

## بررسی افشای موثر فاکتورهای ریسک و استراتژی های سرمایه گذاری شرکتها

### دکتر آناهیتا زندی

استادیار گروه حسابداری، واحد شهر قدس، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

zandi\_anna@yahoo.com

### فریبرز انصافی

کارشناسی ارشد مدیریت مالی، موسسه آموزش عالی پرندک، ساوه، ایران. (نویسنده مسئول).

fariborzansafi@gmail.com

### سید محمد چراغی

کارشناسی ارشد مدیریت مالی، موسسه آموزش عالی پرندک، ساوه، ایران.

mohamadcheraghi13781999@gmail.com

### چکیده

در این پژوهش چگونگی تأثیرگذاری افشای ریسک بر استراتژی های سرمایه گذاری شرکتها طی سالهای ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۲ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان می دهند که هرچه افشای ریسک در گزارشات سالیانه بالاتر باشد، کارایی سرمایه گذاری شرکتها نیز بالاتر خواهد بود. علاوه بر این، در این پژوهش نمونه به دو گروه تقسیم گردید: سرمایه گذاری بیش از حد و کمتر از حد. در واقع ضریب افشای موثر ریسک بصورت معناداری در گروه سرمایه گذاری بیش از حد منفی است، در حالیکه در گروه سرمایه گذاری کمتر از حد اینگونه نیست. نتایج به دست آمده از بحث همگرایی<sup>۱</sup> در مورد افشای ریسک حمایت می کند.

**کلمات کلیدی:** افشای ریسک، کارایی سرمایه گذاری، سرمایه گذاری بیش از حد، سرمایه گذاری کمتر از حد.

### مقدمه

داشتن استراتژی نیاز حیاتی هر کسب و کاری محسوب می شود. هر شرکتی برای آغاز یک مسیر جدید و حرکت به سمت ناشناخته ها نیازمند نقشه ی راهی است که استراتژی یا راهبرد نامیده می شود. زمانی که یک سازمان هدفها، سیاستها و زنجیره ی عملیاتی خود را در قالب یک مجموعه به هم پیوسته با یکدیگر ترکیب کند، یک الگویی ایجاد می شود که به آن استراتژی گویند. اگر سازمان بتواند استراتژی خود را بر پایه ی توانمندیها و نارسایی های نسبی خود، افشای موثر فاکتورهای ریسک و دگرگونی های محیطی پیش بینی شده، و حرکت های اقتضایی رقبا ی هوشمند خود تنظیم نماید، می تواند منابع خود را به درستی به کار برده و آنها را در مسیر الگوی خود هدایت کند. برنامه های استراتژیک زمانی موفق هستند که منجر به رشد کسب و کار، موقعیت رقابتی قوی و بهبود عملکرد مالی و افزایش کارایی سرمایه گذاری شوند (ایکلز و همکاران، ۲۰۱۴).

پیش بینی ریسک، رفتار مدیران سرمایه گذاری را تحت تأثیر قرار می دهد. از این رو، هر اطلاعاتی در خصوص ریسک یک شرکت برای سرمایه گذاران، مفید خواهد بود (نمازی، ۱۳۹۵). مادامی که افشای اطلاعات از طریق کاهش دادن عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۲</sup> و مشکلات نمایندگی بین سرمایه گذاران و شرکتها، باعث بهبود کارایی سرمایه گذاری شرکتها شود، ویژگی افشای ریسک اهمیت پیدا می کند (اسلوویک، ۱۹۸۱).

<sup>1</sup> Convergence

<sup>2</sup> Information asymmetry

فرضیه‌ی همگرایی، همگنی<sup>۱</sup> اطلاعات ریسک را در مقایسه با اطلاعات دیگر در گزارش‌های سالیانه بررسی می‌کند و با افزایش دادن اطلاعات عمومی در دسترس سرمایه‌گذاران<sup>۲</sup>، تفسیر کردن ریسک و اتفاقات غیرمنتظره و کاهش دادن درک ریسک<sup>۳</sup> سرمایه‌گذاران، کارآیی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را افزایش می‌دهند (هپ و همکاران، ۲۰۱۴). برعکس، فرضیه‌ی واگرایی<sup>۴</sup> از ناهمگنی (ناهمگونی)<sup>۵</sup> اطلاعات ریسک حمایت می‌کند که با استفاده از افشای ریسک و اتفاقات غیرمنتظره و افزایش درک ریسک سرمایه‌گذاران، کارآیی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را کاهش می‌دهد (لی، ۲۰۰۶؛ کراوت و مولسو، ۲۰۱۳؛ کمپیل و همکاران، ۲۰۱۴). با این وجود، مشخص نیست که آیا فرضیه‌ی همگرایی یا واگرایی در توصیف تأثیر افشای ریسک (به عنوان راهبرد کسب و کار) بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، دارای انسجام زیاد هستند یا خیر. با توجه به مطالب مطرح شده و با در نظر گرفتن این مطلب که در مطالعات پیشین داخلی به این موضوع پرداخته نشده است، مطالعه و بررسی موضوع پژوهش از اهمیت ویژه‌ای برخوردار خواهد بود زیرا باعث افزایش آگاهی و دانش در زمینه شناسایی عوامل موثر بر کارایی سرمایه‌گذاری و راهبرد های کسب و کار شرکت‌ها خواهد شد. بخش دوم این مقاله به تبیین مبانی نظری و پیشینه پژوهش های صورت گرفته اختصاص دارد. بخش سوم شامل ارائه فرضیه‌ها می‌باشد. در بخش چهارم، روش پژوهش و در بخش پنجم تحلیل آماری و نتایج آزمون فرضیه‌ها بیان می‌شود و در نهایت، نتیجه‌گیری و بحث ارائه می‌گردد.

## مبانی نظری

### اطلاعات، ریسک‌ها و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها

اطلاعات، اولین عامل تعیین کننده‌ی کارآیی و سودمندی سرمایه‌گذاری می‌باشد. عموماً سرمایه‌گذاری ناکارا و غیر مؤثر شرکت‌ها با میزان عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می‌یابد (بادآور و همکاران، ۱۳۹۲)، در حالی که اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا می‌تواند کارآیی سرمایه‌گذاری را از طریق بهبود قراردادهای و نظارت و همچنین کاهش مخاطرات اخلاقی (کژمنشی)<sup>۶</sup>، و انتخاب بد و نامساعد (کژگزینی)، افزایش دهد (هیلی و پالپو، ۲۰۰۱). جایدیپ و همکاران (۲۰۱۶)، متوجه شدند که عدم تقارن اطلاعاتی، قانون ساکس (SOX - ساربنز اُکسلی)، را کاهش داده و اینکه حساسیت<sup>۷</sup> بین سرمایه‌گذاری و جریان وجوه نقد<sup>۸</sup> نیز کاهش می‌یابد. محققان زمانی که اطلاعات را به مقوله‌های مختلف تقسیم می‌کنند متوجه می‌شوند که افشای اطلاعات خاص از طریق کاهش دادن همزمانی قیمت سهام، کارآیی سرمایه‌گذاری را افزایش داده (دورنو و همکاران، ۲۰۰۴)، افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها و بیش سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری بیش از حد)<sup>۹</sup>، را حفظ کرده و کارآیی سرمایه‌گذاری را بالا می‌برد (چائو و همکاران، ۲۰۱۲)، و افشای اطلاعات غیر مالی، محدودیت‌های مالی را کاهش داده و سپس سرمایه‌گذاری نامکفی (کم سرمایه‌گذاری)<sup>۱۱</sup> را افزایش می‌دهد (چنگ و همکاران، ۲۰۱۲).

<sup>1</sup> Homogeneity

<sup>2</sup> Investors

<sup>3</sup> Perception risk

<sup>4</sup> Divergence hypothesis

<sup>5</sup> Heterogeneity

<sup>6</sup> Moral hazard

<sup>7</sup> Sensitivity

<sup>8</sup> Investment-cash flow

<sup>9</sup> Corporate social responsibility

<sup>10</sup> Overinvestment

<sup>11</sup> Underinvestment

ریسک، عامل تعیین کننده‌ی مهم دیگر در کارآیی سرمایه‌گذاری می‌باشد. پانوسی و پاپانیکولاو (۲۰۱۲)، نشان دادند که مکانیسم ریسک‌ویزه‌ی شرکت‌ها از نظر تامین هزینه‌های نهایی<sup>۱</sup> از منابع خارجی (مالیه‌ی خارجی)<sup>۲</sup>، ارتباطی منفی با سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. آنها متوجه شدند که دستیابی به تأمین مالی از منابع خارجی زمانی که ریسک خاص شرکت‌ها افزایش پیدا می‌کند، برای شرکت دشوار خواهد بود؛ و این امر دستیابی شرکت به جریان‌های نقدی اضافه را تحت تأثیر قرار داده و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را محدود می‌کند. گولن و آیون (۲۰۱۶)، ارتباط منفی شدیدی را بین سرمایه‌گذاری ثابت در سطح شرکت و سطح مجموع عدم قطعیت<sup>۳</sup> مربوط به سیاست آینده و پیامدهای نظارتی، به اثبات رساندند. کیم و کونگ (۲۰۱۷)، نشان دادند که اختلاف دارایی‌های دوباره تخصیص یافته<sup>۴</sup>، ارزش‌های انحلال (تسویه)<sup>۵</sup> را تحت تأثیر قرار داده و از اینرو باعث می‌شود شرکت‌ها در مورد تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری که با عدم قطعیت گرفته می‌شوند، محتاط‌تر باشند. با این وجود، بائوم و همکاران (۲۰۱۰) دریافتند که عدم قطعیت احتمالاً باعث افزایش تصمیم‌گیری‌های مربوط به سرمایه‌گذاری شرکت می‌شود در حالی که لیهی و وایتد (۱۹۹۵)، هیچ ارتباط قابل توجهی بین عدم قطعیت و تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری پیدا نکردند. بنابراین، تأثیر ریسک بر کارآیی سرمایه‌گذاری توسط ناهمگونی ریسک مشخص می‌شود. ونگ (۲۰۱۷)، محیط نامتقارنی پیدا کرد که نشان می‌داد، میزان به اشتراک‌گذاری ریسک به نرخ‌های فاقد ریسک و بازده پیش بینی شده در پروژه‌ی ریسک‌دار بستگی دارد.

هیچ ادبیات پژوهشی در مورد تحقیقات مربوط به تأثیر افشای ریسک به عنوان راهبرد کسب و کار بر کارآیی سرمایه‌گذاری، وجود ندارد. در این پژوهش استدلال می‌شود که اطلاعات ریسک می‌تواند با استفاده از تأثیرگذاری بر شفافیت اطلاعات، کارآیی سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد. علاوه بر این، اطلاعات ریسک فاکتورهای ریسک را که متغیرهای مهمی در عملکرد سرمایه‌گذاری هستند، فاش می‌کند (لی و همکاران، ۲۰۱۸).

## افشای اطلاعات ریسک

اطلاعات ریسک دارای ویژگی‌های دوگانه است، یعنی ویژگی‌های ریسک عمومی<sup>۶</sup> و ویژگی‌های ریسک خاص<sup>۷</sup>. افشای ریسک برای اطلاعات عمومی، همگراتر می‌باشد. با افزایش یافتن کیفیت گزارش ریسک، شرکت‌ها افشای اطلاعات ریسک را بهبود می‌بخشند که نتیجه‌ی آن، افزایش شفافیت اطلاعات می‌باشد (رول استون، ۱۹۹۹). علاوه بر آن، اگر کیفیت اطلاعات ریسک بدتر شود، افشای آن، قابلیت‌خوانا بودن آن را کاهش داده و درک گزارشات سالیانه را دشوارتر می‌سازد. از این رو، تأثیر افشای اطلاعات ریسک بر شفافیت اطلاعات، مبهم است.

تحقیق درباره‌ی عوامل تعیین کننده‌ی افشای ریسک نشان می‌دهد که شرکت‌ها ممکن است تمایلی به افشای اطلاعات ریسک نداشته باشند چون رقبا می‌توانند از طریق افشا به اطلاعات محرمانه<sup>۸</sup> دست پیدا کنند، و شاید اطلاعات ریسک، مغایر با بازار باشد و یا شرکت‌ها به دلیل هزینه‌های مالکانه<sup>۹</sup>، تمایلی به افشای اطلاعات ریسک نداشته باشند (ورکچیا، ۱۹۸۳). با این وجود، شرکت‌ها زمانی که هزینه‌های دادخواهی (هزینه‌های ناشی از طرح دعوی حقوقی)<sup>۱۰</sup> بالا هستند، به طور داوطلبانه اقدام به افشای ریسک می‌کنند (باگینسکی و همکاران، ۲۰۰۲). علاوه بر این، افشای ریسک با ریسک

<sup>1</sup> Marginal costs

<sup>2</sup> External finance

<sup>3</sup> Uncertainty

<sup>4</sup> Redeploying assets

<sup>5</sup> Liquidation values

<sup>6</sup> General risk

<sup>7</sup> Specific risk

<sup>8</sup> Confidential information

<sup>9</sup> Proprietary costs

<sup>10</sup> Litigation costs

ذاتی شرکت‌ها، همبستگی مثبت دارد. بنابراین، هزینه‌های مالکانه و ریسک ذاتی<sup>۱</sup>، اولین عوامل تعیین کننده‌ی افشای ریسک شرکت‌ها می‌باشند. (کمپیل و همکاران، ۲۰۱۴).

این دیدگاه‌ها، در میان مطالعه‌های مربوط به پیامدهای اقتصادی افشای ریسک، دیدگاه‌های متفاوتی هستند. بحث واگرایی بررسی می‌کند که افشای ریسک، درک ریسک سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد. لی (۲۰۰۶)، دریافت که افشای ریسک، ریسک عملیاتی رو به پایین را فاش می‌کند و افشای ریسک بالا منجر به هزینه‌ی بالاتر سرمایه<sup>۲</sup> به سبب نرخ بازده<sup>۳</sup> بالاتر مورد نیاز سرمایه‌گذاران می‌شود. کراوت و مولسو (۲۰۱۳)، دریافتند که افزایش و توسعه‌ی افشای ریسک در گزارشات سالیانه، نوسان<sup>۴</sup> بازده سهام و حجم تجاری<sup>۵</sup> را افزایش داده و منجر به این امر می‌شود که تحلیلگران<sup>۶</sup>، فرضیه واگرایی را پیش بینی کرده و اصلاحاتی در این خصوص انجام دهند. کمپیل و همکاران (۲۰۱۴)، متوجه شدند که افشای ریسک در گزارشات سالیانه، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داده و درک ریسک سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد. یائو و ژائو (۲۰۱۶)، دریافتند که بیشتر ریسک‌های عمومی، مالی<sup>۷</sup> و عملیاتی<sup>۸</sup> که در اطلاعیه‌ها افشا می‌شوند، قیمت گذاری اشتباه<sup>۹</sup> عرضه‌ی عمومی اولیه<sup>۱۰</sup> آنها پایین تر و نقدینگی شان<sup>۱۱</sup> بالاتر است. از اینرو، پیامدهای اقتصادی افشای ریسک هم در اطلاعات و هم در ریسک وجود دارند. اگرچه یائو و ژائو (۲۰۱۶)، از بحث همگرایی در بررسی افشای ریسک از اطلاعیه‌ها حمایت می‌کند، اما مشخص نیست که آیا افشای ریسک از گزارشات سالیانه با بحث همگرایی سازگاری و مطابقت دارد یا آیا تأثیر آن بر کارایی سرمایه‌گذاری، بررسی نشده باقی می‌ماند.

### پیشینه پژوهش

لی و همکاران (۲۰۱۸)، در پژوهشی به بررسی رابطه افشای ریسک در گزارشات سالیانه و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداختند. نتایج نشان داد که هرچه فراوانی افشای ریسک در بخش‌های "ریسک فاکتورهای<sup>۱۲</sup> مهم و بحث و تحلیل مدیریت (تجزیه و تحلیل مدیران یا آنالیز بخش گزارشات سالیانه)<sup>۱۳</sup> بالاتر باشد، کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نیز بالاتر خواهد بود. در تجزیه و تحلیل‌های بعدی مشخص شد که تأثیر افشای ریسک بر کارایی شرکت‌ها در لحن افشای مثبت‌تر<sup>۱۴</sup> یا کلیدواژه‌های بیشتر درباره‌ی مقوله‌ی سرمایه‌گذاری و همچنین تقاضای<sup>۱۵</sup> بیشتر برای اطلاعات و توانایی بهتر پردازش اطلاعات<sup>۱۶</sup> از سرمایه‌گذاران<sup>۱۷</sup>، چشمگیرتر می‌باشد.

الود (۲۰۱۷)، به بررسی رابطه بین تخصص حسابرس با کیفیت اطلاعات حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته است. کیفیت کارایی سرمایه‌گذاری و اثر آن بر کیفیت اطلاعات حسابداری در کشور تونس دارای اهمیت بالایی است.

<sup>1</sup> Inherent risk

<sup>2</sup> Capital

<sup>3</sup> Rate of return

<sup>4</sup> Volatility

<sup>5</sup> Trading volume

<sup>6</sup> Analysts

<sup>7</sup> Financial

<sup>8</sup> Operational

<sup>9</sup> Underpricing

<sup>10</sup> IPO ( initial public offering )

<sup>11</sup> Liquidity

<sup>12</sup> Risk factors

<sup>13</sup> Management Discussion & Analysis (MD&A)

<sup>14</sup> Disclosure tone

<sup>15</sup> Demand

<sup>16</sup> Information processing

<sup>17</sup> Investors

افزایش یا کاهش تخصص حسابرس بر ممیزی داخلی شرکت ها و کیفیت اطلاعات حسابداری تاثیر گذار است. نتایج نشان داده است که کیفیت اطلاعات حسابداری به کاهش مشکل سرمایه گذاری بیش از حد کمک نموده است همچنین به طور مشابه، تخصص حسابرس برای بهبود بهره وری سرمایه گذاری و کاهش مشکل کم سرمایه گذاری تاثیر گذار است. همچنین بین کارایی سرمایه گذاری، تخصص حسابرس و کیفیت اطلاعات حسابداری ارتباط مثبت وجود دارد.

دوتا و نزلوبین (۲۰۱۶)، به بررسی رابطه بین افشای اطلاعات و کارایی سرمایه گذاری پرداختند. آنها دریافتند که کارایی سرمایه گذاری، بدون هیچ ابهامی با درک افشا افزایش می یابد و این امر زمانی اتفاق می افتد که اطلاعات مربوط به سهام سرمایه آینده افشا شوند (به عبارت دیگر، ترازنامه<sup>۱</sup>). برعکس، کارایی سرمایه گذاری با سطح متوسطی از درک افشا در مورد جریان های نقدی آینده به حداکثر می رسد (به عبارت دیگر، درآمد<sup>۲</sup>).

داو و همکاران (۲۰۰۵)، به بررسی رابطه جریان وجوه نقد و سرمایه گذاری شرکت ها پرداختند. آنها دریافتند که جریان وجوه نقد، سرمایه گذاری شرکت ها را تحت تاثیر قرار می دهد. هم چنین نوسان اطلاعات ریسک بر عدم قطعیت کارایی سرمایه گذاری تاثیر گذاشته و منجر به تضمین ارتباط آنها در اکتشافات بعدی می شود.

خانقاه و بادآور نهندی (۱۳۹۷)، در پژوهشی به بررسی ارتباط بین کارایی سرمایه گذاری و خطر سقوط قیمت سهام با تاکید بر عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند. نتایج حاصل از فرضیه اول پژوهش نشان داد که بین کارایی سرمایه گذاری و خطر سقوط قیمت سهام ارتباط مثبت وجود دارد. در پژوهش آنها شرکت های نمونه از طریق شاخص رقابت بازار محصول و هزینه تبلیغات تقسیم بندی شدند. شرکت های با رقابت پایین و هزینه تبلیغات بالا نشان دهنده عدم تقارن اطلاعاتی بالا هستند. نتایج فرضیه دوم نشان داد که ارتباط مثبت بین کارایی سرمایه گذاری و خطر سقوط قیمت سهام در شرکت های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا به نسبت عدم تقارن اطلاعاتی پایین شدیدتر است.

نمازی (۱۳۹۵)، به بررسی چگونگی افشای ریسک در گزارش سالانه شرکت ها و عوامل موثر بر آن پرداخت. داده های حاصل از تحلیل محتوا با استفاده از آزمون های مقایسه ای مورد بررسی قرار گرفت و نتایج نشان داد شرکت ها به طور معناداری به ارائه اطلاعات گذشته نگر در مقایسه با آینده نگر، کیفی در مقایسه با کمی و افشای منابع ریسک در مقایسه با مدیریت ریسک گرایش دارند. هم چنین در بررسی عوامل موثر 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.

ثقفی (۱۳۹۰)، به بررسی کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد پرداخته است. نتایج بدست آمده حاکی از آن است که هر چه کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت ها بالاتر باشد، مساله سرمایه گذاری بیش از حد، کم تر به وجود می آید و این رابطه در شرکت هایی با جریان های نقد آزاد بالا بیش تر رخ می دهد و تاثیر کاهش سرمایه گذاری بیش از حد از طریق کیفیت اطلاعات حسابداری در این شرکت ها به مراتب بیش تر است.

### فرضیه های پژوهش

فرضیه ی همگرایی، فرض می کند که اطلاعات ریسک، ناهمگونی کمی دارد. شرکت ها دارای شفافیت بالای اطلاعات بوده و سرمایه گذاران، درک ریسک پایینی دارند. پس از اینکه کیفیت گزارش ریسک اصلاح می شود، شفافیت اطلاعات افزایش می یابد (رول استون، ۱۹۹۹)، و کارایی سرمایه گذاری با کاهش دادن عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی افزایش می یابد.

<sup>1</sup> Balance sheet

<sup>2</sup> Earnings

این فرضیه چند جنبه دارد. اول اینکه، اعلان مدیریت درباره‌ی ریسک‌های شرکتی نشان می‌دهد که شرکت در چارچوبی متعارف و منطقی سرمایه‌گذاری می‌کند (کمپبل و همکاران، ۲۰۱۴). ریسک‌های افشا شده، وضعیت ریسک شرکتی را به روز رسانی کرده و در عین حال، ریسک فاکتورهای ناشناخته‌ای که عرضه‌ی اطلاعات عمومی را افزایش می‌دهند، را فاش می‌کنند.

همچنین اعتماد به نفس مدیران در مدیریت ریسک‌ها را نشان می‌دهند که درک سرمایه‌گذاران از شرکت را افزایش داده و با بالا بردن نظارت بر رفتار سرمایه‌گذاری، فرصت طلبی مدیریت را در سرمایه‌گذاری کاهش می‌دهد. دوم اینکه، افشای ریسک بیشتر، نگرش محتاطانه‌ی مدیریت را بازتاب می‌کند. مدیران زمانی که محیط را پر از ریسک و عدم قطعیت می‌بینند، پروژه‌ی برتر را به پروژه‌ی پایین‌تر ترجیح داده و به گرفتن تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه تشویق می‌شوند که مشکلات نمایندگی بین سهامداران کنترل‌کننده<sup>۱</sup> و سهامداران اقلیت<sup>۲</sup> را به خوبی اداره کنند. سوم اینکه، افشای ریسک برای اینکه سرمایه‌گذاران، نوسان سود در آینده را شناسایی کنند، مفید می‌باشد؛ از اینرو، افشای ریسک می‌تواند جبران خسارت ضروری آنها برای ریسک‌ها را کاهش داده و منجر به قیمت‌گذاری دقیق‌تر شود (بیدل و هیلاری، ۲۰۰۶). افزون بر آن، افشای اطلاعات با کیفیت بالا می‌تواند هزینه‌ی خارجی سرمایه و تقاضای سرمایه‌ی اضافی ناشی از قیمت‌گذاری نادرست موقتی را کاهش داده، به شرکت‌های برتر در دستیابی به مقدار بهینه‌ی سرمایه کمک کرده، بیش سرمایه‌گذاری را کم ارزش کرده و سرمایه‌گذاری نامکفی را کاهش می‌دهد که این موارد، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهند (هیلی و پالپو، ۲۰۰۱؛ وانگ، ۲۰۱۷؛ بیدل و هیلاری، ۲۰۰۶). از اینرو، فرضیه‌ی همگرایی را مطرح می‌شود:

**فرضیه‌ی ۱:** کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با افشا کردن اطلاعات ریسک بیشتر در گزارش‌های سالیانه، افزایش می‌یابد.

در فرضیه واگرایی، مطرح می‌شود که اطلاعات ریسک دارای ناهمگونی شدیدی است. شرکت‌ها دارای شفافیت اطلاعاتی کمی هستند و سرمایه‌گذاران دارای درک ریسک بالا هستند. دشواری در تعیین کمیت اطلاعات ریسک با افزایش دادن درک ریسک شرکت کنندگان در بازار، موجب ترس آنها از ریسک‌های ناشناخته می‌شود (کراوت و مولسو، ۲۰۱۳).

عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها با عدم قطعیت محیط اطلاعاتی و افزایش دشواری درک افشای ریسک تشدید می‌شود (کمپبل و همکاران، ۲۰۱۴)، به دلیل اینکه سرمایه‌گذاران نمیتوانند موقعیت‌های واقعی یک شرکت را تشخیص داده و قضاوت کنند. زمانی که یک شرکت، اطلاعات ریسکی مهمی را فاش می‌کند، سرمایه‌گذاران متوجه می‌شوند که شرکت با ریسک‌های بزرگی رو به رو شده و برای جلوگیری از ریسک‌های ناشناخته یا حتی صرفنظر کردن از مالکیت سهامشان باید جبران خسارت کنند. هزینه‌ی زیاد سرمایه یا سرمایه‌ی ناکافی باعث سرمایه‌گذاری نامکفی می‌شود. افشای ریسک ممکن است مشکلات نمایندگی را تشدید کند. مدیر شرکت که موقعیت عملیاتی واقعی شرکت را بهتر از بقیه می‌داند، ممکن است اطلاعات ریسک را مخفی یا افشا کند تا برای منافع شخصی خودش، تصمیمات سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار دهد که این امر می‌تواند برای کارایی سرمایه‌گذاری، نامطلوب و نامناسب باشد. بر این اساس، ما فرضیه‌ی واگرایی را مطرح می‌کنیم:

**فرضیه‌ی ۲:** کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، با افشای بیشتر اطلاعات ریسک در گزارش‌های سالیانه، کاهش می‌یابد.

## روش پژوهش

<sup>1</sup> Controlling shareholders

<sup>2</sup> Minority shareholders

در این پژوهش روش پژوهش مورد استفاده، رگرسیون چند متغیره بوده که با الگو برداری از پژوهش یانکیونگ لی و هکاران (۲۰۱۸)، انجام می شود.

جامعه آماری در این تحقیق شامل کلیه شرکت‌هایی می‌باشند که در بازه زمانی ۱۳۹۷-۱۴۰۲ در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته‌اند. نمونه آماری این تحقیق آن دسته از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار هستند که از طریق غربالگری و با توجه به محدودیت‌های زیر انتخاب می‌شوند:

۱. نمونه تغییر سال مالی نداشته باشد به عبارتی پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد. اگر شرکت‌ها تغییر سال مالی داشته باشند داده‌ها در بازه زمانی مشخصی برای انجام تحقیق قرار نمی‌گیرند.
۲. قبل از سال ۱۳۹۷ در بورس پذیرفته شده و تا پایان دوره تحقیق در بورس فعال باشند. اگر در دوره زمانی در بورس نباشد نمی‌توانیم از اطلاعات آنها جهت انجام تحلیل داده‌ها استفاده کنیم.
۳. اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها برای مطالعات و محاسبات تحقیق، در طول دوره در دسترس باشد.
۴. بیش از ۳ ماه وقفه معاملاتی نداشته باشند. در صورتی که فعالیتی نداشته باشند نمی‌توانند متغیرهای ما را پوشش دهند.
۵. شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها) از نمونه آماری حذف گردیدند. به دلیل تفاوت فعالیت‌ها و صورتهای مالی حذف می‌گردند.

از میان جامعه آماری تنها ۱۵۰ شرکت در ۶ سال تمام معیارهای مذکور را احراز کرده‌اند و لذا از آنها به عنوان نمونه در پژوهش حاضر استفاده شده است.

### مدل پژوهش

مدل پژوهش برگرفته از پژوهش چائو (۲۰۱۲)، به صورت زیر برآورد شده است:

$$Absinvest(Overinvest \text{ or } Underinvest) = \beta_0 + \beta_1 HighRiskdisct_{it} + \beta_2 Controls_{i,t} + \varepsilon$$

مدل (۱)

### متغیرها و نحوه محاسبه آنها

#### متغیر وابسته

متغیر وابسته، Absinvest (بیش سرمایه‌گذاری (overinvest) کم سرمایه‌گذاری یا سرمایه‌گذاری نامکفی (underinvest)) می‌باشد که کارایی سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد. طبق پژوهش ریچاردسون (۲۰۰۶)، کارایی سرمایه‌گذاری را تخمین زده و هزینه‌های سرمایه‌گذاری را به دو قسمت تقسیم می‌کنیم: یک قسمت، هزینه‌های مربوط به نگهداری دارایی‌های روزانه و هزینه‌های سرمایه‌گذاری پیش‌بینی شده‌ی مربوط به فرصت‌رشد، فرصت مالی و فاکتورهای صنعتی می‌باشند و قسمت دیگر، هزینه‌های پیش‌بینی نشده می‌باشند که اگر علامت، مثبت باشد نشانه‌ی بیش سرمایه‌گذاری است و در غیر اینصورت بیانگر سرمایه‌گذاری نامکفی می‌باشد. مدل به شرح زیر می‌باشد:

$$Invest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Growth_{i,t-1} + \beta_2 Levi_{i,t-1} + \beta_3 Cash_{i,t-1} + \beta_4 Size_{i,t-1} + \beta_5 Return_{i,t-1} + \beta_6 Invest_{i,t-1} + \varepsilon$$

مدل (۲)

*Invest*: عبارتست از خرید خالص دارایی‌های ثابت و دارایی‌های نامشهود در سال *t* تقسیم بر جمع دارایی‌ها در ابتدای سال *t*

<sup>1</sup> Dependent variable

*Growth*: ارزش بازار دارایی ها تقسیم بر ارزش دفتری دارایی ها

*Lev*: جمع کل بدهی ها به کل دارایی ها

*Cash*: وجه نقد به کل دارایی ها

*Size*: لگاریتم طبیعی دارایی های شرکت

*Return*: بازده سهام سالیانه

$Invest_{i,t-1}$  سرمایه گذاری هی شرکت در سال قبل تقسیم بر جمع دارایی ها در ابتدای سال قبل باقیمانده ی<sup>۱</sup> مثبت رگرسیون با استفاده از مدل (۲)، بیش سرمایه گذاری را نشان می دهد در حالی که باقیمانده ی منفی، بیانگر سرمایه گذاری نامکفی است. با استفاده از ضرب منفی یک در ارزش مطلق باقیمانده، کارآیی سرمایه گذاری اندازه گیری می گردد.

### متغیر مستقل

ریسک افشا: موارد مطرح شده در زمینه فاکتورهای ریسک و خطر افزین در گزارش سالیانه

### فاکتورهای ریسک

ریسک های مربوط به عملیات و اجرای مدل کسب و کار شرکت شامل رضایت مشتری، توسعه محصول، عملکرد، تامین منابع، مشکلات تولید، کارایی، ایمنی و سلامت، خطرات مربوط به قوانین زیست محیطی، فرایندهای مدیریت، نیروی کار، ریسک های مربوط به عدم قطعیت در خصوص نرخ بهره، نرخ ارز، کالا، نقدینگی، اعتباری، تداوم فعالیت، هزینه سرمایه، ریسک های مربوط به طرح ها و راهبردهای کسب و کار شامل مسایل صنعت، پرتفوی کسب و کار، رقبای، قیمت گذاری، ارزش گذاری، چرخه عمر، سیاسی ریسک های مربوط به تقلب مدیران و کارکنان، فعالیت های غیرقانونی و شهرت، ریسک های ناشی از درک نامناسب از قانون و تغییر قوانین اگر موارد ذکر شده در گزارش ارایه شده باشد ۱ و در غیر این صورت صفر است. در نهایت برای محاسبه شاخص ریسک افشا تمام معیار ها را باهم جمع نموده و بر تعداد معیار ها تقسیم می گردد. در این پژوهش در صورتی شاخص افشا ریسک شرکت بالا در نظر گرفته می شود که امتیاز خالص افشا آن شرکت بالاتر از میانگین امتیاز خالص افشا شرکت های نمونه باشد و اگر امتیاز افشا پایین تر از میانگین امتیاز خالص شرکت های نمونه باشد، افشای ریسک آن شرکت پایین است. همچنین یک متغیر نشاگر ساخته می شود که اگر افشا ریسک شرکت بالا باشد برابر با ۱ است.

### متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (SIZE)

اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی خالص دارایی ها به دست می آید. (زندى، ۱۳۹۶).

رشد شرکت (GROW)

جهت اندازه گیری رشد شرکت از Q توبین استفاده می شود.

نحوه محاسبه متغیر Q توبین به شرح زیر می باشد:

$$Q - \text{Tobin} = \frac{\text{بدهی ها} + \text{ارزش بازار سهام}}{\text{جمع دارایی ها}}$$

مدل (۳)

استقلال هیات مدیره (independence): نسبت تعداد مدیران مستقل در هیئت مدیره بر تعداد اعضای هیئت مدیره

<sup>1</sup> Residual

اهرم مالی (Lev) نسبت کل بدهی به کل دارایی  
مالکیت نهادی (Inshold) نسبت سهام سهامداران نهادی  
بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) نسبت سود خالص<sup>۱</sup> به کل حقوق صاحبان سهام

## یافته های پژوهش

### آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آماره توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول شماره (۱) ارائه شده است.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

معیارها متغیرها	میانگین	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار
کارایی سرمایه گذاری	۰,۰۵	۰,۷۷	۰,۰۰	۰,۵۶
افشا موثر ریسک	۰,۴۶	۱	۰	۰,۴
اندازه شرکت	۲۵,۹۹۵	۲۸,۲۹۷	۲۴,۳۵۶	۰,۶۶۲
رشد شرکت	۱,۲۸	۲,۰۶۵	۰,۶۵	۰,۶۲۷
استقلال هیات مدیره	۰,۶۴	۰,۱	۰	۰,۳۵
اهرم مالی	۰,۶۳	۰,۸۷	۰,۱۱	۰,۵۹
مالکیت نهادی	۰,۴۶	۰,۹۸	۰	۰,۳۳
بازده حقوق صاحبان سهام	۰,۲۷	۰,۷۲	۰,۲۴-	۰,۲۶

اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده است. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر کارایی سرمایه گذاری برابر ۳,۵۲- می باشد که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند. بطور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است.

### آزمون فرضیه های پژوهش

همانطور که در جدول شماره (۲) مشاهده می شود، برای بررسی درستی مدل، از معیارهای ضریب تعیین ( $R^2$ ) و ضریب تعیین تعدیل شده ( $Adj. R^2$ ) و دوربین واتسون (D-W) و برای بررسی معنی داری مدل نیز از آماره F استفاده می شود. همان طور که در جدول (۲) مشاهده می شود، مقدار ضریب تعیین در سه سطح کارایی سرمایه گذاری، سرمایه گذاری بیش از حد و سرمایه گذاری کمتر از حد به ترتیب ۰,۷۱، ۰,۶۳، ۰/۶۱ می باشد و بدین معنی است که قدرت توضیح دهنده و برازش مدل در سطح خوبی قرار دارد. آماره دوربین- واتسون به ترتیب برابر با ۱/۷۳، ۲/۰۳، ۱/۸۷ می باشد و از آن جا که بازه ۱/۵ تا ۲/۵ نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی از مرتبه اول می باشد، در نتیجه خودهمبستگی از مرتبه اول در جزء خطای مدل وجود ندارد. در نهایت مقدار آماره F به ترتیب برابر با ۱۸۴,۰۰، ۳۷,۲۲، ۷۸,۳۴ و مقدار احتمال آن برابر با ۰/۰۰ می باشد و از آنجایی که مقدار احتمال آن کمتر از ۰/۰۵ است لذا معنی داری مدل تایید می شود.

در ستون کارایی سرمایه گذاری نتیجه اینگونه حاصل گردید که ضریب افشای ریسک (۰,۰۸) مثبت و معنادار (۰,۰۰) می باشد، که به این معناست که افشای ریسک موجب افزایش کارایی سرمایه گذاری شرکت می شود و شواهدی قوی دال

<sup>1</sup> Net profit

بر پشتیبانی از فرضیه ۱ محسوب می شود و فرضیه دوم که نشان می داد کارایی سرمایه گذاری شرکتی، با افشای بیشتر اطلاعات ریسک در گزارش های سالیانه، کاهش می یابد، رد می شود.

علاوه بر این، در این پژوهش نمونه به دو گروه تقسیم گردید: سرمایه گذاری بیش از حد و کمتر از حد. جدول ۲ نشان می دهد که ضریب افشای ریسک (-۰,۱۹) بصورت معناداری (۰,۰۰) در گروه سرمایه گذاری بیش از حد منفی است، در حالیکه در گروه سرمایه گذاری کمتر از حد اینگونه نیست. این مساله نشان می دهد که افشای موثر اطلاعات ریسک می تواند از طریق کاهش رفتار سرمایه گذاری بیش از حد موجب بهبود کارایی سرمایه گذاری شود. علت شاید این باشد که زمانی که شرکتی افشای ریسک بیشتری دارد، از ریسک ها آگاهی بهتری دارد و بنابراین در انجام کسب و کار خود محتاط تر است. در نتیجه، کارایی سرمایه گذاری شرکت بهبود می یابد.

### جدول (۲): برازش مدل فرضیه های پژوهش

$Absinvest(Overinvest\ or\ Underinvest) = \beta_0 + \beta_1 High\ Riskdisct\ it + \beta_2 Controls\ i,t + \epsilon$										
سرمایه گذاری کمتر از حد			سرمایه گذاری بیش از حد			کارایی سرمایه گذاری			متغیرها	
									علامت اختصاری	
۰,۳۲	۰,۹۸	۰,۰۱	۰,۰۰	-۳,۰۸	-۰,۱۹	۰,۰۰	۷,۹۴	۰,۸۰	Riskdisct	ریسک افشا
۰,۰۰	-۴,۶۶	-۰,۱۰	۰,۰۹	۱,۶۷	۰,۱۲	۰,۰۰	۸,۸۷	۰,۱۴	SIZE	اندازه شرکت
۰,۰۲	۲,۲۶	۰,۲۹	۰,۰۳	-۲,۱۳	-۰,۰۰۴	۰,۰۰	-۷,۲۰	-۰,۲۵	GROW	رشد شرکت
۰,۰۰	۴,۶۴	۰,۳۹	۰,۰۳	۲,۱۶	۰,۳۱	۰,۱۵	-۱,۴۴	-۰,۰۰۱	independ ence	استقلال هیات مدیره
۰,۰۰	۵,۱۱	۰,۱۸	۰,۰۰	۴,۱۲	۰,۸۴	۰,۰۲	۲,۲۹	۲,۷۰	Lev	اهرم مالی
۰,۸۱	۰,۲۳	۰,۰۰۰۲	۰,۰۰	۶,۹۱	۰,۲۳	۰,۰۰	۹,۵۷	۰,۳۳	Inshold	مالکیت نهادی
۰,۰۵	-۱,۹۰	-۰,۰۸	۰,۰۰	۳,۰۶	۰,۳۹	۰,۰۰	۳,۰۶	۰,۱۴	ROE	بازده حقوق صاحبان سهام
۰,۰۰	۹,۲۰	۱,۳۴	۰,۰۰	۶۰,۵۷	۲,۷۶	۰,۰۰	۴,۳۸	۱,۱۱	B0	مقدار ثابت
۰,۷۱			۰,۶۳			۰,۶۱			ضریب تعیین	
۰,۷۰			۰,۶۱			۰,۶۰			ضریب تعیین تعدیل شده	
۱,۷۳			۱,۸۷			۲,۰۳			دوربین واتسون	
۷۸,۳۴			۳۷,۲۲			۱۸۴,۰۰			آماره F	
۰,۰۰			۰,۰۰			۰,۰۰			سطح معنی داری	

### بحث و نتیجه گیری

با نگاهی دقیق به جهان پیرامون، این حقیقت آشکار می شود که جهان امروز تفاوت بسیار با گذشته دارد. بر مبنای نظریات متخصصان مدیریت راهبردی، راز بقای سازمان ها در حفظ و تداوم مزیت رقابتی پایدار یافت می شود. به این معنا که سازمان ها برای مصون ماندن از امواج سهمگین محیطی و نیز سازگاری با الزامات رقابتی، چاره ای جز کسب و تداوم نفوذ رقابتی پایدار ندارند. در سال های اخیر موضوع افشای موثر اطلاعات ریسک خاص در امور تجاری و کسب و کار و هم سویی یا انطباق آن با راهبردهای سازمان به مسئله مهمی برای مدیران ارشد اجرایی در اقصی نقاط دنیا تبدیل شده است. در این پژوهش چگونگی تأثیرگذاری افشای موثر ریسک به عنوان راهبرد کسب و کار شرکت بر کارایی سرمایه گذاری شرکت ها طی سالهای ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ مورد بررسی قرار گرفت.

نتایج پژوهش نشان داد که ضریب افشای ریسک مثبت و معنادار می‌باشد، که به این معناست که افشای ریسک موجب افزایش کارایی سرمایه گذاری شرکت می‌شود و شواهدی قوی دال بر پشتیبانی از فرضیه ۱ محسوب می‌شود. علاوه بر این، در این پژوهش نمونه به دو گروه تقسیم گردید: سرمایه گذاری بیش از حد و کمتر از حد. در واقع ضریب افشای ریسک بصورت معناداری در گروه سرمایه گذاری بیش از حد منفی است، در حالیکه در گروه سرمایه گذاری کمتر از حد اینگونه نیست. این مساله نشان می‌دهد که افشای اطلاعات ریسک می‌تواند از طریق تحدید رفتار سرمایه گذاری بیش از حد موجب بهبود کارایی سرمایه گذاری شود. علت شاید این باشد که زمانی که شرکتی افشای ریسک بیشتری دارد، از ریسک‌ها آگاهی بهتری دارد و بنابراین در انجام کسب و کار خود محتاطتر است. در نتیجه، کارایی سرمایه گذاری شرکت بهبود می‌یابد. در واقع نتایج نشان می‌دهند که (۱) هرچه فراوانی افشای ریسک بالاتر باشد، کارایی سرمایه گذاری شرکت نیز بالاتر خواهد بود. نتایج این پژوهش از بحث همگرایی درباره‌ی افشای ریسک حمایت کرده و نشان می‌دهند که مشخصه‌های افشا و مشخصه‌های سرمایه‌گذار، ارتباط بین افشای ریسک و کارایی سرمایه‌گذاری را تنظیم می‌کنند. نتایج این پژوهش سازگار با مطالعه‌های (کراوت و مولسو، ۲۰۱۳، لی، ۲۰۰۶، کوثری و همکاران، ۲۰۰۹، شلیفر و ویسلینی، ۱۹۹۷، لین و فو، ۲۰۱۷، آچینکیا و همکاران، ۲۰۰۵)، می‌باشد.

از دیدگاه شرکتی، افشای ریسک می‌تواند رفتار سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد. شرکت‌ها به افشای ریسک‌های احتمالی که ممکن است بدون مخفی کردن با آنها مواجه شوند، تشویق می‌شود که این افشای ریسک‌ها، شفافیت اطلاعات را افزایش داده و کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشند.

نتایج این پژوهش می‌تواند در شکل‌گیری ادبیات نوین راهبردهای کسب و کار و همچنین در ارزیابی عملکرد مدیریت در رابطه با تصمیمات سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران مفید واقع شود. افشای بالاتر شاخص‌های ریسک می‌تواند به عنوان یک معیار قابل مشاهده توسط ذی‌نفعان برون سازمانی جهت ارزیابی کارایی سرمایه‌گذاری شرکت مورد استفاده قرار گیرد.

همچنین پیرو نتایج پژوهش پیشنهاد می‌شود فعالان بازار سرمایه، تحلیل‌گران مالی و سرمایه و گذاران بلقوه و بلفعل بورس اوراق بهادار در تحلیل طرح‌های سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی و اوراق بهادار بر امتیاز مربوط به افشای ریسک به عنوان عامل موثر بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت توجه کنند. همچنین با توجه به نتایج فرضیه‌های این پژوهش شرکت‌هایی برای سرمایه‌گذاری جذاب‌ترند که افشای شاخص‌های ریسک در آن شرکت‌ها بالاتر باشد. هم‌چنین به پژوهشگران آتی نیز پیشنهاد می‌شود اثر افشای ریسک موثرتر بر کارایی سرمایه‌گذاری، قبل و بعد از بحران مالی مورد بررسی قرار دهند.

## منابع

- ✓ بادآور نهندی، یونس، قادری، صلاح الدین، بهشتی، رضا، (۱۳۹۲)، بررسی تأثیر شفافیت اطلاعات حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، دوره ۲۱، شماره ۶۸، صص ۶۵-۸۲.
- ✓ تقی زاده خانقاه، وحید، باد آور نهندی، یونس، (۱۳۹۷)، ارتباط بین کارایی سرمایه‌گذاری و خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی، فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی، دوره ۶، شماره ۲۱، صص ۳۳-۵۶.
- ✓ ثقفی، علی، بولو، قاسم، محمدیان، محمد، (۱۳۹۱)، کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد، پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۳، شماره ۲، صص ۳۷-۶۳.
- ✓ نمازی، محمد، ابراهیمی میمند، مهدی، (۱۳۹۵)، بررسی چگونگی افشای ریسک در گزارش سالانه شرکت‌ها و عوامل موثر بر آن، دانش حسابداری مالی، دوره ۳، شماره ۲، صص ۱-۲۹.

- ✓ Ajinkya, B., Bhojraj, S., & Sengupta P. (2005). The Association between Outside Directors, Institutional Investors and the Properties of Management Earnings Forecasts, *Journal of Accounting Research*, 43(3), 343-376.
- ✓ Biddle, G., & Gilles, H. (2006). Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment, *the Accounting Review*, 81(5), 963-982.
- ao, Y., Wang, J., & Yu L. (2012). An empirical study on Corporate Social responsibility Information Disclosure and Investment efficiency, *anagement World*, 12, 183-185.
- 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.
- ✓ Dow, J., Gorton, G., & Krishnamurthy, A. (2010). Equilibrium Investment and Asset Prices under Imperfect Corporate Control, *American Economic Review*, 95(3), 659-681.
- Durnev, A., Morck, R., & Yeung, B. (2004). Value-Enhancing Capital Budgeting and Firm-specific Stock Return Variation, *Journal of Finance*, 59(1), 65-105.
- ✓ Dutta, S., & Nezhlobin, A. (2016). Dynamic Effects of Information Disclosure on Investment Efficiency, *Journal of Accounting Research*, 55(2), 329-369.
- Eccles, R., Ioannou, I., & Serafeim, G. (۲۰۱۴). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, ۶۰(۱۱), ۲۸۳۵-۲۸۵۷.
- ✓ Elaoud. (2017). Auditor specialization, accounting information quality and investment efficiency. *Research in International Business and Finance*, 616-629.
- ✓ Gulen, H., & Ion, M. (2016). Policy Uncertainty and Corporate Investment, *the Review of Financial Studies* 29(3), 523-564.
- Healy, P. & Palepu, K. (2001). Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets, a Review of the Empirical Disclosure Literature, *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405-440.
- Hope, O., Hu, D. & Lu, H. (2014). The Benefits of Specific Risk-Factor Disclosures, *Rotman School of Management, Working Paper*.
- ✓ Jaideep, C., Raman, K. & Dilip, S. (2016). Investment-cash flow sensitivity under changing information asymmetry, *Journal of Banking & Finance*, 62, 28-40.
- ✓ Kim, H., & Kung, H. (2017). The Asset Redeployability Channel, How Uncertainty Affects Corporate Investment, *Review of Financial Studies*, 30(1), 245-280.
- ✓ Kothari, S. P., Wysocki, P. D. & Shu, S. (2009) Do Managers Withhold Bad News? *Journal of Accounting Research*, 47(1), 241-276.
- ✓ Kravet, T., & Muslu, V. (2013). Textual Risk Disclosures and Investors' Risk Perceptions, *Review of Accounting Studies*, 18, 1088~1122.
- ✓ Leahy, J. V., & Whited, T. M. (1995). The Effect of Uncertainty on investment, Some Stylized Facts, *National Bureau of Economic Research*, 6(2), 78-89.
- ✓ Li, F. (2006). Do Stock Market Investors Understand the Risk Sentiment of Corporate Annual Reports? *Working paper*.
- ✓ Li, Y., He, J., & Xiao, M. (2018). Risk disclosure in annual reports and corporate investment efficiency. *International Review of Economics & Finance*.
- ✓ Lin Y. R. and Fu X. M. (2017). Does institutional ownership influence firm performance? Evidence from China, *International Review of Economics and Finance*, 2017(49):17-57.
- Panousi, V. & Papanikolaou, D. (2012). Investment, Idiosyncratic Risk, and Ownership, *the Journal of Finance*, 67(3), 187-221.
- ✓ Roulstone, D. T. (1999). Effect of SEC Financial Reporting Release No. 48 on Derivative and Market Risk Disclosures, *Accounting Horizons*, 13(4), 343~363
- ✓ Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance, *the Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- ✓ Yao, Y., & Zhao, M. (2016). Chinese Styled Risk Disclosure, Disclosure Level and the Market Reaction, *Economic Research Journal*, 7, 158-172 (in Chinese).