی، عملیاتی و قوانین و مقررات طبقه‌بندی شده‌اند، و سپس با استفاده از مدل میهکنن (۲۰۱۲) شاخص افشای ریسک محاسبه شده است. میهکنن (۲۰۱۲) شاخص کیفیت افشای ریسک را به‌صورت زیر محاسبه کرده است:

کمیت افشا پروکسی معتبری برای کیفیت افشا است (بستان، ۲۰۰۴، ۲۹۰)، بدین منظور ابتدا لگاریتم طبیعی تعداد کلمات افشای ریسک به‌عنوان شاخص تجربی برای کیفیت افشا مطابق رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$QUANTITY = LN(\text{تعداد کلمات ریسک افشا شده})$$

در این پژوهش جهت شمارش تعداد کلمات ریسک مطابق پژوهش‌های پیشین (لینسلی و شریوز، ۲۰۰۶، البانان و البانان، ۲۰۱۵، میهکنن، ۲۰۱۳) از روش تحلیل محتوی دستی استفاده شده است. در مرحله بعد پوشش افشای ریسک محاسبه می‌شود. پوشش افشای ریسک دومین حوزه کیفیت است (بتی و همکاران، ۲۰۰۴). برای محاسبه پوشش ریسک ابتدا شاخص هر فیندال به‌صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$Herfindahl\ index = \sum_{i=1}^n p_i^n$$

که

p_i : نسبت کلمات افشای ریسک موضوع i

و در نهایت شاخص کیفیت افشای ریسک از طریق معادله زیر محاسبه می‌شود:

$$Coverage = \left[\frac{\left(\frac{1}{H}\right)}{\text{تعداد طبقات اصلی ریسک}} \right]$$

۵-۳- متغیرهای کنترلی

انتخاب متغیرهای کنترلی بر اساس مطالعات پیشین پژوهشگرانی مانند لی و همکاران (۲۰۱۸)، ریچاردسون (۲۰۰۶)، مشایخی و محمد پور (۱۳۹۴)، هاشمی و همکاران (۱۳۹۳) و بادآورنهندی و خانقاه (۱۳۹۲) صورت گرفته است. متغیرهای کنترلی پژوهش شامل عوامل مؤثر و محرک میزان سرمایه‌گذاری است که در ادامه آورده شده است

اندازه شرکت (SIZE): در این پژوهش از طریق لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها محاسبه می‌گردد.

فرصت رشد شرکت (Growth): متغیر رشد فروش شرکت است.

اقلام تعهدی اختیاری (DA): در این پژوهش به منظور محاسبه کیفیت اقلام تعهدی از مدل جونز استفاده شده است.

مدل شماره (۳):

$$TACC_{it}/TA_{it} = NI - CFO/TA_{it-1} = \alpha_1 \left(1/TA_{i,t-1}\right) + \alpha_2 (\Delta REV_{it})/TA_{i,t-1} + \alpha_3 (PPE_{it}/TA_{i,t-1}) + \varepsilon_{it}$$

$TACC_{it}$: کل اقلام تعهدی شرکت i در سال t است که تفاوت جریان نقدی عملیاتی و سود خالص قبل از اقلام غیرمترقبه است.

ΔREV_{it} : تغییرات درآمد فروش شرکت i در سال‌های t و $t-1$

$PPE_{i,t}$: ارزش ناخالص اموال و ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت i در سال t

که مقادیر بالا برحسب دارایی‌های سال قبل شرکت (TA_{i,t-1}) استاندارد می‌شوند. قدر مطلق ε_{it} در این مدل به عنوان مدیریت سود مصنوعی (تعهدی) در نظر گرفته می‌شود؛ که مقادیر بزرگ‌تر نشان‌دهنده مدیریت سود بیشتر است. این مدل به صورت مقطعی برآورد می‌شود.

جریان نقدی آزاد (Positive Free Cash Flow) است. مطابق پژوهش ریچاردسون (۲۰۰۶) انتظار می‌رود که کارایی سرمایه‌گذاری با جریان‌های نقدی آزاد مرتبط باشد. جریان نقدی آزاد از طریق معادله زیر به دست می‌آید:

$$FCF = OP - Fc In$$

رابطه (۴)

FCF: جریان‌های نقدی آزاد

OP: جریان نقدی عملیاتی

Fc Inv: سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت مشهود و نامشهود که از قسمت جریان‌ات نقدی سرمایه‌گذاری در صورت جریان وجوه نقد به دست می‌آید.
 سن شرکت (AGE): از طریق لگاریتم تفاوت بین سال جاری و سالی که شرکت در بورس اوراق بهادار پذیرفته‌شده است به دست می‌آید.
 بازدهی حقوق صاحبان سهام (ROE): به صورت نسبت سود خالص به جمع حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید.
 اندازه هیئت‌مدیره (BORAD SIZE): از طریق لگاریتم طبیعی یک بعلاوه تعداد اعضا هیئت‌مدیره شرکت‌ها محاسبه می‌شود.
 استقلال هیئت‌مدیره (BORAD INDEPENDENCE): به صورت نسبت تعداد اعضا غیرموظف هیئت‌مدیره شرکت‌ها به تعداد کل اعضا هیئت‌مدیره به دست می‌آید.

۶- یافته‌های پژوهش

۶-۱- آمار توصیفی

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش در جدول شماره ۱ ارائه گردیده است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

انحراف معیار	کمینه	بیشینه	میانه	میانگین	نماد	نام متغیر
/029	0	/131	/034	/038	INV	شاخص کارایی سرمایه‌گذاری
/177	/252	1	/350	/415	Risk Index	افشای ریسک
/098	0	/633	/071	/102	DA	اقدام تعهدی اختیاری
/127	-410	/504	/081	/094	FCF	جریان وجوه نقد آزاد
1/52	10/35	19/06	13/88	14/10	SIZE	اندازه شرکت
/216	/014	2/315	/610	/610	LEV	اهرم بدهی
/512	0	3/891	2/77	2/696	AGE	سن
/689	-9/556	4/427	/324	/293	ROE	بازدهی حقوق صاحبان سهام
/280	-1/517	/732	/126	/080	GROWTH	رشد شرکت
/531	5	8	6	5/721	BORAD SIZE	اندازه هیئت‌مدیره
/192	0	1	/60	/587	BORAD INDEPENDENCE	استقلال هیئت‌مدیره

شاخص کارایی سرمایه‌گذاری دارایی میانگین ۰/۳۸ است که به مقدار انحراف از صفر درصد کمی است و نشان می‌دهد که شرکت‌ها انحراف از سرمایه‌گذاری کمی دارند. شاخص افشای ریسک شرکت‌ها دارای میانگین ۰/۴۱ است.

۶-۲- آمار استنباطی

مطابق فرضیه انتظار بر این بود که افشای ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر معناداری داشته باشد. همانطوریکه در جدول (۲) مشخص است، برای انتخاب مدل تحلیل داده و استفاده از داده‌های ترکیبی یا تابلویی از آزمون چاو استفاده گردید. آماره لیمر مؤید استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت برای مدل پژوهش است.

جدول ۲- آزمون انتخاب مدل تحلیل داده‌های پژوهش

نتیجه	آزمون هاسمن	آزمون چاو (F limer)
روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت انتخاب شد.	21/954 /015	000 2/02

برای آزمون ناهمسانی واریانس در این پژوهش از آزمون وایت استفاده شده است، نتایج آماره کای دو بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در مدل پژوهش است، بنابراین برای برازش مدل پژوهش از رویکرد حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده شده است. در جدول شماره (۳) نتایج حاصل از برازش مدل پژوهش، ارائه شده است. در مدل کارایی سرمایه‌گذاری به‌عنوان متغیر وابسته استفاده می‌شود.

در جدول شماره (۳) مقدار آماره F (1/90) در سطح معناداری (صفر) بیانگر معناداری مدل پژوهش است. علاوه بر آن مقدار آماره دوربین واتسون 21/2 است که حاکی از عدم وجود خودهمبستگی سریالی بین باقی‌مانده‌های مدل است. همچنین آماره VIF نشان‌دهنده عدم وجود هم خطی بین متغیرهاست.

شاخص کیفیت افشای ریسک (سطح معناداری ۰/۰۲۳) دارای رابطه معنادار و منفی با ناکارایی سرمایه‌گذاری است یعنی با افزایش افشای ریسک در گزارش‌های مالی سالیانه شرکت‌ها کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. این نتیجه مطابق با تحقیق لی و همکاران (۲۰۱۸) است. این یافته مخالف با فرضیه واگرایی است ولی با تئوری همگرایی قابل توضیح است. تئوری همگرایی پیش‌بینی می‌کند که مدیریت با کاهش هزینه نمایندگی از طریق افشای ریسک بیشتر، سرمایه‌گذاری بهینه انجام دهند. در این شرایط سرمایه‌گذاری بهینه از سطح مورد انتظار انحراف کمتری دارد و عدم تقارن اطلاعاتی نیز کاهش می‌یابد.

در خصوص متغیرهای کنترلی، متغیر اهرم بدهی (سطح معناداری صفر) دارای رابطه معناداری با کارایی سرمایه‌گذاری است، این یافته چنین استدلال می‌شود که با افزایش میزان بدهی بلندمدت شرکت‌ها، کارایی سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد.

همچنین متغیر سن شرکت نیز دارای رابطه معنادار و مستقیمی با کارایی سرمایه‌گذاری است، یعنی شرکت‌هایی که دارای سابقه طولانی‌تری در عضویت در بورس اوراق بهادار تهران هستند، کارایی سرمایه‌گذاری بیشتری نیز دارند. متغیر بازدهی حقوق صاحبان سهام نیز دارای رابطه منفی با کارایی سرمایه‌گذاری است. در خصوص سایر متغیرهای کنترلی نیز رابطه معناداری مشاهده نشده است.

جدول ۳- نتایج حاصل از برازش مدل پژوهش

نام متغیر	نماد	ضریب	آماره t	سطح معناداری	VIF
مقدار ثابت	C	0/110	1/232	0/219	
افشای ریسک	Risk Index	-0/043	-2/288	0/023	1/207
اقدام تعهدی اختیاری	DA	0/005	0/434	0/664	1/021
جریان وجوه نقد آزاد	FCF	0/001	0/046	0/964	1/165
اندازه شرکت	SIZE	-0/002	-0/509	0/611	1/193
اهرم بدهی	LEV	0/030	5/925	0/000	1/072
سن	AGE	-0/024	-2/209	0/028	1/089
بازدهی حقوق صاحبان سهام	ROE	0/003	5/627	0/000	1/070
رشد شرکت	GROWTH	-0/004	-0/619	0/537	1/028
اندازه هیئت‌مدیره	BORAD SIZE	0/008	0/635	0/526	1/047
استقلال هیئت‌مدیره	BORAD INDEPENDENCE	0/011	0/983	0/326	1/063
آماره F	1/901	ضریب تعیین			1/167
احتمال آماره F	000	دوربین - واتسون			2/21

۸- نتیجه‌گیری

مطابق تئوری قراردادهای کارا، مدیران باید از بین طرح‌های مختلف سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری با کمترین انحراف از سطح بهینه را انتخاب کنند، از طرفی عوامل مختلفی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارند. یکی از مهمترین عوامل افشای اطلاعات مالی است. افشای اطلاعات سبب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان تهیه‌کنندگان و استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی می‌شود. از جمله موارد مهم افشای اطلاعات، افشای اطلاعات مرتبط با ریسک شرکت هاست. در خصوص تأثیر افشای اطلاعات ریسک شرکت‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری دو فرضیه رقیب وجود دارد. مطابق فرضیه همگرایی افشای اطلاعات ریسک سبب کاهش مسئله نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی شده و درک سرمایه‌گذاران از شرایط مالی شرکت را افزایش داده و در نهایت سبب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت می‌شود، از طرفی مطابق فرضیه واگرایی، افشای اطلاعات ریسک از طریق افزایش فرصت طلبی مدیران سبب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی شده و تأثیر منفی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. لذا،

این پژوهش به بررسی تأثیر افشای ریسک شرکت‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. پس از بررسی ۶۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵، نتایج حاکی از آن است که افشای ریسک شرکت‌ها دارای رابطه معنادار و مستقیمی با کارایی سرمایه‌گذاری است یعنی با افزایش افشای ریسک کارایی سرمایه‌گذاری نیز افزایش می‌یابد. این نتیجه مطابق با فرضیه همگرایی است؛ یعنی مدیران با افزایش ارائه اطلاعات افشای ریسک شرکت‌ها، سعی در کاهش هزینه نمایندگی و مسئله عدم تقارن اطلاعاتی دارند؛ بنابراین افشای ریسک درک سرمایه‌گذاران از اطلاعات مالی افشا شده را افزایش می‌دهد و در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. این نتایج مطابق با تحقیق لی و همکاران (۲۰۱۸) است.

بنابراین بر اساس نتایج این پژوهش به سرمایه‌گذاران آتی پیشنهاد می‌شود برای کسب سرمایه‌گذاری پربازده به کیفیت اطلاعات ارائه‌شده توسط شرکت‌ها خصوصاً اطلاعات افشای ریسک توجه کنند. به پژوهشگران آتی نیز توصیه می‌شود به بررسی تأثیر افشای ریسک بر سایر تصمیمات مرتبط مدیریت که بر عملکرد و ارزش شرکت مرتبطاند بپردازند. همچنین با توجه به اینکه بانک‌ها و سایر واسطه‌گری مالی و لیزینگ از نمونه این پژوهش حذف‌شده‌اند به پژوهشگران توصیه می‌شود در آینده افشای ریسک و کارایی سرمایه‌گذاری را در این شرکت‌ها موردبررسی قرار دهند. با توجه به اینکه افشای ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری دارد به تدوین‌کنندگان مقررات توصیه می‌شود در ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها به موضوع کیفیت افشای ریسک شرکت‌ها توجه کنند. علاوه بر آن وجود مکانیسم‌های نظارتی فعال در شرکت‌ها مانند هیئت‌مدیره و کمیته ریسک آن‌ها نیز می‌تواند در جهت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش فرصت‌طلبی مدیران در جهت افزایش کارایی سرمایه‌گذاری مؤثر باشد. به شرکت‌ها نیز توصیه می‌شود که با افزایش کیفیت گزارش ریسک شرکت، به افزایش کیفیت گزارش‌های مالی خود توجه کنند تا از این طریق بتوانند سرمایه‌گذاری خود را به مرز کارایی برسانند.

فهرست منابع

- * آقای، محمدعلی؛ حسن‌زاده، بهروز (۱۳۹۷). مقایسه پذیری حسابداری و تأثیر آن بر کارایی سرمایه‌گذاری، مجله دانش حسابداری، دوره نهم، شماره ۲، ۳۴-۷.
- * بادآور نهندی، یونس؛ تقی‌زاده خانقاه وحید (۱۳۹۲). بررسی ارتباط بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۰(۲)، ۴۲-۱۹.
- * برادران حسن‌زاده، رسول؛ محرومی، رامین (۱۳۹۶). تأثیر افشای ریسک بر پیش‌بینی قیمت سهام به‌وسیله سود و ارزش شرکت‌ها، راهبرد مدیریت مالی، سال پنجم، شماره نوزدهم، ۲۰۹-۱۸۹.
- * حاجیه‌ها، زهره؛ جعفری. سید محبوبه؛ رنجبر ناوی، رستم (۱۳۹۷). بررسی اثر شکاف قیمتی و گزینش نادرست به‌عنوان معیارهای عدم تقارن اطلاعاتی بر سطح نگهداشت وجه نقد. ۲۷(۷)، ۲۲۴-۲۰۷.

- * خدایی وله زاقرد، محمد؛ یحیایی، منیره (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، مجله حسابداری مدیریت، شماره پنج، سال سوم، ۱۵-۱.
- * شهسواری، معصومه؛ سلمانی، رسول وحید (۱۳۹۷). بررسی پیامدهای اقتصادی مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها (با تأکید بر کارایی سرمایه‌گذاری)، دانش سرمایه‌گذاری، شماره ۲۷، سال هفتم، ۲۴۰-۲۲۵.
- * فخاری، حسین، و رسولی، شادی (۱۳۲۹). بررسی اثر محافظه‌کاری و کیفیت اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری. پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال دوم، شماره ۸، ۸۱-۱۰۰.
- * فرید، داریوش، و قدک فروشان، مریم (۱۳۹۷). بررسی تأثیر نوع تامین مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری با تأکید بر ارزش شرکت. دانش سرمایه‌گذاری، سال هفتم، شماره ۲۷، ۱۲۶-۱۰۳.
- * فروغی، داریوش؛ امیری، هادی و ساکیانی، امین. (۱۳۹۵). توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی. پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال ششم، شماره ۲۱، صص ۸۹-۶۳.
- * فروغی، داریوش، و صادقی، محسن. (۱۳۸۹). رابطه محافظه‌کاری و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات حسابداری، ۲۷، ۱۳۹-۱۵۸.
- * کرمی، غلامرضا؛ مرادی جز، محسن و محسنی نامقی، داوود. (۱۳۹۴). کیفیت گزارشگری مالی، سررسید بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، سال هفتم، شماره اول، صص ۹۳-۱۰۰.
- * گودرزی، احمد؛ بابازاده شیروان، هانی. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی‌ها با کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، ۲۷، ۱۰۵-۱۱۷.
- * مدرس، احمد؛ حصار زاده، رضا (۱۳۸۷)، رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال اول، شماره ۲.
- * محمودآبادی، حمید؛ مهتری، زهرا (۱۳۹۰). رابطه بین محافظه‌کاری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پیشرفت‌های حسابداری، ۳(۲)، ۱۴۰-۱۱۳.
- * مشایخی، ب؛ محمد پور، ف. (۱۳۹۳). کیفیت گزارشگری مالی، سررسید بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری، فصلنامه راهبرد مدیریت مالی، ۲(۴)، ۱۴-۱.
- * نمازی، محمد؛ ابراهیمی میمند، مهدی. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی بر افشای ریسک. فصلنامه حسابداری مال، شماره ۳۰، صص ۳۹-۱.
- * نمازی، محمد؛ ابراهیمی میند، مهدی. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی بر افشای ریسک. فصلنامه حسابداری مال، شماره ۳۰، صص ۳۹-۱.
- * وکیلی فرد، حمیدرضا؛ کوهرمزی، شیر و طالب پور اصل، رزگار. (۱۳۹۲). بررسی رابطه سطح افشای مدیریت ریسک با حجم معاملات و قیمت. ماهنامه بورس، شماره ۱۰۳، صص ۷۳-۶۶.

- * هاشمی، عباس؛ صمدی، سعید؛ هادیان، ریحانه. (1393). اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، 44، 117-143.
- * Beattie, V., McInnes, B., & Fearnley, S. (2004). A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: A comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. *Accounting Forum*, 28(3), 205-236.
- * Biddle, G., Hilary, G. & Verdi, R.S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2): 112-131.
- * Botosan, C. A. (2004). Discussion of a framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, 39(3), 289-295.
- * Campbell, J., Chen, L. H., Dhaliwal, D. S., Lu, H., & Steele, L. B. (2014). The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 396-455.
- * Chen, F., O.-K. Hope, Q. Li, and X. Wang. 2011. Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86(4), 1255-1288.
- * Elbannan, M. A., & Elbannan, M. A. (2015). Economic consequences of bank disclosure in the financial statements before and during the financial crisis: Evidence from Egypt. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 30(2), 181-217.
- * Cao, Y., Wang, J., & Yu, L. (2012). An empirical study on corporate social responsibility information disclosure and investment efficiency. *Management World*, 12, 183-185.
- * Gomariz, M. C., Ballesta, J. P. (2013). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking & Finance*, www.elsevier.com/locate/jbf.
- * Habib, A., Hasan, M. (2016). Managerial talent, investment efficiency and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 32, 262-274.
- * Hope, O., Hu, D., & Lu, H. (2014). The Benefits of Specific Risk-Factor Disclosures. *Rotman School of Management. Working Papers*.
- * García Lara, J., Osma, Beatriz, & Penalva, F. Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.07.003>.
- * Kothari, S. P., Wysocki, P. D., & Shu, S. (2009). Do managers withhold bad news? *Journal of Accounting Research*, 47(1), 241-276.
- * Li, F. (2006). Do stock market investors understand the risk sentiment of corporate annual reports?. *Working Papers*.
- * Yanqiong Li, Jie He, Min Xiao, Risk Disclosure in Annual Reports and Corporate Investment Efficiency. *International Review of Economics and Finance* (1970), doi:10.1016/j.iref.2018.08.021.
- * Lev, B. (1988). Towards a theory of equitable and efficient accounting policy. *The Accounting Review*, 63(1), 1-22.
- * Liang, W., Lin, H., & Syu, Y. (2010). Precision of investor information and financial disclosure. *International Review of Economics & Finance*, 19(4), 627-632.
- * Linsley, P. M. & Shrive, P. J. 2006. Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *The British Accounting Review*, 38(4): 387-404.
- * Miihkinen, A. (2012). What drives the quality of firm risk disclosure? *The International Journal of Accounting*, 47(4), 437-468.
- * 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(2), 312-331.

- * Richardson, S. (2006). "Over-investment of free cash flow". *Review of Accounting Studies*. Vol. 11(1), PP. 159–189.
- * Roulstone, D. T. (1999). Effect of SEC financial reporting release No. 48 on derivative and market risk disclosures. *Accounting Horizons*, 13(4), 343–363.
- * Solomon, J. F., Solomon, A., & Norton, S. D. (2000). A conceptual framework for corporate risk disclosure emerging from the agenda for corporate governance reform. *The British Accounting Review*, 32, 447–478.
- * Slovic, P., Fischhoff, B., & Lichtenstein, S. (1981). Facts and fears, social perception of risk. *Advances in Consumer Research*, 8(1), 497–502.
- * Verdi, R. S. (2006). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=930922>.

یادداشت‌ها

¹. The convergence hypothesis