

بررسی رابطه ریسک و سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

علیرضا اسکندری ۱، سید علی حسینی ۲ و حامد سیار ۳

۱ و ۳ استادیار گروه حسابداری، دانشکده حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی - واحد ورامین - پیشوا، ورامین، تهران، ایران
۲ کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی - واحد ورامین - پیشوا، ورامین، تهران، ایران

چکیده

در دنیای تجارت کنونی، شرکت‌ها جهت حل مشکلات اقتصادی خود نیازمند راهکارهای مناسب جهت استفاده بهتر از امکانات و ثروت‌های خود می‌باشند. یکی از راه کارهای مهم، بسط و توسعه سرمایه گذاری است. با توجه به محدودیت منابع، علاوه بر مسئله توسعه سرمایه گذاری، افزایش کارایی سرمایه گذاری با توجه به افشای ریسک در گزارش‌های سالیانه از جمله مسائل بسیار مهم می‌باشد. اطلاعات حسابداری افشا شده از سوی شرکت‌ها به‌طور کامل پاسخگوی نیاز تصمیم‌گیرندگان نبوده و نیاز به اطلاعات مربوط به ریسک وجود دارد. افشای ریسک در گزارش‌های سالیانه سبب بهبود تصمیم‌گیری در خصوص سرمایه گذاری و کارایی سرمایه گذاری می‌شود. هدف اصلی پژوهش حاضر، بررسی تاثیر افشای ریسک در گزارش‌های سالیانه بر کارایی سرمایه گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. جامعه آماری در این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که از این بین، ۱۵۲ شرکت بین سالهای ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ به صورت سیستماتیک انتخاب گردیدند. نتایج حاکی از این است که نتایج نشان داده است که افشای ریسک در گزارش‌های سالیانه بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر مستقیم و معنادار داشته است. همچنین، افشای ریسک در گزارش‌های سالیانه بر کم سرمایه گذاری تاثیر مستقیم و معنادار داشته است. در نهایت، افشای ریسک در گزارش‌های سالیانه بر بیش سرمایه گذاری تاثیر معکوس و معنادار داشته است.

واژه‌های کلیدی: ریسک در گزارش‌های سالیانه و کارایی سرمایه گذاری

مقدمه

سرمایه گذاری در امور مختلف، همواره بعنوان یکی از راه‌های مهم توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود و عقب ماندگی، مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع و رشد و دگرگونی سریع روابط اقتصادی، منجر به رقابت شدیدی در عرصه تجارت، صنعت و سرمایه گذاری شده است. لذا، شرکت‌ها برای بقا و گسترش فعالیت‌های خود، نیاز به انجام سرمایه گذاری‌های مناسب و به موقع و یا عبارت دیگر افزایش کارایی سرمایه گذاری دارند. چرا که تصمیمات مرتبط با بودجه بندی سرمایه ای مسیر استراتژیک شرکت را مشخص می‌کند و آثار بلندمدت آن بر انعطاف پذیری مالی و سهم بازار شرکت تاثیرات غیر قابل انکاری دارد. به طور کلی، کارایی سرمایه گذاری، به معنای پذیرش پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت، و منظور از ناکارایی سرمایه گذاری، انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه گذاری بیش از حد) و یا عدم انتخاب فرصت‌های سرمایه گذاری (سرمایه گذاری کمتر از حد) است (ثقفی، ۱۳۹۰).

بیان مسئله

واحدهای تجاری، همواره با فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیادی رو به رو می‌شوند و نیازمند تصمیم‌گیری منطقی نسبت به یک سرمایه‌گذاری بهینه هستند. در واقع، سرمایه‌گذاری هر واحد تجاری باید با توجه به محدودیت منابع و کارا بودن آن صورت گیرد (یانگ و جیانگ^۱، ۲۰۰۸). از اینرو، واحدهای تجاری برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های مختلف، باید حد یا میزان سرمایه‌گذاری را با توجه به محدودیت منابع، مورد توجه قرار دهند (ثقفی، ۱۳۹۰).

اتخاذ تصمیمات مناسب سرمایه‌گذاری توسط شرکت‌ها یکی از عوامل موثر بر توسعه اقتصادی جامعه می‌باشد. رفتار سرمایه گذاران از عوامل مختلفی مانند محیط اقتصادی، تصمیمات سیاسی توسعه صنعتی، اخبار بازار اثر می‌پذیرد. خلیفه سلطانی و همکاران (۱۳۹۲) پیچیدگی‌های سازمانی و گسترش فعالیت‌های تجاری در اغلب کشورها موجب شده است که مدیران سازمان‌ها با توجه به مسئولیت خود در راستای دستیابی به اهداف سازمان و به منظور حصول اطمینان از هدایت صحیح کلیه منابع، تاکید بیشتری برای تصمیمگیری داشته باشند. با توجه به تعریف ارایه شده از رقابت توسط مارتز، رقابت پذیری معادل قدرت اقتصادی یک واحد تجاری در مقابل رقبایش در بازاری است که به راحتی کالاها، خدمات، مهارت‌ها و ایده‌های فراتر از مرز جغرافیایی عرضه می‌کند (پژویان و نصیری، ۱۳۸۸). با توجه به جهانی شدن پدیده رقابت می‌توان ادعا نمود که شرکت‌هایی که در بازار رقابتی شرکت نمیکنند توسط مکانیزم‌های رقابت در بازار محصول به شدت جریمه می‌شوند. ریچاردسون^۲ (۲۰۰۶) ادعا می‌کند قسمتی از کل سرمایه‌گذاری‌هایی که هر ساله در یک شرکت صورت می‌گیرد، سرمایه گذاری ناکارا است یعنی یا به صورت اتفاقی صورت گرفته یا در نتیجه فرصت طلبی مدیران است که این قسمت از سرمایه گذاری‌ها ممکن است خالص ارزش فعلی مثبت یا منفی داشته باشند چنانچه خالص ارزش فعلی سرمایه گذاری‌ها مثبت باشد ناکارایی سرمایه گذاری از نوع بیش سرمایه گذاری است و چنانچه خالص ارزش فعلی سرمایه گذاری منفی باشد ناکارایی سرمایه گذاری از نوع کم سرمایه گذاری می‌باشد.

با توجه به شواهد مربوط به مفید بودن افشای ریسک، تنوع در نحوه افشای ریسک و کاستی‌های ریسک‌های افشا شده، غنای کمتری محیط افشای ایران با محیط‌های بزرگتر و کارآمدتر مانند امریکا و اروپا می‌شود. از روی پرداختن به این مسئله می‌تواند با توجه به مشکلات نقدینگی سبب رشد و بهبود بهره‌وری این محیط شود (نمازی، ۱۳۹۵). بر اساس مطالعه (هوپ، ۲۰۱۴)، همگنی اطلاعات ریسک پذیر در مقایسه با سایر اطلاعات در گزارش‌های سالانه سبب بهبود کارایی سرمایه گذاری با افزایش اطلاعات عمومی در دسترس برای سرمایه گذاران در شرکت‌های بزرگ می‌شود. در مقابل بر اساس مطالعه (کامپل^۳، ۲۰۱۴)، واگرایی و ناهمگونی اطلاعات ریسک پذیر باعث کاهش کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها می‌شود و همچنین عوامل بروز ریسک‌های ناشناخته قبلی و رویدادهای غیر منتظره و افزایش هزینه برای سرمایه گذاران می‌شود.

¹ Yang and Jiang

² Richardson

³ Campbel

بنابراین، هر گونه اطلاعات در مورد ریسک یک شرکت برای سرمایه گذاران مفید است. اما استدلال‌ها نشان داده است که افشای اطلاعات باعث بهبود کارایی سرمایه گذاری شرکت می‌شود و این موضوع با کاهش تقارن اطلاعات و مشکلات هزینه نمایندگی همراه است و این امر به خاطر ریسک خاص همراه با افشای ریسک سرمایه گذاری است (لی^۱، ۲۰۱۸). بنابراین در این مطالعه قصد داریم به بررسی شاخص افشای ریسک سرمایه گذاری در گزارش سالانه بپردازیم. همچنین در این تحقیق قصد داریم به بررسی و تجزیه و تحلیل فرکانس افشای ریسک در گزارش سالانه و تاثیر آن بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بپردازیم.

اهداف تحقیق

هدف اصلی:

تعیین تاثیر افشای بیشتر ریسک اطلاعات بر کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها

اهداف فرعی:

تعیین تاثیر افشای بیشتر ریسک اطلاعات بر بیش سرمایه گذاری شرکت‌ها

تعیین تاثیر افشای بیشتر ریسک اطلاعات بر کم سرمایه گذاری شرکت‌ها

فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اصلی:

افشای بیشتر ریسک اطلاعات بر کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها اثر معناداری دارد.

فرضیه‌های فرعی:

افشای بیشتر ریسک اطلاعات بر بیش سرمایه گذاری شرکت‌ها اثر معناداری دارد.

افشای بیشتر ریسک اطلاعات بر کم سرمایه گذاری شرکت‌ها اثر معناداری دارد.

پیشینه تحقیق

طاهری (۱۳۹۷) به بررسی تاثیر افشای اختیاری اطلاعات بر کارایی سرمایه گذاری و بهبود وضعیت بازاریابی پرداخته است. پژوهش حاضر به بررسی تاثیر افشای اختیاری اطلاعات بر کارایی سرمایه گذاری و بهبود وضعیت بازاریابی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. در گام نخست تعداد ۱۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک قلمروی زمانی شش ساله از ابتدای سال ۱۳۹۰ تا پایان سال ۱۳۹۵ از طریق نمونه گیری به روش غربالگری انتخاب و به استخراج داده‌های لازم و آزمون فرضیه‌های تدوین شده پرداخته شد. نتایج نشان داده است که افشای اختیاری اطلاعات بر کارایی سرمایه گذاری، تاثیر مثبت و معناداری دارد.

حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی رابطه دقت پیشبینی سود با کارایی سرمایه گذاری پرداخته اند. هدف پژوهش حاضر، به تبیین رابطه دقت پیشبینی سود با کارایی سرمایه گذاری طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ پرداخته است. انحراف از سطح سرمایه گذاری موردانتظار با توجه به فرصت‌های رشد بعنوان معیار کارایی سرمایه گذاری در نظر گرفته شده است. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که دقت پیشبینی سود با کارایی سرمایه گذاری رابطه مثبت و با سرمایه گذاری کمتر از حد و سرمایه گذاری بیش از حد رابطه منفی دارد.

مرادزاده فرد (1395) به بررسی توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه گذاری و ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداخته است. این پژوهش با هدف توسعه تحقیقات در حوزه اثرات مدیریتی بواسطه بررسی تاثیر توانایی مدیریتی بر تصمیمات سرمایه گذاری و ریسک سقوط قیمت سهام صورت پذیرفته است. در این راستا برای اندازه گیری توانایی مدیران از مدل دمرجیان استفاده شد و اثرات آن بر کارایی سرمایه گذاری مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های پژوهش نشان داد که توانایی مدیریتی، سرمایه گذاری کمتر از حد را کاهش، سرمایه گذاری بیش از حد را تقویت و در مجموع سبب افزایش انحراف در سطح سرمایه گذاری مورد

¹ Li

انتظار می‌شود. همچنین نتایج مبین این امر است که توانایی مدیریتی، ریسک سقوط قیمت آتی سهام را بطور معناداری افزایش یافته است. از سوی دیگر نتایج نشان داد که کیفیت گزارشگری مالی مطلوب، ریسک سقوط قیمت آتی سهام را کاهش داده است. اما در این رابطه شواهدی مبنی بر رابطه تعاملی مدیران توانمند و کیفیت گزارشگری بالا با ریسک سقوط قیمت آتی سهام مشاهده نشد.

تمری نیا و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری پرداخته اند. هدف تحقیق فوق، بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۸ است. نتایج به دست آمده حاکی از ارتباط مثبت و مستقیم بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری است.

لی^۱ (۲۰۱۸) به بررسی تاثیر افشای ریسک در گزارش‌های سالیانه بر کارایی سرمایه گذاری پرداخته است. هدف مقاله فوق بررسی تاثیر افشای ریسک در گزارش‌های سالیانه بر کارایی سرمایه گذاری شرکت‌های چینی طی سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۴ است. نتایج از همگرایی بحث در مورد افشای ریسک و کارایی سرمایه گذاری حمایت نموده است. همچنین، افشای ریسک در گزارش‌های سالیانه بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر داشته است.

الود^۲ (۲۰۱۷) به بررسی رابطه بین تخصص حسابرس با کیفیت اطلاعات حسابداری و کارایی سرمایه گذاری پرداخته است. کیفیت کارایی سرمایه گذاری و اثر آن بر کیفیت اطلاعات حسابداری در کشور تونس دارای اهمیت بالایی است. در حال حاضر افزایش یا کاهش تخصص حسابرس بر ممیزی داخلی شرکت‌ها 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 بهره‌وری سرمایه گذاری و کاهش مشکل کم سرمایه گذاری تاثیر گذار است. همچنین بین کارایی سرمایه گذاری، تخصص حسابرس و اطلاعات حسابداری ارتباط مثبت وجود دارد.

ژانگ^۳ (۲۰۱۷) به بررسی تاثیر افشای مسئولیت اجتماعی شرکت بر کارایی سرمایه گذاری پرداخته است. هدف از این مقاله بررسی تاثیر افشای مسئولیت اجتماعی بر کارایی سرمایه گذاری شرکت‌های چینی طی بازه زمانی ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۳ پرداخته است. نتایج نشان داده است که سطح افشای مسئولیت اجتماعی شرکت بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر مثبت داشته است.

دوتا^۴ (۲۰۱۶) به بررسی اثرات پویا افشای اطلاعات در مورد کارایی سرمایه گذاری پرداخته است. هدف این مقاله بررسی چگونگی تاثیر افشای اطلاعات بر روی کارایی سرمایه گذاری و رفاه سرمایه گذاران در یک محیط پویا و در شرکت سرمایه گذاری‌های کانادایی طی بازه زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۳ پرداخته است. نتایج نشان داده است که اطلاعات حسابداری بر کارایی سرمایه گذاری و رفاه سرمایه گذار به شدت تاثیر گذار است.

ژای^۵ (۲۰۱۶) به بررسی کیفیت اطلاعات حسابداری، بهره‌وری حاکمیت و انتخاب سرمایه گذاری ثابت پرداخته است. این مقاله روابط بین کیفیت اطلاعات حسابداری و انتخاب سرمایه گذاری ثابت را از دیدگاه عملکرد حاکمیت شرکتی در مورد اطلاعات حسابداری در کشور چین مورد ارزیابی قرار داده است. برای بررسی انتخاب سرمایه گذاری ثابت به صورت همبستگی رشد درآمد عملیاتی بین شرکت‌ها و صنایع، در این مقاله شرکت‌ها و تمرکز آن‌ها در مورد کسب و کار مرکزیشان، مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. نتایج نشان داده است که کیفیت بالای اطلاعات حسابداری شرکت که به صورت عمومی ذکر شده منجر به ایجاد همبستگی بسیار قدرتمندی می‌شوند. نتایج نشان داده است که کیفیت اطلاعات حسابداری می‌تواند انتخاب سرمایه گذاری ثابت را بهبود دهد که مکمل و تقویت کننده عملکرد حاکمیت شرکتی است. از این رو تعدیل کننده‌ها باید توجه بسیار زیادی

¹ Li

² Elaoud

³ Zhong

⁴ Dutta

⁵ Zhai

را برای توان بازار جهت رسیدگی به رفتار شرکت‌های لیست شده به منظور بهبود عملکرد حاکمیت شرکتی در مورد اطلاعات حسابداری و افزایش بازده تخصیص ثابت، معطوف شده و نشان دهنده رابطه مثبت است. ساراینا^۱ (۲۰۱۵) به بررسی کیفیت اطلاعات حسابداری، ریسک اطلاعات و نوسان ضمنی در آستانه اعلام سود پرداخته است. در این مقاله تاثیر کیفیت اطلاعات حسابداری (که بعنوان متغیر جانشین ریسک اطلاعاتی بکار می‌رود) بر وضعیت نوسان ضمنی سهام در آستانه اعلام سود فصلی مورد بررسی قرار گرفته است. با استفاده از داده‌های بنگاه‌های آمریکایی در طول سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۰ مشاهده شده است که کیفیت اطلاعات حسابداری کمتر (بالاتر) با سطح بیشتر (کمتر) نوسان ضمنی در آستانه اعلام سود ارتباط معناداری دارد. کیفیت حسابداری پایین نیز با افزایش قابل توجه نوسان ضمنی پیش از اعلام سود ارتباط دارد و مشخص شد که با دقت بیشتر در نوسان ضمنی پس از اعلام سود ارتباط دارد.

روش تحقیق

هدف تحقیق حاضر، کاربردی است و آگاهی از نتایج آن می‌تواند بر تصمیمات گروه‌های مختلف استفاده‌کننده از اطلاعات مالی تاثیر بگذارد. روش تحقیق، توصیفی است و برای این منظور از تحلیل رگرسیون جهت بررسی موضوع تحقیق استفاده می‌شود. روش رگرسیون بدلیل وجود مشاهده‌های شرکت-سال و بدلیل حضور متغیرهای مختلف از نوع چند متغیره ترکیبی است. تحقیق از نوع گذشته‌نگر و پس رویدادی است. بدلیل انجام تحقیق در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اطلاعات قابل استناد از طریق سایت‌ها و نرم افزارهای اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران تهیه می‌شوند.

جامعه آماری

جامعه آماری مورد مطالعه کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. انتخاب شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری به علت قابلیت دسترسی و قابلیت اتکای بیشتر به اطلاعات می‌باشد چرا که این شرکت‌ها بعد از طی مراحل که باید شرایط و معیارهای پذیرش را دارا باشند در بورس پذیرفته می‌شوند و مراحل حسابرسی و ارائه اطلاعات و... در هر دوره با نظارت و کیفیت بهتری انجام می‌شود و همچنین تنها شرکت‌هایی هستند که سهام آنها در بورس قیمت گذاری و معامله شده و بیشتر مورد توجه سرمایه گذاران و اعتباردهندگان که به معیارهای عملکرد شرکت توجه دارند، واقع می‌شوند.

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ می‌باشد.

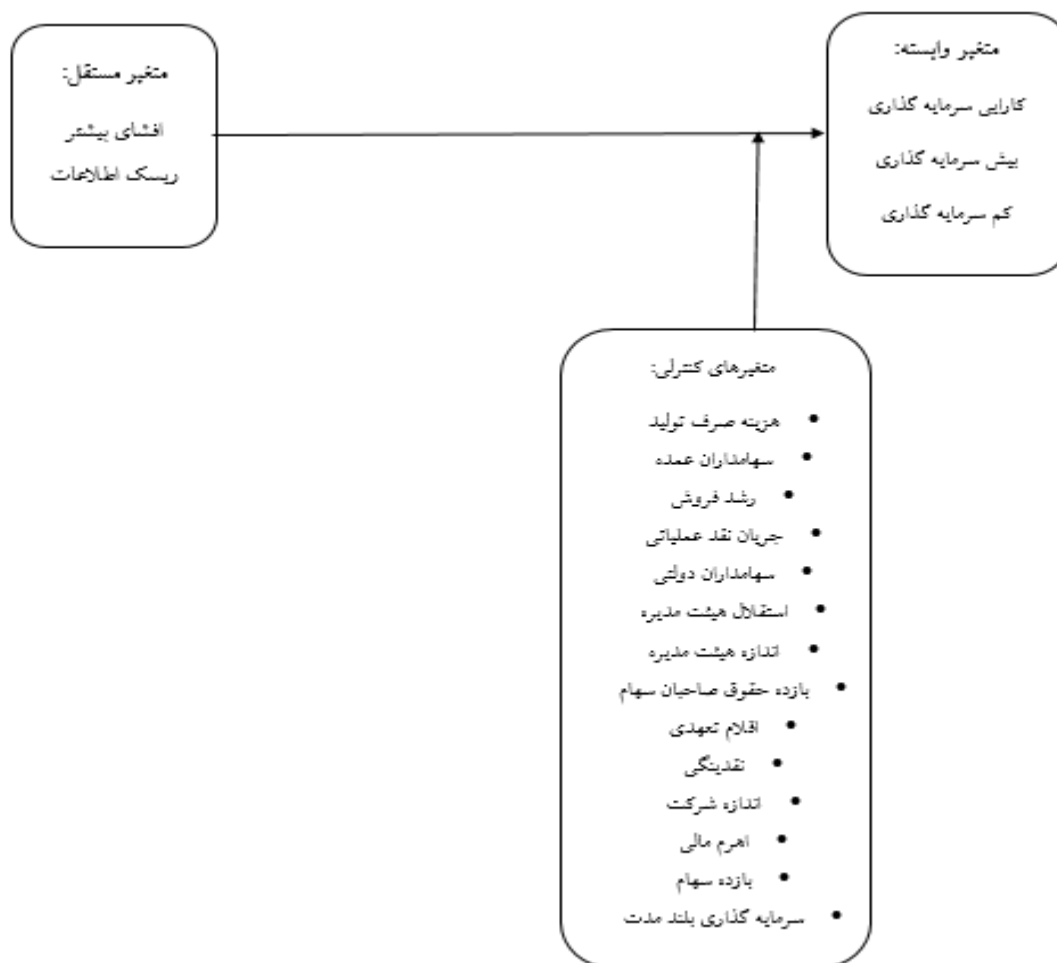
نمونه آماری

برای انتخاب نمونه آماری این تحقیق از روش نمونه گیری حذفی استفاده می‌شود بدین معنی که از بین جامعه آماری تحقیق که کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد، شرکت‌هایی با ملاک‌های زیر در نظر گرفته می‌شود.

- ۱- شرکت‌های مورد نظر حداقل از ابتدای ۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- ۲- شرکت‌های مورد نظر از شرکت‌های سرمایه گذاری و واسطه گری نباشند.
- ۳- شرکت‌هایی که سال مالی آنها ۲۹ اسفند باشد.
- ۴- شرکت‌های که سهام آنان بطور مستمر در بورس اوراق بهادار مبادله گردیده و زیان انباشته شرکت، آن شرکت را جزء شرکت‌های ورشکسته معرفی نکرده باشد.

¹ Serain

مدل تحقیق
مدل مفهومی



شکل (۱) مدل مفهومی (لی، ۲۰۱۸)

مدل عملیاتی

مدل جهت سنجش فرضیه‌های تحقیق (لی، ۲۰۱۸):

$$Absinvest(Overinvest\ or\ Underinvest)_t = \beta_0 + \beta_1 Riskdisc_t + \beta_2 Control_t + \varepsilon_t$$

یافته های تحقیق:

آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش در جدول (۱) نشان داده شده است.

فرضیه اصلی: افشای بیشتر ریسک اطلاعات بر کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها تأثیر معنادار دارد.

جدول (۱) نتایج آزمون فرضیه‌ها

احتمال	-آزمون	ضریب	متغیر	Variable
۰,۰۹۱۶	-۱,۷۰۴۳۲۵	- ۳۴۹۶۲۱۶	عرض از مبدا	C
۰,۶۲۲۳	۰,۴۹۴۲۱۱	۲۰۷۲۵,۵۰	جریان نقدی عملیاتی	LFCF
۰,۰۷۵۲	۱,۷۹۸۸۵۹	۲۴۷۳۱۵,۲	سهامداران عمده	LFIRST
۰,۹۷۰۴	۰,۰۳۷۲۰۲	۳۹۳,۲۰۸۰	سرمایه گذاری	LINV
۰,۰۰۷۸	۲,۷۱۹۵۳۳	۱۶۷۱۷۵,۱	اقدام تعهدی مبتنی بر مدل جونز	LDA
۰,۰۶۷۶	۱,۸۴۸۴۱۳	۱۲۹۰۴۶,۰	سهامداران دولتی	SOE
۰,۲۲۰۶	-۱,۲۳۲۹۲۹	-۳۷۷۶۰,۷۶	بازده حقوق صاحبان سهام	LROE
۰,۴۶۹۸	۰,۷۲۵۶۵۲	۵۷۶۳۵۹,۵	اندازه هیئت مدیره	LBRO
۰,۸۷۱۹	۰,۱۶۱۷۱۹	۲۸۷۳۹,۸۸	استقلال هیئت مدیره	INDEP
۰,۱۶۸۲	-۱,۳۸۸۵۹۳	-۳۱۳۹۷,۱۹	رشد فروش	LGROW
۰,۷۶۱۷	-۰,۳۰۴۱۲۴	-۳۰۶۶۰,۱۶	اهرم مالی	LLEV
۰,۰۰۱۹	-۳,۲۰۲۰۳۴	-۳۰۶۹۳۶,۹	اندازه	SIZE
۰,۶۰۶۳	۰,۵۱۷۰۵۱	۲۳۲۱۴,۶۷	نقدینگی	LCASH
۰,۹۵۲۴	-۰,۰۵۹۸۵۱	-۱۴۴۸,۰۱۴	هزینه‌های صرف تولید	LINVEST
۰,۵۵۵۹	۰,۵۹۱۰۸۳	۱۵۴۵۳,۲۰	بازده سالیانه سهام	LRET
۰,۰۰۰۰	۴,۷۷۳۷۶۶	۲۵۱۰۱۳۳	افشای ریسک	RISK
			۰,۷۴۹۱۱۲	ضریب تعیین
۱,۶۱۳۵۲۴		دوربین واتسون	۰,۷۴۶۴۷۸	ضریب تعیین تعدیل شده
			۳,۹۸۴۴۴۲	آماره F
			۰,۰۰۰۰۱۵	احتمال آماره F

در این پژوهش برای بررسی برقرار بودن فرض عدم خود همبستگی در نتایج حاصل از معادله رگرسیونی از آزمون دوربین - واتسون استفاده می‌شود. برای اطمینان از برقرار بودن عدم خود همبستگی بین باقی مانده‌ها، از مقدار دوربین - واتسون برآورد شده در جدول (۱) استفاده می‌شود. از آنجا که مقدار آماره دوربین واتسون ۱,۶۱ تقریباً نزدیک به ۲ بهترین حالت ممکن می‌باشد نشان از عدم خود همبستگی بین اجزا اخلاص می‌باشد.

همانگونه که در جدول مزبور مشاهده می‌شود آماره F با سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است، بنابراین مدل تحقیق در کل معنا دار بوده و متغیرهای مستقل و کنترلی توانایی توضیح متغیر وابسته را دارند. ضریب تعیین، مناسب بودن خط رگرسیون برازش شده بر اساس مجموعه‌ای از داده‌ها را مورد بررسی قرار می‌دهد. هر چه مقدار این ضریب بالاتر باشد نشان دهنده این مطلب است که متغیرهای مستقل توان بیشتری در تبیین رفتار متغیر وابسته دارند. همانطور که در جدول (۱) نشان داده شده

است. مقدار ضریب تعیین، در نتایج برآورد شده مدل پژوهش برابر با ۰,۷۴۶ می‌باشد. مقدار ضریب تعیین برآورد شده، گویای این مطلب است که حدود ۷۴٪ رفتار متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود.

فرضیه اصلی: افشای بیشتر ریسک اطلاعات بر کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها تاثیر معنادار دارد.

بر اساس اطلاعات مندرج در جدول (۱) مقدار آماره t و P -Value مربوط به آن به ترتیب برابر است با ۴,۷۷۳۷۶۶ و ۰,۰۰۰۰۰ و مقایسه آن با جدول توزیع t مشاهده می‌شود که فرضیه اول مورد تایید است. ضریب این متغیر نیز مثبت بوده است بنابراین فرضیه اول دارای تاثیر مثبت است.

فرضیه فرعی: افشای بیشتر ریسک اطلاعات بر بیش سرمایه گذاری شرکت‌ها تاثیر معنادار دارد.

جدول (۲) نتایج آزمون فرضیه‌ها

Variable	متغیر	ضریب	-t آزمون	احتمال
C	عرض از مبدا	-۳۵۲۶۴۶۹	-۲,۲۴۵۶۵۵	۰,۰۲۷۰
LFCF	جریان نقدی عملیاتی	۲۰۲۷۲,۰۲	۰,۶۳۱۴۷۰	۰,۵۲۹۲
LFIRST	سهامداران عمده	۲۰۹۴۷۶,۴	۱,۹۹۰۳۵۳	۰,۰۴۹۴
LINV	سرمایه گذاری	-۴۴۶۲,۶۶۰	-۰,۵۵۱۵۵۶	۰,۵۸۲۵
LDA	اقدام تعهدی مبتنی بر مدل جونز	۹۶۷۵۹,۱۰	۲,۰۵۶۱۹۰	۰,۰۴۲۵
SOE	سهامداران دولتی	۸۳۷۶۷,۷۵	۱,۵۶۷۴۰۱	۰,۱۲۰۳
LROE	بازده حقوق صاحبان سهام	-۱۴۲۲۰,۶۹	-۰,۶۰۶۵۵۰	۰,۵۴۵۶
LBRO	اندازه هیئت مدیره	۵۱۲۷۳۵,۱	۰,۸۴۳۲۹۰	۰,۴۰۱۲
INDEP	استقلال هیئت مدیره	۲۵۵۹۸,۸۵	۰,۱۸۸۱۶۷	۰,۸۵۱۱
LGROW	رشد فروش	-۸۰۷۰,۷۲۸	-۰,۴۶۶۲۷۹	۰,۶۴۲۱
LLEV	اهرم مالی	-۳۵۸۷۵,۵۷	-۰,۴۶۴۸۶۲	۰,۶۴۳۱
SIZE	اندازه	-۲۵۲۹۸,۴۷	-۰,۳۴۴۷۶۲	۰,۷۳۱۰
LCASH	نقدینگی	۱۴۳۴۰,۴۱	۰,۴۱۷۲۳۵	۰,۶۷۷۴
LINVEST	هزینه‌های صرف تولید	-۲۵۳۲,۳۵۵	-۰,۱۳۶۷۳۲	۰,۸۹۱۵
LRET	بازده سالیانه سهام	۴۵۳۰,۴۴۶	۰,۲۲۶۳۷۱	۰,۸۲۱۴
RISK	افشای ریسک	-۱۶۸۶۸۸۸	-۴,۱۹۰۸۲۲	۰,۰۰۰۱
	ضریب تعیین	۰,۶۸۰۷۹۷		
	ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۶۷۷۷۲۳	دوربین واتسون	۱,۵۳۴۵۰۵
	آماره F	۲,۲۶۷۸۲۶		
	احتمال آماره F	۰,۰۰۸۷۴۹		

در این پژوهش برای بررسی برقرار بودن فرض عدم خود همبستگی در نتایج حاصل از معادله رگرسیونی از آزمون دوربین - واتسون استفاده می‌شود. برای اطمینان از برقرار بودن عدم خود همبستگی بین باقی مانده‌ها، از مقدار دوربین - واتسون برآورد

شده در جدول (۲) استفاده می‌شود. از آنجا که مقدار آماره دوربین واتسن ۱,۵۳ تقریباً نزدیک به ۲ بهترین حالت ممکن می‌باشد نشان از عدم همبستگی بین اجزا اخلاص می‌باشد.

همانگونه که در جدول مزبور مشاهده می‌شود آماره F با سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است، بنابراین مدل تحقیق در کل معنا دار بوده و متغیرهای مستقل و کنترلی توانایی توضیح متغیر وابسته را دارند. ضریب تعیین، مناسب بودن خط رگرسیون برازش شده بر اساس مجموعه‌ای از داده‌ها را مورد بررسی قرار می‌دهد. هر چه مقدار این ضریب بالاتر باشد نشان دهنده این مطلب است که متغیرهای مستقل توان بیشتری در تبیین رفتار متغیر وابسته دارند. همانطور که در جدول (۲) نشان داده شده است.

مقدار ضریب تعیین، در نتایج برآورد شده مدل پژوهش برابر با ۰,۶۸۰ می‌باشد. مقدار ضریب تعیین برآورد شده، گویای این مطلب است که حدود ۶۷٪ رفتار متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود.

فرضیه فرعی: افشای بیشتر ریسک اطلاعات بر بیش سرمایه گذاری شرکت‌ها تاثیر معنادار دارد.

بر اساس اطلاعات مندرج در جدول (۲) مقدار آماره t و P-Value مربوط به آن به ترتیب برابر است با ۴,۱۹- و ۰,۰۰۰۰ و مقایسه آن با جدول توزیع t مشاهده می‌شود که فرضیه فرعی اول مورد تایید است. ضریب این متغیر نیز منفی بوده است بنابراین فرضیه فوق دارای تاثیر مثبت است.

فرضیه فرعی: افشای بیشتر ریسک اطلاعات بر کم سرمایه گذاری شرکت‌ها تاثیر معنادار دارد.

جدول (۳) نتایج آزمون فرضیه‌ها

Variable	متغیر	ضریب	t-آزمون	احتمال
C	عرض از مبدا	۳۰۲۵۲,۷۲	۰,۰۳۷۹۶۷	۰,۹۶۹۸
LFCF	جریان نقدی عملیاتی	۴۵۳,۴۷۴۳	۰,۰۲۷۸۳۸	۰,۹۷۷۸
LFIRST	سهامداران عمده	۳۷۸۳۸,۷۲	۰,۷۰۸۵۴۳	۰,۴۸۰۳
LINV	سرمایه گذاری	۴۸۵۵,۸۶۸	۱,۱۸۲۷۶۲	۰,۲۳۹۸
LDA	اقدام تعهدی مبتنی بر مدل جونز	۷۰۴۱۵,۹۶	۲,۹۴۹۰۱۶	۰,۰۰۴۰
SOE	سهامداران دولتی	۴۵۲۷۸,۲۱	۱,۶۶۹۶۵۷	۰,۰۹۸۲
LROE	بازده حقوق صاحبان سهام	-۲۳۵۴۰,۰۷	-۱,۹۷۸۷۳۹	۰,۰۵۰۷
LBRO	اندازه هیئت مدیره	۶۳۶۲۴,۳۹	۰,۲۰۶۲۲۵	۰,۸۳۷۱
INDEP	استقلال هیئت مدیره	۳۱۴۱,۰۲۳	۰,۰۴۵۵۰۲	۰,۹۶۳۸
LGROW	رشد فروش	-۲۳۳۲۶,۴۷	-۲,۶۵۵۹۲۸	۰,۰۰۹۳
LLEV	اهرم مالی	۵۲۱۵,۴۰۹	۰,۱۳۳۱۸۳	۰,۸۹۴۳
SIZE	اندازه	-۲۸۱۶۳۸,۵	-۷,۵۶۴۰۱۰	۰,۰۰۰۰
LCASH	نقدینگی	۸۸۷۴,۲۵۵	۰,۵۰۸۸۴۵	۰,۶۱۲۰
LINVEST	هزینه‌های صرف تولید	۱۰۸۴,۳۴۱	۰,۱۱۵۳۸۴	۰,۹۰۸۴
LRET	بازده سالیانه سهام	۱۰۹۲۲,۷۵	۱,۰۷۵۵۸۷	۰,۲۸۴۸
RISK	افشای ریسک	۸۲۳۲۴۵,۵	۴,۰۳۰۶۶۸	۰,۰۰۰۱
	ضریب تعیین	۰,۶۲۴۲۲۹		
	ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۵۶۵۵۱۴	دوربین واتسن	۱,۶۴۲۴۴۲

			۱۰,۶۳۱۶۳	آماره F
			۰,۰۰۰۰۰۰	احتمال آماره F

در این پژوهش برای بررسی برقرار بودن فرض عدم خود همبستگی در نتایج حاصل از معادله رگرسیونی از آزمون دوربین - واتسون استفاده می‌شود. برای اطمینان از برقرار بودن عدم خود همبستگی بین باقی مانده‌ها، از مقدار دوربین - واتسون برآورد شده در جدول (۳) استفاده می‌شود. از آنجا که مقدار آماره دوربین واتسن ۱,۶۲ تقریباً نزدیک به ۲ بهترین حالت ممکن می‌باشد نشان از عدم خود همبستگی بین اجزا اخلاص می‌باشد.

همانگونه که در جدول مزبور مشاهده می‌شود آماره F با سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است، بنابراین مدل تحقیق در کل معنا دار بوده و متغیرهای مستقل و کنترلی توانایی توضیح متغیر وابسته را دارند. ضریب تعیین، مناسب بودن خط رگرسیون برازش شده بر اساس مجموعه‌ای از داده‌ها را مورد بررسی قرار می‌دهد. هر چه مقدار این ضریب بالاتر باشد نشان دهنده این مطلب است که متغیرهای مستقل توان بیشتری در تبیین رفتار متغیر وابسته دارند. همانطور که در جدول (۳) نشان داده شده است مقدار ضریب تعیین، در نتایج برآورد شده مدل پژوهش برابر با ۰,۵۶ می‌باشد. مقدار ضریب تعیین برآورد شده، گویای این مطلب است که حدود ۵۶٪ رفتار متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود.

فرضیه فرعی: افشای بیشتر ریسک اطلاعات بر کم سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تاثیر معنادار دارد.

بر اساس اطلاعات مندرج در جدول (۳) مقدار آماره t و P-Value مربوط به آن به ترتیب برابر است با ۴,۰۳۰۶۶۸ و ۰,۰۰۰۱ و مقایسه آن با جدول توزیع t مشاهده می‌شود که فرضیه مورد تایید است. ضریب این متغیر نیز مثبت بوده است بنابراین فرضیه فرعی دوم دارای تاثیر مثبت است.

نتیجه‌گیری

نتایج بر اساس فرضیه‌ها

نتیجه فرضیه اصلی:

فرضیه اصلی: افشای بیشتر ریسک اطلاعات بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تاثیر معنادار دارد.

اطلاعات اولین عامل تعیین کننده کارایی سرمایه‌گذاری است. به طور کلی، سرمایه‌گذاری ناکارآمد شرکت‌ها با میزان عدم تقارن اطلاعات افزایش می‌یابد، در حالیکه اطلاعات حسابداری با کیفیت می‌تواند سبب بهبود قراردادهای و نظارت و همچنین کاهش خطر اخلاقی و انتخاب نامناسب، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. نتایج نشان می‌دهد که هرچه کثرت افشای ریسک در بخشی از گزارش سالانه بیشتر باشد، کارایی سرمایه‌گذاری شرکت بالاتر خواهد بود. نتایج فوق نسبت به ظرفیت آزمون‌های استواری، از کارایی مناسبی برخوردار بوده‌اند. نتایج مطابق با فرضیه همگرایی است. افشای ریسک حاصل از گزارش‌های سالانه برای شناسایی عوامل خطر شناخته شده، که شفافیت اطلاعات شرکت را بیشتر می‌کند، کافی است. تیر افشای ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت افزایش می‌یابد. از این رو یافته‌ها نشان می‌دهد که اطلاعات خاص افشا شده و ویژگی‌های سرمایه‌گذار به تاثیر افشای ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها اثر می‌گذارد. نتایج تحقیق حاضر با تحقیق (لی، ۲۰۱۸) همراستا است.

کارایی سرمایه‌گذاری بدون شک دقت افشاگری را ارتقا می‌دهد وقتی چنین افشایی حاوی اطلاعاتی مربوط به سهام سرمایه آتی است. در مقابل، کارایی سرمایه‌گذاری در سطح متوسطی از دقت برای افشای جریان‌های نقدی آینده به حداکثر می‌رسد. هنگامی که اطلاعات به دسته‌های مختلف تقسیم بندی شد، محققان دریافتند که افشای اطلاعات غیرمعارف با کاهش همگامی قیمت سهام همراه است، باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود و افشای اطلاعات غیر مالی، محدودیت‌های مالی را کاهش می‌دهد و سپس سبب کاهش کم سرمایه‌گذاری می‌شود

نتیجه فرضیه فرعی اول :

فرضیه فرعی اول: افشای بیشتر ریسک اطلاعات بر بیش سرمایه گذاری شرکت‌ها تاثیر معنادار دارد.

افشای ریسک سبب افزایش هزینه سرمایه با توجه به نرخ بالای بازده می‌شود که سرمایه‌گذاران بدان نیازمند هستند. زیرا، افشای فزاینده ریسک‌ها در گزارشات سالیانه، سبب افزایش تغییرپذیری سود و عایدی سهام، حجم مبادلات می‌گردد و بدین صورت تحلیل‌گران قادر پیش‌بینی تحولات و تغییرات آنها می‌شود. از اینرو، افشای ریسک در گزارشات سالیانه سبب کاهش نامتقارنی اطلاعات و ارتقا درک و برداشت در رابطه با ریسک از سوی سرمایه‌گذاران می‌گردد و این موضوع کمتر می‌تواند سبب کاهش بیش سرمایه گذاری شود. بنابراین، افشای بیشتر ریسک اطلاعات می‌تواند بر بیش سرمایه گذاری شرکت‌ها تاثیر معکوس داشته باشد زیرا سرمایه‌گذاران اطمینان بیشتری برای اطلاعات قایل هستند. نتایج تحقیق حاضر با تحقیق (لی، ۲۰۱۸) همراستا است.

نتیجه فرضیه فرعی دوم :

فرضیه فرعی دوم: افشای بیشتر ریسک اطلاعات بر کم سرمایه گذاری شرکت‌ها تاثیر معنادار دارد.

شرکتی که افشای ریسک بالاتری دارد، می‌تواند مشکلات کم سرمایه گذاری را تعدیل کند. شواهد حاکی از آن است که افشای ریسک بالاتری سبب تزریق بموقع سرمایه می‌شود ولی افشای اطلاعات با ریسک بالا سبب سرریز سرمایه نمی‌شود. نتایج تحقیق حاضر نشان داده است که افشای بیشتر ریسک اطلاعات بر کم سرمایه گذاری تاثیر مثبت دارد. نتایج تحقیق حاضر با تحقیق (لی، ۲۰۱۸) همراستا است.

منابع:

- آذری آق‌چمن، علی؛ رسول برادران حسن زاده و یونس بادآوری نهندی، (۱۳۹۲). بررسی تاثیر محافظه کاری غیر شرطی بر کارایی سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دومین کنفرانس ملی حسابداری.
- بادآور نهندی، یونس، قادری، بهشتی نهندی، (۱۳۹۲). تاثیر شفافیت اطلاعات حسابداری بر ناکارایی سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی.
- بیننده بهاره، (۱۳۹۵). تاثیر کیفیت اطلاعات بر کارایی غیرعادی عرضه اولیه عمومی سهام در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، صص ۱-۱۳۶.
- تمری نیا، آیت؛ هانیه حیدری و جعفر امامی، (۱۳۹۵). بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، پنجمین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت و دومین کنفرانس کارآفرینی و نوآوری‌های باز.
- حدی، علی؛ مجید زنجیردار و علیرضا مهدیخانی، (۱۳۹۳). تبیین رابطه بین محافظه کاری مشروط حسابداری و کارایی سرمایه گذاری، و تدثیر فرصتهای رشد و اندازه شرکت بر این ارتباط در بازار سرمایه ایران. سومین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه گذار.
- خلیفه سلطانی، سید احمد، رحیمی، مجید، عزیز الهی، بهمن (۱۳۹۲). تاثیر رقابت در بازار محصول بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت‌های تولیدی عضو بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری دانشگاه شهید چمران اهواز.
- شعری نهندی- وحید احمدی خانقاه، (۱۳۹۲) بررسی ارتباط بین کیفیت حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی دوره ۲۰، شماره ۲، تابستان ۱۳۹۲، صفحه ۱۹-۴۲.
- طاهری، امین، (۱۳۹۷). بررسی تاثیر افشای اختیاری اطلاعات بر کارایی سرمایه گذاری و بهبود وضعیت بازاریابی. پنجمین کنفرانس ملی
- قاسم پور؛ مهدی فلاح برندق، (۱۳۹۲). رابطه محافظه کاری و کارایی غیرعادی کوتاه مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه با تاکید بر نقش مدل‌های عدم تقارن اطلاعاتی. مطالعات تجربی حسابداری مالی، مقاله ۳، دوره ۱۰، شماره ۳، پائیز ۱۳۹۱، صفحه ۵۷-۸۲

نمازی محمد. (۱۳۹۲). بررسی چگونگی افشای ریسک در گزارش سالانه شرکت‌ها و عوامل موثر بر آن. فصلنامه دانش حسابداری مالی.

یحیی حساس یگانه، محمد مرفوع، معصومه نقدی. (۱۳۹۶). رابطه دقت پیشبینی سود با کارایی سرمایه گذاری. مطالعات تجربی مالی، ۷۲-۵۱.

- 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.
- Alshandidi Mouselli, Aziz Jaafar, John Goddard. (2013). Accruals quality, stock returns and asset pricing: Evidence from the UK. *International Review of Financial Analysis*, Vol, 51, pp.203-213.
- Baum, C. F., Caglayan, M., & Ozkan, N. (2006). The Impact of Macroeconomic Uncertainty on Non-financial Firms' demand for liquidity, *Review of Financial Economics*, 15(4), 289-304.
- Biddle, G. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 48, pp. 112-131.
- Cheng, X., Tan, Y., & Liu, J., (2012). Non-financial Information, external financing and Investment efficiency, a study based on external Institutional constraints, *Management World*, 7, 137-150.
- Dutta, S., & Nezlobin, A. (2016). Dynamic Effects of Information Disclosure on Investment Efficiency, *Journal of Accounting Research*, 55(2), 329-369.
- Ebrahah, L. (2007). Quality – Extended Query Processing for Mediation System. In *Information Quality Management: Theory and Application* ed. Al-Hakim, L, pp.23 – 48, Hershey: Idea Group Publishing, Vol.3, pp.36-44.
- Elaoud. (2017). Auditor specialization, accounting information quality and investment efficiency. *Research in International Business and Finance*, 616–629.
- Gong F. and Liu H. (2016). Asymmetric Information, Heterogeneous Prior Beliefs, and Public Information, *International Review of Economics and Finance*, 46:100-120.
- Gulen, H., & Ion, M. (2016). Policy Uncertainty and Corporate Investment, *the Review of Financial Studies*, 29(3), 523–564.
- Haron, H., D.D.N. Ibrahim, K. Jeyaraman, and O.H. Chye. (2010). Determinants of internal control characteristics influencing voluntary and mandatory disclosures. *Managerial Auditing Journal*, 25(2), 140- 159.
- Kim, H., & Kung, H. (2017). The Asset Redeployability Channel, How Uncertainty Affects Corporate Investment, *Review of Financial Studies*, 30(1), 245- 280.
- Li, Jie He, Min Xiao. (2018). Risk Disclosure in Annual Reports and Corporate Investment Efficiency, *International Review of Economics and Finance*, 1-36.
- Ma Zhong, Lucia Gao. (2017). Does corporate social responsibility disclosure improve firm investment efficiency?: Evidence from China. *Review of Accounting and Finance*, 16, 348-365.
- Serain. (2015). Accounting quality, information risk and implied volatility around earnings announcements. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 188-207.
- Wong K. P. (2017). Production and hedging under state-dependent preferences and background risk, *International Review of Economics and Finance*, 51:527-534.
- Yao, Y., & Zhao, M. (2016). Chinese Styled Risk Disclosure, Disclosure Level and the Market Reaction, *Economic Research Journal*, 7, 158-172.

Zhai.(2016).Accounting information quality, governance efficiency and capital investment choice. China Journal of Accounting Research, 251-266.